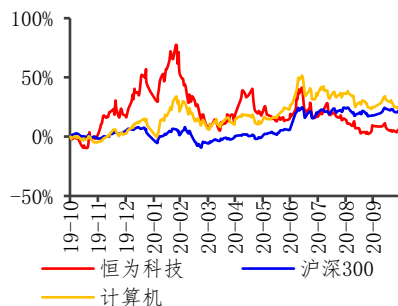


投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年10月29日
市场数据

目前股价	19.9
总市值（亿元）	40.00
流通市值（亿元）	39.57
总股本（万股）	20,099
流通股本（万股）	19,887
12个月最高/最低	33.94/16.72

分析师

分析师：周伟佳 S1070514110001
 电话：CFA, ACCA 0755-83516551
 分析师：李雪薇 S1070520080002
 电话：021-31829697
 邮箱：lixuewei@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q2 业务复苏明显，嵌入式交出亮眼表现>> 2020-08-27
 <<受疫情影响公司短期业绩呈现波动，高研发投入彰显长期发展信心>> 2020-04-21
 <<网络可视化业务短期存在波动，5G、国产信息化打开长期成长空间>> 2020-03-26

Q3 业绩恢复信号明确，业务稳定增长可期

——恒为科技（603496）公司2020年三季度报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	431	434	523	722	974
(+/-%)	38.2%	0.6%	20.4%	38.2%	34.8%
净利润（百万元）	105	67	72	100	121
(+/-%)	39.8%	-36.0%	6.7%	39.4%	21.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.52	0.34	0.36	0.50	0.60
PE	38	59	56	40	33

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司于2020年10月29日下午发布2020年三季度报，前三季度公司实现营业收入3.09亿元，同比减少7.10%；实现归属于上市公司股东净利润663.48万元，同比减少90.71%；实现扣非后归母净利润539.03万元，同比减少91.97%。
- 前三季度扭亏为盈，Q3净利润大幅增长，业绩恢复信号明确：**公司前三季度实现营业总收入3.09亿元，同比减少7.10%，其中第三季度营业收入1.40亿元，同比增长37.89%，环比增长21.54%，单季营收增速超预期。净利润方面，公司前三季度实现归属于上市公司股东净利润663.48万元，实现扣非后归母净利润539.03万元，实现扭亏为盈；其中第三季度净利润增长迅速，公司Q3单季实现归属上市公司股东净利润2,698.95万元，同比增长40.50%，环比增长564.06%，业绩恢复信号明确。毛利率方面，公司前三季度毛利率46.87%，同比减少11.94个百分点，主要为产品收入结构的调整，其中第三季度毛利率50.98%，同比减少0.81个百分点，环比增加4.75个百分点，已逐步趋于稳定。此外，公司截止9月30日存货达3.75亿元，较年初增加80.79%，主要为备货购进的原材料增加，以及为订单交付准备的半成品和成品增加所致，一定程度释放良好业绩信号。
- 期间费用率有所升高，研发投入持续增长：**公司2020年前三季度不含研发的期间费用率为17.99%，同比增加2.06个百分点，受营收增速放缓影响，期间费用率有所提高。其中销售费用1,724.62万元，同比增长1.46%，销售费用率为5.58%，同比增加0.47个百分点；管理费用4,100.85万元，同比增长0.93%，管理费用率为13.26%，同比增加1.06个百分点，增长主要系股权激励摊销所致，期权激励成本预计将在本年度摊销817.3万元；财务费用-261.54万元，同比减少43.05%，财务费用率为-0.85%，同比增加0.53个百分点，主要原因是利息收入较同期减少。研发方面，公司前三季度研发投入7,913.57万元，同比增加2.78%，研发费用率为25.59%，

同比增加 2.46 个百分点。

- **投资建议:** 我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 5.23、7.22 以及 9.74 亿元，实现净利润 0.72、1.00 以及 1.21 亿元，对应 PE 分别为 56X、40X 以及 33X，继续维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 疫情导致公司业绩不及预期或出现同比下降的风险；公司新增订单情况不及预期的风险；公司信创领域布局成效不及预期的风险；网络可视化行业增速不及预期的风险；公司产品毛利率下降的风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	431.40	434.11	522.71	722.30	973.84	成长性					
营业成本	188.96	197.58	260.02	352.33	474.54	营业收入增长	38.2%	0.6%	20.4%	38.2%	34.8%
销售费用	14.60	26.21	24.43	26.82	34.28	营业成本增长	33.2%	4.6%	31.6%	35.5%	34.7%
管理费用	49.66	43.63	55.08	82.16	115.84	营业利润增长	44.1%	-42.7%	10.6%	37.6%	21.8%
研发费用	77.18	110.13	116.99	153.91	205.89	利润总额增长	36.2%	-42.9%	10.7%	37.6%	21.8%
财务费用	-2.83	-5.84	1.29	14.57	28.77	净利润增长	39.8%	-36.0%	6.7%	39.4%	21.3%
其他收益	18.81	23.23	24.39	25.61	29.45	盈利能力					
投资净收益	4.56	2.76	2.99	3.55	3.50	毛利率	56.2%	54.5%	50.3%	51.2%	51.3%
营业利润	113.58	65.04	71.91	98.92	120.48	销售净利率	23.9%	14.2%	12.9%	12.9%	11.6%
营业外收支	-0.22	-0.26	-0.21	-0.22	-0.23	ROE	13.7%	7.7%	7.8%	9.7%	10.5%
利润总额	113.36	64.78	71.70	98.70	120.26	ROIC	19.7%	8.5%	10.4%	10.1%	12.2%
所得税	10.35	3.12	4.48	5.70	7.13	营运效率					
少数股东损益	-2.15	-5.68	-4.59	-7.09	-8.33	销售费用/营业收入	3.4%	6.0%	4.7%	3.7%	3.5%
净利润	105.17	67.34	71.82	100.10	121.45	管理费用/营业收入	11.5%	10.0%	10.5%	11.4%	11.9%
						研发费用/营业收入	17.9%	25.4%	22.4%	21.3%	21.1%
资产负债表						财务费用/营业收入	-0.7%	-1.3%	0.2%	2.0%	3.0%
						投资收益/营业利润	4.0%	4.2%	4.2%	3.6%	2.9%
流动资产	737.70	752.31	1145.61	1727.23	2086.82	所得税/利润总额	9.1%	4.8%	6.3%	5.8%	5.9%
货币资金	259.66	73.84	466.75	663.07	881.78	应收账款周转率	2.03	1.57	2.40	2.31	2.30
应收票据及应收账款合计	267.03	286.26	264.88	549.52	530.63	存货周转率	1.05	1.03	1.03	1.03	1.03
其他应收款	3.92	3.30	3.47	7.04	6.30	流动资产周转率	0.62	0.58	0.55	0.50	0.51
存货	175.72	207.44	296.88	384.41	534.58	总资产周转率	0.51	0.46	0.45	0.42	0.43
非流动资产	175.94	211.10	235.26	294.21	371.38	偿债能力					
固定资产	135.08	156.78	176.11	226.22	292.43	资产负债率	17.6%	17.1%	37.3%	52.6%	56.4%
资产总计	913.64	963.42	1380.86	2021.44	2458.20	流动比率	4.63	4.74	2.25	1.63	1.51
流动负债	159.44	158.69	509.46	1057.64	1381.74	速动比率	3.33	2.29	1.44	1.15	1.03
短期借款	15.00	15.00	281.95	799.38	996.08	每股指标 (元)					
应付款项	79.16	84.31	137.62	158.58	241.28	EPS	0.52	0.34	0.36	0.50	0.60
非流动负债	1.13	5.78	5.23	4.63	4.16	每股净资产	3.74	3.99	4.34	4.84	5.45
长期借款	0.00	4.58	4.03	3.43	2.96	每股经营现金流	0.42	-0.73	0.80	-1.20	0.69
负债合计	160.57	164.47	514.70	1062.27	1385.90	每股经营现金/EPS	0.81	-2.19	2.23	-2.40	1.14
股东权益	753.07	798.95	866.17	959.17	1072.30	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	142.06	202.40	202.40	202.40	202.40	PE	38.03	59.40	55.69	39.96	32.93
留存收益	276.58	311.80	358.17	422.22	500.17	PEG	1.46	-305.66	-15.53	-11.93	1.47
少数股东权益	1.73	-2.40	-7.00	-14.09	-22.42	PB	5.32	4.99	4.58	4.11	3.65
负债和权益总计	913.64	963.42	1380.86	2021.44	2458.20	EV/EBITDA	33.81	55.20	47.30	33.25	25.03
						EV/SALES	8.78	9.16	7.35	5.75	4.24
现金流量表						EV/IC	4.93	4.81	3.31	2.34	1.97
						ROIC/WACC	2.10	0.90	1.11	1.20	1.48
经营活动现金流	39.06	15.61	160.12	-240.28	137.95	REP	2.35	5.33	2.98	1.94	1.33
其中营运资本减少	-14.88	-204.86	86.10	-354.66	-13.64						
投资活动现金流	-30.79	-84.23	-29.65	-65.76	-86.86						
其中资本支出	56.27	30.83	21.13	55.80	74.00						
融资活动现金流	2.90	-14.47	-4.50	-15.08	-29.08						
净现金总变化	11.16	-83.08	125.96	-321.11	22.01						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>