

【中新赛克深度】

网络可视化--流量产业链上的明珠

证券分析师：程成
E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：
S0980513040001

证券分析师：马成龙
E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：
S0980518100002

2020年6月23日

中新赛克核心投资逻辑

◆ 中新赛克核心逻辑:

- 一、网络可视化市场受流量增长和政务监测加强双重驱动，长期稳健增长可期
- 二、可视化设备作为政务采购类电信级设备，技术、客户门槛高，竞争格局较稳定，长期或形成主流的4~5个供应商，赛克龙头地位已现
- 三、公司属于技术驱动型公司，股权结构简单，管理效率较高。业务特点实现了公司长期高质量的增长
- 四、目前估值合理，处于历史底部区间，基于长期发展空间，维持公司“买入”评级

目 录

- 一、网络可视化—流量产业链上的明珠
- 二、行业壁垒高，竞争结构良好
- 三、中新赛克是细分龙头，前后端共同推进
- 四、盈利预测与风险提示

前言

- 通信行业中，数据通信、光通信、企业通信、物联网领域中长期稳健增长的公司较多，也是后续挖掘长期投资机会的主方向

图1：通信行业部分公司历史业绩

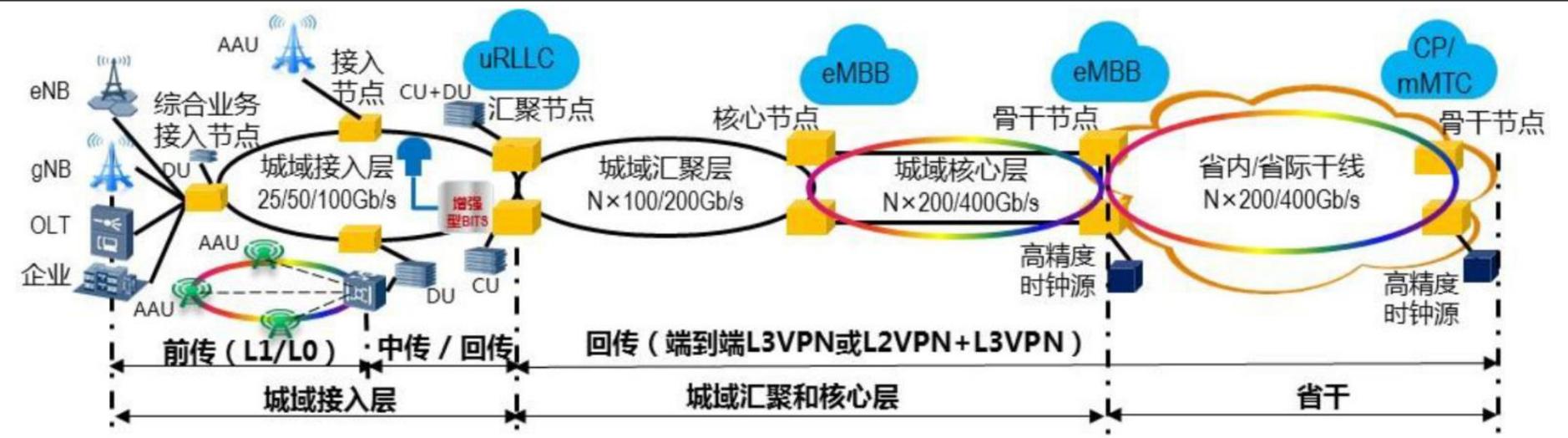
网络环节	产业环节	证券代码	证券简称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
利润10年正增长（净利润增速%）													
数据通信	网络可视化	002912.SZ	中新赛克					36.8	12.6	14.0	31.6	54.7	44.1
数据通信	IDC	300383.SZ	光环新网	44.7	30.2	31.6	21.5	41.5	20.0	190.1	34.1	54.0	16.4
数据通信	IDC	600845.SH	宝信软件	12.1	8.6	6.5	12.5	10.2	2.0	10.1	26.2	54.8	93.0
企业通信	SIP话机	300628.SZ	亿联网络				16.5	50.4	64.5	74.6	36.7	44.1	45.1
物联网	物联网	300638.SZ	广和通					269.6	38.4	15.5	8.8	97.9	95.9
10年中有9年正增长（净利润增速%）													
光通信	光通信主设备	600498.SH	烽火通信	34.5	9.8	10.0	15.0	(2.7)	12.3	12.4	13.7	0.4	16.2
企业通信	企业通信设备	002396.SZ	星网锐捷	19.3	37.5	22.0	20.3	(5.3)	29.9	15.4	25.6	18.4	3.1
光通信	通信土建	002929.SZ	润建通信					54.9	36.3	23.2	33.9	(14.0)	19.3
光通信	通信电缆	300563.SZ	神宇股份			77.5	13.3	(25.0)	25.7	10.8	10.5	11.0	21.5
物联网	物联网终端	300590.SZ	移为通信				107.4	71.6	32.4	(6.2)	1.8	28.5	30.2
光通信	光纤光缆	000070.SZ	特发信息	54.4	(33.0)	30.3	17.9	10.0	60.5	101.6	29.9	5.2	10.6
光通信	光纤光缆	601869.SH	长飞光纤						13.3	26.0	78.0	20.5	(47.3)
光通信	光器件	300620.SZ	光库科技				16.8	19.5	25.2	63.9	20.0	35.3	(27.3)
光通信	光器件	300502.SZ	新易盛			25.1	20.7	16.4	2.2	11.5	5.5	(71.3)	568.7
光通信	光器件	300394.SZ	天孚通信			15.2	4.8	53.1	16.5	17.7	(10.0)	24.4	22.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

前言

- 数据通信在4G时代得以快速发展，通信行业的研究，从模拟信号向数字信号延伸，与计算机行业开始深度融合
- 数据流量的快速增长催生了新的网络流量产业链，CDN、云计算（IDC）、分组传输设备（PTN、SPN）、网络安全等各环节均充分受益流量爆发，网络可视化属于流量产业链的一个分支

图2：5G承载网架构



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

图3：流量产业链

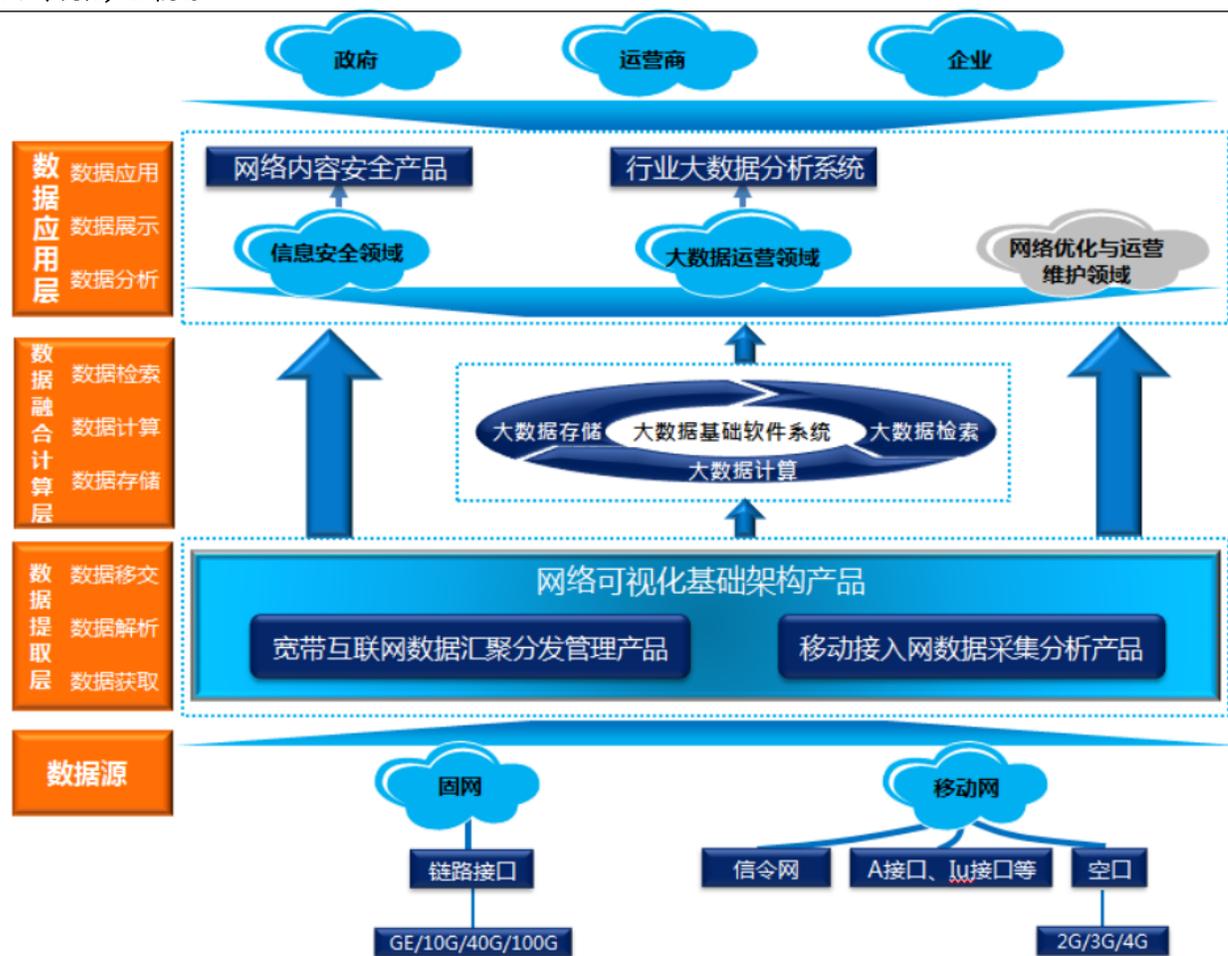


资料来源：国信证券经济研究所整理

一、网络可视化—流量产业链上的明珠

网络可视化简述

图4：可视化产业概述



物理链路、逻辑拓扑、协议标准、运行质量、流量内容、用户信息

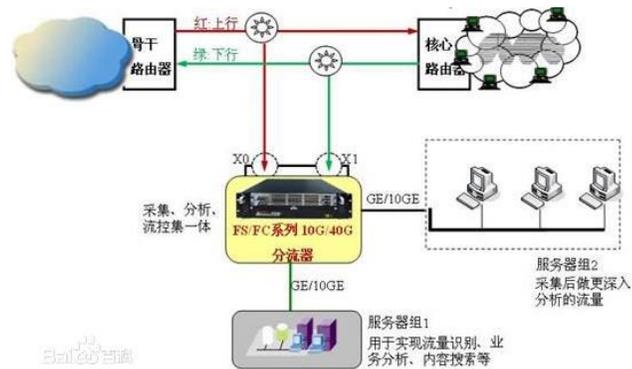


网络性能分析、应用性能、网络安全、网络故障、用户行为分析、上网日志、IDC信息管理等、不良信息检测

后端：数据包还原解析、关键字检索、可视化软件展示

前端：固网数据包采集、分流、透传、丢弃；移动网信令、数据流量获取

图5：可视化工作原理



资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

资料来源：中新赛克招股书，国信证券经济研究所整理

网络可视化简述

网络可视化是网络管理的一种技术手段，其主要经历了以下几个发展阶段：

一、运营商网络性能监控

网络运维、网络使用情况统计分析，业务管理和控制。主要为运营商自用。运营商市场是网络可视化的第一市场。

二、政务网络内容监控

对网络内容进行分析，包括舆情、不良信息、地址等。催生了政务需求，政务市场自2014年以来快速发展。

三、商业智能分析

深度挖掘用户行为数据，并利用大数据提取商业信息，与广告、电商、内容服务等产业结合实现价值挖掘。诞生企业级需求。

政府网络安全管理需求加速网络可视化行业发展

我国以《互联网信息服务管理办法》为统领，各部委协同进行区域和业务的监管，持续推进网络空间的安全保障工作。2014年2月，我国成立中央网络安全和信息化领导小组，将网络安全的重要性推向新高度。2016年，《网络安全法》通过，网信办体制建设逐步完善，统筹网络管理。

表1: 近年来网络安全政策文件

时间	政策
2011.12	工业和信息化部发布《信息安全产业十二五规划》
2012.06	国务院办公厅发布《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》
2012.12	全国人大常委会发布《加强网络信息保护的决定(草案)》
2013.08	发改委发布《关于组织实施2013年国家信息安全专项有关事项的通知》
2013.11	十八大提出设立国家安全委员会,促进军民融合深度发展,确保国家网络与信息安全
2014.02	中央网络安全和信息化领导小组成立习近平亲自担任组长,提出建设“网络强国”
2014.08	工业和信息化部发布《加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》
2014.10	中央军委印发《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》
2015.01	中央政治局会议审议通过《国家安全战略纲要》
2015.02	国家发改委发布《国家信息安全专项及下一代互联网技术研发、产业化和规模商用专项项目清单》
2016.11	中国《网络安全法》获得通过,并于2017年6月1日起施行
2016.12	国家互联网信息办公室发布《国家网络空间安全战略》
2017.07	国务院印发《新一代人工智能发展规划》
2018.03	中央网信办和中国证监会联合印发《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》

资料来源: 工信部等网站, 国信证券经济研究所分析师整理

“要推动我国网信事业发展，让互联网更好造福人民”
——习近平，2016年4月

“要加强舆情跟踪研判，主动发声、正面引导，让正能量始终充盈网络空间”
——习近平，2020年2月

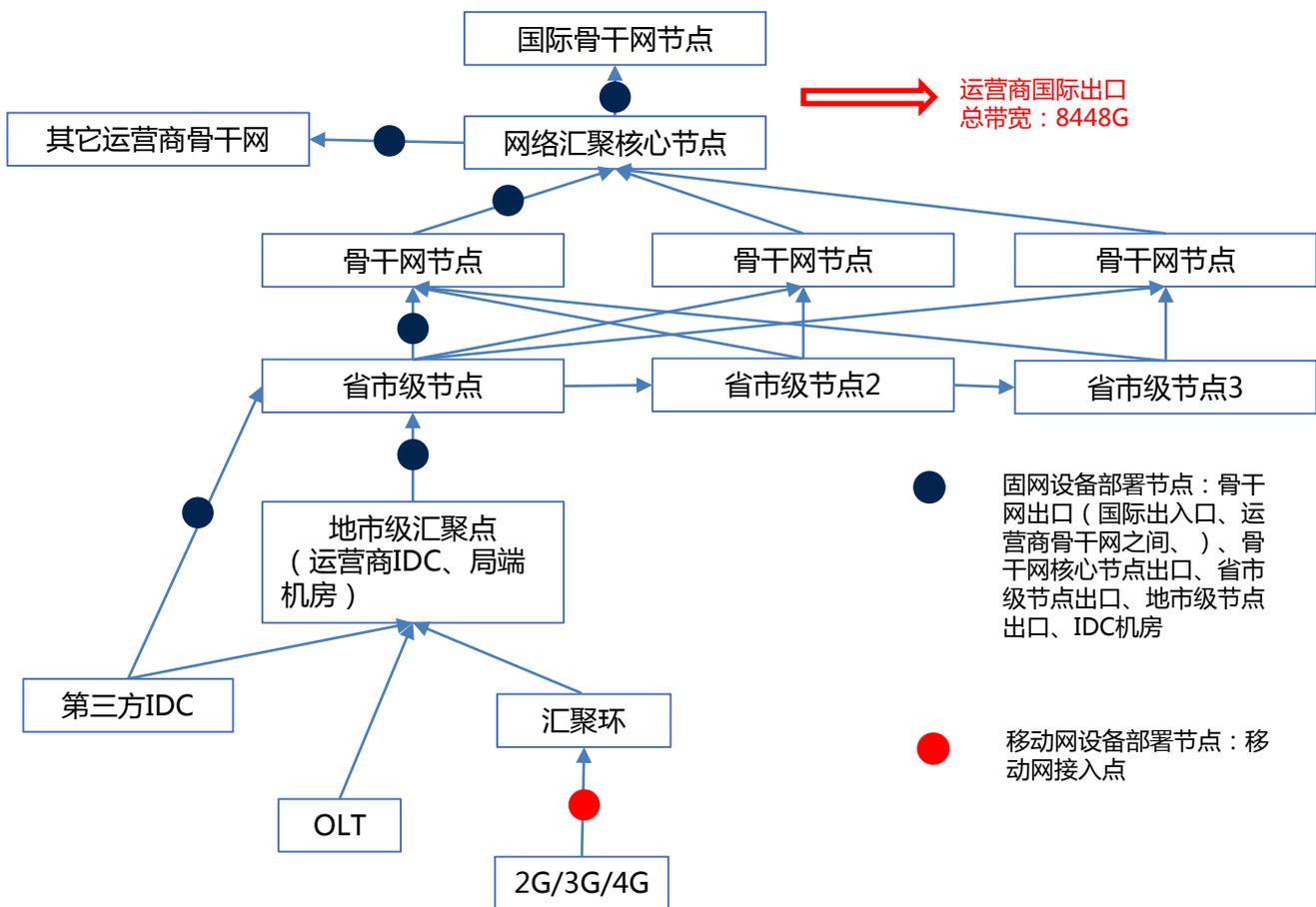
图6: 可视化采购市场规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

网络可视化监控节点

图7：可视化设备部署节点



资料来源：国信证券经济研究所整理

图8：可视化设备产品形态



机架式：按端口分为GE、10G、40G、100G，根据需求可插入相应单板，提高处理容量，适合处理固网数据



盒式：按端口分为GE、10G，容量固定，适合小规模部署、处理移动网数据



固定式：固定在室外，获取2G/3G/4G/5G空口数据



移动式：支持车载等移动部署，获取2G/3G/4G/5G空口数据

资料来源：中新赛克招股说明书，国信证券经济研究所整理

双千兆带宽战略刺激网络流量持续高速增长

表2：网络流量增长数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
互联网宽带用户 (万)	18898	20035	25963	29721	34867	40744	44930
增速		6%	30%	14%	17%	17%	10%
固网平均下载速率 (Mbps)		4.25	8.34	11.9	19.01	28.06	37.69
增速			96%	43%	60%	48%	34%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
4G用户数(亿元)	0.0	1.0	3.9	7.7	10.0	11.7	12.8
增速			298%	99%	29%	17%	9%
4G网络平均下载 速率(Mbps)				11.93	18.18	22.05	24.02

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
网民平均每周上网时间(h)		26.1	26.2	26.4	27	27.6	30

资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

家庭带宽普及率89.1%，基本饱和

家庭带宽2017年由10M向20M、50、100M升级，目前100M占比85.4%，正开始向1000M升级

2014-2019五年宽带流量复合增82%，下载速率复合增速55%

4G手机普及率87.8%，基本饱和

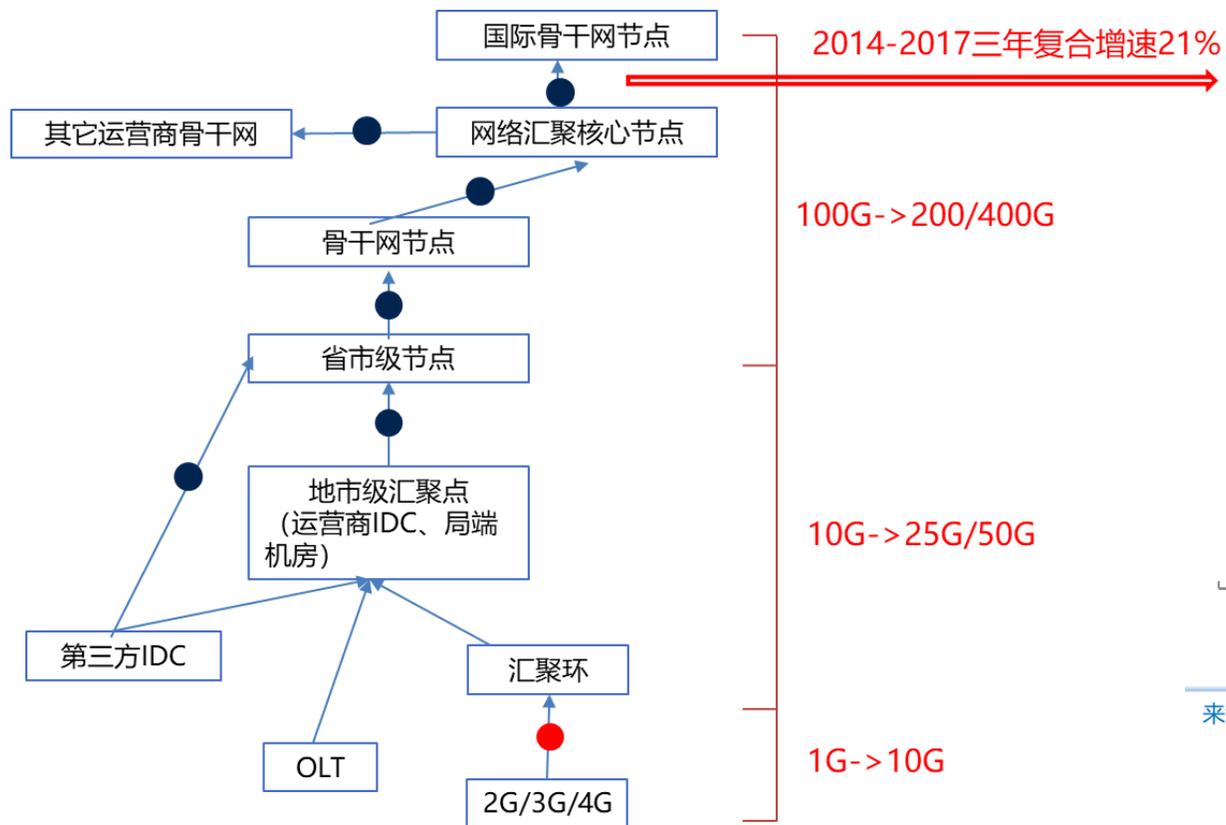
2016年基本建成4G网络，目前4G上网速率增速已放缓，开始向5G升级

2016-2019三年移动流量复合增速50%，下载速率复合增速26%

4G上网速率增速已放缓，开始向5G升级，基本饱和

流量增长倒逼网络带宽持续扩容

图9：网络带宽升级示意图



国际出口带宽数及增长率



来源：工业和信息化部，中国科技网，中国教育和科研计算机网

2019.12

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

网络可视化市场容量随带宽增长持续增大

► 核心假设:

- 1、带宽容量以每年15%的复合增速扩张
- 2、单位带宽处理价格不变（电子产品自然降价幅度在10%~15%，但是新采购设备跟随5G网络架构及内容进行升级，前期研发投入成本高，处理价格暂不下降，后期成熟时将会降价）
- 3、政务对于网络安全重视，加大采购力度，提高渗透率

表3: 固网宽带可视化市场规模测算 (亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
当年采购市场规模 (亿元)	5	10	26	35	38	41	49	59	71	85
增速		100%	160%	35%	9%	8%	20%	20%	20%	20%
合计采购市场规模 (亿元)	5	15	41	76	114	155	204	263	334	419
市场容量 (亿元)	136	178	219	242	243	291	335	385	443	510
渗透率	4%	8%	19%	31%	47%	53%	61%	68%	75%	82%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

远期市场的机会与挑战

➤ 一、5G、物联网等带来的数据内容形式愈加丰富（机会）

4G及以往的网络数据内容以人为代表的生活数据为主，5G/物联网时代将有更多的工业场景数据进入网络交换，增加了内容的丰富程度，也加大了数据处理的难度。因此，相应网络可视化的处理技术需进一步加强，每G带宽的处理价格或上升

➤ 二、边缘计算、网络切片带来监测节点的增加（机会）

5G网络架构下的处理流量更多在用户侧处理而非核心网，监测节点有望下沉，而根据业务性质虚拟化出来的网络切片，或根据不同的应用场景部署，也有望增加监控节点。

➤ 三、SDN/NFV技术的应用（挑战）

SDN/NFV将物理设备转发与控制功能分离，实现虚拟化部署，网络流量可能不经过交换机，而是在同一台服务器内通过路由线路的改变进行交换，则当前的可视化部署硬件将不再适用，需要全新的INT（带内测量）技术进行深度可视化。

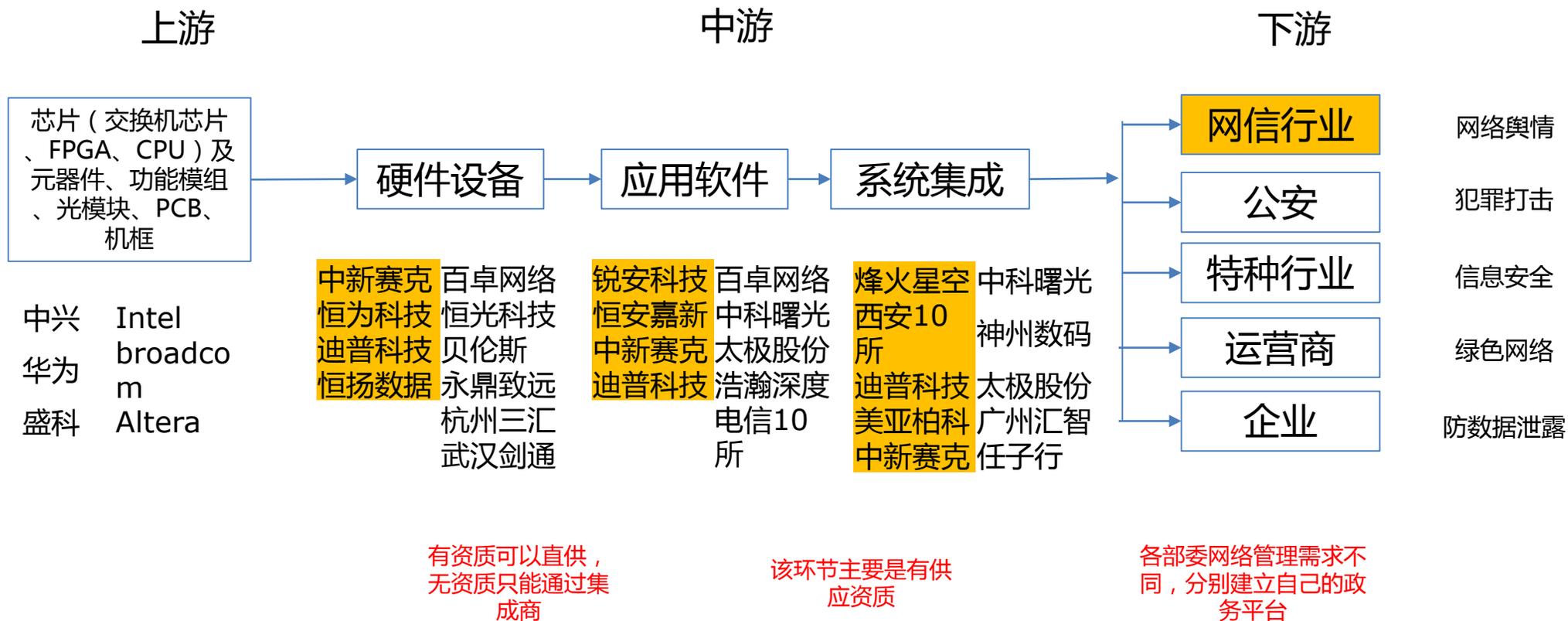
小结

- 一、网络可视化市场容量与网络流量、网络带宽正相关，市场空间能够长期增长。网络内容的复杂和网络架构的升级有望助推这一趋势。
- 二、网络可视化市场采购主要由运营商、政务、企业部门推动，政务对于网络监测的加强，使得相应市场快速增长。政府采购的力度决定当年的市场规模。

二、行业壁垒高，竞争结构良好

网络可视化产业链

图10: 网络可视化产业链



资料来源: 中新赛克招股说明书, 国信证券经济研究所整理

行业小而美，玩家不多

面向网信行业的可视化市场，前端厂商主要有中新赛克、迪普科技、恒为科技、恒扬数据、百卓网络。后端主要有锐安科技、恒安嘉新、中新赛克、迪普科技、烽火星空等。

面向公安市场的可视化市场，前端厂商主要有广州汇智、杭州三汇、武汉剑通、中新赛克、恒为科技，后端主要有美亚柏科、太极股份、广州汇智、杭州三汇、烽火星空等。

表5: 可视化领域部分公司简介

公司	主营业务	2019年收入 (亿元)	2019年毛利率	2019年净利率	所处产业链环节	销售方式	销售费用率	研发投入占比	团队背景
中新赛克	网络可视化设备、网络内容安全产品、大数据产品	9.04	82.26%	32.63%	设备、应用	直销	18.90%	23.96%	中兴
迪普科技	安全防护产品、安全分析产品、应用交付产品、基础网络产品	8.38	71.20%	31.41%	设备、应用	直销	27.20%	20.40%	新华三
恒为科技	网络可视化设备、嵌入式融合计算平台	4.34	54.49%	14.20%	设备	渠道	6.04%	25.37%	创业团队
百卓网络(通鼎互联收购)	可视化设备、IDC管理系统、安全态势感知系统	1.14	27.28%		设备、应用	渠道+直销			港湾网络
恒扬数据	数据采集设备、数据应用解决方案	2.26 (2017)	48.22%	7.10%	设备	渠道+直销	12.49%	17.45%	华为
烽火星空(烽火星空子公司)	网络态势感知、大数据平台	32.64	45.05%	14.67%	应用、集成商	直销			烽火通信
恒安嘉新	数据采集分析产品、网络防护应用、IDC安全管理	4.88 (2018)	50.47%	3.76%	应用	直销	12.48%	26.13%	西门子

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业高技术、客户壁垒

➤ 技术壁垒

网络可视化设备属于**电信级设备**，对于产品的性能、稳定性、可靠性要求非常高，需要相关团队对于通信网络交换设备、移动空口、通信协议等通信系统核心技术有深刻的理解，因此行业内的厂商核心技术团队基本都来自于中兴华为等系统设备商，研发费用率高达20%~25%。

➤ 客户壁垒

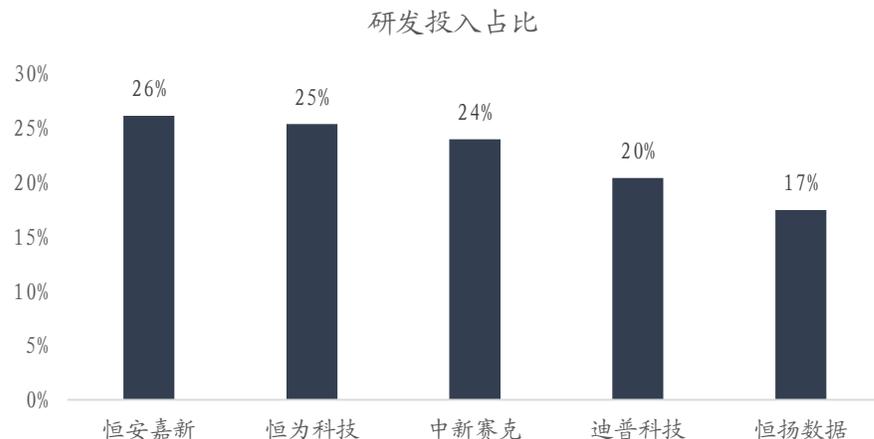
进入相应市场首先需要资质（信息系统集成及服务资质、装备承制单位注册证书、信息安全管理体认证、商用密码产品生产定点单位、计算机信息系统安全专用产品销售许可证、电信设备进网许可证），其次通过客户技术测试。一旦进入，由于是2G市场，且是电信级市场，要求供应商稳定，因此供应关系稳定。**产品定制化属性较强，与客户共同预研新产品，客户黏性强。**

表6: 部分公司创始团队背景

公司	团队背景
中新赛克	中兴
迪普科技	新华三
恒为科技	创业团队
百卓网络	港湾网络
恒扬数据	华为
烽火星空	烽火通信
恒安嘉新	西门子

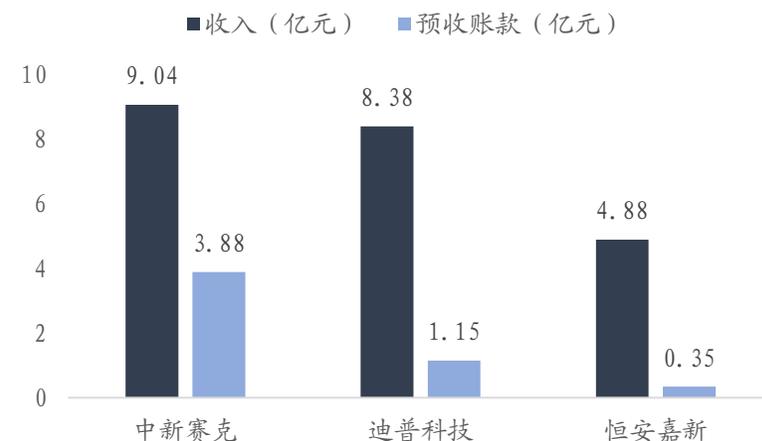
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 部分公司研发投入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 部分公司预收账款情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业盈利水平高

行业整体毛利水平高。通信主设备（中兴、华为）的毛利率在40%上下，其技术含量较高，但由于是运营商集采，且采购规模大，内部竞争激烈。可视化设备亦可看作通信设备，总体毛利率略高于通信设备，行业盈利能力较强。

毛利率水平排序：

政务市场>运营商市场。政务市场进入门槛高，竞争结构优于运营商市场。

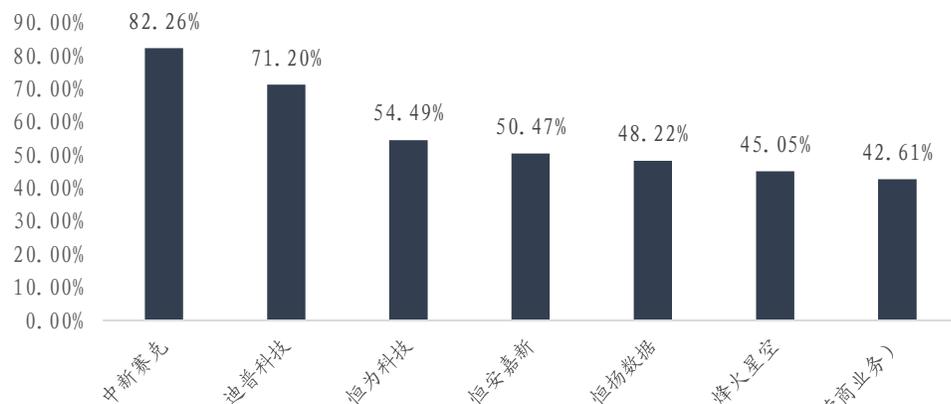
直销模式>渠道模式。有资质的厂商可直供，避免被渠道商赚取差价。且通过渠道商销售的产品更为标准化，毛利率也更低。

前端产品>后端产品。前端产品市场竞争结构优于后端。

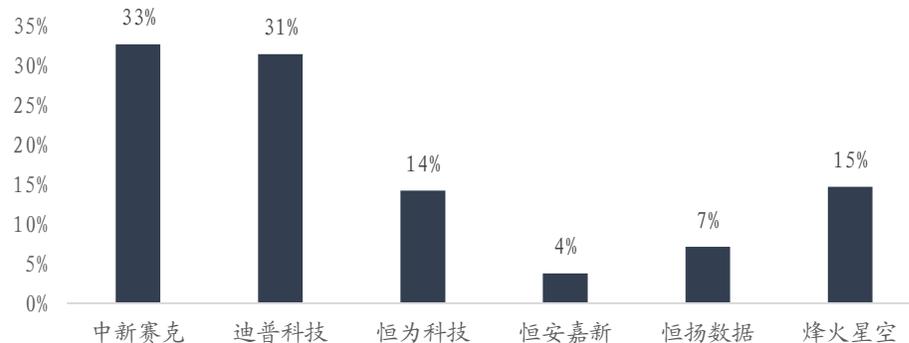
中新赛克=政府市场+直销+前端为主=80%+毛利率

图12：部分公司盈利水平

毛利率



净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

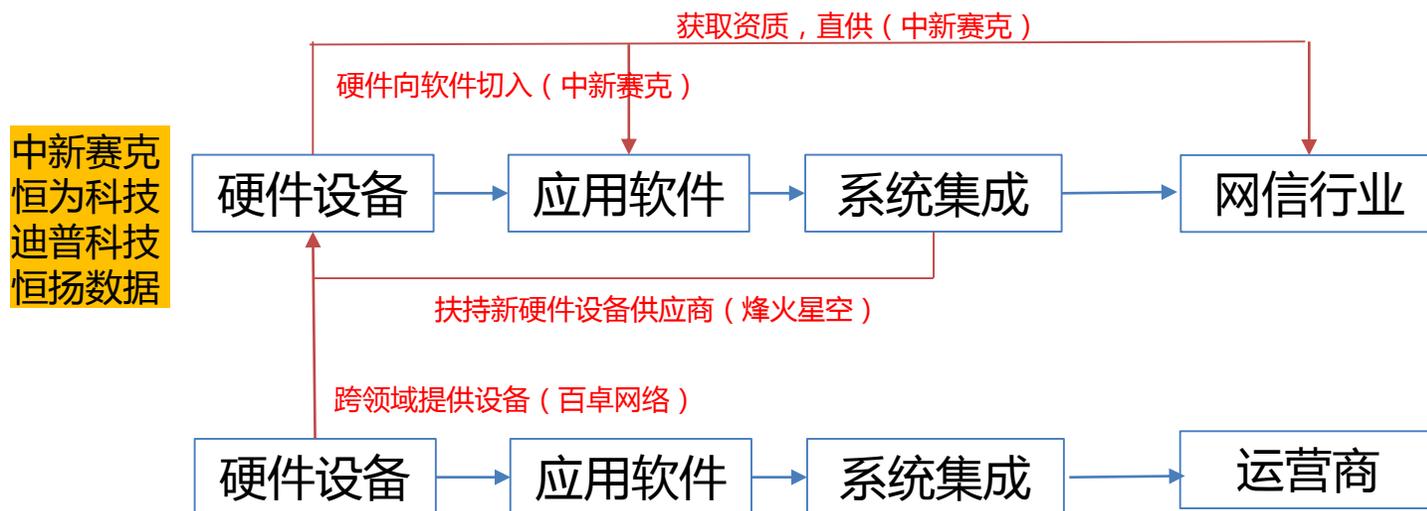
行业格局研判：整体稳定，互有渗透

门槛：设备>应用软件>系统集成，网信行业>特种装备>公安>运营商。业内企业一般由高门槛领域向低门槛领域渗透，如中新赛克。也有从低门槛向高门槛切入，如百卓网络。

硬件设备领域内部总体稳定，中新赛克可获得30%~40%订单份额，迪普科技次之，恒为、恒扬都需通过下游集成商进入，份额与集成商的实力和策略变化有关。百卓网络18年开始积极切入，20年或有斩获。

技术不断升级也是阻挡新进入者的壁垒。随着400G系统及5G技术相应产品的升级，行业外公司切入难度加大。

图13：产业链渗透示意图



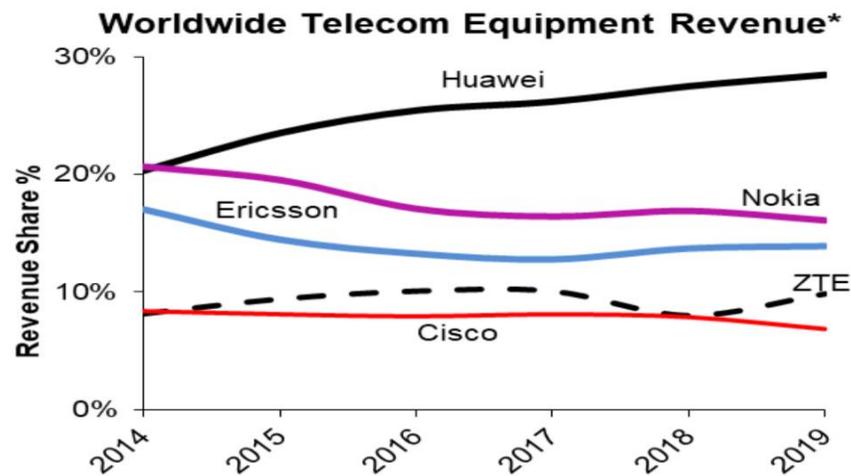
资料来源：中新赛克招股说明书，国信证券经济研究所整理

行业格局研判：远期或与通信主设备商市场格局类似

可视化设备 VS 通信主设备

- 1、同属于电信级设备，技术门槛高，且代际升级带来的技术和能力积累护城河越来越高
- 2、客户黏性强。新采购设备时，会考虑与存量设备型号、接口等的一致性，因此上一代产品的市场份额决定了新一代产品的市场份额。如无特殊质量问题，一般不会更换供应商。当然，商务关系能力也至关重要。
- 3、头部厂商供应绝大多数份额，引入尾部厂商进行价格牵制，因此小厂商有机会，但不至于颠覆

图13: 通信设备市场全球份额变化



资料来源: Dell Oro Group, 国信证券经济研究所整理

行业格局研判：赛克细分龙头趋势已现

战略定位不同：

中新赛克专注于可视化领域，以网信市场起家，依托于此，向公安市场以及后端软件市场拓展；目前是网信市场的细分龙头。

迪普科技看中的是企业级通信安全的大市场，已具备前后端能力，各个产品线同时发力；

恒为科技运营商市场占比更大，由于不具备集成商资质，更多的是打磨标准化硬件产品，如大力投入嵌入式融合计算平台产品，打造底层标准化通信硬件设备。

表7：部分公司经营数据

	2019年收入	业绩拆分	涉及市场	网信市场设备业务占比	核心关注市场	销售费用率	销售模式	公司总员工	研发人员	销售人员
中新赛克	9.04	宽带网设备：5.69亿、移动网设备：1.5亿、网络安全软件：0.94亿、大数据产品：0.32亿	网信、公安	63%	网信、公安	19%	直销	1259	948	89
迪普科技	8.38	可视化设备：1.4亿、安全防护：2.8亿、应用交付：1.3亿、基础网络产品1.2亿	网信、运营商、公安、企业	17%	企业级通信安全	27%	直销	1231	765	295
恒为科技	4.34	可视化设备：3.15亿（政府市场约为2亿）、嵌入式计算平台：1.15亿	网信、运营商	46%	运营商市场	6%	渠道	500	352	56

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结

- 一、行业属于高技术壁垒、高客户壁垒行业，能够提供相应设备，并能通过测试拿到订单的厂商不多
- 二、产品属于电信级设备，远期或与电信设备商市场格局类似
- 三、中新赛克专注于可视化市场，拥有前后端一体及直销能力，目前龙头地位已经显现

三、中新赛克是细分龙头，前后端共同推进

脱胎于中兴，深圳市国资委系实控人

中新赛克前身为深圳市中兴特种设备有限责任公司，成立于2001年，是中兴通讯的子公司，专注于数据提取、数据融合计算及其在信息安全等领域的应用。中兴特种装备于2012年从中兴体系内剥离，相应股份售卖给深创投等11名投资人，并于2017年11月成功在深交所中小板上市。目前，深创投持有公司26.66%的股份，公司系国有企业，但是不参与公司经营管理。南京创昀、南京众昀为员工持股平台。

图14: 公司股权结构变化 (截止20年1季度)

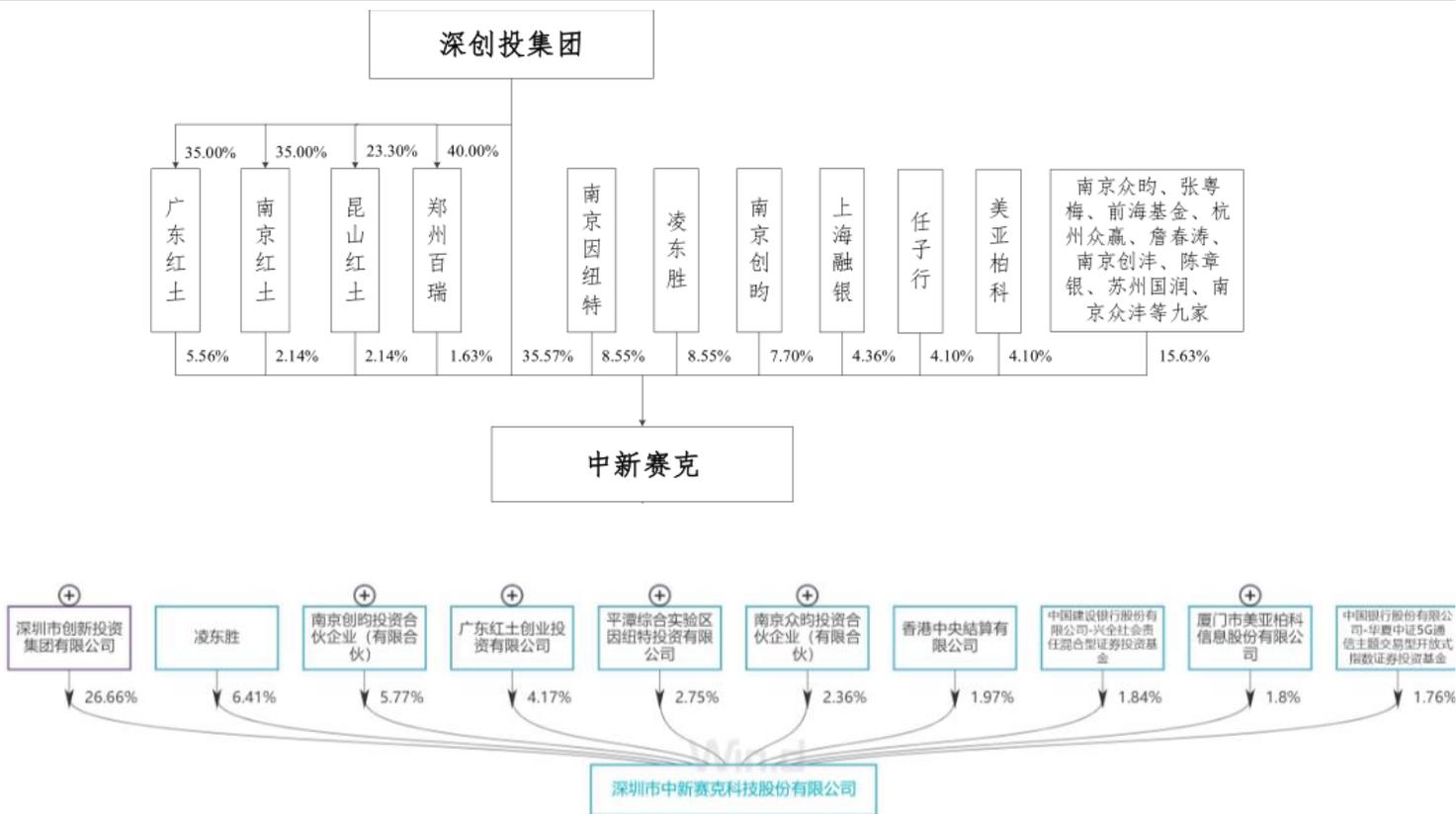


表8: 公司管理层背景

姓名	职务	从业背景
凌东胜	总经理	历任中兴通讯网络事业部 PSTN 项目经理/软件开发、ATM 产品总工/系统部部长、ATM 产品总经理、宽带网络产品总经理、IP 网络产品总经理及国际市场副总经理。自2006年3月起，担任公司总经理
王明意	副总经理	历任中兴通讯软件开发工程师、科长、项目经理、技术总监、软件开发部部长，2011年11月加入赛克科技，任副总经理
李斌	副总经理、 董事会秘书	曾任比亚迪股份有限公司投资经营发展部投资专员、投资者关系部 IR 主管、财务业务拓展部部长，中兴通讯投资管理部投资总监，自2013年4月至今担任公司董事会秘书
唐晓峰	财务总监	历任上海国邦制衣有限公司、杭州华三通信技术有限公司、艾康生物技术(杭州)有限公司等公司财务经理，自2015年3月至今担任公司财务总监
韩志前	产品总经理	曾任中兴通讯工程师、南京联创科技有限责任公司项目经理
凌苗	产品总经理	曾任深圳华为技术有限公司技术工程开发部员工、中兴通讯网络事业部数据软件四部员工、网络事业部 IP 产品系统部系统工程师、中研院数据分中心系统部路由器产品经理
谢辰成	产品总经理	先后担任测试/售后工程师，科长，部门副经理
卢云川	产品总经理	曾任中兴通讯南京研究所核心网产品线总工程师

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上市后完成第一轮限制性股票激励计划

上市之初，南京创昀、南京众昀员工持股平台。2019年12月发布首次限制性股票激励计划，并于2020年5月份首次授予完毕，共对372名对象授予264.26万股，授予价格58.43元/股。首次授予后，公司管理层及员工持股达29.35%。股权覆盖面近30%。按照业绩考核目标，2020~2022年的净利润不得低于2.8、3.5、4.3亿元。

表8: 公司股权激励方案

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 2020年净资产收益率不低于13%，且不低于同行业可比上市公司75分位值水平； (2) 2019年、2020年两年净利润平均值相较于2018年净利润增长率不低于40%，且不低于同行业可比上市公司75分位值水平； (3) 2020年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。
第二个解除限售期	(1) 2021年净资产收益率不低于13.5%，且不低于同行业可比上市公司75分位值水平； (2) 2019年、2020年、2021年三年净利润平均值相较于2018年净利润增长率不低于50%，且不低于同行业可比上市公司75分位值水平； (3) 2021年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。
第三个解除限售期	(1) 2022年净资产收益率不低于14%，且不低于同行业可比上市公司75分位值水平； (2) 2019年、2020年、2021年、2022年四年净利润平均值相较于2018年净利润增长率不低于65%，且不低于同行业可比上市公司75分位值水平； (3) 2022年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2.05	2.95	2.79	3.49	4.30
		2年利润平均值大于2.87			
		三年平均值大于3.075			
		四年平均值大于3.38			

限制性股票份额 (万股)	限制性股票成本 (万元)	2020年 (万元)	2021年 (万元)	2022年 (万元)	2023年 (万元)	2024年 (万元)
262.16	37,087.78	8,692.45	13,907.92	9,271.94	4,172.37	1,043.09

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

专注于网络可视化

中新赛克专注于网络可视化领域，以硬件设备起家，其中宽带网产品（网信市场）占到公司70%左右的收入和毛利，是公司的利基业务，是细分领域龙头。2017年大力拓展移动网产品市场（公安市场）。2018年开始重点开发后端业务（内容安全、大数据运营），目前占比还较小。

表9：公司业务构成

产品类别	产品图片	产品描述	2019收入占比	2019毛利占比
宽带网产品		工作在网络层、传送层，专门用于固网流量分析领域，是一种进行固网原始数据获取、分层解析、按需筛选、快速移交的产品。目前按端口类型有GE、10G、40G、100G等产品。根据产品形态和功能不同，宽带网产品可进一步细分为机架式、盒式和加速卡	69.2%	67.9%
移动网产品		目前按照部署位置有移动接入有线网数据采集分析产品和移动空口数据采集分析产品，支持2G/3G/4G/5G制式。根据其产品形态和功能不同，移动网产品可进一步细分为集中式、固定式和移动式	16.6%	13.7%
网络内容安全产品		采用协议识别和内容深度智能分析等技术，提供全面精细的网页过滤、敏感信息监控、全程网络行为监管，实现动态、多层次的网络内容安全管理，达到净化网络环境、规范网络行为和维护国家安全的目的	10.4%	11.8%
大数据运营产品		包括大数据基础软件系统、行业大数据分析系统和基于ARM存储硬件设备产品	3.5%	3.7%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

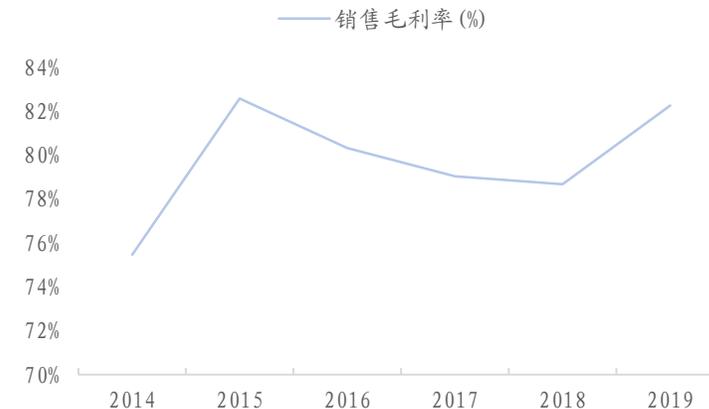
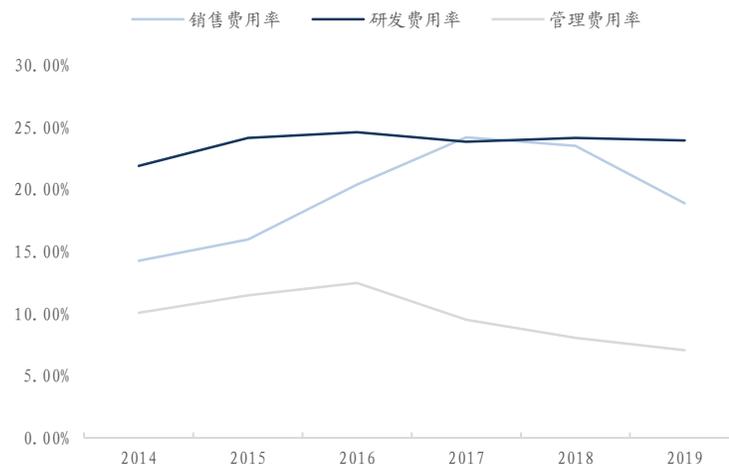
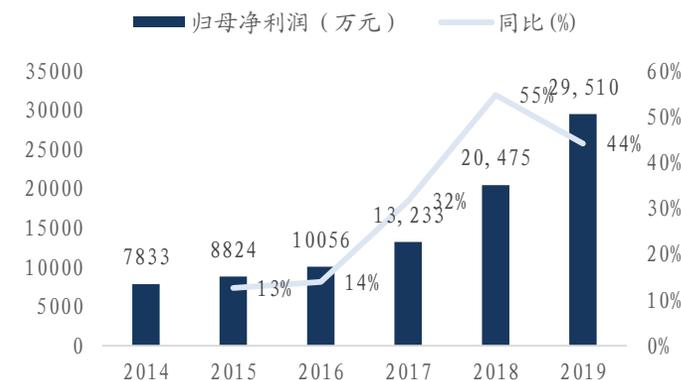
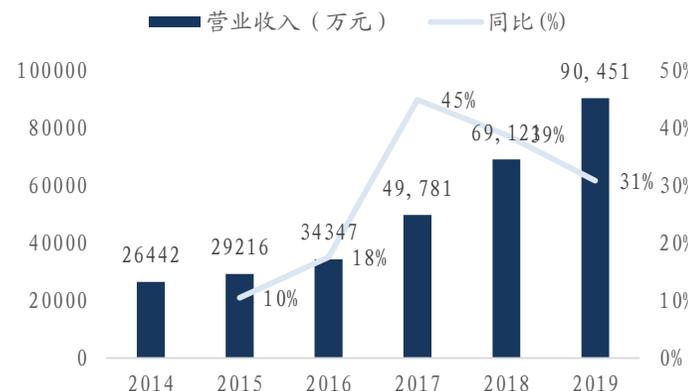
技术驱动型公司，市场能力稳步加强

➤ **中新赛克属于技术驱动型公司。**公司总经理凌总项目经理出身，注重研发，公司工程师文化浓厚。研发费用率稳定在23%上下。宽带网产品从GE到100GE，均走在行业前列，正是为网信办早期解决了产品上的需求，才建立了深厚的合作关系。目前力求宽带400G产品业界领先，5G移动网产品保持第一梯队。

➤ **市场能力逐步加强。**公司2017年以前借助美亚柏科和任子行等渠道商达到终端客户，后获取资质，自己建立销售渠道拓展客户，市场能力逐步加强。销售费用率上升，但毛利率也稳步上升。

➤ **管理效率持续提升。**公司上市之后加强管理建设，管理费用率稳步下降，管理效率持续提升。

图15: 公司利润相关指标

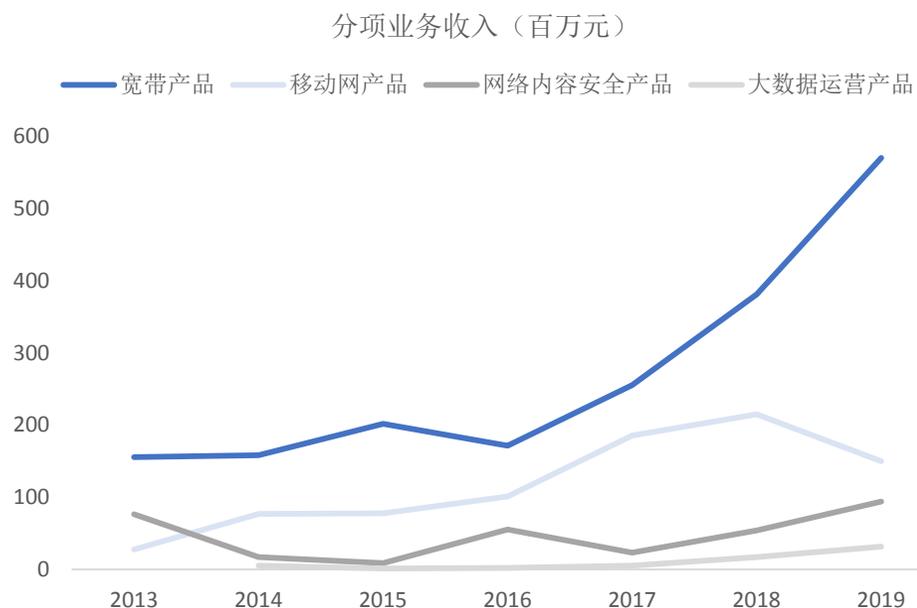


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

前端稳健增长，后端或是惊喜

- ▶ 公司2016年以来获得快速增长，主要依赖于宽带网产品。目前公司在网信市场的份额为30%~40%。移动网产品竞争激烈，目前公司已斩获10%左右的份额，后续有一定的提升空间（目前主要是县市级订单，后续向地市级甚至省市级切入是关键）。硬件市场后续主要看行业增速。
- ▶ 可视化前端：后端市场规模为1:4，后端市场空间更大，是公司更上一层楼的关键。是公司后续的重要看点。

图16：公司分项业务收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

▶ 从技术角度

公司从硬件领域向软件领域切入，对数据和应用的理解决需要加强，公司已做了2-3年的研发，目前在审计、工业、公安、企业、海外通信领域有一定的积累，大数据、态势感知产品有一定的成熟度。

▶ 从市场角度

公司不缺沟通渠道，如网信、公安、政府、运营商等领域客户关系是可复用的，但是缺市场和销售能力，如对客户需求了解不及时、或不知如何说服客户用自己的产品，需要一定时间的培育。

预付制下，公司业绩稳定性强，现金流好

- ▶ 公司所在市场，客户下订单后，一般预付35%的货款，形成预付账款。订单执行周期半年到2年不等，使得公司业绩稳定性强，现金流好。2019年底，公司账面资金12.57亿，资金储备丰富，为公司研发保持竞争力及拓展后端市场提供了坚实基础。
- ▶ 公司采用轻资产模式，生产主要是外协加工（无锡好德等），ROE较高，2019年达到近20%

图17：公司现金流相关指标



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结

- 一、公司为国有企业，但由管理层实际经营，股权结构简单，股权激励覆盖面高
- 二、公司属于技术驱动型公司，市场能力逐步加强
- 三、前端硬件设备，尤其是宽带网产品可支撑公司长期稳健增长，且ROE高，现金流好，实现有质量的增长
- 四、公司已开始从前端硬件向后端软件市场拓展，后端业务未来或是新的增长点

六、盈利预测与风险提示

2019业绩拆分

表10: 公司分项业务预测

收入分类预测	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
宽带产品							
收入	255.24	381.00	570.00	684.00	1026.00	1436.40	1939.14
增长率	48.8%	49.3%	49.6%	20.0%	50.0%	40.0%	35.0%
毛利率	86.46%	86.00%	88.71%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%
移动网产品							
收入	185.25	215.00	150.00	150.00	150.00	180.00	216.00
增长率	83.7%	16.1%	-30.2%	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%
毛利率	79.41%	73.00%	67.59%	65.00%	65.00%	80.00%	80.00%
网络内容安全产品							
收入	23.31	54.00	94.00	122.20	183.30	274.95	412.43
增长率	-57.8%	131.7%	74.1%	30.0%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	86.59%	90.00%	92.84%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
大数据运营产品							
收入	5.05	17.00	31.50	40.95	61.43	92.14	138.21
增长率	134.9%	236.6%	85.3%	30.0%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	82.50%	90.00%	85.68%	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%
其他主营业务							
收入	28.95	23.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
增长率	111.8%	-20.6%	160.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	4.36%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
收入合计	497.80	690.00	905.50	1057.15	1480.73	2043.49	2765.77
增长率	44.9%	38.6%	31.2%	16.7%	40.1%	38.0%	35.3%
毛利率	79.03%	79.66%	79.99%	80.18%	82.47%	85.04%	85.77%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

网络持续扩容, 公司在手订单有望持续增加, 宽带网产品长期稳健快速增长可期

移动网产品有一定的周期性, 随着21年5G网络初步建成, 下游采购5G可视化设备有望进入新一轮周期

公司后端业务已孕育较长时间, 后续有望成为新增长点, 这里预期总体偏谨慎

20年受新冠疫情的影响, 整体的交付和收入确认受到一定影响, 对全年业绩或产生较大影响

盈利预测

考虑股权激励费用：

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	905	1,056	1,479	2,041
(+/-%)	30.9%	16.7%	40.1%	38.0%
净利润(百万元)	295.10	222.40	317.14	569.62
(+/-%)	44.1%	-24.6%	42.6%	79.6%
每股收益(元)	2.76	2.08	2.96	5.32
EBIT Margin	55.5%	27.6%	29.4%	32.0%
净资产收益率 (ROE)	19.4%	13.2%	16.5%	24.2%
市盈率 (PE)	54.0	71.7	50.3	28.0
EV/EBITDA	31.7	57.4	40.3	28.2
市净率 (PB)	10.49	9.45	8.29	6.78

资料来源：公司资料和国信证券预测

不考虑股权激励费用：

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	905	1,056	1,479	2,041
(+/-%)	30.9%	16.7%	40.1%	38.0%
净利润(百万元)	295.10	302.69	446.81	659.08
(+/-%)	44.1%	2.6%	47.6%	47.5%
每股收益(元)	2.76	2.83	4.18	6.16
EBIT Margin	55.5%	27.6%	29.4%	32.0%
净资产收益率 (ROE)	19.4%	17.3%	21.5%	25.6%
市盈率 (PE)	54.0	52.7	35.7	24.2
EV/EBITDA	31.7	57.4	40.3	28.2
市净率 (PB)	10.49	9.13	7.66	6.19

资料来源：公司资料和国信证券预测

考虑股权激励费用：

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1258	2020	2379	2971	营业收入	905	1056	1479	2041
应收款项	314	570	799	1102	营业成本	160	209	259	305
存货净额	237	312	394	474	营业税金及附加	7	21	30	41
其他流动资产	19	106	148	204	销售费用	171	185	266	367
流动资产合计	1828	3008	3719	4751	管理费用	64	350	489	675
固定资产	97	115	133	147	财务费用	(33)	(39)	(51)	(63)
无形资产及其他	28	127	226	324	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	162	162	162	162	资产减值及公允价值变动	19	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	(245)	(87)	(139)	(93)
资产总计	2119	3416	4243	5388	营业利润	310	243	347	623
短期借款及交易性金融负债	0	93	93	93	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	73	118	149	179	利润总额	310	243	347	623
其他流动负债	508	1497	2051	2734	所得税费用	15	21	29	53
流动负债合计	581	1707	2292	3006	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	295	222	317	570
其他长期负债	18	22	26	30	现金流量表(百万元)	2018	2020E	2021E	2022E
长期负债合计	18	22	26	30	净利润	295	222	317	570
负债合计	599	1729	2319	3036	资产减值准备	18	6	5	6
少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	20	17	19	21
股东权益	1520	1686	1924	2351	公允价值变动损失	(19)	0	0	0
负债和股东权益总计	2119	3416	4243	5388	财务费用	(33)	(39)	(51)	(63)
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	(90)	626	242	284
每股收益	2.76	2.08	2.96	5.32	其它	(18)	(6)	(5)	(6)
每股红利	0.65	0.52	0.74	1.33	经营活动现金流	205	865	578	875
每股净资产	14.20	15.76	17.98	21.98	资本开支	(82)	(140)	(140)	(140)
ROIC	34%	23%	57%	108%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	13%	16%	24%	投资活动现金流	(86)	(140)	(140)	(140)
毛利率	82%	80%	82%	85%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	56%	28%	29%	32%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	58%	29%	31%	33%	支付股利、利息	(69)	(56)	(79)	(142)
收入增长	31%	17%	40%	38%	其它融资现金流	207	93	0	0
净利润增长率	44%	-25%	43%	80%	融资活动现金流	68	37	(79)	(142)
资产负债率	28%	51%	55%	56%	现金净变动	187	762	359	592
息率	0.4%	0.3%	0.5%	0.9%	货币资金的期初余额	1071	1258	2020	2379
P/E	54.0	71.7	50.3	28.0	货币资金的期末余额	1258	2020	2379	2971
P/B	10.5	9.5	8.3	6.8	企业自由现金流	325	769	519	762
EV/EBITDA	31.7	57.4	40.3	28.2	权益自由现金流	531	897	565	820

资料来源：公司资料和国信证券预测

估值分析与投资建议

- 从历史估值看：公司PE很少低于当年40倍，当前水平处于历史较低水平
- 从可比公司估值看：公司未来两年估值高于行业平均，主要系公司股权激励费用较大所致。若加回，则2021年和行业平均估值水平基本一致。
- 综上，公司目前估值处于合理水平，基于长期的发展，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、美国对于出口管制、芯片供应等的进一步措施
- 2、公司后端业务发展不及预期
- 3、新监控技术出现打破市场格局

图18: 公司历史PB水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表11: 可比公司估值

	收盘价 (元/股)	EPS			PE			PB		总市值 (亿元)
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2021E	
300188.SZ 美亚柏科	20.2	0.36	0.53	0.71	56.1	38.1	28.4	5.46	163	
600498.SH 烽火通信	30.1	0.84	0.91	1.13	35.8	33.0	26.6	3.32	349	
300768.SZ 迪普科技	44.2	0.65	0.77	0.97	68.0	57.4	45.5	10.12	176	
603496.SH 恒为科技	21.3	0.34	0.71	1.00	63.2	30.0	21.3	5.61	44	
平均					55.8	39.6	30.5	6.1		
002912.SZ 中新赛克	149.	2.76	2.08	2.96	54.0	71.7	50.3	10.67	165	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN

Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM