

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
通信
中新赛克 (002912)
深度报告
增持

(首次评级)

2018年05月18日

虚拟空间海康威视，高盈利高成长优质地

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
联系人：马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn

事项：

为了对中新赛克的财务状况和经营成果进行更全面的判断，我们对公司业务，以及财务数据中的重点科目和重点指标进行分析。

评论：

公司是网络可视化细分领域龙头，接近 80% 的毛利率和 30% 的净利率水平，带来 15% 的高 ROE，且各项盈利指标均高于竞争对手。公司资产负债率只有 30% 左右，负债中有一半是预收账款，现金流极好，体现了公司优质的产品能力带来的产业链话语权。

我们看好网络安全领域的市场空间及公司的业务质地，预计 2018-2020 年的净利润为 2.0、3.1、4.3 亿元，对应 PE 为 50/32/23 倍，长期发展潜力巨大，谨慎推荐，给予“增持”评级。

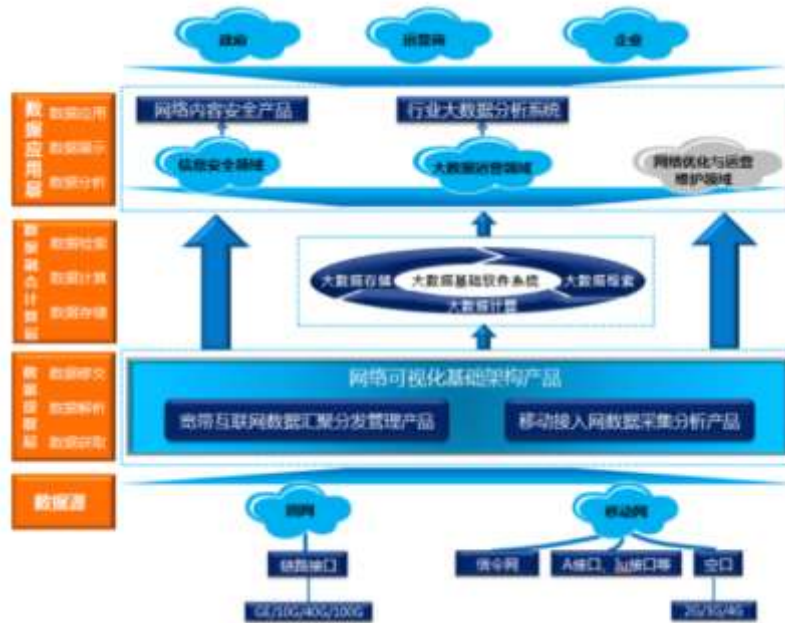
风险提示：网络可视化市场需求不及预期；市场竞争加剧

正文：

一、中新赛克公司概况

深圳市中新赛克科技股份有限公司前身为成立于 2001 年的深圳市中兴特种设备有限责任公司，于 2013 年 3 月更名为现名称，于 2015 年 3 月 19 日变更为股份公司，并于 2017 年 11 月 21 日在深交所中小板上市。公司是专业的网络可视化基础架构、网络安全服务及大数据运营产品提供商，集研发、销售及服务于一体，并通过外协加工的方式，主要为中国大陆、非洲及东南亚企业客户提供解决方案及终端产品。公司注册资本 5000 万元，截止至 2017 年 12 月底，公司总员工约 792 人，总资产 16.39 亿元，净资产 11.39 亿元。

图 1：公司整体产品地图



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

深创投是中新赛克的第一大股东，深圳市国资委直接或间接持有深创投 46.63%的股权，为公司的实际控制人。

表 1：公司十大股东明细（2018 年一季报）

排名	股东名称	持股数（万股）	持股比例
1	深圳市创新投资集团有限公司	1778.4	26.7%
2	南京因纽特软件有限公司	427.5	6.4%
3	凌东胜	427.5	6.4%
4	南京创购投资合伙企业(有限合伙)	384.75	5.8%
5	广东红土创业投资有限公司	277.875	4.2%
6	何雪萍	256.47	3.9%
7	上海融银股权投资合伙企业(有限合伙)	218.025	3.3%
8	厦门市美亚柏科信息股份有限公司	205	3.1%
9	任子行网络技术股份有限公司	205	3.1%
10	南京众昀投资合伙企业(有限合伙)	157.5	2.4%
	合计	4338.02	65.0%

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司主营业务为网络可视化基础架构、网络内容安全等产品的研发、生产和销售。公司绝大部分的营业收入贡献来自网络可视化基础架构产品，2017 年在总收入中占比超过 88%，其中可主要分为宽带网产品和移动网产品两大类。

表 2: 公司主要产品类型

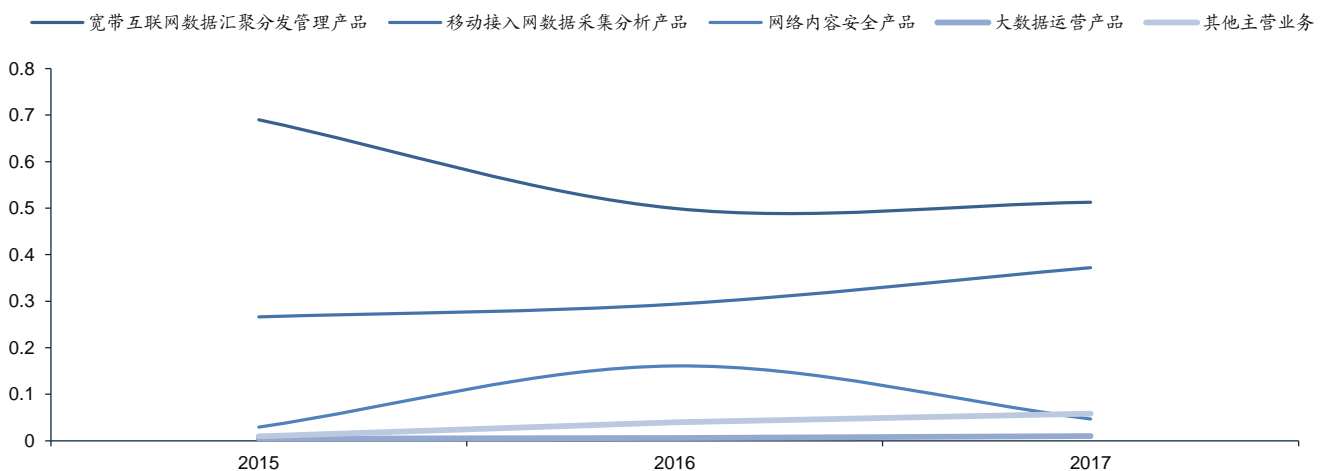
产品类别	产品图片	产品描述
机架式-宽带网产品		别称为网络分流器、流量采集器、网络探针，通常工作在网络层、传送层，专门用于固网流量分析领域以进行固网原始数据获取、分层解析、按需筛选和快速移交。按端口类型可分为 GE、10G、40G、100G 等产品，可同信息安全、网络优化与运维、大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案。
固定式-移动网产品		通常工作在网络层、传送层，专门用于移动网络流量分析领域，以进行移动空口原始数据获取、分层解析、按需筛选和快速移交。产品支持 2G-5G 制式，可同信息安全、网络优化与运维和大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案。本产品主要固定部署在室内。
移动式-移动网产品		通常工作在网络层、传送层，专门用于移动网络流量分析领域，以进行移动空口原始数据获取、分层解析、按需筛选和快速移交。产品支持 2G-5G 制式，可同信息安全、网络优化与运维和大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案。本产品支持车载、拉杆箱和便携和移动部署模式。

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

按地区来看，公司业务收入有 95%以上来自国内。其中，2016 年因肯尼亚政府大额合同实施完成，海外业务占当期营收 17.89%。

按业务类型来看，2013-2017 年网络可视化产品稳定贡献公司的绝大部分营业收入，平均达 80%以上。其中移动接入网产品贡献的比例逐步上升，由 2013 的 10.73%上升至 2017 的 37.22%。宽带移动网产品逐渐下降，由 2013 的 59.77%下降至 2017 的 51.31%。网络内容安全产品自 13 年开始，占营收的比例大幅下降，由 2013 的 29.12%下降至 2017 的 4.63%。可以看出，公司将发展重心放在网络可视化产品之上，尤其是移动接入网产品。

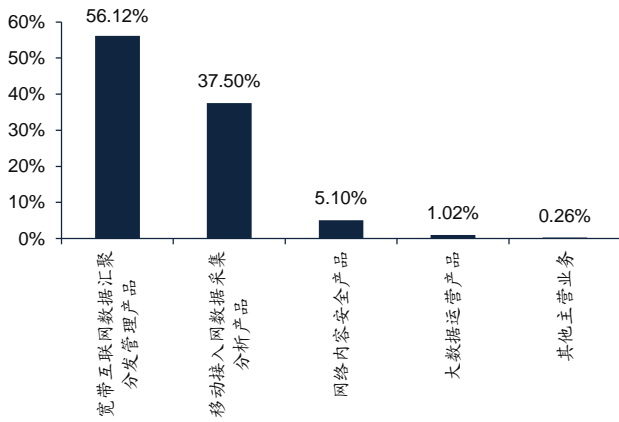
图 2: 2015-2017 公司各业务在总营收中的占比



资料来源：wind、国信证券经济研究所分析师整理

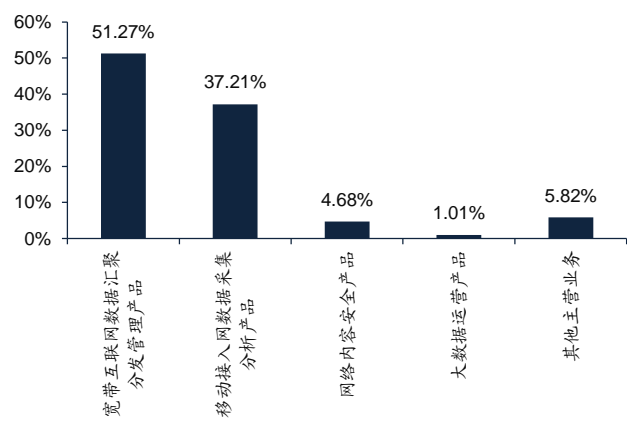
公司 2017 年全年主营业务收入约 4.98 亿元，其中，网络可视化产品、内容安全产品、大数据运营产品占公司营业收入比例分别为 88.53%、4.63%、1.01%；毛利贡献比例分别为 94%、5.10%、1.02%。

图 3：2017 年各业务毛利贡献对比图



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

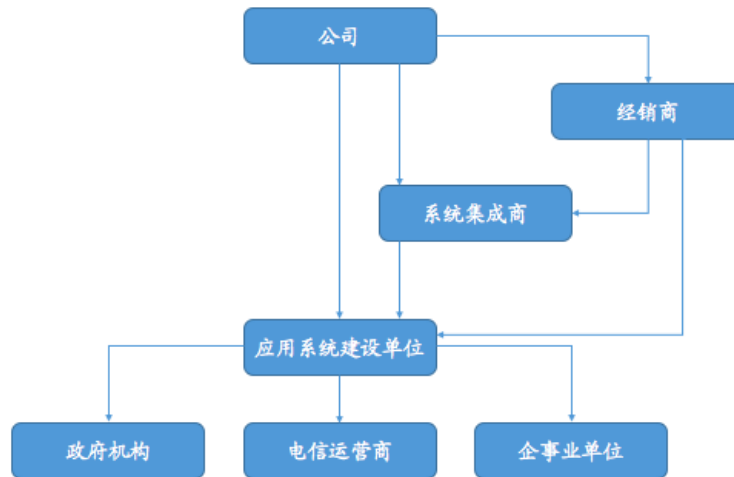
图 4：2017 年各业务收入占比图



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

按销售模式来看，公司业务以直销为主，占比超过 65%，且直销比例不断攀升。直销面对的客户类型可划分为系统集成商、应用系统建设单位及占比极小的零售，公司产品最终用户为政府机构、电信运营商及企事业单位。通过直接与客户接触的方式，还可提供快速定制化及个性化的安装调试、售后维护、软件升级等服务，保证第一时间响应客户需求。直销比例较高也是公司产品毛利率较高的原因，毛利率详细分析见后文。

图 5：公司主要客户层级脉络



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

二、高盈利：15%的 ROE，79%的毛利率

中新赛克 2017 年的 ROE 达 15.36%，公司高 ROE 的主要驱动力是高销售净利率，如下图所示。

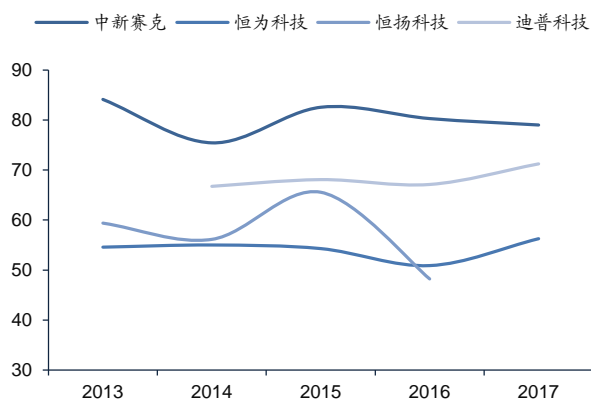
图 6：中新赛克 2017 年年报杜邦分析



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理（标红为 2016 年数据）

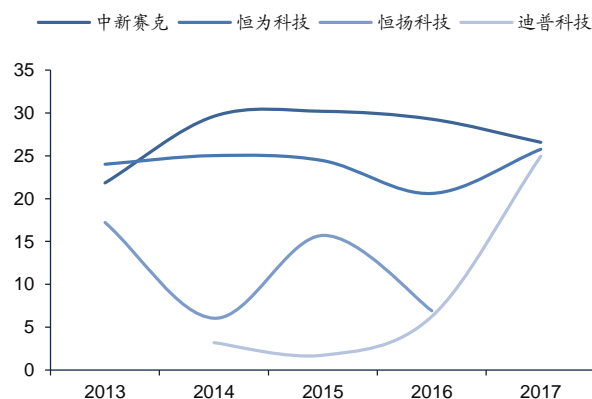
公司 2015-2017 三年毛利率分别为 82.58%、80.32%、79.03%，净利率分别为 30.20%、29.28%、26.58%，ROE 分别为 20.33%、18.41%、20.09%。公司的综合毛利率持续保持在 75%以上，反映了公司具备持续竞争优势，主要因为持续的高研发投入和及时为客户提供差异化高质量的产品。与恒为科技、恒扬科技、迪普科技三家可比公司相比，公司的毛利率和净利率均处于较高水平。

图 7：2013-2017 年中新赛克与可比公司毛利率对比图



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

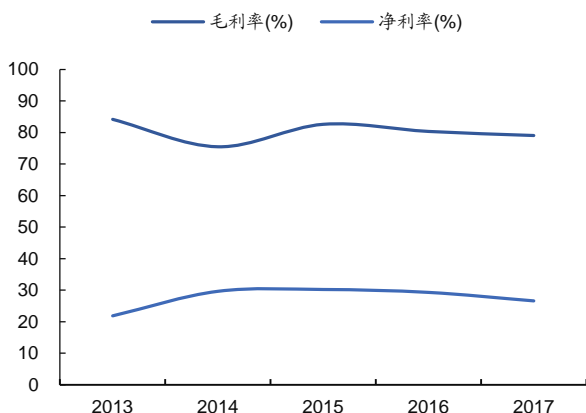
图 8：2013-2017 年中新赛克与可比公司净利率对比图



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

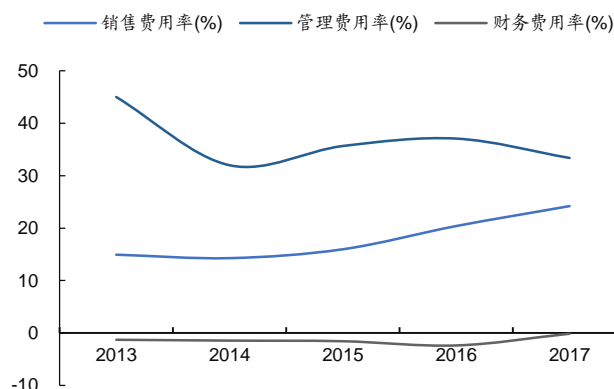
公司净利率波动较大原因有三。第一，公司销售费用率不断上升和管理费用率不断下降，其波动对净利率产生直接影响；第二，公司产品原材料成本占主营业务成本达 80%以上，毛利率受原材料市场波动较大；第三，因公司不同产品毛利率差异较大，产品结构调整对公司毛利率和净利率产生较大影响。

图 9: 中新赛克 2013-2017 毛利率和净利率变动图



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 10: 中新赛克 2013-2017 三费率变动图



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

核心利润=营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用。公司的 2017 年核心利润达 0.97 亿元, 占利润总额比例为 67%, 说明公司主营业务盈利能力较强, 2017 年其他收益及营业外收入主要是因政府补助和增值税退回所造成。

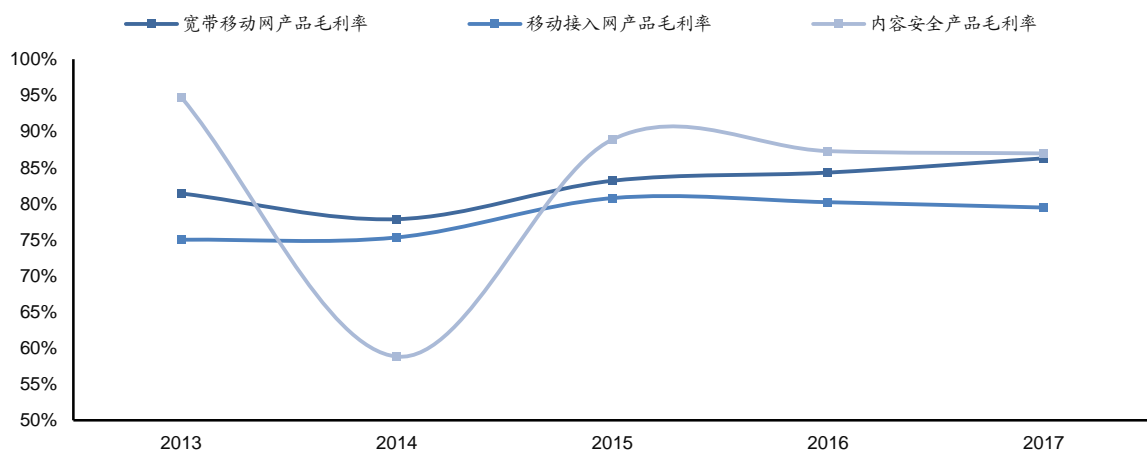
表 3: 中新赛克经营成果分析 (截止至 2017 年 12 月 31 日) (单位: 亿元)

序号	项目	2015	2016	2017	分析	备注
1	综合毛利率	82.58%	80.32%	79.03%	毛利率持续维持高位, 远高于业内竞争对手; 2017 年轻微下降, 核心竞争优势在于公司的高研发投入带来的产品性能优势及差异化产品与服务;	毛利率代表企业产品的竞争力
	营业收入	2.92	3.43	4.98		2017 同比增长 44.93%
	营业成本	0.51	0.68	1.04	公司成本结构较为稳定, 营收、营业成本和毛利同步增长	2017 同比增长 54.47%
	毛利	2.41	2.76	3.93		2017 同比增长 42.60%
	分产品毛利率	2015	2016	2017		
2	宽带网产品	83.12%	84.17%	86.46%		收入 2.55 亿, 占比 51.27%
	移动网产品	80.49%	79.74%	79.41%	下降原因主要为公司研发投入增加导致的研发支出增长所致	收入 1.85 亿, 占比 37.21%
	核心利润	2015	2016	2017		
3	核心利润	0.89	0.80	0.97	核心利润越高, 盈利能力越强, 盈利质量越高	
	利润总额	1.01	1.17	1.45		
	核心利润/利润总额	88.33%	68.60%	67.27%	公司主营业务突出, 核心利润占比良好	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

从公司三项主要产品的毛利率变化情况来看, 宽带移动网产品毛利率整体呈上升趋势, 其原因为 15 年电信运营商直接采购量较大、16 年新型号机架式机框价格较高、17 年产品最终使用者对高性能产品采购量大所造成。移动接入网产品 15 年因新产品价格高且销量增长, 毛利率相应提高。16 年因新出售的 4G 设备成本较高但价格亦高, 毛利率相对持平。17 年 4G 设备价格有所下降, 导致毛利率有所下降。内容安全产品 14 年毛利率下降原因为毛利率较低的技术服务的高销量所致。15 年毛利率较高的安全软件收入增长, 抬升了毛利率。内容安全产品近 3 年毛利率下降原因为软件销售收入规模下降而单位产品对应的开发成本提升。

图 11: 公司 2012-2016 年各业务毛利率变化情况 (%)

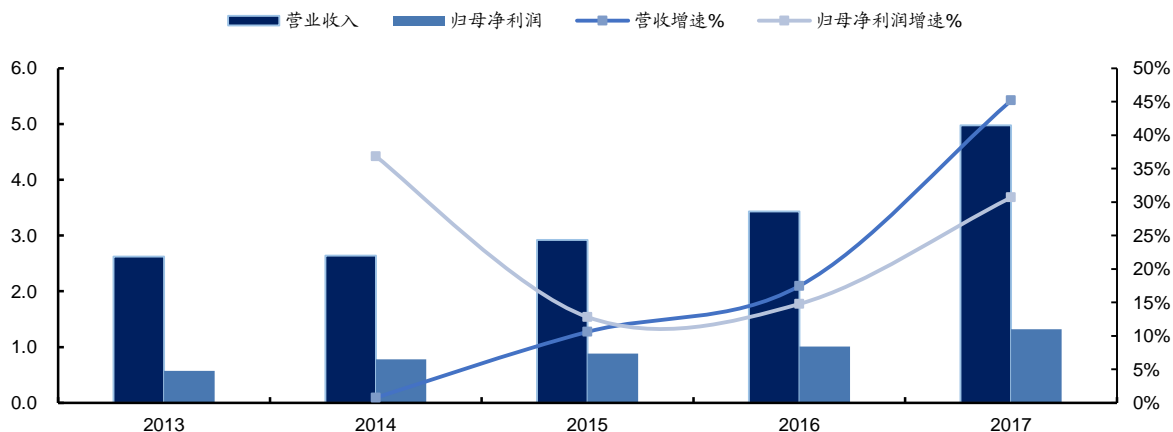


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

三、成长稳健，市场空间较大

公司 2013-2017 年营业收入复合增长率为 17.4%，2017 年营业收入 4.98 亿元，同比增长 44.93%，归母净利润 1.32 亿元，同比增长 31.59%。2018 年一季度营业收入 0.90 亿元，同比增长 145.02%，归母扣非净利润 292 万元，同比增长 137.95%。公司收入增速大增。就去年上市以来业务扩展速度突破瓶颈，今年各项财务指标有望创新高。

图 12: 公司 2013-2017 年营业收入和归母净利润变化情况

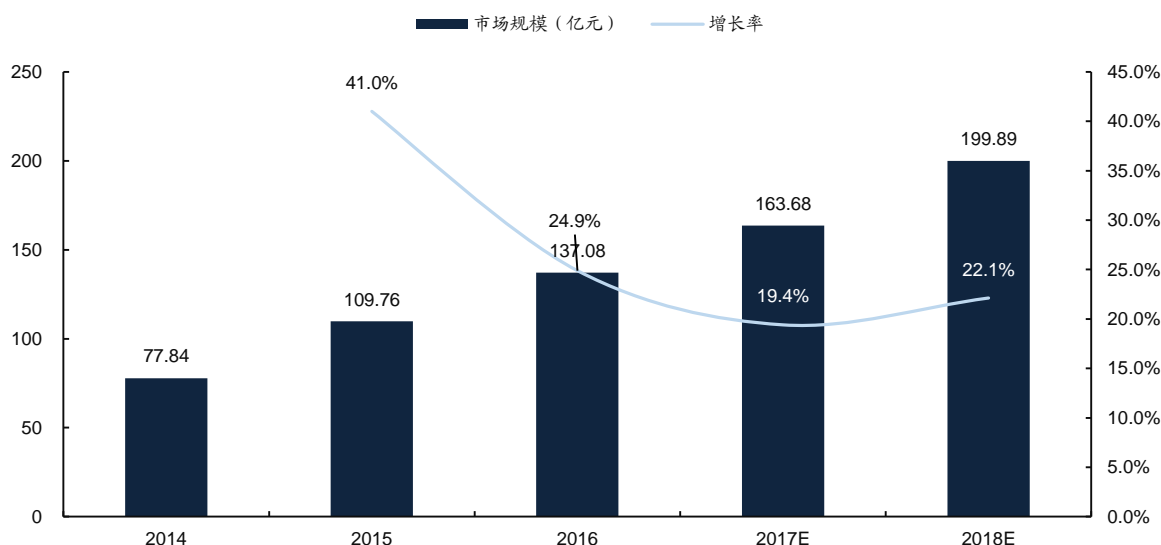


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

公司未来的增长主要受益于网络可视化市场及网络内容安全市场两大市场的增长。

网络可视化市场方面，在全球网民数及移动用户数持续增长、网络基础设施建设步伐加快和信息消费旺盛的环境下，全球网络流量数据快速增长，全球网络可视化产品市场有望迎来一个扩张期。2016 年我国网络可视化市场规模为 137.08 亿元，预计 2018 年规模将达到 199.89 亿元，2016-2018 年复合增长率将达到 20.75%。

图 13: 2014-2018 年我国网络可视化市场规模与增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

网络内容安全市场方面，面对全球网络的新威胁、新挑战，需要更先进的技术手段和解决方案加以应对，这是一个全球性的问题，随着重视度的提高，这块市场有望面临爆发式增长机遇。根据 Infonetics Research 统计数据，全球用于保护企业和服务提供者的内容安全网关设备和软件支出 2014 年为 28 亿美元，其中北美市场占了一半以上。SaaS（软件即服务）是其一大亮点，根据 Infonetics Research 预测，2012 至 2017 年，SaaS 市场的年均复合增长率约为 17%。在这块市场，公司的主要竞争对手是美国 PALANTIR、德国 TROVICOR、美国 Utimaco 和美国 SS8 等。

面临市场上激烈的竞争，公司的竞争优势主要体现在四方面：一是作为市场开发者的先发优势；二是公司产品覆盖面全面优势；三是持续的高研发投入及创新优势；四是差异化的产品及服务优势。

市场先发优势方面，公司是国内较早从事网络可视化基础框架产品开发的公司之一。公司准确把握了我国宽带互联网、移动通信网基础设施大规模开展、网络普及率快速提高的大趋势，在成立之初便通过高额研发投入、努力吸引优秀人才、建立核心客户且持续专注于主营业务的方式，逐渐树立了在业内领跑者的地位。根据公司最新投标中标金额占比统计，公司在网络可视化市场的份额在 30-40%。

2006 年，公司推出 2 个 10G 网络链路借口+24 个 GE 分流借口的高密度业务单板和高端 14 槽位机架式宽带网产品，以此占据了网络可视化基础框架产品市场的先发地位。2009 年，公司开始研发新的移动网产品，实现了网络可视化基础框架产品向移动网全面覆盖，进一步巩固公司在网络可视化基础架构产品市场的优势。

产品覆盖方面，公司网络可视化产品分为宽带互联网数据汇聚分发管理产品和移动接入网数据采集分析产品两大类。其中又各包含了机架式、盒式、加速卡及固定式、移动式、集中式六个主要类别的产品。每个产品具有各自的特点，符合不同的应用需求。

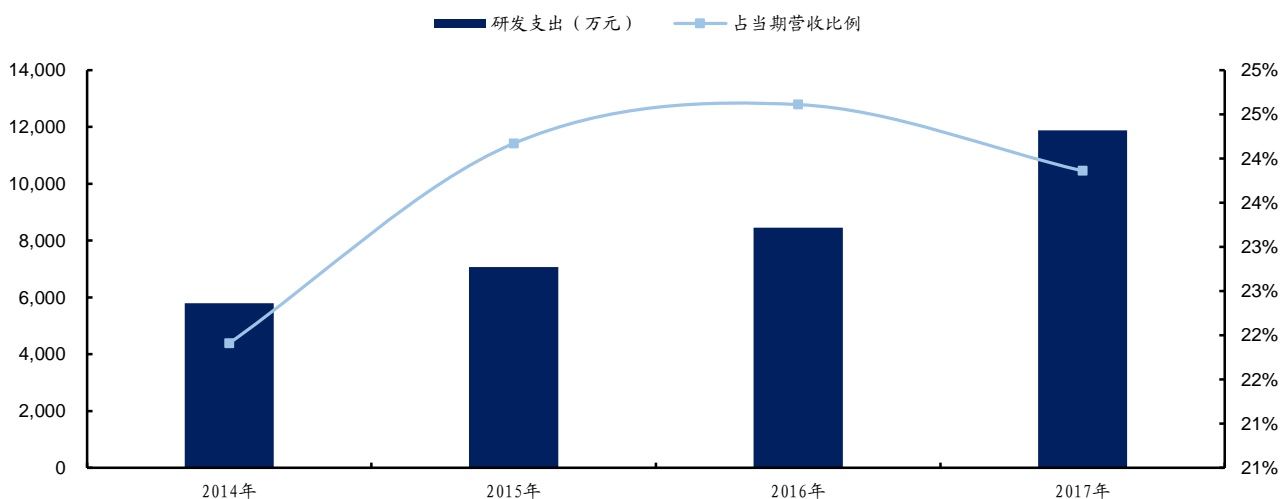
表 4: 公司产品特点一览

产品名称	特点
机架式	为机架式设备, 具有多种容量的制式, 还可通过插入单板进行扩容。产品基础容量最大, 为 100G, 且功能最强大、丰富。
盒式	为一体化设备, 容量与端口固定, 适用于小规模部署场合, 可灵活调度物联网流量, 完成移动互联网信令管理分析及 DPI。
加速卡	也称智能网卡, 自带 CPU, 将报文分类过滤工作下移到网卡硬件中完成, 把应用关心的报文提交给主机系统, 支持固网及移动网多种应用加速。
固定式	支持 2G-5G 制式, 可以与信息安全、网络优化与运维和大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案, 主要固定部署在室外。
移动式	支持 2G-5G 制式, 可以与信息安全、网络优化与运维和大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案, 支持车载。拉杆箱和便携移动部署。
集中式	支持 2G-5G 制式, 可以与信息安全、网络优化与运维和大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案, 集中部署在移动接入有线网位置。

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

研发投入及创新方面, 截止 2017 年底, 公司研发人员人数 446 人, 占公司总人数比例为 56.31%, 人数及比例在业内皆领先于绝大部分竞争对手。研发投入占营业收入比例达到 23.86%。且根据已公开的数据而言, 自 2014 年以来公司每年的研发投入占营收比例不低于 20%。

图 14: 公司研发费用情况



资料来源: 公司招股说明书及 2017 年度报告、国信证券经济研究所分析师整理

截止 2017 年 8 月 18 日, 公司已获得计算机软件著作权 75 项、发明专利 16 项、实用新型专利 9 项和外观设计专利证书 1 项。其中, 2017 年公司新获授权国家专利 7 项, 新申请国家专利 8 项, 新获取计算机软件著作权 30 项。公司主要产品所包含的核心技术皆为公司自主研发成果。

表 5: 公司网络可视化产品主要核心技术

核心技术名称	主要内容、特点、水平	来源	技术水平	技术创新类型
分布式交换架构	大容量交换芯片、高交换带宽、带宽冗余、电信级可靠性	自主研发	国内领先	原始创新
全类型超高密度端口接入技术	超高接入能力、全类型端口接入、超高端口密度	自主研发	国内领先	原始创新
设备虚拟化技术	支持多达 32 个虚拟化设备、设备资源独立、报文独立分发	自主研发	国内领先	原始创新
100GE 接口技术	支持 100GE 线路接入、实现 100GE 线速业务处理及数据转发	自主研发	国内领先	原始创新
移动互联网协议解析	对移动互联网核心网信令协议深度解析、提取关键信息、对终端溯源	自主研发	国内领先	原始创新
采集加速技术	多核/众核处理器平台、固网移动网报文加解密及解压缩、支持多操作系统	自主研发	国内领先	原始创新
移动终端身份信息采集技术	与移动终端进行心灵交互，采集 2G/3G 的移动终端、模块信息	自主研发	国内领先	原始创新
移动终端主被动式信息分析技术	主被动式工作机制、采集空口信令信息、测量分析终端信息、分析目标信息	自主研发	国内领先	原始创新
软件无线电 (SDR) 技术	软件定义的无线通信协议、频带及空中接口协议和功能通过软件和更新来升级	自主研发	国内领先	原始创新
智能天线技术	自适应天线、自适应信号处理、噪声抵消抗干扰、主波束上跟踪有用信号	自主研发	国内领先	原始创新
号码学习技术	分散用户终端 IMSI/IMEI/MSISDN 号码识别、自动学习以、终端号码信息关联	自主研发	国内领先	原始创新

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

公司在研发方面的大幅投入除了带来业务资质上的壁垒，更主要提升了公司产品的核心竞争力，公司产品领先业内竞争者半年。因公司所处市场产品下游用户对产品的功能、性能、稳定性均有较高要求，为保证公司产品与时俱进、及时满足客户变化的需求、迎合科学技术发展所带来的市场变革，公司大规模的资金投入及庞大、高素质的研发团队让上述目标得以实现。

另一方面，纯粹依靠自主研发杜绝了核心机密被泄露的风险。因公司产品最终用户绝大多数为政府部门、运营商，其中更涉及公安、军委装备部等涉及国家安全、国际机密的部门，公司不依靠外部研发的策略保证了产品的质量与保密性，同时亦赢得客户的信赖与粘性。

差异化方面，公司除了较广的产品覆盖面，让其在各细分市场取得领先的市场地位外，公司的网络可视化基础架构产品长期与国内第三方具有相应资质的信息安全应用开发商和系统集成商合作，从而形成符合产业链最下游最终用户需求的各种产品，且公司长期根据用户需求对下一代产品进行预研，能够不断推陈出新。

表 6: 公司主客户及销售产品一览

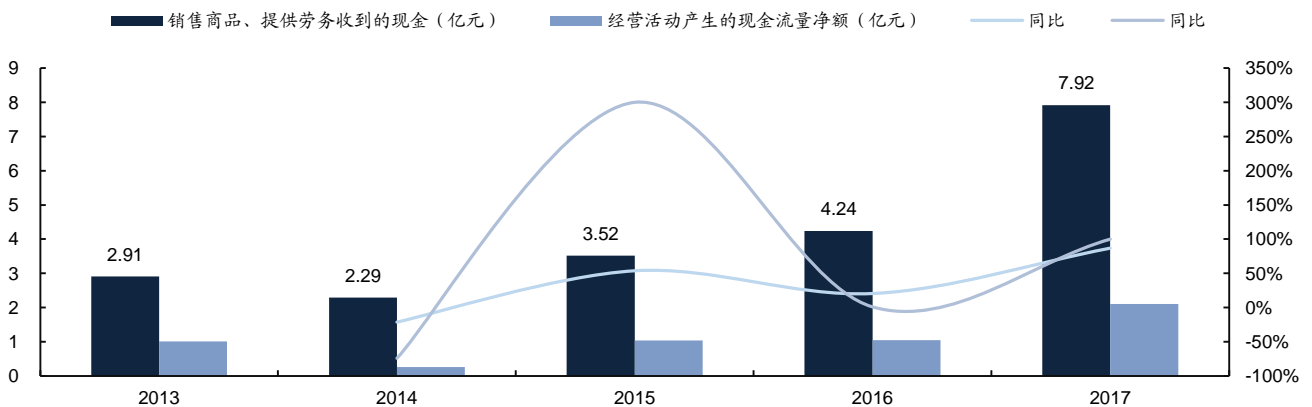
客户名称	销售产品
中国移动通信集团公司	移动话音、数据、IP 电话和多媒体业务
国家互联网应急中心	/
肯尼亚政府	/
美亚柏科	电子数据取证、网络空间安全、大数据信息化
中敏电子	电子产品、元器件的研发、生产和销售
新德汇	公安信息技术及应用软件的研发
小唐科技（上海）有限公司	移动和通讯终端的研发和销售
重庆市公安局	/
信通科创	运营商市场宽带产品销售
金陵科技	云计算、数据处理、信息安全等，业务领域涵盖行业应用开发、行业信息化、智能化系统、系统集成服务等。
南京金浦科技开发总公司	信息安全产品
广州汇智通信技术有限公司	电子、通信与自动控制技术研究、开发；计算机技术开发
太极计算机股份有限公司	网络安全产品、综合信息安全解决方案
电信科学技术第十研究所	电话、电报交换、计算机通信与网络信息安全、多媒体、通信软件
南京誉天科技有限公司	公安市场宽带网产品销售
中兴通讯	ICT 领域系统、设备和终端的设计、开发、生产、分销及安装
中兴康讯	进出口贸易业务；仓储服务；电子产品技术服务。电子产品及其配件，集成电路产品的设计、生产、销售。

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

四、经营现金流表现优异，分红底气足

2017 年公司向全体股东每 10 转 6 派 7.5 元(含税), 分红底气较足, 主要因为未分配利润以及公司现金流较为充裕。公司经营活动的现金流表现优异, 近四年销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流量净额同比增长, 尤其是 2017 年增长迅猛。

图 15: 近五年公司经营活动现金流量净额和销售商品、提供劳务收到的现金情况



资料来源：公司招股说明书及 2017 年度报告、国信证券经济研究所分析师整理

2017 年 100 元的含税营业收入有 136 元能以现金流入, 100 元的净利润有 159 元通过现金流入。

表 7: 中新赛克近三年现金流分析 (单位: 亿元)

序号	项目	2015	2016	2017	2018Q1	分析	备注
1 经营活动产生的现金流量分析							
1.1	当期销售商品、提供劳务收到的现金/含税营业收入	103%	105%	136%	88%	经营活动现金流表现较好, 近三年均大于 1	该比例越高说明公司当期卖的产品回款率越高, 低于 1 是由于应收账款的增加或预收账款的增加
	当期销售商品、提供劳务收到的现金	3.52	4.24	7.92	0.93		
	含税营业收入	3.42	4.02	5.82	1.05		
1.2	购买商品、接受劳务支付的现金	0.70	1.19	2.49	0.79	(营业成本+存货增加额)*1.17≈应付账款增加额+应付票据增加额+购买商品、接受劳务支付的现金-预付账款增加额 (假设此处增值税为 17%)	
1.3	收到其他与经营活动有关的现金	0.12	0.19	0.30	0.16	主要包括受限制的保证金收回、政府补助、利息收入和往来款等	
1.4	支付的各项税费	0.67	0.62	1.05	0.51		
1.5	支付给职工以及为职工支付的现金	0.94	1.16	1.51	0.42		
1.6	支付其他与经营活动有关的现金	0.48	0.72	1.57	0.40		
2 投资活动产生的现金流量分析							
2.1	收回投资收到的现金		0.05				
2.2	取得投资收益所收到的现金		0.05				
2.3	购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	0.19	0.36	0.29	0.18		
2.4	支付其他与经营活动有关的现金	0.48	0.72	1.57	0.40		
3 筹资活动产生的现金流量分析							
3.1	吸收投资收到的现金	1.19		4.75			
3.2	取得借款收到的现金						
3.3	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.18	0.50	0.40			
4	经营活动现金流量净额/净利润	118.0%	104.0%	159.0%	-2925.7%	净现比大于 1, 2017 数据说明公司 100 元的净利润由 159 元通过现金流入了, 较为健康, 说明公司整体议价能力较强	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

五、资产流动性强, 供应链管理良好

公司供应链管理严格, 资金回流快, 资产流动性较强。截止至 2017 年 12 月 31 日, 公司流动资产占总资产比例为 87.57%, 且该比例自 2015 年以来三年均保持在 80% 以上。主要包括货币资金和理财产品 (占总资产比例为 62.27%), 近一年货币资金的大幅度扩张是因为上市后筹集资金和预收账款的增加, 其次是存货 (占总资产比例为 13.88%) 和应收账款 (占总资产比例为 9.13%), 资产流动性好, 整体财务状况较为健康。

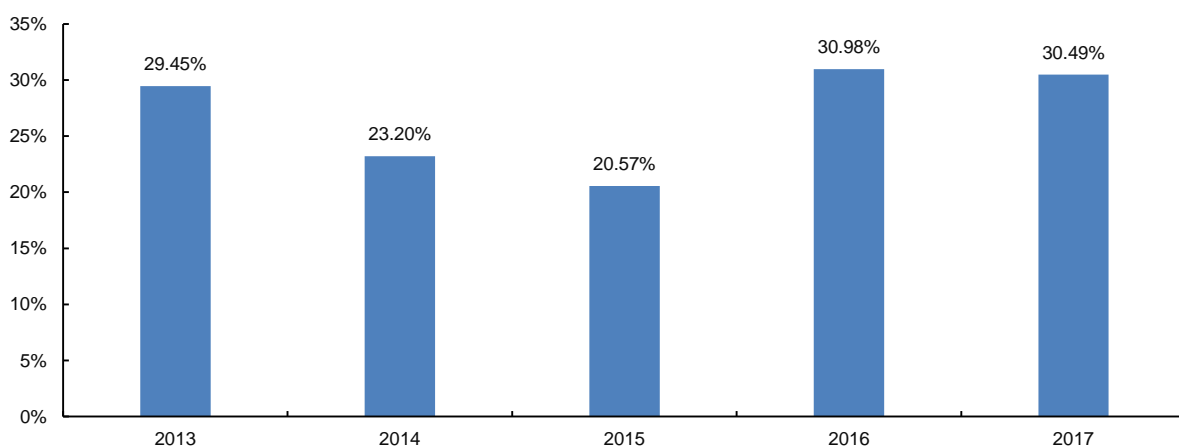
表 8: 中新赛克财务状况分析 (截止至 2017 年 12 月 31 日) (单位: 亿元)

序号	项目	2015	2016	2017	备注
1	资产负债率	20.57	30.98	30.49	
2	货币资金	3.56	3.89	10.20	
3	其他流动资产	0.01	0.07	0.22	
4	(应收账款-应付账款)/应收账款	0.84	0.58	0.27	该数值大于毛利率可以理解为企业整体议价能力较弱; 该数值小于毛利率可以理解为企业整体议价能力较强
	毛利率	0.83	0.80	0.79	
	议价能力	弱	强	强	
	应收账款	1.33	1.67	1.50	应收账款是对下游的议价能力
	预付账款	0.01	0.03	0.03	
	应付账款	0.22	0.70	1.10	应付账款是对上游的议价能力
	预收账款	0.53	0.95	2.56	
5	在建工程/固定资产	0.30	1.28	1.65	在建工程预示未来的产能扩张
	在建工程	0.14	0.63	0.90	
	固定资产	0.47	0.49	0.55	
6	负债构成及总金额	1.38	2.62	5.00	
7	所有者权益及构成	6.72	8.46	16.39	
	未分配利润	3.42	3.88	4.73	期末未分配利润=期初未分配利润+当期净利润-当期利润分配
	净利润	0.88	1.01	1.32	
	分配现金股利	0.00	0.50	0.40	
8	总体资产规模	6.72	8.46	16.39	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

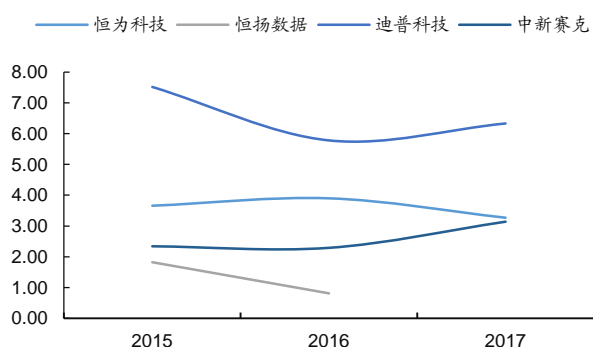
截止至 2017 年 12 月 31 日, 公司资产负债率为 30.49%, 整体负债水平不高, 其中主要是预收账款 (占总资产比例为 15.64%), 占据了公司总负债的 50% 左右, 且预收账款自 2015 年以来不断增加, 反映了公司对下游企业的议价能力增强, 其次是应付账款 (占总资产比例为 6.69%), 基本无利息支出。从应收账款周转率和应收账款占总资产比例来看, 中新赛克均处于行业正常水平, 其中, 迪普科技的应收账款运营情况最好。

图 16: 中新赛克 2013-2017 年资产负债率变动情况



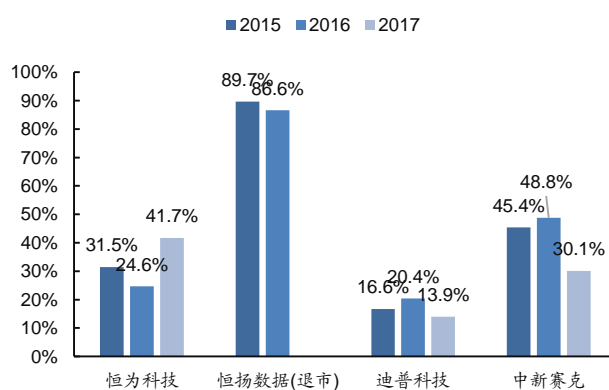
资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 17: 近三年可比公司应收账款周转率对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 18: 近三年可比公司应收账款占总资产比例对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

风险提示: 网络可视化市场需求不及预期; 市场竞争加剧

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1020	1145	2229	4284
应收款项	162	239	376	548
存货净额	228	285	464	767
其他流动资产	25	29	46	67
流动资产合计	1435	1699	3116	5667
固定资产	145	162	180	198
无形资产及其他	28	22	17	11
投资性房地产	28	28	28	28
长期股权投资	3	3	3	3
资产总计	1639	1914	3344	5907
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	121	175	286	472
其他流动负债	368	448	1550	3627
流动负债合计	489	623	1836	4099
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11
长期负债合计	11	11	11	11
负债合计	500	634	1846	4110
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1139	1280	1497	1798
负债和股东权益总计	1639	1914	3344	5907

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.24	1.88	2.90	4.01
每股红利	0.37	0.57	0.87	1.20
每股净资产	10.65	11.97	13.99	16.80
ROIC	10%	16%	38%	-61%
ROE	12%	16%	21%	24%
毛利率	79%	79%	78%	75%
EBIT Margin	19%	26%	26%	23%
EBITDA Margin	21%	28%	27%	24%
收入增长	45%	48%	57%	46%
净利润增长率	32%	52%	54%	38%
资产负债率	30%	33%	55%	70%
息率	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%
P/E	76.0	49.9	32.4	23.4
P/B	8.8	7.9	6.7	5.6
EV/EBITDA	100.1	51.5	37.6	34.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	498	735	1154	1683
营业成本	104	155	252	414
营业税金及附加	10	15	23	34
销售费用	120	147	231	337
管理费用	166	226	352	511
财务费用	(1)	(27)	(42)	(81)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收入	47	0	0	0
营业利润	141	217	336	467
营业外净收支	3	5	5	5
利润总额	145	222	341	472
所得税费用	12	20	31	42
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	132	202	310	429

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	132	202	310	429
资产减值准备	0	5	1	1
折旧摊销	9	15	20	23
公允价值变动损失	3	3	3	3
财务费用	(1)	(27)	(42)	(81)
营运资本变动	109	1	881	1768
其它	(0)	(5)	(1)	(1)
经营活动现金流	253	220	1213	2223
资本开支	(37)	(35)	(37)	(39)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(37)	(35)	(37)	(39)
权益性融资	475	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(40)	(61)	(93)	(129)
其它融资现金流	20	0	0	0
融资活动现金流	415	(61)	(93)	(129)
现金净变动	632	125	1084	2055
货币资金的期初余额	389	1020	1145	2229
货币资金的期末余额	1020	1145	2229	4284
企业自由现金流	170	156	1134	2105
权益自由现金流	190	181	1172	2179

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。