

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

(维持评级)

2018年07月05日

中新赛克行业调研比较系列之浩瀚深度

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:

为了解网络可视化行业,同时了解 DPI 应用,我们近期走访了网络可视化与安全领域的优秀 DPI 设备提供商——浩瀚深度,对相关业务形态、行业情况等进行了了解。

评论:

从浩瀚深度的业务看,网络可视化的发展有利于加强运营商对网络系统的优化和内容的管控,运营商建设动力较强,采购量也逐年增加,行业景气度高。这一逻辑同样适用于网安、刑侦、技侦等领域,相关市场后续有望快速增长。我们测算中新赛克面对的是 2020 年前 220 亿+的市场空间,前景广阔。

浩瀚深度主要做运营商市场,毛利较低,业绩波动性较大。而中新赛克主要做政府市场,毛利率较高。中新赛克接近 80%的毛利率和 30%的净利率水平,以及健康的财务指标,均显示出其市场的高壁垒和较强的产品能力。

我们认为中新赛克是细分领域龙头,目前其在手订单充足,成长确定性强,长期增长逻辑清晰。

我们看好网络安全领域的市场空间及中新赛克的业务质地,预计 2018-2020 年的净利润为 2.0、3.1、4.3 亿元,对应 PE 为 50/32/24 倍,长期发展潜力巨大,谨慎推荐,给予“增持”评级。

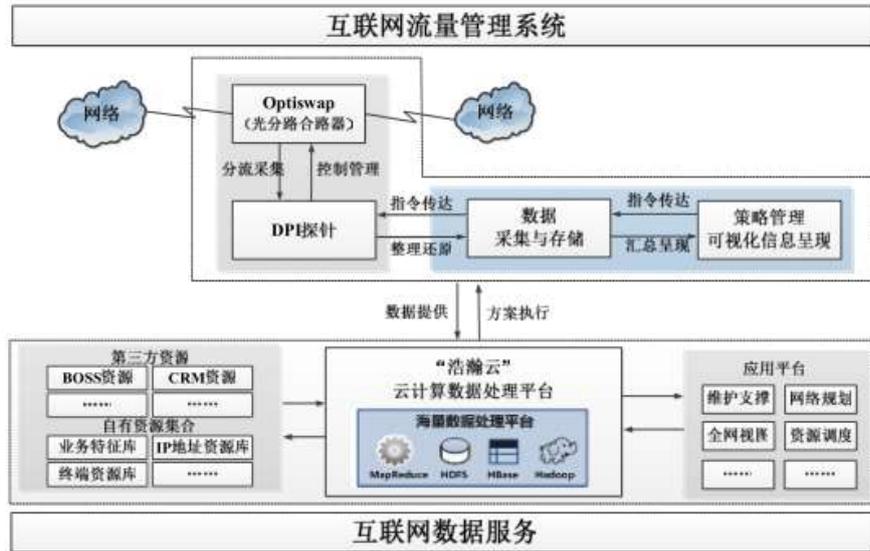
风险提示: 网络可视化市场需求不及预期;市场竞争加剧

正文:

一、公司业务介绍

公司是一家立足于大数据采集、识别、分析、管理和应用的互联网设备供应商,专业从事电信级互联网流量管理系统的研发、生产、销售及升级维护,并在此基础上为电信运营商提供进一步的客户行为分析、海量数据挖掘等互联网数据服务。

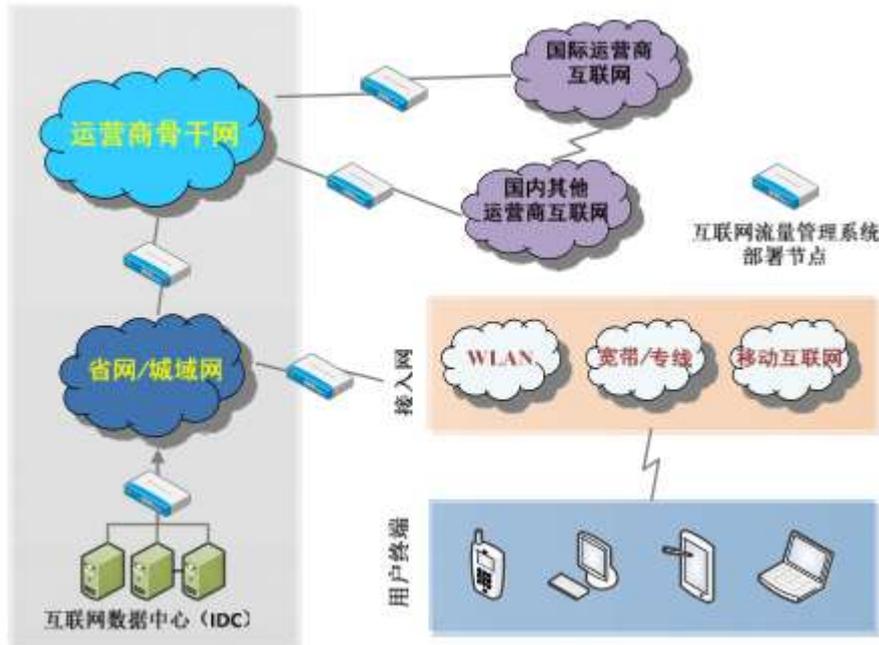
图 1：浩瀚深度业务逻辑



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师整理

公司主要产品为软硬件结合的电信级互联网流量管理系统，主要包括光切换设备、探针设备和系统平台，广泛应用于国内电信运营商的网络架构中，包括骨干网、省网、城域网以及互联网数据中心（IDC）等各类存在互联网流量采集、识别、分析和需求管理的领域。

图 2：浩瀚深度产品应用领域



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师整理

公司互联网流量管理系统目前已经能够实现对网络流量的高精度识别、分析和全方位管理，具备包括业务识别、流量统计、内容计费、VoIP 业务监管、用户行为分析、海量数据挖掘等在内的诸多功能。

图 3：浩瀚深度产品功能

基本功能	业务识别	综合 DPI/DFI 技术分析主流业务应用,如 P2P 下载、QQ、微信等业务的识别。
	流量统计	电信级计量计费,准确度高于 99%。
	控制能力	带宽控制、网站封堵,业务优先和 QoS 策略。
	智能镜像	条件过滤和原始报文镜像,第三方系统集成。
	分流回流	同源回宿分发,部分流量清洗过滤后回流
	TOS 标记	流量区分和标记,提升其他网元能力、全网优化
	基线告警	基于历史经验数据智能判定网络或指标异常。
扩展功能	用户上网详单	对信令和业务流量提取相关信息并进行关联,生成用户信令和数据业务话单信息。
	内容计费 and 核减	对网络流量进行细分业务的识别和统计,提供内容计费和核减基础数据。
	网页推送和提醒	针对特定目标用户推送业务及提示信息。
	一拖 N 检测	提供共享检测和共享接入分析功能,并对非法共享进行警告和管控。
	VoIP 业务监管	对网络流量中存在的标准或非标的 VoIP 语音业务进行监视和分析,并可实施有针对性的管控。
	Cache 镜像缓存	对热点网站等热点访问流量数据进行采集和镜像,将特征报文提供缓存系统。
	攻击检测和流量清洗	对 DDOS 攻击、僵尸网络等特征流量进行识别和检测,并提供相应流量清洗功能。
增值功能	智能管道应用	通过网络信令分析和业务深度识别,对流量进行业务区分和用户关联,并根据关联信息进行多维度智能管理。
	用户行为分析	对用户上网流量进行分析,提取和归纳用户上网相关维度的行为特征,并给出分析结果。
	海量数据挖掘	通过分布式存储和计算构架,采用类 Hadoop 结构,依据运算靠近数据的原则,高效调度集群存储和计算资源,以满足海量数据高速检索查询的需求
	用户投诉处理	针对投诉用户账号对其流量和业务数据进行深度分析,探求用户投诉产生原因,提供处理依据。
	终端专项分析	识别不同类别和型号的终端流量,对终端数据进行深入统计分析。
	智能 DNS	采集 DNS 流量生成话单,自动判断和解析用户 IP 信息,提供域名服务器解析及重定向等功能。
	内容资源调度	采集并识别各类资源访问流量,分析资源访问的合理性,为内容资源调度提供基础建议。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

公司向上游采购生产 Optiswap 光切换设备、TMA 系列探针设备所需的可编程芯片 (FPGA)、存储器件、接口处理器件、光器件、电路板、服务器、交换机、集成电路、线缆、接插件等电子元器件;以及搭载公司互联网流量分析、管理软件所需的服务器,以及相配套的各类系统软件、测试软件等。具体供应商包括诚润思坦、索菲特维尔、戴尔、Oracle、恒安嘉新、富泰克光电、苏州旭创等。

下游客户主要为运营商,包括中国移动、中国联通、美图之家、卓信信息、神州数码、亚鸿世纪等。

二、调研纪要

1、雷总和张总合计占有公司股份百分之五十多?

对的。

2、两位都是创始元老?

一个是研究生的时候就在创业，一个刚加入。

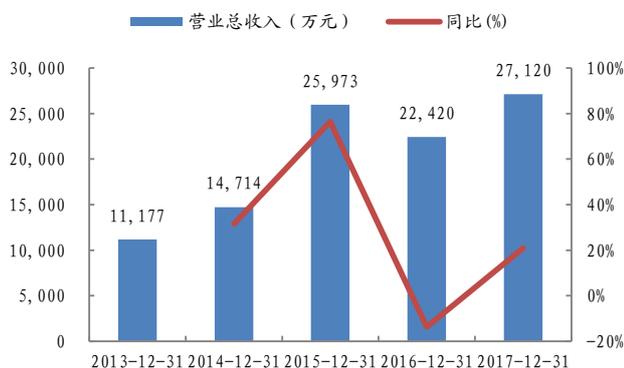
3、公司有准备 IPO 吗？

公司 15 年在新三板挂牌，本来 14 年打算在创业板上市，但是停板了。如果大环境好的话，公司是想做 IPO 的。

4、三年能做 1 亿的利润？

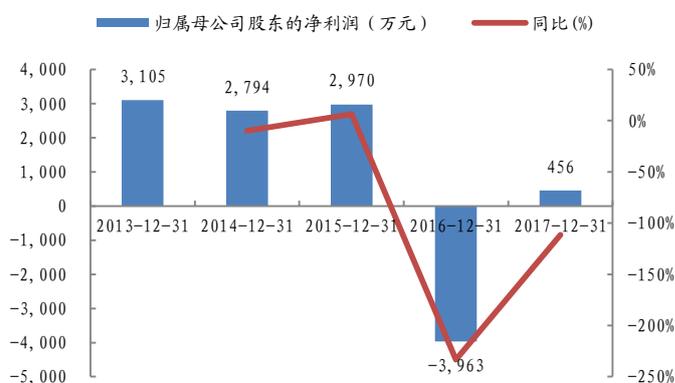
今年会比去年好一些，但离上市条件还有点距离。2013-2015 年每年在 2500-3000 万之间，2016 和 2017 年比较特殊，业务是在增长，但是公司客户是运营商，营收确认以验收为主，但运营商验收速度较慢，因此存货较多，大量合同签订后，收入未确认，但成本花出去了。业务每年维持 20% 的增长。

图 4：浩瀚深度 2013-2017 年营业收入及其增长率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 5：浩瀚深度 2013-2017 年归母净利润及其增长率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

5、今年能回到 2015 年的利润高位？

应该问题不大，但主要看运营商。运营商受政策影响较大，内部巡视的时候事情推进较慢。我们认为，运营商在转型期，是国家基础设施。互联网是建立在运营商的基础设施之上的，虽然前面有反腐影响，但经过一两年后，运营商应该会恢复的。

6、公司客户主要以中国移动为主吗？

80% 以上。我们做 DPI，电信和联通投资欲望相对较低。

7、DPI 是运营商自发投资的吗？

他们是从实际需求出发的。以前通信网以语音业务为主，是全封闭的，通信网需要互联网来提高它的智能化能力。DPI，叫深度报文检测，背后的含义是使互联网使用运营者对其使用的数据网络有能力对业务进行识别、可视、管理管控、调优和分析，也就是增强网络运营能力。

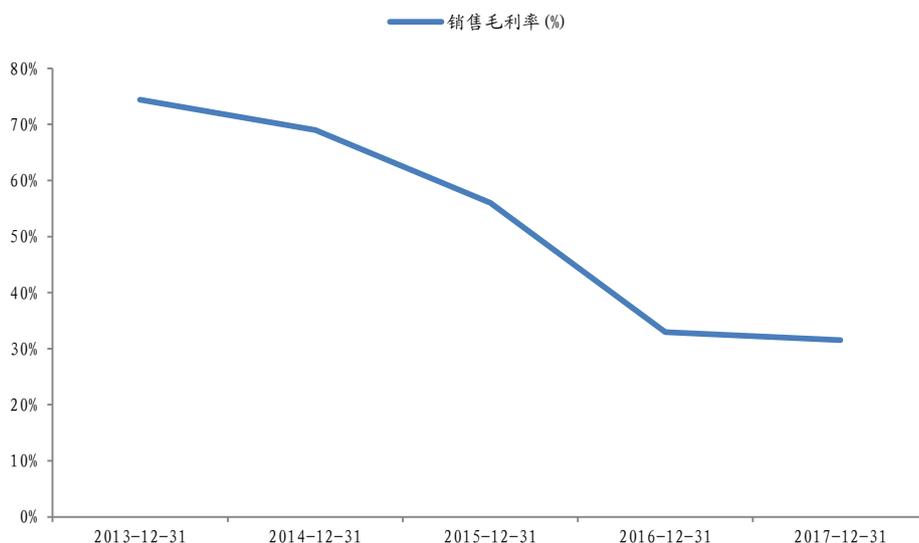
8、运营商投资完之后核心投资回报是什么？

首先是保障网络正常运行和优化。没有能力时对网络是看不清的，就没有对后续优化保障的能力。在资源不足的情况下，还需要优化流量，保障高价值流量，限制低价值流量。从终端软件设计来看，有 DPI 后，网络有能力与应用之间产生互动，对恶性应用进行管理，这是在 DPI 刚出现的那几年的主要用途。现在这只是基础用途。第二层面，在提速降费和业务数增速放缓等背景下，资费是打包资费，运营商沦为管道，运营商提出智能管道和流量经营，前提是要知道管道里跑的是什么。

9、公司毛利率走低的原因？

运营商是典型国企的窗口，公司利润波动和运营商的内部巡视等有关系。采购方面，以前是省公司自己采集，量小，因此毛利率会高一些。现在运营商采购量越来越大，2015 年开始后集中采购。设备是串联在网络上的，设备坏了网络就瘫了，所以运营商不敢轻易去尝试，所以一开始都是省公司一点点去试点。后来运营商发现可以也获得大量收益，如运营商内部自己测算过，投入 1 亿的 DPI，能节约 6-8 亿的运营成本，所以采购量放大。

图 6: 浩瀚深度产品毛利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

中国的网络建设是领先于全世界的，基站覆盖率、信号等比世界上大部分运营商都做得好。但国内运营商在业务创新上要弱一些，之前运营商是享受用户数增长的红利，现在不能靠这个增长，就要靠业务创新。国外在这方面领先很多年，业务套餐设计上非常复杂。

10、产品串联在主干网上，产品形态是公司自己设计的吗？

从芯片设计到主板设计、软件、平台都是自己设计，一体化。芯片是国外采购的，主要是 FPGA，具备二次开发能力，做人工智能，做矿机都是可以的。

11、产品卖给运营商，一般是安装在哪里？

以前电信乱建，中国移动是在网络里找了 5 个参考点部署 DPI。第一个是移动网络做对外的出口，跟其他运营商以及跟国外的出口；第二是省际之间，省内网络和主干网络之间的口；第三是移动网络接入固网的口，需要把所有移动用户的数据关联到，对固网来说，个人有家庭宽带，企业有 IP 地址和注册信息。第四是资源侧，运营商建了很多 IDC，需要做内容监管。还有其他一些重要系统。

上海电信是唯一一个在同等体量上超过中国移动的，在大企业服务上做得比较好。

12、现在的数据分析可以用到很多地方，如公安、国安？

这是另外一个故事，公司没有涉及这一块，公司主要涉及的是运营商，80%的业务来自于中移动。

13、中新赛克、百卓、恒为、恒扬和浩瀚都是做网络可视化，如何划分和归类呢？

技术上区别倒不是很大。浩瀚目前以运营商市场为主，做民用的商业分析。国内 DPI 技术路线分两类，FPGA 是浩瀚和华为的体系，华为体系是从路由器改过来的，浩瀚是从专业设备过来的；另外一个体系是基于通用架构的，能力弱一些，价格低。浩瀚两类都有。

百卓最传统业务是安全类，第二个是分流。百卓的安全也分两块，一个是公安国安本地的技侦系统卖到地市局去，

第二是运营商那边，做信息安全的管控，都是基于软件。浩瀚没做这个，百卓也给浩瀚供货。

14、解释下分流？

现在运营商网络越来越粗，一个服务器处理的流量有限，而且不能直接接在网络上。虽然服务器处理能力在上升，但跟通信网络那些上百 G 的流量是不能互通的，在开发架构上需要分流。浩瀚也做分流。

百卓、恒为、恒扬在分流业务上比较类似，其他业务各有各的。恒为恒扬以分流为主，百卓的安全业务比较好。最新的业务比例不清楚。

15、中新赛克呢？

应该在公安和国安的领域做后面的处理，是完全不一样的市场。他和紫光、普天、烽火、瑞安是一样的，为国安与公安的需求做方案解决，与浩瀚做的是两个市场，中新赛克主要做安防、监控这一类产品。主要涉及涉密产品。

16、中新赛克主要购买者是运营商与相关部门，这与公司主要做运营商的区别在哪？

主要是公安等部门与网安等要求运营商代建，模式不一样。

17、浩瀚深度对于上述竞争对手，比较看好哪一家？

相对短期来看，比较看好中新赛克，因为中新赛克的软技术较强。而且中新赛克的海外能使用中兴的渠道，可以拓展海外市场。

18、未来中新赛克的风险点在哪？

中新赛克的高毛利来自于市场的封闭，但是这个市场不会一直封闭。如果网安，国安的市场打开，会多了好多的竞争对手，毛利率可能会下降。

19、公司的人员开支多少？

人均 20 万左右。

20、公司与中新赛克的产品差异在哪？

公司主要帮助运营商做网络优化，如以前的 P2P 网络流量控制器，会抢流量，公司通过网络优化，阻止这一类恶性软件。中新赛克主要做的是网监，与大数据分析这一块。

21、公司入股华智智能交通？

因为公司有一块产品运用在智能交通领域。所以入股这一公司有协同效应。

22、中新赛克与 Nutanix 签署合作协议其作用在哪？（Nutanix 主要产品为超融合）

主要在存储方面的合作。“大数据+企业云”解决方案

23、公司怎么看中新赛克的财务状况？预收 2 亿，应收 1 亿。

公司认为中新赛克的财务潜力大，中新赛克可能发货多，没有确认收入。预收大说明发货多。

24、浩瀚深度的风险点在哪？

毛利率低，因为运营商之前主要是低价招标，价低者得。而且公司的竞争者是华为，华为的 DPI 与设备一起售卖，所以公司难以与华为竞争。

25、DPI 市场空间多大？

广东移动一年大概采购量在 1 亿左右，全国可能 15 亿至 20 亿左右。以后公司可能会往安全、监控方面发展。DPI 的应用非常多。

26、DPI 产品的使用点在哪？

省际网全部要铺设，如广东到云南之间的网络接口，和 IDC 的进出口国家强制要求铺设 DPI，国家内网与国际外网之间的接口需要铺设。例如国内网与香港网之间的接口需要铺设 DPI。

27、公司的竞争对手是谁？

绿网，华为，任子行等。

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	50.0	32.6	23.5
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

相关研究报告

《中新赛克-002912-深度报告：高盈利、高成长、经营性现金流表现优异》——2018-05-18

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