

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)
跟踪报告
增持

(维持评级)

2018年07月18日

中新赛克行业调研比较系列之百卓网络

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,同时了解分流器的业态,我们近期走访了网络可视化与安全领域的优秀提供商——百卓网络,对相关业务形态、行业情况等进行了了解。

评论:

百卓网络主要面向运营商市场,除了做网络前端设备,也拥有后端大数据分析 & 挖掘系统的业务。从运营商的监控需求看,网络可视化设备的应用场景颇多,需求旺盛,可作为涉密市场的参照。目前来看,流量的快速增长带来骨干网的扩容,成为当下运营商市场需求的主要动力,中新赛克同样受益。此外,从百卓的产品体系看,进一步向数据采集端下游—数据分析领域拓展,是中新赛克的重要发展方向。

我们认为中新赛克是细分领域龙头,且具有较强的竞争壁垒和业务拓展性。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

百卓网络是通鼎互联的全资子公司。通鼎互联 (002491.SZ) 2010 年 10 月 21 日在深交所中小板成功上市,公司业务主要涉及连接、安全和数据三大板块。百卓网络是通鼎互联的全资子公司,是通鼎互联安全业务实施主体。百卓网络专注安全业务 13 年,主要业务领域为网络安全、公共安全和城市安全,为政府、公安、国安、运营商及行业客户提供安全解决方案。

在信息安全系统领域,百卓网络的产品布局于骨干网不良信息管控、抗 DDoS 攻击、骨干网防病毒、僵尸木马蠕虫检测与防御、互联网舆情监控等目前互联网内容管理的主流安全需求领域,百卓网络的主要客户为电信运营商、政府部门及有网络安全需求的各类企业。通信行业的解决方案主要部署于运营商 IDC 机房、骨干网节点、城域网、LTE 核心网等数据汇聚点,对互联网出现的涉黄、违法违规文字、图片以及视频等不良信息进行管控,同时建立一

图 2： 百卓网络产品应用场景



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师整理

除了网络可视化前端数据采集产品，百卓还向后端业务分析领域拓展，拥有后端数据分析能力。

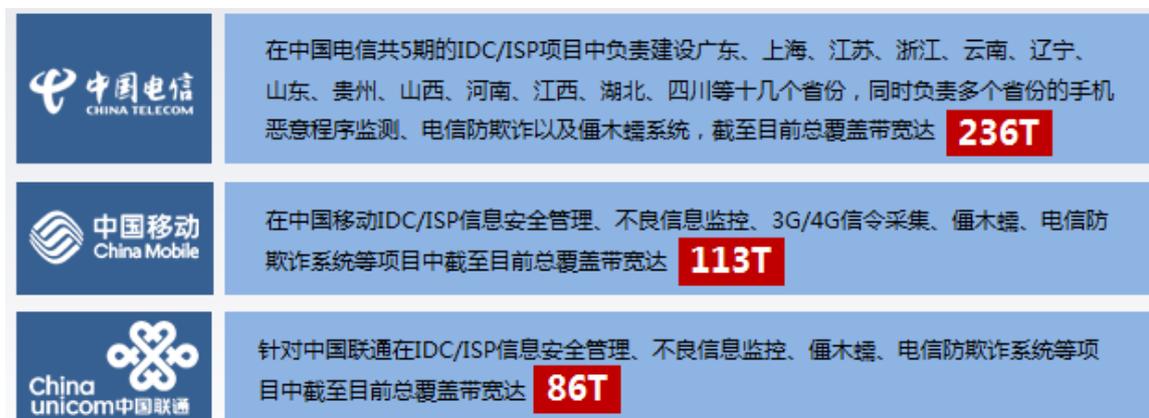
图 3： 百卓网络产品应用场景



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师整理

公司客户主要面向三大运营商，是三大运营商网络可视化领域的重要供应商。

图 4：百卓网络客户



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师整理

除了三大运营商，也面向公安、国安及企事业单位提供服务。

图 5：百卓网络客户



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师整理

二、调研纪要

1、请简单介绍一下公司战略方向？

聚焦大安全领域：网络安全、公共安全和城市安全。传输和 LTE 通信都是为大安全服务的。客户都是运营商为主，往国安、公安、政府渗透。从骨干网数据出口网络安全开始，今年政府也有一两个项目交付。

2、帮政府主要做哪些项目？

与安监相关，做数据收集和态势感知监测，可以做监管、取证和应急响应。整合一些协议，然后把数据汇集到我们平台。

3、一般政府这种项目的订单体量？

一期大概几千万，主要是设备部署和平台建设，后期随着监控范围的扩大，后面还会有二期、三期。

4、政府订单毛利率情况？

前期我们还是通过总包进入，提供设备和系统，在安全毛利率普遍在 50%以上。

5、咱们设备如果直接供货需要哪些资质？

首先得到客户认可，进入短名单，我们做了大量准备，目前设备在测试。

6、行业增长动力？

一是流量增长，每年各个应用场景的流量增长都是 40-50%，国际出口带宽未来 2-3 年要翻一倍，带动管控设备新增需求；二是骨干网扩容，18-20 年骨干网传输技术从 100G 向 400G 升级，带来配套的管控设备更新换代，设备内部主流元器件、芯片的升级。

7、对市场规模怎么看？

非涉密领域每年 20 亿+规模，涉密领域规模在 70-80 亿/年。

8、咱们应收账款回款情况？

应收账款这两年是有改善的，未来运营商收入口压力大，可能有一些传导。

9、百卓今年大概给公司业绩贡献情况？

1.4-1.5 亿，从内部来看，贡献已经很大了。

10、百卓的业务跟流量是否成正相关？

不能说正相关，但是有很强的相关性。

11、我们和中新赛克规模差异？

中新赛克大概 900 人，他们从涉密进军非涉密市场，我们大概 300 人，从非涉密进军涉密市场，涉密市场毛利率更高。

12、海外市场进展情况？

我们也一直在关注，在印度市场也有一些前期铺垫。

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