

证券研究报告—深度报告

信息技术

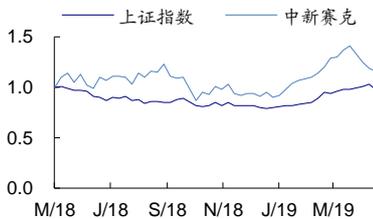
通信

中新赛克(002912)
增持

昨收盘: 88.46 元

(维持评级)

2019年05月15日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 107/51 |
| 总市值/流通(百万元) | 9,440/4,499 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,894/9,003 |
| 12个月最高/最低(元) | 129.50/70.22 |

相关研究报告:

《中新赛克-002912-2018 年报及 19 年一季报点评: 全年业绩符合预期, 后端业务发力》——2019-04-22

《中新赛克-002912-2018 三季报点评: 宽带网产品引领增长, 业绩略超预期》——2018-10-29

《中新赛克-002912-2018 半年报点评: 业绩略超预期, 网络内容安全产品增长亮眼》——2018-08-10

《中新赛克-002912-跟踪报告: 中新赛克行业调研比较系列之恒为科技》——2018-07-23

《中新赛克-002912-跟踪报告: 中新赛克行业调研比较系列之百卓网络》——2018-07-18

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 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

电话: 021-60933150
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518100002

独立性声明:

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。

深度报告

网络可视化龙头, 分享流量经济红利

● 脱胎于中兴的网络可视化专家

中新赛克前身为中兴特种装备有限公司, 是中兴通讯的子公司, 成立之初即专注于网络可视化基础架构产品的研发生产, 是业内最早进入该领域的厂商之一。网络可视化是信息安全和大数据业务的重要分支, 公司上市后在所处产业链环节中不断丰富产品线, 发展成为该领域的领军企业。

● 监管趋严+流量增长, 公司成长前景广阔

随着互联网的发展和网络安全事件的频出, 我国将网络安全上升为国家安全高度, 不断提高监管力度, 更专门成立中央网络安全和信息化领导小组统筹推进体系建设, 网络可视化是网络监控的重要手段, 近年来得到快速发展。网络可视化设备的需求与流量增长以及移动网络的升级紧密相关, 随着后续骨干网向 400G 升级以及移动网络向 5G 升级, 相关行业需求将迎来新一轮更新升级, 市场空间广阔。在行业快速增长背景下, 公司积极拓展网络内容安全、大数据运营平台等新产品线, 以具备系统集成和数据挖掘的能力, 有望进一步打开公司的成长空间。

● 行业竞争者不多, 业务壁垒深

公司所处市场主要面向政府客户且涉密, 客户粘性强, 进入壁垒较高, 且市场规模不大, 预计接近百亿水平, 属于小而美的市场, 业内相关企业均表现出高毛利的特征。该细分领域对技术要求较高, 主流玩家均具有中兴、华为及电信系统的技术背景及渠道资源, 新玩家较难进入该领域。公司的先发优势和客户关系能力又决定了其具有更高的盈利能力和竞争壁垒, 保证了其在行业快速发展过程中能充分受益。

● 看好公司业务质地和长期发展, 维持“增持”评级

公司近年来进入快速增长阶段, 且各项财务指标表现优异, 业务质地稀缺。我们看好公司的竞争力和长期发展, 2019-2021 年公司净利润分别为 2.83/4.20/5.95 亿元, 对应 36.2/ 24.4/17.2 倍市盈率, 目前估值合理偏低估, 维持“增持”评级。

● 风险提示

订单落地不达预期; 行业竞争加剧; 新业务拓展不达预期

盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 691 | 979 | 1,394 | 1,930 | 2,606 |
| (+/-%) | 38.8% | 41.7% | 42.3% | 38.5% | 35.0% |
| 净利润(百万元) | 204.75 | 283.31 | 420.23 | 595.83 | 810 |
| (+/-%) | 54.7% | 38.4% | 48.3% | 41.8% | 35.9% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.91 | 2.65 | 3.93 | 5.57 | 7.57 |
| EBITMargin | 44.5% | 28.2% | 29.6% | 30.7% | 31.0% |
| 净资产收益率(ROE) | 15.8% | 18.8% | 23.1% | 26.3% | 28.2% |
| 市盈率(PE) | 50.1 | 36.2 | 24.4 | 17.2 | 12.7 |
| EV/EBITDA | 34.7 | 40.8 | 28.7 | 21.5 | 17.0 |
| 市净率(PB) | 7.94 | 6.82 | 5.64 | 4.53 | 3.57 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是面向政府的网络可视化领域龙头，近年来受益于网络安全监管趋严加速成长，后期随着流量增长带来的骨干网 400G 扩容以及移动网络向 5G 升级，公司产品将迎来新一轮升级采购周期，长期增长确定性强。在公司所面向的市场中，公司的业务模式具有独特性，具有较强的进入壁垒，有助于保证公司长期的高盈利水平。我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 2.83/4.20/5.95 亿元，对应 36.2/ 24.4/17.2 倍市盈率，目前估值合理偏低估，维持“增持”评级。

核心假设或逻辑

核心假设：

- (1) 公司在手订单保证 19-20 年业绩增速在 40%以上，2021 年迎来新的采购周期；
- (2) 行业竞争格局稳定，公司毛利率稳定
- (3) 公司网络内容安全、大数据运营平台等新业务市场拓展顺利。

与市场预期的差异之处

认为在网络监管趋严背景下，政府采购会继续大力开展，保证公司收入的延续性；公司产品与流量增长强相关，流量的持续增长带来公司业务的持续增长；公司大力投入网络内容安全和大数据运营平台业务，符合产业潮流，有望实现快速增长。

股价变化的催化因素

政府采购大订单落地；公司业绩超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、政府采购不达预期，公司订单延续性无法保证；
- 2、竞争加剧导致单价及毛利率下降；
- 3、公司新业务市场拓展不达预期；

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 估值与投资建议 | 5 |
| 绝对估值: 135.92-154.96 元 | 5 |
| 估值的敏感性分析 | 5 |
| 相对法估值 | 6 |
| 投资建议 | 6 |
| 脱胎于中兴的网络可视化专家 | 7 |
| 脱胎于中兴, 专注于网络可视化 | 7 |
| 网络可视化是信息安全和大数据技术的重要分支 | 10 |
| 公司以提供网络可视化基础架构产品为主, 不断丰富产品线 | 11 |
| 公司产品主要面向政府需求 | 11 |
| 监管趋严+流量增长, 公司成长前景广阔 | 12 |
| 政府将网络安全上升为国家战略, 监管政策频出 | 12 |
| 流量增长, 刺激产品处理速率不断升级 | 14 |
| 移动网络从 3G 向 4G、5G 升级, 提升流量内容监控的复杂性 | 15 |
| 集成解决方案是趋势, 数据运营带来潜在增长 | 16 |
| 行业竞争者不多, 业务壁垒深 | 17 |
| 行业小而美, 玩家不多 | 17 |
| 技术壁垒深, 产品附加值高 | 18 |
| 不同市场和不同销售模式, 决定了不同的毛利水平 | 19 |
| 行业先发优势和客户优势明显 | 20 |
| 公司财务表现优异, 质地稀缺 | 21 |
| 高速增长, 盈利能力强 | 21 |
| 资产质量良好, 现金流极佳 | 22 |
| 业绩季节性较强, 收入主要确认在下半年 | 22 |
| 盈利预测 | 23 |
| 假设前提 | 23 |
| 收入成本拆分及未来 3 年盈利预测 | 23 |
| 盈利预测的敏感性分析 | 24 |
| 风险提示 | 25 |
| 附表: 财务预测与估值 | 27 |
| 国信证券投资评级 | 28 |
| 分析师承诺 | 28 |
| 风险提示 | 28 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 28 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 中新赛克股权结构..... | 7 |
| 图 2: 中新赛克业务地图..... | 9 |
| 图 3: 公司业务结构 (单位: 万元) | 9 |
| 图 4: 网络安全可视化示例..... | 10 |
| 图 5: 网络可视化市场规模 (亿元) | 11 |
| 图 6: 网络可视化产业链..... | 11 |
| 图 7: 公司客户结构..... | 12 |
| 图 8: 公司宽带网产品收入及增速 | 14 |
| 图 9: 移动互联网接入流量及增速 | 14 |
| 图 10: 2018 年固定互联网宽带各接入速率用户占比..... | 14 |
| 图 11: 公司产品部署节点..... | 15 |
| 图 12: 4G/5G 基站历年建设情况 | 15 |
| 图 13: 公司移动网产品收入及增速 | 16 |
| 图 14: 公司移动网产品收入及增速 | 17 |
| 图 15: 电信领域公司毛利率比较 (亿元) | 19 |
| 图 16: 行业主要厂商毛利率水平 (亿元) | 20 |
| 图 17: 中新赛克预收账款与收入对比情况..... | 21 |
| 图 18: 迪普科技预收账款与收入对比情况..... | 21 |
| 图 19: 公司 2013-2018 年收入及增速..... | 21 |
| 图 20: 公司 2013-2018 年归母净利润及增速 | 21 |
| 图 21: 公司 2013-2018 年毛利率、净利率、ROE | 22 |
| 图 22: 公司 2013-2018 年费用率 | 22 |
| 图 23: 公司资产负债率 | 22 |
| 图 24: 公司经营性现金流量净额与收入对比 | 22 |
| 图 25: 公司 2017Q1-2019Q1 业绩..... | 23 |
| | |
| 表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) | 5 |
| 表 2: 资本成本假设..... | 5 |
| 表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) | 6 |
| 表 4: 同类公司估值比较..... | 6 |
| 表 5: 公司团队背景 | 7 |
| 表 6: 公司产品简介 | 8 |
| 表 7: 近年来网络安全政策文件 | 13 |
| 表 8: 公司历史部分宽带网产品订单 | 13 |
| 表 9: 公司历史部分移动网产品订单 | 16 |
| 表 10: 网络可视化相关公司 | 17 |
| 表 11: 公司竞争对手比较..... | 18 |
| 表 12: 网络可视化公司管理层背景..... | 18 |
| 表 13: 网络可视化相关公司渠道背景..... | 20 |
| 表 14: 公司业务收入拆分 (万元) | 24 |

表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观) 25

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 135.92-154.96 元

公司移动网产品和宽带网产品近年来均进入高速增长期, 后续随着安全监控趋严、网络流量增长、移动网络升级等有望继续保持高速增长, 因此近两年我们给予 40%左右的增速, 后续给予 35%的稳定增速; 公司所处竞争格局较为稳定, 暂时未看见大幅降价因素的存在, 且公司综合毛利有望随软件业务占比的提升而提升, 因此给予毛利率稳步提高的假设; 公司近两年管理和销售费用率较高, 后续有望保持平稳的投入, 因此假设未来费用率不变。公司税率和股利分配比率暂未看到发生较大变化的因素存在, 因此维持 2018 年的水平。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | 17.56% | 44.93% | 38.85% | 41.66% | 42.33% | 38.50% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 毛利率 | 80.32% | 79.03% | 78.67% | 80.29% | 81.72% | 82.71% | 83.00% | 83.00% | 83.00% |
| 管理费用/营业收入 | 36.65% | 33.05% | 32.23% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 销售费用/销售收入 | 20.40% | 24.20% | 23.52% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 营业税及附加/营业收入 | 1.92% | 2.04% | 2.63% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 所得税税率 | 13.84% | 8.55% | 8.31% | 8.50% | 8.50% | 8.50% | 8.50% | 8.50% | 8.50% |
| 股利分配比率 | 49.72% | 30.23% | 24.43% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

| | | | |
|--------------|--------|---------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.5 | T | 8.50% |
| 无风险利率 | 3.50% | Ka | 18.50% |
| 股票风险溢价 | 10.00% | 有杠杆 Beta | 1.51 |
| 公司股价 (元) | 95.96 | Ke | 18.62% |
| 发行在外股数 (百万) | 107 | E/(D+E) | 99.10% |
| 股票市值(E, 百万元) | 10268 | D/(D+E) | 0.90% |
| 债务总额(D, 百万元) | 93 | WACC | 18.50% |
| Kd | 5.30% | 永续增长率 (10 年后) | 2% |

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值为 144.86 元。

估值的敏感性分析

单变量敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析, 假设 WACC 和永续增长率变化值分别为 0.5%, 则我们计算得出公司股价区间在 135.92-154.96 元/股, 估值中枢为 144.86 元/股。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

| | | WACC 变化 | | | | |
|---------------------------------|------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | | 17.5% | 18.0% | 18.50% | 19.0% | 19.5% |
| 永 续 增 长 率 变 化 | 3.5% | 170.08 | 161.24 | 153.09 | 145.57 | 138.61 |
| | 3.0% | 166.47 | 157.99 | 150.17 | 142.93 | 136.22 |
| | 2.5% | 163.09 | 154.96 | 147.43 | 140.45 | 133.98 |
| | 2.0% | 159.94 | 152.11 | 144.86 | 138.12 | 131.86 |
| | 1.5% | 156.98 | 149.44 | 142.44 | 135.92 | 129.86 |
| | 1.0% | 154.21 | 146.92 | 140.15 | 133.85 | 127.97 |
| | 0.5% | 151.59 | 144.55 | 138.00 | 131.88 | 126.17 |

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值

选取同行业上市公司迪普科技、恒为科技等作为比较对象, 根据 wind 一致预期数据, 同行可比对象 2018/2019/2020 年的 PE 平均值为 42.11/34.63/ 26.61 倍, 我们认为公司处于行业龙头位置, 业务模式和质地更加优质, 应给予更高估值, 如 2020 年对应 PE 可达到 35~40 倍, 则目标股价为 137.55~157.20 元/股, 与绝对估值法接近。

表 4: 同类公司估值比较

| 代码 | 简称 | 股价 (5月13日) | EPS (元) | | | PE | | | PB | PEG | 总市值 (百万元) |
|--------------|------|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------------|
| | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E | | | |
| 002912.SZ | 中新赛克 | 95.96 | 1.92 | 2.65 | 3.93 | 49.98 | 36.24 | 24.43 | 7.95 | 0.96 | 10,241 |
| 同类公司: | | | | | | | | | | | |
| 300768.SZ | 迪普科技 | 41.14 | 0.56 | 0.64 | 0.82 | 73.46 | 64.28 | 50.17 | 15.23 | 4.50 | 16,456 |
| 603496.SH | 恒为科技 | 28.32 | 0.75 | 1.00 | 1.34 | 37.65 | 28.40 | 21.15 | 5.17 | 0.87 | 4,042 |
| 002491.SZ | 通鼎互联 | 8.07 | 0.45 | 0.55 | 0.72 | 18.03 | 14.62 | 11.22 | 1.98 | 0.63 | 10,181 |
| 600498.SH | 烽火通信 | 26.94 | 0.76 | 0.89 | 1.12 | 35.45 | 30.33 | 24.09 | 3.09 | 1.80 | 31,485 |
| 300188.sz | 美亚柏科 | 17.47 | 0.38 | 0.49 | 0.66 | 45.97 | 35.52 | 26.44 | 5.25 | 1.21 | 13,886 |
| 均值 | | | | | | 42.11 | 34.63 | 26.61 | 6.15 | 1.80 | |

资料来源: 迪普科技、恒为科技、通鼎互联、烽火通信、美亚柏科采用 WIND 一致预期数据、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 137.55~154.96 元之间, 相对于目前公司股价溢价在 50%左右, 估值较有吸引力, 维持“增持”评级。

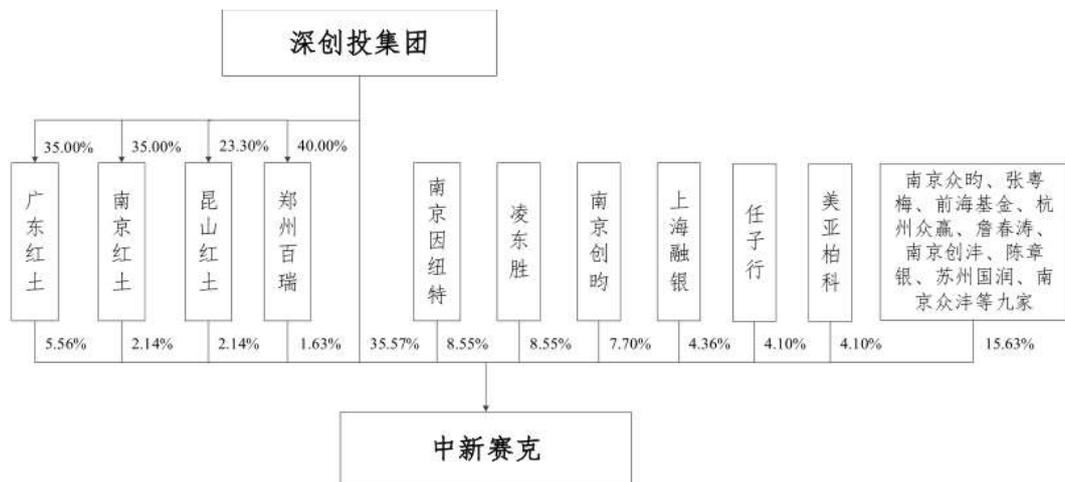
脱胎于中兴的网络可视化专家

脱胎于中兴，专注于网络可视化

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，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。

上市之初的股权结构如下所示，其中，深创投直接或间接持有公司总股本的 47.025%，为公司控股股东。又深圳市国资委直接或间接持有深创投 46.63% 的股权，因此为公司的实际控制人。公司总经理凌东胜直接持有公司股份 8.55%。南京因纽特、任子行、美亚柏科为产业投资人，、南京创昀、南京众昀、南京创沣、南京众沣等为员工持股平台。

图 1：中新赛克股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司的管理层及核心骨干仍然为原中兴特种装备有限的团队，团队背景如下所示：

表 5：公司团队背景

| 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 产品副总工/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：招股说明书，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司主营业务一直为网络可视化基础架构、网络安全服务及大数据运营产品的研发、生产和销售。具体产品包括四大类：（1）宽带互联网数据汇聚分发管理产品、（2）移动接入网数据采集分析产品、（3）网络内容安全产品、（4）大数据运营产品。

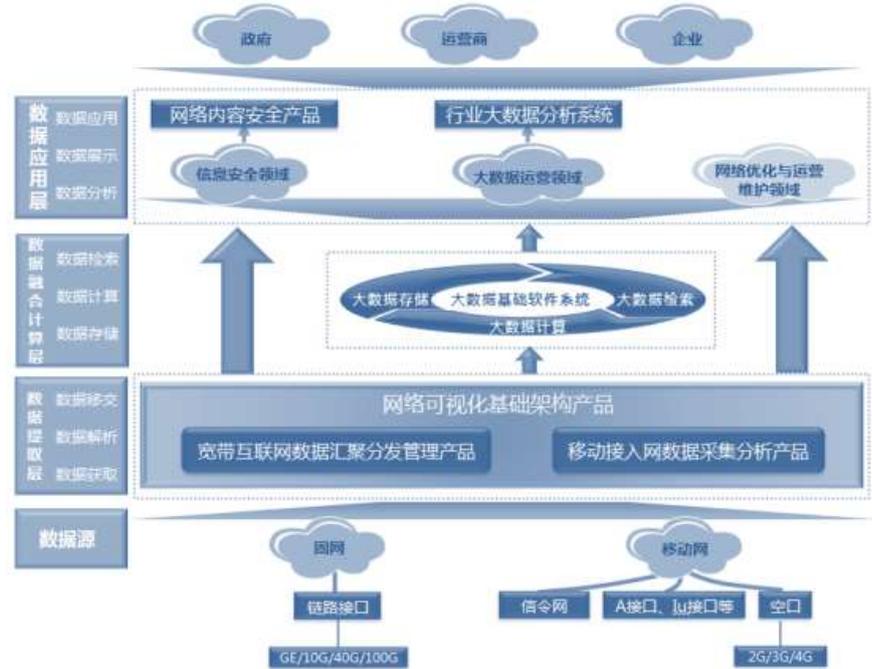
表 6: 公司产品简介

| 产品类型 | 图示 | 简介 |
|----------|--|---|
| 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 |
| 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 |
| 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 |
| 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 |

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司产品在网络可视化业务链条中的位置如下所示：

图 2：中新赛克业务地图

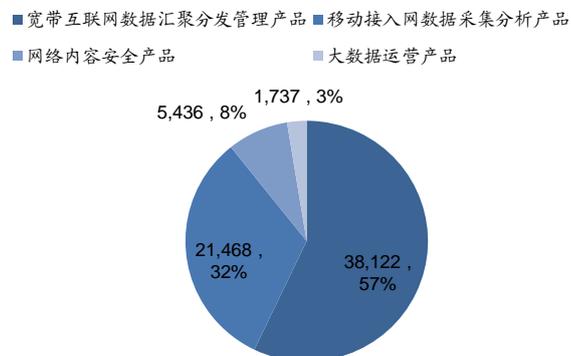


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司的产品涵盖数据提取、数据融合计算和数据应用三个环节。其中数据提取完成网络流量数据获取、数据解析和数据移交，即通过物理线路或天线接入到实际网络中，获取当前网络传输的所有信息（数据包），解码数据包的网路协议来了解数据，还原数据包中的明文信息，然后根据相应接口标准，移交相关数据。数据融合计算完成数据存储、数据计算和数据检索，即存储移交上来的数据，对数据依用户业务模式而建立的关系进行计算处理，根据用户需要从计算结果的数据集合中检索出准确数据。数据应用完成数据分析、数据展示和用户数据的有效应用，即用传统的统计分析方法与最新的大数据分析算法对收集来的海量数据进行分析，提取有用信息加以详细研究和概括总结，用图形形式展示，帮助用户进行可视化分析，满足用户的业务需求。

公司不同产品的业务结构如下所示：

图 3：公司业务结构（单位：万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

网络可视化是信息安全和大数据技术的重要分支

网络可视化技术作为一类重要的信息可视化技术，充分利用人类视觉感知系统，将网络数据以图形化方式展示出来，快速直观地解释及概览网络结构数据，一方面可以辅助用户认识网络的内部结构，另一方面有助于挖掘隐藏在网络内部的价值信息。

图 4：网络安全可视化示例



资料来源：百度云，国信证券经济研究所整理

(1) 信息安全威胁加强，内容和流量监管成常态

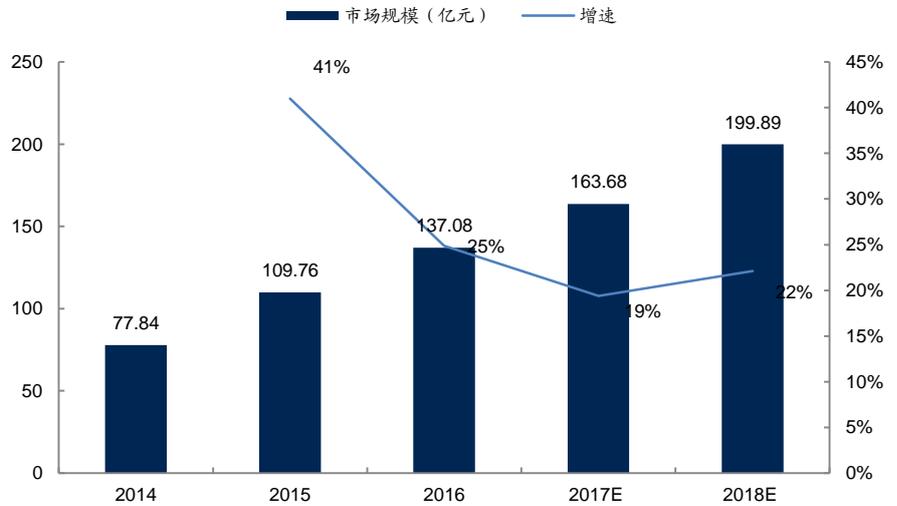
随着互联网的迅速发展,虚假/垃圾信息、网络谣言、APT/DDoS 攻击以及色情、暴力、赌博等不良内容,严重地影响了互联网产业的健康发展,尤其是分布式拒绝服务 (DDoS) 攻击威胁将继续升级,影响基础网络稳定运行。对网络内容和流量的监管逐步受到各国政府的重视。网络可视化技术可方便实现对流量和内容的监管,逐步成为政府监管的常用手段。

(2) 挖掘网络流量潜在价值,“流量的大数据经营”成创新趋势

新兴的数据业务在消费者的信息通信行为中所占比例越来越大,结合大数据技术,实现移动互联网甚至物联网的大数据运营,释放大数据的潜在价值,是未来通信和互联网创新的重要方向。对于网络数据的采集、呈现和分析是数据运营的基础,网络可视化给流量大数据经营提供了可能。

根据赛迪顾问的数据统计,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 年年复合增长率将达到 20.75%。

图 5: 网络可视化市场规模 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司以提供网络可视化基础架构产品为主, 不断丰富产品线

按照产业链上下游关系, 网络可视化市场的主要参与者包括基础架构产品提供商、应用开发商和系统集成商。其中, 基础架构产品提供商提供数据获取、数据解析、数据移交等一揽子解决方案; 应用开发商主要为下游集成商提供应用系统, 专专注于一类或多类网络应用; 系统集成商直接面向整个行业的下游用户, 如政府机构、电信运营商、企业等, 提供方案咨询与设计、系统集成和技术服务。

图 6: 网络可视化产业链



资料来源: 国信证券经济研究所整理

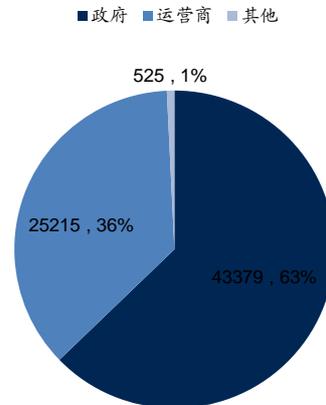
公司属于“基础架构产品提供商”这一环节, 主要为下游的系统集成商提供硬件解决方案。从最初的宽带网产品、移动网产品、网络内容安全产品, 拓展至大数据运营产品和工业互联网安全产品, 后续公司有望不断拓宽产品线, 以应对新涌现出的产业需求。

公司产品主要面向政府需求

根据最终用户分, 网络可视化主要服务于政府 (公安、网安等)、运营商以及企业。目前, 国内的网络可视化客户, 除了 BATJ 等互联网巨头, 企业层面的需求还不是非常旺盛, 市场主要集中在政府和运营商领域。以赛迪顾问的数据为基础, 从经验值判断, 每年的网络化市场产值软硬件的比例约为 1: 1, 则 2018

年基础架构市场规模约为 100 亿，政府和运营商市场比例约为 8: 2。公司的产品主要面向政府需求，则其 2018 年所面对的市场约为 80 亿。

图 7: 公司客户结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 公司所面向的运营商采购背后也是为满足政府需求

监管趋严+流量增长，公司成长前景广阔

政府将网络安全上升为国家战略，监管政策频出

随着互联网的不断发展，黑客组织和网络恐怖组织等非国家行为体发起的网络内容安全攻击将持续增加，影响力和破坏性显著增强，网络内容安全的重要性被提升至前所未有的高度。各国政府纷纷将维护网络安全上升为国家安全战略。

我国以《互联网信息服务管理办法》为统领，网信办、工信、公安三个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（现已改为中央网络安全和信息化委员会），由习近平亲自担任组长，李克强、刘云山任副组长，将网络安全的重要性推向新高度。

表 7: 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《关于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: 公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

网络可视化在运营商市场中已有较为成熟的运用, 主要满足工信部领导下, 运营商对于网络环境的监控和清理; 随着网络安全与信息小组的成立, 网信办处于国家安全目的开始加大对网络可视化的投入, 形成一块独立的和新增的建设需求, 我们预计该采购需求目前每年在 20~30 亿人民币左右。

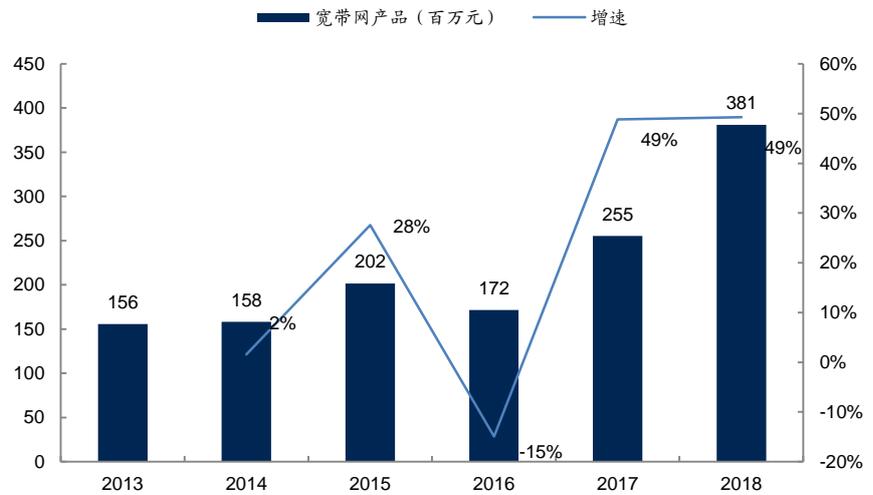
表 8: 公司历史部分宽带网产品订单

| 销售对象 | 合同内容 | 合同金额 (万元) | 合同日期 |
|-------------------|--------------|-----------|------------|
| 国家计算机网络应急技术处理协调中心 | 3 台机架式宽带网产品 | 950.00 | 2013.12.4 |
| 中国移动 | 98 台机架式宽带网产品 | 10,245.82 | 2016.2.1 |
| 国家计算机网络应急技术处理协调中心 | 3 台机架式宽带网产品 | 1,002.01 | 2016.9 |
| 国家计算机网络应急技术处理协调中心 | 9 台机架式宽带网产品 | 2,103.25 | 2016.10 |
| 中国移动 | 6 台机架式宽带网产品 | 1,299.76 | 2016.12.12 |
| 国家计算机网络应急技术处理协调中心 | 2 台机架式宽带网产品 | 623.00 | 2016.12.20 |
| 中国移动 | 6 台机架式宽带网产品 | 935.40 | 2017.5.26 |
| 中国移动 | 25 台机架式宽带网产品 | 8,793.16 | 2017.6.22 |
| 联通系统集成有限公司 | 24 台机架式宽带网产品 | 1,693.54 | 2017.6.28 |

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

如上表所示, 公司来自计算机网络应急中心和运营商的订单从 2016 年开始显著放大。相应地, 公司宽带网产品收入规模进入快速增长阶段。

图 8: 公司宽带网产品收入及增速

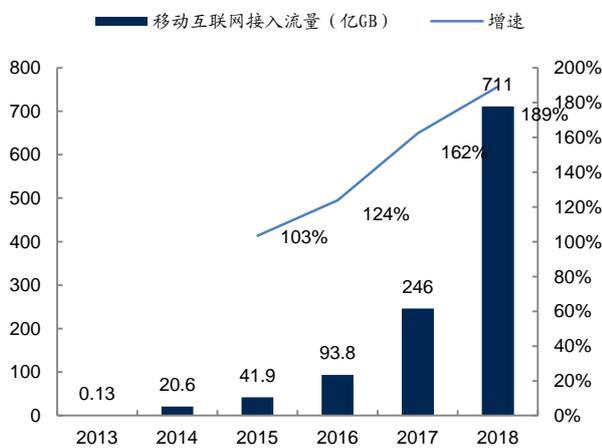


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

流量增长, 刺激产品处理速率不断升级

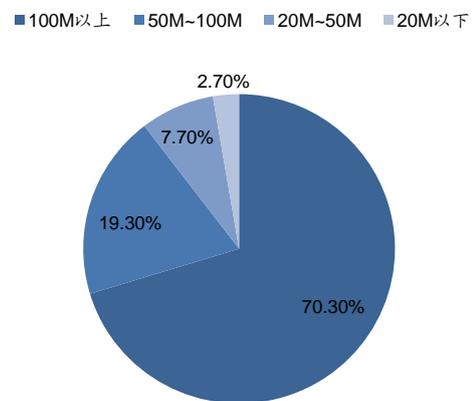
2018年, 移动互联网接入流量达到711亿GB, 继续延续每年翻倍以上的增长势头, 家庭端宽带互联网接入速率达100M以上的用户数占比已超七成, 相对于2017年的不到四成大幅增加, 已基本完成全国100M光纤宽带网的升级, 相应地带来家庭端流量的成倍增长。

图 9: 移动互联网接入流量及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

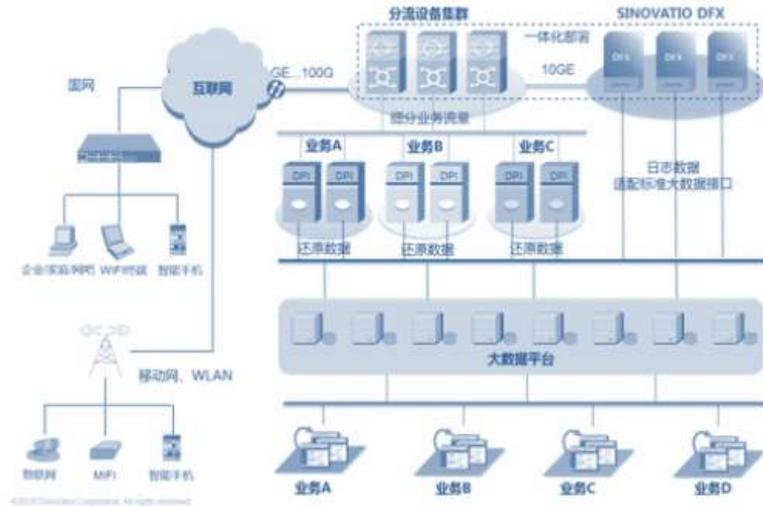
图 10: 2018年固定互联网宽带各接入速率用户占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

在这一流量迅猛增长背景趋势下, 网络可视化产品处理速率也要求进行相应升级。如下图所示, 公司产品部署在骨干网、传输网核心节点上, 随着整个网络流量的扩容而相应升级。

图 11: 公司产品部署节点



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

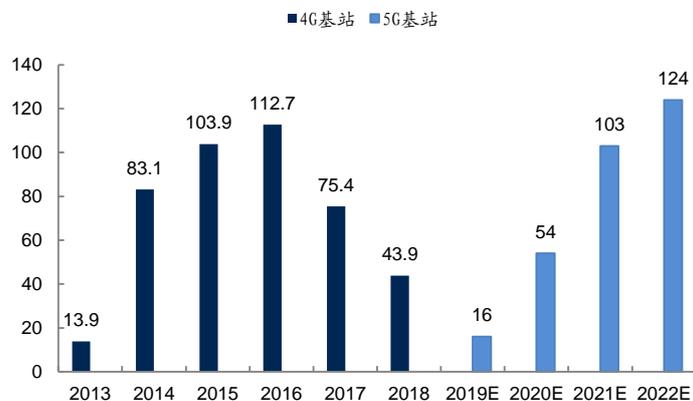
2013 年以来, 中国三大电信运营商先后启动 100G 骨干网络建设和布局, 进入 2015 年, 全球电信运营商全力加速 100G 网络建设。此外, 云计算的兴起、数据中心以及超大规模数据中心的大量涌现, 都为部署 400G 提供了重要动力, 400G 时代悄然来临。

对应地, 公司宽带网产品从 10G 向 100G 升级, 2016 年 100G 产品的出货量显著增加(100G 单板处理流量能力是 10G 单板的 10 倍, 价格约为 10G 单板的 8 倍左右), 目前, 公司积极研发 400G 设备, 为下一轮增长做准备。

移动网络从 3G 向 4G、5G 升级, 提升流量内容监控的复杂性

移动通信网络目前已经完成 4G 网络的建设, 并向 5G 网络演进, 每一代通信网络的升级, 不仅带来上网速率的提升, 也带来了网络接口技术、数据汇聚分流技术、高速背板技术以及协议识别技术等升级, 与此同时刺激新的移动互联网应用, 给网络安全监控带来新的挑战。3G 时代的移动互联网业务、4G 时代的视频业务, 5G 时代的人工智能、AR/VR、物联网等, 都使得监控内容变得越来越复杂, 需要对应的网络可视化技术作出相应升级。

图 12: 4G/5G 基站历年建设情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

由于移动网络的可视化在建设周期中带有明显的“后周期”特征，即网络基础设施建设完毕，新一代网络技术已经普及使用后会进入到相应网络可视化的建设环节。如 2016 年 4G 网络初步建设完成，2016 年开始兼容 4G 信号的移动网数据采集设备采购才开始增多。

公司抓住移动网产品向 4G 更新换代的机会，大力切入移动网市场，重点拓展各个县市级公安市场，取得了良好的效果。

表 9: 公司历史部分移动网产品订单

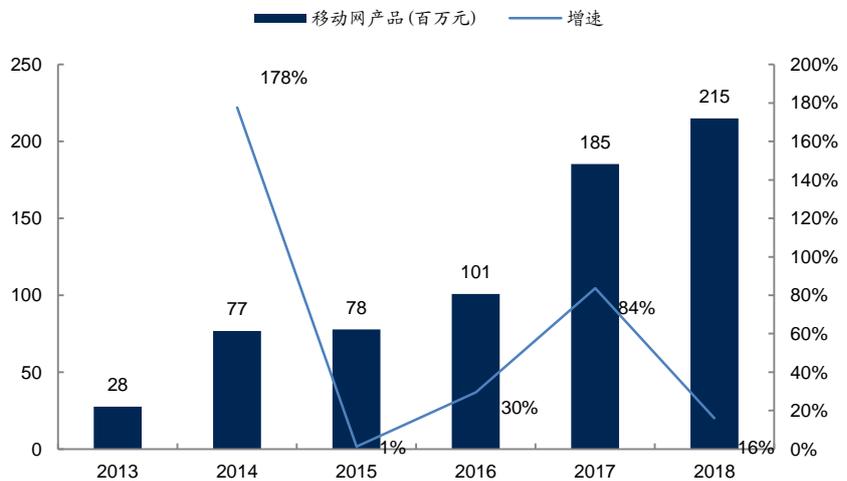
| 销售对象 | 合同内容 | 合同金额(万元) | 合同日期 |
|------------|----------------------|----------|------------|
| 阜阳市公安局 | 190 台等固定式移动网产品 | 1,792 | 2015.12.25 |
| 重庆市公安局 | 27 台等固定式、2 台移动式移动网产品 | 1,778 | 2015.12.25 |
| 九江市公安局 | 40 台固定式、1 台移动式移动网产品 | 580 | 2016.11.22 |
| 淄博市公安局周村分局 | 84 台固定式、1 台移动式移动网产品 | 1,050 | 2016.12.12 |
| 毕节市公安局 | 110 台固定式移动网产品 | 2,046 | 2017.6.8 |

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所分析师归纳整理

按照全国 3185 市县为基础，每个市县的采购规模为 1000 万计算，则整体的移动网采集设备市场空间为 315 亿左右，假设在 2015-2020 年间完成升级更新，则每年的市场规模在 50 亿左右。

公司目前的移动网产品业务规模还较小，有望进一步扩大市场份额，同时 2022 年开始，5G 产品的更新将带来新一轮的增长。

图 13: 公司移动网产品收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

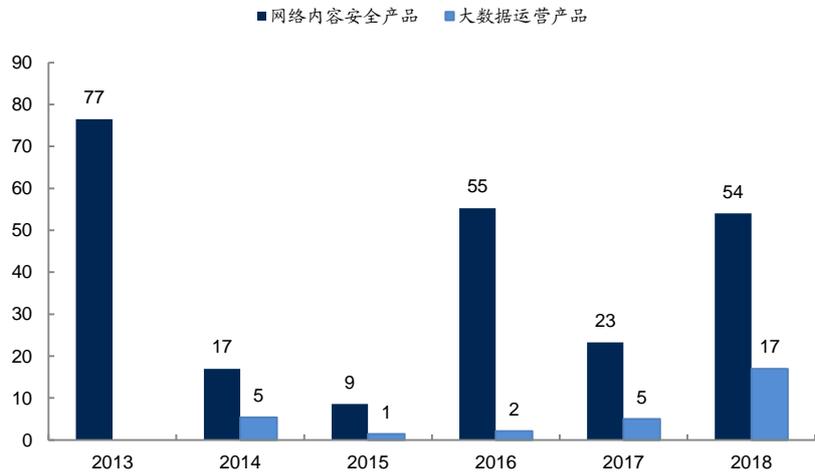
集成解决方案是趋势，数据运营带来潜在增长

随着移动互联网、物联网的发展，所有的设备都将变得更加智能，智能设备接入网络以后，网络环境将更加复杂、网络应用更加多样化、网络边界会进一步被削弱，可以被攻破的潜在入口会越多，信息安全防护的挑战就会越大。原有单一的安全产品和技术，已越来越无法满足行业和企业用户跨平台、跨操作系统、跨终端的信息安全需求，为用户提供信息安全整体解决方案，已成为行业共识。

此外，通过数据采集设备，运营平台上会留存大量的用户数据，挖掘数据的潜在价值，提供进一步的增持服务，是整个信息安全行业的未来增长点。

公司从数据采集设备出发，积极切入内容安全产品、大数据运营产品，向产业链后端拓展，目前已初显成效，未来将成为公司重要的增长点。

图 14: 公司移动网产品收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业竞争者不多，业务壁垒深

行业小而美，玩家不多

信息安全厂商中，从事网络可视化业务的公司不多，从产业链划分，主要有以下企业：

表 10: 网络可视化相关公司

| 产业链环节 | 相关公司 |
|-------|------------------------------------|
| 设备提供商 | 中新赛克、恒为科技、恒杨科技、锐安科技、迪普科技、百卓网络等 |
| 应用开发商 | 中新赛克、锐安科技、烽火星空、永鼎致远、浩瀚深度等 |
| 系统集成商 | 烽火星空、太极股份、美亚柏科、任子行、广州汇智、锐安科技、恒安嘉新等 |

资料来源: 国信证券经济研究所分析师归纳整理

而根据最终客户，可以分为面向运营商市场和面向政府市场两大类，后者要求具有涉密信息系统集成资质，中新赛克主要面向政府，因此其直接竞争对手主要有恒为科技、恒杨科技、锐安科技、迪普科技，相关企业概况如下所示：

表 11: 公司竞争对手比较

| 公司 | 业务概况 | 市值(亿元, 2019.5.13) | 2018 年收入规模(亿元) | 所处产业链环节 | 销售方式 |
|--------------------------|--|-------------------|----------------|------------|------------|
| 中新赛克 (002912.SZ) | 主要产品包括: 网络与机器数据可视化采集平台(包括宽带互联网数据汇聚分发管理产品、移动接入网数据采集分析产品、机器数据采集产品)、网络内容安全产品(用于国际市场)、大数据运营平台等。 | 102 | 6.91 | 设备+应用 | 直销 |
| 恒为科技 (603496.SH) | 公司是国内领先的网络可视化基础架构以及嵌入式与融合计算平台提供商, 公司的网络可视化基础架构产品涵盖网络可视化应用系统的基础设备、核心模块及解决方案, 嵌入式与融合计算平台则主要包括基于行业标准的与定制化的网络应用平台、嵌入式单板计算机、异构计算平台、大数据处理平台等, 为无线网络、信息安全、网络通信、特种设备、云计算与视频等领域提供可集成、可二次开发的信息系统平台或解决方案。 | 40.42 | 4.31 | 设备 | 通过系统集成商 |
| 恒扬数据 (831196.OC, 已退市) | 公司专注于高性能网络流量采集、监控分析设备及解决方案的研发、生产、销售和服务, 致力于为政府部门、电信运营商、互联网信息安全领域的增值业务服务商、网络应用交付服务商以及数据通信服务商等客户提供最优化的产品和服务。在国内, 恒扬科技在 10G/40G/100GE 接口速率的高性能网络流量采集、分析及应用领域市场, 出货量占据同类产品的 50%以上。在海外, 恒扬的产品及解决方案已在中东、非洲等多个国家和地区落地开花 | — | 2.26 (2017 年) | 设备、应用、系统集成 | 直销+通过系统集成商 |
| 锐安科技 (被航天发展收购 43.34% 股权) | 在信息安全方面, 锐安科技提供安全硬件、安全软件和安全服务等各类安全产品, 实现信息安全产业链条上的数据采集分流、防火墙、安全监测、边界防护、运维分析等重要功能。在政府企业大数据服务方面, 锐安科技是大数据技术和应用服务提供商。在应用产品方面, 锐安科技主要提供政府数据应用和舆情服务。 | — | 9.61 (2017 年) | 设备、应用、系统集成 | 直销 |
| 迪普科技 (300768.SZ) | 迪普科技自主开发了高性能硬件架构 APP-X、L2-7 融合操作系统 ConPlat、应用识别与威胁特征库 APP-ID, 并在此基础上推出了包括深度业务路由交换网关(DPX)、应用防火墙(FW)、入侵防御系统(IPS)、上网行为管理及流控(UAG)、应用交付(ADX)以及交换机、路由器等在内的十几大类上百款产品。 | 165 | 7.04 | 设备、应用 | 直销 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

其中, 迪普科技的网络可视化业务只有 1.4 亿, 锐安科技主要以应用及系统集成为主, 因此从网络可视化业务角度看, 中新赛克的业务规模最大。从这个意义上说, 公司是网络可视化龙头。

除了可以找到公开资料的上述公司, 还有体系内研究所及相关企业从事相应设备的研发, 如锐安科技就是公安部第三研究所的下属企业, 以及电信十所等。总体来看, 面向政府的网络可视化主流玩家在十家左右。

技术壁垒深, 产品附加值高

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, 需要相关团队对于以太网交换设备、移动空口、通信基站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华为、中兴、烽火及电信系统。

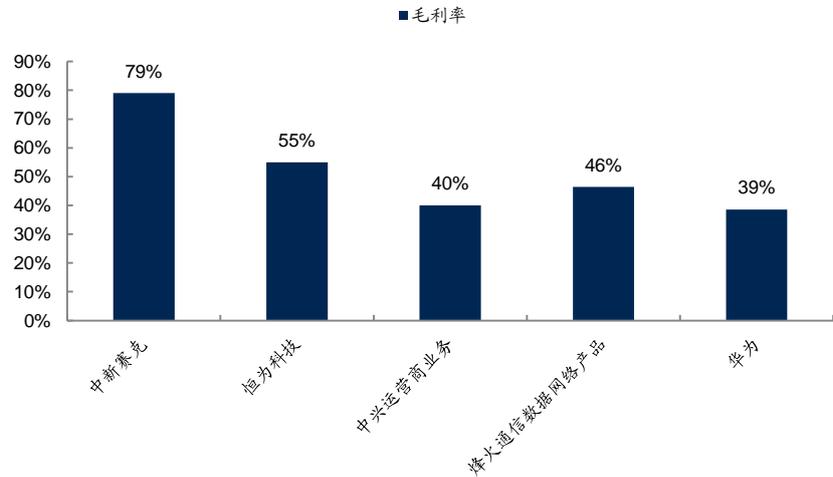
表 12: 网络可视化公司管理层背景

| 公司 | 产业背景 |
|------|--------------|
| 中新赛克 | 原中兴通讯团队 |
| 恒扬数据 | 原华为团队 |
| 锐安科技 | 公安部第三研究所下属企业 |
| 迪普科技 | 原杭州华三通信团队 |
| 烽火星空 | 烽火通信子公司 |
| 浩瀚深度 | 北京邮电学院孵化企业 |

资料来源: 国信证券经济研究所分析师归纳整理

如下所示，中兴、华为、烽火等公司相关业务毛利率水平均在 40%左右，代表了整个电信领域高附加值产品的价值标杆，网络可视化设备可向其看齐。

图 15: 电信领域公司毛利率比较 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

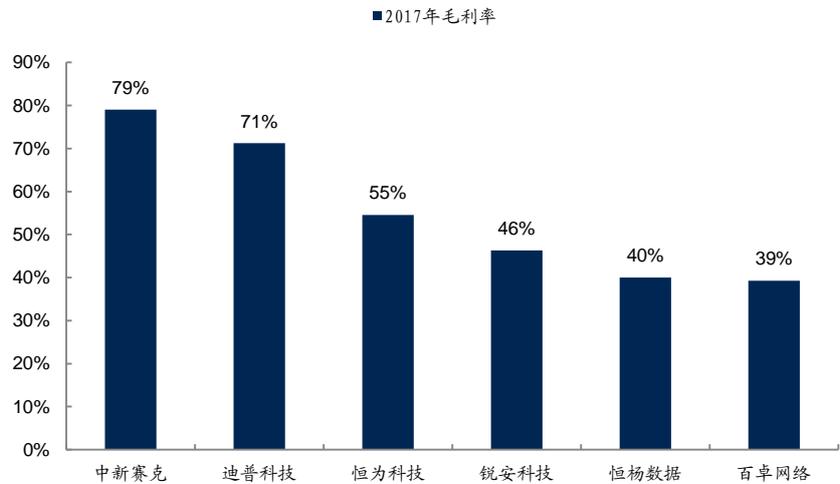
不同市场和不同销售模式，决定了不同的毛利水平

总体而言，运营商市场毛利率低于政府市场毛利率。一方面，运营商对于供应商的技术更为了解，议价能力更强；另一方面，运营商市场壁垒较低，集采中价格更易成为重要竞争要素。一般来说，网络可视化政府市场的毛利可达 80%，而运营商市场在 50%左右。如下所示，中新赛克业务全部来自于政府需求，因此毛利率最高，而迪普科技、恒为科技等后面几个厂商都有不同程度的运营商业务，因此总体毛利率不断走低，而百卓网络由于是纯运营商业务，因此毛利水平最低。

此外，销售模式也决定了公司的整体毛利率。中新赛克自研设备及应用，且具有保密信息系统集成资质，可直接向政府客户销售产品，因此享受到整个产业链环节的价值；而恒为科技等则需要通过烽火星空等集成商销售至最终用户，被下游攫取了一部分价值；类似于锐安科技这类厂商，虽然有部分自研产品，但更多扮演系统集成商的角色，因此综合毛利率也较低。

综上，中新赛克面对的市场以及相应的业务模式在业内都较为罕见，其高议价能力决定了其高毛利水平。

图 16: 行业主要厂商毛利率水平 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业先发优势和客户优势明显

中新赛克所处的政府网络可视化市场,一方面由于涉密,需要相应的资质;另一方面需要受到下游客户的认可,而一旦进入到供应商名录中,就会形成较为稳定的供求关系,因此总体来看拥有较高的进入壁垒。客户关系是这一壁垒的核心,因此我们也看到行业内领先的厂商,大多有产业背景帮助开拓渠道。

表 13: 网络可视化相关公司渠道背景

| 公司 | 产业背景 |
|------|--------------------------------|
| 中新赛克 | 早年依靠中兴通讯体系开拓客户,下游客户美亚柏科、任子行是股东 |
| 恒扬数据 | 华为团队,依靠华为渠道开拓客户 |
| 锐安科技 | 公安部第三研究所下属企业 |
| 迪普科技 | 华为及华三团队 |

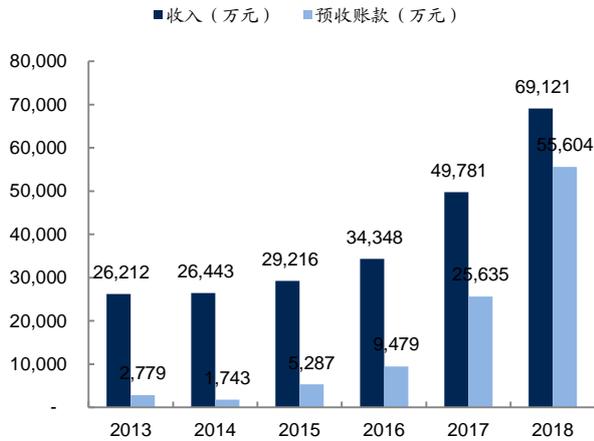
资料来源: 国信证券经济研究所分析师归纳整理

先入者靠强客户粘性构建进入壁垒。中新赛克是国内最早从事宽带网网络可视化的公司之一,早在中兴特种装备公司时期,就积极推进宽带网产品的研发,从单端口 GE、10G、40G 到 100G 一直保持与电信运营商 IP 承载网最新的技术发展和应用同步,100G 宽带网产品业界领先。也因为有较成熟的产品体系,才在政府大力加强采购的时间窗口切入获得较大的市场份额。目前,在产品不断升级的当口,公司会积极和下游客户共同研讨最新的需求,并预研相关的技术,形成了紧密的合作共生关系,这对于新进入者形成了较强的进入壁垒。这一合作关系也可以从公司的预收账款中得到体现:

如下所示较大,公司每年的预收账款较大,2018 年的金额已经超过了 2017 年全年的销售额。下游客户提前付款以保证产品的研发和生产,与中新赛克形成了非常强的合作关系。

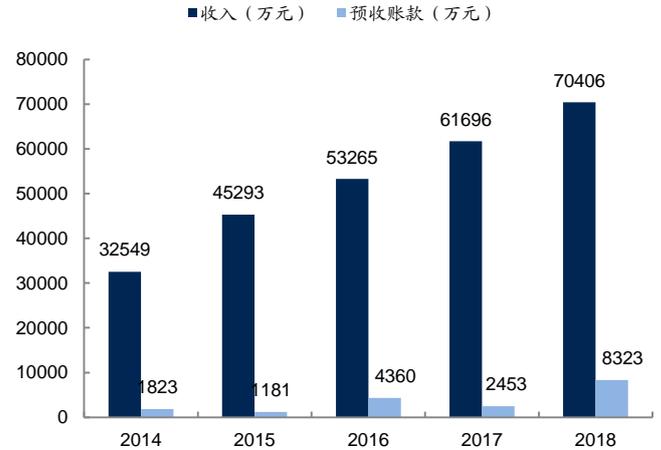
而同为设备商的恒为科技等竞争对手主要通过系统集成商进入到终端客户,因此这类财务特征体现得不明显。但是美亚柏科、迪普科技等厂商有不同程度的预收款,与中新赛克较为类似。

图 17: 中新赛克预收账款与收入对比情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 18: 迪普科技预收账款与收入对比情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

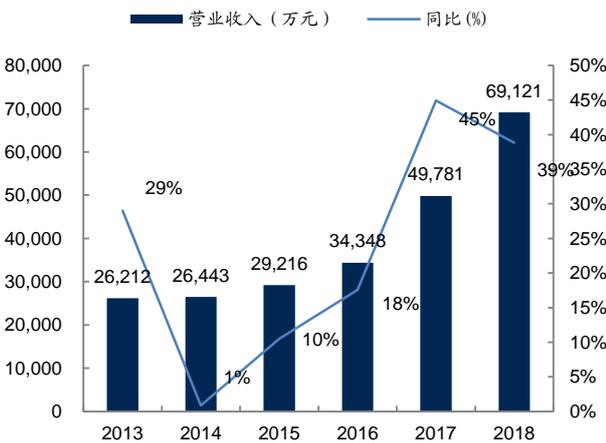
中新赛克与下游客户的紧密合作关系,形成了一定的卡位优势,有望充分享受网络可视化行业长期的发展红利。

公司财务表现优异,质地稀缺

高速增长,盈利能力强

在国家对网络空间加强监管以来,公司自 2015 年开始,收入及净利润呈现出快速增长势头,2018 年实现了收入 40%、净利润 55% 的高增长。

图 19: 公司 2013-2018 年收入及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 20: 公司 2013-2018 年归母净利润及增速

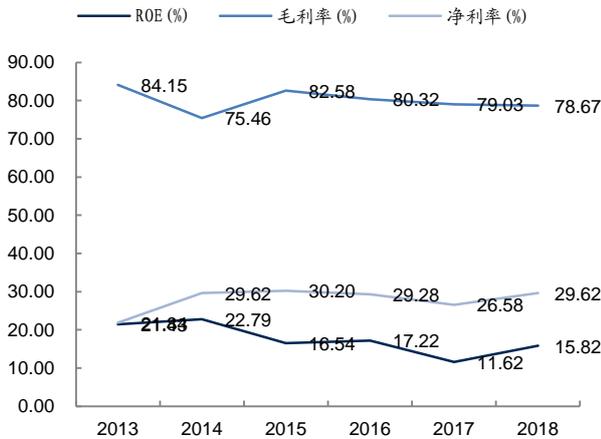


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司在高增长的同时,保持了较高的盈利水平,近年来毛利率稳定在 80% 上下,净利率稳定在 30% 上下,ROE 在 15% 上下的水平。

公司的费用情况也逐步好转,在保持研发投入力度不变的情况下,公司行政管理费用率大幅下滑,精简冗余人员,同时加大销售投入,产品端和市场端共同发力,为公司长期增长做好准备。

图 21: 公司 2013-2018 年毛利率、净利率、ROE



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 22: 公司 2013-2018 年费用率



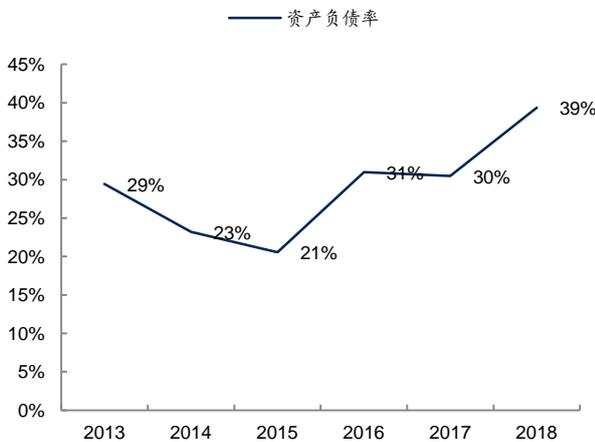
资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

资产质量良好, 现金流极佳

公司资产负债率低, 无长期借款, 主要是以预收账款为主的流动负债, 2018 年负债率的走高也是因为大额预收账款的出现, 对于公司是利好。

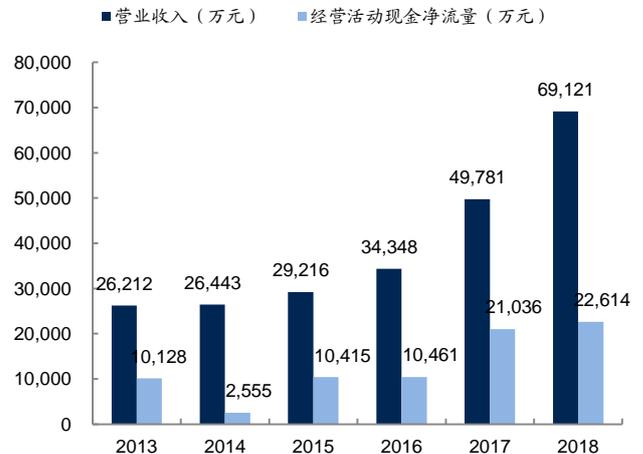
公司的现金流极佳, 经营活动现金流随着业务规模的增长稳步增加, 目前账上有超 10 亿的现金, 财务质量非常健康。

图 23: 公司资产负债率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 24: 公司经营性现金流量净额与收入对比

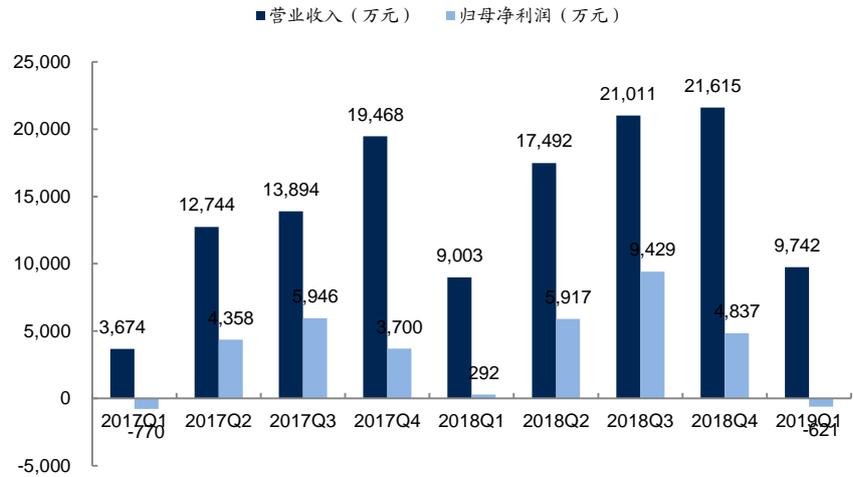


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

业绩季节性较强, 收入主要确认在下半年

公司的下游客户主要为政府, 按照每年预算、采购、交付、结算的节奏, 一般收入确认在下半年尤其是四季度, 如下图所示。但是公司费用在全年内持续在发生, 所以造成了利润主要出在下半年, 一季度由于收入基数小, 甚至会出现亏损的情况, 但是往往不能按此推算出全年的业绩。

图 25: 公司 2017Q1-2019Q1 业绩



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

按假设前提, 我们预计公司 19-21 年归属母公司净利润 2.83/4.20/5.95 亿元, 增速分别为 38.4%/48.3%/41.8%, 每股收益分别为 2.65/3.93/5.57 元

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 1、宽带网产品, 公司在手订单可保证 19、20 年 40% 的增速, 2021 年开始开启 400G 产品升级采购。
- 2、移动网产品, 公司大力投入销售拓展市场, 预计在 2019 年效果逐步体现, 增速稍高于 18 年增速。2022 年开始进入 5G 升级周期。
- 3、网络内容安全 and 大数据业务, 公司人力投入配比已和宽带网+移动网产品相当, 后续收入规模迅速扩大
- 4、公司各项费用率保持稳定
- 5、公司毛利率保持稳定

收入成本拆分及未来 3 年盈利预测

表 14: 公司业务收入拆分 (万元)

| 收入预测 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 备注 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|---------|--|
| 宽带网产品 | | | | | | |
| 收入 | 255.24 | 381.00 | 552.45 | 801.05 | 1121.47 | |
| 增长率 | 48.8% | 49.3% | 45.0% | 45.0% | 40.0% | 公司在手订单可保证 19、20 年 40% 的增速, 2021 年开始开启 400G 产品升级采购 |
| 毛利率 | 86.46% | 86.00% | 86.00% | 86.00% | 86.00% | 暂未看到竞争格局变化和降价因素存在, 因此假设毛利率稳定 |
| 移动网产品 | | | | | | |
| 收入 | 185.25 | 215.00 | 258.00 | 309.60 | 371.52 | |
| 增长率 | 83.7% | 16.1% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 公司大力投入销售拓展市场, 预计在 2019 年效果逐步体现, 增速稍高于 18 年增速。2022 年开始进入 5G 升级周期。 |
| 毛利率 | 79.41% | 73.00% | 70.00% | 70.00% | 70.00% | 毛利率已经经过一轮降价, 逐步趋于稳定 |
| 网络内容安全产品 | | | | | | |
| 收入 | 23.31 | 54.00 | 108.00 | 194.40 | 311.04 | |
| 增长率 | -57.8% | 131.7% | 100.0% | 80.0% | 60.0% | 公司大力投入相关业务, 收入增长目标较高 |
| 毛利率 | 86.59% | 90.00% | 90.00% | 90.00% | 90.00% | 软件产品毛利较高 |
| 大数据运营产品 | | | | | | |
| 收入 | 5.05 | 17.00 | 34.00 | 61.20 | 97.92 | |
| 增长率 | 134.9% | 236.6% | 100.0% | 80.0% | 60.0% | 公司大力投入相关业务, 收入增长目标较高 |
| 毛利率 | 82.50% | 90.00% | 90.00% | 90.00% | 90.00% | 软件产品毛利较高 |
| 其他主营业务 | | | | | | |
| 收入 | 28.95 | 23.00 | 25.00 | 25.00 | 25.00 | 该部分从车载中剥离出来, 由于毛利较低, 单独拆分 |
| 增长率 | 111.8% | -20.6% | 8.7% | 0.0% | 0.0% | |
| 毛利率 | 4.36% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | |
| 合计 | | | | | | |
| 收入 | 497.80 | 690.00 | 977.45 | 1391.25 | 1926.95 | |
| 增长率 | 44.9% | 38.6% | 41.7% | 42.3% | 38.5% | |
| 毛利率 | 79.03% | 79.66% | 80.29% | 81.72% | 82.71% | 长期来看, 高毛利软件类收入占比不断提高, 综合毛利率有稳步上升趋势 |
| 费用率预测 | | | | | | |
| 管理费用率 | 33.05% | 32.23% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 17、18 年由于上市, 管理费用率较高, 后续随着规模效应体现, 有望逐步降低 |
| 销售费用率 | 24.20% | 23.52% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 公司近两年大力投入市场开拓, 销售费用率较高, 后续有望保持平稳增长 |
| 净利率 | 26.58% | 29.62% | 28.93% | 30.15% | 30.87% | |
| 净利润拆分 | | | | | | |
| 净利润 | 13233 | 20475 | 28331 | 42023 | 59583 | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归母净利润 | 13233 | 20475 | 28331 | 42023 | 59583 | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

按上述假设, 我们得到公司 19-21 年归属母公司净利润 2.83/4.20/5.95 亿元, 增速分别为 38.4%/48.3%/41.8%, 每股收益分别为 2.65 /3.93/5.57 元。

盈利预测的敏感性分析

在乐观、中性和悲观三种情景下, 未来 3 年的收入、利润或 EPS 的情况如下所示 (乐观情况下, 收入增速相对于一般情景上浮 5%, 成本率下调 5%, 费用率下调 5%, 悲观反之)

盈利预测情景分析

表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 498 | 691 | 994 | 1,435 | 2,015 |
| (+/-%) | 44.9% | 38.8% | 43.7% | 44.5% | 40.4% |
| 净利润(百万元) | 132.33 | 204.75 | 320.79 | 479.55 | 687.38 |
| (+/-%) | 31.6% | 54.7% | 56.7% | 49.5% | 43.3% |
| 摊薄 EPS | 1.24 | 1.91 | 3.00 | 4.48 | 6.42 |
| 中性的预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 498 | 691 | 979 | 1,394 | 1,930 |
| (+/-%) | 44.9% | 38.8% | 41.7% | 42.3% | 38.5% |
| 净利润(百万元) | 132.33 | 204.75 | 283.31 | 420.23 | 595.83 |
| (+/-%) | 31.6% | 54.7% | 38.4% | 48.3% | 41.8% |
| 摊薄 EPS(元) | 1.24 | 1.91 | 2.65 | 3.93 | 5.57 |
| 悲观的预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 498 | 691 | 965 | 1,353 | 1,848 |
| (+/-%) | 44.9% | 38.8% | 39.6% | 40.2% | 36.6% |
| 净利润(百万元) | 132.33 | 204.75 | 247.09 | 364.19 | 510.99 |
| (+/-%) | 31.6% | 54.7% | 20.7% | 47.4% | 40.3% |
| 摊薄 EPS | 1.24 | 1.91 | 2.31 | 3.40 | 4.78 |
| 总股本 (百万股) | 67 | 107 | 107 | 107 | 107 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 135.92-154.96 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、风险溢价 10.0%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较, 选取了可比公司 2020 年平均动态 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司增发的因素、公司成长性, 对行业平均动态 PE 进行修正, 最终给予公司 35~40 倍 PE, 可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 3 年盈利预测偏乐观;
- 2、该细分领域未来或有新竞争者进入, 导致毛利率有所下滑

公司的合理估值在 135.92-154.96 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上的, 特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断, 可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

3、对公司未来费用率的控制较为乐观，或有因管理原因费用率增加的可能

政策风险

公司产品主要用于网络安全，采购部门主要为政府，产品需求或因采购部门调整或政府预算方向的改变发生较大变化。

经营风险

公司现在大力拓展移动网市场、后端数据分析类市场及海外市场，或因市场开拓不达预期导致业绩的波动。

财务风险

公司应收账款或因移动网产品、网络安全、大数据运营类产品销售收入的增加而变多，导致一定的坏账风险；公司所处行业若因潜在竞争者的进入从而加剧竞争，将导致公司毛利率下滑。

市场风险

宽带网产品向 400G 升级、移动网产品向 5G 升级节奏若不达预期，或导致公司业绩增长出现断档。

其它风险

公司向海外市场拓展，或带来一定的坏账风险；公司产品需采购海外芯片，或因贸易战受到限制。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金及现金等价物 | 1071 | 1802 | 2231 | 2861 | 营业收入 | 691 | 979 | 1394 | 1930 |
| 应收款项 | 469 | 529 | 753 | 1042 | 营业成本 | 147 | 193 | 255 | 334 |
| 存货净额 | 228 | 289 | 382 | 508 | 营业税金及附加 | 18 | 20 | 28 | 39 |
| 其他流动资产 | 73 | 98 | 139 | 193 | 销售费用 | 163 | 196 | 279 | 386 |
| 流动资产合计 | 1841 | 2718 | 3506 | 4605 | 管理费用 | 56 | 295 | 419 | 580 |
| 固定资产 | 169 | 164 | 175 | 185 | 财务费用 | (26) | (34) | (46) | (59) |
| 无形资产及其他 | 29 | 128 | 226 | 325 | 投资收益 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 96 | 96 | 96 | 96 | 资产减值及公允价值变动 | (28) | (3) | (3) | (3) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | (85) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2134 | 3104 | 4003 | 5211 | 营业利润 | 221 | 307 | 456 | 648 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 93 | 93 | 93 | 营业外净收支 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 应付款项 | 80 | 109 | 144 | 192 | 利润总额 | 223 | 310 | 459 | 651 |
| 其他流动负债 | 745 | 1377 | 1920 | 2631 | 所得税费用 | 19 | 26 | 39 | 55 |
| 流动负债合计 | 825 | 1579 | 2158 | 2915 | 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 | 205 | 283 | 420 | 596 |
| 其他长期负债 | 15 | 19 | 23 | 27 | | | | | |
| 长期负债合计 | 15 | 19 | 23 | 27 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 840 | 1598 | 2181 | 2943 | 净利润 | 205 | 283 | 420 | 596 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 28 | 29 | 6 | 5 |
| 股东权益 | 1294 | 1506 | 1822 | 2268 | 折旧摊销 | 12 | 15 | 20 | 23 |
| 负债和股东权益总计 | 2134 | 3104 | 4003 | 5211 | 公允价值变动损失 | 28 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 财务费用 | (26) | (34) | (46) | (59) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 35 | 548 | 230 | 297 |
| 每股收益 | 1.91 | 2.65 | 3.93 | 5.57 | 其它 | (28) | (29) | (6) | (5) |
| 每股红利 | 0.47 | 0.66 | 0.98 | 1.39 | 经营活动现金流 | 280 | 849 | 674 | 919 |
| 每股净资产 | 12.09 | 14.08 | 17.02 | 21.20 | 资本开支 | (225) | (140) | (140) | (140) |
| ROIC | 23% | 24% | 51% | 92% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 16% | 19% | 23% | 26% | 投资活动现金流 | (222) | (140) | (140) | (140) |
| 毛利率 | 79% | 80% | 82% | 83% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 44% | 28% | 30% | 31% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 46% | 30% | 31% | 32% | 支付股利、利息 | (50) | (71) | (105) | (149) |
| 收入增长 | 39% | 42% | 42% | 39% | 其它融资现金流 | 91 | 93 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 55% | 38% | 48% | 42% | 融资活动现金流 | (9) | 22 | (105) | (149) |
| 资产负债率 | 39% | 51% | 54% | 56% | 现金净变动 | 50 | 732 | 429 | 630 |
| 息率 | 0.5% | 0.7% | 1.0% | 1.5% | 货币资金的期初余额 | 1020 | 1071 | 1802 | 2231 |
| P/E | 50.1 | 36.2 | 24.4 | 17.2 | 货币资金的期末余额 | 1071 | 1802 | 2231 | 2861 |
| P/B | 7.9 | 6.8 | 5.6 | 4.5 | 企业自由现金流 | 105 | 675 | 489 | 722 |
| EV/EBITDA | 34.7 | 40.8 | 28.7 | 21.5 | 权益自由现金流 | 196 | 799 | 531 | 776 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032