

2019年08月25日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

## 中报业绩符合预期，网络可视化市场发展形势良好，下半年业绩将继续增长 增持（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	691	1,063	1,508	2,104
同比（%）	38.8%	53.8%	41.8%	39.5%
归母净利润（百万元）	205	281	367	451
同比（%）	54.7%	37.2%	30.6%	23.0%
每股收益（元/股）	1.92	2.63	3.44	4.23
P/E（倍）	59.11	43.08	32.98	26.82

### 投资要点

- **事件：**2019H1 中新赛克实现收入 334.14 百万元，同比上升 26.12%，其中 2019Q2 公司实现收入 236.72 百万元，同比上升 35.33%。2019H1 归母公司净利润达到人民币 66.34 百万元，同比上升 6.84%，其中 2019Q2 公司实现归母净利润 72.56 百万元，同比上升 22.62%。
- **中报营收良好，毛利率稳居高位：**2019Q2 中新赛克销售毛利率为 81.67%，较上一季度增长 10.01 个 PC。销售净利率为 30.65%，较一季度增长 37.03 个 PC。2019H1 中新赛克经营活动产生的现金净流量为 -4.98 百万元，较上年同期增长 92.22%，主要是中国电信侧配套工程项目大额承兑汇票到期承兑所致。
- **三费控制合理，研发支出稳定增加：**2019Q2 中新赛克销售费用 41.87 百万元，较上一季度增加 21.93%。2019Q2 管理费用（含研发费用）74.16 百万元，较一季度增加 25.12%，主要是公司管理人员薪酬及办公场所装修改造费用增长所致。2019Q2 财务费用-9.04 百万元，较一季度减少 56.94%。2019H1 中新赛克公司发生研发支出 101.45 百万元，较上年同期增长 36.07%，主要是公司重视研发投入及创新，继续加大研发人才储备，研发人员薪酬增长所致。
- **互联网及 4G 移动用户持续发展，有望带动下半年业绩增长：**中新赛克积极参与研讨 5G 网络的宽带网产品标准规范，持续保持行业的领先地位，引领着行业的发展和技术进步。移动网产品持续优化升级，产品整合更多制式，集成度进一步优化，推出面向多行业的宽频无线信号的态势感知产品，产品竞争力和市场占有率均处于行业领先地位。公司的网络内容安全产品和大数据运营产品已经具备相当的竞争力，随着国内外市场拓展初具成效，显现出强大的发展前景。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 10.63 亿元、15.08 亿元和 21.04 亿元，每股收益分别为 2.63 元、3.44 元和 4.23 元，对应的 PE 分别为 43/33/27X，给予“增持”评级。
- **风险提示：**网络可视化市场需求不及预期风险；400G 产品研发进度不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	113.40
一年最低/最高价	69.69/128.52
市净率(倍)	9.38
流通 A 股市值(百万元)	5767.80

### 基础数据

每股净资产(元)	12.10
资产负债率(%)	36.63
总股本(百万股)	106.72
流通 A 股(百万股)	50.86

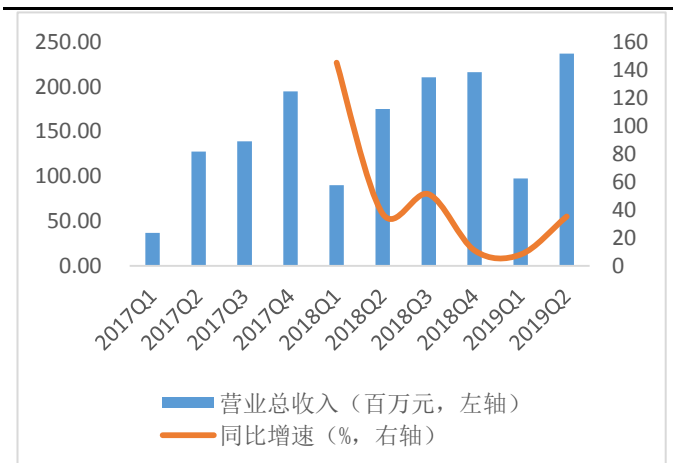
### 相关研究

- 1、《中新赛克 (002912)：中新赛克：网络可视化业务再发力，助推业绩持续高歌》2019-04-20
- 2、《中新赛克 (002912)：中新赛克：可视化市场需求即将爆发，行业龙头将首先受益》2018-12-28

## 1. 中报营收良好，毛利率稳居高位

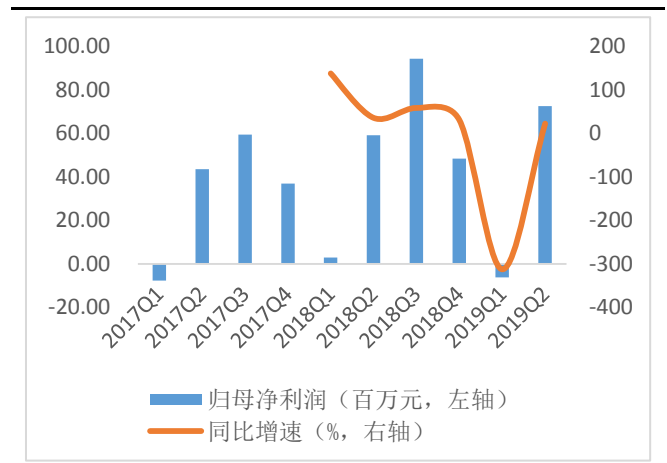
2019H1 中新赛克实现收入 334.14 百万元，同比上升 26.12%，其中 2019Q2 公司实现收入 236.72 百万元，同比上升 35.33%，主要是公司所属行业采购和建设需求稳步增长，公司整体营业收入尤其是宽带网产品收入增长较为明显。2019H1 归母公司净利润达到人民币 66.34 百万元，同比上升 6.84%，其中 2019Q2 公司实现归母净利润 72.56 百万元，同比上升 22.62%。

图 1：中新赛克单季营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

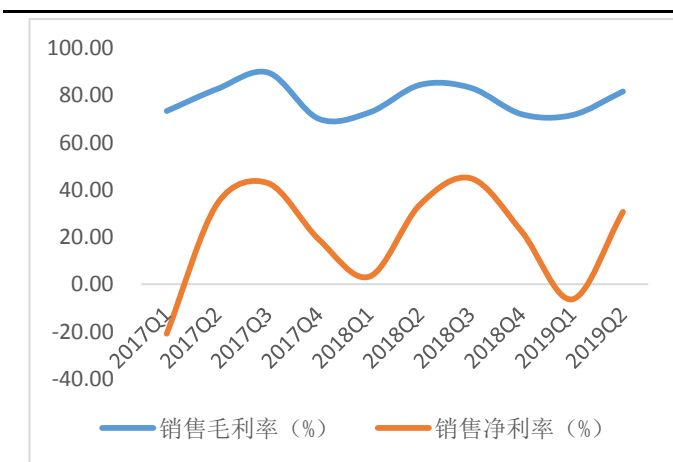
图 2：中新赛克单季归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

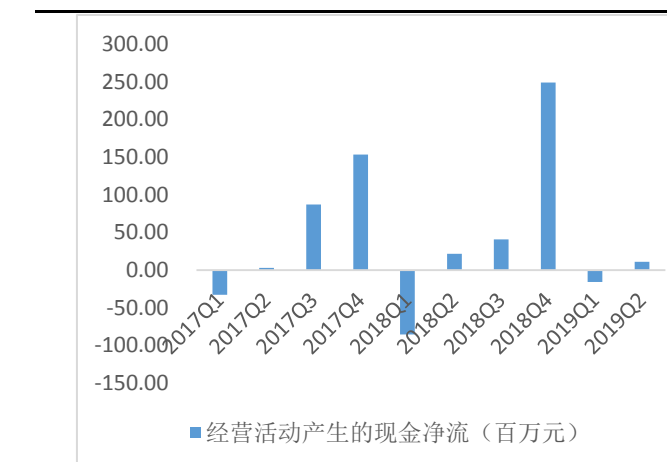
2019Q2 中新赛克销售毛利率为 81.67%，较上一季度增长 10.01 个 PC。销售净利率为 30.65%，较一季度增长 37.03 个 PC。2019H1 中新赛克经营活动产生的现金净流量为 -4.98 百万元，较上年同期增长 92.22%，主要是中国电信侧配套工程项目大额承兑汇票到期承兑所致。

图 3：中新赛克单季度销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：中新赛克单季度现金净流

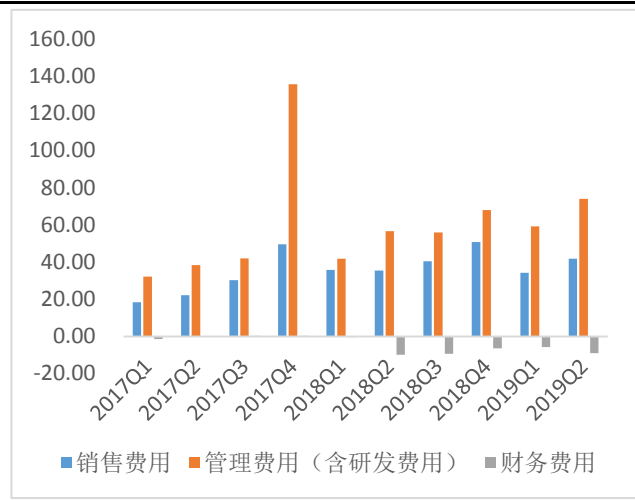


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 三费控制合理，研发支出稳定增加

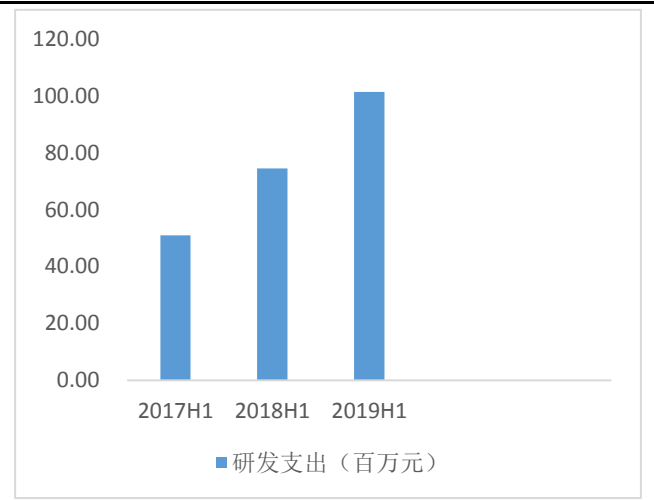
2019Q2 中新赛克销售费用 41.87 百万元，较上一季度增加 21.93%，主要是公司业务规模扩大的同时加强了预算管控，导致销售费用较上年同期有所增长，但增幅低于营业收入增幅。2019Q2 管理费用（含研发费用）74.16 百万元，较一季度增加 25.12%，主要是公司管理人员薪酬及办公场所装修改造费用增长所致。2019Q2 财务费用-9.04 百万元，较一季度减少 56.94%，主要是公司持续有效实施闲置资金管理，提高资金管理效益，利息收入较上年同期增长所致。2019H1 中新赛克公司发生研发支出 101.45 百万元，较上年同期增长 36.07%，主要是公司重视研发投入及创新，继续加大研发人才储备，研发人员薪酬增长所致。

图 5：中新赛克三费（百万元）



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

图 6：中新赛克研发支出（百万元）

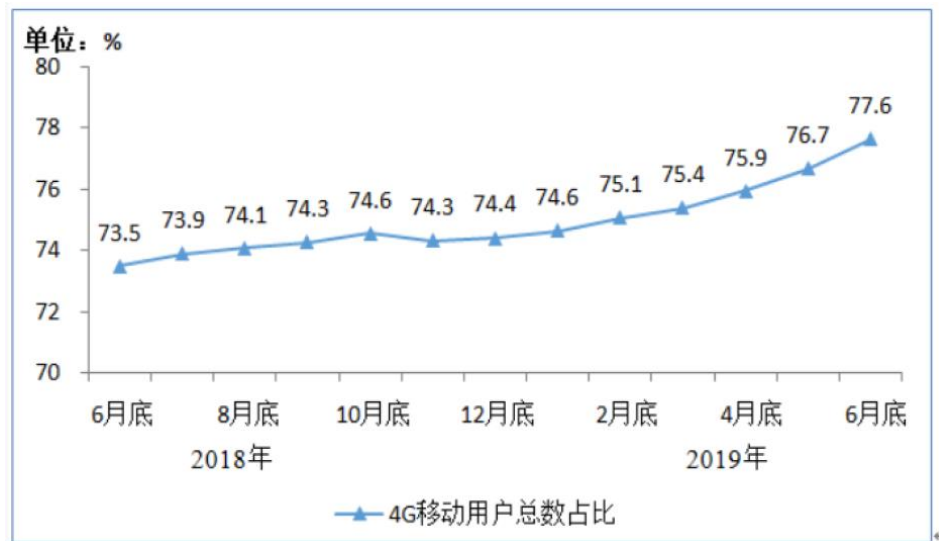


数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

### 3. 互联网及 4G 移动用户持续发展，有望带动下半年业绩增长

根据工信部发布的《2019 年上半年通信业经济运行情况》显示，三家基础电信企业完成移动数据及互联网业务收入 3,086 亿元，同比增长 0.7%，在电信业务收入中占 45.9%，拉动电信业务收入增长 0.34 个百分点；完成固定数据及互联网业务收入 1,076 亿元，同比增长 2%，在电信业务收入中占 16%，拉动电信业务收入增长 0.31 个百分点。移动电话用户规模继续下降，但 4G 用户占比稳步提高。截至 6 月底，三家基础电信企业的移动电话用户总数达 15.9 亿户，同比增长 5%。其中，4G 用户规模为 12.3 亿户，占移动电话用户的 77.6%，较上年末提高 3.2 个百分点。

图 7：2018 年月底-2019 年 6 月底 4G 用户总数占比情况



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

在全球互联网用户增速放缓大背景下，由于中国宏观趋势长期趋于稳健，城镇化进程加速以及服务业持续驱动经济增长，互联网行业仍将快速发展。同时，在创新产品和商业模式方面，中国已经领跑全球。互联网普及率进一步提升和移动用户的持续增长，以及网络基础设施建设规模不断扩大，也给各行各业带来了新的信息安全问题。因而，带动了信息安全行业和信息安全行业上游网络可视化市场的持续发展。

中新赛克积极参与研讨5G网络的宽带网产品标准规范，持续保持行业的领先地位，引领着行业的发展和技术进步。移动网产品持续优化升级，产品整合更多制式，集成度进一步优化，推出面向多行业的宽频无线信号的态势感知产品，产品竞争力和市场占有率均处于行业领先地位。公司的网络内容安全产品和大数据运营产品已经具备相当的竞争力，随着国内外市场拓展初具成效，显现出强大的发展前景。

#### 4. 盈利预测

我们预计2019-2021年营业收入分别为10.63亿元、15.08亿元和21.04亿元，每股收益分别为2.63元、3.44元和4.23元，对应的PE分别为43/33/27X，给予“增持”评级。

#### 5. 风险提示

网络可视化市场需求不及预期风险；400G产品研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险。

中新赛克三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,841</b>	<b>2,091</b>	<b>2,748</b>	<b>3,362</b>	<b>营业收入</b>	<b>691</b>	<b>1,063</b>	<b>1,508</b>	<b>2,104</b>
现金	1,071	1,115	1,309	1,507	减: 营业成本	147	202	287	395
应收账款	344	415	662	841	营业税金及附加	18	23	33	48
存货	228	396	490	729	营业费用	163	223	336	479
其他流动资产	198	165	287	284	管理费用	56	336	461	685
<b>非流动资产</b>	<b>294</b>	<b>374</b>	<b>465</b>	<b>590</b>	财务费用	-26	-11	0	13
长期股权投资	3	3	3	3	资产减值损失	28	0	0	0
固定资产	71	139	209	295	加: 投资净收益	0	1	2	1
在建工程	98	112	137	181	其他收益	0	0	0	0
无形资产	29	31	30	30	<b>营业利润</b>	<b>221</b>	<b>291</b>	<b>393</b>	<b>486</b>
其他非流动资产	92	92	91	91	加: 营业外净收支	3	16	14	9
<b>资产总计</b>	<b>2,134</b>	<b>2,464</b>	<b>3,213</b>	<b>3,952</b>	<b>利润总额</b>	<b>223</b>	<b>307</b>	<b>407</b>	<b>495</b>
<b>流动负债</b>	<b>825</b>	<b>944</b>	<b>1,410</b>	<b>1,779</b>	减: 所得税费用	19	26	40	44
短期借款	0	0	0	90	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	77	178	184	315	<b>归属母公司净利润</b>	<b>205</b>	<b>281</b>	<b>367</b>	<b>451</b>
其他流动负债	748	765	1,226	1,374	EBIT	191	274	370	455
<b>非流动负债</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	EBITDA	204	289	395	492
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	15	15	15	15	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>840</b>	<b>959</b>	<b>1,426</b>	<b>1,794</b>	每股收益(元)	1.92	2.63	3.44	4.23
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	12.12	14.11	16.74	20.22
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	1,294	1,505	1,787	2,158	股)	107	107	107	107
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,134</b>	<b>2,464</b>	<b>3,213</b>	<b>3,952</b>	ROIC (%)	13.5%	16.6%	18.6%	18.4%
					ROE (%)	15.8%	18.7%	20.5%	20.9%
					毛利率 (%)	78.7%	81.0%	81.0%	81.2%
					销售净利率 (%)	29.6%	26.4%	24.3%	21.4%
					资产负债率 (%)	39.4%	38.9%	44.4%	45.4%
					收入增长率 (%)	38.8%	53.8%	41.8%	39.5%
					净利润增长率 (%)	54.7%	37.2%	30.6%	23.0%
					P/E	59.11	43.08	32.98	26.82
					P/B	9.35	8.04	6.77	5.61
					EV/EBITDA	54.23	38.07	27.36	21.75

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

