

## 后端业务增长强劲, 助力业绩持续增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2020H1实现营业收入3.4亿元, 同比增长1.7%; 实现归母净利润0.7亿元, 同比增长2.6%; 实现扣非净利润0.6亿元, 同比减少1.4%。
- **Q2 业绩受疫情影响明显, 上半年整体业绩增速放缓。** 1) 营收和利润端: 新冠疫情给公司业务的正常开展带来一定影响。分季度来看, 2020年上半年期间, Q1和Q2公司收入同比增速分别为57.8%和-21.4%, 归母净利润增速分别为616.8%和-50.5%, 可见疫情影响下Q2业绩下滑是上半年公司整体业绩增速放缓的主因。2) 费用端: 上半年公司销售费用0.8亿元, 同比增长6.5%, 主要是报告期内市场服务费和外包服务费增长所致; 管理费用0.3亿元, 同比未发生明显变动; 研发费用约1亿元, 同比下降2.5%, 主要由于公司加强研发材料预算管控、提升材料使用效率, 从而使研发材料支出下降。
- **公司全产业链布局, 2020H1 后端业务发展迅速。** 公司不仅布局前端可视化设备, 还布局了后端的内容安全大数据运营产品, 形成了全产业链的布局。2020H1, 公司宽带网产品收入达1.3亿元, 同比下降43.6%, 占营收比重38.1%, 占比同比下降30.6pp; 移动网产品收入达0.45亿元, 同比下降30.3%, 占营收比重13.3%, 占比同比下降6.1pp; 网络内容安全产品收入达0.5亿元, 同比增长578.0%, 占营收比重14.2%, 占比同比增长12.0pp; 大数据运营产品收入达0.7亿元, 同比增长696.1%, 占营收比重21.7%, 占比同比增长约19.0pp。根据公司年报, 2019年网络可视化市场约为240亿元, 前后端占比大约为2:8。我们预计在网络可视化整个行业高景气度的情况下, 公司通过前后端全产业链布局将最大程度获益, 后端业务在未来将助力公司持续成长。
- **5G 和安全需求提升双驱动, 有望持续受益行业高景气。** 截至2019年, 公司在宽带网络可视化设备和移动网设备方面市场份额大约为11%, 龙头地位稳固。随着全球安全网络事故的频发, 政府、运营商以及企业对于网络安全的需求逐步增加, 此外随着5G时代到来, 网络流量呈现快速增长态势, 这两大因素将助推网络可视化行业需求上行。公司作为我国网络可视化领军企业将稳定受益。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到今年疫情的影响, 适当下调了盈利预测。预计2020-2022年EPS分别为1.94元、2.38元、3.05元, 未来三年归母净利润将保持超20%的复合增速。考虑到公司龙头地位稳固, 行业受5G和安全需求驱动, 保持高景气度, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业发展不及预期; 行业竞争加剧; 公司新产品拓展不畅。

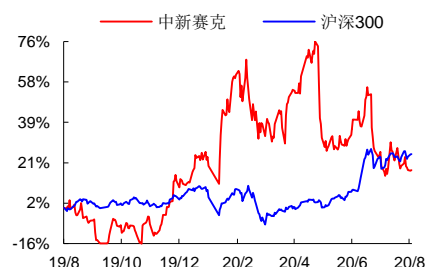
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	904.51	1077.83	1435.33	1867.97
增长率	30.86%	19.16%	33.17%	30.14%
归属母公司净利润(百万元)	295.10	338.34	415.70	532.23
增长率	44.12%	14.65%	22.86%	28.03%
每股收益EPS(元)	1.69	1.94	2.38	3.05
净资产收益率ROE	19.42%	18.81%	19.36%	20.50%
PE	49	43	35	27
PB	9.48	8.01	6.71	5.55

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅  
执业证号: S1250517050002  
电话: 021-58351932  
邮箱: cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.74
流通A股(亿股)	0.83
52周内股价区间(元)	80.95-199.9
总市值(亿元)	144.08
总资产(亿元)	21.06
每股净资产(元)	13.90

### 相关研究

1. 中新赛克(002912): 产业链布局完善, 公司充分受益行业高景气 (2020-04-28)
2. 中新赛克(002912): 业务稳步进展, 受益网安及5G建设需求提升 (2019-10-27)
3. 中新赛克(002912): 全年增长无忧, 网络可视化景气度将逐步提升 (2019-08-26)

### 关键假设：

假设 1：公司宽带端网络可视化设备与网络带宽、国家政策、政府预算相关性较大，移动端网络可视化设备与运营商建设节奏相关，考虑到 5G 商用步伐临近，预计将快速放量。根据公司年报，网络可视化市场未来 5 年平均增速为 24%，公司市场占有率为 11%，处于龙头地位。2020 年受疫情影响，该业务增速放缓，预计之后业务增速将高于行业增速。

假设 2：公司布局的网络内容安全产品和大数据运营产品属于产业链后端，目前公司在这两块业务正处于大力投入期。根据公司年报，网络可视化行业规模 2019 年为 240 亿元，前后端市场占比为 2:8，故后端市场非常广阔。由于公司现阶段这两块业务规模较小，受市场竞争影响有限，未来这两块业务将保持快速增长，网络内容安全产品毛利率有望维持在 90% 以上，大数据运营产品毛利率有望维持在 85% 以上。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
网络基础架构产品	收入	720.1	763.3	954.1	1192.6
	增速	20.8%	6.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	84.3%	84.5%	84.6%	84.7%
网络内容安全产品	收入	94.1	150.6	225.9	327.6
	增速	73%	60.0%	50.0%	45.0%
	毛利率	92.8%	91.0%	90.5%	90.5%
大数据运营产品	收入	31.9	57.3	91.7	137.6
	增速	83%	80.0%	60.0%	50.0%
	毛利率	85.7%	85.5%	85.5%	85.3%
其他主营产品	收入	49.5	86.6	138.6	180.2
	增速	110%	75.0%	60.0%	30.0%
	毛利率	31%	30.0%	30.0%	30.0%
物业及租赁	收入	9.0	20.0	25.0	30.0
	增速	-	123.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	80%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	904.5	1077.8	1435.3	1868.0
	增速	30.9%	19.2%	33.2%	30.1%
	毛利率	82.3%	81.0%	80.2%	80.4%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	904.51	1077.83	1435.33	1867.97	净利润	295.10	338.34	415.70	532.23
营业成本	160.47	204.81	283.71	365.94	折旧与摊销	19.68	19.68	19.68	19.68
营业税金及附加	7.20	21.56	28.71	37.36	财务费用	-32.72	-5.39	-4.31	9.34
销售费用	170.98	203.71	265.54	341.84	资产减值损失	-19.14	0.28	-1.58	-3.88
管理费用	63.74	335.21	446.39	580.94	经营营运资本变动	-56.33	-80.34	-37.77	-16.11
财务费用	-32.72	-5.39	-4.31	9.34	其他	57.48	-43.03	-31.59	-8.84
资产减值损失	-19.14	0.28	-1.58	-3.88	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>264.07</b>	<b>229.55</b>	<b>360.15</b>	<b>532.42</b>
投资收益	0.97	35.97	18.28	21.29	资本支出	69.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-88.60	31.26	16.73	24.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-19.38</b>	<b>31.26</b>	<b>16.73</b>	<b>24.12</b>
<b>营业利润</b>	<b>309.56</b>	<b>353.62</b>	<b>435.16</b>	<b>557.73</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.66	2.05	1.84	1.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>310.22</b>	<b>355.68</b>	<b>437.00</b>	<b>559.50</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	15.12	17.33	21.30	27.26	支付股利	-69.37	-59.02	-67.67	-83.14
净利润	295.10	338.34	415.70	532.23	其他	0.00	8.23	7.41	-6.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-69.37</b>	<b>-50.79</b>	<b>-60.25</b>	<b>-89.53</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>295.10</b>	<b>338.34</b>	<b>415.70</b>	<b>532.23</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>176.06</b>	<b>210.01</b>	<b>316.62</b>	<b>467.01</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1257.77	1467.78	1784.40	2251.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	317.98	521.76	679.52	845.14	销售收入增长率	30.86%	19.16%	33.17%	30.14%
存货	236.90	315.67	458.66	583.61	营业利润增长率	40.25%	14.24%	23.06%	28.17%
其他流动资产	15.59	18.57	24.74	32.19	净利润增长率	44.12%	14.65%	22.86%	28.03%
长期股权投资	3.71	3.71	3.71	3.71	EBITDA 增长率	43.21%	24.08%	22.46%	30.24%
投资性房地产	108.18	108.18	108.18	108.18	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	97.15	79.48	61.82	44.15	毛利率	82.26%	81.00%	80.23%	80.41%
无形资产和开发支出	27.82	25.80	23.78	21.76	三费率	22.33%	49.50%	49.30%	49.90%
其他非流动资产	53.88	58.59	60.14	57.31	净利率	32.63%	31.39%	28.96%	28.49%
<b>资产总计</b>	<b>2118.97</b>	<b>2599.54</b>	<b>3204.95</b>	<b>3947.47</b>	ROE	19.42%	18.81%	19.36%	20.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.93%	13.02%	12.97%	13.48%
应付和预收款项	575.60	772.46	1023.96	1311.56	ROIC	97.02%	101.43%	96.00%	105.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.78%	34.13%	31.39%	31.41%
其他负债	23.76	28.15	34.03	39.86	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>599.36</b>	<b>800.61</b>	<b>1057.98</b>	<b>1351.42</b>	总资产周转率	0.43	0.46	0.49	0.52
股本	106.72	174.47	174.47	174.47	固定资产周转率	10.76	12.20	20.32	35.26
资本公积	538.51	470.76	470.76	470.76	应收账款周转率	2.94	3.23	3.12	3.14
留存收益	874.37	1153.70	1501.73	1950.83	存货周转率	0.64	0.69	0.72	0.69
归属母公司股东权益	1519.61	1798.93	2146.96	2596.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.54%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1519.61</b>	<b>1798.93</b>	<b>2146.96</b>	<b>2596.06</b>	资产负债率	28.29%	30.80%	33.01%	34.23%
负债和股东权益合计	2118.97	2599.54	3204.95	3947.47	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.15	2.98	2.85	2.80
					速动比率	2.74	2.58	2.41	2.36
					股利支付率	23.51%	17.44%	16.28%	15.62%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	296.52	367.92	450.53	586.75	每股收益	1.69	1.94	2.38	3.05
PE	48.82	42.58	34.66	27.07	每股净资产	8.71	10.31	12.31	14.88
PB	9.48	8.01	6.71	5.55	每股经营现金	1.51	1.32	2.06	3.05
PS	15.93	13.37	10.04	7.71	每股股利	0.40	0.34	0.39	0.48
EV/EBITDA	24.20	34.13	27.17	20.07					
股息率	0.48%	0.41%	0.47%	0.58%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn