

营收小幅增长，新品蓄势待发

买入|维持

事件：

公司于8月24日晚发布《2020年半年度报告》。上半年，实现营收3.40亿元，同比增长1.68%；实现扣非归母净利润6323.30万元，同比下降1.37%。

点评：

● 面对新冠疫情等外部环境挑战，公司稳健经营实现逆势增长

2020年上半年，新冠疫情对公司业务的正常开展造成一定影响。面对外部环境带来的挑战，公司稳健经营，实现营业收入与归母净利润双正增长。上半年，公司各项费用保持稳定：1) 销售费用为8117.36万元，同比增长6.51%，主要是市场服务费、外包服务费增长所致；2) 管理费用为3201.15万元，同比增长0.10%；3) 财务费用为-1983.01万元，同比下降33.93%；4) 研发费用为9892.23万元，同比下降2.49%，主要是公司加强研发材料预算管控、提升材料使用效率，研发材料支出下降所致。

● 前端产品收入承受短期波动，400G与5G产品蓄势待发

1) 疫情拖累宽带网项目验收确认。上半年，宽带网产品实现营业收入1.29亿元，同比下降43.64%，主要是受疫情影响部分宽带网项目实施、验收以及收入确认有所延迟所致。公司积极参与研讨5G网络的宽带网产品标准，推出5G汇聚分流产品方案，并入围国家级信息安全技术规范；公司研发的400G产品也已处于测试中，继续保持市场领先地位。2) 4G市场趋于饱和，移动网产品静待5G爆发。上半年，移动网产品实现营收4532.57万元，同比下降30.31%，主要是4G移动网产品的市场渗透率已经较高，整体需求下行。公司已完成对5G NSA网络应用的全面适配，同时积极布局研发5G SA移动网产品。我们认为，公司移动网产品将继续保持较强的竞争力。

● 海外大额项目带动后端产品收入大增，产品间协同效应已经凸显

上半年，公司海外地区实现营收1.50亿元，同比增长2860.28%，主要是海外某大额项目实施完成并验收、确认收入所致。公司海外业务中后端业务占比较大，因此后端业务均实现高增长：1) 网络内容安全产品实现营收4807.82万元，同比增长578.04%；2) 大数据运营产品实现营收7380.28万元，同比增长696.13%。公司推出工业互联网安全产品，并进一步增强了产品间的协同效应。同时，公司采用数据中台、业务中台的技术架构对产品进行重构，满足了多样性和灵活性的市场需求。

● 投资建议与盈利预测

考虑到新冠肺炎疫情的影响，小幅下调公司2020-2022年营业收入至：10.88亿元（下调1.31亿元）、13.82亿元（下调2.21亿元）、16.95亿元（下调3.58亿元），同时下调归母净利润至：3.19亿元（下调0.73亿元）、4.17亿元（下调0.99亿元）、5.10亿元（下调1.66亿元），EPS为1.87、2.44、2.99元/股，对应PE为44.32、33.91、27.74倍。考虑到：预期未来三年归母净利润CAGR为19.98%、上市以来PE主要运行在40-70倍、目前计算机（申万）指数PE TTM为82.5倍等因素，给予公司2020年60倍目标PE，对应目标价为112.20元，维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情导致政府、运营商等在网络可视化领域的投入不及预期，行业竞争加剧，网络内容安全和大数据业务增长不及预期，5G推进不及预期。

当前价/目标价：82.80元/112.20元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：199.9 / 80.95

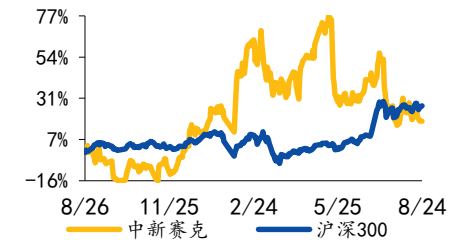
A股流通股（百万股）：82.91

A股总股本（百万股）：174.47

流通市值（百万元）：6865.11

总市值（百万元）：14446.20

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-中新赛克(002912.SZ)：业绩靓丽，后端业务不断突破》2020.04.28

《国元证券公司研究-中新赛克(002912.SZ)：网络可视化龙头，迎来高景气周期》2020.03.10

报告作者

分析师 耿建军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	691.21	904.51	1087.64	1381.95	1695.12
收入同比(%)	38.85	30.86	20.25	27.06	22.66
归母净利润(百万元)	204.75	295.10	319.03	416.95	509.72
归母净利润同比(%)	54.73	44.12	8.11	30.69	22.25
ROE(%)	15.82	19.42	18.03	20.09	20.60
每股收益(元)	1.20	1.73	1.87	2.44	2.99
市盈率(P/E)	69.05	47.91	44.32	33.91	27.74

资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1840.54	1828.24	2162.96	2614.70	3159.73
现金	1070.59	1257.77	1420.81	1705.27	2059.91
应收账款	343.97	272.13	354.27	446.36	541.91
其他应收款	9.54	8.58	20.12	25.29	30.68
预付账款	7.01	3.75	4.58	5.52	6.30
存货	227.86	236.90	294.15	340.29	400.19
其他流动资产	181.58	49.10	69.02	91.98	120.73
非流动资产	293.58	290.73	294.69	304.87	316.19
长期投资	0.00	3.71	3.78	3.81	3.92
固定资产	70.91	97.15	95.92	95.35	94.05
无形资产	28.80	27.82	28.70	30.60	33.49
其他非流动资产	193.87	162.06	166.29	175.12	184.74
资产总计	2134.12	2118.97	2457.65	2919.58	3475.92
流动负债	824.81	581.22	673.83	828.92	986.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	76.64	70.09	83.55	102.22	124.66
其他流动负债	748.18	511.14	590.28	726.70	861.69
非流动负债	15.43	18.14	14.55	15.42	15.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.43	18.14	14.55	15.42	15.60
负债合计	840.25	599.36	688.38	844.34	1001.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	106.72	106.72	170.75	170.75	170.75
资本公积	538.51	538.51	474.48	474.48	474.48
留存收益	648.64	874.37	1124.04	1430.01	1828.73
归属母公司股东权益	1293.87	1519.61	1769.27	2075.24	2473.97
负债和股东权益	2134.12	2118.97	2457.65	2919.58	3475.92

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	226.14	264.07	231.67	394.83	462.81
净利润	204.75	295.10	319.03	416.95	509.72
折旧摊销	12.38	19.68	17.76	20.21	23.08
财务费用	-26.05	-32.72	-26.79	-31.26	-37.65
投资损失	0.14	-0.97	-1.02	-1.07	-1.14
营运资金变动	41.54	-135.59	-46.33	-27.28	-49.02
其他经营现金流	-6.63	118.56	-30.99	17.28	17.82
投资活动现金流	-111.03	-19.38	-26.04	-30.65	-34.82
资本支出	53.62	70.54	24.19	27.86	31.00
长期投资	58.01	-50.00	0.07	0.03	0.11
其他投资现金流	0.60	1.16	-1.78	-2.76	-3.71
筹资活动现金流	-50.03	-69.37	-42.58	-79.73	-73.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	40.02	0.00	64.03	0.00	0.00
资本公积增加	-40.02	0.00	-64.03	0.00	0.00
其他筹资现金流	-50.03	-69.37	-42.58	-79.73	-73.34
现金净增加额	68.51	176.06	163.04	284.45	354.65

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	691.21	904.51	1087.64	1381.95	1695.12
营业成本	147.46	160.47	198.46	248.59	310.50
营业税金及附加	18.16	7.20	23.38	27.36	32.89
营业费用	162.59	170.98	219.27	274.46	331.57
管理费用	55.70	63.74	87.12	109.45	133.41
研发费用	167.09	216.76	288.38	342.08	408.66
财务费用	-26.05	-32.72	-26.79	-31.26	-37.65
资产减值损失	-27.98	-19.14	-10.55	-7.58	-5.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.14	0.97	1.02	1.07	1.14
营业利润	220.72	309.56	338.34	442.58	541.81
营业外收入	2.94	0.98	3.01	2.88	2.87
营业外支出	0.34	0.32	2.35	2.32	2.31
利润总额	223.32	310.22	339.00	443.14	542.37
所得税	18.56	15.12	19.97	26.19	32.65
净利润	204.75	295.10	319.03	416.95	509.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	204.75	295.10	319.03	416.95	509.72
EBITDA	207.05	296.52	329.31	431.54	527.24
EPS (元)	1.92	2.77	1.87	2.44	2.99

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	38.85	30.86	20.25	27.06	22.66
营业利润(%)	56.09	40.25	9.30	30.81	22.42
归属母公司净利润(%)	54.73	44.12	8.11	30.69	22.25
获利能力					
毛利率(%)	78.67	82.26	81.75	82.01	81.68
净利率(%)	29.62	32.63	29.33	30.17	30.07
ROE(%)	15.82	19.42	18.03	20.09	20.60
ROIC(%)	130.72	249.80	149.60	176.22	178.68
偿债能力					
资产负债率(%)	39.37	28.29	28.01	28.92	28.83
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.23	3.15	3.21	3.15	3.20
速动比率	1.94	2.70	2.75	2.72	2.78
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.43	0.48	0.51	0.53
应收账款周转率	2.42	2.44	2.89	3.02	3.00
应付账款周转率	1.58	2.19	2.58	2.68	2.74
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.73	1.87	2.44	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.55	1.36	2.31	2.71
每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.90	10.36	12.15	14.49
估值比率					
P/E	69.05	47.91	44.32	33.91	27.74
P/B	10.93	9.30	7.99	6.81	5.71
EV/EBITDA	63.08	44.04	39.66	30.26	24.77

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188