

业务稳步进展, 受益网安及5G建设需求提升

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营业收入6.1亿元, 同比增长29%; 实现归母净利润1.8亿元, 同比增长13%; 扣非后归母净利润为1.7亿元, 同比增长15%。
- **营收稳步增长, 业绩符合预期。** 从营收端来看公司前三季度总体营收同比增长29%, 业务进展较为稳健, 主要的宽带网可视化产品同比去年增长较多, 其中第三季度实现营收2.8亿元, 同比增长32%, 按照以前营收确认规律, 第四季度营收或将提速; 从净利润端来看, 前三季度实现归母净利润13%的增长, 在毛利率同比小幅提升(由81.7%提升0.8个百分点至82.5%)、期间费用控制良好(由去年60.1%下降4.1个百分点至56%)的情况下, 利润增速小于营收增速主要系第三季度其他收益下滑所致(其他收益主要为软件增值税退税, 第三季度其他收益约为2800万, 相比去年同期6600万减少了3800万, 此项收入在第四季度预计会恢复到正常水平, 如果此项收入第三季度达到去年同期水平, 归母净利润增速将达到约37%)。
- **研发投入加大, 优势地位稳固。** 公司经过十余年的发展已经在行业内形成了业内领先的研发实力, 公司整体毛利率、净利率分别维持在80%和30%左右, 是公司研发能力的侧面体现。公司目前有60%左右的研发人员, 且研发投入金额绝对数额和研发投入占公司营收比重在行业内均名列前茅, 2019年前三季度投入研发1.5亿元, 同比增长30%, 占营收比例为24.6%, 面向下一代电信传输网的400G网络可视化产品进展顺利。
- **受益于网络安全及5G建设需求, 公司将持续受益。** 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也将逐步增加, 对于公司网络可视化设备的需求也将有所拉动。同时, 随着5G时代的到来, 网络流量也呈现快速增长态势, 这也将助推网络可视化行业不断发展。受益于上述两大需求的逐步释放, 公司作为行业龙头将稳定受益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为2.71元、3.72元、5.02元, 2019-2021归母净利润保持37.9%的复合增长率。鉴于公司为国内网络可视化龙头且产品布局完善, 未来将充分享受行业成长红利, 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的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	691.21	978.85	1365.90	1867.12
增长率	38.85%	41.61%	39.54%	36.69%
归属母公司净利润(百万元)	204.75	289.14	396.64	535.95
增长率	54.73%	41.21%	37.18%	35.12%
每股收益EPS(元)	1.92	2.71	3.72	5.02
净资产收益率ROE	15.82%	18.75%	21.09%	22.93%
PE	53	37	27	20
PB	8.35	7.01	5.74	4.62

数据来源: Wind, 西南证券

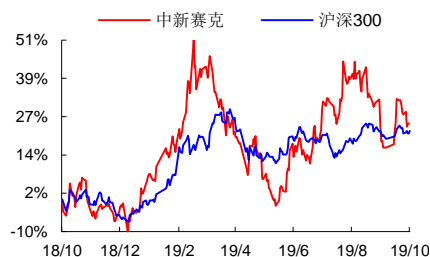
西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 朱松
执业证号: S1250519080007
电话: 021-58352031
邮箱: zhush@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
执业证号: S1250519080008
电话: 0755-23616646
邮箱: lzht@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)	1.07
流通A股(亿股)	0.52
52周内股价区间(元)	73.6-123.91
总市值(亿元)	108.05
总资产(亿元)	19.77
每股净资产(元)	13.12

相关研究

1. 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)
2. 中新赛克(002912): 乘5G东风, 网络可视化龙头再起航 (2019-06-25)

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，根据公司订单情况，假设宽带端业务 2019-2021 年增速分别为 45%、43%、41%；公司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，给予 2019-2021 年 20%、19%、18% 增速。这两块业务的毛利率在市场格局不发生大变化的情况下相对稳定，宽带端设备为 84%，移动端设备维持在 70%；

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，目前公司在两块业务正处于大力投入期。现阶段这两块业务规模较小，受市场竞争影响有限，未来这两块业务三年毛利率有望均维持在 90%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 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		2018A	2019E	2020E	2021E
网络基础架构产品	收入	595.90	810.39	1097.02	1476.29
	增速	35.28%	35.99%	35.37%	34.57%
	毛利率	79.33%	79.55%	79.81%	80.08%
网络内容安全产品	收入	23.31	54.36	108.72	184.82
	增速	-57.8%	133.2%	100%	70%
	毛利率	94.00%	90%	90%	90%
大数据运营产品	收入	5.05	17.37	34.74	59.058
	增速	134.88%	243.96%	100%	70%
	毛利率	94.00%	90%	90%	90%
其他主营产品	收入	28.95	23.58	25	25
	增速	111.78%	-18.55%	6%	0%
	毛利率	4.00%	5%	5%	5%
合计	收入	691.21	978.85	1,365.90	1,867.12
	增速	38.85%	41.61%	39.54%	36.69%
	毛利率	78.67%	79.18%	80.26%	81.02%

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	691.21	978.85	1365.90	1867.12	净利润	204.75	289.14	396.64	535.95
营业成本	147.46	203.82	269.65	354.42	折旧与摊销	12.38	8.76	8.76	8.76
营业税金及附加	18.16	24.47	34.15	46.68	财务费用	-26.05	-16.92	-20.01	-11.32
销售费用	162.59	230.03	319.62	436.91	资产减值损失	27.98	20.00	35.00	45.00
管理费用	55.70	318.12	442.55	608.68	经营营运资本变动	-23.44	125.14	91.57	95.22
财务费用	-26.05	-16.92	-20.01	-11.32	其他	30.52	-18.15	-51.23	-42.58
资产减值损失	27.98	20.00	35.00	45.00	经营活动现金流净额	226.14	407.98	460.72	631.04
投资收益	-0.14	6.00	6.00	6.00	资本支出	-25.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-85.19	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	105.00	136.59	186.71	投资活动现金流净额	-111.03	6.00	6.00	6.00
营业利润	220.72	310.31	427.54	579.46	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.60	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	223.32	315.31	432.54	584.46	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	18.56	26.17	35.90	48.51	支付股利	-50.03	-40.95	-57.83	-79.33
净利润	204.75	289.14	396.64	535.95	其他	0.00	16.92	20.01	11.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-50.03	-24.03	-37.82	-68.01
归属母公司股东净利润	204.75	289.14	396.64	535.95	现金流量净额	68.51	389.94	428.90	569.03
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1070.59	1460.53	1889.44	2458.46	成长能力				
应收和预付款项	476.35	543.13	744.00	1017.66	销售收入增长率	38.85%	41.61%	39.54%	36.69%
存货	227.86	321.71	435.57	569.21	营业利润增长率	56.09%	40.59%	37.78%	35.54%
其他流动资产	65.74	93.10	129.91	177.58	净利润增长率	54.73%	41.21%	37.18%	35.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.42%	45.93%	37.77%	38.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	169.15	163.88	158.61	153.34	毛利率	78.67%	79.18%	80.26%	81.02%
无形资产和开发支出	28.80	25.31	21.82	18.33	三费率	27.81%	54.27%	54.34%	55.39%
其他非流动资产	95.63	95.63	95.63	95.63	净利率	29.62%	29.54%	29.04%	28.70%
资产总计	2134.12	2703.30	3474.98	4490.22	ROE	15.82%	18.75%	21.09%	22.93%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.59%	10.70%	11.41%	11.94%
应付和预收款项	820.51	1139.85	1570.81	2126.95	ROIC	78.78%	120.23%	213.15%	319.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.95%	30.87%	30.48%	30.90%
其他负债	19.74	21.38	23.30	25.77	营运能力				
负债合计	840.25	1161.23	1594.11	2152.72	总资产周转率	0.37	0.40	0.44	0.47
股本	106.72	106.72	106.72	106.72	固定资产周转率	11.01	14.34	21.68	32.34
资本公积	538.51	538.51	538.51	538.51	应收账款周转率	2.80	2.52	2.65	2.60
留存收益	648.64	896.84	1235.64	1692.27	存货周转率	0.62	0.72	0.70	0.70
归属母公司股东权益	1293.87	1542.07	1880.87	2337.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.96%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1293.87	1542.07	1880.87	2337.50	资产负债率	39.37%	42.96%	45.87%	47.94%
负债和股东权益合计	2134.12	2703.30	3474.98	4490.22	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.23	2.11	2.03	1.98
					速动比率	1.96	1.83	1.75	1.71
					股利支付率	24.43%	14.16%	14.58%	14.80%
					每股指标				
					每股收益	1.92	2.71	3.72	5.02
					每股净资产	12.12	14.45	17.62	21.90
					每股经营现金	2.12	3.82	4.32	5.91
					每股股利	0.47	0.38	0.54	0.74
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	207.05	302.16	416.29	576.90					
PE	52.77	37.37	27.24	20.16					
PB	8.35	7.01	5.74	4.62					
PS	15.63	11.04	7.91	5.79					
EV/EBITDA	46.55	30.61	21.19	14.30					
股息率	0.46%	0.38%	0.54%	0.73%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%以下
行业评级	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
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@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
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn