

# 宽带网产品持续放量，单季毛利率进一步上升

## ——中新赛克(002912.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件：公司发布2019年三季度报，前三季度实现营收6.1亿元，同比增长28.5%；归属于上市公司股东的净利润1.76亿元，同比增长13%；其中Q3单季实现营收2.76亿元，同比增长31.5%；单季归母净利润1.1亿元，同比增长16.5%；符合预期。

### ◆单季收入保持快速增长，软件退税减少+所得税确认降低净利润增速

在去年同期基数较高情况下，公司Q3单季收入增速31.5%，仍保持快速增长。由于软件增值税退税同比减少导致Q3其他收益同比减少约3686万元，加上上年末未实现内部交易损益本期部分实现导致Q3所得税同比增加约1550万元，两者降低了利润增速。前三季度研发费用同比增长30%，研发投入继续加大。

### ◆综合毛利率达到历史高水平，销售净利率进一步提升

公司宽带网产品继续放量贡献业绩，Q3综合毛利率达到87%，达到历史高水平，单季销售净利率达到39.8%。不同于项目制公司，中新赛克是网络安全管控领域产品化较强的公司，其人员规模的增长速度低于收入增长速度，中长期费用率水平有望下降，长期具备利润率进一步提升潜力。

### ◆宽带网继续保持高景气度，移动网从前端走向后端

公司宽带网产品行业地位保持领先。我们认为，在管控部门继续推进全国范围相关部署背景下，该细分领域将继续保持高景气度。此外，“十四五”建设临近，网信办新一轮规划有望启动，公司将充分受益于网络可视化前端部署建设。移动网4G产品市场渗透接近饱和，我们预计在5G普及之前，移动网前端市场仍将处于下降趋势。公司加大后端市场开拓，网络安全产品将逐步贡献业绩。

### ◆维持“买入”评级

网络可视化行业保持高景气度，公司在手订单保障全年业绩高确定性，我们持续看好公司管控市场前端业务的领先地位，以及移动网后端的拓展潜力，维持公司19~21年EPS分别为2.78/3.65/4.47元，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：政府采购预算波动；移动网竞争加剧

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	498	691	91	1,239	1,511
营业收入增长率	44.93%	38.85%	40.45%	27.64%	21.92%
净利润(百万元)	132	205	296	389	477
净利润增长率	31.59%	54.73%	44.75%	31.35%	22.48%
EPS(元)	1.24	1.92	2.78	3.65	4.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.62%	15.82%	18.64%	19.67%	19.41%
P/E	82	53	36	28	23
P/B	9.5	8.4	6.8	5.5	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月25日

## 买入(维持)

当前价：101.25元

### 分析师

石崎良 (执业证书编号：S0930518070005)

021-52523856

[shiqi@ebsec.com](mailto:shiqi@ebsec.com)

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

[kailiu@ebsec.com](mailto:kailiu@ebsec.com)

### 市场数据

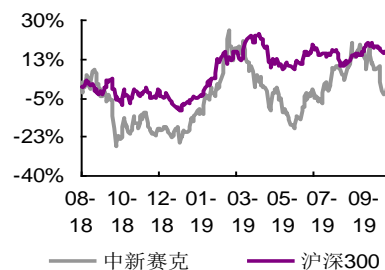
总股本(亿股)：1.07

总市值(亿元)：108.05

一年最低/最高(元)：71.98/128.52

近3月换手率：85.61%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.44	-6.31	6.52
绝对	4.89	-5.32	29.30

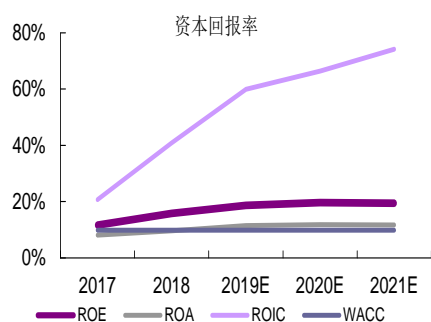
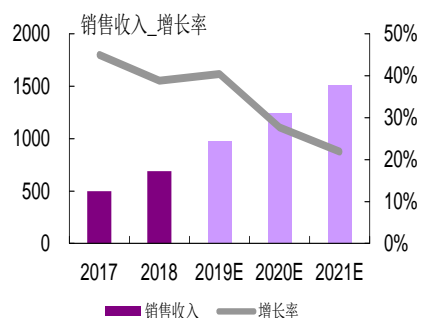
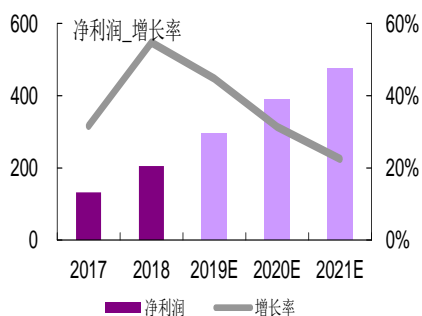
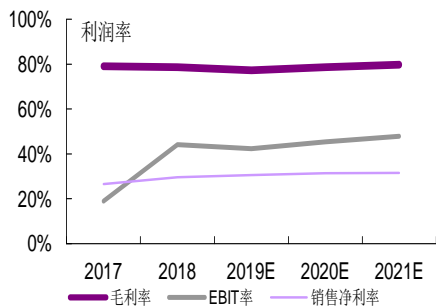
资料来源：Wind

### 相关研报

三季度业绩预告符合预期，近期回调为布局机会——中新赛克(002912.SZ) 2019年三季度业绩预告点评

.....2019-10-13  
宽带网产品大幅增长，移动网业务竞争加剧——中新赛克(002912.SZ) 2019年中报点评

.....2019-08-25



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>498</b>	<b>691</b>	<b>971</b>	<b>1,239</b>	<b>1,511</b>
营业成本	104	147	220	264	306
折旧和摊销	9	12	14	16	17
营业税费	10	18	26	33	40
销售费用	120	163	222	271	306
管理费用	166	56	76	95	113
财务费用	-1	-26	-36	-41	-49
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>141</b>	<b>22</b>	<b>325</b>	<b>427</b>	<b>523</b>
<b>利润总额</b>	<b>145</b>	<b>223</b>	<b>327</b>	<b>431</b>	<b>527</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>132</b>	<b>205</b>	<b>296</b>	<b>389</b>	<b>477</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>1,639</b>	<b>2,134</b>	<b>2,571</b>	<b>3,298</b>	<b>4,077</b>
流动资产	1,435	1,841	2,381	3,123	3,919
货币资金	1,020	1,071	1,551	1,957	2,481
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	150	344	249	379	475
应收票据	5	116	70	103	163
其他应收款	7	10	12	40	60
存货	228	228	382	484	528
可供出售投资	0	11	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0	0
固定资产	55	71	83	87	86
无形资产	28	29	27	26	25
<b>总负债</b>	<b>500</b>	<b>840</b>	<b>981</b>	<b>1,318</b>	<b>1,620</b>
无息负债	500	840	981	1,318	1,620
有息负债	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>1,139</b>	<b>1,294</b>	<b>1,590</b>	<b>1,980</b>	<b>2,457</b>
股本	67	107	107	107	107
公积金	599	577	592	592	592
未分配利润	473	611	892	1,281	1,758
少数股东权益	0	0	0	0	1

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>210</b>	<b>226</b>	<b>427</b>	<b>359</b>	<b>468</b>
净利润	132	205	296	389	477
折旧摊销	9	12	14	16	17
净营运资金增加	-23	135	93	167	140
其他	93	-126	24	-213	-166
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-29</b>	<b>-111</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净资本支出	-29	-54	0	0	0
长期投资变化	3	0	0	0	0
其他资产变化	-3	-57	11	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>423</b>	<b>-50</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>56</b>
股本变化	17	40	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	237	341	140	337	301
<b>净现金流</b>	<b>600</b>	<b>69</b>	<b>481</b>	<b>406</b>	<b>524</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	44.93%	38.85%	40.45%	27.64%	21.92%
净利润增长率	31.59%	54.73%	44.75%	31.35%	22.48%
EBITDA 增长率	20.89%	208.27%	45.73%	35.88%	28.17%
EBIT 增长率	21.80%	224.26%	47.20%	36.70%	28.74%
<b>估值指标</b>					
PE	82	53	36	28	23
PB	9	8	7	5	4
EV/EBITDA	59	35	23	17	12
EV/EBIT	65	36	24	17	13
EV/NOPLAT	71	40	26	19	14
EV/Sales	12	15	10	8	6
EV/IC	15	16	16	13	10
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	79.03%	78.67%	77.34%	78.73%	79.71%
EBITDA 率	20.71%	45.97%	43.79%	46.62%	49.01%
EBIT 率	18.92%	44.18%	42.35%	45.36%	47.90%
税前净利润率	29.07%	32.31%	33.73%	34.75%	34.91%
税后净利润率 (归属母公司)	26.58%	29.62%	30.53%	31.42%	31.56%
ROA	8.08%	9.59%	11.53%	11.82%	11.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.62%	15.82%	18.64%	19.67%	19.41%
经营性 ROIC	20.64%	40.83%	59.90%	66.39%	74.20%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.94	2.23	2.48	2.42	2.47
速动比率	2.47	1.96	2.09	2.05	2.14
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.24	1.92	2.78	3.65	4.47
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.97	2.12	4.00	3.36	4.38
每股自由现金流(FCFF)	0.87	1.01	2.89	3.48	5.19
每股净资产	10.67	12.12	14.90	18.55	23.02
每股销售收入	4.66	6.48	9.10	11.61	14.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼