

中新赛克 (002912.SZ)

收入快速增长, 非经营性因素影响利润增速

核心观点:

公司发布 19 年三季报, 前三季度营收 6.1 亿元, 同比增加 29%; 归母净利润为 1.8 亿元, 同比增加 13%; 扣非归母净利润为 1.7 亿元, 同比增加 15%。

Q3 单季度营收 2.8 亿元, 同比增加 32%; 归母净利润为 1.1 亿元, 同比增加 17%; 扣非归母净利润为 1.1 亿元, 同比增加 16%。

前三季度综合毛利率为 82.5%, 较去年同期上升 0.8pct, 销售费用为 1.2 亿元, 同比增加 6%, 销售费用率 19%, 较去年同期下降 4.1pct。其他费用率相对平稳。

致前三季度利润增速与收入增速差距较大的两项指标: 一是报告期公司其他收益 2786 万元, 同比减少 58%, 主要是软件增值税退税较上年同期减少所致。二是期末递延所得税资产 4483 万元, 较上年末减少 43% (18 年报、19 年中报分别是 7866、7203 万元)。

公司持续保持较大的研发投入, 研发费用为 1.5 亿元, 同比增加 30%。

预收账款 4.02 亿元, 同比增长 1.47pct。应收账款 3 亿元, 同比下滑 4.7%。经营性净现金流改善, 报告期经营活动产生的现金流量净额为 1.1 亿元, 同比增长 563%。

● 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.62、3.57、4.82 元/股

预计公司 19-20 年 EPS 为 2.62、3.57 元/股, 分别对应 PE 39、28 倍。基于对公司 19、20 年归母净利润 37%、36% 快速增长的预判, 及公司系政府流量采集领域内体量最大公司, 面向政府客户业务壁垒较高, 且受益于 5G 推广, 考虑估值切换, 可给予公司 2020 年 40 倍的 PE 估值, 合理价值为 142.8 元/股, 维持“买入”评级。

● 风险提示

竞争加剧致毛利率持续下滑; 财政支出对收入和回款的不确定性影响。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	498	691	919	1,214	1,625
增长率(%)	44.9	38.8	32.9	32.1	33.8
EBITDA(百万元)	106	153	187	277	373
净利润(百万元)	132	205	280	381	515
增长率(%)	31.6	54.7	36.6	36.3	35.0
EPS (元/股)	1.98	1.92	2.62	3.57	4.82
市盈率 (P/E)	56.70	42.25	38.65	28.35	21.00
市净率 (P/B)	6.59	6.69	6.87	5.53	4.38
EV/EBITDA	61.44	49.68	50.54	32.67	22.88

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	101.25 元
合理价值	142.8 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师: 刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师: 庞倩倩



SAC 执证号: S0260519010004



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

请注意, 庞倩倩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

中新赛克 (002912.SZ): 预收款高增长, 计提投资减值准备影响净利润 2019-08-26

中新赛克 (002912.SZ): 收入季节性波动强, 研发投入力度加大 2019-04-22

公司 19 年前三季度主要财务指标:

- 营收 6.1 亿元，同比增加 29%；
- 归母净利为 1.8 亿元，同比增加 13%；
- 扣非归母净利为 1.7 亿元，同比增加 15%。

- 综合毛利率为 82.5%，较去年同期上升 0.8pct；
- 销售费用为 1.2 亿元，同比增加 6%，销售费用率 19%，较去年同期下降 4.1pct；
- 管理费用为 4761 万元，同比增加 28%，管理费用率为 7.8%，较去年同期下降 0.1pct；
- 研发费用为 1.5 亿元，同比增加 30%，主要是研发投入加大，研发人员增加，薪酬等支出较上年同期增加所致，研发费用率为 25%，较去年同期上升 0.3pct；
- 财务费用 -2665 万元，同比减少 36%，主要是利息收入较上年同期增加所致，去年同期为 -1960 万元，财务费用率为 -4.4%，较去年同期下降 0.2pct。
- 预收账款 4.02 亿元，同比增长 1.47pct。

表 1：前三季度财务数据

主要财务指标 (亿元)	2019 前三季度	2018 前三季度	2017 前三季度
营业收入	6.10	4.75	3.03
营业成本	1.07	0.87	0.46
销售费用	1.18	1.12	0.71
管理费用 (不含研发费用)	0.48	0.37	0.30
研发费用	1.53	1.17	0.82
财务费用	-0.27	-0.20	-0.01
资产减值损失	-0.27	0.20	-0.03
投资净收益	0.01	-0.00	0.00
其他收益	0.28	0.66	0.35
归母净利润	1.76	1.56	0.95
扣非后归母净利润	1.73	1.50	0.85
YOY (%)	2019 前三季度	2018 前三季度	2017 前三季度
营业收入	28.51%	56.72%	-
归母净利润	12.67%	64.04%	-
扣非后归母净利润	14.79%	76.26%	-
主要比率 (%)	2019 前三季度	2018 前三季度	2017 前三季度
毛利率	82.53%	81.69%	84.79%
销售费用	19.41%	23.53%	23.39%
管理费用 (不含研发费用)	7.80%	7.85%	10.02%
研发费用	25.05%	24.71%	27.15%
财务费用	-4.37%	-4.13%	-0.33%
净利率	28.86%	32.92%	31.45%
扣非归母净利率	28.27%	31.65%	28.14%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司 19Q3 主要财务指标:

- 营收 2.8 亿元, 同比增加 32%;
- 归母净利为 1.1 亿元, 同比增加 17%;
- 扣非归母净利为 1.1 亿元, 同比增加 16%。

表 2: Q3 单季度财务数据

财报数据 (亿元)	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
营业收入	2.76	2.37	0.97	2.16	2.10	1.75
营业成本	0.36	0.43	0.28	0.60	0.35	0.27
销售费用	0.42	0.42	0.34	0.51	0.41	0.35
管理费用 (不含研发费用)	0.16	0.18	0.14	0.18	0.13	-
研发费用	0.51	0.56	0.46	0.50	0.43	-
财务费用	-0.12	-0.09	-0.06	-0.06	-0.09	-0.10
资产减值损失	-0.08	-0.13	0.06	0.08	0.13	0.06
投资净收益	0.01	0.00	-	-	-	0.00
其他收益	0.03	0.05	0.19	0.16	0.40	0.07
归母净利润	1.10	0.73	-0.06	0.48	0.94	0.59
扣非归母净利润	1.08	0.71	-0.07	0.47	0.93	0.55
YoY (%)	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
营业收入	31.52%	35.33%	8.21%	11.03%	51.22%	37.25%
归母公司净利润	16.52%	22.62%	-312.57%	30.75%	58.56%	35.79%
扣非净利润	16.28%	29.68%	-405.52%	29.40%	61.97%	-
主要比率 (%)	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
毛利率	87.09%	81.67%	71.66%	72.03%	83.19%	84.47%
销售费用率	15.30%	17.69%	35.26%	23.50%	19.28%	20.26%
管理费用率 (不含研发费用)	5.66%	7.75%	13.99%	8.51%	6.31%	-
研发费用率	18.62%	23.57%	46.85%	23.00%	20.38%	-
财务费用率	-4.29%	-3.82%	-5.92%	-2.98%	-4.45%	-5.67%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

盈利预测

预计公司 19-20 年 EPS 为 2.62、3.57 元/股, 分别对应 PE 39、28 倍。基于对公司 19、20 年归母净利润 37%、36% 快速增长的预判, 及公司系政府流量采集领域内体量最大公司, 面向政府客户业务壁垒较高, 考虑估值切换, 可给予公司 2020 年 40 倍的 PE 估值, 合理价值为 142.8 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧致毛利率持续下滑; 财政支出对收入和回款的不确定性影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,435	1,841	2,134	2,741	3,560	经营活动现金流	210	226	326	376	518
货币资金	1,020	1,071	1,372	1,748	2,266	净利润	132	205	280	381	515
应收及预付	158	467	385	523	693	折旧摊销	9	12	10	28	28
存货	228	228	300	389	516	营运资金变动	69	42	36	-34	-25
其他流动资产	29	75	77	80	85	其它	0	-33	0	0	0
非流动资产	204	294	307	279	250	投资活动现金流	-29	-111	-24	0	0
长期股权投资	3	0	0	0	0	资本支出	-29	-54	-24	0	0
固定资产	55	71	60	154	126	投资变动	0	-58	0	0	0
在建工程	90	98	122	0	0	其他	0	1	0	0	0
无形资产	28	29	29	29	29	筹资活动现金流	423	-50	0	0	0
其他长期资产	28	96	96	96	96	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	1,639	2,134	2,442	3,019	3,811	股权融资	475	0	0	0	0
流动负债	489	825	853	1,049	1,326	其他	-52	-50	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	605	65	302	376	518
应付及预收	377	636	617	735	910	期初现金余额	383	983	1,071	1,372	1,748
其他流动负债	112	189	236	315	416	期末现金余额	983	1,052	1,372	1,748	2,266
非流动负债	11	15	15	15	15						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	11	15	15	15	15						
负债合计	500	840	868	1,065	1,342						
股本	67	107	107	107	107						
资本公积	579	539	539	539	539						
留存收益	494	649	928	1,309	1,824						
归属母公司股东权益	1,139	1,294	1,573	1,955	2,469						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	1,639	2,134	2,442	3,019	3,811						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	498	691	919	1,214	1,625
营业成本	104	147	195	252	334
营业税金及附加	10	18	24	32	43
销售费用	120	163	216	286	382
管理费用	47	56	69	85	106
研发费用	118.79	167.09	238.91	310.58	415.63
财务费用	-0.72	-26.05	-21.38	-27.30	-35.13
资产减值损失	3.17	27.98	0.00	0.00	0.00
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	-0.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	141.41	220.72	304.94	415.71	561.24
营业外收支	3.29	2.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	145	223	305	416	561
所得税	12	19	25	35	47
净利润	132	205	280	381	515
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	132	205	280	381	515
EBITDA	105.52	152.59	186.66	277.28	373.13
EPS (元)	1.98	1.92	2.62	3.57	4.82

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	44.9	38.8	32.9	32.1	33.8
营业利润增长	70.5	56.1	38.2	36.3	35.0
归母净利润增长	31.6	54.7	36.6	36.3	35.0
获利能力					
毛利率	79.0	78.7	78.8	79.2	79.4
净利率	26.6	29.6	30.4	31.4	31.7
ROE	11.6	15.8	17.8	19.5	20.8
ROIC	74.4	60.5	84.9	116.4	164.5
偿债能力					
资产负债率	30.5	39.4	35.6	35.3	35.2
净负债比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	2.94	2.23	2.50	2.61	2.68
速动比率	2.46	1.95	2.14	2.23	2.28
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.37	0.40	0.44	0.48
应收账款周转率	2.97	2.25	2.45	2.38	2.40
存货周转率	0.64	0.65	0.65	0.65	0.65
每股指标 (元)					
每股收益	1.98	1.92	2.62	3.57	4.82
每股经营现金流	3.15	2.12	3.05	3.52	4.86
每股净资产	17.08	12.12	14.74	18.32	23.14
估值比率					
P/E	56.70	42.25	38.65	28.35	21.00
P/B	6.59	6.69	6.87	5.53	4.38
EV/EBITDA	61.44	49.68	50.54	32.67	22.88

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：资深分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。