

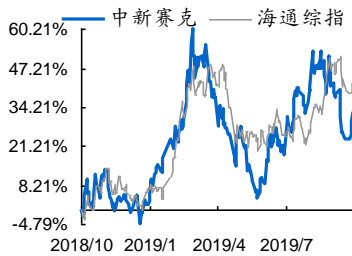
**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

10月11日收盘价(元)	101.50
52周股价波动(元)	72.53-129.50
总股本/流通A股(百万股)	107/52
总市值/流通市值(百万元)	10832/5260

**相关研究**

《2019Q2 业绩预计快速增长,网络可视化跟随流量激增加速发展》2019.07.19

《网络可视化龙头,与流量激增共舞》2019.05.20

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.7	0.4	9.8
相对涨幅 (%)	-9.2	-7.3	6.5

资料来源:海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:张峥青

Tel:(021)23219383

Email:zzq11650@htsec.com

证书:S0850518090002

# 主营业务保持良好发展态势,研发投入持续加码

**投资要点:**

- 事件:** 中新赛克发布 2019 年三季度业绩预告,前三季度预计实现归母净利润 1.72-1.88 亿元,同比+10%~+20%。Q3 预计实现归母净利润 1.04-1.13 亿元,同比+10%~+20%。
- 主营业务继续保持良好的发展趋势,市场需求稳定。** 公司立足于网络可视化基础架构产品,业务收入占比 90%左右,产品涉及宽带互联网数据汇聚分发管理、移动接入网数据采集分析等领域。随着国家网络基础设施建设持续提升,网络流量持续增加,网络应用进一步丰富。我们认为流量监控和网络可视化厂商或将迎来流量激增,高速率端口演进、5G 新协议升级的发展新机遇。公司作为深圳市国资委旗下的优质企业,高毛利高 ROE 属性在同业公司中表现突出,或将充分受益。
- 研发投入持续加码,看好长期发展。** 研发方面,截至 2019H1 公司研发支出 101.45 百万元,同比+36.07%,三季度持续加大研发投入,进一步强化产品协同优势;其中宽带网产品采用深度报文检测技术与大数据运营产品结合创新性地推出了 DFX+态势感知方案,降低客户资本支出,提高资源利用效率,迅速占据行业的制高点,我们看好公司前后端产品结合发展的长期竞争力。
- 强化渠道发展策略,布局海外市场。** 公司作为我国网络可视化领域龙头,对标全球网络可视化市场龙头 Gigamon,深挖信息安全主线。产品技术附加值较高,毛利率维持较高水平,流量激增背景下行业天花板不断提高,我们认为市场空间可期。
- 盈利预测。** 公司拥有较强的盈利能力,5G 商用、流量激增和网络安全的日益重视均有利公司长期发展。我们预计中新赛克 2019-2021 年营业总收入为 9.78 (+41.45%)、13.81 (+41.27%) 和 19.01 (+37.64%) 亿元,归母净利润为 2.86 (+39.9%)、3.89 (+36%) 和 5.23 (+34.2%) 亿元, EPS 分别为 2.68、3.65、4.90 元,给予 2019 年 PE 区间 38-45x,对应合理价值区间 101.84-120.60 元,“优于大市”评级。
- 风险提示。** 市场竞争加剧风险、下游的政府&运营商市场监测投入波动风险。

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	498	691	978	1381	1901
(+/-)YoY(%)	44.9%	38.8%	41.5%	41.3%	37.6%
净利润(百万元)	132	205	286	389	523
(+/-)YoY(%)	31.6%	54.7%	39.9%	36.0%	34.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.24	1.92	2.68	3.65	4.90
毛利率(%)	79.0%	78.7%	79.6%	80.9%	81.7%
净资产收益率(%)	11.6%	15.8%	18.1%	19.8%	21.0%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 中新赛克可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603496.SH	恒为科技	20.18	41	0.74	1.00	1.34	27	20	15
600498.SH	烽火通信	27.27	320	0.72	0.88	1.10	38	31	25
300188.SZ	美亚柏科	18.35	148	0.38	0.49	0.66	48	37	28
002912.SZ	中新赛克	101.50	108	0.61	0.79	1.03	38	30	23
				1.92	2.68	3.65	42	38	28

备注: 收盘价日期为 2019 年 10 月 11 日; 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期  
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 分项盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>1、宽带互联网数据汇聚分发管理产品</b>				
销售总收入 (百万元)	381.22	552.76	773.87	1,044.72
增长率 (%)	49.36%	45.00%	40.00%	35.00%
毛利率 (%)	83.57%	83.52%	83.47%	83.42%
<b>2、移动接入网数据采集分析产品</b>				
销售总收入 (百万元)	214.68	246.88	296.26	355.51
增长率 (%)	15.89%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	71.79%	70.79%	72.79%	73.79%
<b>3、网络内容安全产品</b>				
销售总收入 (百万元)	54.36	108.72	195.70	313.12
增长率 (%)	133.21%	100.00%	80.00%	60.00%
毛利率 (%)	90.44%	90.54%	90.64%	90.74%
<b>4、大数据运营产品</b>				
销售总收入 (百万元)	17.37	43.43	86.85	156.33
增长率 (%)	243.97%	150.00%	100.00%	80.00%
毛利率 (%)	79.58%	79.63%	79.68%	79.73%
<b>5、其他主营业务</b>				
销售总收入 (百万元)	23.58	25.94	28.53	31.39
增长率 (%)	-18.55%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	34.11%	34.16%	34.21%	34.26%
<b>主营业务收入合计 (百万元)</b>	<b>691.21</b>	<b>977.73</b>	<b>1381.21</b>	<b>1901.07</b>
<b>综合增长率 (%)</b>	<b>38.85%</b>	<b>41.45%</b>	<b>41.27%</b>	<b>37.64%</b>
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>78.67%</b>	<b>79.60%</b>	<b>80.94%</b>	<b>81.71%</b>

资料来源: 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>691</b>	<b>978</b>	<b>1381</b>	<b>1901</b>
每股收益	1.92	2.68	3.65	4.90	营业成本	147	199	263	348
每股净资产	12.12	14.81	18.46	23.35	毛利率%	78.7%	79.6%	80.9%	81.7%
每股经营现金流	2.12	4.93	5.32	6.71	营业税金及附加	18	26	36	50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	163	215	307	421
P/E	42.25	37.81	27.81	20.73	营业费用率%	23.5%	22.0%	22.2%	22.1%
P/B	6.69	6.85	5.50	4.35	管理费用	56	79	111	153
P/S	15.67	11.08	7.84	5.70	管理费用率%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
EV/EBITDA	49.68	41.39	26.23	16.92	EBIT	140	223	331	472
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-26	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	78.7%	79.6%	80.9%	81.7%	资产减值损失	28	0	0	0
净利润率	29.6%	29.3%	28.2%	27.5%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	15.8%	18.1%	19.8%	21.0%	<b>营业利润</b>	<b>221</b>	<b>310</b>	<b>422</b>	<b>567</b>
资产回报率	9.6%	10.7%	11.0%	11.3%	营业外收支	3	3	3	3
投资回报率	60.5%	-1319.8%	-164.5%	-117.7%	<b>利润总额</b>	<b>223</b>	<b>313</b>	<b>425</b>	<b>570</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	153	223	331	472
营业收入增长率	38.8%	41.5%	41.3%	37.6%	所得税	19	26	36	48
EBIT 增长率	45.1%	59.3%	48.3%	42.4%	有效所得税率%	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%
净利润增长率	54.7%	39.9%	36.0%	34.2%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>205</b>	<b>286</b>	<b>389</b>	<b>523</b>
资产负债率	39.4%	41.2%	44.4%	46.0%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
流动比率	2.2	2.2	2.1	2.0	货币资金	1071	1585	2144	2849
速动比率	1.9	1.9	1.8	1.8	应收账款及应收票据	460	400	581	792
现金比率	1.3	1.5	1.4	1.4	存货	228	309	408	539
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	82	85	93	103
应收帐款周转天数	162.4	149.2	153.6	152.2	流动资产合计	1841	2379	3226	4283
存货周转天数	563.6	565.9	565.1	565.4	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	固定资产	71	71	71	71
固定资产周转率	11.0	13.8	19.5	26.8	在建工程	98	113	125	138
					无形资产	29	29	29	29
					非流动资产合计	294	308	320	333
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2134</b>	<b>2687</b>	<b>3546</b>	<b>4616</b>
净利润	205	286	389	523	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	80	153	195	260
非现金支出	40	0	0	0	预收账款	556	692	1022	1387
非经营收益	-61	-3	-3	-3	其它流动负债	189	246	344	461
营运资金变动	42	242	181	196	流动负债合计	825	1091	1561	2108
<b>经营活动现金流</b>	<b>226</b>	<b>526</b>	<b>568</b>	<b>716</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-54	-12	-9	-10	其它长期负债	15	15	15	15
投资	-58	0	0	0	非流动负债合计	15	15	15	15
其他	1	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>840</b>	<b>1107</b>	<b>1576</b>	<b>2124</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-111</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	实收资本	107	107	107	107
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	1294	1580	1970	2492
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-50	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2134</b>	<b>2687</b>	<b>3546</b>	<b>4616</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>65</b>	<b>515</b>	<b>558</b>	<b>705</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 11 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

朱劲松 通信行业  
张峥青 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国联通, 通宇通讯, 深南电路, 光迅科技, 世嘉科技, 高新兴, 中新赛克, 烽火通信, 海能达, 光环新网, 亨通光电, 博创科技, 迪普科技, 硕贝德, 中国铁塔, 锐科激光, 中兴通讯, 日海智能, 星网锐捷, 亿联网络, 紫光股份, 网宿科技, 深信服, 麦捷科技, 数据港, 华工科技, 中际旭创, 中天科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。