

网络可视化需求向好，公司业绩有望触底改善

1、疫情影响导致订单落地放缓，但行业复苏在即。

2020 年上半年，受疫情影响，网络可视化新订单落地节奏慢于预期，导致公司二季度净利润大幅下滑 50%，同时也会部分影响公司下半年的订单确认，因此股价大幅下调。目前来看，我们认为国内疫情得到控制，行业需求也在回暖，新订单落地在即。

2、公司系国内网络可视化龙头，最受益行业需求增长。

行业受流量增长和网络渗透率提升双重驱动，中长期来看需求有望持续增长。我们预计 2020-2021 年，随着宽带网产品行业大发展，相应产品将成为公司主要的收入和利润增长来源；移动网产品受网络制式从 4G 向 5G 更新迭代的影响，2019-2020 年发展趋缓，但预计 2021 年及以后，随着 5G 产品起量将重回增长通道。

3、公司网络可视化后端产品及大数据业务未来增长可期。

目前公司主要以网络可视化硬件产品为主，未来预计后端软件及大数据分析业务占比将提升。2019 年，公司大数据运营产品收入为 3185.51 万元，同比增长 83.39%，占收入比重为 3.52%，2020 年中报显示，公司的大数据运营产品收入达到 7380.28 万元，同比增长 696.13%，占收入比重提升至 21.72%。我们认为，随着公司加强网络可视化后端市场的拓展，软件产品收入占比有望提升，进而可能参考 Palantir 的发展路径，实现突破。

4、行业需求正在逐步向好，维持“买入”评级。

受疫情影响，公司上半年订单交付及新增订单不及预期，股价明显回调，但我们认为行业需求正在向好，大型项目招标启动在即。扣除股权激励费用后，我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 2.13 亿元/3.20 亿元/5.46 亿元，PE 为 56X、37X、22X，如果加回股权激励摊销费用，则 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 3.00 亿元/4.59 亿元/6.39 亿元，PE 为 39X、26X、19X。考虑到而公司市场地位领先，管理经营优秀，行业需求正在复苏，公司后端软件产品有望实现突破，维持“买入”评级。

5、风险提示。政府预算缩减，国内网络可视化行业发展不及预期；行业客户组织架构调整，客户数量减少，投资增速下降；市场竞争加剧，份额及毛利率明显下滑；国际环境变化影响供应链安全及海外拓展；疫情影响导致下半年业绩一般；解禁。

中新赛克 (002912)

维持

买入

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

010-85159231

SAC 执证编号：S1440518040002

SFC 中央编号：BNS315

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

SAC 执证编号：S1440513090003

SFC 中央编号：BEM208

发布日期：2020 年 09 月 16 日

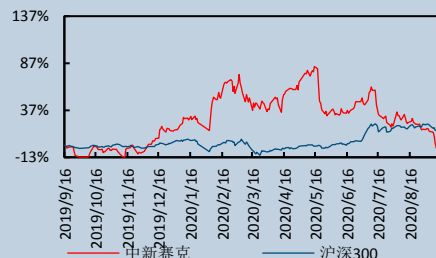
当前股价：69.3 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-17.68/-17.33	-23.57/-42.11	3.02/-15.01
12 月最高/最低价 (元)		205.88/64.86
总股本 (万股)		17,447.1
流通 A 股 (万股)		8,291.2
总市值 (亿元)		120.91
流通市值 (亿元)		57.46
深圳市创新投资集团有限公司		26.09%

股价表现



相关研究报告

20.08.25	【中信建投通信】中新赛克(002912): 软硬件综合发展，长期成长可期
20.08.03	【中信建投通信】中新赛克(002912): 疫情影响短期业绩，看好公司长期成长
20.04.14	【中信建投通信】中新赛克(002912): 业绩超预期，后端业务拉动增长

目录

一、公司系网络可视化行业龙头	1
1.1 公司发展史及主要产品	1
1.2 业绩较快增长，毛利率、净利率维持高位，期间费用率下降.....	3
1.3 公司的股权架构	6
二、宽带网产品需求有望回暖，未来发展可期	7
2.1 宽带网产品及市场容量预测	7
2.2 公司销售模式及主要的竞争对手分析.....	9
2.3 直销模式造就高毛利	12
三、移动网络可视化产品有望随网络升级更新迭代.....	13
3.1 公司移动互联网数据网络可视化产品介绍.....	13
3.2 移动互联网数据网络可视化市场空间预测.....	14
四、从 Palantir 看大数据公司的估值	15
五、投资建议	20
六、风险提示	21
七、报表预测	22

图表目录

图表 1： 中新赛克的发展历程	1
图表 2： 公司宽带网产品和移动网产品示意图.....	1
图表 3： 公司产品一览图	2
图表 4： 网络可视化产品介绍	2
图表 5： 公司近年营业收入和归母净利润（亿元）	3
图表 6： 2016-2020H1 公司营业收入构成.....	4
图表 7： 2016-2020H1 公司营业收入地区分布.....	4
图表 8： 2016-2020H1 公司销售毛利率和销售净利率.....	4
图表 9： 公司网络可视化基础架构产品收入和毛利率.....	5
图表 10： 公司网络安全产品收入和毛利率	5
图表 11： 公司大数据运营产品收入和毛利率	5
图表 12： 公司三费及研发费用情况（亿元）	6
图表 13： 公司主要股东持股数量及比例	6
图表 14： 中新赛克 2020 年 6 月股权激励公司层面解禁考核条件.....	7
图表 15： 公司各产品单价	8
图表 16： 单运营商市场容量测算	8
图表 17： 公司及主要竞争对手业务及产品对比.....	9
图表 18： 固定网络可视化产品销售金额对比（百万元）	10
图表 19： 网络可视化宽带网产品的毛利率对比（%）	10
图表 20： 2017-2019 年中新赛克客户行业分布	10

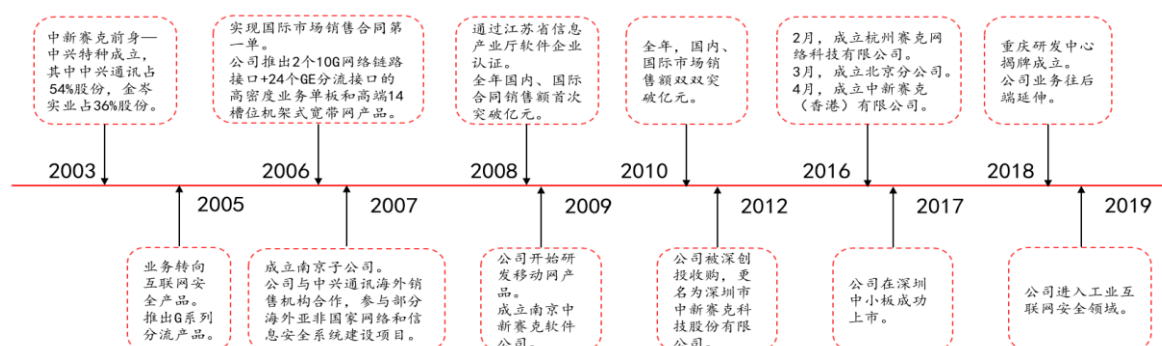
图表 21:	2017-2019 年中新赛克直销和经销占销售额比重	10
图表 22:	中新赛克主要客户层级脉络	11
图表 23:	中新赛克 2014-2019 年前五大客户销售额及占比	11
图表 24:	2014-2019 年前五大客户营收占比	12
图表 25:	网络可视化前端竞争对手对比	12
图表 26:	中新赛克销售模式、主要客户、服务内容及定价方式	13
图表 27:	同行销售费用率对比 (%)	13
图表 28:	固定式产品	14
图表 29:	移动式产品	14
图表 30:	移动互联网数据网络可视化产品	14
图表 31:	移动互联网数据网络可视化产品毛利和增长情况	14
图表 32:	公司移动互联网数据产品的逐年销售额、数量、单价 (万元)	15
图表 33:	移动互联网数据网络可视化产品市场空间	15
图表 34:	Palantir 公司创始人	16
图表 35:	Palantir 获得政府订单金额	16
图表 36:	Palantir 获得政府订单数量	16
图表 37:	公司重大事件及发展路径	17
图表 38:	Palantir 的产品及解决方案	17
图表 39:	国防部和海军联席分析功能界面	18
图表 40:	阿富汗战场的融合分析功能界面	18
图表 41:	战场空间感知态势图	19
图表 42:	Palantir Gotham 应用程序	19
图表 43:	各产品收入及毛利率预测 (百万元)	20

一、公司系网络可视化行业龙头

1.1 公司发展史及主要产品

公司前身系深圳市中兴特种设备有限责任公司，成立于 2003 年，主要股东为中兴通讯。2005 年，公司进入互联网安全领域，并推出 G 系列分流产品。2006 年公司研发出高性能固网机架式产品，占据了网络可视化基础架构产品市场的先发地位。2009 年公司开启移动网产品研发。2012 年中兴通讯将其持有的中兴特种 41.6% 的股权转让给深创投，公司更名为中新赛克科技股份有限公司，2017 年 11 月公司在深交所中小板上市。

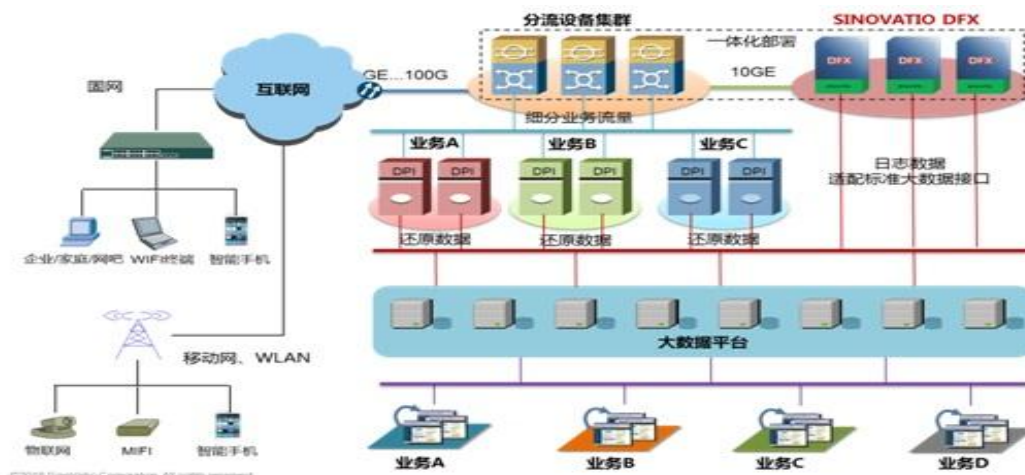
图表1：中新赛克的发展历程



资料来源：公司官网，中信建投

公司专注于数据提取、数据融合计算及其在信息安全等领域的应用，主营业务为网络可视化基础架构产品、网络内容安全、大数据运营等产品的研发、生产和销售，主要为政府、运营商、企事业单位等提供产品和服务。公司产品分为四大体系，包括宽带网产品、移动网产品、网络内容安全产品、大数据运营产品，分别覆盖了网络数据提取、数据存储和计算、数据分析和挖掘、数据应用及展示等领域。

图表2：公司宽带网产品和移动网产品示意图

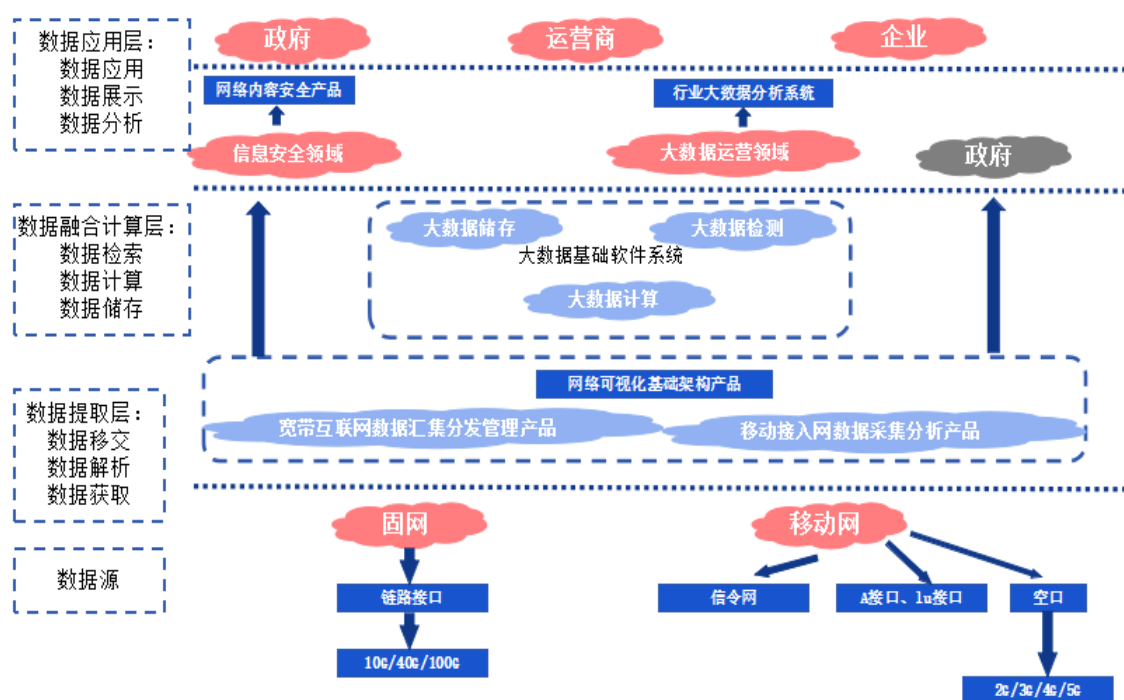


资料来源：公司官网，中信建投

公司持续进行现有产品与服务的优化和升级，研发了下一代宽带网产品等新产品，保持了市场领先地位，新增了电信诈骗防范系统，并在运营商通信流量监管市场取得突破。此外，公司还将数据提取、数据融合计算和数据应用等产品及解决方案应用于教育等行业，为公司业绩可持续发展奠定了良好的基础。

相比同行，公司的网络可视化基础架构产品更全面，客户覆盖更广泛，不仅包括宽带网产品，还包括移动网产品，实现了固网和移动网的全面布局。近两年，公司还持续拓展网络可视化的下游应用。

图表3：公司产品一览图



资料来源：公司招股说明书，中信建投

图表4：网络可视化产品介绍

产品	产品形态分类	主要作用	应用范围
宽带网产品	机架式	对网络层、传送层流量进行原始数据采集、深度检测、分层解析、按需筛选，与其他系统配合可实现对网络运行质量、协议标准、承载业务的监测、统计、管控。	应用于政府部门和运营商
	盒式		
	加速卡		
移动网产品	集中式	对移动网的空口信息进行数据采集、分层解析、按需筛选，可实现预警、应急处置、统筹研判等功能，助力于公共安全。	应用于政府部门
	固定式		
	移动式		
网络内容安全产品	基础版	提供全面精细的网页过滤、敏感信息监控、全程网络行为监管，实现动态、多层次的网络内容安全管理，达到净化网络环境、规范网络行为和维护网络内容安全的目的。	应用于政府部门
	增强版		
	智能版		

大数据运营产品	大数据基础软件系统	基于大数据的存储、分析、挖掘、展现等功能，为客户提供基础平台建设、数据模型建立和业务应用。	应用于运营商、政府和企事业单位
	行业大数据分析系统		
	基于 ARM 存储硬件设备产品		

单位

资料来源：公司招股说明书，中信建投

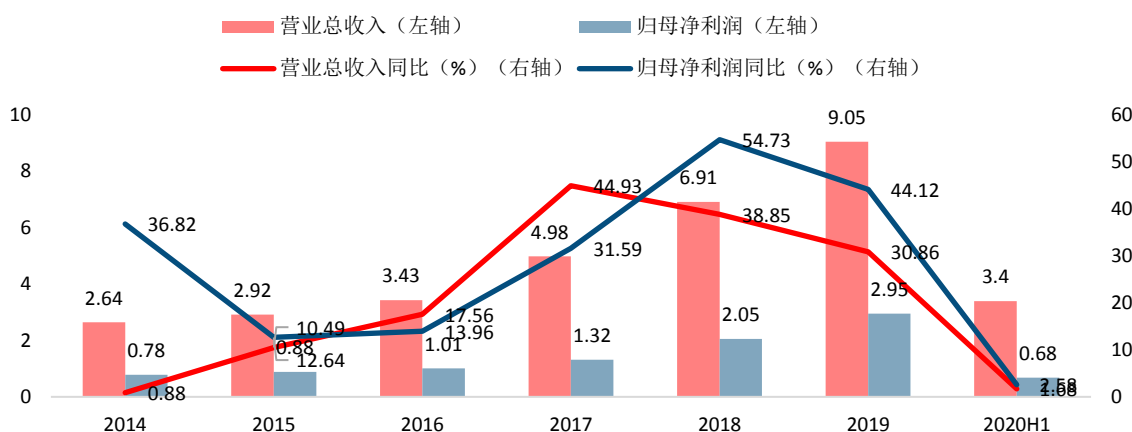
2019 年，公司研发人员达到 756 人，占公司总人数比例为 60.05%，总员工数 1259 人，较 2018 年底 1082 人增长 16.36%。公司通过了 ISO9001 质量体系认证，CMMI 3 级质量体系评估，软件企业认证，高新技术企业认证等。公司每年将销售额的 20% 以上用于研发投入，是集研发、销售、服务于一体的行业领先企业，市场份额处于领先地位。同时公司也在不断丰富产品线，尤其是商业智能领域，将是公司未来重要的拓展领域。

1.2 业绩较快增长，毛利率、净利率维持高位，期间费用率下降

公司 2019 年营业收入为 9.05 亿元，同比增长 30.86%，2020 年上半年，公司营业收入为 3.4 亿元，同比增长 1.68%；2019 年归母净利润为 2.95 亿元，同比增长 44.12%，2020 年上半年归母净利润为 0.68 亿元，同比增长 2.58%。2020 年上半年公司收入利润增速显著下降主要是受疫情影响，订单及交付延迟。

2014 年-2019 年公司经营表现优秀，营收分别同比增长 0.88%、10.49%、17.56%、44.93%、38.85%、30.86%，归母净利润分别同比增长 36.82%、12.64%、13.96%、31.59%、54.73%、44.12%。公司业绩较好的主要原因是近年来国家对网络内容安全行业的发展较为重视，在内容安全行业的投资力度不断加大。同时，公司积极推进国内外市场销售渠道建设，并不断加大研发投入，加快产品创新，促进公司主营业务营收得以大幅增长。

图5： 公司近年营业收入和归母净利润（亿元）

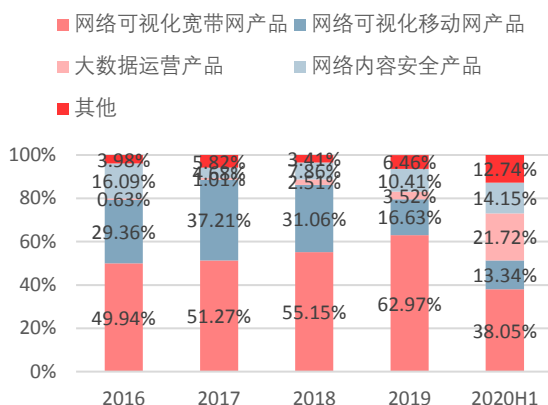


资料来源：Wind，中信建投

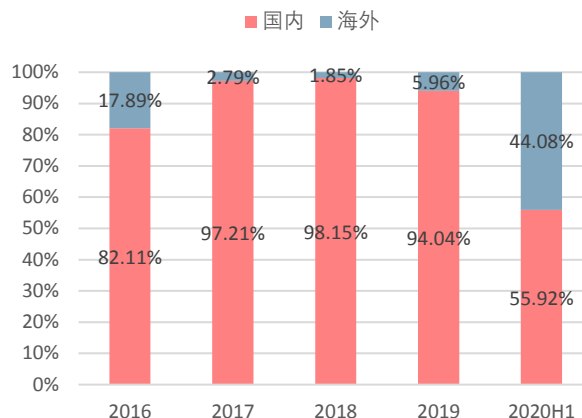
2016 年和 2017 年，公司归母净利润增速低于营收增速，主要是因为公司产品结构调整所致。随着公司业务规模和销售渠道不断扩大，规模效应开始显现，2018 年起，公司净利润增速开始高于营收增速。

2019 年起，公司网络内容安全产品与大数据运营产品收入快速增长，2020H1 海外收入占比超四成。公司主营网络可视化基础架构产品、网络内容安全、大数据运营三大业务，2019 年占营收比分别为 79.60%（宽带网产品 62.97%；移动网产品 16.63%）、10.41%、3.52%。2020H1，公司网络内容安全产品与大数据运营产品收入

大幅增长，收入占比提升至 14.15% 和 21.72%。2020H1，公司海外收入达到 1.50 亿元，同比增长 2860.28%，占收入比达 44.08%，系网络安全及大数据运营产品均有海外大额项目实施完成并确认收入所致。

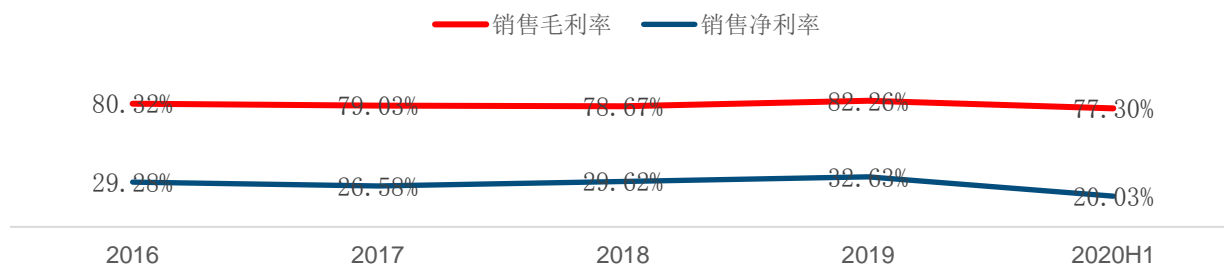
图表6： 2016-2020H1 公司营业收入构成


资料来源：Wind，中信建投

图表7： 2016-2020H1 公司营业收入地区分布


资料来源：Wind，中信建投

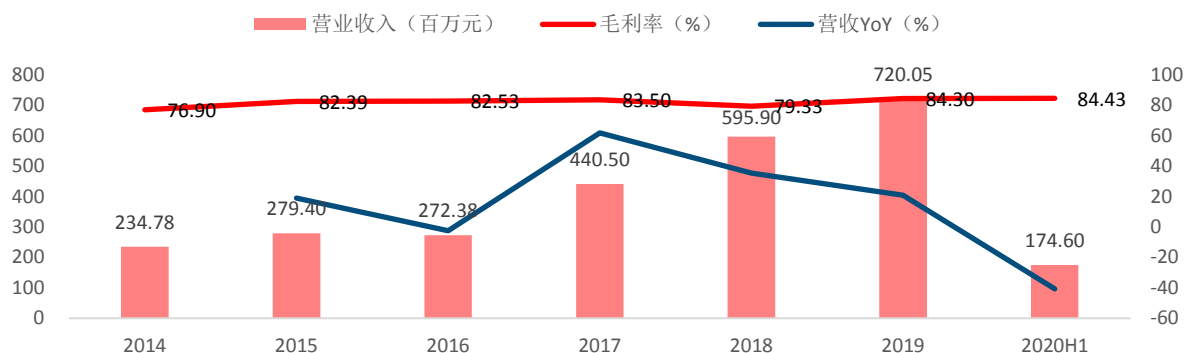
在利润率方面，公司毛利率和净利率一直处于较高水平，综合毛利率均保持在 80% 左右。2016-2019 年，公司毛利率分别为 80.32%、79.03%、78.67%、82.21%；净利率分别为 29.28%、26.58%、29.62%、32.60%；ROE 分别为 18.41%、20.09%、16.95%、21.06%。公司 2016-2018 年毛利率略有下降的主要原因是：公司毛利率相对较低的产品销售增加，导致营业成本增长幅度高于营业收入增长幅度。公司主营产品原材料成本占主营业务成本 80% 以上，原材料中主要是 CPU、DSP、FPGA、存储等芯片，此类原材料市场的价格 2017 年有过价格上浮。公司采用直销模式，能及时满足客户定制化需求，同时市场竞争格局相对较好，且多年来通过持续高研发支出维持技术优势，使公司具备较强的竞争能力。2020 年上半年，公司毛利率和净利率与 2019 年上半年基本持平。

图表8： 2016-2020H1 公司销售毛利率和销售净利率


资料来源：Wind，中信建投

公司三大主营产品的毛利率均较高。2014 年以来，公司的网络可视化基础架构产品收入持续增长，毛利率稳中有进，基本维持在 80% 以上，2018 年略有下降，2019 年恢复正常水平，贡献了公司主营业务的大部分毛利。2020 年上半年，由于疫情影响项目实施交付进度，网络可视化基础架构业务营收出现较大下滑，同比降低 40.69%，随着国内疫情得到有效控制，公司复工复产有序推进，预计下半年相关项目的推进和实施将加速进行。

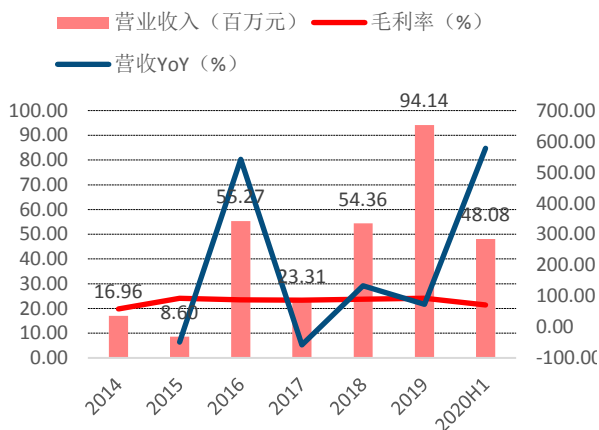
图表9： 公司网络可视化基础架构产品收入和毛利率



资料来源: Wind, 中信建投

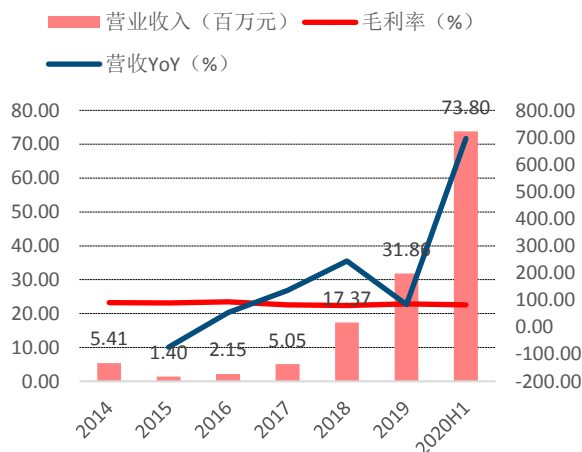
近年来, 公司网络内容安全产品和大数据运营产品收入大幅提升, 呈现高速增长态势, 2019 年两项业务增速分别达到 73.18%、83.42%, 2020 年上半年增速分别达到 578.04%、696.13%, 未来发展可期。从毛利水平来看, 网络内容安全产品最近三年的毛利率稳定, 保持在 85% 以上, 2018 和 2019 年连续两年突破 90%, 2020 年上半年因规模扩大及部分项目影响降至 71.17%。大数据运营产品的毛利率一般高于 85%, 但从 2018 年起, 因业务规模快速扩大, 毛利率水平有所下滑, 2018 年、2019 年和 2020 年上半年分别为 79.85%、85.68%、81.61%。

图表10： 公司网络安全产品收入和毛利率



资料来源: Wind, 中信建投

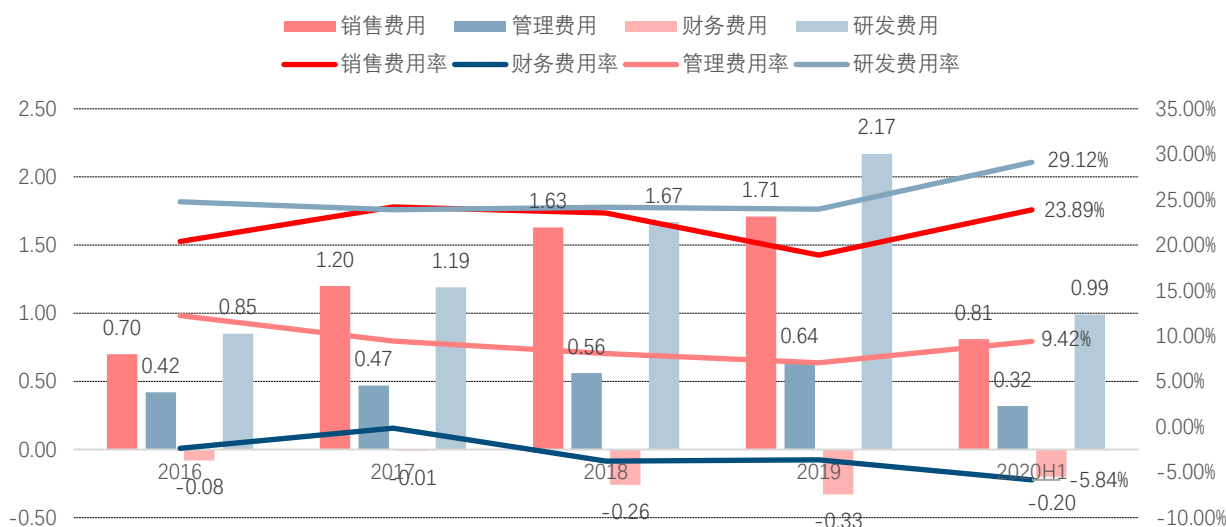
图表11： 公司大数据运营产品收入和毛利率



资料来源: Wind, 中信建投

2019 年, 公司降费增效初见成果, 整体费用率由上年同期的 51.99% 下降至 46.30%。其中销售费用为 1.71 亿元, 同比增长 4.91%, 主要是因公司业务规模扩大所致; 管理费用 0.64 亿元, 同比增长 14.29%; 研发费用 2.17 亿元, 同比增长 29.94%, 主要用于保持产品领先优势, 加快产品创新; 财务费用为-0.33 亿元, 较去年同期小幅降低。销售、管理、研发费用率分别为 18.90% (同比-4.62pct)、7.05% (同比+1.01pct)、23.96% (同比-0.21pct)。2020 年上半年, 公司期间费用率 56.60%, 同比降 1.7pct。公司继续加强研发投入, 研发费用达 0.99 亿元, 占营收比达 29.12%, 与上年同期基本持平, 销售、管理费用率分别为 23.89% (同比+1.08pct)、9.57% (同比-0.15pct)。

图表12： 公司三费及研发费用情况（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

1.3 公司的股权架构

深创投是中新赛克的第一大股东，总经理直接持股 6.27%。截至 2020 年上半年，深创投直接持有 2845.44 万股，占比 26.09%，通过广东红土、南京红土、昆山红土、郑州百瑞间接持有公司 8.41% 股份，共计持有公司 34.5% 股份。此外，总经理凌东胜直接持股 6.27%，南京创昀、南京众昀为员工持股平台，合计持股 7.96%。美亚柏科持有公司 1.76% 股份。2020 年上半年，因纽特投资有限公司和美亚柏科分别减持公司股份 231.32 万股、29.51 万股，其余持股比例超过 2% 的股东均未变更持有的公司股份数量，公司整体股权结构比较稳定。

图表13： 公司主要股东持股数量及比例

股东名称	2020 年中报披露		2019 年年报披露		2018 年年报披露	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
深圳市创新投资集团有限公司	2,845.44	26.09	2,845.44	26.66	2,845.44	26.66
凌东胜	684.00	6.27	684.00	6.41	684.00	6.41
南京创昀投资合伙企业(有限合伙)	615.60	5.65	615.60	5.77	615.60	5.77
广东红土创业投资有限公司	444.60	4.08	444.60	4.17	444.60	4.17
香港中央结算有限公司(陆股通)	270.81	2.48	未披露	未披露	未披露	未披露
南京众昀投资合伙企业(有限合伙)	252.00	2.31	252.00	2.36	252.00	2.36

全国社保基金四零六组合	219.03	2.01	161.84	1.52	未披露	未披露
平潭综合实验区因纽特投资有限公司	194.20	1.78	425.52	3.99	684.00	6.41
厦门市美亚柏科信息股份有限公司	191.77	1.76	221.28	2.07	221.28	2.07
南京红土创业投资有限公司	171.00	1.57	171.00	1.60	171.00	1.6
合 计	5,888.45	54.00	5,821.28	54.55	5,917.92	55.45

资料来源：公司年报及中报，中信建投

2020 年 6 月，公司完成股权激励，向 328 名员工合计授予 232.44 万股（占总股本比例的 2.46%），授予价格 58.43 元/股。限售期分别为自授予股权登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月，解禁比例分别为 40%、30%、30%。公司预计股权激励将分别在 2020、2021、2022、2023 和 2024 年带来摊销成本 8692.45、13907.92、9271.94、4172.37 和 1043.09 万元。我们认为，股权激励将员工和股东利益绑定为一体，为长期发展奠定了基础。

图表14： 中新赛克 2020 年 6 月股权激励公司层面解禁考核条件

	第一个解禁期	第二个解禁期	第三个解禁期
解禁比例	40%	30%	30%
解禁时间	授予股权登记完成之日起 24 个月	授予股权登记完成之日起 48 个月	授予股权登记完成之日起 36 个月
净利润	2019、2020 年两年平均值相较 2018 年增长率不低于 40%，且不低于同行业可比上市公司 75 分位值水平 2018 年归母净利润为 2.05 亿元， 2019 年归母净利润为 2.95 亿元	2019、2020、2021 年三年平均值相较 2018 年增长率不低于 50%，且不低于同行业可比上市公司 75 分位值水平	2019、2020、2021、2022 年四年平均值相较 2018 年增长率不低于 65%，且不低于同行业可比上市公司 75 分位值水平
解禁条件			
ROE	不低于 13%，且不低于同行业可比上市公司 75 分位值水平	不低于 13.5%，且不低于同行业可比上市公司 75 分位值水平	不低于 14%，且不低于同行业可比上市公司 75 分位值水平
主营业务占营收比重	不低于 90%	不低于 90%	不低于 90%

资料来源：公司公告，中信建投

二、宽带网产品需求有望回暖，未来发展可期

2.1 宽带网产品及市场容量预测

中新赛克的主要收入来源为网络可视化宽带网产品，在公司发展的早期是公司主要的利润来源，支撑起公司的成长，为公司持续提供发展所需的资金，成为公司名副其实的现金奶牛。公司的此类产品类似于电子岗哨，

与网络的带宽、网络协议的复杂程度、国家对网络内容安全的政策、政府相关部门对该项业务的预算相关度比较大。从 2016 年开始，公司宽带网产品呈现出较快增长势头。

宽带网产品是一个类似路由器、交换机的产品，设备在网络中的节点位置、后续扩容的方式与路由器、交换机类似，也属于先抢份额，后续通过扩容提升利润率的商业模式。目前，国内部署网络可视化产品的网络节点还较少，我们预计随着带宽及流量的持续增长，网络安全的需求也会日渐强烈，因此渗透率的提升空间大。

从公司招股说明书来看，宽带网产品主要形式为机架式单板和机框，单价呈上升趋势，主要原因在于随着网络端口速率的升级，单卡支持的流量处理要求上升，推动产品价值上升，类似的机框的单价也在上升。

图表15： 公司各产品单价

		单位：元/台、元/套			
项 目		2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
宽带网产品	机架式单板	236,576	173,155	149,142	131,637
	机架式机框	137,462	74,679	24,649	38,454
	盒式	34,530	43,782	38,609	175,214
	加速卡	7,193	6,509	8,972	8,421
移动网产品	固定式	69,493	79,910	48,211	40,854
	移动式	471,957	376,297	214,265	207,669
网络内容安全产品	网络内容安全软件	-	8,475,093	7,074,956	1,307,179
大数据运营产品	大数据基础软件系统	279,202	228,109	512,821	5,128,205

资料来源：公司招股说明书、中信建投

电信运营商的网络一般包括核心层、汇聚层和接入层，我们假设未来网络可视化设备下沉到汇聚层，按照网络的各个层级需要配置的端口数量及配置测算，我们预计单一运营商对宽带网硬件产品的需求为 117 亿元（此处只包括运营商网络的市场需求，不包括 IDC 机房出口、企业局域网出口等设备市场空间），如果假设三大电信运营商配置基本相同，则到总体的市场空间为 351 亿元，部署节奏假设为 3 年左右，则单年市场近 120 亿元。

图表16： 单运营商市场容量测算

	网络层	端口数	单价 (万元)	市场容量 (亿元)	配置
宽带网产品	核心层 1（省会）	74	527	3.9	1 机框+16 个单板
	核心层 2（地市）	688	271	18.6	1 机框+8 个单板
	汇聚层	12000	79	94.8	1 机框+2 个单板
	合计			117	

资料来源：C114，华为，中新赛克，中信建投

目前，国内网络可视化宽带网产品市场受两方面的因素驱动：一是网络流量的爆发，二是网络层级的渗透

率提升。我们预计从 2017-2021 年，宽带网产品行业增速在 25-35%，处于中高速增长水平，预计 2021 年产品部署开始走向汇聚层后，经过 3 年左右的时间发展，网络层级渗透率提升的逻辑将告一段落，市场的增量将主要靠数据流量驱动单节点增加板卡和单端口容量升级（比如 100G 升级到 400G/800G），硬件行业增速可能降到 15-20%。再往后，随着网络内容从原有的语音、文字向图片、视频数据升级，及物联网数据占比逐渐增大，对原始数据提取完成之后，后端分析软件产品的作用凸显，相关产品将快速增长，驱动整体网络可视化增长的因素将从硬件向软件转移。除此之外，网络部署的节点也可能扩散至数据中心、企业网等市场。

2.2 公司销售模式及主要的竞争对手分析

目前国内提供网络可视化宽带网产品的公司主要有中新赛克、迪普科技、恒扬数据、百卓网络（通鼎互联全资子公司）、长安通信和恒为科技等。总体来看，公司的市场份额领先。

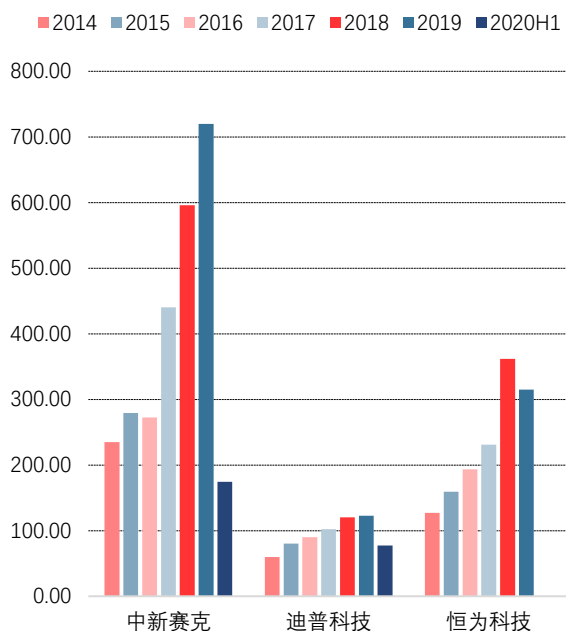
图表17： 公司及主要竞争对手业务及产品对比

主要公司	主营业务	主要产品
迪普科技	企业级网络通信产品的研发、生产、销售以及为用户提供相关专业服务。	网络安全产品包括应用防火墙、入侵防御系统、物联网应用安全控制系统等；应用交付产品包括应用交付平台、上网行为管理及流控、统一管理中心等；基础网络产品包括深度路由交换网关、盒式交换机、WLAN 产品等。
恒扬数据	为客户提供网络流量数据采集和分析产品及解决方案。	数据采集主要是高速的数据分流采集设备、采集卡；数据分析主要是应用加速产品等；大数据应用主要定位于互联网的安全审计、位置的服务等。
百卓网络	通鼎互联全资子公司，围绕网络安全、公共安全、城市安全三大业务方向，为行业用户提供专业的安全解决方案。	网络可视化产品、服务器、无线专网等。
长安通信	国家互联网应急中心全资公司，提供网络安全、信息安全、互联网与通信产品。	互联网骨干直联点监测系统、网络安全威胁感知系统等。
恒为科技	从事智能系统解决方案的研发、销售及业界领先的产品和解决方案。	网络可视化基础架构产品包括流量采集、分流汇聚、预处理、还原解析和存储子系统；嵌入式平台产品包括各种交换板、接口板、计算处理板等。

资料来源：迪普科技，恒扬科技，百卓网络，长安通信，恒为科技，中信建投

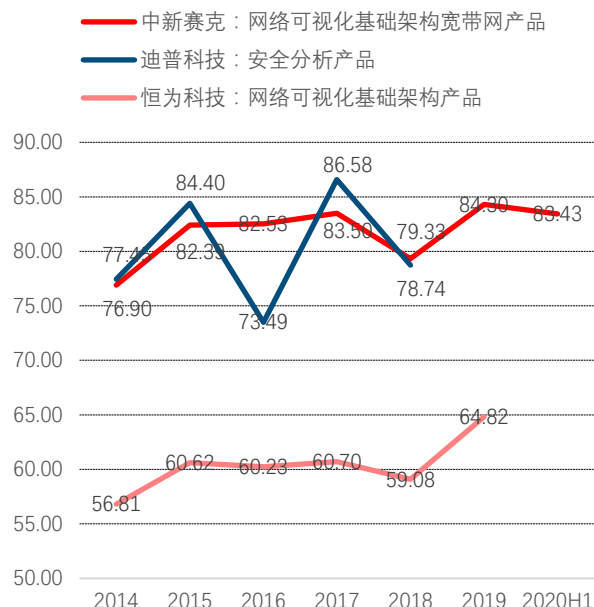
从网络可视化宽带网产品的收入来看，中新赛克的收入远高于其它公司，属于行业龙头，且增长较快，加上公司的高毛利支撑起公司的高研发投入，持续构建技术优势，有利于稳定份额，未来发展前景确定性高。

图表18： 固定网络可视化产品销售金额对比（百万元）



资料来源：中新赛克，迪普科技，恒为科技，中信建投

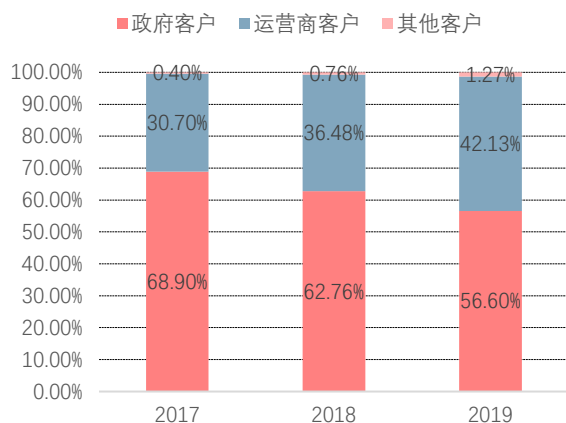
图表19： 网络可视化宽带网产品的毛利率对比（%）



资料来源：中新赛克，迪普科技，恒为科技，中信建投

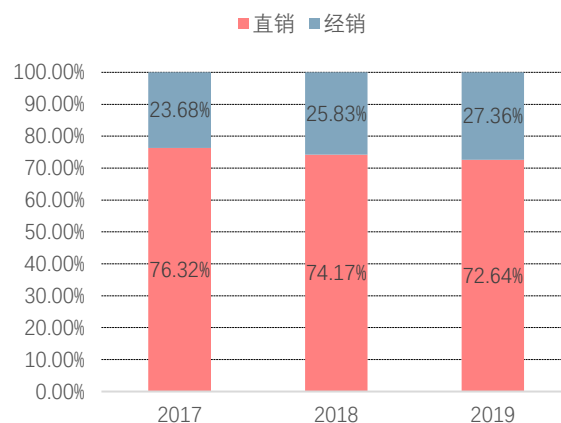
中新赛克以直销为主，重视渠道的下沉与客户的覆盖面，客户主要为政府及运营商。2019 年，公司收入 56.6% 来自政府客户、42.1% 来自运营商；从销售模式来看，直销收入占比 72.6%，近年来一直维持在 70% 以上。

图表20： 2017-2019 年中新赛克客户行业分布



资料来源：公司公告，中信建投

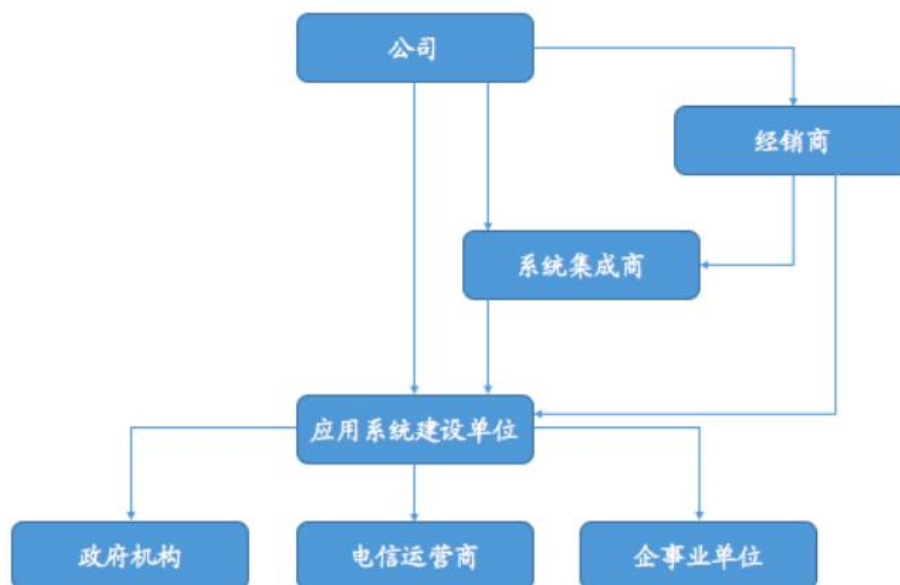
图表21： 2017-2019 年中新赛克直销和经销占销售额比重



资料来源：公司公告，中信建投

除了通过直销模式直接供货政府和运营商客户外，中新赛克也有经销模式。其中，通过神州数码等专业经销商销售的占比较大，而此类经销商主要以走量为主，要求的经销商利润很微薄。另外，公司还通过美亚柏科等系统集成商有部分销售收入。我们认为，重视直销模式是公司维持高毛利水平的重要原因之一。

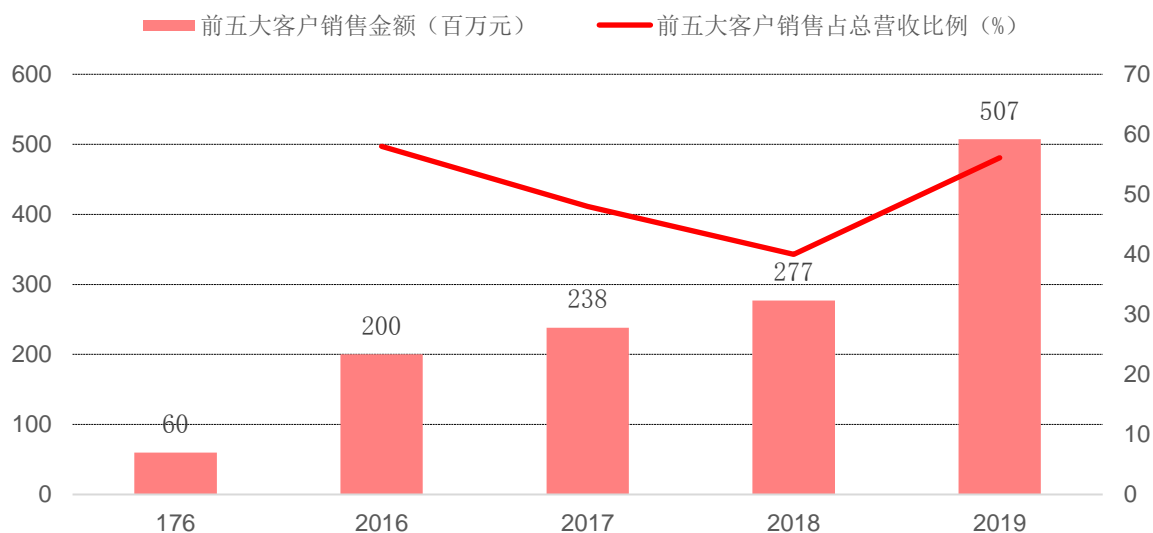
图表22： 中新赛克主要客户层级脉络



资料来源：公司招股说明书，中信建投

公司前五大客户销售额逐年升高，但占总收入比重总体呈下降趋势，2019 年提升与项目订单确认有关。与大客户建立的稳定合作关系有利于公司的长期发展，在维护原有客户关系的同时，公司也在不断扩展新的客户，并在销售、方案经营、售后服务等方面进行不断投入，以便更好地推出满足客户需求的解决方案。

图表23： 中新赛克 2014-2019 年前五大客户销售额及占比



资料来源：公司公告，中信建投

图表24： 2014-2019 年前五大客户营收占比

2019 年		2018 年		2017 年		2016 年		2015 年	
客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
1 第一名	37.06%	第一名	13.00%	神州数码	18.84%	中国移动	25.55%	中国移动	35.67%
2 第二名	8.09%	第二名	12.77%	中兴康讯	9.74%	肯尼亚政府	17.89%	信通科创	11.06%
3 第三名	4.26%	第三名	6.72%	美亚柏科	6.88%	美亚柏科	5.06%	金陵科技	4.65%
								金浦科技	
4 第四名	3.72%	第四名	4.22%	信通科创	6.32%	重庆市公安局	4.99%	广州汇智	4.46%
5 第五名	2.97%	第五名	3.34%	国家互联网应 急中心	6.01%	信通科创	4.87%	太极	4.26%
								计算机	
合计	56.10%		40.05%		47.79%		58.36%		60.10%

资料来源：公司年报，中信建投

从创始人的技术派系来看，中新赛克源于中兴通讯，恒为科技的主要客户为烽火科技，迪普科技和恒扬数据的创始人均出自华为。主设备厂商在此类公司早期的发展过程中起到很大作用，但随着业务发展，此类公司逐步脱离对原有主设备厂商的技术和市场范围的依赖，开始走上自力更生的道路。以中新赛克为例，中兴通讯在中新赛克的市场销售份额的占比逐渐降低。恒为科技向烽火科技集团的销售金额占据营业收入的 30% 以上，烽火科技按照客户的要求定制化集成恒为科技产品；迪普科技主要走代理销售模式，与公司其他网络信息安全产品销售模式类似；恒扬数据的客户主要以星网锐捷和烽火通信为主，占比达到 40% 左右。

图表25： 网络可视化前端竞争对手对比

公司名称	年份	相关业务名称	业务收入（亿元）	业务毛利率	销售渠道	客户
中新赛克	2019	网络可视化基础架构 宽带网产品	7.20	84.30%	直销为主，经销 为辅	最终客户为政府、运营 商
恒为科技	2019	网络可视化基础架构 产品	3.15	64.82%	主要面向集成商	主要客户为集成商，最 终客户为政府、运营商
迪普科技	2018（2019 未拆分）	安全分析产品	1.24	78.74%	经销为主，直销 为辅	客户主要有政府、运营 商、企业
恒扬数据	2016	数据采集设备	1.29	48.22%	直销为主	客户主要有终端用户 和集成商

资料来源：公司公告，恒为科技，迪普科技，恒扬数据，中信建投

2.3 直销模式造就高毛利

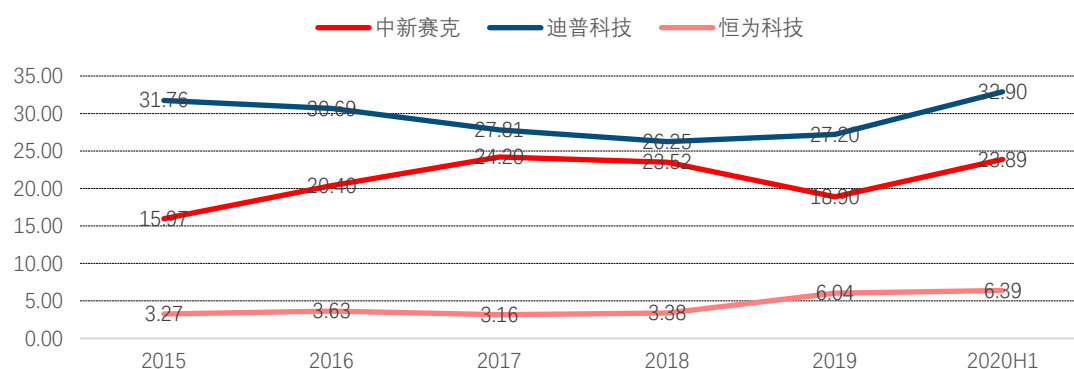
公司的网络可视化基础架构产品毛利率处于同行中较高水平，主营业务网络可视化基础架构产品毛利率常年维持在 80% 以上，而恒为科技网络可视化基础架构业务的毛利率基本维持在 60% 左右，迪普科技 2018 年后未披露相关业务数据，2014 到 2018 年相关业务的毛利率波动较大，平均来看处于 80% 左右。

图表26： 中新赛克销售模式、主要客户、服务内容及定价方式

销售模式	主体客户	产品内容	定价方式
直销	建设单位	经营范围所有产品	招标定价，部分扩容需求采用议价方式
	系统集成商	应用开发集成商	一般采用价格协商方式进行采购，部分项目采用招标定价
	成商	经营范围所有产品	
	系统建成集成商		建设单位招标价格与供应商协商一定系数定价
经销	线上客户（零售）	配件及其他	采购成本加成定价
	经销商	经营范围所有产品	-

资料来源：公司招股说明书，中信建投

与竞争对手相比，公司主要采用直销模式，直销金额占营业收入的比重保持在 70% 以上。2015 年以来，公司销售人员大幅增加，推广渠道不断扩张，导致工资薪酬和市场服务费大幅增加，销售费用率总体呈上升趋势。

图表27： 同行销售费用率对比（%）


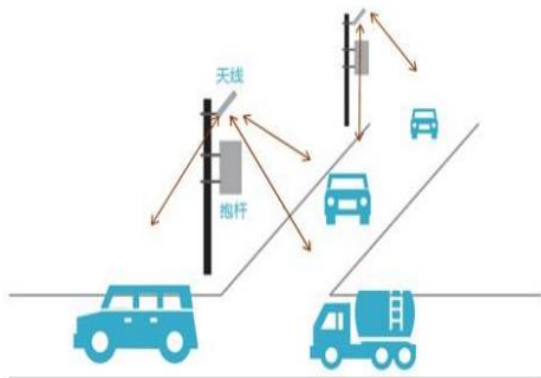
资料来源：Wind，中信建投

三、移动网络可视化产品有望随网络升级更新迭代

3.1 公司移动互联网数据网络可视化产品介绍

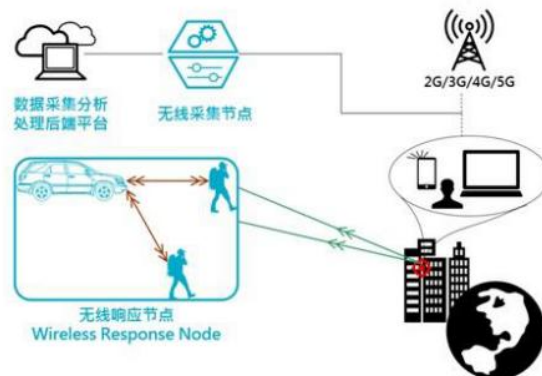
移动互联网数据网络可视化属于全新领域，与区域内基层民警数量、警务部门预算、地方治安或政治事件、网络制式发展等因素有关。移动网产品通常工作在网络层、传送层，专门用于移动网流量分析，是一种进行移动接入网原始数据获取、分层解析、按需筛选、快速移交的产品。根据其产品形态和功能不同，移动网产品可进一步细分为集中式、固定式和移动式。公司自 2009 年开始研发移动网产品，目前的移动互联网数据网络可视化产品支持全网多制式，可在全国范围内的运营商网络进行部署，巩固了公司在网络可视化市场的领先地位。

图表28： 固定式产品



资料来源：公司官网，中信建投

图表29： 移动式产品



资料来源：公司官网，中信建投

公司移动互联网数据网络可视化产品的毛利 2014-2019 年分别为 0.58 亿元、0.63 亿元、0.80 亿元、1.47 亿元、1.54 亿元、1.02 亿元，2020 年上半年毛利为 0.32 亿元，是公司主要利润来源之一。产品毛利率初期维持在 80% 左右，之后降至 70% 左右。2015 年，移动互联网数据网络可视化产品毛利较高是因为作为新产品入市价格较高且销量上升。2018 年 5G 设备进入大众视野，4G 设备售价下降，导致毛利率降低。2019 年公司移动产品销售收入和毛利率下滑，主要原因在于移动互联网数据网产品跟随网络制式更新迭代，此轮 4G 建设告一段落，而 5G 建设还未起量，预计到 2021 年，5G 网络建设达到一定规模后，移动网产品采购规模才会重新扩大。

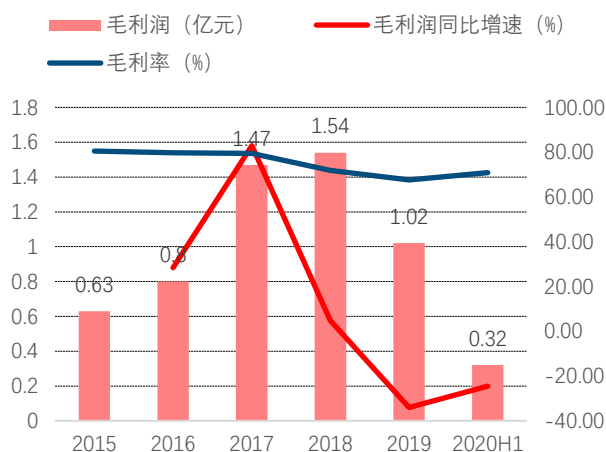
图表30： 移动互联网数据网络可视化产品



通常工作在网络层，传送层、专门用于移动网流量分析领域，是一种进行移动空口原始数据获取、分层解析、按需筛选、快速移交的产品，支持 2G/3G/4G/5G 制式，可同信息安全、网络优化与运维及大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案，本产品主要固定部署在室外。

资料来源：中新赛克，中信建投

图表31： 移动互联网数据网络可视化产品毛利和增长情况



资料来源：公司公告，中信建投

3.2 移动互联网数据网络可视化市场空间预测

由于此类产品的主要使用者为基层民警，我们初步按照全国基层民警的数量和配置比例，以及公司的产品的单价情况，预估出移动式产品整体的市场空间：乐观场景为 146 亿元，中性场景为 97.8 亿元，保守场景为 48.9

亿元；固定式产品整体的市场空间：乐观场景为 104 亿元，中性场景为 69.8 亿元，保守场景为 34.9 亿元。两者叠加，得到总市场空间估算：乐观场景为 250 亿元，中性场景为 167.6 亿元，保守场景为 83.8 亿元，如果按 5 年左右建设，则单年 16-50 亿元。但此轮 4G 网络设备采购接近尾声，后续需要等待 5G 带来的设备的更新换代。

图表32： 公司移动互联网数据产品的逐年销售额、数量、单价（万元）

		2014 年			2015 年			2016 年			2017 年		
		数量	单价	销售额	数量	单价	销售额	数量	单价	销售额	数量	单价	销售额
移动网 产品	固定式	920	4	3759	612	5	2951	603	8	4819	760	8	6080
	移动式	185	21	3842	221	21	4735	130	38	4892	213	56	11928
	合计	1105		7600	833		7686	733		9710	973		18101

资料来源：公司招股说明书，中信建投

图表33： 移动互联网数据网络可视化产品市场空间

		渗透率	单价（万元）	派出所数	警车数	市场空间（亿元）
固定式	乐观场景	120%	*	*		104
	中性场景	80%	*	*		69.8
	悲观场景	40%	*	*		34.9
移动式	乐观场景	12%	*		*	146
	中性场景	8%	*		*	97.8
	悲观场景	4%	*		*	48.9

资料来源：观察者网，中信建投

未来，网络可视化市场有望按着以下三个趋势发展：一是信息安全威胁与影响加强，内容与流量监管成为常态。随着互联网的迅速发展，虚假/垃圾信息、网络谣言、APT/DDoS 攻击以及色情、暴力、赌博等不良内容迅速增加，严重地影响了互联网产业的健康发展，与此同时，政府已逐步加强针对信息安全的法律规划，实现信息安全的审查制度、准入制度及安全防御制度的法律化。二是互联网流量急剧增长，电信运营商“智能管道”经营成为必然。截至 2020 年 6 月底全国已建成 5G 基站 41 万站，预计 2020 年全年将新建 5G 基站 60 万站左右，未来网络数据流量将迅猛增长，将对电信运营商的网络管理方式提出新的要求。电信运营商已正式进入 5G 时代，面对流量增长压力及网络负载不均衡、网络资源利用率低等问题，电信运营商建设“智能管道”不仅可为用户按约提供优质网络资源，还可以在不断增长的流量与成本控制间找到平衡，切实实现收入增长。三是挖掘网络流量潜在价值，“流量的大数据经营”成为发展趋势。网络可视化产品作为信息安全、智能管道、流量大数据经营等领域的核心产品，未来有望迎来新一轮的快速发展阶段。

四、从 Palantir 看大数据公司的估值

Palantir 公司是一家美国的软件和服务公司，于 2003 年成立于硅谷，总部位于帕罗奥图，以大数据分析为主业。公司于 2004 年开始实际运作，2015 年估值达到 200 亿美元，在初创公司中仅次于 Uber 和 Airbnb，被誉为硅谷最神秘的大数据独角兽企业。

2020 年 8 月 25 日，Palantir 向美国证券交易委员会递交了招股书，拟采用直接上市的方式登陆纽约证券交易所，目标估值为 260 亿美元。今年 4 月该公司曾表示，预计今年将实现盈亏平衡，营收将突破 10 亿美元。根据公司招股书，Palantir 2019 年实现营收 7.43 亿美元，净利润为-5.80 亿美元，销售和营销支出达 4.5 亿美元。2020 年上半年公司实现营收 4.81 亿美元，净利润为-1.61 亿美元。

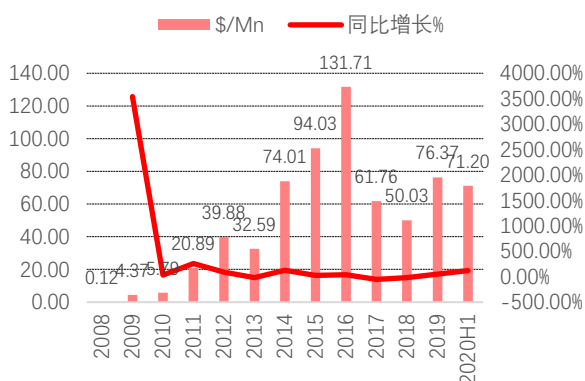
图表34： Palantir 公司创始人



资料来源：Palantir，中信建投

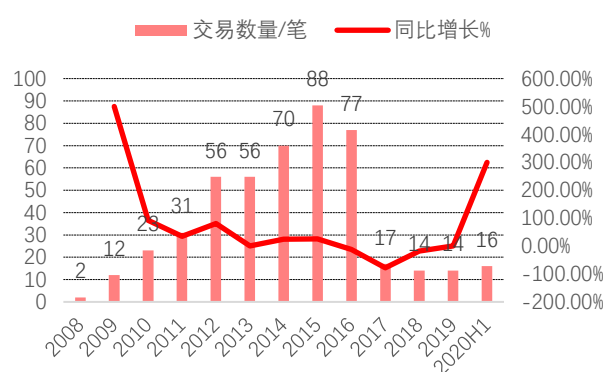
Palantir 的主要客户有美国联邦调查局（FBI）、美国中央情报局（CIA）、美国国家安全局（NSA）、美国军队和各级反恐机构，同时业务还涉及金融、医疗、零售、生物科技、自然灾害救援、网络安全等多个领域，目前是全球最大的大数据公司。最出名的案例是以大数据技术帮助美军成功定位和击毙基地组织首脑本·拉登。

图表35： Palantir 获得政府订单金额



资料来源：USA spending，中信建投

图表36： Palantir 获得政府订单数量



资料来源：USA spending，中信建投

Palantir 从定制业务入手，深入垂直行业，然后逐渐形成相对标准化的产品，并基于此在适合大数据发挥价值的场景上升级端到端的技术解决方案。公司扎根行业、顺势而为的产品路径决定了其产品兼具通用性与行业经验积累，从而推动了 Palantir 厚积薄发的成长历程。

图表37： 公司重大事件及发展路径

时间	融资金额	事件	估值
2010	完成 D 轮融资 9000 万美元	投资人包括 Founders Fund、Glynn Capital Management 等;发现名为“Shadow Network”的网络间谍组织	7.37 亿美元
2011	E、F 轮分别融资 5000、7000 万美元	Founders Fund 及其他	25 亿美元
2013	先后融资 1.965 亿美元、1.775 亿美元	收购 Voicegem 公司	90 亿美元
2014	融资 5 亿美元	Palantir 连续收购了社交测试服务公司 Poptip 和社交媒体数据分析创业公司 Propeller	150 亿美元
2015	融资 8.84 亿美元	收购全渠道营销平台的创业公司 Fancy That	203.3 亿美元
2016	获得 2000 万美元的投资	Palantir 购买了一家创业公司 Kimono Labs;收购了数据可视化创业公司 Silk	210 亿美元
2020		Palantir 向 SEC 递交了招股书,计划以代码“PLTR”直接登陆纽交所,而非采用传统的 IPO 发行股份募资方式。	目标为 260 亿美元

资料来源: Palantir, 中信建投

Palantir 提供一系列数据分析平台和软件,通过数据整合、自定义指标发展和数据建模来帮助企业、政府、非营利机构客户整理、分析、利用不同来源的结构化和非结构化数据。最初的客户主要是美国的政府部门,例如美国中情局、国土安全局、FBI、国家安全局、五角大楼和各地警察局等。Palantir 给他们开发定制软件分析数据,来获取情报。2010 年,Palantir 获得了第一个商业客户 J.P. Morgan,业务开始向金融领域扩展。目前 Palantir 有两大核心产品,Palantir Gotham(国防及政府部门客户)和 Palantir Metropolis(金融客户),Palantir Gotham: Palantir 的第一个产品,为政府设计,帮助国防机构识别潜在的威胁。该平台的基础模型基本上是图形,主要围绕对象及其之间的链接构建。Palantir Metropolis: 又名 Palantir Finance,主要是为金融业设计,帮助进行欺诈检测。该平台围绕时间序列构建,它的基础模型是一系列事件。该平台适用于分析保险索赔数据,网络流量和金融交易模式。它可以帮助用户在数学上分析随着时间推移的模型行为。

图表38： Palantir 的产品及解决方案

大数据产品	Palantir Gotham	服务政府事务,警务、军队、各级军事安全客户
	Palantir Metropolis	服务金融、法律及其它客户
三大关键技术	知识图谱	知识图谱允许用户搜索引擎知道的所有事物、人物或者地方,而且能够显示查询的实时信息,表征了公安大数据的本质语义关联,比传统的关系型数据库更加自由多样化。
	大数据人机可视化交互	综合运用了大数据可视化、知识图谱化、地图 GIS 化等手段,同时开放了大量方便的人机交互接口,实现了人与机器、人与人之间的协同工作,大大提升了警务人员掌控数据的能力。
	非结构化精准搜索与挖掘	准确地捕捉到用户所输入语句后面的真正意图,并以此来进行搜索与挖掘,从而更准确地向用户返回最符合其需求的搜索结果。

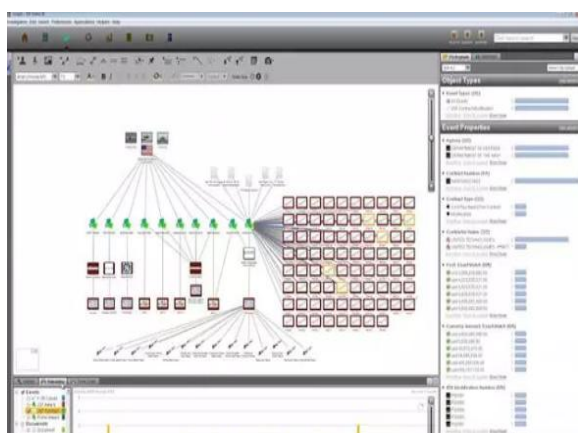
主要客户 美国联邦调查局（FBI）、美国中央情报局（CIA）、美国国家安全局（NSA）、美国军队、各级反恐机构、金融大鳄等

资料来源：Palantir，中信建投

Palantir 的两大产品体系下辖十多种解决方案，如反欺诈、网络安全、国防安全、内部威胁、危机应对、保险分析、案例管理、疾病控制、智能化决策等。Palantir 以网络安全为主业，核心理念在于创造一种人脑和计算机智能“共生”的关系，发挥两者各自的特长，解决实际、困难的数据分析问题。

以军事国防解决方案为例： Palantir 提供了一个基于全量多模态数据融合和协同挖掘分析的大数据支撑框架，可以对在地理、空间上分散的人、装备、环境、事件等进行大规模实时关联和因果分析，以指导复杂战场环境下的军事行动。这些大数据技术已被美国军方广泛运用，如定位战场可能存在的炸弹或地雷位置，帮助美军规划最优作战路径。Palantir 的大数据分析技术已经深入美国核心情报军事机构，帮助其实现作战打击链的全局决策支持，从分析情报、打击目标，再将军事行动中获得的最新情报与现有大数据进行融合更新，极大提高了情报分析和指挥决策能力。

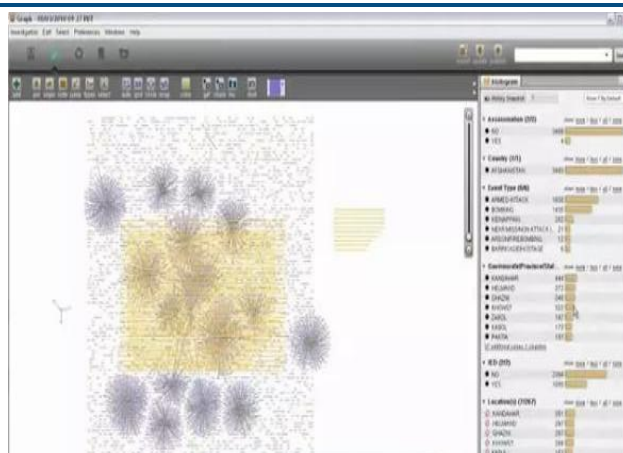
图表39： 国防部和海军联席分析功能界面



资料来源：公司年报及中报，中信建投

注：对其舰船、飞机、情报文本和相关战场环境资源做了融合和关联，在统一视图里面进行管控，技术实现上把上述资源映射为各类事件、实体、对象及其关系。

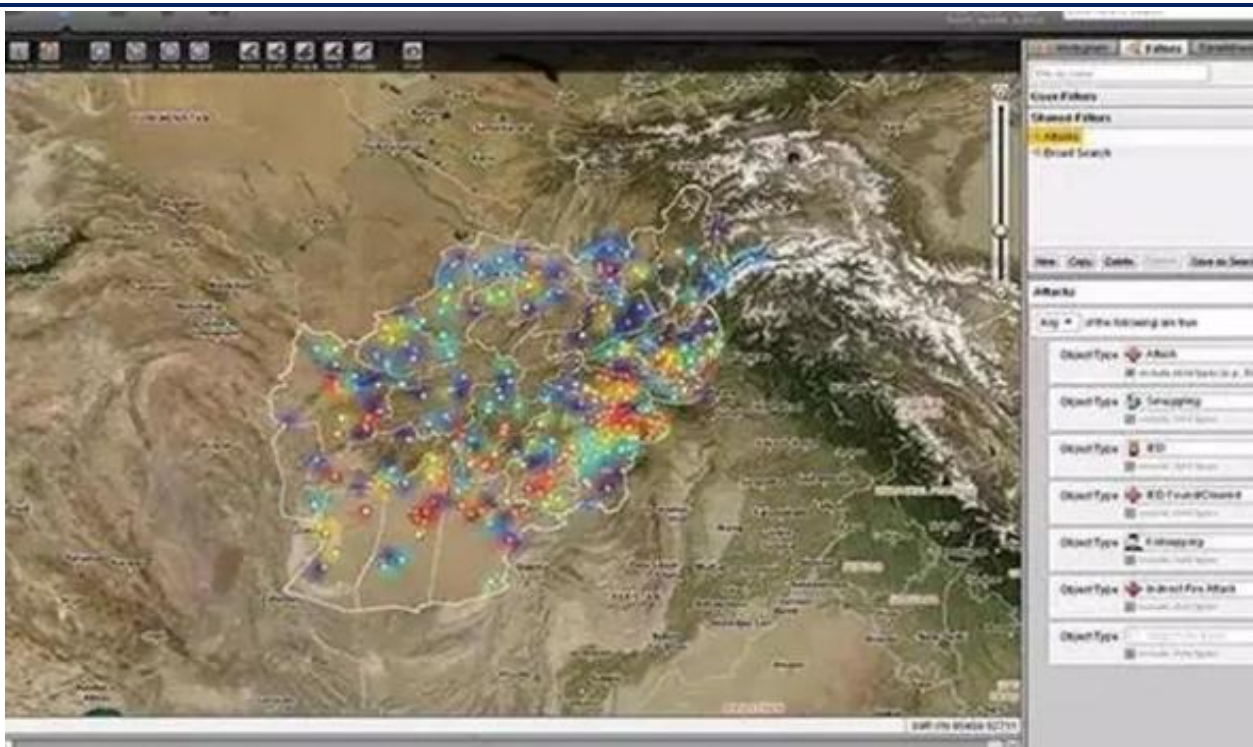
图表40： 阿富汗战场的融合分析功能界面



资料来源：公司年报及中报，中信建投

注：对各个区域的各类事件（武装袭击、爆炸、绑架等）进行了大规模关联分析，通过大规模数据可视化钻取和查询，可以找出事件之间的因果关系链。

图表41： 战场空间感知态势图



资料来源：Palantir、中信建投

注：战场环境下各类资源和事件总体态势分析

图表42： Palantir Gotham 应用程序

应用程序	简介
图表	<p>图表应用可以视觉化数据对象间的语义关系，数据对象被以网络中的点和边界的形式形象地描绘出来；</p> <p>过滤工具使用户可以深度探讨感兴趣的数据对象；</p> <p>具有时间线功能可以可视化事件顺序，还有时间轮功能展示重复事件的周期和频率；</p> <p>综合性柱状图可选出和过滤具有相同属性的数据对象，比如相同的地址，电话号码、或者相同领域名称；</p> <p>将通讯数据、支付数据、船运数据及其他数据通过网络时的情况可视化功能；</p> <p>用户可以通过调整图表中网络节点和边界分布来可视化网络中的不同特点。</p>
地图	<p>地图应用程序提供地理空间分析功能，它将地图中的对象基于地理位置进行可视化，提供直方图，时间线、时间轮这些可视化形式；</p> <p>可视化热点图阐释了一幅地图上关注对象的密度；</p> <p>在地图中的意象是完全可插入式的，可以实现不同来源意象的转换，整合自有的意象，通过联合两个或两个以上的意象创建复合的意象集；</p> <p>标记语言和电子地图文件可作为独立地图层导入，这些图层包含的特征点可被用作选择和过滤具有相似特征的对象；图层可以根据其包含的数据进行计算的结果着色和加标签。</p>
对象资源管理器	<p>对象资源管理器应用程序允许用户在大规模数据集中根据自己关注点深入挖掘；</p> <p>在 Horizon technology 的支持下，对象资源管理器应用程序允许分析人员定义一系列过滤器并将之运用在数以十亿</p>

浏览器

计的数据对象中，以此得到值得关注的下层数据，它们可以被其它的 Gotham 应用程序进行分析。

在浏览器应用程序内，用户可以查看数据并将结构性的性质应用于非结构文件中：

在浏览器读取原始文本时，用户可以“标记”特定文字，从而将一个文件与动态本体中的某一个或者某一些特定对象联系起来，使这些数据能够在其他 Gotham 应用程序中得到分析。

移动端

移动平台将 Palantir Gotham 的作用范围扩大到实时领域，如灾后人道主义救援响应和联合执法行动。在安卓和 iOS 两种系统上均能运行，实现现场工作人员和基地人员的实时合作。用户可以整理现场报告，上传照片和视频，记录小组成员位置，并且搜索和利用整合在 Gotham 平台上的数据。

资料来源：Palantir、中信建投

Palantir 凭借其强大的数据分析能力，目前客户群体已经从最初的政府机构拓展到了更多的行业，包括：银行、保险、零售、医疗保健、石油和天然气、个人征信等。如美国银行、对冲基金 Bridgewater Associates 都使用它们的技术监管交易。根据招股说明书数据，公司 2018、2019 年公司商业客户收入分别为 3.40、3.97 亿美元，占收入比分别为 57.2%、53.5%。

五、投资建议

目前公司主要以网络可视化硬件产品为主，包括宽带网产品和移动网产品。我们预计 2020-2021 年，随着宽带网产品行业大发展，相应的产品将成为公司主要的收入和利润增长来源；移动网产品受网络制式从 4G 向 5G 更新迭代的影响，2019-2020 年发展趋缓，但预计 2021 年及以后，随着 5G 产品起量将重回增长通道。

我们预计公司的软件产品后续将占到整个网络可视化市场较大的比重，也将成为公司近几年发展的重中之重及未来的核心收入与利润增长点。2019 年年报显示，公司大数据运营产品收入为 3185.51 万元，同比增长 83.39%，占收入比重为 3.52%，2020 年中报显示，公司的大数据运营产品收入达到 7380.28 万元，同比增长 696.13%，占收入比重提升至 21.72%。此外，公司的网络内容安全产品也实现高速增长，2019 年和 2020 年上半年分别实现收入 9413.55 万元和 4807.82 万元，同比增速分别达到 73.17% 和 578.04%，占收入比重分别为 10.41% 和 14.15%。我们预计，软件产品后续将成为公司主要的收入增长来源之一，且市场空间更大，发展可期。随着公司加强网络可视化后端市场的拓展，软件产品收入占比有望提升，进而可能参考 Palantir 的发展路径，实现突破。

根据行业发展趋势及公司发展计划，我们预计公司 2020-2022 年产品收入及毛利率如下表。

图表43： 各产品收入及毛利率预测（百万元）

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	营收	691.21	904.51	869.53	1,261.92	1,700.04
	毛利率	78.67%	82.26%	78.83%	78.77%	76.43%
	增速	38.85%	30.86%	-3.87%	45.13%	34.72%
固网产品	营业收入	381.20	569.91	427.43	641.15	897.61
	毛利率	83.57%	88.71%	87.00%	86.00%	83.00%
	增速	49.35%	49.42%	-24.96%	50.00%	40.0%
移动网产品	营业收入	214.70	150.44	112.83	141.04	183.35
	毛利率	71.79%	67.59%	70.50%	68.50%	65.00%
	增速	15.90%	-29.93%	-25.00%	25.00%	30.00%

网络内容安全	营业收入	54.36	94.14	120.50	174.72	223.65
	毛利率	92.00%	92.84%	73.00%	73.00%	70.00%
	增速	133.20%	73.17%	28.01%	45.00%	28.00%
大数据产品	营业收入	17.37	31.86	121.07	199.76	279.67
	毛利率	92.00%	85.68%	83.00%	83.00%	81.00%
	增速	243.93%	83.39%	280.06%	65.00%	40.0%
其他	营业收入	23.58	58.47	87.71	105.25	115.77
	毛利率	21.50%	46.47%	52.00%	50.00%	45.00%
	增速	-18.55%	147.96%	50.00%	20.00%	10.00%

资料来源: Wind, 中信建投

扣除股权激励费用后,我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 2.13 亿元/3.20 亿元/5.46 亿元,PE 为 56X、37X、22X,如果加回股权激励摊销费用,则 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 3.00 亿元/4.59 亿元/6.39 亿元,PE 为 39X、26X、19X。考虑到公司近三年股权激励费用较高,而公司市场地位领先,管理经营优秀,行业需求正在复苏,公司后端软件产品有望实现突破,维持“买入”评级。

六、风险提示

- 1、政府预算缩减,国内网络可视化行业发展不及预期;
- 2、行业客户组织架构调整,客户数量减少,投资增速下降;
- 3、市场竞争加剧,份额及毛利率明显下滑;
- 4、国际环境变化,影响公司的供应链安全及海外拓展;
- 5、疫情影响导致公司下半年业绩表现一般;
- 6、大额解禁压力等。

七、报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1841	1828	2228	2543	3489
现金	1071	1258	1901	2022	2763
应收票据及应收账款合计	460	306	0	0	0
其他应收款	10	9	9	16	18
预付账款	7	4	7	8	12
存货	228	237	296	480	681
其他流动资产	66	16	16	16	16
非流动资产	294	291	272	354	432
长期投资	0	4	7	11	15
固定资产	71	97	80	120	164
无形资产	29	28	26	24	23
其他非流动资产	194	162	159	198	230
资产总计	2134	2119	2501	2897	3921
流动负债	825	581	815	1007	1604
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	80	73	0	0	0
其他流动负债	745	508	815	1007	1604
非流动负债	15	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	18	18	18	18
负债合计	840	599	833	1025	1623
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	107	107	174	174	174
资本公积	539	539	474	474	474
留存收益	649	874	1016	1233	1611
归属母公司股东权益	1294	1520	1668	1871	2298
负债和股东权益	2134	2119	2501	2897	3921

现金流量表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	226	264	660	292	901
净利润	205	295	213	320	546
折旧摊销	12	20	13	17	24
财务费用	-26	-33	-42	-51	-62
投资损失	0	-1	-2	-1	-1
经营性应收项目的减少	-311	127	303	-2	-3
经营性应付项目的增加	357	-234	234	192	597
其他经营现金流	346	-144	175	9	396
投资活动现金流	-111	-19	7	-97	-101
资本支出	54	71	-22	78	74
长期投资	-58	50	-4	-4	-4
其他投资现金流	-115	101	-19	-23	-31
筹资活动现金流	-50	-69	-23	-73	-59
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	0	68	0	0
资本公积增加	-40	0	-64	0	0
其他筹资现金流	-50	-69	-27	-73	-59
现金净增加额	69	176	643	121	741

资料来源：公司公告，中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	691	905	870	1262	1700
营业成本	147	160	184	268	401
营业税金及附加	18	7	16	23	30
销售费用	163	171	178	208	247
管理费用	56	64	143	233	187
研发费用	167	217	209	290	366
财务费用	-26	-33	-42	-51	-62
资产减值损失	28	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	83	36	41	52	53
投资净收益	-0	1	2	1	1
营业利润	221	310	224	343	586
营业外收入	3	1	10	4	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	223	310	234	347	590
所得税	19	15	21	27	44
净利润	205	295	213	320	546
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	205	295	213	320	546
EBITDA	204	292	200	305	542
EPS（元）	1.92	2.77	1.22	1.84	3.13

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	38.8	30.9	-3.9	45.1	34.7
营业利润(%)	56.1	40.2	-27.6	52.8	70.8
归属于母公司净利润(%)	54.7	44.1	-27.7	50.0	70.5
获利能力					
毛利率(%)	78.7	82.3	78.8	78.8	76.4
净利率(%)	29.6	32.6	24.6	25.4	32.1
ROE(%)	15.8	19.4	12.8	17.2	23.9
ROIC(%)	85.0	194.2	-46.1	-89.1	-77.7
偿债能力					
资产负债率(%)	39.4	28.3	33.3	35.4	41.4
净负债比率(%)	-82.7	-82.8	-114.3	-108.7	-120.9
流动比率	2.2	3.1	2.7	2.5	2.2
速动比率	2.0	2.7	2.4	2.0	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.8	2.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.6	2.2	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.92	2.77	1.22	1.84	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	1.32	3.78	1.67	5.16
每股净资产(最新摊薄)	12.12	14.24	9.54	10.66	13.10
估值比率					
P/E	43.9	30.4	68.8	45.8	26.9
P/B	6.9	5.9	8.8	7.9	6.4
EV/EBITDA	66.9	46.0	63.8	41.6	22.0

分析师介绍

阎贵成：北京大学学士、硕士，近 8 年中国移动工作经验，4 年通信行业证券研究工作经验。目前专注于 5G、物联网、云计算、光通信等领域研究。系 2019 年《新财富》、《水晶球》、Wind 通信行业最佳分析师第一名，2019 年金牛奖最佳分析师，2017-2018 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队核心成员。

武超则：中信建投证券研究发展部行政负责人，董事总经理，TMT 行业首席分析师，专注于 TMT 行业研究，包括云计算、在线教育、物联网等。2013-2019 年连续七年《新财富》通信行业最佳分析师第一名，《新财富》白金分析师，2014-2019 年《水晶球》通信行业最佳分析师第一名，2019 年 Wind 通信行业最佳分析师第一名，2019 年金牛奖最佳分析师。

研究助理

梁廷 13560794668 liangtingbj@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海
证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 B 座 22 层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk