

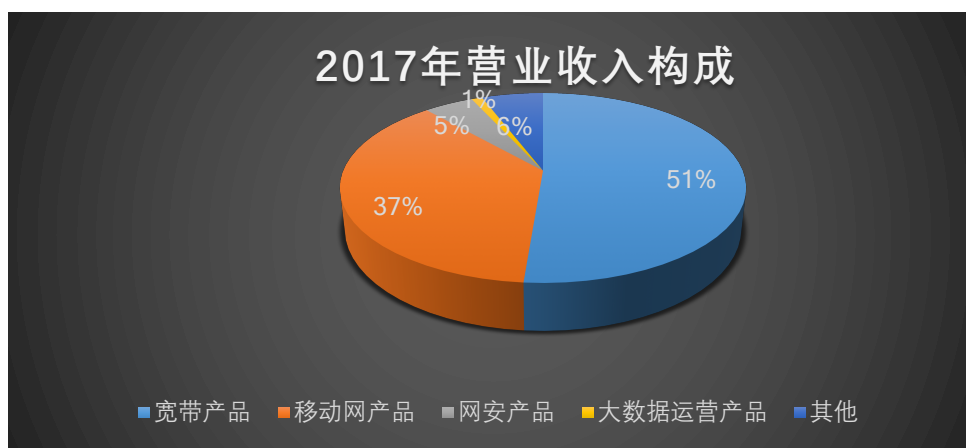
中新赛克分析

一、主营业务业务分析

公司前身为中兴通讯旗下中兴特种设备有限公司。2005—2012 年，公司先后经过七次股权转让从中兴通讯剥离。目前公司的控股股东为深创投，后者承诺上市五年内不减持股票。可以看出公司的技术背景与财务背景深厚。

整体来看，公司的业务涵盖了数据提取、网络安全和大数据运营三大业务单元，其中数据提取业务属于前端采集业务，是公司的主营业务，占 2017 年营业收入的 88%。2017 年，公司中标电信侧配套工程项目，合同金额约 4.9 亿元，预计于 2019 年 12 月 31 日前完成合同，为公司近两年业绩提供保障。

网络安全业务与大数据运营业务属于后端分析业务，属于公司未来发展的聚焦点。大数据运营业务虽然在营业收入中占比不大，但增长在三大业务单元最为迅速，2017 年同比增长 135%。公司针对公安行业大数据开发的综合信息采集分析系统，已实现数十个项目的商用，具备较强竞争力。根据季报披露，公司将收购迈科网络 8% 的股份，而后者专注于网络流量数据和网络行为数据的分析和优化。



从成本端看，2017 年数据提取业务单元营业支出约为 7269 万元，对应 4.4 亿元营收，主营业务毛利率高达 83%。

2017 年数据提取业务营收与支出

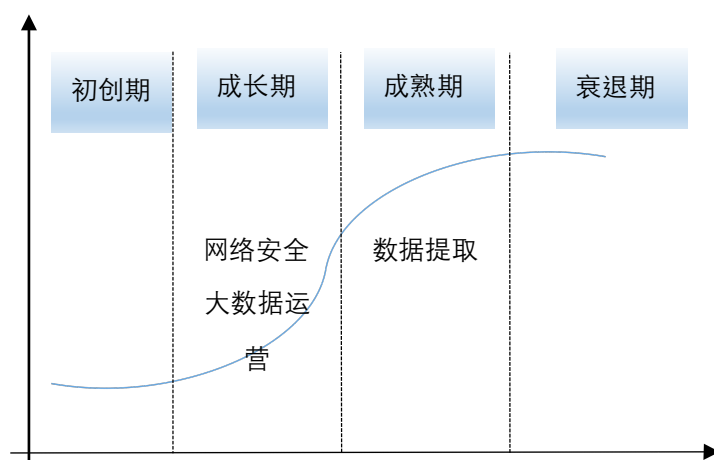
	营业收入	营业成本	毛利润
宽带产品	¥255,244,429.14	¥34,552,549.43	86%
移动网产品	¥185,253,029.55	¥38,147,330.88	79%
总计	¥440,497,458.69	¥72,699,880.31	83%

从行业周期来看，数据提取业务，尤其是移动端市场逐步进入成熟期，公司招股说明书指出，由于 4G 技术普及，全国市场对数据可视化设备开展大规模部署，用户批量采购需求增长，市场竞争对手增加，故公司 2017 年上半年移动制式产品市场价格有所下降。但是，公司在手订单充足，随着 5G 系统的研发与商用，可以预见数据提取业务在未来两年仍然会为公司的未来发展提供充足动力。

而公司立足数据提取端的优势积极拓展后端产品，形成“蓝海效应”。网络安全业务目前处于成长期，应用场景包括公安、医疗、教育等，市场前景广阔。

大数据运营业务虽然对公司利润贡献不大，但是增速较快。

产业周期



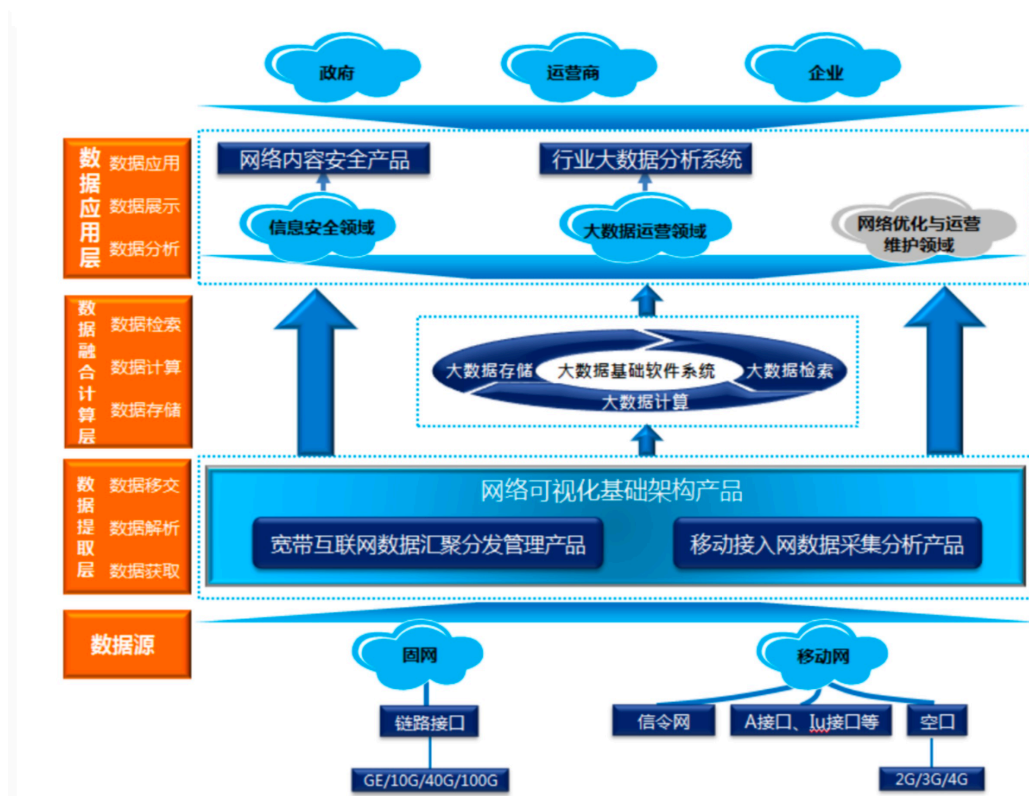
2016-2017 年营业收入构成

	2016	2017	增速
数据提取	¥272,384,623.12	¥440,497,458.69	62%
网络安全	¥55,273,517.78	¥23,310,951.70	-58%
数据运营	¥2,153,738.11	¥5,050,599.91	135%

二. 行业分析

根据前文分析，公司前端业务为数据提取，而后端产品为网络安全与数据运营产品，三者相互协同，形成“蓝海效应”。

公司产品地图



来源：中新赛克招股说明书

（一）网络可视化

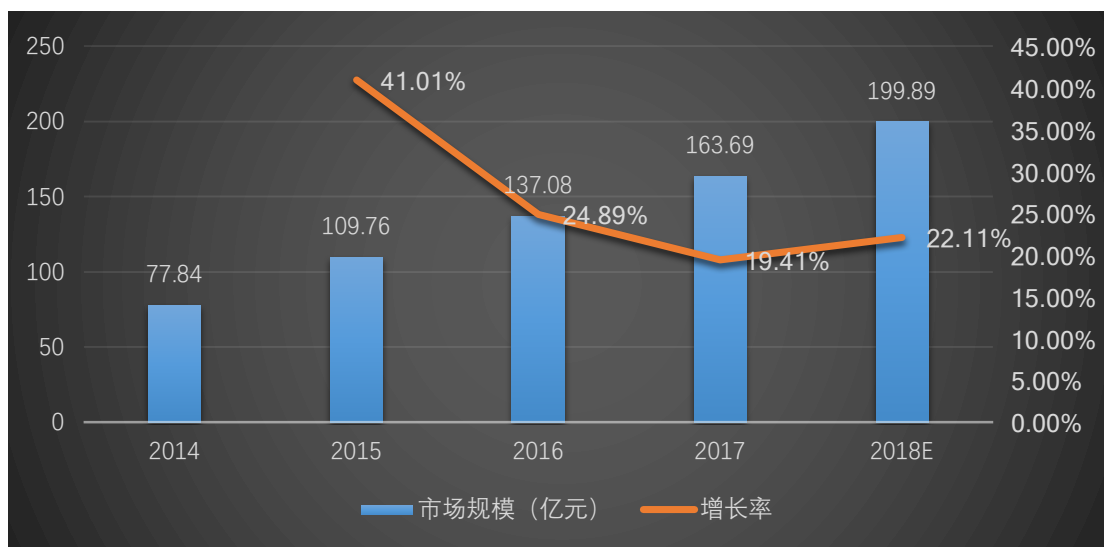
首先，随着 4G 网络普及，我国网民数量持续增长。根据中国互联网络信息中心(CNNIC)最新数据，截至 2017 年 12 月，我国网民规模达 7.72 亿，全年共计新增网民 4,074 万人，互联网普及率为 55.8%，较 2016 年底提升 2.6 个百分点，我国手机网民规模达 7.53 亿，较 2016 年底增加 5,734 万人，网民中使用手机上网人群的占比由 2016 年的 95.1%提升至 97.5%，同时中国国际出口带宽为 7,320,180Mbps，年增长率为 10.2%。同时根据工业与信息化部发布的 2017 年通信业统计公报，移动宽带用户(即 3G 和 4G 用户)总数达 11.3 亿户，全年净增 1.91 亿户，占移动电话用户的 79.8%;4G 用户总数达到 9.97 亿户，全年净增 2.27 亿户。网民数量的增长带动了网络数据的爆炸式增长，为网络数据可视化从物理到分析再到应用创造了广阔的市场需求。

其次，我国网络基础设施建设步伐加快，“光进铜退”趋势明显。根据工业与信息化部发布的 2017 年通信业统计公报，全年新建光缆线路长度 705 万公里，全国光缆线路总长度达 3747 万公里，比去年增长 23.2%。同时，全国净增移动通信基站 59.3 万个，总数达 619 万个，是 2012 年的 3 倍。其中 4G 基站净增 65.2 万个，总数达到 328 万个。可以预见，随着网络基础设施建设的进一步完善以及即将到来的 5G 时代，网络可视化基础设施架构将受益显著。

再次，在这个“数据为王”的时代，网络可视化是挖掘数据潜在价值的基础性工作，处于整个大数据产业链上游。

综上所述，在网民数量及移动用户数持续增长、网络基础设施建设步伐加快的环境下，我国网络流量数据快速增长，网络可视化产品市场将迎来一个扩张期。

2014-2018 年我国网络可视化市场规模与增长



数据来源：赛迪顾问

(二) 网络安全

首先，随着固网、移动网等发展，使得网络应用进入了各个领域，不仅带来生产、生活的改善，也为诸如暴力、淫秽甚至恐怖主义等提供便利，针对内容安全的管理成为迫切的需要，国家相关部门越发重视针对包括固网、移动网等领域的监管。其次，随着威胁、攻击的更加复杂、隐蔽，针对其防范、管理的需求不断增加，政府机构、电信运营商和企事业单位各个层面均对内容安全管理相关产品提出了更高的要求，在很大程度上带动了我国网络内容安全市场的发展。目前，我国网安市场在技术进步、政策完善的推动下迅速发展，并将持续保持长期发展态势。

(三) 上游议价能力

2016年前五大供应商 单位：万元

序号	供应商名称	交易内容	采购额	占比
1	中兴通讯	芯片、其他元器件	¥2,479.79	30.40%
2	南京研迈电子科技	芯片	¥1,563.68	19.17%
3	南京新起亚电子科技	芯片、其他元器件	¥567.92	6.96%
4	北京捷沃光通科技	光模块、模块	¥522.68	6.41%
5	南京先锋硕无线技术	模块	¥270.09	3.31%
合计			¥5,404.16	66.25%

2017年前五大供应商 单位：万元

序号	供应商名称	采购额	占比
1	南京研迈科技	2424.24	10.11%
2	英特矽科技	2397.68	10.00%
3	中兴通讯	1708.36	7.13%

4	南京尤肯科技	1233.72	5.15%
5	厦门胜华通讯	1115.16	4.65%
合计		8879.16	37.04%

由于公司脱胎于中兴通讯，后者长期以来是公司重要供货商之一。2016年，公司向中兴通讯采购金额达2400余万元，占整个采购金额比高达30%。采购内容包括芯片及其他元器件、机框组件、模块、处理器等通用物料。而前五大供应商采购额达5400余万元，占比高达66%，上游供货商高度集中。据公司招股说明书披露，公司采购原材料市场供应较充分，公司通过向市场询价、招标等方式建立了充足的供应商资源和原材料采购渠道，保障原材料的供货稳定性；对机框、4G模块等价值较高、需求量较大的原材料，公司逐步采取自行研制生产的方式及引进第三竞争方的方式提高供货效率、降低成本。因此，公司对单一供应商不存在重大依赖。

2017年，上游过于集中的现象有所缓解，中兴通讯采购额跌至第三位，而前五大供应商采购额占比跌至37%。值得注意的是，经过美国对中兴通讯的一系列制裁，公司的正常经营并未受到任何影响，说明公司采购原材料市场供应较充分，对单一供货渠道不存在依赖。

(四) 下游议价能力

2016 年前五大客户 单位：万元

序号	客户姓名	交易内容	销售收入	销售占比
1	中国移动	宽带产品	¥8,776.43	25.55%
2	肯尼亚政府	网安产品、移动网产品	¥6,143.88	17.89%
3	美亚柏科	宽带产品、移动网产品	¥1,739.68	5.06%
4	重庆市公安局	移动网产品	¥1,714.70	4.99%
5	信通科创	宽带产品	¥1,671.27	4.87%
合计			¥20,045.96	58.36%

2017 年前五大客户 单位：万元

序号	客户名称	销售收入	占比
1	神州数码	¥9,376.90	18.84%
2	中兴通讯	¥4,847.66	9.74%
3	美亚柏科	¥3,425.10	6.88%
4	信科通讯	¥3,145.37	6.32%
5	国家互联网应急中心	¥2,990.59	6.01%
合计		¥23,785.62	47.79%

2016 年，公司前五大客户贡献销售收入 2 亿元，占总体销售收入的 58.36%。2017 年公司前五大客户贡献销售收入 2.3 亿元，占总体销售收入的 47.79%。可以看出，公司下游客户集中，议价能力较强。另外，公司属于“哑铃式”经营模式，即产品研发能力与销售能力较强，生产能力较弱，在手订单以及未来中标情况决定公司表现。

（五）行业竞争分析

公司的竞争对手包括迪普数据、恒为科技、恒扬数字以及三汇数字。杭州迪普科技有限公司成立于 2008 年，总部位于杭州，在北京和杭州设有研发中心，主营业务包括网络安全产品、应用交付产品及基础网络产品的研发、生产、销售以及为用户提供相关专业服务。2014 年、2015 年和 2016 年，迪普科技营业收入分别为 32,548.80 万元、45,292.81 万元、53,264.92 万元，其中网络安全产品收入分别为 16,779.65 万元、26,519.31 万元、33,088.2 万元；归属于母公司所有者的净利润分别为 1,039.35 万元、776.90 万元和 3,327.47 万元。

恒为科技成立于 2003 年，一直从事智能系统解决方案的研发、销售与服务，是国内领先的网络可视化基础架构以及嵌入式与融合计算平台提供商之一，致力于为信息安全、无线网络、通信设备、电信增值业务、网络与信令监测、视频等领域提供业界领先的产品和解决方案。2014 年、2015 年和 2016 年，恒为科技营业收入分别为 15,689.08 万元、21,002.76 万元、24,774.27 万元，其中网络可视化基础架构产品收入分别为 12,722.97 万元、15,915.48 万元和 19,353.95 万元；归属于母公司所有者的净利润分别为 3,234.04 万元、5,132.81 万元和 6,202.15 万元。

恒扬数据成立于 2003 年 11 月，2014 年 10 月在新三板挂牌，是业界领先的网络流量数据采集和分析产品及解决方案提供商。经过多年的发展，恒扬数据已经形成集技术研发、产品设计、平台应用、系统集成于一体的业务体系，致力于为政府部门、电信运营商、互联网信息安全服务商、网络应用交付服务商以及数据通信服务商等客户提供高性能的数据采集和分析产品及专业化系统集成服务。2014 年、2015 年和 2016 年，恒扬数据营业收入分别为 10,618.44 万元、26,443.6

万元、14,732.63 万元，其中数据采集设备收入分别为 8,123.21 万元、16,929.85 万元和 12,887.79 万元；归属于母公司所有者的净利润分别为 492.19 万元、4,168.94 万元和 1,055.72 万元。

三. 财务预测

公司三季度预测，2018 年全年公司净利润增长 40%-70%，以此为依据建立预测模型如下：

（一）保守情景

损益表（单位：百万元）	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	343	498	660	924
营业成本	68	104	138	193
营业税金及附加	7	10	13	19
营业费用	70	120	159	223
管理费用	127	166	220	308
财务费用	-8	-1	-9	-11
资产减值损失	3	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	6	47	35	50
营业利润	82	143	174	243
营业外收入	34	3	28	39
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	117	145	202	282
所得税	16	12	17	23
净利润	101	132	185	259
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司净利润	101	132	185	259
EPS	2.01	1.98	1.73	2.42

资产负债表（单位：百万元）	2016	2017	2018E	2019E
流动资产	681	1435	1656	1985
现金	389	1020	1114	1224
交易性投资	0	0	0	0
应收票据	13	5	8	12
应收款项	167	150	246	344
其他应收款	3	7	12	14
存货	99	228	241	338
其他	10	25	35	54
非流动资产	165	204	230	268
长期股权投资	3	3	3	13
固定资产	49	55	79	107
无形资产	28	28	28	28
其他	84	118	120	120
资产总计	846	1639	1886	2254
流动负债	251	489	564	677
短期借款	0	0	0	0
应付账款	70	110	214	337
预收账款	95	256	216	205
其他	86	123	123	123
长期负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
负债合计	262	500	575	688
股本	50	67	107	107
资本公积	133	579	579	579
留存收益	402	494	624	880
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司所有者权益	584	1139	1310	1566
负债权益合计	846	1639	1886	2254

现金流量表 (单位: 百万)	2016	2017	2018E	2019E
经营性现金流	105	210	239	316
净利润	101	132	185	259
折旧摊销	8	9	8	8
财务费用	-2	4	-9	-11
投资收益	-6	0	-35	-50
营运资本	12	72	4	72
其他	-8	-7	85	38
投资活动现金流	-27	-29	-4	17
资本支出	-36	-29	-38	-34
其他投资	9	0	35	50
筹资活动现金流	-50	423	-14	-3
借款变动	-34	-15	0	0
普通股增加	0	17	40	0
资本公积增加	0	446	0	0
股利分配	-25	-25	-54	-3
其他	9	0	0	0
现金净增加额	28	605	221	329

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E
增长率				
营业收入	18%	45%	33%	40%
营业利润	8%	74%	21%	40%
净利润	14%	31%	40%	40%
获利能力				
毛利率	80%	79%	80%	80%
营业利润率	24%	29%	26%	26%
净利率	29%	27%	28%	28%
ROE	17%	12%	14%	14%
运营指标				
资产周转率	41%	30%	35%	41%

存货周转率	0.7	0.5	0.6	0.6
应收周转率	2.1	3.3	2.7	2.7
应付周转率	1.5	2.1	1.8	1.8
偿债能力				
财务杠杆率	1.45	1.44	1.44	1.44
资产负债率	0.31	0.31	0.31	0.31
流动比率	2.71	2.93	2.93	2.93
估值比率				
PE	41.3	41.9	48.1	34.3

(二) 乐观情景

损益表 (单位: 百万元)	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	343	498	801	1202
营业成本	68	104	167	251
营业税金及附加	7	10	16	24
营业费用	70	120	193	290
管理费用	127	166	267	401
财务费用	-8	-1	-9	-16
资产减值损失	3	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	6	47	44	64
营业利润	82	143	211	316
营业外收入	34	3	-9	-34
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	117	145	202	282
所得税	16	12	17	23
净利润	101	132	224	337
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司净利润	101	132	224	337
EPS	2.01	1.98	2.10	3.15

资产负债表（单位：百万元）	2016	2017	2018E	2019E
流动资产	681	1435	2018	2593
现金	389	1020	1371	1626
交易性投资	0	0	0	0
应收票据	13	5	8	12
应收款项	167	150	298	447
其他应收款	3	7	12	14
存货	99	228	293	439
其他	10	25	35	54
非流动资产	165	204	272	339
长期股权投资	3	3	3	13
固定资产	49	55	121	178
无形资产	28	28	28	28
其他	84	118	120	120
资产总计	846	1639	2290	2932
流动负债	251	489	688	883
短期借款	0	0	0	0
应付账款	70	110	214	337
预收账款	95	256	339	412
其他	86	123	123	123
长期负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
负债合计	262	500	699	894
股本	50	67	107	107
资本公积	133	579	579	579
留存收益	402	494	905	1352
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司所有者权益	584	1139	1591	2038
负债权益合计	846	1639	2290	2932

现金流量表 (单位: 百万)	2016	2017	2018E	2019E
经营性现金流	105	210	358	439
净利润	101	132	224	337
折旧摊销	8	9	9	8
财务费用	-2	4	-12	-16
投资收益	-6	0	-44	-64
营运资本	12	72	109	173
其他	-8	-7	73	1
投资活动现金流	-27	-29	-3	26
资本支出	-36	-29	-47	-38
其他投资	9	0	44	64
筹资活动现金流	-50	423	227	110
借款变动	-34	-15	0	0
普通股增加	0	17	40	0
资本公积增加	0	446	0	0
股利分配	-25	-25	187	110
其他	9	0	0	0
现金净增加额	28	605	583	575

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E
增长率				
营业收入	18%	45%	61%	50%
营业利润	8%	74%	47%	50%
净利润	14%	31%	70%	50%
获利能力				
毛利率	80%	79%	80%	80%
营业利润率	24%	29%	26%	26%
净利率	29%	27%	28%	28%
ROE	17%	12%	14%	14%
运营指标				
资产周转率	41%	30%	35%	41%

存货周转率	0.7	0.5	0.6	0.6
应收周转率	2.1	3.3	2.7	2.7
应付周转率	1.5	2.1	1.8	1.8
偿债能力				
财务杠杆率	1.45	1.44	1.44	1.44
资产负债率	0.31	0.31	0.31	0.31
流动比率	2.71	2.93	2.93	2.93
估值比率				
PE	41.3	41.9	39.6	26.4

四. 风险提示

估值过高：目前公司静态 PE 为 45.81 倍，而根据 Wind 四级行业分类，中值位于 18 倍左右，公司估值远高于同业。根据上述财务预测分析，公司动态 PE 维持在 26-34 倍这一区间，亦属于较高水平。

下游客户集中，议价能力强，后期接单情况不及预期。

解禁压力大，筹码供应增大。2018 年 11 月 21 日解禁 2510 万股，占总股本的 23.52%。