

中新赛克 (002912)

深耕网络可视化行业，业绩增长进入快车道

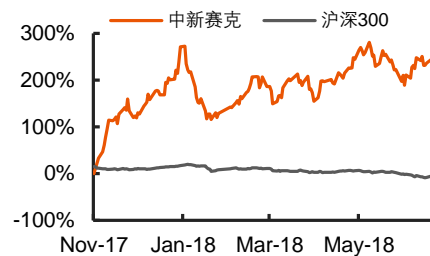
推荐 (首次)

现价: 92.95 元

主要数据

| | |
|---------------|--------------------|
| 行业 | 通信 |
| 公司网址 | www.sinovatio.com |
| 大股东/持股 | 深创投/26.66% |
| 实际控制人 | 深圳市人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 总股本(百万股) | 107 |
| 流通 A 股(百万股) | 27 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 99.20 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 24.84 |
| 每股净资产(元) | 10.70 |
| 资产负债率(%) | 27.80 |

行情走势图



证券分析师

朱琨 投资咨询资格编号
S1060518010003
ZHUKUN368@PINGAN.COM.CN

汪敏 投资咨询资格编号
S1060517050001
021-38643219
WANGMIN780@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **深耕网络可视化行业，研发费用率处于行业前列：**公司自成立以来，就一直专注于网络可视化基础架构产品的研发，在政府行业具有较高的声誉。2017年，公司的网络可视化基础架构产品营收占比达到了88%，政府行业的营收占比达到了60%以上。为了与通信网络技术发展趋势保持一致，公司在研发费用投入方面一直保持着较大力度，研发费用率处于行业前列。我们认为，公司在政府行业声誉以及研发方面的高投入，使得公司能够分享行业发展带来的红利。
- **毛利率高于行业平均值，经营质量处于领先水平：**我们对比了公司主要竞争对手的毛利率水平，发现公司毛利率处于显著的领先水平；与此同时，我们还发现，虽然公司研发费用率高于竞争对手，但是公司的营业利润率仍然领先于竞争对手。因此，我们认为，公司的经营质量处于领先水平。
- **政策保障与技术升级双轮驱动，行业发展进入快车道：**近年来，国家相关部委颁布了一系列政策和规划来保障政府对于互联网有效的监管，我们认为，国家部委颁布的一系列政策规划，对于提升网络可视化行业发展景气度有着非常重要的推动作用，随着这些政策规划的逐步推进和落实，网络可视化行业有望迎来快速增长周期。此外，通信网络正经历着两个最重要的技术升级，一个是宽带网络的升级，一个是移动通信网络的升级，这两个技术升级将为网络可视化带来新的增长点。我们认为，在政策保障和技术升级的双轮驱动下，国内网络可视化市场有望进入快车道。
- **投资建议：**我们预测2018年-2020年，公司归母净利润分别约为：1.9亿元、2.6亿元和3.7亿元。对应EPS分别为：1.77元、2.47元和3.45元。2018年，公司的净利润增速有望达43%。我们给予公司2018年1.38的PEG估值，对应大约58倍PE。6个月目标价102.7元，首次覆盖给予“推荐”评级。

| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 343 | 498 | 745 | 1097 | 1580 |
| YoY(%) | 17.6 | 44.9 | 49.6 | 47.3 | 44.1 |
| 净利润(百万元) | 100.6 | 132 | 189 | 264 | 368 |
| YoY(%) | 14.0 | 31.6 | 43.0 | 39.5 | 39.6 |
| 毛利率(%) | 80.3 | 79.0 | 76.6 | 73.8 | 71.0 |
| 净利率(%) | 29.3 | 26.6 | 25.4 | 24.1 | 23.3 |
| ROE(%) | 17.2 | 11.6 | 14.8 | 18.1 | 21.2 |
| EPS(摊薄/元) | 0.94 | 1.24 | 1.77 | 2.47 | 3.45 |
| P/E(倍) | 98.64 | 75.0 | 52.4 | 37.6 | 26.9 |
| P/B(倍) | 16.98 | 8.7 | 7.8 | 6.8 | 5.7 |

■ **风险提示：**

1、政府部门和运营商网络可视化建设预算执行不及预期：公司网络可视化基础架构产品市场下游的主要客户群为政府部门、电信运营商，这两个类型的客户的建设预算执行受政策影响较大，具有一定的不确定性。若是这两个客户的建设预算执行不及预期，会使得公司网络可视化基础架构产品收入增长不及预期。

2、主要产品毛利率下降幅度超预期：随着政府监管力度加强以及运营商需求的驱动，网络可视化市场也将快速增长，会吸引越来越多的新玩家进入这个市场，市场竞争程度随之加强。若是有玩家采用激进的销售策略，大幅降低产品价格，将会迫使公司进一步下调产品单价，从而使得毛利率降幅超出我们的预期，并使得公司收入和毛利增长不及预期。

3、新产品销售不及预期：由于网络可视化基础架构产品需要处理高度复杂、动态的、海量的网络流量数据，并且需要与网路技术升级趋势保持同步，这就意味着公司需要不停地进行研发费用的投入来开发新产品。若是，这些新产品不能及时地转换成收入，将使得公司净利润增长不及预期。

正文目录

| | | |
|-----------|------------------------------------|-----------|
| 一、 | 深耕网络可视化行业，经营质量处于行业领先水平 | 5 |
| 1.1 | 深耕网络可视化行业，研发费用率处于行业前列 | 6 |
| 1.2 | 毛利率高于行业平均值，经营质量处于行业领先水平 | 7 |
| 二、 | 政策保障与技术升级双轮驱动，行业发展进入快车道 | 7 |
| 2.1 | 政策保障网络可视化行业发展景气度 | 7 |
| 2.2 | 技术升级塑造网络可视化市场新增长点 | 7 |
| 2.3 | 行业发展有望进入快车道 | 8 |
| 三、 | 2018 年净利润增速约 43%，首次覆盖给予推荐评级 | 8 |
| 3.1 | 受益于行业发展红利，营收将快速增长 | 8 |
| 3.2 | 毛利率将略有下降，营业费用和管理费用快速增长 | 9 |
| 3.3 | 2018 年净利润增速有望达 43%，首次覆盖给予推荐评级 | 10 |
| 四、 | 风险提示 | 11 |

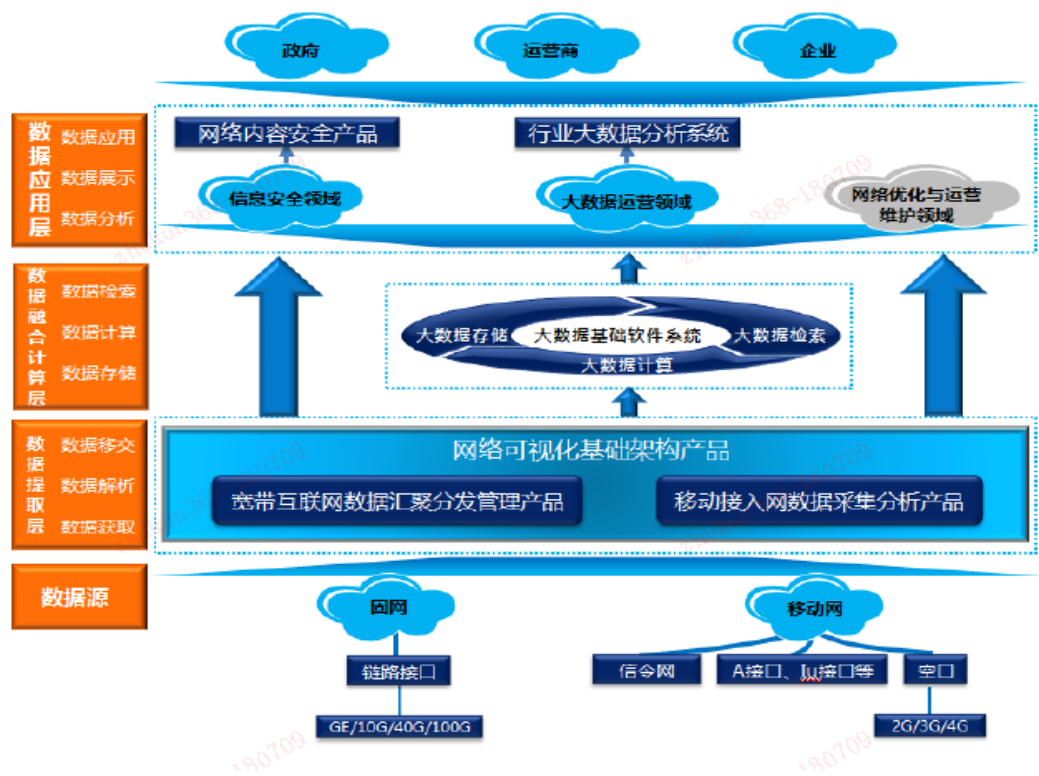
图表目录

| | | |
|-------|-------------------------------|----|
| 图表 1 | 公司主要产品和服务 | 5 |
| 图表 2 | 2013 年-2017 年公司收入规模情况 | 6 |
| 图表 3 | 2014 年-2017 年公司主营结构情况 | 6 |
| 图表 4 | 政府行业收入情况 | 6 |
| 图表 5 | 同行业公司研发费用率对比 | 6 |
| 图表 6 | 公司毛利率水平对比 | 7 |
| 图表 7 | 公司营业利润率水平对比 | 7 |
| 图表 8 | 中国网络可视化市场规模 | 8 |
| 图表 9 | 公司主要产品收入和总营收预测 | 9 |
| 图表 10 | 公司主要产品毛利率和综合毛利率预测 | 9 |
| 图表 11 | 公司营业费用和管理费用预测 | 10 |
| 图表 12 | 公司 2018 年-2020 年归母净利润预测 | 10 |
| 图表 13 | 同行估值对比 | 10 |

一、深耕网络可视化行业，经营质量处于行业领先水平

中新赛克科技股份有限公司（简称公司）成立于 2003 年，是由深圳市创新投资集团有限公司投资控股的高新技术企业。自成立以来，公司致力于通信网络和信息的智能管理和安全防护，为全球客户提供快速的定制化服务和解决方案，帮助政府、运营商、行业客户维护信息安全、拓展经营，共创安全、和谐的信息环境。主营业务为网络可视化基础架构、网络内容安全等产品的研发、生产和销售，以及相关产品的安装、调试和培训等技术服务。

图表1 公司主要产品和服务



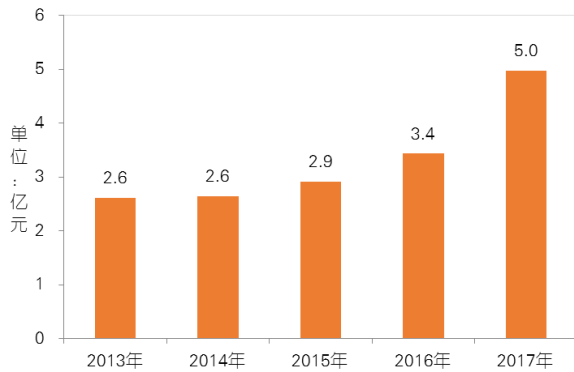
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

网络可视化基础架构产品又可以分为宽带网产品和移动网产品；该产品的下游应用领域包括信息安全、大数据运营和网络优化与运维，可同信息安全、大数据运营和网络优化与运维等领域的应用系统组成整体解决方案。

网络内容安全产品采用协议识别和内容深度智能分析等技术，可以为用户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。

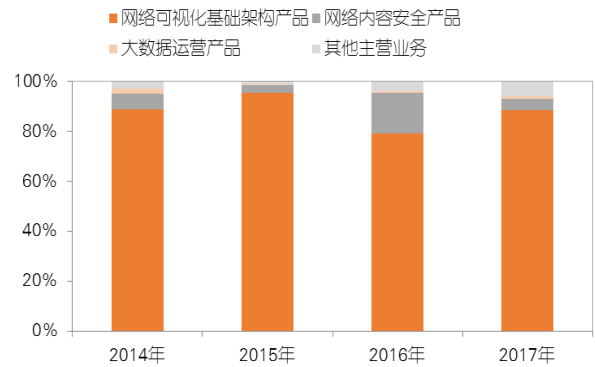
2017 年，公司实现营业收入约 5.0 亿元，2013 年-2017 年营收规模年均复合增速约 20%；其中，网络可视化基础架构产品是推动公司营收快速增长的主要动力。2017 年，网络可视化基础架构产品的营收占比达到了约 88%。

图表2 2013年-2017年公司收入规模情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2014年-2017年公司主营结构情况

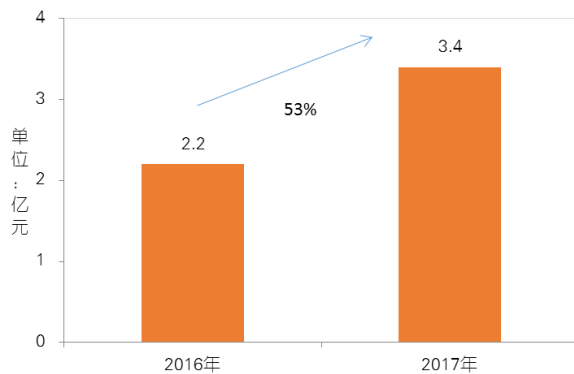


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.1 深耕网络可视化行业，研发费用率处于行业前列

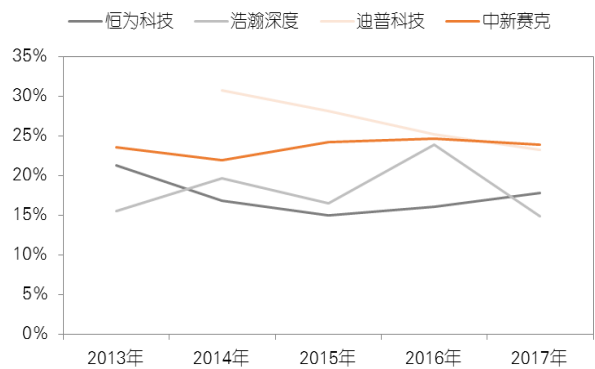
政府客户是公司最重要的客户。近年来，随着国家对互联网内容监管力度的逐步提升，各级政府部门对于网络可视化产品的需求也在快速提升。正是由于公司在政府行业的长期耕耘，公司也享受了政府需求快速提升带来的红利。2017年，公司政府行业收入约3.4亿元，同比增速约53%。

图表4 政府行业收入情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 同行业公司研发费用率对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

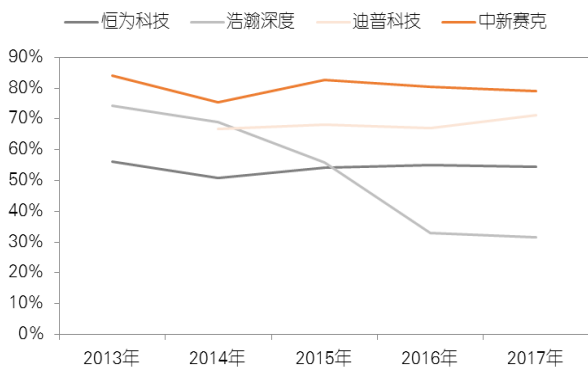
公司网络可视化产品中的宽带网产品，单端口速率覆盖了GE、10G、40G到100G，一直与电信运营商IP承载网最新的技术发展和应用保持同步。公司研制的业界领先的100G宽带网产品，引领着网络可视化市场技术的发展。移动网产品方面，公司已经开发出2G、3G、4G等制式产品，实现了网络可视化基础架构产品从固网到移动网的全面覆盖，进一步巩固了公司在网络可视化基础架构产品的市场领先地位。

公司的研发费用投入处于逐步上升的趋势，2017年公司的研发费用率达到了约23.9%，与同行业公司相比，公司的研发费用率处于领先水平。

1.2 毛利率高于行业平均值，经营质量处于行业领先水平

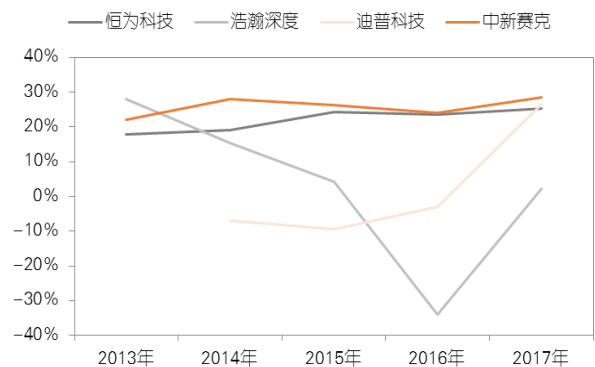
毛利率方面，公司的毛利率基本上处于 75% 以上，2017 年达到了约 79%，显著高于恒为科技、迪普科技以及浩瀚深度等同行。主要原因是，公司的客户大多来自于政府，而其他同业公司的客户主要来自运营商。营业利润率方面，公司也是处于领先水平。需要注意的是，公司的研发费用率也是显著高于同行公司。因此，我们认为公司经营质量处于领先水平。

图表6 公司毛利率水平对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 公司营业利润率水平对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、政策保障与技术升级双轮驱动，行业发展进入快车道

2.1 政策保障网络可视化行业发展景气度

近年来，越来越多的政府部门都在探索网络虚拟世界里如何有效行使其政府监管职能，网上交易、网络实名制、网络舆情的发现和引导、网上各类出版物的版权保护等方面的监管需求正在快速增加。为此，国家相关部委也是颁布了一系列政策和规划来保障政府对于互联网有效的监管。例如：2017 年，工业和信息化部发布的《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020 年）》提出：要建立健全网络与信息安全法律法规制度、构建新型网络与信息安全治理体系、全面提升网络与信息安全技术保障水平、加快构建网络基础设施安全保障体系、大力强化网络数据和用户信息保护、深入推进行业信息安全监管、全面强化网络与信息安全应急和特殊通信管理、推动网络安全服务市场发展、持续提升网络安全国际影响力和话语权；2016 年，国家互联网办公室颁布的《国家网络空间安全战略》提出：网络空间是国家主权的新疆域，要建设与我国国际地位相称、与网络强国相适应的网络空间防护力量；要加强党政军领域的信息安全防护投入，同时未来对关键信息基础设施施行“先评估后使用”的方式。我们认为，国家部委颁布的一系列政策规划，对于提升网络可视化行业发展景气度有着非常重要的推动作用。随着这些政策规划的逐步推进和落实，网络可视化行业有望迎来快速增长周期。

2.2 技术升级塑造网络可视化市场新增长点

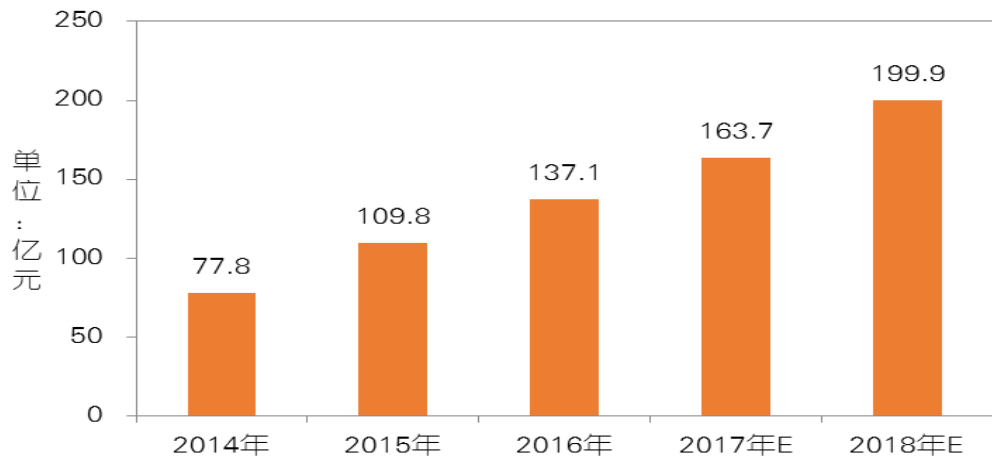
网络可视化是指以网络流量的采集与深度检测为基本手段，综合各种网络处理与信息处理技术，对网络的物理链路、逻辑拓扑、流量内容、用户信息、承载业务等进行监测、识别、统计、展现、管控，进而实现网络管理、信息安全与商业智能的一类应用系统，主要应用在通信网络中。目前，通

信网络正经历着两个最重要的技术升级。一个是宽带网络的升级，一个是移动通信网络的升级。目前运营商正在升级光纤宽带接入网的升级，用户的光纤宽带接入速率将从之前的 100M 升级到 1000M，宽带网络的升级，促使宽带网的网络可视化设备也必须同步升级；5G 移动通信已经完成了标准的制定，预计将于 2020 年进行商用，将使得移动网的网络可视化设备进行同步升级。

2.3 行业发展有望进入快车道

根据赛迪网发布的数据显示，2017 年，我国网络可视化市场规模达到了约 163.7 亿元，预计 2018 年将达到约 199.9 亿元，同比增速约 22.1%。我们认为，在政策保障和技术升级的双轮驱动下，国内网络可视化市场有望进入快车道。

图表8 中国网络可视化市场规模



资料来源：Wind，赛迪网，平安证券研究所

三、2018 年净利润增速约 43%，首次覆盖给予推荐评级

3.1 受益于行业发展红利，营收将快速增长

我们认为，受益于政策监管力度的逐步提升以及通信网络技术升级带来的红利，未来三年，公司的收入将会快速增长，预计增速在 40%以上。

我们预测，2018 年-2020 年，总营业收入分别为 7.4 亿元、11.0 亿元和 15.8 亿元，增速分别为 49.6%、47.3%和 44.1%。网络可视化基础架构业务是公司营业收入保持快速增长的主要驱动力。

我们认为，公司网络可视化基础架构产品实现快速增长的驱动力主要来自于：政府部门对于互联网内容监管力度的提升以及通信网络技术升级。政府部门对互联网内容监管力度的提升：目前互联网服务已经成为人们日常生活的重要组成部分，互联网流量也在不停的快速提升，在此背景下，政府部门只有加大网络可视化基础架构的投资力度，才能使监管能力与流量增长的速度相匹配。通信网络技术升级：目前运营商光纤宽带接入网正在向千兆网演进，这也使得运营商和相关政府部门必须升级网络可视化基础架构才能实现监管功能。

我们预测，2018年-2020年，公司网络可视化基础架构产品收入分别为6.7亿元、10.1亿元和14.7亿元，增速分别为53.2%、49.6%和45.2%。

图表9 公司主要产品收入和总营收预测

| | | 2018年E | 2019年E | 2020年E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 网络可视化基础架构产品 | 收入(亿元) | 6.75 | 10.10 | 14.66 |
| | 增速 | 53.2% | 49.6% | 45.2% |
| 网络内容安全产品 | 收入(亿元) | 0.31 | 0.40 | 0.54 |
| | 增速 | 31.2% | 32.1% | 33.2% |
| 大数据运营产品 | 收入(亿元) | 0.09 | 0.17 | 0.30 |
| | 增速 | 82.1% | 81.2% | 80.3% |
| 总收入(亿元) | | 7.4 | 11.0 | 15.8 |
| 总体增速 | | 49.6% | 47.3% | 44.1% |

资料来源：平安证券研究所

3.2 毛利率将略有下降，营业费用和管理费用快速增长

毛利率方面，我们认为随着网络可视化基础产品、网络内容安全产品以及大数据运营产品等三个产品市场规模的逐渐扩大，会有更多的服务商参与到市场竞争当中来。为了应对新进入者的竞争，调整产品的毛利率会是公司一个可能的选择。

图表10 公司主要产品毛利率和综合毛利率预测

| | 2018年E | 2019年E | 2020年E |
|-------------|--------|--------|--------|
| 网络可视化基础架构产品 | 79.3% | 75.4% | 72.0% |
| 网络内容安全产品 | 85.7% | 84.9% | 84.0% |
| 大数据运营产品 | 78.4% | 74.5% | 69.2% |
| 综合毛利率 | 76.6% | 73.8% | 71.0% |

资料来源：平安证券研究所

网络可视化基础架构产品：虽然公司在技术方面具有较强的实力，但是恒为科技以及迪普科技会是公司强有力的竞争对手，为了保证自己的市场份额不被竞争对手过多蚕食，我们认为公司有可能会调低产品的毛利率。网络内容安全产品和大数据运营产品：这两个产品主要都是软件，竞争对手也较多，因此在市场竞争中，我们认为公司也会调低产品毛利率来保证自己的市场份额不被竞争对手过多蚕食。我们预测，2018年-2020年公司的毛利率分别为：76.6%、73.8%和71.0%。

随着公司营销渠道扩张和海外市场拓展的推进，我们认为公司的营业费用将会保持快速增长。我们预测，2018年-2020年公司的营业费用分别为：1.8亿元、2.5亿元和3.5亿元。

管理费用方面，为了保证自己的网络可视化基础架构产品能够匹配通信网络技术的升级，公司将会持续加大对新技术研发的投入。我们认为，未来三年研发费用将保持快速增长。我们预测，2018年-2020年公司的管理费用分别为：2.2亿元、3.0亿元和3.9亿元。

图表11 公司营业费用和管理费用预测

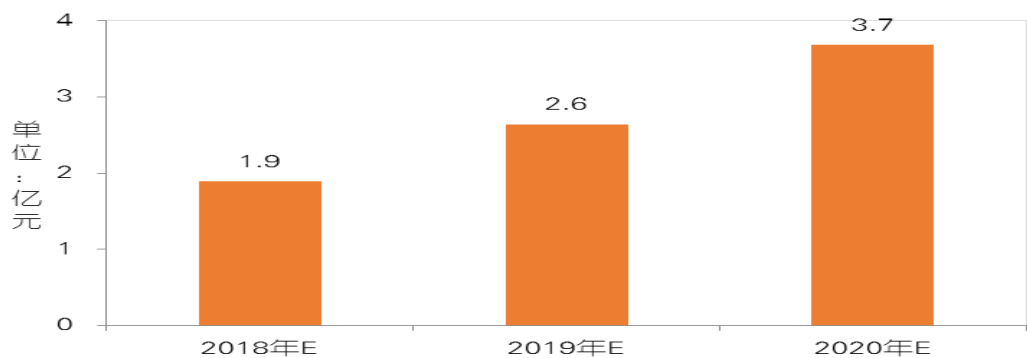
| | | 2018年E | 2019年E | 2020年E |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 营业费用 | 规模(亿元) | 1.8 | 2.5 | 3.5 |
| | 增速 | 46.5% | 42.2% | 38.7% |
| 管理费用 | 规模(亿元) | 2.2 | 3.0 | 3.9 |
| | 增速 | 33.3% | 34.4% | 32.7% |

资料来源:平安证券研究所

3.3 2018年净利润增速有望达43%，首次覆盖给予“推荐”评级

需要注意的是，公司在2018年一季报中披露，2018年H1将实现归母净利润约5021万元-6815万元，同比增长约40%-90%。因此，我们对于公司的业绩增长保持乐观态度。我们预测2018年-2020年，公司归母净利润分别约为：1.9亿元、2.6亿元和3.7亿元。对应EPS分别为：1.77元、2.47元和3.45元。2018年，公司的净利润增速有望达43%。

图表12 公司2018年-2020年归母净利润预测



资料来源:平安证券研究所

我们选取了美亚柏科、恒为科技、任子行以及深信服与公司进行估值对比。美亚柏科既是公司的股东，也是公司的下游客户，公司的网络可视化基础架构产品是美亚柏科网络舆情安全业务的重要基础硬件；恒为科技是公司网络可视化基础架构产品的重要竞争对手，恒为科技最重要的一个下游客户是烽火通信，烽火通信在网络舆情监控等多个市场中是美亚柏科的竞争对手；任子行既是公司的股东，也与公司同处于互联网监管行业，但任子行的产品主要应用于网吧，与公司没有直接的竞争关系；深信服与公司同处于广义的信息安全市场，与公司一样刚刚在A股上市。

图表13 同行估值对比

| 代码 | 公司名称 | 市值(亿元) | 收盘价(元) | EPS(元) | | PE | | PEG | |
|-----------|------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018年 | 2019年 | 2018年 | 2019年 | 2018年 | 2019年 |
| 300188.SZ | 美亚柏科 | 139 | 17.51 | 0.47 | 0.64 | 37 | 28 | 1.00 | 0.78 |
| 603496.SH | 恒为科技 | 31 | 21.94 | 0.74 | 0.99 | 30 | 22 | 0.75 | 0.67 |
| 300311.SZ | 任子行 | 55 | 8.08 | 0.26 | 0.32 | 31 | 25 | 1.58 | 1.15 |
| 300454.SZ | 深信服 | 492 | 123.00 | 1.86 | 2.46 | 66 | 50 | 2.21 | 1.56 |
| | 平均水平 | | | | | 41 | 31 | 1.38 | 1.04 |
| 002912.SZ | 中新赛克 | 99 | 92.95 | 1.77 | 2.47 | 52 | 38 | 1.22 | 0.95 |

资料来源:Wind, 截止2018年7月9日收盘价, 平安证券研究所

从 PE 角度来看，2018 年，公司的 PE 为 52 倍，高于可比公司平均 41 倍的估值；但是，从 PEG 角度来看，公司 2018 年和 2019 的 PEG 分别约为 1.22 和 0.95，低于可比公司平均 1.38 和 1.04 的 PEG，处于较优水平。

考虑到公司所处于的行业是一个正在快速成长的行业，且公司的收入规模和净利润规模也在快速增长，我们采用 PEG 估值方法来进行公司的估值。我们给予公司 2018 年 1.38 的 PEG 估值，对应大约 58 倍 PE。6 个月目标价 102.7 元，首次覆盖给予“推荐”评级。6 个月目标价对应 2019 的 PEG 约 1.03，仍优于可比公司平均水平。

四、风险提示

1、政府部门和运营商网络可视化建设预算执行不及预期

公司网络可视化基础架构产品市场下游的主要客户群为政府部门、电信运营商，这两个类型的客户的建设预算执行受政策影响较大，具有一定的不确定性。若是这两个客户的建设预算执行不及预期，会使得公司网络可视化基础架构产品收入增长不及预期。

2、主要产品毛利率下降幅度超预期

随着政府监管力度加强以及运营商需求的驱动，网络可视化市场也将快速增长，会吸引越来越多的新玩家进入这个市场，市场竞争程度随之加强。若是有玩家采用激进的销售策略，大幅降低产品价格，将会迫使公司进一步下调产品单价，从而使得毛利率降幅超出我们的预期，并使得公司收入和毛利增长不及预期。

3、新产品销售不及预期

由于网络可视化基础架构产品需要处理高度复杂、动态的、海量的网络流量数据，并且需要与网路技术升级趋势保持同步，这就意味着公司需要不停地进行研发费用的投入来开发新产品。若是，这些新产品不能及时地转换成收入，将使得公司净利润增长不及预期。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1435 | 1621 | 1868 | 2235 |
| 现金 | 1020 | 1157 | 1343 | 1636 |
| 应收账款 | 150 | 159 | 175 | 193 |
| 其他应收款 | 7 | 10 | 14 | 17 |
| 预付账款 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 存货 | 228 | 262 | 304 | 356 |
| 其他流动资产 | 27 | 31 | 29 | 30 |
| 非流动资产 | 204 | 235 | 260 | 282 |
| 长期投资 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 55 | 77 | 98 | 116 |
| 无形资产 | 28 | 28 | 27 | 26 |
| 其他非流动资产 | 118 | 127 | 131 | 135 |
| 资产总计 | 1639 | 1856 | 2128 | 2517 |
| 流动负债 | 489 | 567 | 660 | 766 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 110 | 131 | 151 | 172 |
| 其他流动负债 | 379 | 436 | 509 | 595 |
| 非流动负债 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 负债合计 | 500 | 578 | 671 | 777 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 67 | 107 | 107 | 107 |
| 资本公积 | 579 | 539 | 539 | 539 |
| 留存收益 | 494 | 611 | 775 | 1003 |
| 归属母公司股东权益 | 1139 | 1278 | 1457 | 1740 |
| 负债和股东权益 | 1639 | 1856 | 2128 | 2517 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 210 | 216 | 302 | 406 |
| 净利润 | 132 | 189 | 264 | 368 |
| 折旧摊销 | 9 | 9 | 12 | 16 |
| 财务费用 | -1 | -8 | -7 | -10 |
| 投资损失 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 营运资金变动 | 69 | 28 | 33 | 32 |
| 其他经营现金流 | 1 | -3 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -29 | -37 | -37 | -37 |
| 资本支出 | 29 | 28 | 25 | 21 |
| 长期投资 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 其他投资现金流 | 0 | -9 | -13 | -16 |
| 筹资活动现金流 | 423 | -42 | -78 | -76 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 17 | 40 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 446 | -40 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -40 | -42 | -78 | -76 |
| 现金净增加额 | 600 | 136 | 187 | 293 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 498 | 745 | 1097 | 1580 |
| 营业成本 | 104 | 175 | 288 | 457 |
| 营业税金及附加 | 10 | 14 | 17 | 21 |
| 营业费用 | 120 | 176 | 251 | 348 |
| 管理费用 | 166 | 221 | 298 | 395 |
| 财务费用 | -1 | -8 | -7 | -10 |
| 资产减值损失 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 141 | 163 | 247 | 364 |
| 营业外收入 | 3 | 50 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 145 | 213 | 297 | 414 |
| 所得税 | 12 | 23 | 33 | 46 |
| 净利润 | 132 | 189 | 264 | 368 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 132 | 189 | 264 | 368 |
| EBITDA | 123 | 189 | 271 | 385 |
| EPS (元) | 1.24 | 1.77 | 2.47 | 3.45 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | - | - | - | - |
| 营业收入(%) | 44.9 | 49.6 | 47.3 | 44.1 |
| 营业利润(%) | 70.5 | 15.1 | 51.6 | 47.5 |
| 归属于母公司净利润(%) | 31.6 | 43.0 | 39.5 | 39.6 |
| 获利能力 | - | - | - | - |
| 毛利率(%) | 79.0 | 76.6 | 73.8 | 71.0 |
| 净利率(%) | 26.6 | 25.4 | 24.1 | 23.3 |
| ROE(%) | 11.6 | 14.8 | 18.1 | 21.2 |
| ROIC(%) | 9.1 | 12.5 | 15.8 | 18.8 |
| 偿债能力 | - | - | - | - |
| 资产负债率(%) | 30.5 | 31.1 | 31.5 | 30.9 |
| 净负债比率(%) | -89.6 | -90.5 | -92.2 | -94.0 |
| 流动比率 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.9 |
| 速动比率 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.5 |
| 营运能力 | - | - | - | - |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 3.1 | 4.8 | 6.6 | 8.6 |
| 应付账款周转率 | 1.2 | 1.5 | 2.0 | 2.8 |
| 每股指标(元) | - | - | - | - |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.24 | 1.77 | 2.47 | 3.45 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.34 | 2.02 | 2.83 | 3.80 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 10.67 | 11.98 | 13.65 | 16.30 |
| 估值比率 | - | - | - | - |
| P/E | 74.96 | 52.43 | 37.58 | 26.93 |
| P/B | 8.71 | 7.76 | 6.81 | 5.70 |
| EV/EBITDA | 72.4 | 46.4 | 31.6 | 21.5 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033