

2019年06月24日

证券研究报告·公司研究报告

中新赛克(002912) 计算机

买入(首次)

当前价: 94.18元

目标价: 122.00元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 乘5G东风，网络可视化龙头再起航

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司所处的网络可视化行业，受益于政府、运营商和企业对于安全需求的不断提升以及5G时代网络流量快速增长对网络可视化设备需求的不断增长，整个行业处于高景气状态。公司作为网络可视化行业的龙头，凭借完善的产品布局、领先的研发实力以及居前的市场占有率将充分享受行业发展红利。
- **安全需求和流量增长双轮驱动行业前行:** 根据赛迪咨询的统计数据，国内网络可视化产业规模约为200亿元，且呈现稳步增长态势。网络可视化作为实现网络安全的重要抓手，通过对网络流量的监测和管理，为政府、运营商和企业单位构建更加安全的网络环境。随着全球安全网络事故的频发，网络安全已经逐步上升为国家战略，政府、运营商以及企业对于安全的需求也将逐步增加。同时，随着5G时代的到来，网络流量也呈现快速增长态势，这也将助推网络可视化行业不断发展。由于行业的发展需要企业随着通信技术的发展在研发上不断投入且由于下游客户的特殊性对行业外的供应商有一定的渠道壁垒，故研发和渠道壁垒将加深行业护城河。
- **公司行业龙头地位稳固:** 公司自成立以来就专注于数据可视化产品的研发与销售，经过十余年的发展已经在行业内形成了强大的品牌效应，且公司整体毛利率、净利率分别维持在80%和30%左右，具有较强的盈利能力。我们认为营收规模、产品布局、研发投入等都将加筑公司竞争壁垒：1) 从营收规模上看，公司营收规模大幅领先竞争对手，已经成为行业龙头；2) 在产品布局上，公司已经从网络可视化的前端数据采集设备逐步延伸到后端的网络内容安全产品和大数据运营平台，从而形成了从前端到后端的一体化服务能力；3) 从研发实力上来看，公司目前有约60%左右的研发人员，且研发投入金额绝对数额和研发投入占公司营收比重在行业内均名列前茅。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为2.71元、3.72元、5.03元，2019-2021归母净利润保持37.9%的复合增长率。鉴于公司为国内网络可视化龙头且产品布局完善、研发实力雄厚，未来将充分享受行业成长红利，给予公司2019年45倍估值，对应目标价122.0元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业发展不及预期；行业竞争加剧；公司新产品拓展不畅。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	691.21	978.85	1365.90	1867.12
增长率	38.85%	41.61%	39.54%	36.69%
归属母公司净利润(百万元)	204.75	289.19	396.94	536.98
增长率	54.73%	41.24%	37.26%	35.28%
每股收益EPS(元)	1.92	2.71	3.72	5.03
净资产收益率ROE	15.82%	18.89%	21.03%	22.36%
PE	49	35	25	19
PB	7.77	6.57	5.32	4.19

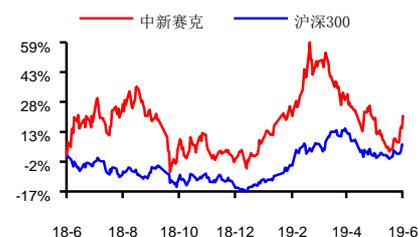
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
 执业证号: S1250517070001  
 电话: 010-57758600  
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 朱松  
 电话: 021-58352031  
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.07
流通A股(亿股)	0.51
52周内股价区间(元)	72.23-123.91
总市值(亿元)	100.51
总资产(亿元)	20.23
每股净资产(元)	12.07

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：公司为国内网络信息可视化龙头</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：安全需求与流量激增双轮驱动行业前行</b> .....	<b>2</b>
2.1 网络可视化符合国家安全战略 .....	2
2.2 5G 助推流量快速增长利好行业发展 .....	3
2.3 技术和渠道壁垒共筑行业护城河 .....	4
<b>3 公司分析：公司行业龙头地位稳固</b> .....	<b>6</b>
3.1 公司产品布局完善，业绩有望长期向好 .....	6
3.2 公司为行业龙头，领先优势显著 .....	8
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>9</b>
4.1 盈利预测 .....	9
4.2 相对估值 .....	10
<b>5 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图 目 录

图 1: 公司 2018 年主营业务结构情况 .....	1
图 2: 公司 2018 年主营业务毛利情况 .....	1
图 3: 公司近年营业收入及增速 .....	1
图 4: 公司近年净利润及增速 .....	1
图 5: 公司近年毛利率和净利率情况 .....	2
图 6: 网络可视化行业发展历程 .....	2
图 7: 国内通信传输网络迭代过程 .....	3
图 8: 全球 IP 流量预测 .....	4
图 9: 全球移动数据流量预测 .....	4
图 10: 国内在 5G 时代传输速度将大幅提升 .....	4
图 11: 国内网络可视化市场规模预测 .....	5
图 12: 网络可视化产业链分布及涉及公司 .....	5
图 13: 研发和渠道共筑行业高壁垒 .....	6
图 14: 公司的发展历程 .....	6
图 15: 公司近年各业务板块增速情况 .....	8
图 16: 公司与竞争对手营收规模对比 (百万元) .....	8
图 17: 公司研发费用与竞争对手对比 (百万元) .....	9
图 18: 公司毛利率与竞争对手对比 .....	9

## 表 目 录

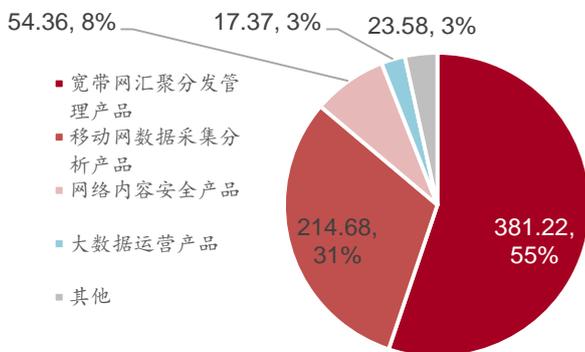
表 1: 网络可视化行业的相关政策 .....	3
表 2: 公司的主要产品序列 .....	7
表 3: 公司与同业竞争对手的主要产品布局 .....	9
表 4: 中新赛克盈利预测 .....	10
表 5: 中新赛克估值对比 .....	10
附表: 财务预测与估值 .....	11

## 1 公司概况：公司为国内网络信息可视化龙头

中新赛克自成立以来就专注于网络数据可视化产品的研发与销售，目前已经形成了从前端数据流量采集设备（主要包括宽带端和移动网端网络可视化设备）到后端内容分析平台及大数据运营产品等完整的网络可视化产品体系。经过十余年的积累，公司现已成为国内网络信息可视化龙头。

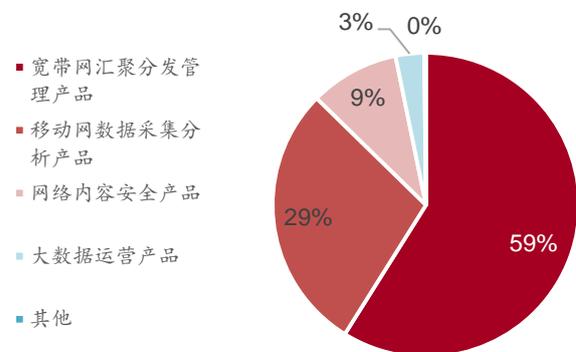
**公司主营业务结构 (2018A)：**公司收入主要来自宽带网汇聚分发管理产品（宽带端的网络可视化设备）和移动网数据采集分析产品（移动端网络可视化设备），两者合计占公司营收的 86%；同时从毛利端贡献来看，公司前端网络可视化设备毛利贡献占比 88%，与营收结构相匹配。而后端的网络安全内容产品和大数据运营产品不管是从营收占比还是毛利贡献来看，规模均较小。

图 1：公司 2018 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2018 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩状况：**公司营收和净利润保持稳健增长，且呈现加速态势。公司 2018 年实现营收 6.9 亿元，同比增 39%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比增 55%。从公司的毛利率和净利率来看，公司毛利率常年维持在 80%左右，净利率维持在 30%左右，盈利能够较强。

图 3：公司近年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司近年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司近年毛利率和净利率情况



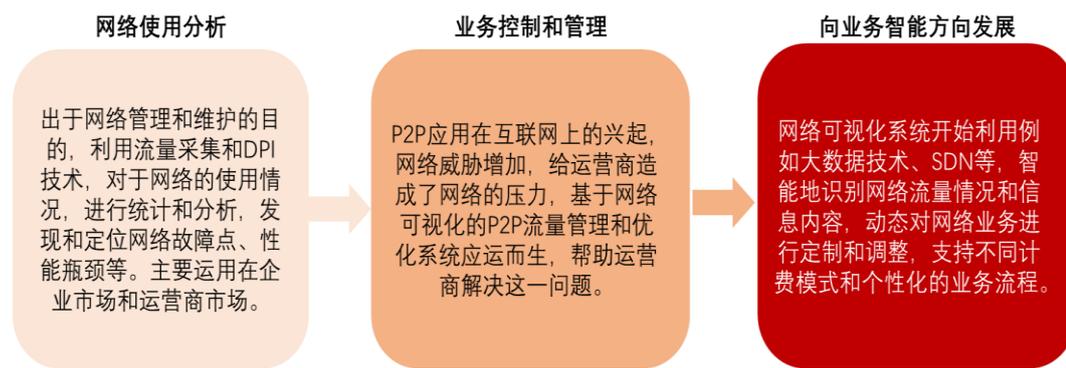
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业分析：安全需求与流量激增双轮驱动行业前行

### 2.1 网络可视化符合国家安全战略

网络可视化行业大致可以分为 3 个阶段：起初网络可视化发展主要是出于企业和运营商对网络管理和维护的目的；随着 P2P 应用的兴起以及网络威胁的增加，网络可视化在流量管理和优化方面的优势凸显，被运营商和政府大规模应用；在大数据技术、SDN 技术大力发展的背景下，网络可视化和这些技术的结合使得其对网络流量把控和分析能力大大加强，符合政府、运营商及企业对于自身流量的管理需求。

图 6：网络可视化行业发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

从网络可视化行业的发展历史来看，网络可视化的发展和其下游客户（政府、运营商、企业单位）对于网络流量的管理和控制需求离不开，尤其随着全球网络安全事件的不断发生，对此类的需求日益增加。随着信息安全逐渐上升为国家战略，国家也出台了众多的政策鼓励产业发展，尤其在 2014 年，有国家主席习近平担任组长的中央网络安全和信息化领导小组成立，标志着国家对于网络安全的重视。在政策的助推下，作为网络安全重要组成部分的网络可视化蓬勃发展。

**表 1: 网络可视化行业的相关政策**

时间	政策/文件	内容
2012 年	《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	大力发展信息化, 切实保障信息安全。
2014 年	《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》	把信息安全工作作为军事斗争准备的保底工程, 强力推进国产化建设应用, 夯实信息安全根基。
2014 年	中央网络安全和信息化领导小组成立	国家主席习近平担任组长, 李克强、刘云山任副组长。
2015 年	《中华人民共和国国家安全法》	以法律形式确立国家安全领导体制和总体国家安全观的指导地位。
2016 年	《国家网络空间安全战略》	强调维护我国网络安全是协调推进全面建成小康社会、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党战略布局的重要举措。
2017 年	《国家网络安全事件应急预案》	预案将网络安全事件分为四级, 明确网络安全事件应急处置工作实行责任追究制。
2017 年	《软件和信息技术服务业发展规划 (2016-2020 年)》	首次明确提出信息安全产品收入目标: 即到十三五末达到 2000 亿, 年均增长 20% 以上。
2018 年	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	加快扶持培育一批自主创新能力强, 发展潜力大的网信企业在主板、中小板和创业板实现首次公开发行和再融资。

数据来源: 百度百科, 西南证券整理

## 2.2 5G 助推流量快速增长利好行业发展

随着互联网逐步渗透进生活, 骨干网流量也与日俱增, 日益增长的流量传输需求拉动着国内运营商骨干网带宽的迭代建设。我国传输网经历了 1G、10G、40G、100G、400G 的建设过程 (近年来随着云计算的普及以及直播等兴起, 国内的带宽逐渐从 100G 向 400G 过渡)。

**图 7: 国内通信传输网络迭代过程**


数据来源: 西南证券

根据思科 2016 年的预测显示, 全球 IP 流量 (包括固定 IP 流量和托管 IP 流量) 在 2020 年将达到 16.4 万 PB/月, 复合增长率达到 18%; 全球移动数据流量在 2020 年将达到 3.1 万 PB/月, 复合增长率达到 53%。

同时, 随着 5G 建设进程的加速, 5G 时代的网络传输速度峰值将达到 10Gbps, 相比 4G 时代的几百 Mbps 有了质的提高, 故数据流量也将对应提高。

一方面受益于直播、云计算、高清视频等应用的快速崛起, 另一方面受益于未来 5G 建设加速, 数据流量将快速增长。随着数据流量的增长, 对网络可视化结构的产品也提出了更高的要求 (数据采集设备要求处理能力更高、集成度要求更高、耗电量要求更低), 同时海量数据也对后端数据处理分析市场打开了广阔空间。

图 8: 全球 IP 流量预测



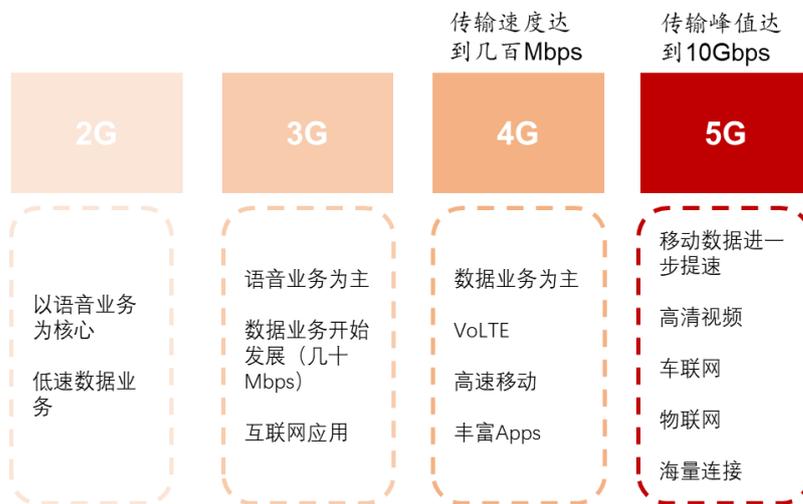
数据来源: Cisco, 西南证券整理

图 9: 全球移动数据流量预测



数据来源: Cisco, 西南证券整理

图 10: 国内在 5G 时代传输速度将大幅提升



数据来源: 百度百科, 西南证券整理

## 2.3 技术和渠道壁垒共筑行业护城河

国内的网络可视化规模发展空间广阔, 根据赛迪咨询的预测数据, 我国网络可视化市场规模在 2018 年有 200 亿左右, 且呈现稳步增长态势。

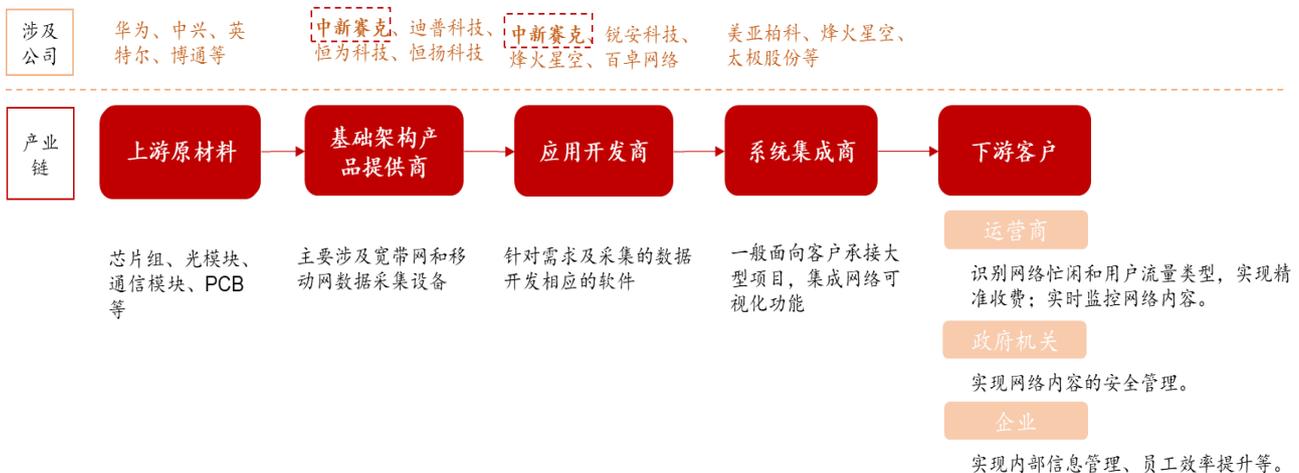
图 11: 国内网络可视化市场规模预测



数据来源: 赛迪咨询, 西南证券整理

从整个产业链来看, 上游主要是芯片、通信模块、PCB 等原材料, 目前基本这些原材料都是通用型, 可替代的厂商较多。在产业中游主要是以提供基础架构产品的、应用开发的以及系统集成商为主, 网络可视化设备既可以作为单独供给下游客户, 亦可以作为集成项目里面的一部分供给集成商。在下游, 主要是以政府和运营商为主的客户, 这些客户对于供应商的资质以及产品的稳定性和可靠性要求均较高。

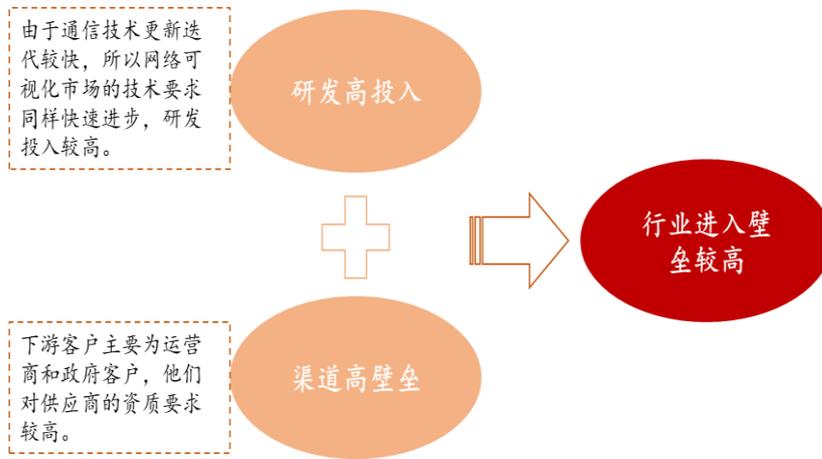
图 12: 网络可视化产业链分布及涉及公司



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

由于网络可视化行业的发展跟随着通信产业的发展, 而通信技术的更新迭代速度较快, 所以网络可视化行业的技术更新亦较快, 为此产业链中的公司将不断投入人力、物力到下一代的产品当中去。同时, 由于下游客户集中在政府和运营商, 所以对于供应商的资质及认证较为严格, 后来者很难轻易进入供应体系。

图 13: 研发和渠道共筑行业高壁垒



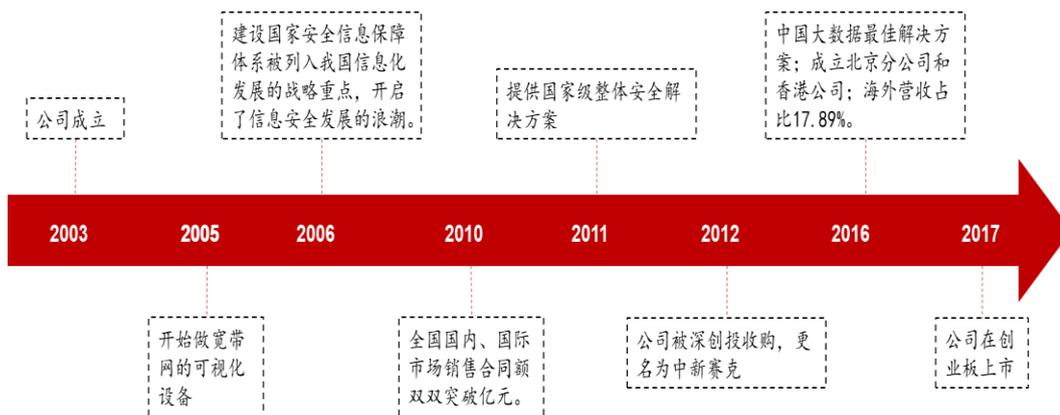
数据来源：西南证券

### 3 公司分析：公司行业龙头地位稳固

#### 3.1 公司产品布局完善，业绩有望长期向好

公司成立于 2003 年，核心管理层来自中兴公司，自 2006 年我国将安全信息保障体系列入信息化重点发展方向后公司网络可视化业务开始稳步向前发展。经过十余年的发展，公司已经成长为行业龙头，研发投入较高，产品线布局完善，盈利能力出众。

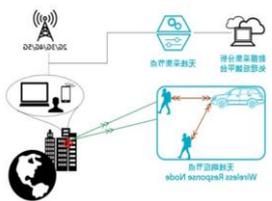
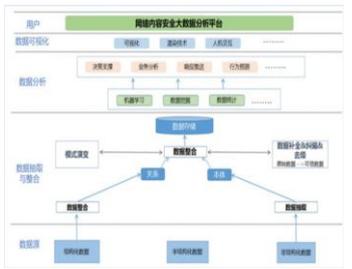
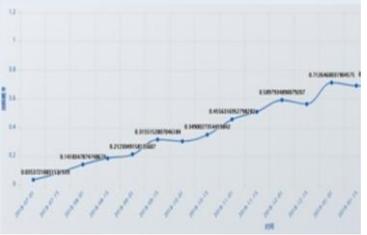
图 14: 公司的发展历程



数据来源：公司公告、西南证券整理

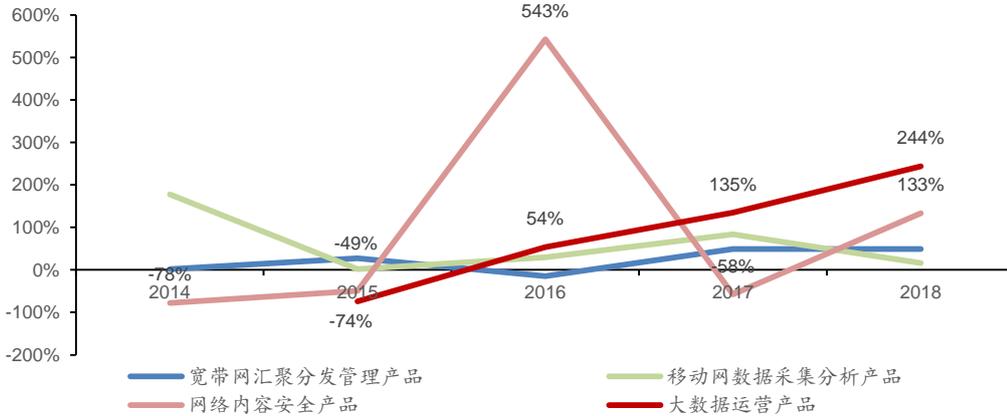
目前，公司的产品一方面包括前端数据采集设（包括宽带网和移动网可视化设备），另一方面公司基于对数据用途的深刻理解积极拓展后端的网络安全内容产品和大数据运营产品，在产业链中逐步实现由前端到后端的延伸，完善产品线布局。

**表 2: 公司的主要产品序列**

产品名称	样图	备注
宽带互联网 数据汇聚分发管理产品		DXF 解决方案: 利用探针设备支持一体化部署或者单独部署, 能够应用于固网流量解析和移动互联网流量解析场景; LTE 4G 分流方案: 以分光的形式, 接入 4G 移动互联网 S1-U/S11/S5/S8 口。其中 S1-U/S11 分光用于获取本地用户信令和流量; 固网分流方案: FlowWare 90 分流设备可部署于接入层、汇聚层、核心层, 可实现 L2-L7 策略应用, 完成流量的丢弃、透传、分流等功能。
移动接入网 数据采集分析产品		移动式数据采集分析产品: 通常工作在网络层、传送层, 专门用于移动流量分析领域, 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; 固定式数据采集产品: 主要针对电信网络空口关键性护具进行分析整理, 并进行快速、实时存储计算, 为进一步数据挖掘分析提供数据源, 能够与多数据源进行融合分析, 形成基于移动网络的空间安全解决方案。
网络安全内容产品		网络安全内容大数据分析平台: 以客户业务为中心, 以时空数据为基础, 整合时空信息, 社会管理等数据资源, 构建业务流程可视化、数据全方位立体分析的大数据系统。
大数据运营产品		OceanMind 工业互联网解决方案: 可根据车载物联信息系统上报日常工况信息为基础, 以电动汽车驾驶行为、行驶车辆状态、车辆历史信息, 车辆所处具体工作环境信息为变量, 以车辆不发生系统故障行驶里程和时长为因变量, 分别建立两套故障预测模型。针对电驱、储能、辅源等关键性故障进行提前对故障进行预测, 对故障高风险车辆提前保养和维护, 降低严重故障概率。
工业互联网产品		工业互联网安全监测与态势感知平台: 通过被动监测为主、主动探测为辅的数据采集方式, 获取工业资产的设备类型、固件版本、地理位置与工业云平台等关键信息。利用大数据分析技术, 将主动威胁检测与被动流量分析相结合, 实现对工业互联网安全事件的实时监测与预警。

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

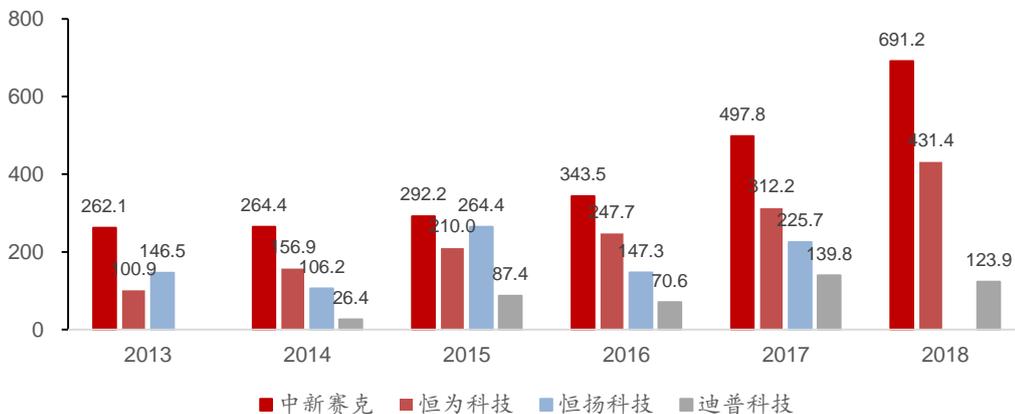
从公司各板块的营收占比来看, 网络可视化前端数据采集设备营收占比较高 (18A 两者合计占比达 88%), 对公司业绩起到强支撑作用; 从各板块业务增速来看, 公司前瞻布局的网络内容安全产品和大数据运营产品近年均呈现出高速增长状态 (其中 2018 年两者增速分别为 133% 和 244%)。所以, 从中长期来看, 下游客户的安全需要以及通讯网流量的快速增长将会拉动数据采集设备进一步增长, 同时结合公司在后端的网络安全和数据运营产品有望快速放量, 两因素将共同为公司的业绩保驾护航。

**图 15: 公司近年各业务板块增速情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.2 公司为行业龙头, 领先优势显著

公司是国内较早从事网路可视化基础架构产品的开拓者之一, 于 2006 年推出了 2 个 10G 网络链路接口和高端 14 槽位机架式宽带网产品, 占据了网络可视化基础架构产品市场的先发地位。截止到目前, 公司已经成为了网络可视化产品的领导者, 公司 2018 年营收 6.9 亿元, 大幅领先同业竞争对手, 营收已接近后两名之和 (其中迪普科技的数据中只包含了包括网络可视化设备在内的安全分析产品分项)。

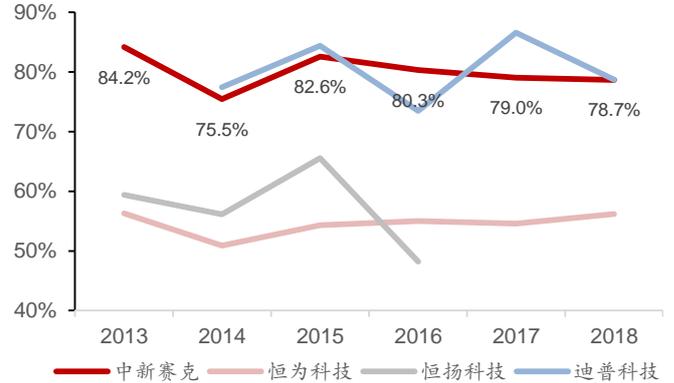
**图 16: 公司与竞争对手营收规模对比 (百万元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司 2018 年有研发人员 638 人, 占公司员工总数的 59.0%, 不管是在研发投入方面还是在研发投入占营收比重方面相比同行业公司均较高, 其中 2018 年公司研发投入为 1.7 亿元, 占公司营收比州 24.2% (恒为科技 18 年投入 0.8 亿元, 占营收比重仅为 17.9%)。正是因为研发投入较高, 所以公司产品在行业内保持领先, 总体毛利率维持在 80% 左右, 稳居行业前列。

**图 17: 公司研发费用与竞争对手对比 (百万元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 18: 公司毛利率与竞争对手对比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在产业布局全面, 公司相比竞争对手较为完善 (主要将恒为科技和恒扬科技作为竞争对手进行比较)。公司在网络可视化产业链中不仅布局了前端的数据采集设备, 还布局了后端的网络内容产品和大数据运营平台, 形成了前后端完善的产业链布局, 相比之下另外两家竞争对手产业布局则主要停留在前端采集设备部分。我们认为, 完善的产业布局一方面能够发挥协同效应提升公司拿单能力, 另一方面能够最大限度地享受行业发展红利。

**表 3: 公司与同业竞争对手的主要产品布局**

公司	宽带网设备	移动化设备	网络安全内容产品	大数据运营平台	嵌入式融合计算平台
中新赛克	√	√	√	√	
恒为科技	√	√			√
恒扬科技	√				

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

假设 1: 行业政策不发生重大调整, 行业竞争不发生大的变化, 公司毛利率稳定;

假设 2: 公司宽带端网络可视化设备与网络带宽、国家政策、政府预算相关性较大, 根据公司订单情况, 假设宽带端业务 2019-2021 年增速分别为 45%、43%、41%; 公司移动端网络可视化设备与运营商建设节奏相关, 考虑到 5G 商用步伐临近, 给予 2019-2021 年 20%、19%、18% 增速。这两块业务的毛利率在市场格局不发生大变化的情况下相对稳定, 宽带端设备为 84%, 移动端设备维持在 70%。

假设 3: 公司布局的网络内容安全产品和大数据运营产品属于产业链后端, 目前公司在这一块业务正处于大力投入期。现阶段这一块业务规模较小, 受市场竞争影响有限, 未来这一块业务三年毛利率有望均维持在 90%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入如下表:

**表 4：中新赛克盈利预测**

单位：百万元	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
网络可视化基础架构产品	440.50	595.90	810.39	1097.02	1476.29
yoy	61.72%	35.28%	35.99%	35.37%	34.57%
网络内容安全产品	23.31	54.36	108.72	184.82	277.24
yoy	-57.8%	133.2%	100%	70%	50%
大数据运营产品	5.05	17.37	34.74	59.058	88.587
yoy	134.88%	243.96%	100%	70%	50%
其他主营业务	28.95	23.58	25	25	25
yoy	111.78%	-18.55%	6%	0%	0%
营收总计	497.81	691.21	978.85	1,365.90	1,867.12
Yoy	44.94%	38.85%	41.61%	39.54%	36.69%

数据来源：西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取 A 股迪普科技 (300768)、恒为科技 (603496)、卫士通 (002268)、绿盟科技 (300369)、启明星辰 (002439) 作为可比估值标的，上述公司和中新赛克在主营业务以及所处行业方面有一定的相似性，行业 2019-2021 年平均估值分别为 45.56、33.70、24.33 倍。中新赛克 2019-2021 年业绩增速预期较高 (CAGR37.9%)，目前股价对应于 2019 年 PE 仅为 35 倍，处于被低估状态。

**表 5：中新赛克估值对比**

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300768.SZ	迪普科技	37.70	150.80	0.64	0.82	1.00	58.91	45.98	37.51
603496.SH	恒为科技	29.16	41.62	1.00	1.34	1.91	29.24	21.78	15.24
002268.SZ	卫士通	25.03	209.84	0.42	0.67	1.00	59.37	37.26	25.04
300369.SZ	绿盟科技	13.05	104.50	0.29	0.37	0.61	45.66	35.64	21.39
002439.SZ	启明星辰	26.93	241.48	0.78	0.97	1.20	34.60	27.85	22.48
平均							45.56	33.70	24.33

数据来源：Wind，西南证券整理

**结论与评级：**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.71 元、3.72 元、5.03 元，2019-2021 归母净利润保持 37.9% 的复合增长率。鉴于公司为国内网络可视化龙头且产品布局完善、研发实力雄厚，未来将充分享受行业成长红利，给予公司 2019 年 45 倍估值，对应目标价 122.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5 风险提示

行业发展不及预期；行业竞争加剧；公司新产品拓展不畅。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	691.21	978.85	1365.90	1867.12	净利润	204.75	277.66	412.78	595.83
营业成本	147.46	203.82	269.65	354.42	折旧与摊销	12.38	8.76	8.76	8.76
营业税金及附加	18.16	24.47	34.15	46.68	财务费用	-26.05	-4.89	-6.83	-9.34
销售费用	162.59	230.03	319.62	436.91	资产减值损失	27.98	20.00	35.00	45.00
管理费用	55.70	318.12	442.55	608.68	经营营运资本变动	-23.44	148.03	120.14	154.99
财务费用	-26.05	-16.97	-20.34	-12.44	其他	30.52	-18.68	-49.68	-41.12
资产减值损失	27.98	20.00	35.00	45.00	<b>经营活动现金流净额</b>	226.14	430.88	520.17	754.12
投资收益	-0.14	6.00	6.00	6.00	资本支出	-25.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-85.19	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	105.00	136.59	186.71	<b>投资活动现金流净额</b>	-111.03	6.00	6.00	6.00
<b>营业利润</b>	220.72	310.37	427.87	580.59	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.60	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	223.32	315.37	432.87	585.59	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	18.56	26.18	35.93	48.60	支付股利	-50.03	-40.95	-55.53	-82.56
净利润	204.75	289.19	396.94	536.98	其他	0.00	4.89	6.83	9.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-50.03	-36.06	-48.70	-73.22
归属母公司股东净利润	204.75	289.19	396.94	536.98	<b>现金流量净额</b>	68.51	400.82	477.47	686.90
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1070.59	1471.41	1948.88	2635.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	476.35	520.77	693.13	907.93	销售收入增长率	38.85%	41.61%	39.54%	36.69%
存货	227.86	321.71	435.57	569.21	营业利润增长率	56.09%	40.62%	37.86%	35.69%
其他流动资产	65.74	93.10	124.81	165.54	净利润增长率	54.73%	41.24%	37.26%	35.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.42%	45.93%	37.77%	38.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	169.15	163.88	158.61	153.34	毛利率	78.67%	79.18%	80.26%	81.02%
无形资产和开发支出	28.80	25.31	21.82	18.33	三费率	27.81%	54.27%	54.31%	55.33%
其他非流动资产	95.63	95.63	95.63	95.63	净利率	29.62%	29.54%	29.06%	28.76%
<b>资产总计</b>	2134.12	2691.81	3478.44	4545.76	ROE	15.82%	18.89%	21.03%	22.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.59%	10.74%	11.41%	11.81%
应付和预收款项	820.51	1139.85	1570.81	2126.95	ROIC	78.78%	126.55%	269.41%	630.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.95%	30.87%	30.48%	30.90%
其他负债	19.74	21.38	19.81	17.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	840.25	1161.23	1590.61	2144.66	总资产周转率	0.37	0.41	0.44	0.47
股本	106.72	106.72	106.72	106.72	固定资产周转率	11.01	14.34	21.68	32.34
资本公积	538.51	538.51	538.51	538.51	应收账款周转率	2.80	2.59	2.85	2.93
留存收益	648.64	885.35	1242.60	1755.87	存货周转率	0.62	0.72	0.70	0.70
归属母公司股东权益	1293.87	1530.58	1887.83	2401.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.96%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1293.87	1530.58	1887.83	2401.10	资产负债率	39.37%	43.14%	45.73%	47.18%
负债和股东权益合计	2134.12	2691.81	3478.44	4545.76	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.23	2.10	2.03	2.01
					速动比率	1.96	1.82	1.76	1.74
					股利支付率	24.43%	14.16%	14.57%	14.78%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.92	2.71	3.72	5.03
					每股净资产	12.12	14.34	17.69	22.50
					每股经营现金	2.12	4.04	4.87	7.07
					每股股利	0.47	0.38	0.54	0.74
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	207.05	302.16	416.29	576.90					
PE	49.09	34.76	25.32	18.72					
PB	7.77	6.57	5.32	4.19					
PS	14.54	10.27	7.36	5.38					
EV/EBITDA	42.91	28.08	19.23	12.69					
股息率	0.50%	0.41%	0.58%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn