

# 5G 流量爆发提升智能化需求，网络可视化龙头持续受益

——中小盘首次覆盖报告

伐谋-中小盘首次覆盖报告

孙金钜(分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

邹道(分析师)

zoudao@xsdzq.cn

证书编号: S0280519050001

任浪(分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

## ● 流量爆发提升网络可视化智能化需求，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

公司处于网络可视化龙头地位，提供前端网络流量检测加后端数据处理一体化解决方案，公司结合网络可视化产品开拓大数据运营产品、网络内容安全产品业务，并且战略进入工业互联网安全领域。5G 流量爆发和网络扩容，促使网络可视化后端大数据和网络安全市场快速增长，公司持续受益。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 9.48/13.07/18.01 亿元，归母净利润分别为 2.82/3.87/5.26 亿元，对应 EPS 为 2.64/3.62/4.93 元，PE 为 37/27/20X。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## ● 公司提供网络可视化垂直一体化解决方案，行业优势地位持续提升

公司能够提供云管端一体化整体解决方案，满足下游集成商、运营商、政府机构和企业的不同需求，产品质量、品类和技术水平行业领先，保持较高议价能力。公司前身是中兴特种装备有限公司，控股股东为深创投，以直销分销相结合方式下沉全国各县市，持续开拓非洲和东南亚等海外市场。产品、研发、渠道等优势使得网络可视化业务未来三年保持 30% 以上增长。

## ● 网络可视化后端向智能化发展，公司大数据和网络安全业务值得期待

根据赛迪数据我国网络可视化市场空间超过 200 亿，5G 流量爆发和网络扩容促使网络可视化增速超过 30%。我国网络可视化客户以政府和运营商为主，2019 年运营商资本支出增速由负转正，企业级市场潜力进一步挖掘，随着流量增加和网络安全需求持续增长，网络可视化行业迎来加速发展期。网络可视化行业前端性能不断提高，后端向智能化方向发展。公司依托网络可视化产品优势，构建海睿思大数据平台，拓展教育、金融、运营商、工业企业等领域，战略进入工业互联网安全领域，在细分领域取得突破。2018 年网络内容安全产品增速为 133%，大数据运营产品增速为 244%，随着流量持续增加，大数据应用和网络安全领域需求持续高速增长，公司网络安全、大数据运营和工业互联网安全产品将保持高速增长。

## ● 风险提示：运营商、政府投入不及预期，行业竞争加剧。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	498	691	948	1,307	1,801
增长率(%)	44.9	38.8	37.2	37.9	37.7
净利润(百万元)	132	205	282	387	526
增长率(%)	31.6	54.7	37.5	37.3	36.0
毛利率(%)	79.0	78.7	79.1	80.2	80.9
净利率(%)	26.6	29.6	29.7	29.6	29.2
ROE(%)	11.6	15.8	18.7	21.4	23.3
EPS(摊薄/元)	1.24	1.92	2.64	3.62	4.93
P/E(倍)	78.6	50.8	36.9	26.9	19.8
P/B(倍)	9.1	8.0	6.9	5.8	4.6

## 强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.07.01

收盘价(元):	97.42
一年最低/最高(元):	70.22/129.5
总股本(亿股):	1.07
总市值(亿元):	103.97
流通股本(亿股):	0.51
流通市值(亿元):	49.55
近 3 月换手率:	137.05%

## 中小盘研究团队

孙金钜(分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪(分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

黄泽鹏(分析师): 021-68865595-202

证书编号: S0280519060001

邹道(分析师): 021-68865595

证书编号: S0280519050001

## 目 录

1、 网络可视化龙头企业，产品覆盖网络可视化全产业链.....	4
1.1、 专注于网络可视化行业，战略进入工业互联网安全领域.....	4
1.2、 网络可视化业务持续稳健增长，毛利率处于行业前列.....	6
2、 公司提供垂直一体化整体解决方案，行业优势地位明显.....	8
2.1、 网络可视化是数据空间中的摄像头，未来向智能化方向发展.....	8
2.2、 网络可视化产品前端性能逐渐提升，后端向商业智能方向发展.....	9
2.3、 公司提供垂直一体化解决方案，占据行业竞争优势.....	11
3、 5G 流量爆发提升网络可视化后端大数据和网络安全需求.....	14
3.1、 我国网络可视化市场空间超过 200 亿，5G 将提振行业增速.....	14
3.2、 流量爆发提升网络可视化后端大数据应用需求.....	16
3.3、 战略进入工业互联网安全领域，开拓新的细分业务方向.....	19
4、 盈利预测及估值.....	22
4.1、 关键假设.....	22
4.2、 盈利预测与估值.....	22
5、 风险提示.....	23
附： 财务预测摘要.....	24

## 图表目录

图 1: 专注于网络可视化行业，战略进入工业互联网安全领域.....	4
图 2: 公司营收快速增长，复合增速超过 25%.....	6
图 3: 归母净利润保持高速增长，复合增速超过 35%.....	6
图 4: 网络可视化基础架构产品占营收较大.....	6
图 5: 网络可视化后端收入提升迅速（百万元）.....	6
图 6: 公司毛利净利保持在较高水平.....	7
图 7: 公司三费控制较为稳定.....	7
图 8: 网络可视化朝向智能化发展.....	8
图 9: 网络可视化可以提供流量精细化解决方案.....	9
图 10: 网络可视化由数据提取层、融合层、应用层构成.....	9
图 11: 公司产品贯穿网络可视化前端后端，能够提供云管端能力.....	10
图 12: 公司宽带网产品和移动网产品满足 5G 和物联网发展需求.....	11
图 13: 网络可视化行业包括基础架构商、应用开发商、系统集成商.....	11
图 14: 公司作为垂直一体化厂商拥有较高毛利率（%）.....	12
图 15: 政府和运营商市场占比较高，前五大客户集中度有所下降.....	13
图 16: 我国网络可视化市场规模超过 200 亿，增速将进一步提升.....	14
图 17: 网络可视化客户运营商和企业成长潜力较大.....	15
图 18: 网络流量持续爆发增长，驱动网络可视化需求增长.....	16
图 19: 我国互联网宽带业务持续增长.....	17
图 20: 基站数持续增长，5G 建设将推动基站发展.....	17
图 21: 公司宽带、移动可视化产品收入持续提升（百万元）.....	17
图 22: 大数据产业覆盖政府大数据、工业大数据、金融大数据、医疗大数据等.....	18
图 23: 我国大数据产业规模超过 5000 亿，复合增速超过 20%.....	18
图 24: 全球网络信息安全市场稳步增长.....	19
图 25: 中国信息安全市场增速超过 20%.....	19

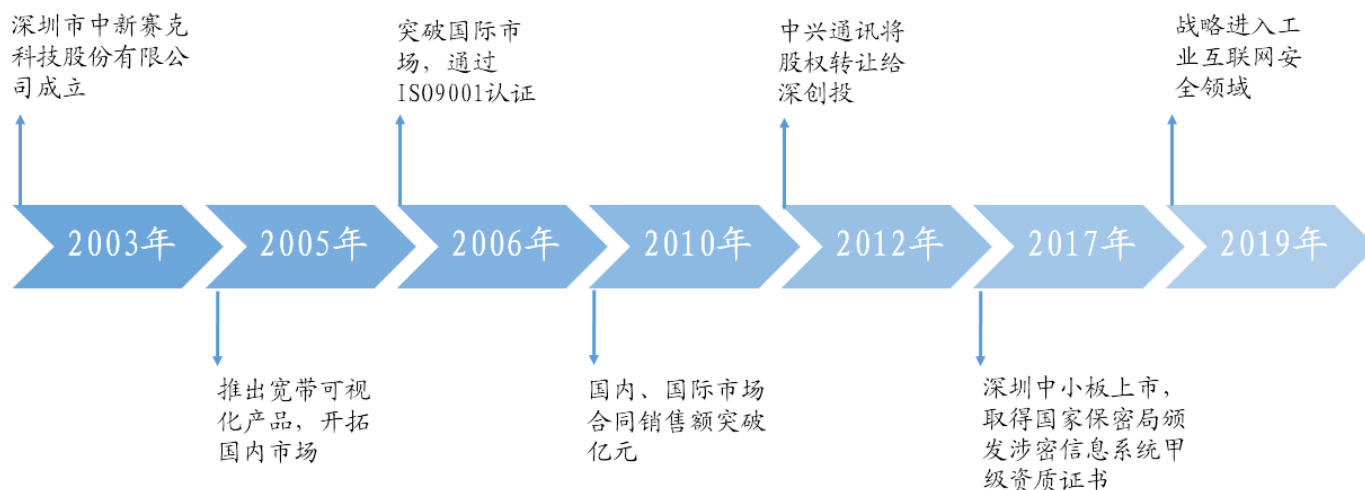
图 26: 我国工业互联网安全增速超过 30%.....	20
图 27: 我国工业互联网安全需求呈现多样化特点.....	20
图 28: 公司推出工业互联网安全态势感知平台.....	21
表 1: 中新赛克产品涵盖网络可视化全产业链.....	4
表 2: 网络可视化推动智能化业务管理.....	8
表 3: 网络可视化行业公司比较.....	13
表 4: 运营商网络可视化部分采购项目.....	14
表 5: 中新赛克政府市场部分采购项目.....	15
表 6: 我国网络安全相关政策法规.....	19
表 7: 公司各业务线盈利预测.....	22
表 8: 行业公司对比.....	22

## 1、网络可视化龙头企业，产品覆盖网络可视化全产业链

### 1.1、专注于网络可视化行业，战略进入工业互联网安全领域

中新赛克专注于数据提取、数据融合计算及信息安全计算等应用，主要业务包括网络可视化基础架构、网络内容安全、大数据运营产品和服务，并且战略进入工业互联网安全领域，基于现有产品和平台推出工业互联网安全产品和解决方案。公司成立于2003年，前身为中兴通讯控股的深圳中兴特种设备有限公司，2012年中兴通讯将公司控制权转让给深圳市创新投资集团有限公司，2017年公司在深圳中小板上市。中新赛克销售服务网络覆盖非洲、东南亚市场，产品进入金融、教育、政府、运营商、工业、互联网等领域。通过持续聚焦网络可视化行业，将前端后端市场进行打通，构建数据分析平台，战略进入工业互联网安全领域，提升公司在网络可视化行业龙头地位。

图1：专注于网络可视化行业，战略进入工业互联网安全领域



资料来源：公司官网、公司公告、新时代证券研究所

**产品覆盖网络可视化前后端和数据分析全产业链。**公司产品包括宽带网产品、移动网产品、网络内容安全产品、大数据运营产品、工业互联网安全产品，覆盖从前端数据采集到后端数据存储分析全过程，提供垂直一体化产品和解决方案。宽带网方面开始研制400G接口产品，提升下一代宽带网产品性能，并向态势感知方向发展。移动网产品形成从2G到5G平台产品，基于宽频无线信号态势感知产品已经研发完成。大数据产品在数据治理和知识图谱方面形成规模应用。网络内容安全完成针对VoLTE电信诈骗系统。工业互联网方面推出工业互联网安全产品和解决方案。公司加强各个产品间协同作用，提升产品综合竞争力，构建行业壁垒。

表1：中新赛克产品涵盖网络可视化全产业链

产品名称			用途和特点
网络可视化产品	宽带网产品	机架式	 又称网络分流器、流量采集器或者网络探针，工作在网络层、传送层，专门用于固网流量数据获取、分层解析、按需筛选、优化运维、大数据运营等。端口类型有GE、10G、40G、100G等。本产品机架式可以根据需求插入相应单板，提升设备容量，用于骨干网、大流量网络，保证数据完整性，流量灵活性、负载均衡等特色。

	盒式		又称网络分流器、流量采集器或者网络探针，按端口类型有 GE、10G 等产品，同信息化、网络优化与运维、大数据运营等系统组成整体解决方案。可以用于小规模部署场合，灵活调度互联网流量，完成移动互联网信令关联及 DPI 功能。	
	加速卡		又称智能网卡，该卡自带 CPU，完成网络数据的数据包报文捕获、报文分析、规则匹配等工作，端口类型包括 GE、10G 等，支持固网、移动网多种应用加速功能，支持虚拟化应用。	
	移动网产品	固定式		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、网络优化与运维和大数据运营等领域应用系统组成整体解决方，部署在室外。
		移动式		专门用于移动网流量分析领域，支持 2G/3G/4G/5G 制式，可同信息安全、网络优化与运维和大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案。本产品支持车载、拉杆箱和便携等移动部署模式。
		集中式		通常工作在网络层、传送层，专门用于移动网流量分析领域，支持 2G/3G/4G/5G 制式，可同信息安全、网络优化与运维和大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案。集中部署在移动接入有线网位置。
网络内容安全产品	基础版		采用内容深度智能分析和协议识别等技术，提供网页过滤、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。应用于政府、机构、电信运营商、企事业单位等用户。	
	增强版		基础版上增加了数据全文检索子系统，产品功能进一步提升。	
	智能版		增强版上增加了综合预警子系统和数据智能分析子系统。	
大数据运营产品	大数据基础软件		提供大数据核心引擎，实现海量数据的存储、计算、检索等功能，服务于有集成大数据引擎需求的客户。可运行于 x86、ARM、RISC 等系列通用服务器和存储设备中。	
	行业大数据分析系统		基于大数据基础软件系统的丰富能力，结合不同行业的需求和应用场景，实现不同行业的数据存储、数据分析、数据挖掘等应用，使得不同行业的大数据所有者能便捷地存储、分析、挖掘自己的数据，快速、高效实现价值	
	基于 ARM 存储硬件产品		为海量存储的新一代存储硬件，可结合自主研发的分布式存储系列大数据基础软件形成软硬件结合一体机解决方案，用于大容量数据存储应用场景。	
工业互联网安全产品			分析工业资产的指纹、漏洞信息、安全事件信息等海量数据，建立工业互联网安全知识共享平台。基于机器学习、专家研判和准确及时的威胁情报支持，可以对严重的工业互联网安全事件、高危安全漏洞、重大损失等进行预警，并通过流量分析技术实现完整的安全事件溯源取证。	

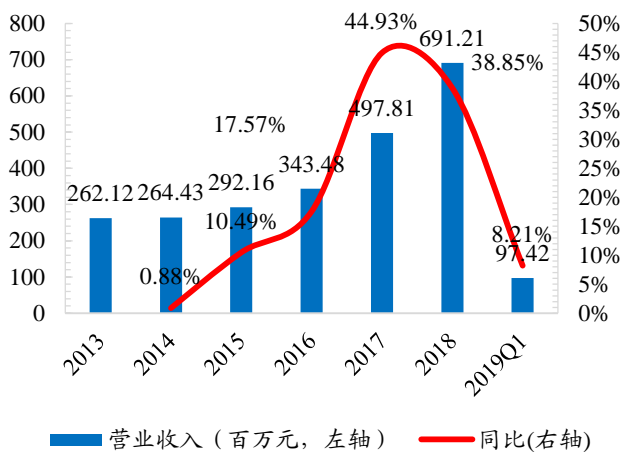
资料来源：中新赛克招股说明书、公司公告、新时代证券研究所

公司控股股东为深创投，实际控制人为深圳国资委，控股股东长期锁定保障公司长期成长性。公司实际控股股东深创投直接持有公司 26.66% 股份，合计持有公司股份 35.25%，上市时深创投承诺所持股份锁定 5 年，10 年内不放弃公司控制权，深创投作为股权投资头部机构长时间陪伴公司成长，有利于公司稳定持续发展。美亚柏科持有公司 2.07% 股份，总经理凌东胜直接持股 6.41%，同南京创昀、南京众昀持股平台合计持股 14.54%。公司管理层大部分来自于中兴通讯和深创投，上市前核心团队通过增资方式通过员工持股平台进行持股，很好的解决了代理人问题，有利公司长期发展。

## 1.2、网络可视化业务持续稳健增长，毛利率处于行业前列

网络可视化业务增长迅速，大数据运营、网络安全、工业互联网安全收入值得期待。近年来公司收入利润保持稳定增长，2018 年实现收入 6.91 亿，同比增长 38.85%，其中宽带网产品、移动网产品、网络内容安全产品、大数据运营产品分别增长 49.35%、15.88%、133.20% 和 243.93%。网络可视化产品占比 86%，随着网络可视化从前端往后端发展，未来大数据运营、网络安全、工业互联网安全领域增速值得期待。2019 年一季度由于季节性波动影响有所下滑。公司 2014 年-2018 年营收利润持续增长，营收复合增长率 27.4%，归母净利润复合增长率 37.5%。

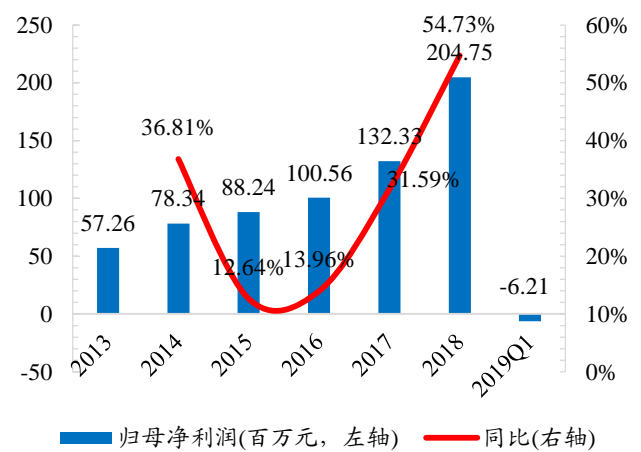
图2： 公司营收快速增长，复合增速超过 25%



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

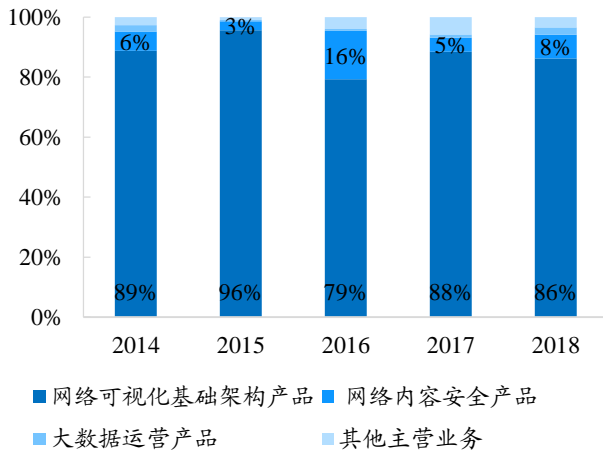
图4： 网络可视化基础架构产品占营收较大

图3： 归母净利润保持高速增长，复合增速超过 35%

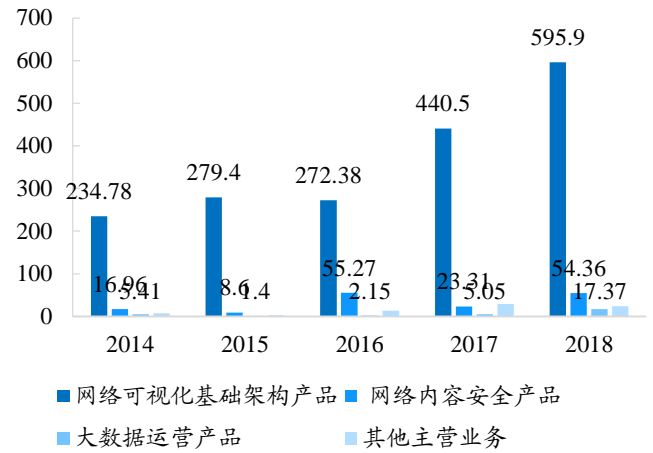


数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图5： 网络可视化后端收入提升迅速（百万元）



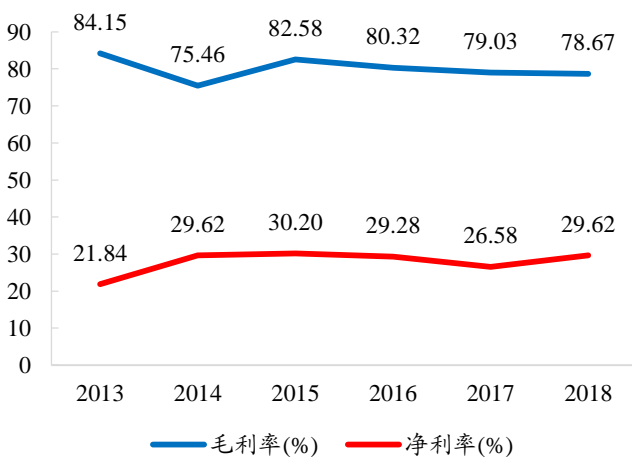
数据来源：公司公告、新时代证券研究所



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

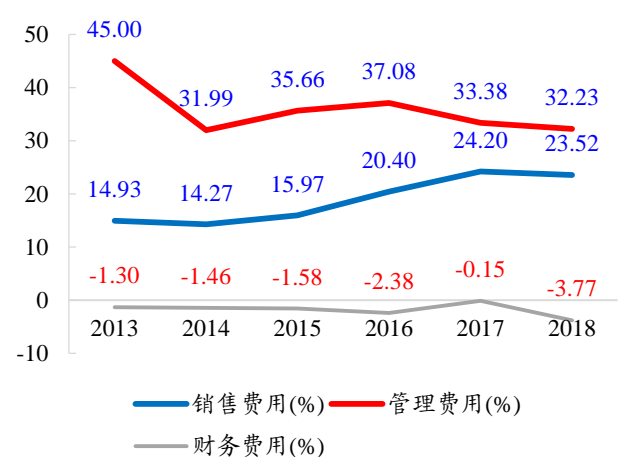
公司毛利净利保持在较高水平，毛利率较同行竞争对手高。公司毛利率净利率近几年保持较为稳定，网络可视化产品毛利率保持在 80% 左右，公司属于垂直一体化厂商，前端数据采集和后端数据分析处理都能够覆盖，公司产品技术处于行业领先，下游包括集成商、运营商、政府等，议价权较同行高，可以维持较高毛利率。公司三费管控在 55% 左右，管理费用中占比较高的是研发费用，2018 年研发费用 1.67 亿，占收入比 24.17%，持续高研发投入保证公司产品在市场中的领先地位。公司期间费用高于恒为科技，主要由于公司直接同下游运营商、政府打交道有关，公司持续拓展直销渠道，下沉到县市，同时开拓海外业务，进入东南亚和非洲市场，使得销售费用和管理费用占比显著高于恒为科技，净利率比恒为科技高约 5PCT。公司净资产收益率保持在 15% 左右，资产负债率维持在 40% 以下，由于公司单一订单较大，前五客户集中度较高，使得预收款应收款较大，目前中国电信在手合同 4.96 亿，占营收比 71%，目前还未确认收入，可以保证未来收入持续增长。

图6：公司毛利净利保持在较高水平



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图7：公司三费控制较为稳定



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

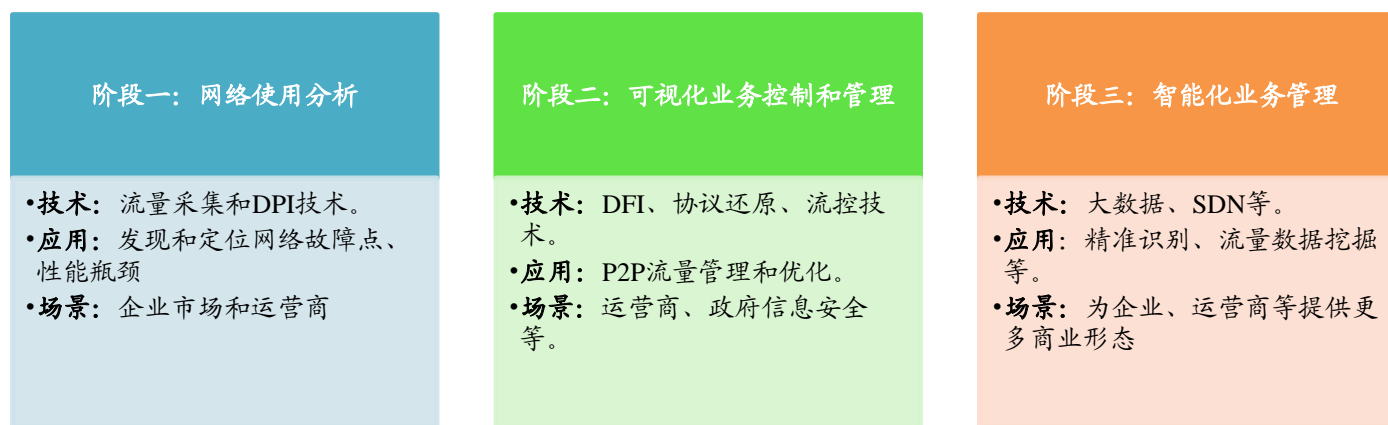
## 2、公司提供垂直一体化整体解决方案，行业优势地位明显

### 2.1、网络可视化是数据空间中的摄像头，未来向智能化方向发展

网络可视化类似于网络数据空间中的摄像头。网络可视化通过网络流量的采集和检测，对网络的物理链路、逻辑拓扑、运行质量、流量内容等进行监测、识别、展现与管控。并将可视化的数据传递给下游用户，帮助网络的拥有者或管理者更好的管理和分析网络。

**网络可视化朝向智能化发展。**网络可视化发展经历三个阶段。第一阶段集中在网络分析，通过流量采集和 DPI 技术对网络使用情况进行统计分析，发现网络故障点和性能瓶颈，主要应用在企业 and 运营商市场。第二阶段发展网络可视化业务控制和管理，由于 P2P 的兴起对全世界网络造成了拥堵和安全问题，运营商通过网络可视化的手段对 P2P 流量进行管理和优化，并且出现了众多新的业务模式，包括骨干网清洗，非法业务检测，网络审计，合法监听等。第三阶段网络可视化朝向业务智能发展，在这个阶段通过利用大数据、SDN 等技术，对网络流量数据进行深度挖掘，提取有价值的商业信息，同广告、电商、位置服务、内容服务等商业形态进行对接，为客户创造出更多的商业价值。

图8：网络可视化朝向智能化发展



资料来源：恒为科技招股书、新时代证券研究所

**运营商通过建立基于网络可视化 DPI 大数据平台，推动运营商智能化发展。**运营商大力发展智能管道业务，形成用户可感知、业务可识别、流量可控、网络可管理、资源动态分配、按业务差异收费的智能网络。通过智能管道的构建，形成新的产业模式。运营商可以获得多维感知技术，获取网络状态、业务感知，为网络优化、网络维护提供支持，并且能够实现流量精细化运营，挖掘更多有价值的产品和业务，提升用户体验。用户可以获得更快更稳定的网速和个性化的定制服务，提升产品体验和用户粘度。业务商可以通过网络可视化分析用户使用习惯，进而推动业务和产品创新发展。

表2：网络可视化推动智能化业务管理

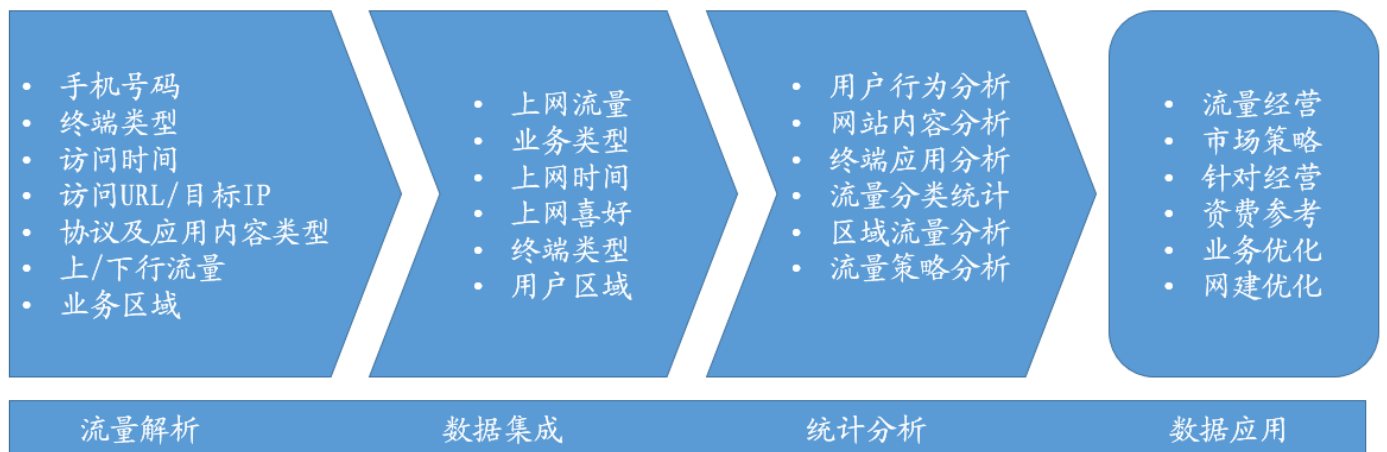
网络可视化智能化功能	使用场景
用户感知	网络能够自动识别用户，感知用户所处位置，使用业务、用户等级、用户使用习惯，针对不同用户提供不同服务，根据用户对网络和业务的感知，分析网络中存在的问题，迅速定位、预警和解决，提高网络速率和性能，提升用户体验。



<b>流量可控</b>	根据网络中业务状态和用户需求进行流量动态管控，在流量规模大、链路拥挤时候将带宽分配给高带宽需求应用，对一些滥用带宽业务进行限流或丢弃，对流量集中网络进行分流或者疏导，对恶意行为流量进行封堵或者阻断。
<b>网络管理</b>	通过感知网络类型，网络使用情况，网络拥塞情况，网络设备故障情况进行网络动态管理和调控。通过基于 DPI 网络监测设备，根据小区吞吐量、用户数、分组处理时延进行分析。通过基站网络设备实时上报网络状态分析系统，制定流量管理策略。
<b>资源动态指配</b>	根据业务需求、用户需求、网络状态进行网络资源动态分配和控制，通过按需分配资源，实现网络的智能化。
<b>质量按需保障</b>	提供区分用户区分业务的差异化服务，保障 VIP 用户和高价值应用的体验，将网络资源优先分配给高价值用户和业务。

资料来源：中国产业信息网、中国联通研究院智能管道关键技术与应用、新时代证券研究所

**图9：网络可视化可以提供流量精细化解决方案**

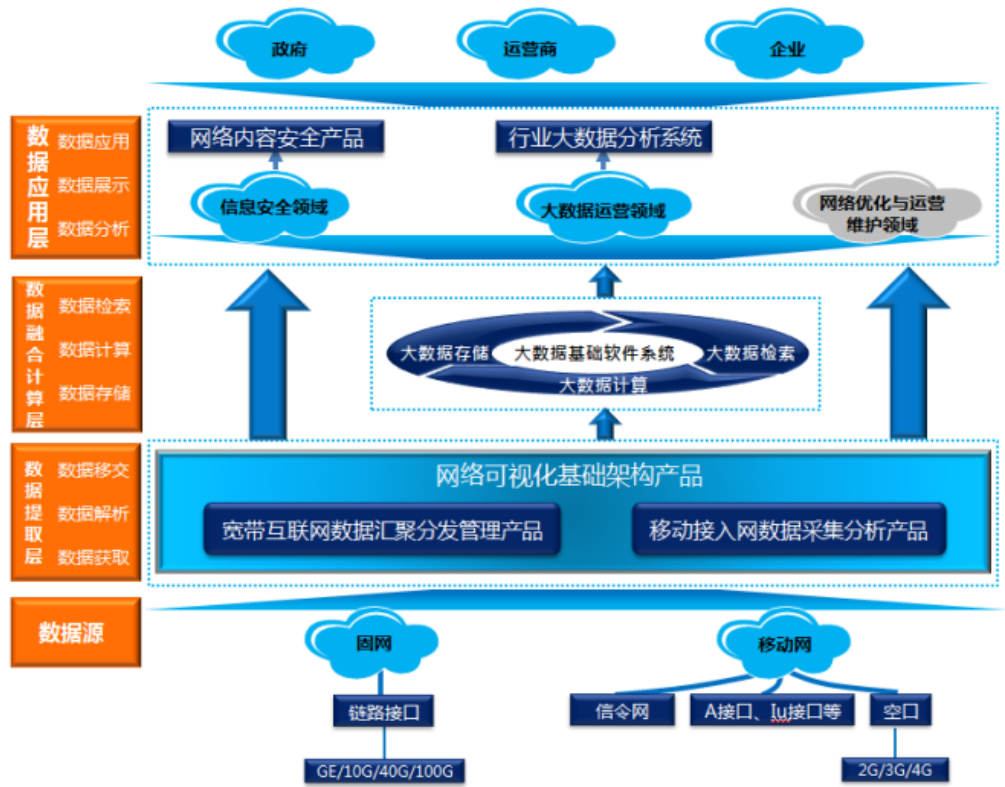


资料来源：中国联通研究院智能管道关键技术与应用、新时代证券研究所

## 2.2、网络可视化产品前端性能逐渐提升，后端向商业智能方向发展

网络可视化系统分为数据提取、数据整合计算和数据应用三层。数据提取层完成网络流量数据获取、解析和移交，通过对网络中数据包的解码，还原出明文信息，再通过相应的接口移交相关数据，数据提取层属于网络可视化前端。数据融合层能够对数据进行存储、计算和检索，根据用户需求提供检索数据。数据应用层通过大数据等技术手段进行数据分析和展示，满足用户的可视化需求。

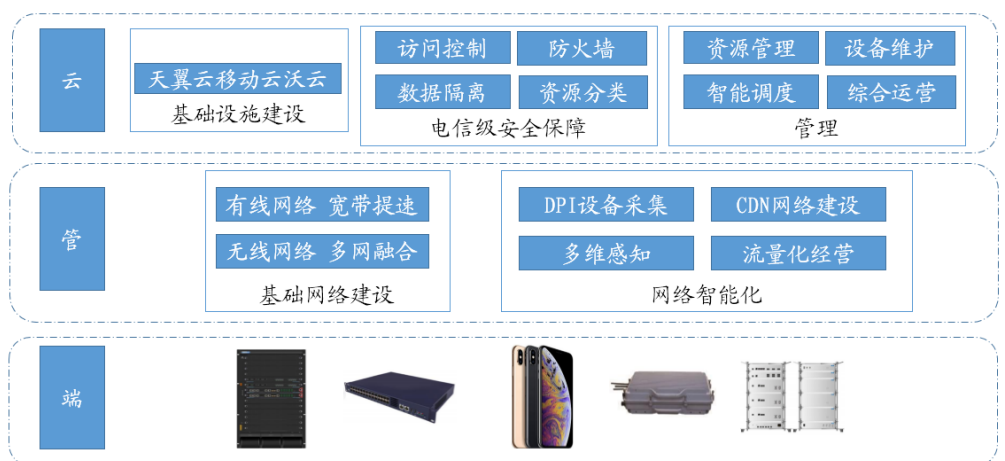
**图10：网络可视化由数据提取层、融合层、应用层构成**



资料来源：中新赛克招股书、新时代证券研究所

公司产品贯穿网络可视化前端后端，能够提供云管端能力。网络可视化前端产品性能持续提升，前端设备主要集中在数据提取层完成数据获取、解析和移交功能，包括网络分流器、流量采集器、网络探针等，随着通信产品制式不断提升，数据流量爆发性增加，5G 商用逐渐到来，前端产品性能持续提升。后端产品通过大数据等技术，拓展新型商业价值。数据融合计算和应用层属于 DPI 衍生的后端产品，通过对数据进行存储，分析和应用发掘更多的商业价值，为客户提供更多的商业模式。垂直一体化解决方案能够为电信运营商提供云管端整体解决方案。

图 11：公司产品贯穿网络可视化前端后端，能够提供云管端能力

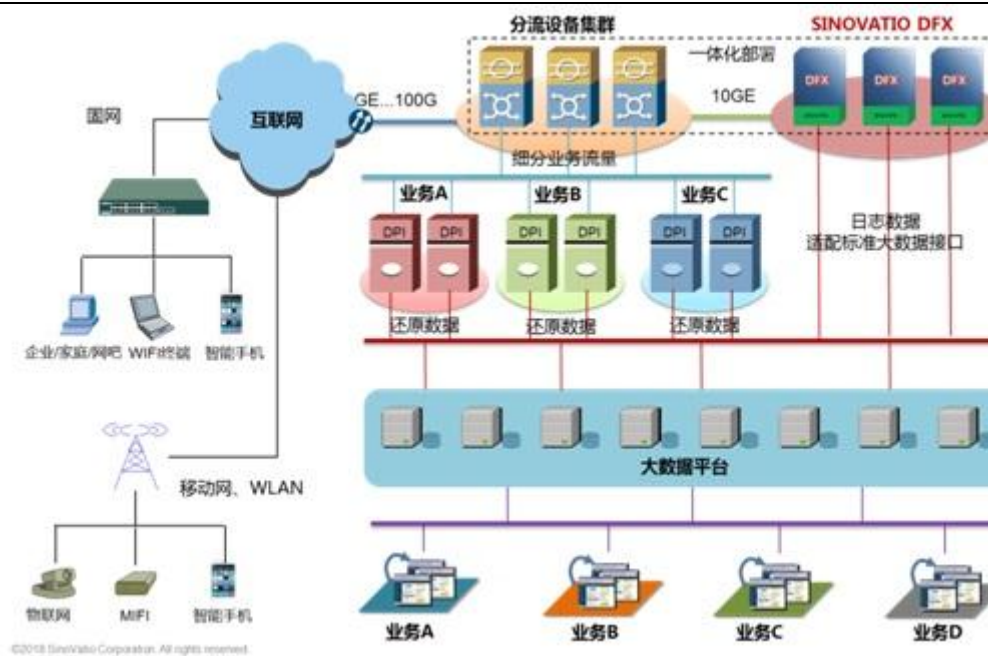


资料来源：中国产业信息网、联通研究院、新时代证券研究所

公司产品覆盖固网和移动网需求，在未来 5G 和物联网发展过程中将明显受益。根据网络基础架构和应用场景不同，网络可视化产品包括宽带网产品和移动网产品，5G 和物联网发展促使更多技术需求。宽带网产品用于固网原始数据的获取、分层

解析、筛选和快速移交。通过在骨干网汇聚节点或者固网节点部署探针设备，应用于固网流量解析场景，当流量经过应用探针时，能够在探针设备中进行高效业务识别和细分，并且提取有价值的信息，供后台大数据系统进行深度数据挖掘和业务实现。移动网产品用于移动网流量分析领域，部署在有移动接入有线网采集分析产品，移动网产品丰富了产品制式，随着 5G 以及物联网技术不断发展，移动网产品能够满足宽频化、多样化、复杂化等功能。

图12: 公司宽带网产品和移动网产品满足 5G 和物联网发展需求



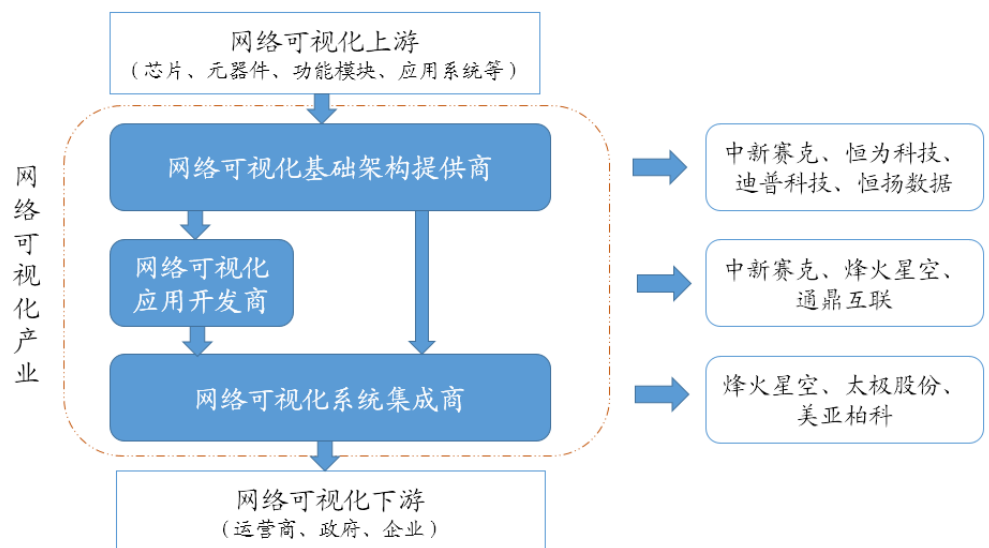
资料来源：中新赛克官网、新时代证券研究所

### 2.3、公司提供垂直一体化解决方案，占据行业竞争优势

网络可视化下游行业需求旺盛，随着运营商升级扩容、信息安全与大数据发展将带来新的应用需求。网络可视化行业上游主要是芯片、元器件、各功能模块、PCB、开源技术和用于生产网络可视化基础架构产品和应用系统。随着主芯片以及一些专用芯片的发展，促进网络可视化产品功能和性能增强。下游应用方向主要为信息安全、网络优化与运维、大数据运营等领域，用户可以分成政府用户市场、电信用户市场、企业用户市场等。下游随着运营商升级扩容，5G 逐渐商用，自主可控和信息安全需求持续景气，将带来新的应用需求和市场机遇，驱动网络可视化行业发展。

根据公司在网络可视化产业链位置不同，可以分为基础架构设备供应商、应用开发商和系统集成商。基础架构提供商主要为下游应用开发商和系统集成商提供网络可视化基础设备、核心模块和解决方案，属于网络可视化前端。基础架构提供商能够解决行业共性和架构性技术问题，提升下游厂商产品性能，缩短开发部署时间，满足下游厂商差异化需求。基础架构提供商包括中新赛克、迪普科技、恒为科技、恒扬数据。应用开发商主要为下游集成商提供完整的应用系统，并且专注于一类或者多类网络可视化应用，主要是以软件开发为主。典型企业有烽火星空、中新赛克。系统集成商直接面向行业下游客户，提供方案咨询计划、系统集成和技术服务，服务对象包括运营商、政府机构、企业等。典型企业有烽火星空、太极股份。

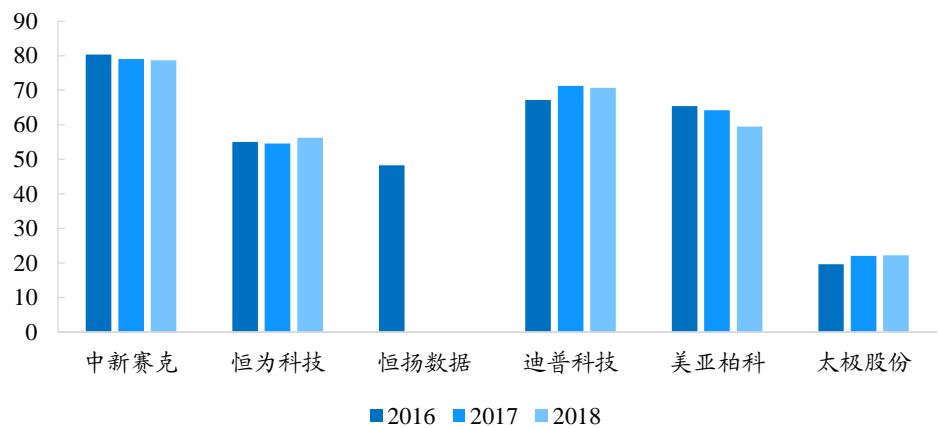
图13: 网络可视化行业包括基础架构商、应用开发商、系统集成商



资料来源：恒为科技招股书、新时代证券研究所

**网络可视化基础架构提供商横向拓展覆盖更多客户，垂直一体化厂商能提供整体解决方案。**基础架构提供商通过占据前端优势，横向拓展更多应用客户，能够覆盖运营商、政府机构，金融机构，互联网等企业客户，并且能够同下游应用开发商和集成商合作，将整个产业链打通。恒为科技同烽火星空合作，恒为科技提供前端产品，烽火星空提供应用开发和集成服务，将产业链打通后服务于下游运营商、政府、企业等客户。垂直一体化厂商能够覆盖网络可视化整个流程，拥有较高的毛利率，能够做到前端数据提取，后端数据存储和分析，并且提供集成解决方案，直接同运营商、政府、企业等接触，拥有较高的议价权。中新赛克作为垂直一体化厂商拥有较高毛利率。

**图14： 公司作为垂直一体化厂商拥有较高毛利率（%）**

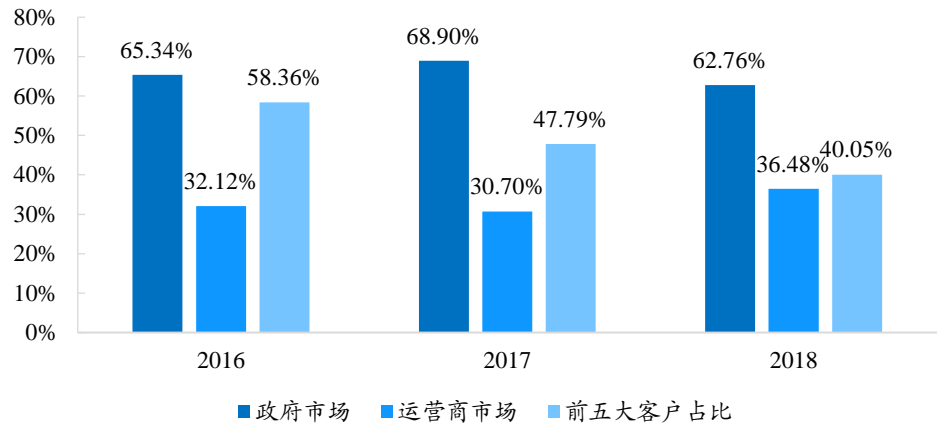


数据来源：Wind、新时代证券研究所

**公司客户以政府和运营商为主，持续拓展企业和海外客户。**2017年、2018年政府市场营收占比为68.90%、62.76%，运营商市场营收占比为30.70%、36.48%，随着公司安全产品、大数据分析产品、工业互联网产品的拓展，企业市场销量有望提升。销售模式方面公司以直销为主，经销为辅，已经覆盖华东、华北、华南、西北、西南等区域，海外覆盖非洲、东南亚等地，直销和经销占比为7:3，未来海外业务占比有望达到20%。公司客户资源优质，运营商用户中中国移动2015年、2016年是公司第一大客户。政府和公安客户包括国家互联网应急中心、重庆市公安局、电信

科学技术第十研究所、太极计算机、广州汇智、金浦科技等。同时公司依托中兴通讯海外销售渠道和资源，以中兴通讯作为集成商，覆盖海外客户。前五大客户集中度较高，随着产品多样化提升和客户拓展，客户集中度有一定降低。

**图15: 政府和运营商市场占比较高，前五大客户集中度有所下降**



资料来源: Wind、新时代证券研究所

**表3: 网络可视化行业公司比较**

公司	时间	产品	销售收入	毛利率	产业链定位	客户情况
中新赛克	2018	网络可视化产品	5.96 亿	83.50%	网络可视化基础架构提供商、网络可视化应用提供商（垂直一体化）	政府、运营商、集成商、企业和经销商
恒为科技	2018	网络可视化产品	3.62 亿	59.10%	网络可视化基础架构提供商（前端为主）	同下游集成商一同进入政府、运营商、企业客户
迪普科技	2018	安全分析产品	1.24 亿	78.70%	网络可视化基础架构提供商、安全产品集成商（结合自身安全产品）	结合自身安全产品进入政府、运营商、企业客户
恒扬数据	2016	数据采集设备	1.29 亿	48.20%	网络可视化基础架构提供商（前端为主）	同下游集成商一同进入政府、运营商、互联网客户

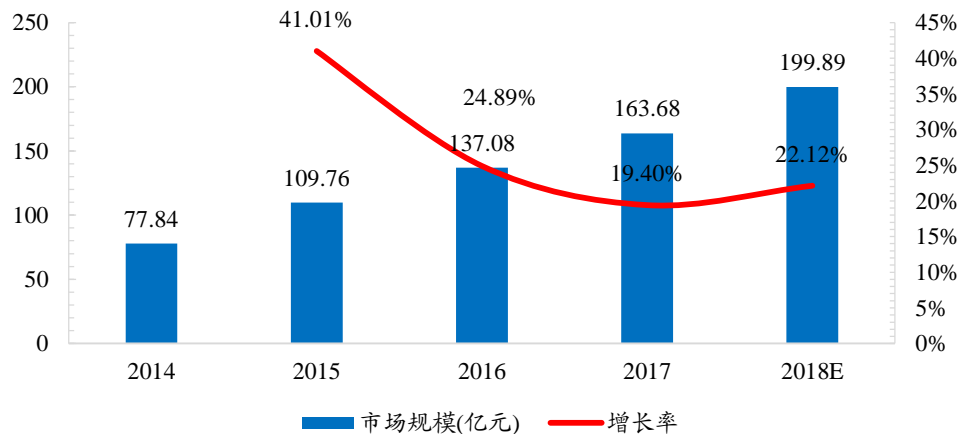
资料来源: Wind、各公司公告、各公司招股说明书、新时代证券研究所

### 3、5G 流量爆发提升网络可视化后端大数据和网络安全需求

#### 3.1、我国网络可视化市场空间超过 200 亿，5G 将提振行业增速

我国网络可视化行业市场空间超过 200 亿，复合增速超过 20%，5G 商用将提振行业增速。根据赛迪数据，2016 年我国网络可视化市场规模 137.08 亿元，预计 2018 年市场规模达到 199.89 亿元，复合增速达到 20.75%。其中前端市场占 20% 份额，后端市场占 80% 份额，预计我国网络可视化前端市场空间为 40-50 亿。随着数据流量进一步扩容，运营商和企业需求加大，5G 商用推出，预计未来我国网络可视化增速提升至 40%。

图16: 我国网络可视化市场规模超过 200 亿，增速将进一步提升



数据来源：赛迪数据预测、恒为科技招股书、新时代证券研究所

网络可视化运营商市场空间预计在 30-50 亿，政府市场超过 100 亿，企业市场潜力巨大达到 200-300 亿。参考运营商可视化采购项目情况，运营商采购网络可视化项目基于网络升级、设备改造、制式升级、流量提升等因素，随着 5G 商用牌照的发放，流量和制式提升将进一步加大运营商投入。运营商项目从几十万到几千万不等，三大运营商在不同省份投入不同，流量和设备需求高的省份投入较高，通过调研预计每年运营商网络可视化市场投入在 30-50 亿，未来智能化升级和商业模式拓展将进一步提升运营商市场空间。公司持续中标公安、政府项目，中标金额从几十万到几百万左右，终端客户为地市级政府或者公安机构，目前我国省级行政区 34 个，地级行政区域 334 个，县级行政区域 2853 个，县级客户采购在几十万左右，市级客户采购在几百万到几千万左右，预计政府采购市场空间 100-150 亿。参考海外网络可视化发展现状，企业用户市场空间已经达到 60%，预计企业市场潜力达到 200-300 亿。

表4: 运营商网络可视化部分采购项目

时间	项目名称	采购内容
2019/5/22	中国移动 2019 年互联网 DPI 设备采购第 9 标包采购	新疆统一 DPI 互联网部分新建 1000G
2019/4/30	中国电信江苏分公司 2019 年核心网 DPI 日志采集软件开发项目	LTE 核心网 DPI 日志采集软件，约 92 万元
2019/4/17	中国移动 2019 年互联网 DPI 设备采购招标	14 标合计新建 87040G
2019/2/13	河南联通移动核心网用户面数据采集 DPI 采购	新增用户面数据采集及 DPI 能力 1718Gbps, 最高限价 3000 万
2019/2/11	中国电信陕西公司省级 DPI 扩容工程	城域网 16 条 100GE 链路

2019/1/23	河南联通移动核心网用户面数据采集 DPI 公开招标	新增用户面数据采集及 DPI 能力 1718Gbps
2019/1/17	河南联通移动核心网数据统一采集平台扩容工程信令面采集 DPI 处理项目招标	新增 CS 域信令采集及 DPI 处理能力 33Gbps, 新增 IMS 域数据采集及 DPI 处理能力 4.82Gbps, 最高限价 704 万
2019/1/15	中国移动内蒙古公司 CMNet 省网出口配套 DPI 系统扩容工程	预算 40 万
2019/1/14	中国移动新疆分公司 2019 年 DPI 流控系统设备维保服务项目	数据业务分析与流控系统
2018/12/26	中国联通云南省分公司单项 DPI 扩容工程	系统 DPI 处理能力达到 341Gbps, 预算 242 万
2018/12/7	中国移动河北公司 20-2020 年统一 DPI 僵木蠕系统框架项目招标	石家庄地市僵木蠕能力全覆盖 (2800Gbps)
2018/12/5	中国移动广东公司互联网 DPI 系统技术支持及优化服务项目	网络系统专项优化、通信网络技术支持服务, 预算 78 万
2018/11/8	中国移动上海公司 20 城域网统一 DPI 扩容工程	新增 2 台 100G 汇聚分流设备, 限价 410 万
2018/11/1	中国电信江苏分公司移动网统一 DPI 系统工程项目招标	实现 1300Gbps DPI 分析处置能力, 采购金额约 420 万
2018/10/16	江西移动大数据运营平台二期扩容 DPI 增强解析项目	业务分析域系统
2018/10/9	中国联通湖南分公司单项工程 DPI 采集项目招标	320Gbps 用户面流量的采集, 采购金额约 244 万
2018/9/5	中国联通青海单项工程 DPI 整合改造项目	118Gbps 的用户面流量, 6Gbps 的信令面流量, 全网流量达到 124Gbps, 采购金额约 120 万

资料来源: 全国招标信息网、新时代证券研究所

**表5: 中新赛克政府市场部分采购项目**

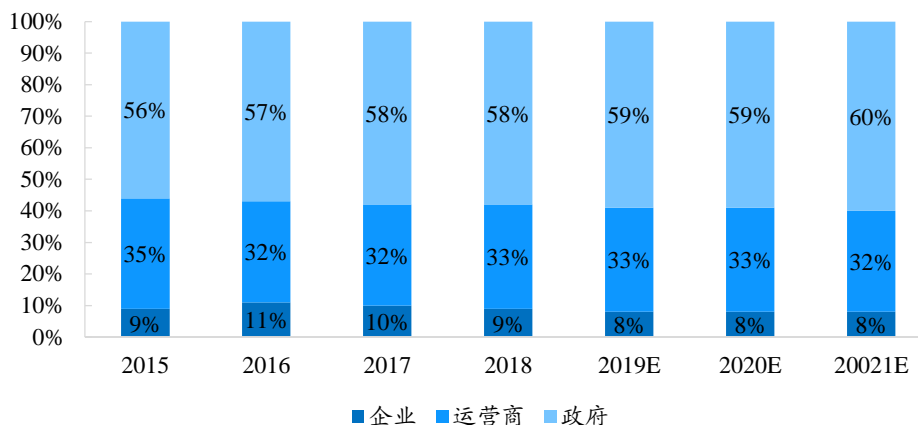
时间	项目	中标金额
2019 年 5 月 30 日	黄冈市公安局技侦专用装备器材采购项目	1631 万
2019 年 4 月 2 日	南昌铁路公安局公安专用设备	29.8 万
2019 年 2 月 18 日	福鼎市公安局警用数据分析平台	108 万
2018 年 12 月 5 日	山东省潍坊市青州市公安局升级城际热点系统信息采集设备采购	299.9 万
2018 年 11 月 15 日	商丘市纪律检查委员会测向定位设备、电子数据取证勘验设备	199.9 万
2018 年 11 月 6 日	南昌铁路公安局厦门公安处公安专用设备采购	156.9 万
2018 年 10 月 12 日	五华县公安局综合信息作战平台建设项目	124.8 万
2018 年 6 月 4 日	康保县公安局移动终端特征采集系统	89.4 万

资料来源: 中国政府采购网、新时代证券研究所

根据 Grand View Research 数据, 全球网络可视化前端市场 2020 年预计达到 47 亿美金, 按照前端后端比例推算整个全球网络可视化市场规模 2020 年预计达到 240 亿美元。按照市场区域划分, 亚太地区是网络可视化最大市场, 2013 年占全球 37% 的市场份额, 随着网络用户数提升和流量驱动, 政府对于网络内容监管需求和安全重视, 企业网络可视化商业模式增加, 预计未来两年将保持 30% 增速。

**我国网络可视化以政府和运营商为主, 运营商和企业更具成长潜力。** 在应用领域运营商和企业是网络可视化最大客户需求, 根据 IHS 数据, 全球网络可视化需求中运营商占据 33% 市场份额, 企业占据 58% 市场份额, 政府占据 8% 市场份额。我国网络可视化厂商主要客户依然是以政府和运营商为主, 逐步向金融机构、互联网企业发展。大型互联网企业拥有自行开发网络可视化产品能力, 而金融机构、中小型互联网公司, 以及其他行业企业对网络可视化需求旺盛, 有待进一步挖掘。

**图17: 网络可视化客户运营商和企业成长潜力较大**

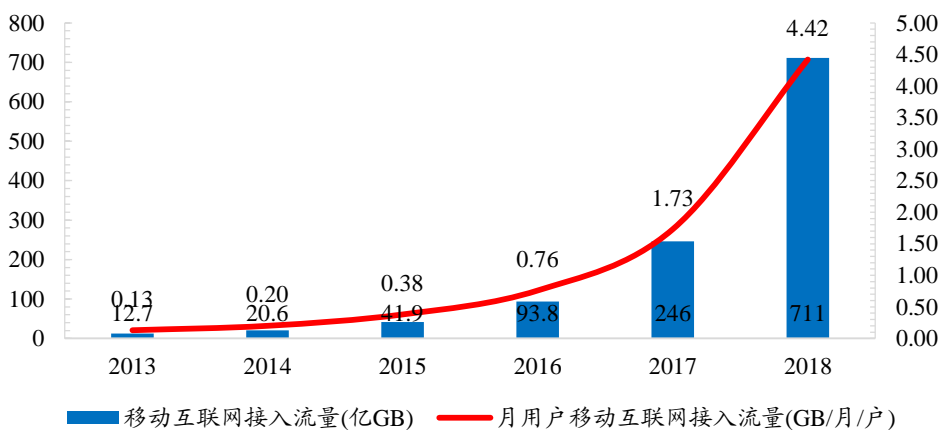


数据来源：HIS 预测、中国产业信息网预测、新时代证券研究所

### 3.2、流量爆发提升网络可视化后端大数据应用需求

网络流量持续爆发增长，驱动网络可视化市场快速成长。我国移动网络用户数和流量近几年呈现爆发性增长，根据工业和信息化部发布《2018 年通信业统计公报》，2018 年移动互联网接入流量消费达 711 亿 GB，同比增长 189%，增速较上年提升 27 个百分点。全年移动互联网接入月户均流量（DOU）达 4.42GB/月/户，同比增长 155%，带来面向移动网络的网络可视化市场快速增长。通过对海量网络流量数据进行分析、识别、控制、管理，借助于大数据等其他技术手段，对流量数据进行深度挖掘，分析用户特征，行为习惯及背后，创造出更多的商业价值。

图18：网络流量持续爆发增长，驱动网络可视化需求增长



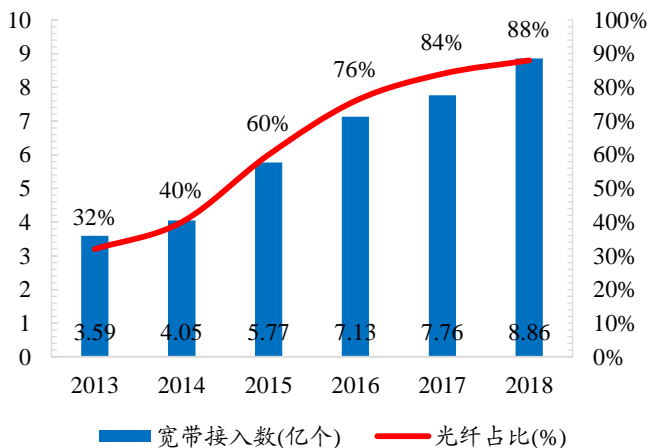
数据来源：2018 年通信运营统计公报、新时代证券研究所

基础网络演进和扩容以及网络可视化下游应用不断扩展，为网络可视化行业带来广阔市场前景。我国网络基础建设能力不断提升，4G 移动网络向纵向延伸，光纤宽带部署规模不断扩大，完成骨干网 IPV6 部署，5G 建设预计 2019 年下半年开始放量，2020 年左右能够商用，网络基础设施持续投入将推动网络可视化发展。2018 年互联网宽带接入端口数量达到 8.86 亿个，比上年末净增 1.1 亿个，光纤占比达到 88%。全国净增移动通信基站 29 万个，总数达 648 万个；其中 4G 基站净增 43.9 万个，总数达到 372 万个。由于骨干网技术不断演进，每一代骨干网升级迭代周期为 4-5 年，随着网络制式提升，都会对网络可视化产品有相应的升级替换需求。基础网络演进和扩容为网络可视化行业带来广阔市场前景。



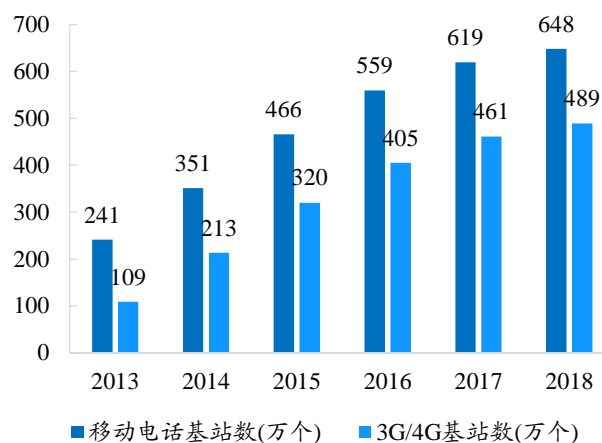
网络可视化行业发展同通信行业资本支出趋势相关，2019年运营商资本支出增速由负转正，促使网络可视化行业加速发展。网络可视化行业下游主要是政府和运营商，行业发展同政府和运营商支出基本同步或者滞后一年，政府安全支持保持较为稳定增长，运营商资本开支随着无线通信技术发展出现周期性，2009年3G投资进入高峰期，2010年后3G建设进入后周期，资本支出开始下滑，2011年后开始进入4G建设周期，到2015年达到4G建设高峰期，2016年后4G建设进入后周期，资本支出开始下滑，2019年开始运营商资本支出增速由负转正，2019年预计三大运营商资本支出预算为3030亿，同比增长5.6%。运营商资本支出提升促使未来网络可视化行业加速发展。

图19: 我国互联网宽带业务持续增长



数据来源: 2018年通信运营统计公报、新时代证券研究所

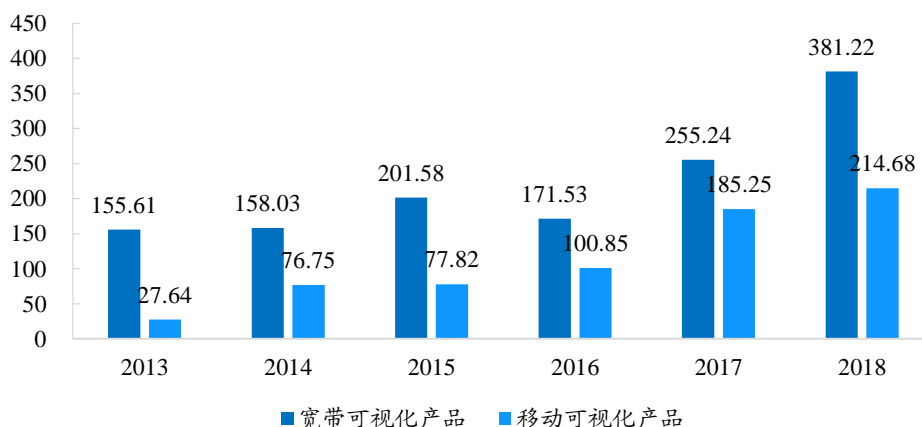
图20: 基站数持续增长, 5G建设将推动基站发展



数据来源: 2018年通信运营统计公报、新时代证券研究所

公司覆盖宽带网和移动网产品，朝多样化、一体化、小型化、场景智能化发展。公司宽带网产品完善，覆盖高中低端产品，推出态势感知解决方案，开始研发400G端口单板，在5G宽带产品上保持市场和技术领先，保持毛利率稳定。移动网产品朝一体化、小型化、多场景化发展，可以满足5G制式升级需求，形成2G到5G的移动网平台，针对移动通信部署情况，下沉到各个区县，提升产品多样化，适应市场需求。公司宽带网和移动网产品收入持续提升。

图21: 公司宽带、移动可视化产品收入持续提升（百万元）



数据来源: Wind、新时代证券研究所

我国大数据产业规模超过5000亿，未来复合增速超过20%。根据赛迪智库数据，我国大数据产业2018年达到4384.5亿元，到2021年将达到8070.6亿元，复合增

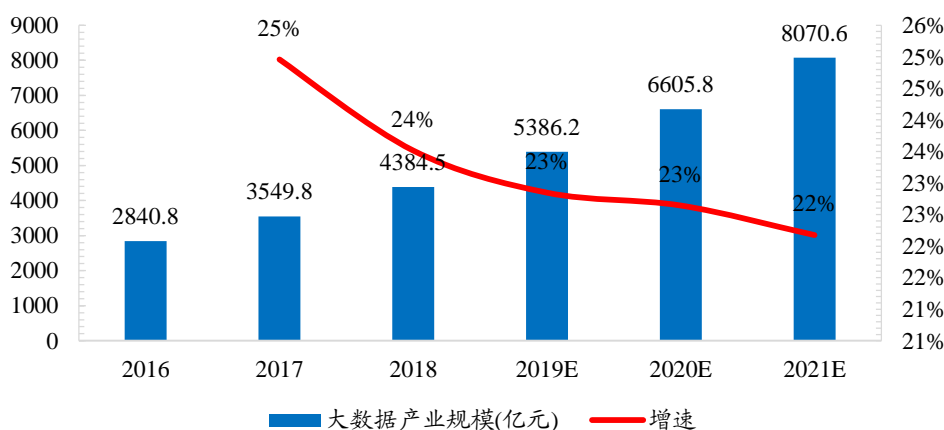
速超过 20%。大数据产业由大数据硬件产品、软件产品、服务产品、安全产品等构成，2018 年市场规模分别达到 2245 亿元、823 亿元、1317 亿元、29 亿元，软件、服务和安全产品未来增速较快。大数据贯穿到下游众多应用，数字化促使传统产业转型升级，主要应用领域包括政府大数据、工业大数据、农业大数据、金融大数据、医疗大数据、营销大数据、交通大数据、电信大数据等，2018 年金融大数据产业规模达到 470 亿，政府大数据达到 279 亿，工业大数据达到 371 亿，医疗大数据达到 198 亿，未来将保持 30-40% 快速增长。

图22: 大数据产业覆盖政府大数据、工业大数据、金融大数据、医疗大数据等



数据来源: 赛迪智库、新时代证券研究所

图23: 我国大数据产业规模超过 5000 亿, 复合增速超过 20%



数据来源: 赛迪智库预测、新时代证券研究所

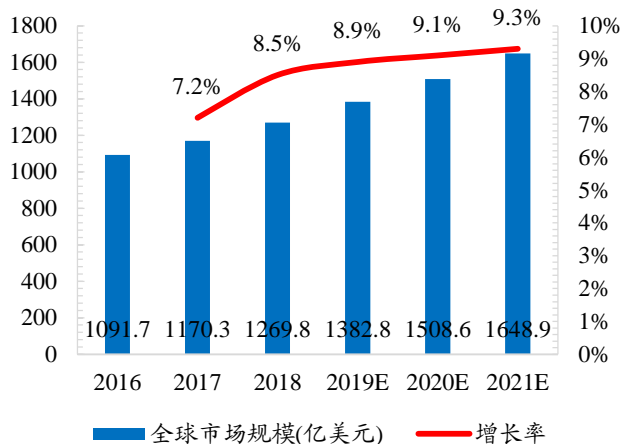
公司构建海睿思大数据平台, 拓展教育、金融、工业等领域。公司目前重点在运营商和政府领域进行大数据运营产品布局, 同时对教育、金融和审计等领域进行拓展, 成立数据分析和人工智能团队, 研发大数据态势感知产品, 针对多数据源和数据类型构建多种产品, 取得一定市场竞争力。公司通过构建 OceanMind 海睿思等平台, 融合各种产品, 在数据治理、数据挖掘, 数据分析及数据呈现等层面, 客户只需通过拖拽方式就可以生成数据可视化界面, 以快速解决各种复杂和临时性问题。海睿思平台能够解决教育行业学校系统数据孤岛、数据库种类多样、数据融合分析困难

等问题。平台能够帮助金融企业进行风险管控，将大数据技术运用于信贷业务，通过外部信用数据和企业网络流量、设备日志等 DPI 数据，打通线上线下数据边界。平台能够帮助运营商从收入、成本、服务、消耗四个方面对运营商的经营活动进行多维分析，提升运营效率。同时还能够根据车载物联信息，对电动汽车驾驶行为、行驶状态、车辆历史信息、所处位置等进行分析，对故障进行提前预测，降低故障概率。

### 3.3、战略进入工业互联网安全领域，开拓新的细分业务方向

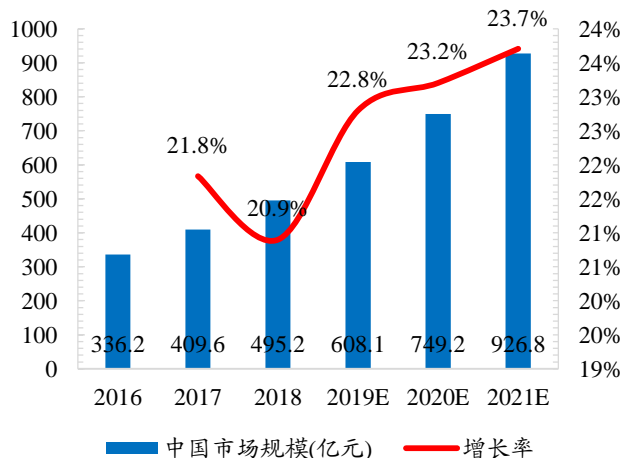
网络安全行业持续景气，网络可视化提供可视化解决方案。网络安全市场持续保持稳定增长，近年来随着网络技术、工业控制、智能应用、云计算、物联网等技术迅速发展，网络安全行业迎来新的挑战。2018 年全球许多知名企业遭遇泄露事件，欧盟出台《一般数据保护条例》保护欧盟地区数据，其他国家和地区相继出台一系列数据保护方面法规和政策，我国持续颁布信息安全相关法律政策。根据赛迪顾问数据，网络安全市场将保持持续上涨趋势，预计 2021 年全球网络信息安全市场达到 1648.9 亿美元，国内市场将达到 926.8 亿元。网络可视化技术能够将网络和日志数据以图形/图像方式展示出来，识别网络异常、入侵，预测网络安全事件发展趋势。通过主机状态可视化、防火墙数据可视化、网络入侵数据可视化、网络负载可视化技术、多源大数据可视化等技术提供网络安全解决方案，降低安全设备使用难度，增加数据分析商业模式，提供更多的交互功能。

图24: 全球网络信息安全市场稳步增长



数据来源：赛迪顾问预测、新时代证券研究所

图25: 中国信息安全市场增速超过 20%



数据来源：赛迪顾问预测、新时代证券研究所

表6: 我国网络安全相关政策法规

发布时间	发文单位	法律法规名称	相关内容
2019	国家网信办	《数据安全管理办法(征求意见稿)》	对网络运营者通过网络进行个人信息收集，数据信息分类、备份、加密使用，数据安全监督管理等方面提出要求。
2018	公安部	《网络安全等级保护条例(征求意见稿)》	对网络安全等级保护的适用范围、各监管部门的职责、网络运营者的安全保护义务以及网络安全等级保护建设提出了更加具体、操作性也更强的要求。
2017	国家网信办	《网络产品和服务安全审查办法(试行)》	提高网络产品和服务安全可控水平，防范供应链安全风险，维护国家安全和公共利益制定。

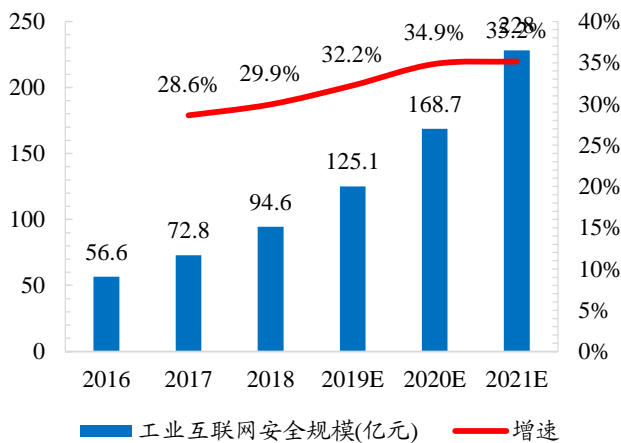
2016	全国人大常委会	《中华人民共和国网络安全法》	保障网络安全，维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益。
2016	工信部	《互联网信息安全管理信息系统使用及运行维护管理办法（试行）》	指导各省、自治区、直辖市通信管理局以及经营互联网数据中心（含互联网资源协作服务）、互联网接入服务、内容分发网络服务等业务的互联网接入类企业规范做好互联网信息安全管理系统的使用与运行维护管理工作。
2015	全国人大常委会	《中华人民共和国国家安全法》	以法律的形式确立了中央国家安全领导体制和总体国家安全观的指导地位。

资料来源：工信部、国家网信办、公安部等政府网站、新时代证券研究所

**政策持续推动工业互联网发展，工业互联网安全市场增速超过 30%。**2017 年国务院发布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》推动我国工业互联网三步走发展计划，2018 年工信部发布《工业互联网行动发展计划》和《推动企业上云实施指南》落实工业互联网行业发展，2019 年工业互联网平台建设和应用向深层次推广，从中央顶层部署到部省联动，从垂直深耕到横向拓展，从企业局部上云到全方位上云。IDC 预测我国工业互联网市场 2020 年可以实现 1275 亿美元规模。工业互联网安全包含工业数字化、网络化、智能化运行过程中各个要素、各个环节的安全、体现在工业控制系统安全、工业网络安全、工业大数据安全、工业云安全、工业 APP 安全等，据赛迪顾问数据，2018 年我国工业互联网安全市场规模已经达到 94.6 亿元，2019 年预计超过 125 亿，增速超过 30%。

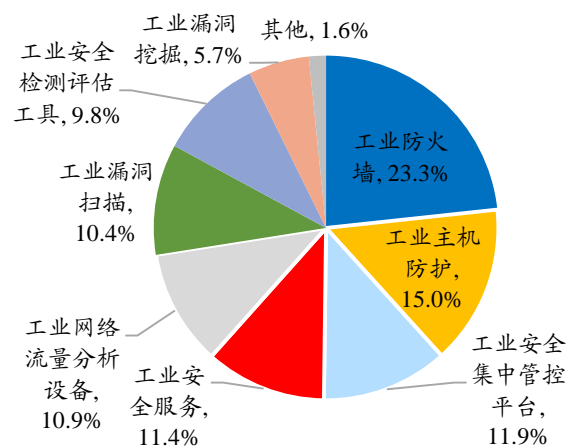
**工业互联网安全产品中非防护类产品需求占比达到 50%，多样化趋势有利于各大安全厂商进入。**根据中国工业互联网安全调研报告，工业互联网安全产品中防护类产品需求较高，工业防火墙、工业主机防护、工业安全管控平台合计占比为 50.2%，随着工业企业网络安全投入加大，首先受益的将是防护类产品。非防护类产品网络流量分析占比 10.9%、工业安全服务占比 11.4%、工业漏洞扫描占比 10.4%、工业安全检测评估工具占比 9.8%、工业漏洞挖掘设备占比 5.7%，各个产品呈现多样化发展趋势，工业安全产品和服务体系日益完善，有利于各大安全厂商进入。

图26: 我国工业互联网安全增速超过 30%



数据来源：赛迪顾问预测、新时代证券研究所

图27: 我国工业互联网安全需求呈现多样化特点



资料来源：中国工业互联网安全调研报告、新时代证券研究所

**公司战略进入工业互联网安全领域，开拓新的细分方向。**公司工业互联网安全产品通过分析工业资产指纹、漏洞信息、安全事件信息等海量数据，建立工业互联网安全知识共享平台，能够对严重的工业互联网安全事件、高位安全漏洞、重大损失等进行预警，通过流量分析技术实现完整安全事件溯源取证。同时推出工业互联网态势感知平台，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。结合 OceanMind 工业

互联网平台，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，实现工业互联网安全事件实时监测与预警。从事前预警、事中分析、事后取证的维度形成态势感知体系，为相关政府监管部门提供全天候、多维度的工业互联网安全态势呈现。公司战略进入工业互联网安全领域，将逐渐取得细分领域市场突破。

**图28: 公司推出工业互联网安全态势感知平台**



数据来源：公司官网、新时代证券研究所

## 4、盈利预测及估值

### 4.1、关键假设

- 1、网络可视化行业格局较为稳定，运营商和政府采购量持续保持。可视化产品运营商订单保证未来成长性，流量爆发和网络升级促进行业发展。4G 设备改造和 5G 资本支出提升带动网络可视化订单增加。
- 2、大数据运营和工业互联网安全领域向企业端扩展，持续开拓新产品。
- 3、网络可视化产品毛利较为稳定，保持在 80%左右，各项费用维持平稳。
- 4、公司未来三年研发投入占收入比 24%左右。

### 4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 9.48/13.07/18.01 亿元，归母净利润分别为 2.82/3.87/5.26 亿元，对应 EPS 为 2.64/3.62/4.93 元，PE 为 37/27/20X。公司专注于网络可视化领域，提供前端后端加数据分析垂直一体化整体解决方案，处于行业龙头地位，大数据、网络内容安全和工业互联网安全业务将开拓新的细分领域。5G 流量爆发和网络扩容，国家安全需求持续景气提升网络可视化行业需求，公司将持续受益。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表7：公司各业务线盈利预测

单位（百万）	2018	2019E	2020E	2021E
1 网络可视化基础架构产品	595.90	792.02	1055.03	1411.17
增长率	35.28%	32.91%	33.21%	33.76%
毛利率	83.50%	79.85%	80.30%	80.60%
1.1 宽带互联网数据汇聚分发管理产品	381.22	545.14	768.65	1076.11
增长率	49.36%	43.00%	41.00%	40.00%
毛利率	83.57%	83.40%	83.20%	83.00%
1.2 移动接入网数据采集分析产品	214.68	246.88	286.38	335.07
增长率	15.89%	15.00%	16.00%	17.00%
毛利率	71.79%	72.00%	72.50%	72.90%
2 网络内容安全产品（网络可视化后端）	54.36	97.85	166.34	266.15
增长率	133.20%	80.00%	70.00%	60.00%
毛利率	90.44%	91.00%	90.50%	90.00%
3 大数据运营产品（网络可视化后端）	17.37	34.74	62.53	100.05
增长率	243.93%	100.00%	80.00%	60.00%
毛利率	79.58%	80.00%	79.50%	79.00%
4 其他	23.58	23.58	23.58	23.58
增长率	-18.55%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	691.21	948.19	1307.49	1800.96
增长率	38.85%	37.18%	37.89%	37.74%
毛利率	78.67%	79.14%	80.20%	80.91%

数据来源：Wind、新时代证券研究所

表8：行业公司对比

公司	代码	EPS			PE			总市值	现价
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
恒为科技	603496.SH	1.00	1.34	1.91	30.10	22.42	15.69	42.85	30.02
迪普科技	300768.SZ	0.64	0.82	1.00	64.67	50.48	41.18	165.56	41.39
美亚柏科	300188.SZ	0.48	0.65	0.83	37.99	28.45	22.20	147.61	18.35
太极股份	002368.SZ	0.96	1.22	1.57	33.31	26.18	20.30	132.08	31.91
烽火通信	600498.SH	0.88	1.10	1.36	32.55	26.03	21.02	334.60	28.63
<b>行业平均</b>					<b>39.73</b>	<b>30.71</b>	<b>24.08</b>	<b>164.54</b>	
中新赛克	002912.SZ	2.64	3.62	4.93	36.90	26.90	19.80	103.97	97.42

数据来源：Wind 一致预期、新时代证券研究所（中新赛克为研究所预测）。注：表中现价为 2019 年 7 月 1 日收盘价

## 5、风险提示

运营商、政府投入不及预期，大数据、工业互联网安全拓展不及预期，行业竞争加剧。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1435</b>	<b>1841</b>	<b>1868</b>	<b>2490</b>	<b>2979</b>	<b>营业收入</b>	<b>498</b>	<b>691</b>	<b>948</b>	<b>1307</b>	<b>1801</b>
现金	1020	1071	1091	1286	1583	营业成本	104	147	198	259	344
应收票据及应收账款合计	155	460	310	692	650	营业税金及附加	10	18	25	34	47
其他应收款	7	10	13	18	25	营业费用	120	163	218	301	414
预付账款	3	7	6	11	10	管理费用	166	56	76	105	145
存货	228	228	383	417	645	研发费用	0	167	228	301	396
其他流动资产	22	66	66	66	66	财务费用	-1	-26	-34	-46	-59
<b>非流动资产</b>	<b>204</b>	<b>294</b>	<b>349</b>	<b>424</b>	<b>529</b>	资产减值损失	3	28	38	53	73
长期投资	3	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	55	71	121	179	250	其他收益	47	83	105	118	130
无形资产	28	29	31	30	30	投资净收益	0	-0	0	0	0
其他非流动资产	118	194	197	214	249	<b>营业利润</b>	<b>141</b>	<b>221</b>	<b>304</b>	<b>419</b>	<b>571</b>
<b>资产总计</b>	<b>1639</b>	<b>2134</b>	<b>2218</b>	<b>2914</b>	<b>3508</b>	营业外收入	3	3	3	3	3
<b>流动负债</b>	<b>489</b>	<b>825</b>	<b>696</b>	<b>1091</b>	<b>1240</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	181	<b>利润总额</b>	<b>145</b>	<b>223</b>	<b>307</b>	<b>422</b>	<b>573</b>
应付票据及应付账款合计	121	80	203	168	324	所得税	12	19	26	35	48
其他流动负债	368	745	493	923	735	<b>净利润</b>	<b>132</b>	<b>205</b>	<b>282</b>	<b>387</b>	<b>526</b>
<b>非流动负债</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>132</b>	<b>205</b>	<b>282</b>	<b>387</b>	<b>526</b>
其他非流动负债	11	15	15	15	15	EBITDA	150	232	317	439	604
<b>负债合计</b>	<b>500</b>	<b>840</b>	<b>711</b>	<b>1106</b>	<b>1255</b>	EPS(元)	1.24	1.92	2.64	3.62	4.93
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	67	107	107	107	107						
资本公积	579	539	539	539	539						
留存收益	494	649	835	1090	1438						
归属母公司股东权益	1139	1294	1506	1807	2253						
<b>负债和股东权益</b>	<b>1639</b>	<b>2134</b>	<b>2218</b>	<b>2914</b>	<b>3508</b>						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>210</b>	<b>226</b>	<b>124</b>	<b>330</b>	<b>274</b>
净利润	132	205	282	387	526
折旧摊销	9	12	13	21	31
财务费用	-1	-26	-34	-46	-59
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	69	42	-136	-31	-224
其他经营现金流	1	-7	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-29</b>	<b>-111</b>	<b>-69</b>	<b>-96</b>	<b>-137</b>
资本支出	29	54	55	75	106
长期投资	0	-58	0	0	0
其他投资现金流	0	-115	-13	-21	-31
<b>筹资活动现金流</b>	<b>423</b>	<b>-50</b>	<b>-35</b>	<b>-39</b>	<b>-21</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	17	40	0	0	0
资本公积增加	446	-40	0	0	0
其他筹资现金流	-40	-50	-35	-39	-21
<b>现金净增加额</b>	<b>600</b>	<b>69</b>	<b>21</b>	<b>195</b>	<b>116</b>

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	44.9	38.8	37.2	37.9	37.7
营业利润(%)	70.5	56.1	37.9	37.6	36.2
归属于母公司净利润(%)	31.6	54.7	37.5	37.3	36.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	79.0	78.7	79.1	80.2	80.9
净利率(%)	26.6	29.6	29.7	29.6	29.2
ROE(%)	11.6	15.8	18.7	21.4	23.3
ROIC(%)	112.5	93.5	68.4	74.6	62.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.5	39.4	32.1	38.0	35.8
净负债比率(%)	-89.1	-82.1	-71.9	-70.7	-61.8
流动比率	2.9	2.2	2.7	2.3	2.4
速动比率	2.4	1.9	2.0	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	3.0	2.2	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	1.1	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.92	2.64	3.62	4.93
每股经营现金流(最新摊薄)	2.34	1.07	1.16	3.09	2.57
每股净资产(最新摊薄)	10.67	12.12	14.11	16.93	21.11
<b>估值比率</b>					
P/E	78.6	50.8	36.9	26.9	19.8
P/B	9.1	8.0	6.9	5.8	4.6
EV/EBITDA	62.5	40.2	29.4	20.8	14.9



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**孙金钜**，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

**邹道**，新时代证券中小盘研究员。曾任职于工商银行软件开发中心、江海证券、德邦证券。三年实业经验，三年买方一级和二级经验，专注于科技行业研究和投资。

**任浪**，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>