

## 中新赛克 (002912)

## 聚焦网络可视化产业链，前、后端协同效果凸显

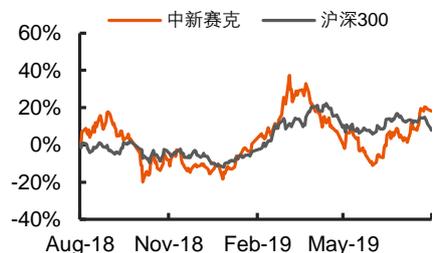
## 推荐 (维持)

现价: 105.8 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)	51
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	112.91
流通 A 股市值(亿元)	53.81
每股净资产(元)	12.07
资产负债率(%)	36.3

## 行情走势图



## 证券分析师

**闫磊** 投资咨询资格编号  
S1060517070006  
010-56800140  
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

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

## 研究助理

**付强** 一般从业资格编号  
S1060118050035  
FUQIANG021@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。

## 平安观点:

- 公司是国内网络可视化龙头，产品线齐全竞争力强。公司自成立以来，持续专注于网络可视化领域，形成了从前端流量采集，到后端内容安全、大数据分析的一体化产业链条，在政府及运营商市场上保持着较强影响力。2018年，公司营业总收入达到6.91亿元，同比增长38.85%，2015-2018年营业总收入年复合增长率达到27.2%。归母净利润增速自2015年开始不断加快，2018年增速高达54.73%。
- 前端业务将维持高增长，网络扩容、监管趋严是主要动力。前端业务是公司核心业务。2018年收入达到5.96亿元，占公司主营业务收入的比重为86.21%。前端产品主要用于流量采集，包括宽带网和移动网产品。目前，宽带网产品正顺应骨干网升级大势，实现了从10G设备到100G设备的全面升级，收入呈震荡上扬态势。2014-2018年，收入平均增速达到24.6%。未来宽带网产品内在增长的动力在于，骨干网络的扩容以及更加严格的监管环境，需求确定性高。移动网采集分析设备也将面临新的机遇，未来随着5G网络建设的完成，相关产品收入增速将有望重回高增长。
- 后端内容安全和大数据业务规模虽小，但成长迅速。公司内容安全产品布局海外，主要为东南亚及非洲。2018年，公司内容安全收入达到0.54亿元，同比增长133.20%，其中自有渠道已经成为销售主要途径。公司大数据运营产品主要是提供基础平台建设、数据模型建立和业务应用服务。2018年，该业务收入规模达到1740万元，同比增长243.93%。大数据业务虽然规模不大，但未来将从整个大数据行业的快速发展中受益，同时也能够同前端业务的协同中获得更多市场空间。我们预计2019年，两个后端业务板块仍将呈现出高速增长势头，收入规模均有望翻番。
- 投资建议：公司是国内领先的网络可视化企业，其宽带网产品将在骨干网扩容、监管趋严的大背景下实现较快增长，移动网产品未来将随着5G网络的建成需求增长逐步恢复，且后端业务同前端的融合度也在迅速加强，协同效应开始凸显。根据公司2018年年报以及2019年中

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	498	691	950	1255	1638
YoY(%)	44.9	38.8	37.4	32.1	30.6
净利润(百万元)	132	205	276	371	489
YoY(%)	31.6	54.7	35.0	34.3	31.8
毛利率(%)	79.0	78.7	77.2	76.3	75.3
净利率(%)	26.6	29.6	29.1	29.6	29.9
ROE(%)	11.6	15.8	18.4	20.8	22.3
EPS(摊薄/元)	1.24	1.92	2.59	3.48	4.59
P/E(倍)	85.3	55.1	40.8	30.4	23.1
P/B(倍)	9.9	8.7	7.5	6.3	5.1

报快报数据，我们调整了公司的盈利预期，预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 2.59 元（原为 2.47 元）、3.48 元（原为 3.45 元）、4.59 元，对应 8 月 6 日收盘价 P/E 分别为 40.8 倍、30.4 倍、23.1 倍，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**

（1）市场竞争加剧的风险。近年来，行业参与者在增多，竞争可能加剧。除了传统的通信设备企业可能切入该市场，另外如迪普、恒为等业内企业也在快速发展，企业之间竞争压力可能增大。

（2）前端业务增长不及预期的风险。公司前端产品的主要客户是政府和运营商。受到宏观经济下行等因素影响，政府支出以及运营商采购可能延迟，或者付款周期可能拉长，可能对公司前端业务收入带来波动，增长不及预期。

（3）内容安全和大数据业务增长不及预期的风险。公司内容安全业务国别风险较高，订单能否实现稳定增长不确定性较高，收入确认也可能出现较大波动；大数据业务目前处于起步阶段，市场竞争比较激烈，未来能否实现从安全领域向其他垂直行业的拓展，存在不确定性。

# 正文目录

<b>一、 公司是国内网络可视化龙头，产品线齐全竞争力强</b>	<b>5</b>
1.1 深创投长期锁定公司股权，将为公司战略和发展稳定性提供支撑	5
1.2 公司网络可视化产业链布局完整，前、后端均具备较强竞争力	6
1.3 公司 2018 年收入和利润增长迅速，2019 年上半年业绩增长符合预期	9
1.4 公司客户主要为政府和运营商，销售模式以直销为主分销为辅	10
<b>二、 前端业务将维持高增长，网络扩容、监管趋严是主要动力</b>	<b>11</b>
2.1 宽带网产品收入整体呈上扬态势，产品毛利率维持在高位	11
2.2 移动网络升级以及渠道下沉，公司移动网采集分析产品将面临新机遇	15
<b>三、 后端内容安全和大数据业务规模虽小，但成长迅速</b>	<b>17</b>
3.1 内容安全在海外市场仍有发展空间，相关业务有望拓展到国内市场	17
3.2 大数据业务处于起步阶段但增长迅速，前后端协同效应将逐步凸显	18
<b>四、 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>
4.1 盈利预测	18
4.2 估值分析	19
4.3 投资建议	20
4.4 风险提示	20

# 图表目录

图表 1	公司发展历程 .....	5
图表 2	公司股权结构及全资子公司 .....	6
图表 3	公司在产业链中的位置以及主要竞争对手 .....	7
图表 4	公司整体产品地图 .....	7
图表 5	公司主要产品情况 .....	8
图表 6	公司营业总收入及同比增速 .....	9
图表 7	公司归母净利润及同比增速 .....	9
图表 8	公司业务收入构成情况 .....	9
图表 9	2018 年公司前端业务内部收入构成 .....	9
图表 10	主要网络可视化公司毛利率对比 (%) .....	10
图表 11	2018 年公司主要客户营业收入占比 .....	10
图表 12	公司产品直销和经销收入占比 .....	10
图表 13	公司固网宽带分流解决方案 .....	11
图表 14	公司移动宽带 (4G) 分流解决方案 .....	11
图表 15	公司宽带网收入及同比增速 .....	12
图表 16	公司宽带网毛利率走势 (%) .....	12
图表 17	国内互联网固网宽带用户数及同比增速 .....	12
图表 18	我国互联网固网宽带接入速度用户比重 .....	12
图表 19	移动宽带用户数与净增情况 .....	13
图表 20	移动互联接入流量及同比增速 .....	13
图表 21	我国国际出口带宽及同比增速 .....	14
图表 22	国内近年来出台的网络可视化相关法律法规 .....	14
图表 23	固定式产品应用场景 .....	15
图表 24	移动式产品应用场景 .....	15
图表 25	公司移动网产品收入及增速 .....	16
图表 26	公司移动网产品毛利率变化情况 .....	16
图表 27	公司部分中标结果 .....	16
图表 28	内容安全业务营业收入及增速 .....	17
图表 29	简要损益预测表 .....	19
图表 30	中新赛克与主要对标企业估值比较 .....	19

## 一、 公司是国内网络可视化龙头，产品线齐全竞争力强

### 1.1 深创投长期锁定公司股权，将为公司战略和发展稳定性提供支撑

公司成立于 2003 年，是由深创投投资控股的高新技术企业，2017 年在深交所中小板上市。公司是国内网络可视化行业龙头，主营业务包括网络可视化基础架构、网络内容安全、大数据运营等产品的研发、生产和销售，以及相关产品的安装、调试和培训等技术服务。

公司前身的前身是中兴特种，2012 年之前一直是中兴通讯的子公司，中兴通讯拥有公司 68% 的股权。2012 年 10 月，中兴通讯出于增加投资收益度过经营困难期、业务聚焦等因素考虑，决定出售三家非核心业务子公司的股权，中兴特种也在其中。同样，作为中兴特种的管理层，当时也有独立发展的考虑。当时，中兴特种管理层认为公司不是母公司——中兴通讯的核心业务，母公司能够给予的资源支持也有限，同时自身在网络可视化领域的多年发展，在行业内已有足够的市场影响力，具备独立发展的能力，也支持出售。

2012 年 10 月，中兴特种在股权转让之后，公司股东变换为深创投，实际控制人从中兴通讯变换为深圳国资委，公司名称改为中新赛克。转让之后，深创投直接持有公司 26.6% 的股权，通过广州红土等公司间接持有公司股权 8.59%，合计持有公司 35.25% 的股权。2015 年，公司新引进美亚柏科及任子行两家股东，以加强上下游的战略合作。2017 年，公司上市时，深创投承诺将所持股份锁定 5 年，10 年内不放弃公司控制权，因此未来很长一段时间内，公司股权关系将保持稳定。公司总经理凌东胜直接持股 6.41%，同南京创昀、南京众昀员工持股平台共同持有公司 14.54% 的股份。

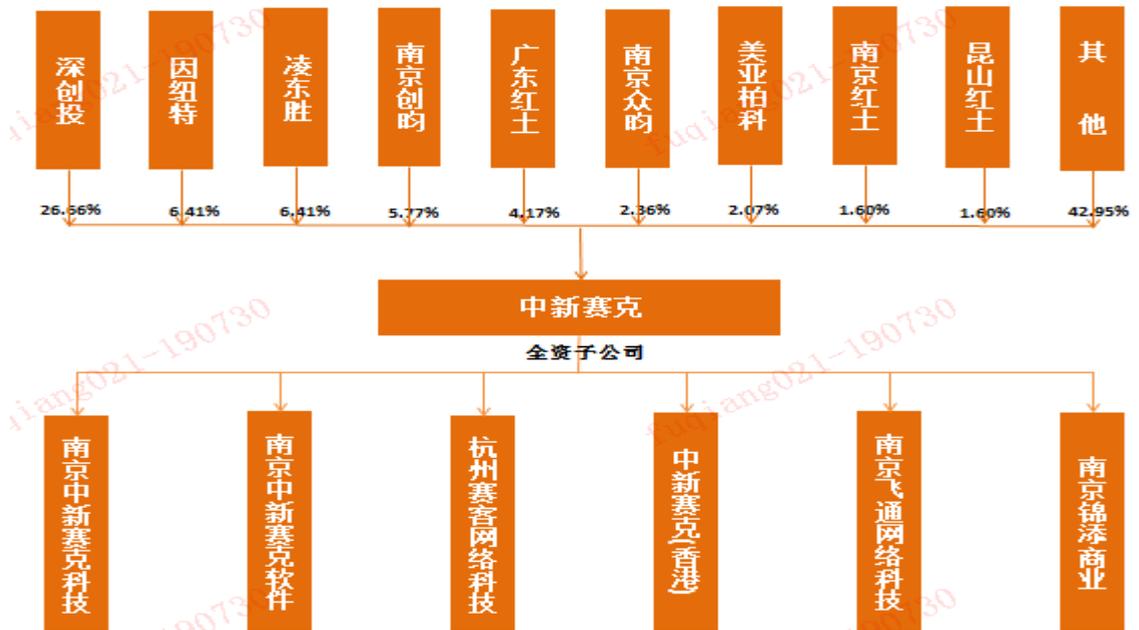
图表1 公司发展历程



资料来源:wind、平安证券研究所

上市公司拥有 6 家全资子公司。其中，赛克科技业务定位为公司的主营业务核心主体，负责公司宽带网产品、移动网产品、网络内容安全产品和大数据运营产品等的研发、生产和销售；赛克软件的业务定位是负责部分赛克科技生产的宽带网产品及移动网产品的对外经销与技术服务；杭州赛客的业务定位为开发新产品，主要聚焦于基于物联网的产品研发、生产及销售；赛克香港主要负责网络内容安全产品以及宽带网、移动网产品的海外直销业务。

图表2 公司股权结构及全资子公司



资料来源:Wind、平安证券研究所

## 1.2 公司网络可视化产业链布局完整，前、后端均具备较强竞争力

公司作为国内知名的网络可视化设备及软件应用提供商，下游客户主要是集成商或者建设单位，最终用户为政府、运营商以及少量企业。

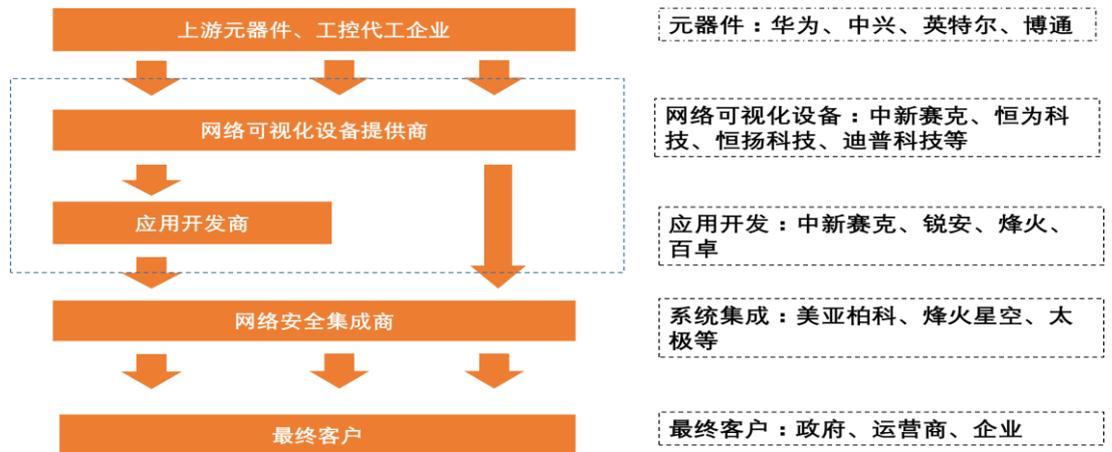
所谓网络可视化，主要是指将骨干网、移动网、企业内网中传输的数据进行采集，并将处理之后的有价值的信息交给客户使用。网络可视化行业发展经历了三个阶段：第一阶段，网络使用状态分析。运营商出于网络管理和维护的目的，主要业务包括流量采集和 DPI（深度包检测技术）。第二阶段，基于网络可视化技术的业务控制和管理。这部分业务开始主要是运营商针对 P2P 等宽带耗用型应用的管理，后来也应用于骨干网流量清洗、非法业务检测、网络审计、网络行为管理、政府信息安全、合法侦听等。第三个阶段，主要是用于运营商智能管道的构建，进行精细化流量经营。

网络可视化从工作原理上可以分以下步骤：1）具有权限的政府机构或者运营商，将数据采集设备或者天线接入到实际物理网络中，获取网络上实时传输的数据；2）将获取的数据按照对应的接口，将数据存入相应的存储设备或者数据库，实现存储、计算和检索功能；3）通过大数据分析工具对获取的数据进行分析，并通过可视化图形展示出来，供用户经营管理和决策使用。

按照功能划分，业界通常将网络可视化划分为**前端**和**后端**。前端主要是流量数据采集相关的产品；后端主要是网络可视化第二、三步涉及到的数据存储、分析和应用产品。按照中新赛克年报的划分，其业务划分为三块，包括网络可视化基础架构产品、网络内容安全业务、大数据运营产品。其中，网络可视化基础架构产品就是行业所称的“前端”业务，主要用于数据采集、汇聚分流；大数据运营及网络内容安全业务则是行业定义中的“后端”业务，强调的数据存储、分析和应用。

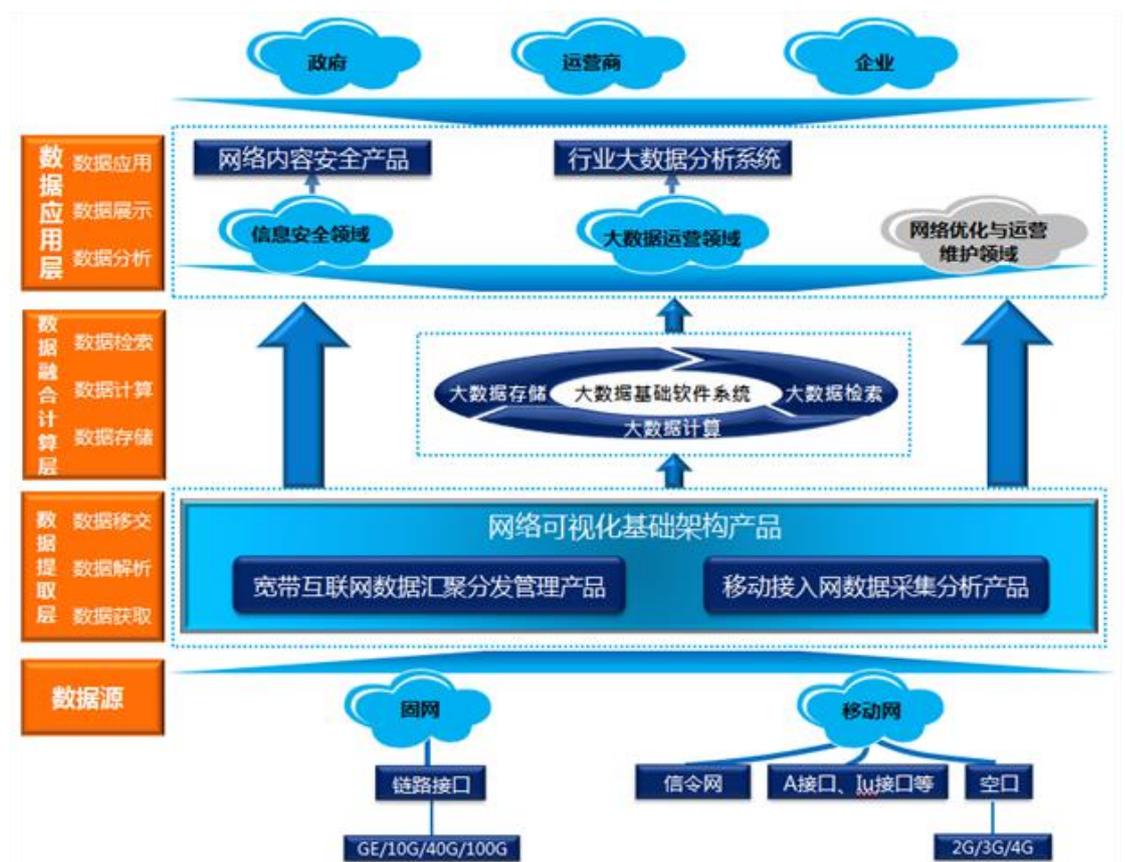
目前，公司所在行业的参与者主要有两类：一类是传统的通信设备厂商，如思科、华为、诺基亚等，这些企业具备网络可视化解决方案的提供能力，但考虑到该市场定制化要求太高，部分企业也在把这部分产品外包给专业厂商；另一类是专业的网络可视化企业，国内有中新赛克、恒为科技、迪普科技、中孚信息（收购武汉剑通）、神思电子（收购因诺微），国际企业有 NetScout、GigaMo 等。

图表3 公司在产业链中的位置以及主要竞争对手



资料来源:平安证券研究所

图表4 公司整体产品地图



资料来源:招股说明书、平安证券研究所

前端产品是公司的核心业务板块，具体分为两类：

一类是针对宽带网的汇聚分发产品。这类产品又称为网络分流器、流量采集器或者网络探针，通常工作在网络层、传送层，专门用于固网流量分析领域，是一种进行固网原始数据获取、分层解析、

按需筛选、快速移交的产品，主要产品包括机架式、盒式以及板卡式，这些产品应用的场景和性能存在较大差异。

第二类是针对移动网接入网数据采集分析产品。这类产品主要工作在网络层、传送层，专门用于移动网络流量分析领域，是一种对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，可融入信息安全、网络优化与运维、大数据运营等领域应用系统方案。根据部署位置和方式的不同，分为固定式、移动式、集中式。

图表5 公司主要产品情况

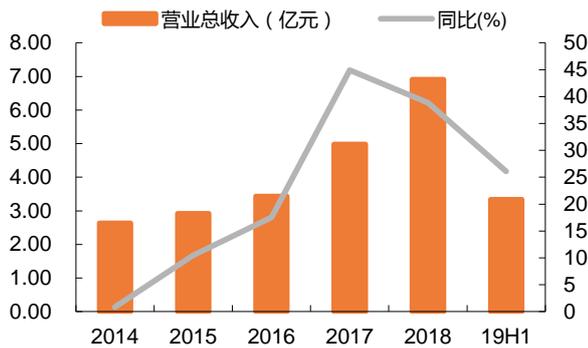
产品分类	产品样机	产品功能及特点
机架式		本产品为机架式，可以根据实际需求，插入相应类型办卡，可不断提升设备容量，目前主要端口类型有 GE、10G、40G、100G 等，主要用于骨干网、大流量网络上，具备保证数据流完整性、流量灵活调度、负载均衡等特色功能。
宽带网 汇聚分 发产品	盒式 	本产品是一体化设备，固定容量和端口，主要端口类型有 GE 和 10G 等。可使用于小规模部署场合，可以灵活调度互联网流量，完成移动互联网信令关联分析和 DPI 等功能。
加速卡		该产品又称智能网卡，自带 CPU，可用于应用系统的服务器上，完成网络数据报文捕获、分析和规则匹配等工作，过滤掉无用报文，将应用关心的报文提交给主机。目前端口有 GE、10G 等。本产品支持固网、移动网多种应用加速功能，支持虚拟化应用。
移动网 数据采 集分析 产品	固定式 	用于移动网络流量分析，主要进行移动流量获取、分层解析、按需筛选、快速移交。固定式产品主要固定部署在室外。
	移动式 	功能同固定式，但产品主要支持车载、拉杆箱以及便携等移动部署模式。
	集中式 —	功能同固定式，主要部署在移动接入有线位置。
网络内容安全产品		采用内容深度智能分析和协议识别等技术，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。
大数据产品		基础软件系统、行业大数据分析系统、存储硬件

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

### 1.3 公司 2018 年收入和利润增长迅速，2019 年上半年业绩增长符合预期

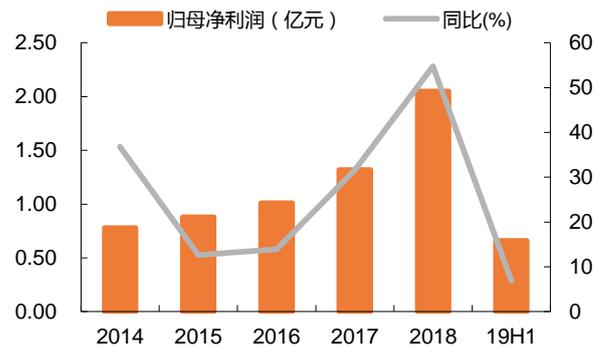
2018 年，公司营业总收入达到 6.91 亿元，同比增长 38.85%，2015-2018 年营业总收入年复合增长率达到 27.2%。归母净利润自 2015 年起开始加速增长，2018 年达到 2.05 亿元，同比增长 54.73%，增速达到最高。2019 年上半年，公司营业总收入达到 3.34 亿元，同比增长 26.12%；归母净利润达到 0.66 亿元，同比增长 6.84%。由于公司收入和业绩的季节性非常明显，多数收入和利润确认都在下半年或者四季度，上半年收入和利润增速有如此表现，基本符合预期。

图表6 公司营业总收入及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

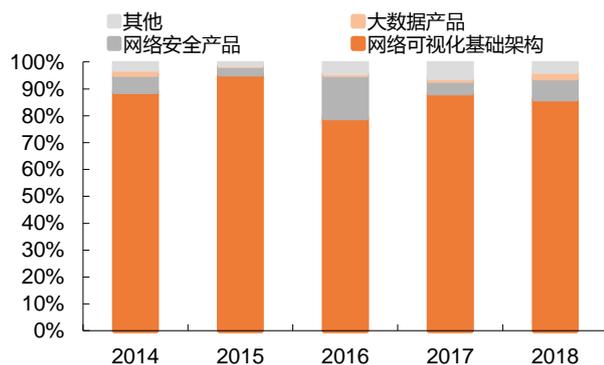
图表7 公司归母净利润及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

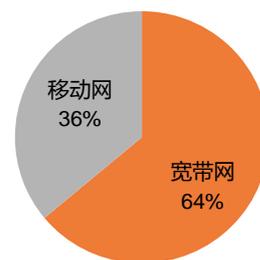
前端业务是公司收入最主要的来源，尤其是宽带业务占比较大。2018 年，公司主营业务收入中，前端基础架构产品实现收入 5.96 亿元，占公司主营业务收入的比重为 86.21%。其中，宽带网产品实现收入 3.81 亿元，占公司收入的比重为 55.15%，占前端业务收入的比重为 64%；移动网产品实现收入 2.15 亿元，占公司收入的比重为 31.06%，占前端业务收入的比重为 36%。后端网络内容安全、大数据管理业务收入占比在扩大，2018 年分别实现 0.54 亿和 0.17 亿元，占公司主营业务收入的比重分别为 7.86%和 2.51%，占比较上年上升 3.18 和 1.50 个百分点。

图表8 公司业务收入构成情况



资料来源:wind、平安证券研究所

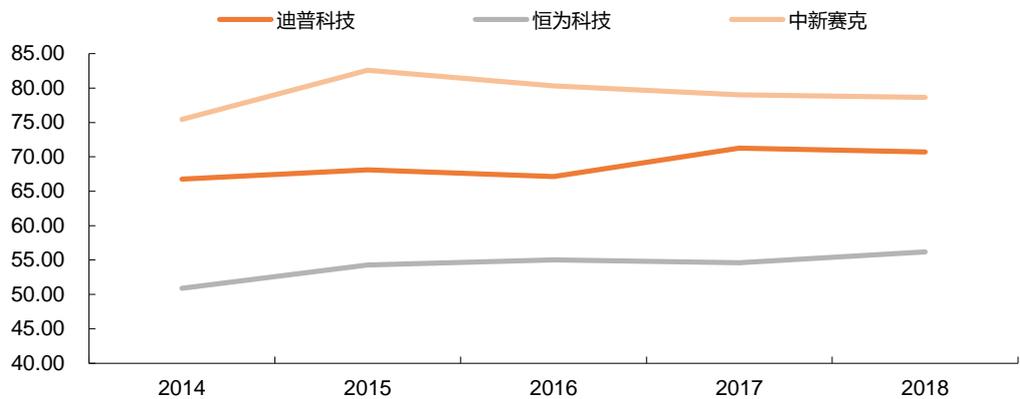
图表9 2018 年公司前端业务内部收入构成



资料来源:Wind、平安证券研究所

公司成立以来，毛利率一直保持在较高水平。2018 年，公司整体毛利率为 78.67%，优于主要竞争对手。前端业务是公司毛利贡献最多的板块，2018 年对公司毛利的贡献度达到 86.94%。其中，2018 年，宽带网业务毛利达到 3.19 亿元，对公司毛利的贡献率为 58.60%；移动网业务毛利达到 1.54 亿元，对公司毛利的贡献率为 28.34%。

图表10 主要网络可视化公司毛利率对比(%)



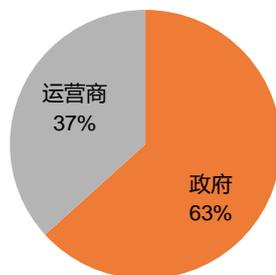
资料来源:Wind、平安证券研究所

#### 1.4 公司客户主要为政府和运营商，销售模式以直销为主分销为辅

公司产品的交付对象是集成商或者建造商，但是最终用户是政府机构、电信运营商和企事业单位等。公司成立以来，依靠自身较强的研发实力、高品质的产品和优质的服务，已经与政府、运营商等客户建立了长期稳定合作关系。2018年，公司来自政府和运营商客户的合计收入达到6.86亿元，占公司收入的比重高达99.28%。其中，政府业务收入达到4.34亿元，同比增长26.47%，占公司营收的比重达到62.8%；运营商业务增长迅速，2018年收入达到2.52亿元，同比大幅增长65.01%，占公司营收的比重达到36.5%。

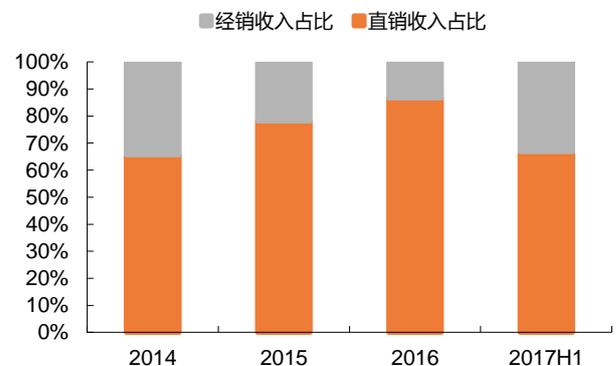
公司所处行业以及客户属性决定了公司的销售模式。政府和运营商客户需求较为独特、定制化程度高、需求迭代演化快，在很多业务还涉及到用户内部敏感信息，因此公司采取了直销为主、经销为辅的销售方式。具体来看，公司的前端产品以及大数据运营产品多数都是通过直销、买断式经销相结合的销售模式，提供安装、调试、培训和技术支持等服务；网络内容安全产品主要针对海外客户，采取的是直销给国际系统集成商和直销给海外最终客户相结合的销售模式。按照公司招股说明书公布的数据显示，2017年上半年，公司直销收入占公司收入比重达到66.81%，经销收入占33.19%。

图表11 2018年公司主要客户营业收入占比



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表12 公司产品直销和经销收入占比



资料来源:公司招股说明书、平安证券研究所

## 二、前端业务将维持高增长，网络扩容、监管趋严是主要动力

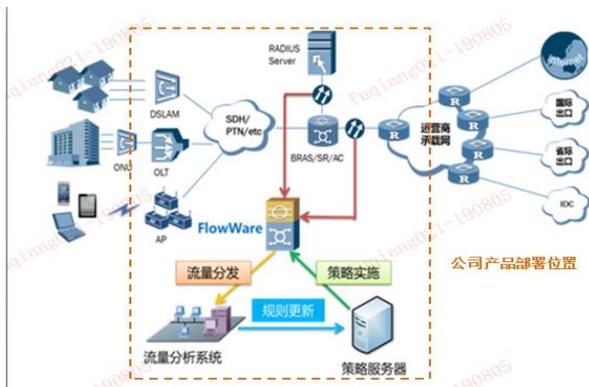
如前所述，前端设备主要从事流量采集工作，包括宽带网汇聚分发产品（简称宽带网产品，下同）以及移动网数据采集分析产品（简称移动网产品，下同）。

### 2.1 宽带网产品收入整体呈上扬态势，产品毛利率维持在高位

#### ■ 宽带网产品是公司收入主要来源，2017、2018 年收入保持快速增长

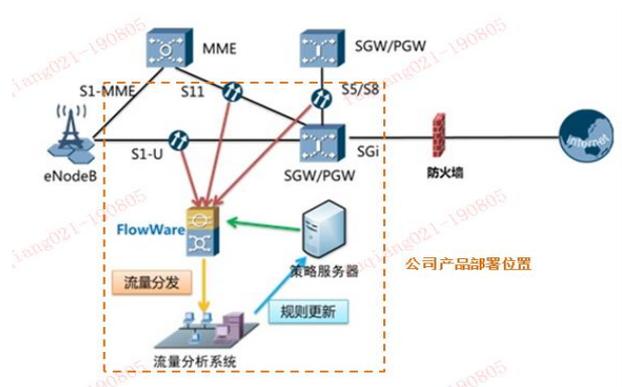
公司宽带网产品应用场景主要分为两类。其中，固网宽带主要部署在国际网出口、骨干网、大型 IDC 机房等；移动宽带产品主要部署在无线网和核心网之间。无论是固网宽带还是移动宽带，都需要对流量进行镜像采集，以用于后端的分析处理。因此，其采集、汇聚分流的能力需要与网络带宽、升级步调相匹配，甚至还要保持较大程度的冗余。

图表13 公司固网宽带分流解决方案



资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表14 公司移动宽带（4G）分流解决方案



资料来源:公司官网、平安证券研究所

近年来，三大运营商为了应对来自光纤宽带、移动互联、云计算等业务带来的巨大流量冲击，明显加强了对国际出口、骨干网的建设力度。宽带网汇聚分发产品作为网络安全管理以及运营商运营分析的关键设施，需求同相关网络升级呈线性相关。

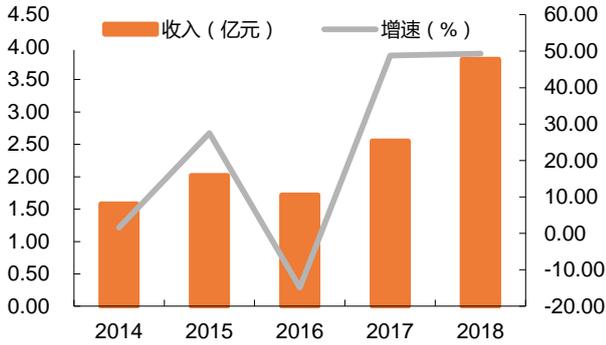
近年来，三大运营商一直在加快骨干网的网络扩容工作。2013 年，三大运营商已经启动 100G 骨干网建设和布局工作，2015 年全面开始部署，目前 100G 已经成为骨干网的标配。同时，国内云业务增长迅速，大型数据中心和超大规模数据中心快速涌现，骨干网向 400G 升级的时点也越来越近。

公司宽带网产品正在顺应着骨干网升级的大势，已经实现了从 10G 设备到 100G 设备的全面升级，目前主要出货都是 100G 产品，400G 设备正在研发之中。

公司宽带产品的收入近年来呈现出震荡上扬态势。2014-2018 年，宽带网业务平均增速达到 24.6%。但我们也看到，2016 年，公司宽带业务收入出现了负增长，主要原因在于公司宽带产品中，有很大一部分是机架产品，此部分产品需要公司去安装调试，实施和验收周期较长，收入确认周期存在一定波动。而实际上，2016 年，公司相关订单增长相当可观。据招股说明书数据显示，2016 年，公司宽带网设备订单额达到 3.3 亿元，同比大幅增长 46%。2017 以后，《网络安全法》正式实施，国家互联网应急中心、运营商在宽带网产品上的投入显著加大，公司宽带业务收入也明显提升。

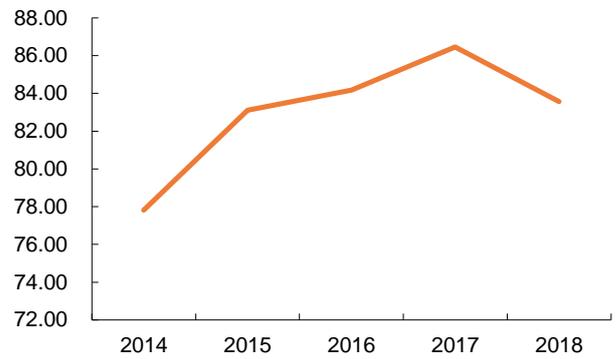
公司宽带网产品毛利率较高，目前基本维持在 80%以上。主要原因来自以下方面：（1）机架式单板产品由于对产品数据处理能力和功能要求较强，技术难度大，运营商客户对此类高端产品的采购量一直较高，拉高了宽带产品的毛利，（2）公司主要是轻资产运营的模式，宽带网产品大多都是嵌入式设备，采用外协加工的模式，公司无需建设厂房以及采购生产设备，生产人员也较少。

图表15 公司宽带网收入及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表16 公司宽带网毛利率走势 (%)



资料来源:Wind、平安证券研究所

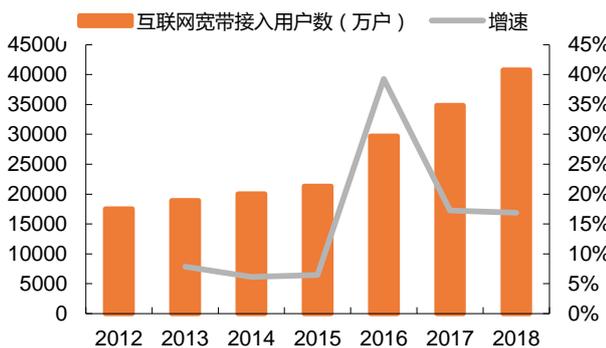
■ 未来几年宽带网业务将面临多重利好，骨干网扩容、监管趋严是核心动力

虽然公司的主要业务很多都是以项目制的形式进行，但是宽带网产品的内在增长的逻辑并非项目制，而是骨干网络的扩容所带来的新增以及升级需求，市场增长预见性好，持续性强。主要动力包括两个方面：网络扩容和监管趋严。

➤ 网络扩容：

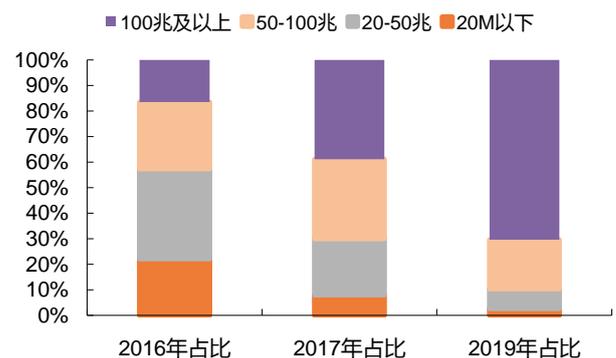
1) 固网和移动宽带用户数量和接入带宽快速上升，将倒逼骨干网升级。据工信部公报数据显示，截至到 2018 年年底，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 4.07 亿户，全年净增 5884 万户。固网宽带用户持续向高速率迁移，100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数达 2.86 亿户，占固定宽带用户总数的 70.3%，占比较上年末提高 31.4 个百分点。2018 年，国内移动互联网用户数量达到 13.97 亿户，较上年同期净增 1.25 亿户；移动互联网数据流量达到 711.06 亿 G，同比大幅增长 189.1%。未来随着“网络强国”战略的推进，固网和移动宽带用户数量还有提升空间，相关流量采集产品需求也将增加，公司宽带网产品必然将继续受益。

图表17 国内互联网固网宽带用户数及同比增速



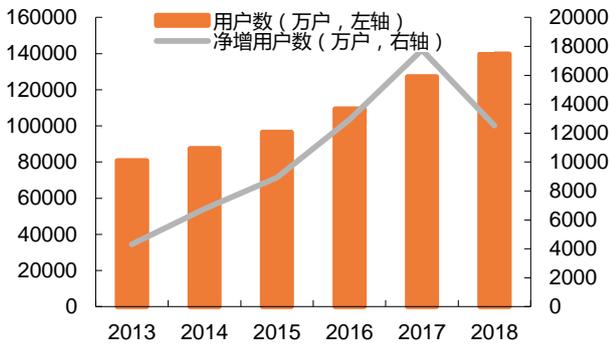
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表18 我国互联网固网宽带接入速度用户比重



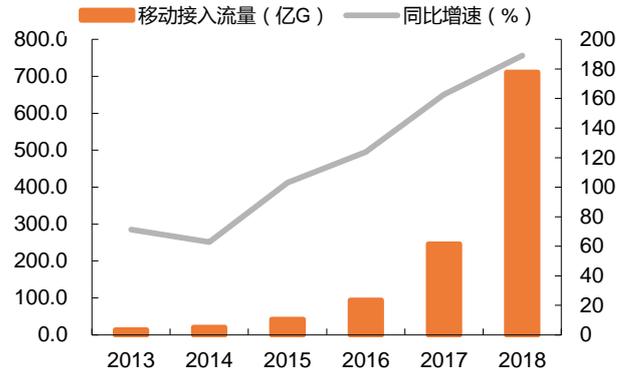
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表19 移动宽带用户数与净增情况



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表20 移动互联接入流量及同比增速



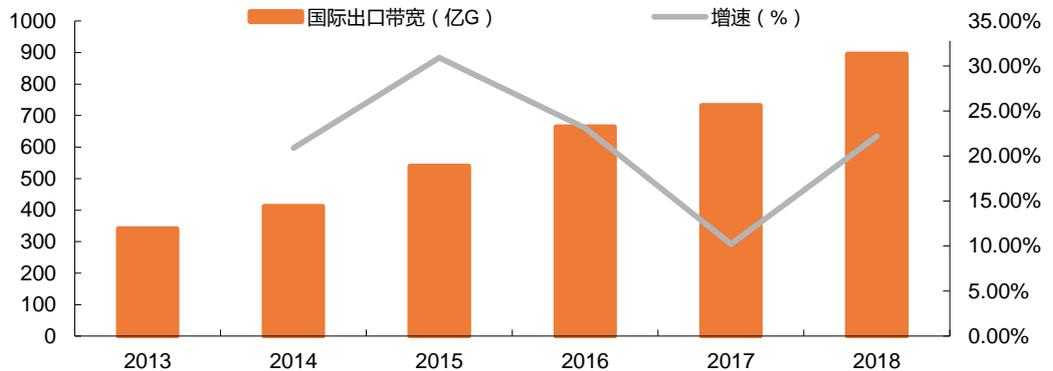
资料来源:平安证券研究所

2) 骨干网直联点及网间连接扩容将持续。近年来,在国家提速降费大的政策方向指引下,国内新增了多个骨干网直联点,网间扩容迅速。1994-2013年,我国一直延续的是北京、上海、广州为直联点为主的顶层互联网架构;2013年新增了成都、武汉、西安、沈阳、南京、重庆、郑州7个骨干直联点,覆盖全国所有城市的多张骨干网建设,单端口带宽逐步提升到100Gbps;2017年完成了第二批新增直联点(杭州、贵州、福州)的建设。截至到2017年底,骨干网网间带宽扩容1588Gbps,扩容数是2015-2016年两年扩容总量之和。按照规划,2019年,国家将进一步推进骨干网网间带宽扩容,优化我国骨干网络架构和流量调度机制,实现网间扩容2500G。未来随着云计算、5G的发展,我国在边远地区的IDC数据传输需求将大幅增加,相关直联点的部署也会新增。

3) 400G将成为骨干网发展趋势,100G技术有望下沉,也将给公司带来中长期增长空间。100G骨干网、城域网建设加速是公司升级替换需求增长的重点。近年来,100G已经成为电信运营商网络的“标配”,并且电信运营商开始把建设焦点从此前的骨干网转移到城域网之上,传统10G、40G产品正在被100G产品所替换。值得注意的是,随着云计算的兴起、数据中心以及超大规模数据中心的大量涌现,以及应对5G的到来,400G设备将成为未来骨干网的首选。

4) 国际通信网络进出口带宽也在扩容,相关设备升级和新增需求也在增大。近年来,国家在持续优化国际互联网流量调度,力争大幅提升国际互联带宽和流量转接能力。2018年,国际通信网络进出口带宽达到8946.57万Mbps,同比增长22.2%。我国国际通信网络已经覆盖周边绝大多数国家和地区,2017年在云南、上海、新疆等省市设立了5个国际通信出入口局,批准新建开封、洛阳、兰州、长沙、徐州、大连等国际通信专用通道。未来,随着“一带一路”建设的加快以及数据中心业务的快速发展,相关国际进出口也将持续扩容。

图表21 我国国际出口带宽及同比增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

目前,公司 100G 宽带网产品已经成熟,400G 研发进展顺利。目前,100G 产品出货占比已经达到 90%以上。宽带网产品的升级也将带来附加值的提升。公司 10G 产品到 100G,甚至到未来的 400G 产品,产品价格虽然不是同步线性上升,但是也呈现出明显上扬态势。据测算,100G 产品的价格可能是 10G 产品的 4 倍左右,但由于配套的后端产品复杂度在提升,公司的产品竞争力仍然能够保证,毛利率能够维持在较高水平。目前,公司最大的客户是中国电信和中国移动,相关合同正在履行中。

#### ➤ 监管趋严:

监管是公司宽带网业务发展的重要抓手。近年来,国家对网络安全重视程度显著提升,相关立法、政策规章制定工作持续推进,公司受益明显,业绩快速成长。未来几年,国内信息安全方面面临的威胁仍在加剧,内容与流量监管将成为常态。

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、赌博等不良内容严重影响了互联网产业的健康发展。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、准入制度及安全防护制度的法律化。运营商作为国内关键基础设施运营商,必然将加强网络可视化领域的投资,提高对安全事件的感知和响应能力。

图表22 国内近年来出台的网络可视化相关法律法规

规章、法律名称	主要内容	时间
工信部《YD/T2668-2013 电信网络异常流量检测与控制技术要求》	本标准定义了电信网络面临的异常流量防护需求、检测技术、控制措施及及监控产品部署方式,目的是为电信运营商监测和控制异常流量提供全面和详细的技术要求。	2013 年
工信部《关于加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》	提出要深化网络基础设施和业务系统安全防护;提升突发网络安全事件应急响应能力;维护公共互联网网络安全环境;推进安全可控关键软硬件应用等。	2014 年
网信办《国家网络空间安全战略》	明确指出网络安全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。重点强调加强党政军领域的安全防护投入,同时未来对关键基础设施施行“先评估后使用”等具体要求。	2016 年
人大常委会《网络安全法》	保障网络安全,维护网络空间主权和国家安全,促进经济社会信息化健康发展。	2016 年

工信部《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020年）》	构建新型网络和信息安全治理体系、大力强化网络数据和用户信息保护、深入推进行业安全监管、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	2017年
《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	明确了关键信息基础设施保护范围，明确了运营者的安全责任和义务，要求运营者采取技术措施，防范危害网络安全的行为，监测、记录网络运行及安全事件，对产品和服务安全作出了明确要求，明确了法律责任。	2017年
公安部《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	推进实施国家网络安全等级保护制度，建立健全网络安全防护体系，重点保护涉及国家安全、国计民生、社会公共利益的网络基础设施安全、运行安全和数据安全。	2018年
工信部办公厅《电信和互联网行业提升网络数据安全保护能力专项行动方案》	开展为期一年的行业提升网络数据安全保护能力专项行动，加快推动构建行业网络数据安全综合保障体系，完善数据安全防护措施等。	2019年

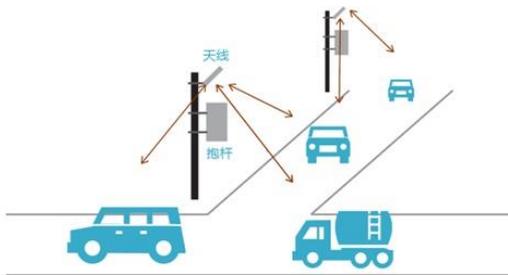
资料来源：政策文件，平安证券研究所

## 2.2 移动网络升级以及渠道下沉，公司移动网采集分析产品将面临新机遇

### ■ 传统移动网产品市场趋于饱和，公司该业务收入增速放缓

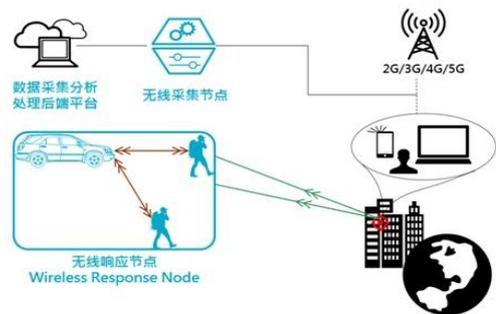
公司的移动网产品主要是配合警用系统，对特定位置以及特定用户的网络空口流量进行采集，汇聚分流后用于客户后端分析，用于合法侦听等领域，主要客户是公安部门。产品形态有三种，固定式（放置在室外固定位置）、移动式（车载或者拉杆箱等）、集中式，具体部署位置见下图所示。影响公司移动网业务增长的因素，除人口学、犯罪学之外，最主要的还是空口技术革新和渠道建设。

图表23 固定式产品应用场景



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表24 移动式产品应用场景



资料来源：公司官网、平安证券研究所

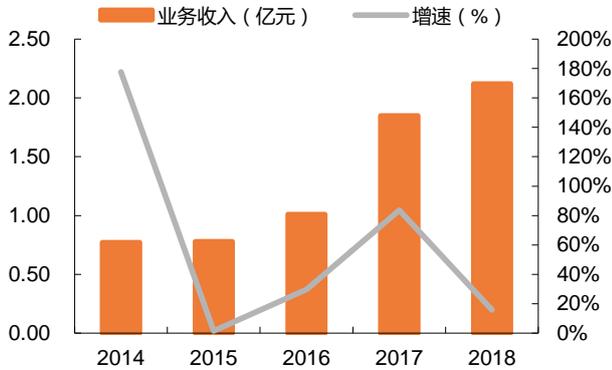
目前，国内移动通信网络已经完成了4G部署，5G实验网正在建设之中，未来将加速向5G商用网络切换。3G到4G、4G到5G，这每一次的网络升级，都将带来空口技术的改变，也将带来数据采集协议、采集带宽的变化，给现有的移动网产品带来冲击的同时，也带来了新的发展机遇。3G带来了移动互联网、4G带来了视频业务，而5G带来的将是万物互联、人工智能，需要监控的协议将更为复杂，对应的网络可视化技术也得需要作出相应更新和升级。

移动网产品同宽带网产品不同，不是监管部门要求强制建设的基础设施，而是公安机关用于执法的系统设备或者单兵装备，并不需要与网络同步进行建设，所以需求具有一定的滞后性。

2016-2017年，是我国4G网络建设完毕之后的两年，也正是公司移动网业务快速增长的两年。2018年，市场开始饱和，增长回落，市场竞争开始趋向激烈，公司移动产品收入增速也在当年出现了较

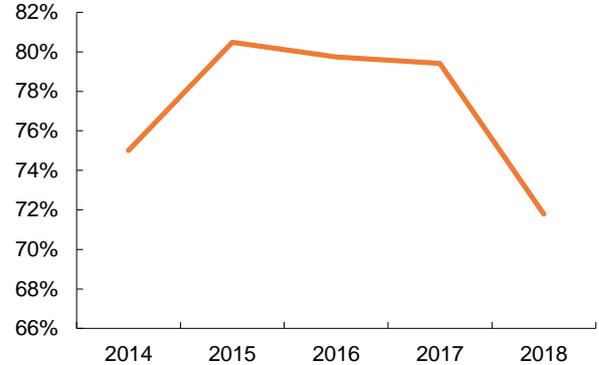
大幅度的下滑。2018年，公司移动网产品实现收入2.12亿元，同比增长15.88%，增速较上年下降了67.81个百分点，毛利率也出现明显下降。

图表25 公司移动网产品收入及增速



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表26 公司移动网产品毛利率变化情况



资料来源:Wind、平安证券研究所

目前，移动网市场同宽带网市场格局存在较大差异。由于移动网产品多是警用设备，市场较为分散，竞争比较激烈。目前，公司移动网设备收入主要是来自于4G制式的产品，随着该制式产品的成熟，市场正在饱和，2018年收入增速下降就是印证。

图表27 公司部分中标结果

时间	采购单位	采购产品	中标金额
2016年1月	中兴康讯	网络内容安全产品一套、4台移动式移动网产品及相关的工程服务	4605.84万元
2016年11月	九江市公安局	40台固定式、1台移动式移动网产品	580.00万元
2016年12月	淄博市公安局周村分局	84台固定式、1台移动式移动网产品	1050.00万元
2017年4月	安徽省公安厅/安徽省通信管理局	20台机架式宽带网产品等	1066.00万元
2017年6月	毕节市公安局	110台固定式移动网产品	2046.00万元
2017年11月	诸城市公安局	诸城市市城际热点系统4G采集设备	599.60万元

资料来源:招股说明书、中国政府采购网、平安证券研究所

■ 监管趋严、协议升级以及渠道下沉，将是公司移动网业务未来发展的主要动力

公司移动网设备客户主要是公安机关，除了应对恐怖主义、黑恶势力、犯罪分子等传统威胁之外，还需要应对网络诈骗、谣言、用户信息盗取等非传统威胁。这些新型威胁正在严重影响移动网络的安全。2018年，CNCERT通过自主捕获和厂商交换获得移动互联网恶意程序数量283万余个，同比增长11.7%。未来，网信办、公安部门将重点通过加强对空口的监控，制定针对性的应对方案，以减少传统信息安全事件发生，遏制新型网络威胁，公司相关产品也将得到更广泛应用。

网络升级是公司中长期移动网设备持续发展的动力。未来移动网产品最大的发展推动力将是5G及相关无线连接所带来的产品升级换代。按照三大运营商的规划，我国将在2020年左右实现5G的全面商用。其中，中国移动将在2019年下半年完成友好用户测试，2020年正式商用；中国联通2019年重点进行规模示范和预商用，2020年也将正式商用。网络升级，带来的是全新的通信协议，商用之后公司移动网设备需要做对应的更新，这将为公司移动网产品带来较大的市场需求。

渠道下沉是短期应对需求空窗期的重要手段。移动网产品采购主要是地方公安局进行，市场相对分散，公司正在将以前只到省一级的销售人员部署逐步下沉到县市级，扩大销售推广力度。2018年，公司销售和技术人员达到78人和815人，分别较上年增加18人和253人。2019年，销售和支持人员数量预计将继续保持较快增长，以提升公司移动网设备的市场影响力。由于移动网产品面对的市场是众多的集成商，通过如此操作，有望实现同新的集成商的合作，扩大客户资源。

综合以上因素预计，未来随着5G网络建设的完成，公司移动网产品收入增速将呈现前低后高的走势，预计2019-2021年的收入增速在15%-20%之间，2021年之后将显著加速。

### 三、 后端内容安全 and 大数据业务规模虽小，但成长迅速

#### 3.1 内容安全在海外市场仍有发展空间，相关业务有望拓展到国内市场

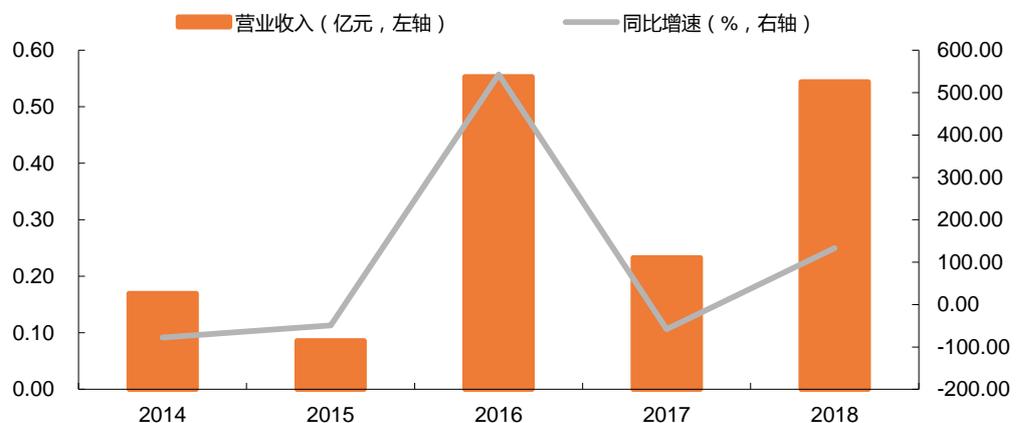
公司内容安全产品布局海外，渠道建设初见成效。公司的海外市场主要为东南亚及非洲，客户是政府和运营商。2012年10月，公司脱离中兴通讯后，由于海外销售渠道建设尚未成熟、公司海外客户储备尚不够充足，同时受到中兴通讯近年调整国际市场策略、海外市场经营业绩波动的影响，初期的增速较低。

但近年来，公司网络内容安全产品的海外销售渠道建设初见成效，自有渠道销售占比提升。据公司招股说明书数据显示，2016年度网络内容安全产品收入达到5527.35万元，其中95.58%的收入是由公司向海外客户直接销售的产品及服务所贡献。

2018年，公司海外项目收入确认相对顺利，板块收入增长快速。2018年，公司内容安全业务收入达到0.54亿元，同比增长133.20%。同时，我们也看到，公司在2014-2018年间，内容安全收入波动较大，主要原因在于海外订单的确认周期上，存在较大不确定性，但整体需求还是呈现是回升态势。

预计未来国内、外市场网络安全业务均有增长空间。目前，公司已经在南非、尼日利亚、乌干达、肯尼亚、坦桑尼亚、加纳、阿尔及利亚、埃及、津巴布韦、缅甸、马来西亚、柬埔寨等国取得符合性认证。随着一带一路战略的推进，内容安全产品在东南亚、非洲等市场仍有成长潜力，目前公司已经有意识地继续加强在东道国的渠道建设。另外，在国内市场上，政府和运营商对内容安全方面需求也较大，而且公司已经拿到相关涉密资质，该业务有望在国内市场上获得发展。

图表28 内容安全业务营业收入及增速



资料来源: wind、平安证券研究所

### 3.2 大数据业务处于起步阶段但增长迅速，前后端协同效应将逐步凸显

公司大数据运营产品主要是通过大数据的存储、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。大数据运营产品主要包括：大数据基础软件系统和行业大数据分析系统，主要应用于运营商、政府和企事业单位。

2018年，公司成立了数据分析及人工智能团队，将大数据和人工智能有机地结合起来，研发了大数据态势感知产品、针对多数据源及多数据类型的数据治理产品、软硬件一体的审计一体机等大数据平台和行业大数据分析产品，市场竞争力已经得到初步显现，在政府市场上实现了一定规模的应用。2018年，公司大数据业务规模达到1737万元，同比增长243.93%。

未来公司大数据业务面临着来自内、外两个方面的机遇：从外部来看，随着移动互联、5G、人工智能等技术的快速发展，数据量和数据处理分析技术都将得到快速提升，企业对数据资产的重视程度也更为关注，大数据产业将呈现出快速增长势头。从内部来看，凭借着在前端市场上的优势，如果能够在解决方案中向后整合，提供数据存储、分析处理产品，无论是在宽带市场还是移动网市场都是非常具有竞争力的。

公司大数据业务近年来投入的人力、资金等资源规模较大，未来将业务重点在加强行业的客户的拓展。我们预计2019年，公司该业务板块仍将呈现出高速增长势头，收入规模有望实现翻番。

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

#### ■ 收入假设

未来几年，公司前端和后端的融合优势逐步显现，前端强大的流量采集能力将为后端的内容安全、大数据技术提供发展基础，后端的分析、处理能力也将为前端赋能，整体方案的价值将得到提升。我们预计未来三年，公司业务收入将保持30%以上的增速增长。分别来看：

宽带网产品：该产品依然是未来公司业务发展的重点，也是业绩增长的主要动力。未来几年，该业务将在监管趋严、5G以及骨干网扩容等多重利好中受益。我们预计2019-2021年公司该业务收入增速将分别为40%、35%和32%，毛利率略降但能维持在80%以上。

移动网产品：该业务不像宽带网设备需要同网络同步建设，需求增长相对滞后，目前正处于4G到5G的切换阶段，短期业务增长以更新为主，新增需求有限，后续待5G网络建成，该业务收入增长将放量。预计2019-2021年收入增速将分别为16%、20%和30%。

内容安全及大数据：后端业务虽然规模较小，但是表现出强劲的增长势头，且同前端的协同效应开始凸显，公司在该领域的投入也在显著增大。我们预计该板块的收入在2019年将延续高速增长时候，2020-2021年增速逐步回归到30%左右的高速平稳增长的水平。

#### ■ 盈利预测

未来几年，公司盈利将呈现出较快增长势头。我们预计，2019-2021年，公司归母净利润将分别达到2.76亿、3.71亿和4.89亿元，同比将分别增长35.0%、34.3%和31.8%，期间综合毛利率分别为77.2%、76.3%和75.3%。

图表29 简要损益预测表

指标	2018	2019E	2020E	2021E
宽带网产品（百万元）	381.217	533.70	720.50	951.06
同比增速	49.35%	40.00%	35.00%	32.00%
移动网产品（百万元）	214.680	249.03	298.83	388.48
同比增速	15.88%	16.00%	20.00%	30.00%
内容安全产品（百万元）	54.36	108.72	163.08	212.01
同比增速	133.20%	100.00%	50.00%	30.00%
大数据产品（百万元）	17.37	34.74	48.64	63.23
同比增长	243.93%	100.00%	40.00%	30.00%
其他（百万元）	23.58	23.58	23.58	23.58
同比增长	-18.55%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入（百万元）	691	950	1,255	1,638
同比增速	38.8%	37.4%	32.1%	30.6%
综合毛利率	78.7%	77.2%	76.3%	75.3%
归母净利润（百万元）	205	276	371	489
同比增速	54.7%	35.0%	34.3%	31.8%

资料来源：Wind、平安证券研究所

## 4.2 估值分析

公司是国内信息安全、网络可视化和大数据行业的重要企业。业务上可以和公司对标的企业包括恒为科技、迪普科技、中孚信息、美亚柏科、北信源等。通过比较发现，中新赛克当前估值与对标企业平均水平相当，未来随着其前、后端融合的加速，发展前景更为广阔，估值还有较大提升空间。

图表30 中新赛克与主要对标企业估值比较

股票代码	证券简称	收盘价(8月6日)	市值(亿元)	2019PE	2020PE	2021PE
603496.SH	恒为科技	18.59	37.7	27.3	20.4	14.4
300768.SZ	迪普科技	36.00	144.0	56.3	43.9	36.0
300352.SZ	北信源	5.28	76.6	52.8	37.7	31.1
300188.SZ	美亚柏科	16.69	134.3	30.3	25.3	18.8
300659.SZ	中孚信息	33.98	45.1	38.6	26.5	20.8
	平均	-		41.1	30.8	24.2
002912.SZ	中新赛克	105.80	112.9	40.8	30.4	23.1

资料来源：Wind、平安证券研究所

注：除北信源、美亚柏科之外，2019-2021年PE值是基于一致预期的EPS计算。

### 4.3 投资建议

中新赛克是国内领先的网络可视化企业，其宽带网产品将在骨干网扩容、监管趋严的大背景下实现较快增长，移动网产品未来将随着 5G 网络的建成需求快速恢复，而且后端业务同前端的融合度也在迅速加强，协同效应开始凸显。根据公司 2018 年年报以及 2019 年中报快报数据，我们调整了公司的盈利预期，预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 2.59 元（原为 2.47 元）、3.48 元（原为 3.45 元）、4.59 元，对应 8 月 6 日收盘价 P/E 分别为 40.8 倍、30.4 倍、23.1 倍，维持“推荐”评级。

### 4.4 风险提示

#### ■ 市场竞争加剧的风险

近年来，行业参与者可能增多，竞争可能加剧。除了传统的通信设备企业可能切入该市场，另外如迪普、恒为等业内企业也在快速发展，企业之间竞争压力可能增大。

#### ■ 前端业务增长不及预期的风险

中新赛克前端产品的主要客户是政府和运营商。受到宏观经济下行等因素影响，政府支出以及运营商采购可能延迟，或者付款周期可能拉长，对公司前端业务收入可能带来波动，造成增长不及预期。

#### ■ 内容安全和大数据业务增长不及预期的风险

公司内容安全业务主要集中在东南亚和非洲地区，国别风险较高，订单能否实现稳定增长不确定性较高，收入确认也可能出现较大波动；大数据业务目前处于起步阶段，市场竞争比较激烈，未来能否实现从安全领域向其他垂直行业的拓展，存在不确定性。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1841	2214	2783	3515
现金	1071	1302	1480	1918
应收票据及应收账款	460	385	731	727
其他应收款	10	13	17	22
预付账款	7	7	11	12
存货	228	442	477	770
其他流动资产	66	66	66	66
<b>非流动资产</b>	294	346	403	477
长期投资	0	-3	-7	-10
固定资产	71	121	171	226
无形资产	29	31	30	30
其他非流动资产	194	197	208	232
<b>资产总计</b>	2134	2560	3186	3992
<b>流动负债</b>	825	1044	1384	1780
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	80	216	190	361
其他流动负债	745	828	1193	1419
<b>非流动负债</b>	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15
<b>负债合计</b>	840	1059	1399	1795
少数股东权益	0	0	0	0
股本	107	107	107	107
资本公积	539	539	539	539
留存收益	649	809	1038	1341
<b>归属母公司股东权益</b>	1294	1501	1787	2196
<b>负债和股东权益</b>	2134	2560	3186	3992

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	226	338	309	583
净利润	205	276	371	489
折旧摊销	12	13	21	29
财务费用	-26	-27	-31	-37
投资损失	0	-1	-2	-1
营运资金变动	42	77	-50	102
其他经营现金流	-7	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-111	-64	-76	-103
资本支出	54	56	61	77
长期投资	-58	3	3	3
其他投资现金流	-115	-5	-12	-22
<b>筹资活动现金流</b>	-50	-42	-55	-43
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	-40	0	0	0
其他筹资现金流	-50	-42	-55	-43
<b>现金净增加额</b>	69	231	178	437

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	691	950	1255	1638
营业成本	147	217	298	404
营业税金及附加	18	21	27	37
营业费用	163	204	263	336
管理费用	56	71	88	106
研发费用	167	204	251	311
财务费用	-26	-27	-31	-37
资产减值损失	28	0	0	0
其他收益	83	32	41	51
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	1	2	1
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	221	294	400	532
营业外收入	3	16	14	9
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	223	310	414	541
所得税	19	33	43	51
<b>净利润</b>	205	276	371	489
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	205	276	371	489
EBITDA	204	288	393	519
EPS(元)	1.92	2.59	3.48	4.59

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	38.8	37.4	32.1	30.6
营业利润(%)	56.1	33.1	36.3	32.8
归属于母公司净利润(%)	54.7	35.0	34.3	31.8
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	78.7	77.2	76.3	75.3
净利率(%)	29.6	29.1	29.6	29.9
ROE(%)	15.8	18.4	20.8	22.3
ROIC(%)	13.5	16.2	18.6	20.1
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	39.4	41.4	43.9	45.0
净负债比率(%)	-82.1	-86.1	-82.3	-86.9
流动比率	2.2	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.9	1.6	1.6	1.5
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.92	2.59	3.48	4.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	3.17	2.90	5.47
每股净资产(最新摊薄)	12.12	14.06	16.74	20.58
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	55.1	40.8	30.4	23.1
P/B	8.7	7.5	6.3	5.1
EV/EBITDA	50.2	34.8	25.0	18.1

## 平安证券研究所投资评级：

### 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033