

网络可视化龙头，迎来高景气周期

买入|维持

报告要点：

● 网络可视化龙头，股权激励注入持续成长动力

公司是国内网络可视化行业龙头，主要向政府、运营商及企事业单位提供网络可视化基础架构、网络内容安全、大数据运营等产品及解决方案。2015-2019年，公司营业收入CAGR为32.65%，归母净利润CAGR为35.29%，呈现快速的发展态势。2019年12月，公司公布《2019年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予的限制性股票数量为320.16万股，其中，首次授予的激励对象为378人，为公司长期发展注入强大动力。

● 乘5G东风，网络可视化再启航

根据观研天下的预计，2019年国内网络可视化市场规模有望达到239.4亿元，2024年有望达到561.8亿元，CAGR为18.60%。随着5G时代的来临，产生了一系列亟待政府、运营商、企业等解决的问题：海量信息里掺杂着虚假/垃圾信息、诈骗信息、网络谣言等；电信运营商寻求建设用户可识别、业务可区分、流量可管控、能够承载丰富应用的智能管道，以在不断增长的流量与成本控制间达到平衡；互联网等企业寻求实现（移动）互联网甚至物联网的大数据运营。客户端巨大的需求有望推动行业迎来新一轮成长。

● 前端产品保持较快增长，后端业务快速发展潜力巨大

近年来，公司宽带网产品保持了较快增长，2016-2018年CAGR达49.08%；移动网产品增速有所放缓，待5G商用推出后增速有望逐步恢复。公司前端产品毛利率高达80%左右，主要系：1) 订单集中，客户价格敏感程度低；2) 直销模式提升利润率；3) 供应链稳定有助于控制采购成本。2018年，网络内容安全产品收入同比增长133.20%，并实现盈利；大数据运营产品实现收入1737万元，同比增长243.93%，实现多地部署，在手订单充沛。

● 投资建议与盈利预测

随着网络扩容及5G商用的不断推进，网络可视化行业迎来大发展，公司有望受益。盈利预测方面，小幅调整2019-2021年营业收入至：9.05亿元、12.19亿元、16.03亿元，归母净利润至：2.96亿元、3.92亿元、5.16亿元，EPS为2.77、3.67、4.84元/股，对应PE为57.40、43.32、32.86倍。考虑到：未来三年归母净利润CAGR为36.12%（预测）、上市以来PE主要运行在40-70倍、目前计算机（申万）PE TTM为71倍等，上调公司2020年目标PE至50倍，对应目标价为183.50元，维持“买入”评级。

● 风险提示

政府、运营商投入不及预期；行业竞争加剧，产品平均销售单价下降；网络内容安全和大数据业务需求不足，增长不及预期；5G推进不及预期。

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 497.81 | 691.21 | 904.51 | 1218.97 | 1602.87 |
| 收入同比(%) | 44.93 | 38.85 | 30.86 | 34.77 | 31.49 |
| 归母净利润(百万元) | 132.33 | 204.75 | 295.59 | 391.71 | 516.42 |
| 归母净利润同比(%) | 31.59 | 54.73 | 44.36 | 32.52 | 31.83 |
| ROE(%) | 11.62 | 15.82 | 19.45 | 21.26 | 22.56 |
| 每股收益(元) | 1.24 | 1.92 | 2.77 | 3.67 | 4.84 |
| 市盈率(P/E) | 128.23 | 82.87 | 57.40 | 43.32 | 32.86 |

资料来源：Wind，国元证券研究中心

当前价/目标价：159.00元/183.50元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：190.54 / 80.35

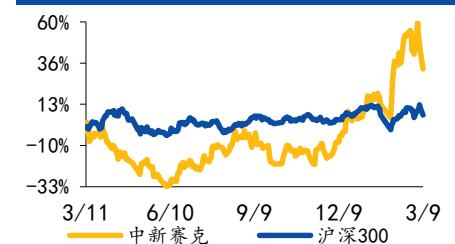
A股流通股(百万股)：51.82

A股总股本(百万股)：106.72

流通市值(百万元)：8239.38

总市值(百万元)：16968.48

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-中新赛克(002912.SZ)：业绩预告超预期，行业景气度向上》2020.02.03

《国元证券行业研究-2020年计算机行业策略报告：聚焦主赛道，投资真成长》2019.12.10

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1.网络可视化龙头，持续稳健成长 | 4 |
| 1.1 业绩回顾 | 4 |
| 1.2 股权结构与主要子公司情况 | 6 |
| 1.3 股权激励 | 7 |
| 1.4 分红情况 | 8 |
| 1.5 公司业务概况 | 8 |
| 2.乘 5G 东风，网络可视化再启航..... | 11 |
| 2.1 5G 催生新需求，移动网有望再迎辉煌 | 11 |
| 2.2 运营商与企业需求有待进一步发掘 | 13 |
| 3.行业龙头，充分发挥上下游优势 | 15 |
| 3.1 客户优质，毛利率领先行业 | 15 |
| 3.2 主动优化产品结构，提升核心竞争力 | 18 |
| 4.后端业务大有可为，订单充足快速发展 | 20 |
| 4.1 网络内容安全产品：拓展国内业务，快速增长实现盈利..... | 20 |
| 4.2 大数据运营产品：在手订单充沛，实现多地区部署 | 22 |
| 5.盈利预测与投资建议 | 25 |
| 6.风险提示..... | 28 |

图表目录

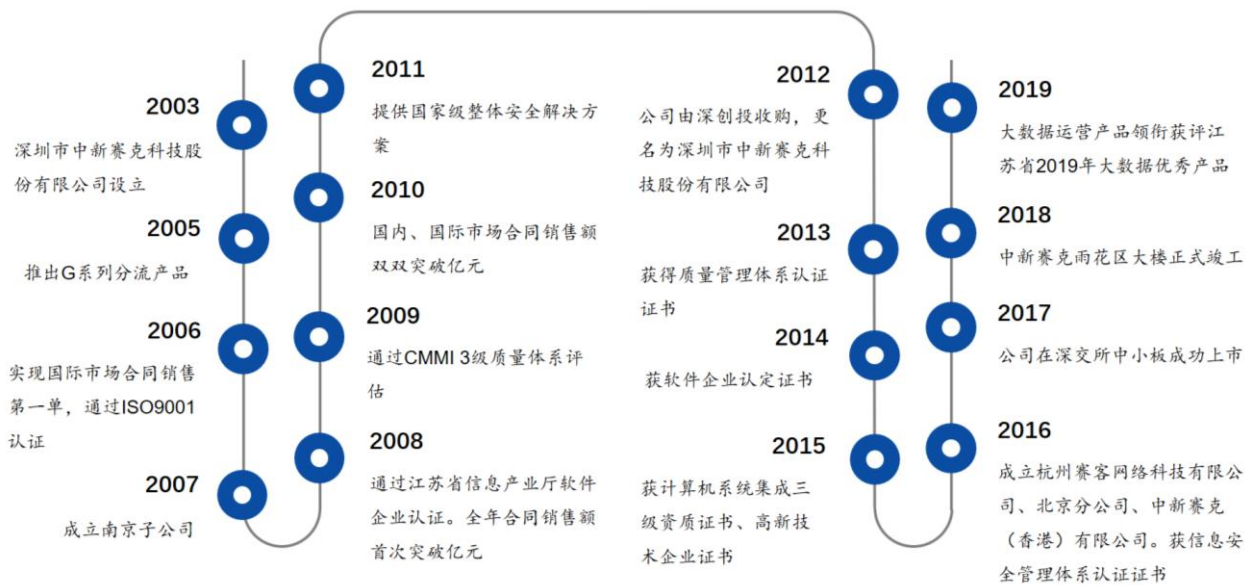
| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程..... | 4 |
| 图 2：营业收入及毛利率情况 | 4 |
| 图 3：归母净利润情况 | 4 |
| 图 4：营业收入分行业构成（单位：百万元） | 5 |
| 图 5：营业收入分产品构成（单位：百万元） | 5 |
| 图 6：宽带网产品收入情况 | 5 |
| 图 7：移动网产品收入情况 | 5 |
| 图 8：经营性现金流净额（单位：亿元） | 6 |
| 图 9：研发投入情况 | 6 |
| 图 10：研发人员情况 | 6 |
| 图 11：公司股权结构 | 7 |
| 图 12：上市以来分红情况..... | 8 |
| 图 13：公司产品概况 | 9 |
| 图 14：网络可视化基础架构产品..... | 10 |
| 图 15：网络可视化市场发展的内在需求..... | 11 |
| 图 16：国内网络可视化市场规模及增长预测 | 11 |
| 图 17：我国移动互联网接入流量增长情况 | 12 |
| 图 18：公司移动网产品营收增速与 4G 基站数量增速对比 | 13 |
| 图 19：2018 年全球网络可视化客户需求结构..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 图 20: 网络可视化客户需求结构分析 | 13 |
| 图 21: 中国移动 2019 年互联网 DPI 设备采购详情 | 14 |
| 图 22: 企业信息安全投入占 IT 总投资比例 | 14 |
| 图 23: 网络可视化产业链 | 15 |
| 图 24: 前五大客户收入占比情况 | 16 |
| 图 25: 直销与经销业务收入占比情况 | 17 |
| 图 26: 前五大供应商采购金额占比情况 | 17 |
| 图 27: 网络可视化主要公司毛利率对比 | 18 |
| 图 28: 全球网络信息安全市场规模与增长情况 | 21 |
| 图 29: 国内网络信息安全市场规模与增长情况 | 21 |
| 图 30: 公司网络内容安全大数据分析平台 | 21 |
| 图 31: 网络安全产品收入及增长情况 | 22 |
| 图 32: OceanSource 数据治理方案 | 23 |
| 图 33: 公司大数据运营产品收入及增长情况 | 24 |
| | |
| 表 1: 主要子公司及对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司情况 | 7 |
| 表 2: 股权激励情况 | 8 |
| 表 3: 网络可视化下游应用方向及特点 | 10 |
| 表 4: 5G 商用落地进程 | 12 |
| 表 5: 公司主要业务资质与产品资质 | 16 |
| 表 6: 2017 年和 2018 年公司产品产销量情况 | 18 |
| 表 7: 公司部分中标结果 | 19 |
| 表 8: 近年来网络可视化和信息安全领域涉及的主要法律法规及政策 | 20 |
| 表 9: 公司网络内容安全产品特征分析 | 22 |
| 表 10: 公司大数据运营产品功能 | 23 |
| 表 11: 公司大数据运营产品特征分析 | 24 |
| 表 12: 公司收入拆分 (单位: 百万元) | 26 |
| 表 13: 可比公司估值情况 | 27 |

1. 网络可视化龙头，持续稳健成长

深圳市中新赛克科技股份有限公司成立于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。公司专注于数据提取、数据融合计算及在信息安全等领域的应用，主营业务为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，依靠已形成的核心技术优势和长期的经验积累，为政府机构、电信运营商和企事业单位等用户提供优质的产品与服务。

图 1：公司发展历程

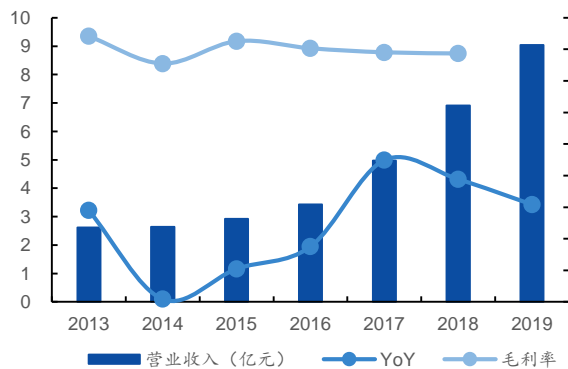


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.1 业绩回顾

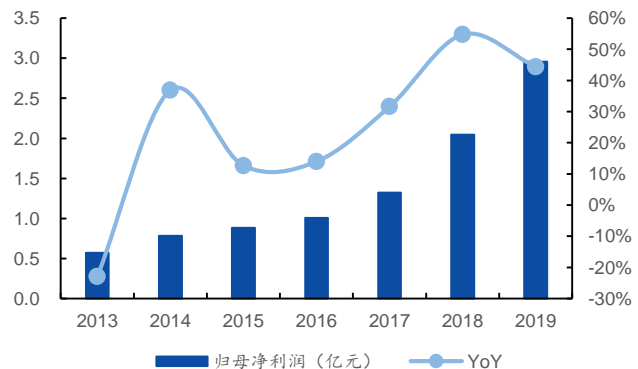
从财务角度来看，公司呈现持续快速成长的态势。2015-2019年营业收入CAGR为32.65%，归母净利润CAGR为35.29%。上市以来，公司销售毛利率一直维持在80%左右，在行业中处于较高水平。

图 2：营业收入及毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 3：归母净利润情况



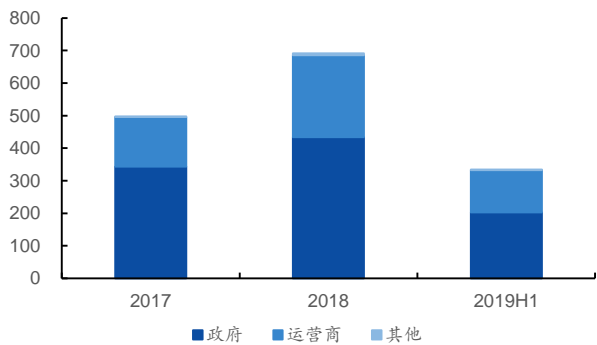
资料来源：Wind，国元证券研究中心

网络可视化行业因其保密要求较高，相关市场信息较难获取。根据公司《关于深圳证券交易所2018年年报问询函的回复公告》，以2018年销售收入计算，公司宽带网产品市场占有率约为10%，在同类宽带网产品厂商中排名靠前；公司移动网产品2018年共销售1189套，市场占有率约为11%左右，同样位居行业前列。

公司下游客户主要包括：政府、运营商及其他。2019年上半年，政府行业收入为2.03亿元，同比增长18.71%，运营商收入为1.30亿元，同比增长39.34%，两者分别占总收入的60.71%和38.83%。

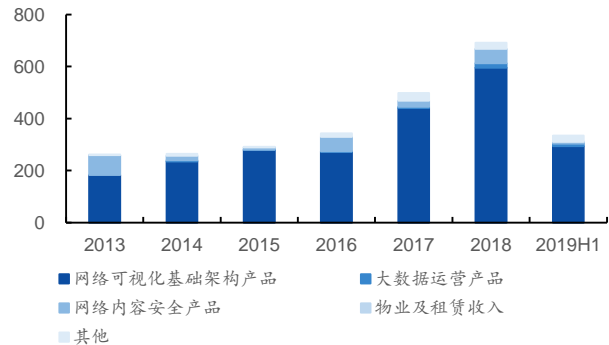
公司产品主要包括：网络可视化基础架构产品（主要包括宽带网产品、移动网产品）、网络内容安全产品、大数据运营产品等。公司主要收入来源为宽带网产品和移动网产品，2019年上半年分别实现收入2.29亿元、0.65亿元，共计2.94亿元，同比增长27.51%，合计占营业收入的88.11%，其中，移动网产品收入同比下降，主要原因是随着市场渗透率的提高，市场竞争加剧，产品平均销售单价下降所致。后端的大数据运营产品与其他产品协同效应凸显，实现收入927万元，同比增长630.70%。

图4：营业收入分行业构成（单位：百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

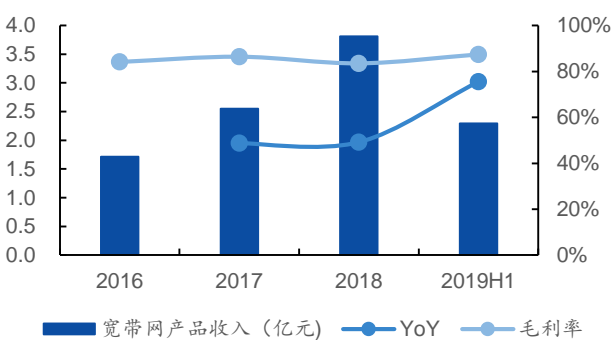
图5：营业收入分产品构成（单位：百万元）



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

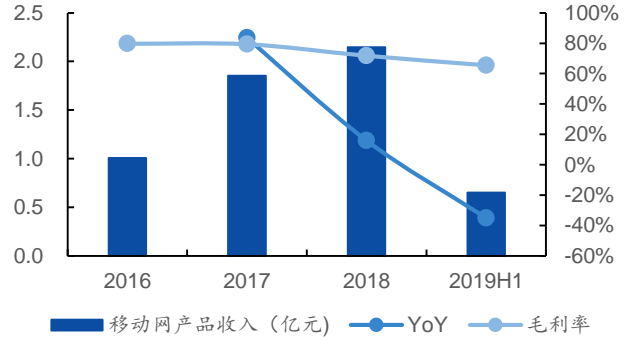
近年来，宽带网产品收入保持较快增长，其中，2019年上半年实现收入2.29亿元，同比增速高达75.61%，毛利率为87.46%。移动网产品收入增速逐步放缓，主要原因是移动网设备的需求具有一定的滞后性，在4G建设趋于成熟，而5G建设方兴未艾的当下，移动网的需求尚待进一步释放。2019年上半年，移动网产品收入6504万元，同比下降35.14%，毛利率为65.45%。

图6：宽带网产品收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

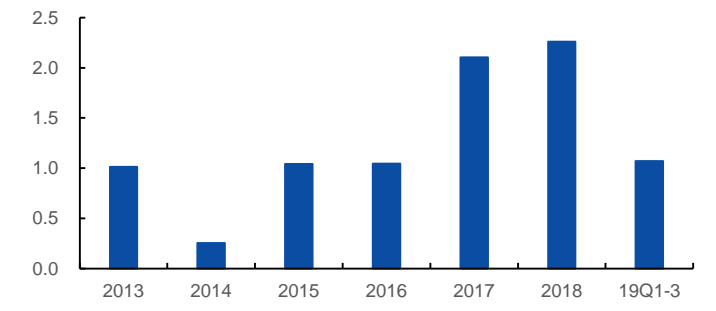
图7：移动网产品收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

自 2013 年以来，公司经营活动产生的现金流量净额始终为正，且持续增长，经营质量较高。2018 年，公司经营性现金流净额为 2.26 亿元，较上年同期增加 0.16 亿元。2019 年前三季度，公司经营性现金流净额为 1.07 亿元，表现良好。

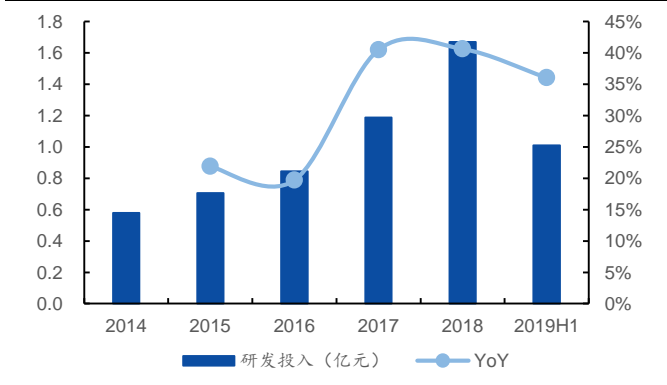
图 8：经营性现金流净额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

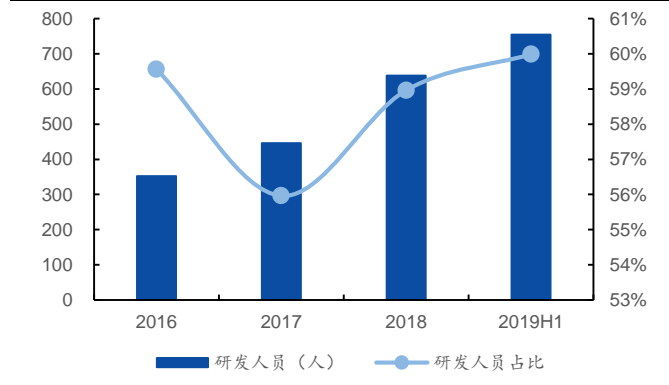
公司非常重视研发投入及创新，2019 年上半年，公司研发投入为 1.01 亿元，同比增长 36.07%，研发人员数量达到 754 人，占公司总人数的比例为 59.98%。

图 9：研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 10：研发人员情况

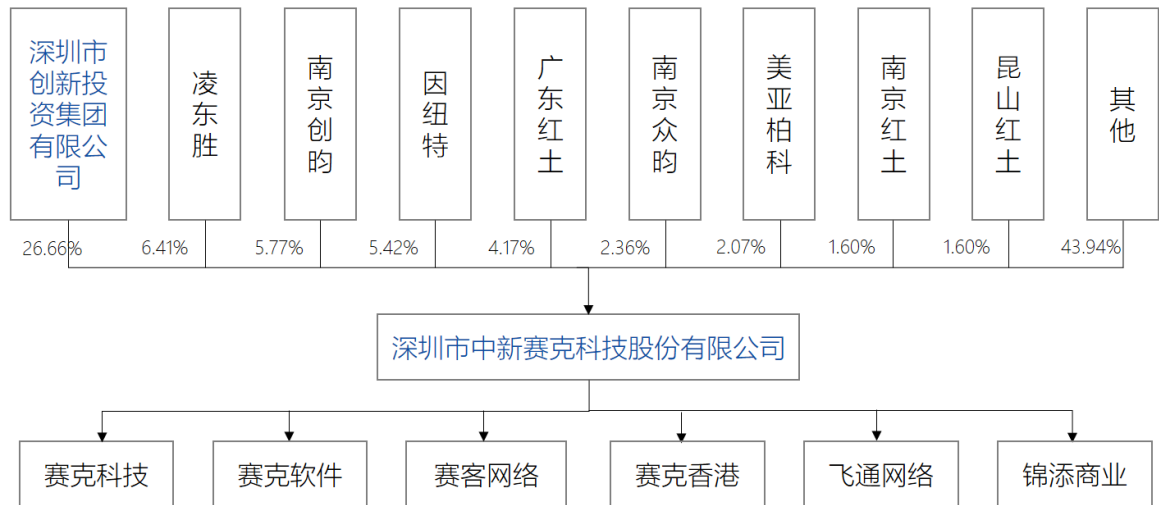


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 股权结构与主要子公司情况

公司前身深圳市中新赛克科技有限责任公司原名深圳市中兴特种设备有限责任公司，由中兴通讯等以货币资金出资设立。2012 年 9 月，中兴通讯与深创投等签订《股权转让协议》，将其持有的中兴特种的股权转给深创投等。

根据 2019 年三季报，实际控制人深圳市创新投资集团有限公司直接持有 26.66% 的股份，总经理凌东胜直接持有 6.41% 的股份。

图 11：公司股权结构


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据公司 2019 年中报，公司目前全资控股南京中新赛克科技有限责任公司（赛克科技）、南京中新赛克软件有限责任公司（赛克软件）、杭州赛客网络科技有限公司（杭州赛客）、中新赛克（香港）有限公司（赛克香港）、南京飞通网络科技有限公司（飞通网络）、南京锦添商业管理有限公司（锦添商业）6 家子公司。

表 1：主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况

| 公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主要业务 | 2018 年营业收入 | 2018 年净利润 |
|----------------|------|------|---------|------------|-----------|
| 南京中新赛克科技有限责任公司 | 100% | 3 亿元 | 软件与信息服务 | 10.31 亿元 | 4.96 亿元 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3 股权激励

为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，共同关注公司的长远发展，2019 年 12 月，公司公布了《2019 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予包括董事（不含独立董事）、高级管理人员、职能部门及业务部门的中层管理人员、核心技术（业务）骨干在内的 378 名激励对象 320.16 万股限制性股票（占总股本 3.00%）。我们认为，该激励计划有助于保证管理层和核心团队的稳定，为公司实现战略目标和长期可持续发展提供有力支持。

表 2：股权激励情况

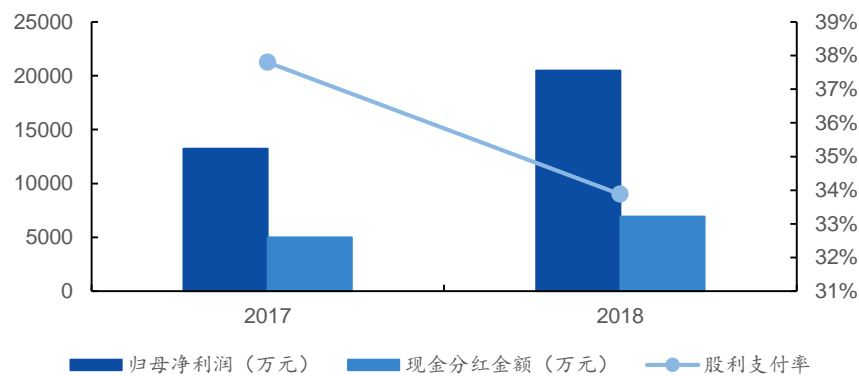
| 项目 | 具体内容 |
|---------|---|
| 预案公告日 | 2019 年 12 月 7 日 |
| 限制性股票数量 | 320.16 万股 |
| 授予价格 | 58.43 元/股 |
| 占总股本比例 | 3.00% |
| 激励人数 | 378 人 |
| 解锁条件 | 第一个解除限售期（自股权 登记完成日起 24 个月起） 可解除限售数量占比：40% |
| | 第二个解除限售期（自股权 登记完成日起 36 个月起） 可解除限售数量占比：30% |
| | 第三个解除限售期（自股权 登记完成日起 48 个月起） 可解除限售数量占比：30% |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.4 分红情况

自上市以来，公司连续 2 年进行现金分红，2018 年全年分红金额为 6936.80 万元，股利支付率达为 33.88%。

图 12：上市以来分红情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

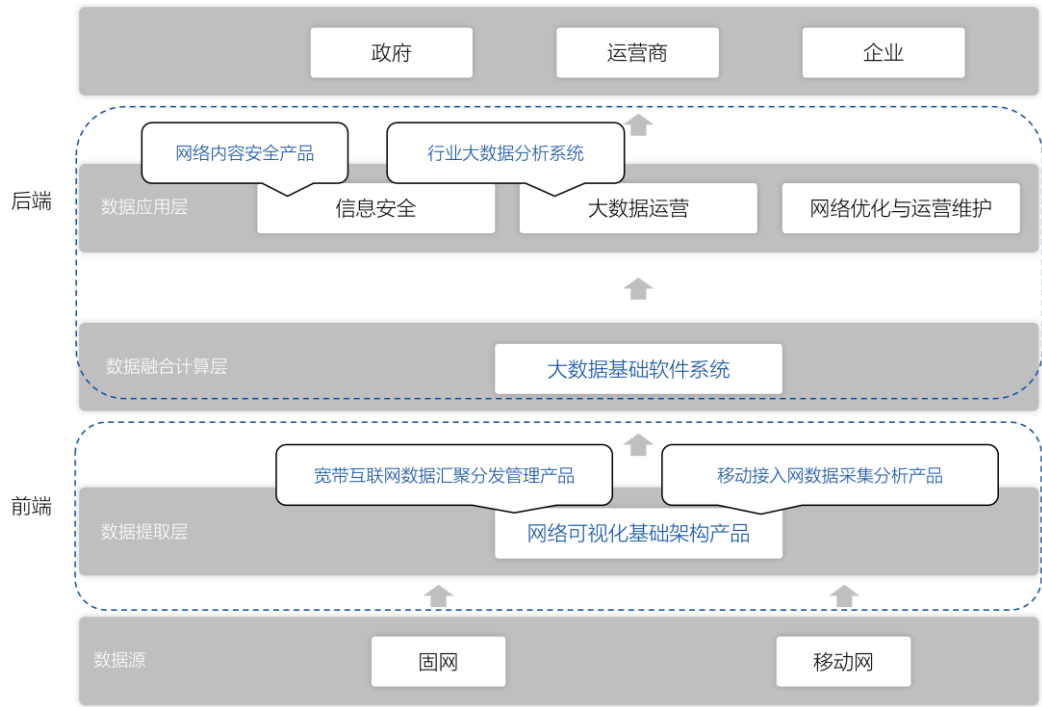
1.5 公司业务概况

网络可视化技术通过物理线路或天线接入到固网和移动网中，获取当前网络传输的所有数据包，还原数据包中的明文信息，将网络数据以图形化方式展示出来，快速直观地解释及概览网络结构数据，一方面可以辅助用户认识网络的内部结构，另一方面

有助于挖掘隐藏在网络内部的有价值信息，被广泛应用于各类网络数据分析领域。

公司产品分为网络可视化基础架构产品、网络内容安全产品、大数据运营产品，分别覆盖了网络有效数据提取、数据存储和计算、数据分析和挖掘、数据应用及展示等领域，为客户提供整体解决方案。

图 13：公司产品概况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

业界通常按照功能不同将网络可视化系统划分为前端和后端两个组成部分。前端主要负责流量数据采集、汇聚分流等，对应公司的网络可视化基础架构产品；后端主要是将数据进行存储、分析和应用等，对应公司的大数据运营和网络内容安全业务。

前端产品：公司的宽带网产品目前已经积累了 3 万多种应用协议的感知能力，推出了独具特色的 DFX+态势感知的解决方案，将感知协议扩大到互联网、移动互联网、工控网络等多种网络环境，并取得规模的行业应用，同时公司积极参与研讨 5G 网络的宽带网产品标准规范，继续保持市场领先地位。移动网产品方面，公司在支持 2G 到 5G 的移动网产品平台上研发了基于宽频无线信号态势感知产品和保密场所手机终端识别产品，并发布销售，产品的平台效应开始显现。

图 14：网络可视化基础架构产品



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

后端产品：网络可视化基础架构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。目前公司的后端应用主要有网络内容安全 and 大数据运营，前者主要应用于政府部门，后者包括大数据基础软件系统和行业大数据分析系统，主要应用于政府和企事业单位。

表 3：网络可视化下游应用方向及特点

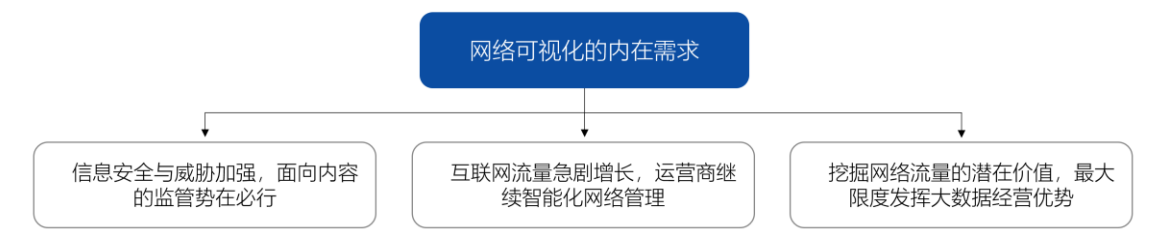
| 下游应用方向 | 特点 |
|-----------|--|
| 信息安全 | 随着信息安全重要性的提高，以及安全威胁种类的增多，通过网络可视化系统，从流量的内容和特征中发现并识别安全威胁，从而进行管控和防范，成为一种新的应用方向。与传统信息安全系统相比，基于网络可视化的信息安全系统能够不影响原有网络，并更好地应对来自用户行为或信息内容的新型安全威胁。典型应用有流量清洗、不良信息监测等系统 |
| 大数据运营 | 通过网络可视化系统，从网络流量中提取的海量数据具有潜在的巨大价值，是网络所有者或运营方的重要数据资产，在大数据时代，越来越受到重视。这些数据资产经过大数据分析和处理，实现多种增值业务和商业智能，这是网络可视化的最新应用方向。典型应用有移动互联网日志留存、流量经营等 |
| 网络优化与运营维护 | 这类应用代表了网络可视化的最初需求，因此也是最早发展起来的应用类型。网络所有者或运营方希望了解网络的使用运行情况，包括网络负荷、用户分布与带宽占用、通信质量、标准与服务水平符合度、失效与故障风险等，从而进行网络优化与运营维护等管理工作。典型应用有电信运营商的信令监测、IPTV 质量监测等系统 |

资料来源：恒为科技招股说明书，国元证券研究中心

2.乘 5G 东风，网络可视化再启航

随着互联网的蓬勃发展以及 5G 时代的来临，产生了一系列亟待需要解决的问题：海量信息里掺杂着虚假/垃圾信息、诈骗信息、网络谣言等，影响着网络安全；电信运营商寻求建设用户可识别、业务可区分、流量可管控，而且能够承载丰富应用的智能管道，以在不断增长的流量与成本控制间达到平衡；运营商与互联网企业寻求以大数据技术实现移动互联网甚至物联网的大数据运营，释放 5G 时代大数据的潜在力量。基于此，我们归纳出当前的网络可视化市场的三大内在需求：对网络信息安全管理的需求，对智能化网络管理的需求，以及对大数据价值挖掘的需求。

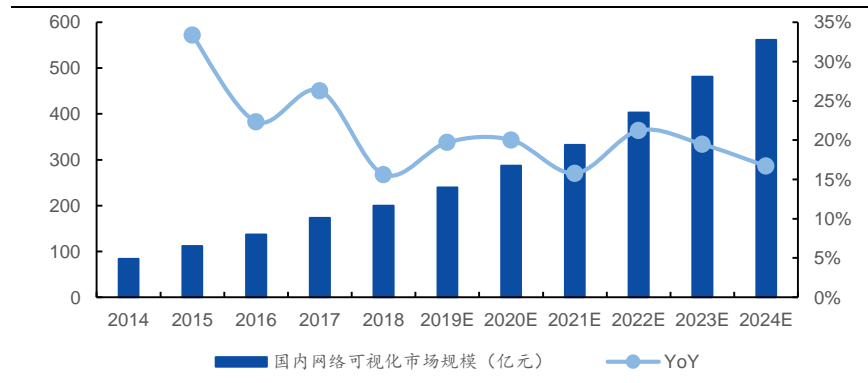
图 15：网络可视化市场发展的内在需求



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据观研天下发布的《2018 年中国网络可视化行业分析报告》，2017 年国内网络可视化市场规模为 173 亿元，随着我国在网络安全方面建设力度的加大，政府和企业对网络信息安全的需求持续提升，再加上 5G 网络的迅速发展，极大的驱动了网络可视化市场的发展。根据观研天下预计，2019 年国内网络可视化市场规模有望达到 239.4 亿元，2024 年有望达到 561.8 亿元。

图 16：国内网络可视化市场规模及增长预测



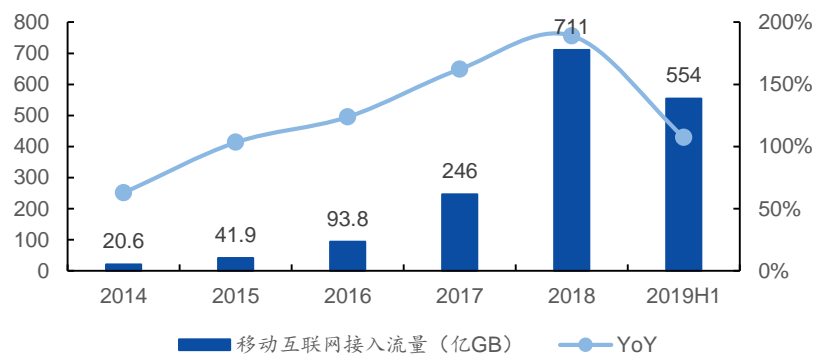
资料来源：观研天下，中国报告网，国元证券研究中心

2.1 5G 催生新需求，移动网有望再迎辉煌

5G 对于网络可视化移动网产品的拉动作用，主要有两个方面的影响：1) 5G 时代流量爆发，需要从网络传输中获取的数据包以及需要还原并图像化的信息量与 4G 时代相比快速增长，对照上文的三大需求，网络可视化技术显得尤为重要；2) 即便是相似的业务场景，由于 5G 时代的技术更新，网络架构与 4G 相比发生了较大变化，网络可视化设备也需要进行相应的更新。

从流量角度看，5G 时代巨幅增长的数据量需要网络可视化进行提取与挖掘。根据工业和信息化部发布的《2019 年上半年通信业经济运行情况》，2019 年上半年移动互联网接入流量消费达 554 亿 GB，同比增长 107.3%。从各家运营商公布的 5G 套餐来看，套餐内含的流量和网速远远高于 4G 套餐。以中国移动为例，5G 个人套餐基础流量从 30GB/月至 300GB/月不等，峰值网速可分为 300Mbps、500Mbps、1Gbps 三档，而 4G 的网速大概在 10-100Mbps 之间。从 2G 到 3G 再到 4G，我们已经看到，网速的巨幅提升带来的是流量的爆发式增长，同时移动网络用户数量也在逐步提升，这些因素不断推动着网络可视化行业的快速发展。

图 17：我国移动互联网接入流量增长情况



资料来源：工信部官网，国元证券研究中心

2019 年 6 月工信部正式颁发 5G 商用牌照，中国正式进入 5G 商用元年，未来 5G 规模化部署将带来移动应用以及流量的爆发性增长。由于 5G 引入了 NFV、SDN、网络切片以及云化部署等新技术，网络架构发生了非常大的变化，现有的 4G 网络可视化及信息安全等产品及解决方案，将无法满足 5G 场景的需要，因此，5G 产业的稳步发展和落实，为信息安全行业和信息安全行业上游网络可视化市场带来了新的发展机遇。

表 4：5G 商用落地进程

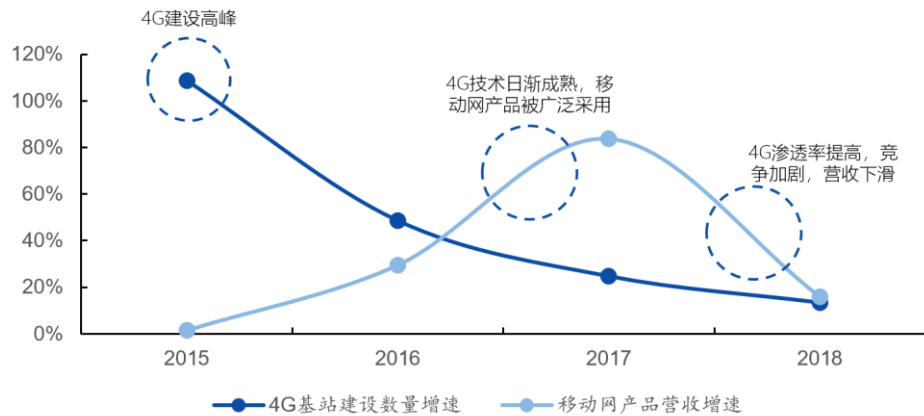
| 时间 | 单位 | 内容 |
|-------------|-----|--|
| 2018 年 12 月 | 工信部 | 向三大运营商发放了 5G 频谱资源 |
| 2019 年 06 月 | 工信部 | 向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放了 5G 商用牌照，中国正式进入 5G 商用元年 |
| 2019 年 10 月 | 工信部 | 颁发中国首个 5G 无线电通信设备进网许可证。华为率先获得首张 5G 基站设备的进网许可证，标志着华为 5G 基站设备可以支持中国规模部署，正式接入公用电信商用网络 |
| 2019 年 11 月 | 运营商 | 三大运营商正式推出 5G 商用套餐 |

资料来源：国元证券研究中心整理

2011 年后，4G 建设周期开启，经过大规模建设，目前逐渐成熟，4G 基站的建设速度在 2015 年达到高峰以后逐步下降。由于移动网络产品无需与基站搭配建设，一般在通信技术成熟后才被广泛采用，因此移动网产品的销售相比较基站建设周期有一定的滞后性。2016 年开始，公司的移动网产品营收增长提速，2017 年增速达到 83.69%，随着技术发展趋于成熟，4G 移动网产品的技术门槛逐渐降低，渗透率提高，市场参与厂商增多，营收增速开始下滑，2019 年上半年，移动网产品营收出现同比

下滑。

图 18: 公司移动网产品营收增速与 4G 基站数量增速对比



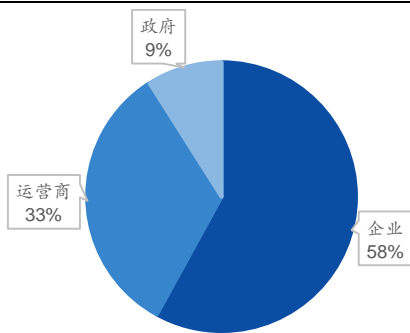
资料来源: 中新赛克公司公告, 国元证券研究中心

因此, 在 5G 建设方兴未艾的当下, 4G 时代移动网产品的发展路径具有较强的参考意义。2019 年 11 月 1 日, 中国三大运营商正式推出 5G 套餐资费以及相关服务, 5G 商用正式开始, 我们认为, 随着 5G 基站的快速铺设, 5G 技术的逐渐成熟, 移动网产品市场将在未来一段时间内再次复苏, 迎来快速增长。

2.2 运营商与企业需求有待进一步发掘

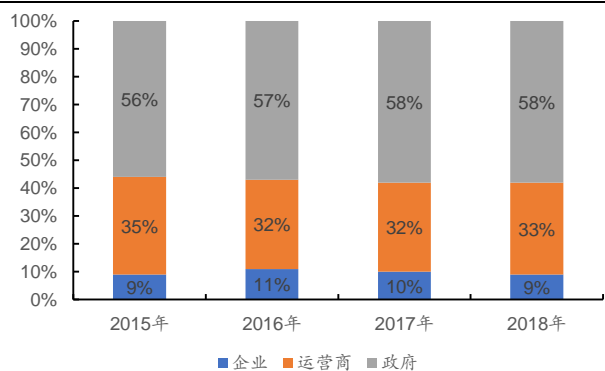
根据 IHS 数据, 2018 年全球网络可视化需求中, 企业占据 58% 市场份额, 运营商占据 33% 市场份额, 政府占据 9% 市场份额。反观国内, 根据中国产业信息网的数据, 政府需求是最大的来源, 政府占到 50% 以上。

图 19: 2018 年全球网络可视化客户需求结构



资料来源: IHS, 国元证券研究中心

图 20: 网络可视化客户需求结构分析



资料来源: 中国产业信息网, 国元证券研究中心

国内信息安全重要程度不断提升, 网络监管也愈发趋于严格, 政府需求仍将是网络可视化的主要推动力。与此同时, 国内运营商与企业用户的需求尚待释放, 且释放的契机已经到来, 随着互联网的蓬勃发展与 5G 的商用, 数据流量进一步扩容, 运营商不再满足于简单的管道角色, 而是寻求智能化的网络管理, 对于网络可视化的需求提升。2019 年 4 月 16 日, 中国移动发布 2019 年互联网 DPI 设备采购招标公告, 采购规模达 87040G, 5 月 21 日对第 9 标包第二次招标采购 1000G, 合计 88040G。

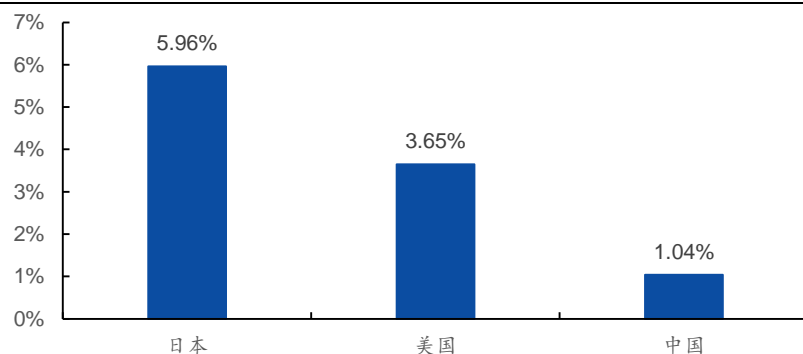
图 21：中国移动 2019 年互联网 DPI 设备采购详情

| 标包 | 实施省份/城市 | 产品名称 | 现网规模 (G) | 新建规模 (G) |
|-------|---------|-------------|-------------|-------------|
| 第1标包 | 全国 | 统一-DPI互联网部分 | 0 | 45400 |
| 第2标包 | 全国 | 统一-DPI互联网部分 | 0 | 20100 |
| 第3标包 | 广东 | 统一-DPI互联网部分 | 1200 | 2400 |
| 第4标包 | 内蒙古 | 统一-DPI互联网部分 | 20 | 1000 |
| 第5标包 | 江苏 | 统一-DPI互联网部分 | 400 | 800 |
| 第6标包 | 辽宁 | 统一-DPI互联网部分 | 20 | 200 |
| 第7标包 | 陕西 | 统一-DPI互联网部分 | 1600 | 2400 |
| 第8标包 | 上海 | 统一-DPI互联网部分 | 520 | 1320 |
| 第9标包 | 新疆 | 统一-DPI互联网部分 | 400 | 1000 |
| 第10标包 | 浙江 | 统一-DPI互联网部分 | 1600 | 6000 |
| 第11标包 | 安徽 | 统一-DPI互联网部分 | 2400 | 2000 |
| 第12标包 | 宁夏 | 统一-DPI互联网部分 | 480 | 800 |
| 第13标包 | 青海 | 统一-DPI互联网部分 | 160 | 820 |
| 第14标包 | 海南 | 统一-DPI互联网部分 | 1600 | 2800 |

资料来源：中国移动采购与招标网，国元证券研究中心

从企业的角度来看，与美国、日本这些较为发达的国家相比，我国企业信息安全投入比例较小，根据中国产业信息网数据，我国企业在信息安全方面的投入占 IT 总体投资比例依然较低，仅为 1.04%，远低于日本的 5.96% 与美国的 3.65%。随着信息化建设的持续推进，企业信息化系统的数量逐年增加，复杂度不断提升，数据量也快速攀升，为了对数据进行有效的管理，并保障信息的安全，网络可视化成为不可或缺的一部分，特别是金融业和互联网行业的企业，前者需要基于网络可视化的网络性能测量与监控系统、智能负载均衡系统和应用交付系统等，后者需要识别出流量类型以分配动态带宽和服务资源等，以提高网络服务质量和用户感受。我们认为这些企业的网络可视化方面，还有很大的需求将逐步释放出来。

图 22：企业信息安全投入占 IT 总投资比例



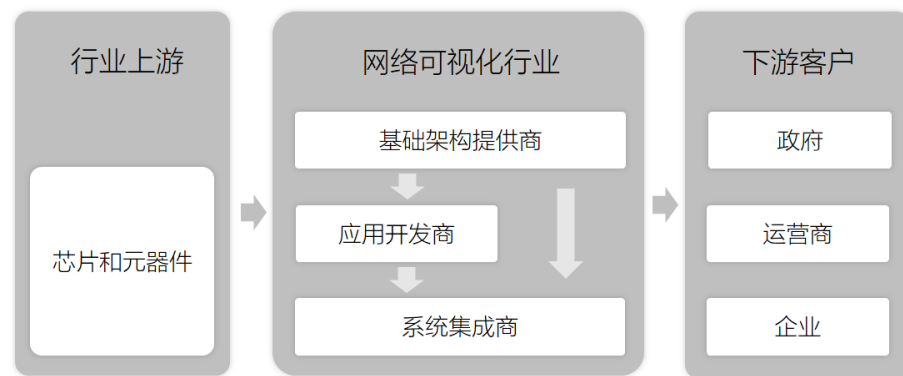
资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

3.行业龙头，充分发挥上下游优势

网络可视化市场的主要参与者包括基础架构产品提供商、应用开发商和系统集成商。基础架构提供商主要为下游提供数据获取、解析、移交等解决方案；应用开发商主要为下游集成商提供应用系统，专注于一类或多类网络应用；系统集成商直接面向最终客户提供方案咨询与设计、系统集成和技术服务。

从产业链的定位来看，公司与友商具有一定的差异：以恒为科技和迪普科技为例，恒为科技主要面对的是系统集成商，因此需要让利一部分给下游，但同时所需人员较少，研发支出相对较低；迪普科技在网络安全产品等应用业务方面占比较多，因此研发投入相对较多；相比而言，公司的主要业务仍是基础架构产品，同时也是系统集成商，除向系统集成商供货外，也直接将产品向政府及运营商等最终客户销售，因此毛利率保持了较高水平。

图 23：网络可视化产业链



资料来源：恒为科技招股说明书，国元证券研究中心

3.1 客户优质，毛利率领先行业

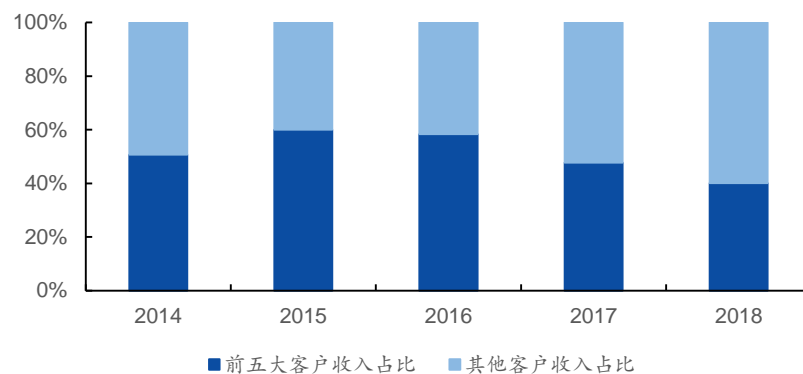
公司的客户主要为政府部门，对于资质具有较高要求，同时也树立了一定的竞争门槛。网络可视化厂商在向下游客户（尤其是政府客户）提供应用开发及系统集成等服务时，通常对于业务和产品都需要一定的资质认证。公司凭借雄厚的技术研发能力、高品质的产品和完善的服务获得了各类业务资质及产品资质。2013年10月，公司通过工信部下属部门的审查，成为国家互联网应急中心的合作单位，可以承担国家互联网应急中心信息系统相关工作；2014年，公司成为警用产品生产企业。

表 5：公司主要业务资质与产品资质

| 资质类型 | 资质名称 | 发证机关 |
|------|--------------------|---------------------------|
| 业务资质 | 信息系统集成及服务资质证书（叁级） | 中国电子信息行业联合会 |
| | 高新技术企业证书 | 江苏省：科学技术厅、财政厅、国家税务局、地方税务局 |
| | 软件企业证书 | 江苏省软件行业协会 |
| | 质量管理体系认证证书 | 江苏九州认证有限公司 |
| | 商用密码产品生产定点单位证书 | 国家密码管理局 |
| | 装备承制单位注册证书 | 中央军委装备发展部 |
| 产品资质 | 中国国家信息安全产品认证证书 | 中国信息安全认证中心 |
| | 中国国家强制性产品认证证书 | 中国质量认证中心 |
| | 计算机信息系统安全专用产品销售许可证 | 公安部网络安全保卫局 |
| | 电信设备进网许可证 | 工信部 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

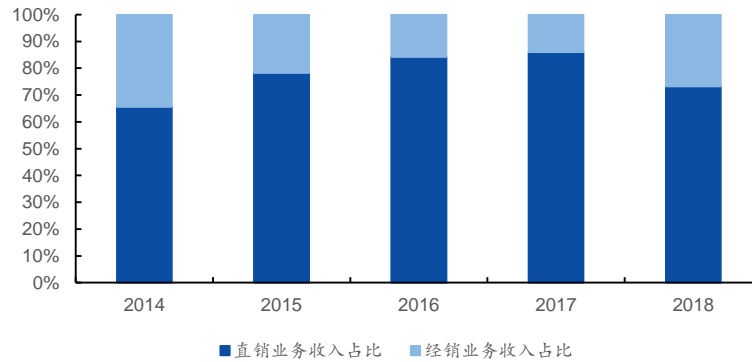
公司的最终客户相对集中，主要以政府为主，运营商次之，这些客户对可靠性、稳定性要求较高，技术门槛较高，竞争比较平稳，同时这些客户主要是建设单位，对其售价往往要高于向集成商销售的价格，因此公司产品价格较高。2014 年至 2018 年，公司前五大客户销售收入占各期营业收入比例分别为 50.73%、60.09%、58.38%、47.78%及 40.05%。

图 24：前五大客户收入占比情况


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司坚持以直销为主、经销为辅的销售模式。不同于直接面向系统集成商的友商，公司具有应用开发与集成的能力，可以直接面向下游最终客户。公司历史上主要通过经销商开拓市场，随着公司规模扩大和产品系列的拓展，逐渐发展成直销为主、经销为辅的销售模式。对于公司而言，直销模式的优势体现在以下两点：1) 公司前端业绩主要依赖头部客户的大额订单驱动，直销模式减少中间环节，便于公司获取订单，同时提高利润率；2) 公司在产业链中既是基础架构提供商，也是应用开发商，对于开放的相关产品，通过直销给客户，能够大大提升效率。随着公司业务规模扩大、市场竞争优势巩固、产品市场地位逐步确立，公司逐步增加了与系统集成商、建设单位的直接合作。

图 25：直销与经销业务收入占比情况

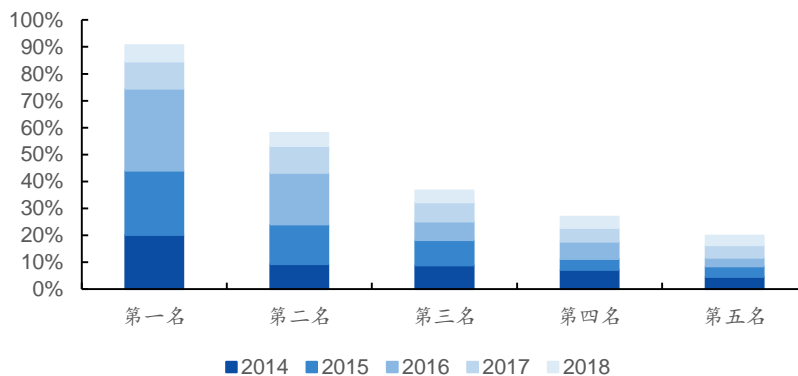


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司供应链成熟且稳定，有助于控制采购成本。根据公司招股说明书，公司主营业务成本中，直接材料成本占比约 80%，对公司毛利率存在较大影响，因此建立稳定且安全的供应链对于公司控制成本具有较为重要的意义。根据公司 2018 年年报，第一大供应商采购金额占比为 6.10%，前五大供应商的采购占比 22.97%，供应商的分散度较高。

公司由于历史原因，与中兴通讯的采购平台公司中兴康讯保持良好的长期合作关系。中兴康讯每年采购和销售量较大，在市场上具备较强的议价能力，公司向中兴康讯采购电子产品等原材料，能够获得相对市场价格具有一定竞争力的采购价格，一定程度上降低了公司原材料采购成本。2014 年至 2016 年公司从中兴通讯及其关联公司采购占比分别为 20.17%、23.85%、30.40%。

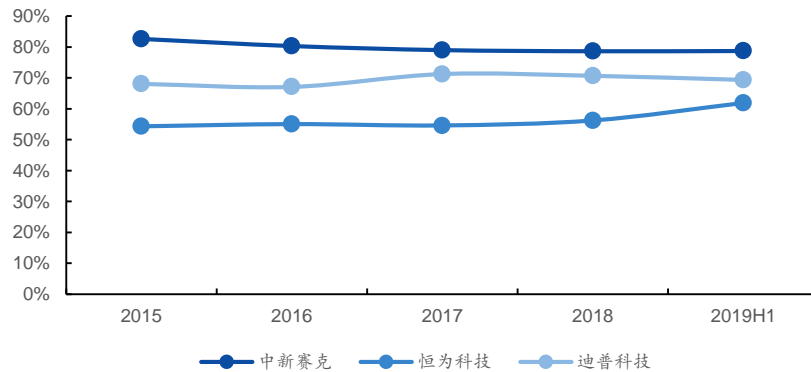
图 26：前五大供应商采购金额占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

综合以上原因，公司毛利率行业领先，近年来一直保持在 80%左右，我们可以总结为：1) 公司主营业务为相对高端的网络可视化基础架构产品，面对的客户主要是政府和运营商等，订单相对集中，这类客户对价格的敏感程度相对较弱，公司的技术和资质优势得以很好的体现；2) 公司的直销为主的销售模式减少中间环节，提高效率，提升了利润率；3) 公司经过长期发展和积累，建设了成熟且稳定的供应链，有助于公司控制原材料采购成本。

图 27：网络可视化主要公司毛利率对比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.2 主动优化产品结构，提升核心竞争力

近年来，随着网络扩容需求的不断释放，运营商对于骨干网的建设加快，目前 100G 的骨干网已经成为标配，并逐渐向 400G 升级。2018 年，公司宽带网中高容量的板卡和机框产量增长较多，替代了较多低容量的产品；销售量较大但单价较低的盒式产品和加速卡预计未来市场需求下降，故公司大幅降低产量，因此总体来看，宽带网产品销量有所下降。同时，4G 移动网产品市场渗透率提高，且竞争有所加剧，预计未来需求下降，故公司减少了移动网产品的产量，为 5G 做好准备。与此同时，由于公司前期业务确认收入，公司的销量实现增长。公司对产品结构调整，适应行业变化，满足市场需求，为公司未来业务的持续发展提供了坚实保障。

表 6：2017 年和 2018 年公司产品产销量情况

| 产品类型 | 产品型号 | 产量 | | | 销量 | | |
|-------|-----------|--------|--------|------|--------|--------|------|
| | | 2018 年 | 2017 年 | YoY | 2018 年 | 2017 年 | YoY |
| 宽带网产品 | 机架式单板 (块) | 1,725 | 2,183 | -21% | 1,364 | 800 | 71% |
| | 机架式机框 (台) | 257 | 479 | -46% | 327 | 152 | 115% |
| | 盒式 (台) | 48 | 89 | -46% | 75 | 36 | 108% |
| | 加速卡 (块) | 1,257 | 2,374 | -47% | 2,098 | 1,160 | 81% |
| 移动网产品 | 固定式 (台) | 924 | 1,532 | -40% | 972 | 784 | 24% |
| | 移动式 (台) | 219 | 235 | -7% | 217 | 189 | 15% |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2017 年底，公司全资子公司赛克科技中标中国电信侧配套工程项目，中标内容为 A 类设备第一包 (约为 A 类设备总额的 40%)，中标预估金额约为 4.96 亿元。截至 2019 年 6 月，该项目累计确认收入 1.43 亿元，占总项目金额的 28.75%。

此外，公司在政府端也持续中标项目，项目金额小则数十万，大至上千万。截至 2018 年 6 月，我国共用 34 个省级行政区，334 个地级行政区，2851 个县级行政区，各级公安及政府部门对于网络信息化前端设备及解决方案的整体需求较大，按照公司对自己 10% 占有率的估计，公司在前端市场有巨大的空间。

表 7：公司部分中标结果

| 时间 | 招标单位 | 招标内容 | 中标金额 |
|-------------|--------------|---|-----------|
| 2016 年 12 月 | 淄博市公安局周村分局 | 社会数据采集项目 | 1050 万元 |
| 2017 年 11 月 | 诸城市公安局 | 全市 36 处城际热点系统采集设备进行 4G 更新，并新建 4 处一级重点城际热点系统 4G 采集点 | 599.6 万元 |
| 2017 年 11 月 | 南昌铁路公安局 | 公安专用设备 | 235 万元 |
| 2017 年 12 月 | 安丘市公安局 | 4G 城际热点项目 | 450 万元 |
| 2018 年 4 月 | 晋州市公安局 | 动态管控系统采购项目 | 35 万元 |
| 2018 年 6 月 | 康保县公安局 | 康保县移动终端特征采集系统 | 89.4 万元 |
| 2018 年 11 月 | 南昌铁路公安局厦门公安处 | 公安专用设备 | 156.9 万元 |
| 2018 年 12 月 | 青州市公安局 | 城际热点系统信息采集设备 | 299.9 万元 |
| 2019 年 2 月 | 福鼎市公安局 | 警用数据分析平台涉密项目 | 108 万元 |
| 2019 年 4 月 | 江苏省通信管理局 | 关于服务器、网络设备、专用采集设备的供货、运输、使用培训、配合集成商完成安装调试、售后服务等内容的采购 | 69.81 万元 |
| 2019 年 5 月 | 黄冈市公安局 | 技侦专用装备器材采购项目（纯主动式专用设备） | 128.31 万元 |
| 2019 年 6 月 | 天津市公安局 | 多维侦控系统项目_第 1 包 | 322.57 万元 |
| 2019 年 7 月 | 江西省公安厅 | 4GZK 应用模型系统 DLNH 模块软件 | 83.2 万元 |
| 2019 年 7 月 | 江西省公安厅 | 4GZK 应用模型系统 BSFX 模块软件 | 83.5 万元 |
| 2019 年 12 月 | 中国信息通信研究院 | 数据安全交换软件与跨网数据统一安全交换管理平台（共同中标） | 179 万元 |
| 2019 年 12 月 | 江苏省通信管理局 | 江苏省通信管理局某平台项目（网络设备） | 1280 万元 |

资料来源：各招投标网站，国元证券研究中心

4. 后端业务大有可为，订单充足快速发展

根据观研天下的《2019 中国网络可视化市场分析报告》，网络可视化市场规模保持高速发展，预计前端和后端市场占比约为 2: 8，后端市场的潜在规模巨大。随着 5G 发展进入商用阶段，公司网络可视化基础架构产品将迎来新的发展机遇，而与之协同的网络内容安全产品和大数据运营产品将同样受益于市场环境的良好发展，形成整体解决方案，继续开拓细分市场，为后端业务打开成长空间。

4.1 网络内容安全产品：拓展国内业务，快速增长实现盈利

网络安全上升为国家战略，政府密集出台法律法规与监管要求。2014 年开始，国家开始高度重视网络安全工作，密集出台多项法律法规与监管要求：成立中央网络安全和信息化领导小组（后改名为中央网络安全和信息化委员会），中共十八届四中全会明确提出加强互联网领域立法，政府工作报告首次出现“维护网络安全”表述，相关管理办法和指导意见先后出台，2016 年通过的《网络安全法》对网络运行安全、网络信息安全等方面从法律角度予以约束和规范，并于 2017 年 6 月正式实施。一系列重要文件的出台从顶层层面确立了网络安全在国家信息化战略中的重要地位，国内网络安全市场迎来高速增长时代。

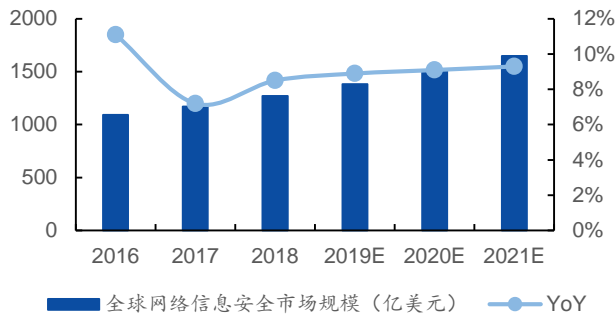
表 8：近年来网络可视化和信息安全领域涉及的主要法律法规及政策

| 时间 | 文件名称 | 发文单位 | 主要相关内容 |
|---------|------------------------------|------------|--|
| 2013.08 | 《“宽带中国”战略及实施方案》 | 国务院 | 到 2015 年，初步建成下一代国家信息基础设施，网络与信息安全保障能力明显增强。到 2020 年，形成较为健全的网络与信息安全保障体系 |
| 2014.08 | 《关于加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》 | 工信部 | 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 |
| 2016.11 | 《中华人民共和国网络安全法》 | 全国人大 | 对网络运行安全、网络信息安全等方面从法律角度予以约束和规范 |
| 2016.11 | 《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》 | 国务院 | 加强数据安全、隐私保护等关键技术攻关，形成安全可靠的大数据技术体系；建立完善网络安全审查制度；国产化替代（去 IOE）：采用安全可信产品和服务等 |
| 2016.12 | 《国家网络空间安全战略》 | 国家互联网信息办公室 | 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信息安全防护投入等 |
| 2017.01 | 《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020 年）》 | 工信部 | 从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等各等方面进行了详细规划和说明 |
| 2017.05 | 《网络产品和服务安全审查办法（试行）》 | 国家网信办 | 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 |
| 2018.06 | 《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》 | 公安部 | 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 |
| 2019.05 | 《数据安全管理办法（征求意见稿）》 | 国家网信办 | 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 |
| 2019.09 | 《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》 | 工信部 | 到 2025 年，培养形成一批年营收超过 20 亿元的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过 2000 亿元 |

资料来源：互联网，公司公告，国元证券研究中心

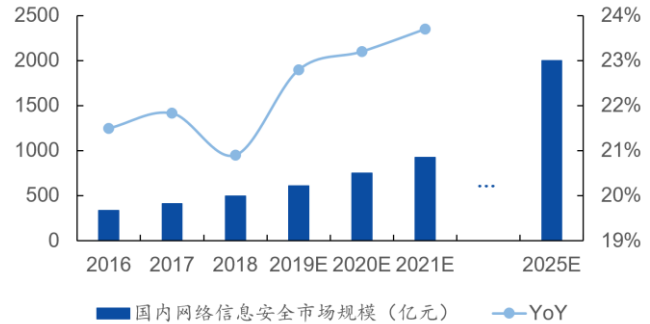
我国网络信息安全市场增速全球领先，工信部制定发展目标，2025 年产业规模超 2000 亿元。根据赛迪顾问的数据，2018 年中国网络信息安全市场规模达到 495.2 亿元，同比增长 20.9%，远超全球增速。预计到 2021 年将达到 926.8 亿元，2018-2021 年 CAGR 达 23.24%。根据 2019 年 9 月 27 日国家工信部发布的《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》，到 2025 年，要培养形成一批年营收超过 20 亿元的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过 2000 亿元。

图 28：全球网络信息安全市场规模与增长情况



资料来源：赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》，国元证券研究中心

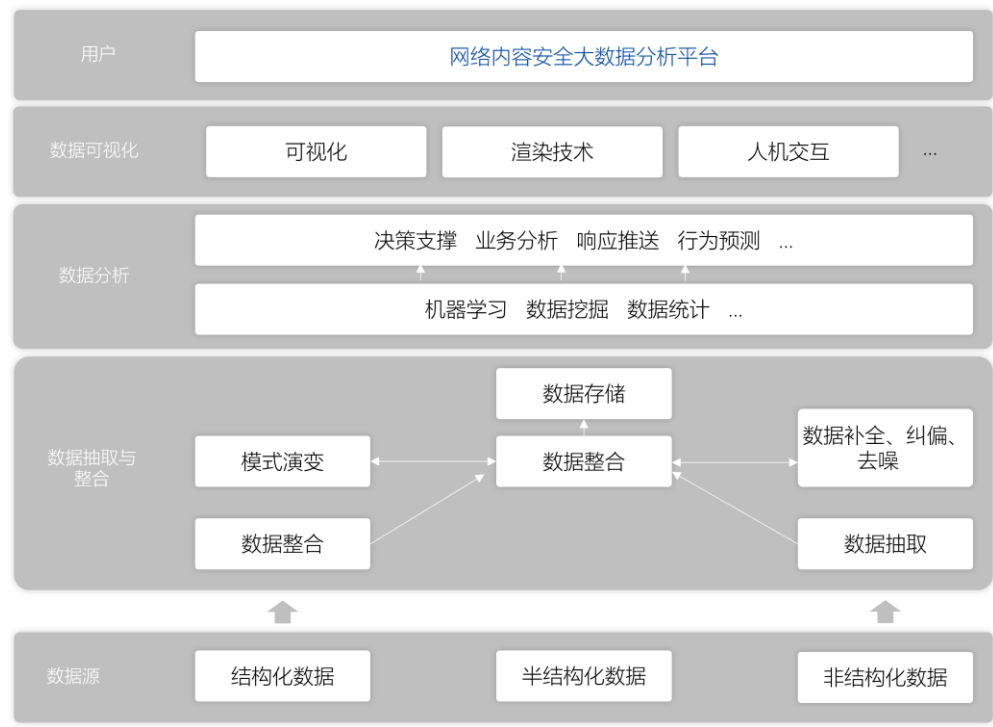
图 29：国内网络信息安全市场规模与增长情况



资料来源：工信部，赛迪顾问，国元证券研究中心

公司的网络内容安全产品为软件产品，采用协议识别和内容深度智能分析等技术，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，达到净化网络环境、规范网络行为和维护网络内容安全的目的。

图 30：公司网络内容安全大数据分析平台



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

网络安全内容产品由海外拓展至国内业务。业务公司网络内容安全产品早期销往海外，近年来在国内拓展了电信诈骗防范系统等应用，主要面向海内外政府机构及系统集成商。在国际市场，公司定位为性价比最优的网络内容安全厂商；在国内市场，公司融合电信技术和互联网技术，为细分行业提供宽带网产品和网络内容安全产品于一体的综合解决方案。

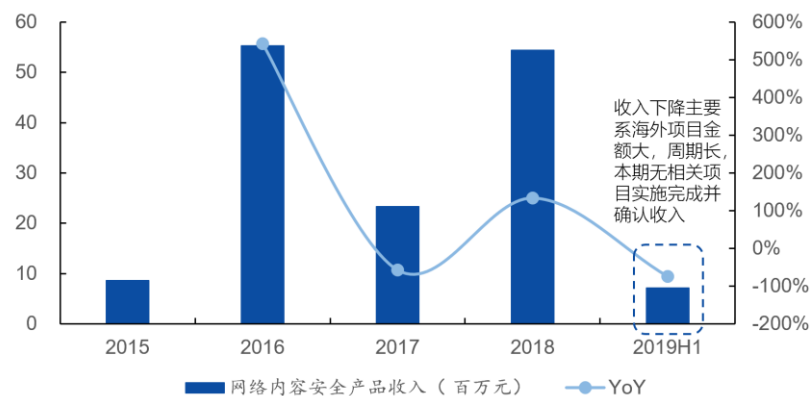
表 9：公司网络内容安全产品特征分析

| 类别 | 特征 | 说明 |
|------|---------|--|
| 地域 | 海外+国内 | 早期主要销往海外，近年来在国内也拓展出电信诈骗防范系统等应用，主要用于分析、识别电信诈骗活动等业务 |
| 客户 | 政府、集成商 | 客户主要是海内外政府机构及系统集成商 |
| 销售 | 直销模式 | 公司目前主要采用直销模式，深入挖掘各海内外重点区域的需求，从而提供解决方案 |
| 项目周期 | 周期长、金额大 | 公司主要聚焦于非洲、东南亚等发展中国家市场，这些市场尚处于起步期，项目一般经历需求获取、需求交流和固化、预算申报、测试、招投标、工程执行等环节，一般来说实施周期较长，单个项目金额也较大 |
| 研发 | 自主研发 | 根据客户系统级的需求进行整体产品研发和部分定制开发。2018 年度，公司对网络内容安全产品升级优化项目研发累计投入 1654.15 万元，项目新获取计算机软件著作权 10 项 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2018 年，公司网络内容安全产品实现收入 5436.04 万元，同比增长 133.20%，实现效益达 1385.98 万元。

图 31：网络安全产品收入及增长情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

根据公司《关于深圳证券交易所 2018 年年报问询函的回复公告》，公司已获得十余个国家级系统建设项目订单，并已布局 12 个省份的电信诈骗防范系统业务。截至 2019 年 6 月，公司在亚洲和非洲部分国家及国内相关省市的多个客户已签订在执行的网络内容安全产品订单余额为 1.73 亿元。由于软件系统产品尤其是海外的软件系统项目实施的周期较长，新增订单尚未验收实现销售收入，预计未来将持续产生效益。

4.2 大数据运营产品：在手订单充沛，实现多地区部署

公司大数据运营产品主要为软件产品，主要包括大数据基础软件系统产品和行业大数据分析软件系统产品，前者可以实现海量数据的存储、计算和检索等功能，后者则基于前者结合不同行业需求与应用场景，提供数据存储、分析和挖掘等应用。

表 10：公司大数据运营产品功能

| 类别 | 功能 | 说明 |
|-----------|----------------------------|--|
| 大数据基础软件系统 | 提供大数据核心引擎，实现数据的存储、计算、检索等功能 | 根据客户需求可运行于 x86、ARM、RISC 等系列通用服务器和存储设备中，服务于有集成大数据引擎需求的客户 |
| 行业大数据分析系统 | 提供不同行业的数据的存储、分析、挖掘等应用 | 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、分析及挖掘等应用，使得大数据所有者能基于数据进行分析、呈现、决策 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

积极研发创新，产品与解决方案在海内外市场实现广泛应用。公司的行业大数据分析产品在政府领域得到了较高的认可，同时在其之上公司开发了多个行业专题应用，增强了产品竞争力，并取得了规模化的市场应用。公司根据应用场景形成解决方案：针对海外运营商存在的结算问题，开发了运营商通信流量监管系统，已在海外实现落地；针对公安行业，开发了综合信息采集分析系统，在全国已实现数十个项目的商用。公司还研发了 OceanSource 数据治理平台等产品，用户无需编写繁琐的代码，只用简单地拖曳，就能创建数据模型制作图表，进行多维分析，并进行便捷分享，此类产品极大降低了可视化门槛，满足了更多客户需求，有利公司拓展新的市场。

图 32：OceanSource 数据治理方案



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司大数据基础软件系统产品定位为各类中小企业提供大数据引擎需求，作为基础的大数据平台系统助力整体系统的搭建；行业大数据分析系统产品定位为细分行业市场整体解决方案提供者。截止 2018 年底，公司大数据运营产品已在 2 个省级平台完成态势感知系统的部署，市场覆盖率为 5.88%；在 61 个区县级平台完成部署，以全国 2851 个县级行政区域计算，市场占有率为 2.14%。

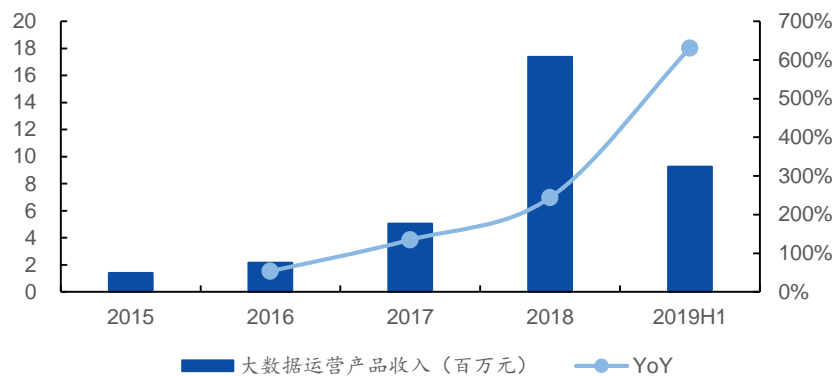
表 11：公司大数据运营产品特征分析

| 类别 | 特征 | 说明 |
|------|---------|--|
| 地域 | 海外+国内 | 海外：公司开发了运营商行业大数据分析系统，已与海外运营商签署订单，项目正在执行中，公司将继续在不同国家拓展该类系统。国内：截止 2018 年底，公司大数据运营产品已在 2 个省级平台完成态势感知系统的部署，在 61 个区县级平台完成部署 |
| 客户 | 政府、集成商 | 主要客户为省、地市、区县等各级政府部门和中小集成商 |
| 销售 | 直销模式 | 选取部分区域为重点市场，采取直销模式，根据客户需要对产品提供安装、调试、培训和技术支持等服务 |
| 项目周期 | 周期长，金额大 | 项目建设金额较大，一般会经历需求调研、预算申请、测试、招投标、项目执行等阶段，项目周期较长 |
| 研发 | 自主研发 | 公司自主研发，以市场需求导向为产品设计理念，高效结合市场需求和技术，将大数据分析技术积累转化为系统产品。2018 年，升级优化项目研发累计投入 3505.47 万元，项目新增申请专利 9 项，新获取计算机软件著作权 3 项 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2018 年，公司大数据运营产品实现收入 1737.03 万元，仅占总收入 2.5%，但增长迅速，同比增长 243.93%，2015 年至 2018 年 CAGR 高达 131.34%。

图 33：公司大数据运营产品收入及增长情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

根据公司《关于深圳证券交易所 2018 年年报问询函的回复公告》，截至 2019 年 6 月 25 日，公司在非洲部分国家及国内相关省市的多个客户已签订在执行的大数据运营产品订单余额为 1.03 亿元。公司在海外市场耕耘多年，对海外市场特点比较了解，积累了相应的市场拓展力量，有望持续获取订单。

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内网络可视化龙头厂商，收入主要由五大产品构成：前端的宽带网产品和移动网产品、后端的网络内容安全产品和大数据运营产品、其他。

- 1. 前端：**宽带网产品方面，2017-2018 年营收增速分别为 48.80%、49.35%，随着网络扩容与 5G 商用的推进，该产品有望维持较快增长，我们预测 2019-2021 年增速分别为 36.16%、35.23%、32.11%，毛利率维持在 83-84% 的水平。移动网产品方面，2017-2018 年营收增速分别为 83.69%、15.88%，随着 5G 商用的推进，移动网产品在 4G 时代渗透率较高、单价较低的局面将会有所改变，我们预测 2019-2021 年增速分别为 15.02%、30.89%、27.91%，毛利率维持在 71-72% 的水平。
- 2. 后端：**网络内容安全方面，2017-2018 年营收增速分别为 -57.83%、133.20%，我们预测 2019-2021 年增速分别为 57.02%、42.78%、32.54%。大数据运营方面：2017-2018 年营收增速分别为 134.50%、243.93%，与前端产品的协同效应凸显，随着网络流量的爆发增长，大数据运营的需求有望持续释放，我们预测 2019-2021 年增速分别为 57.29%、63.87%、61.23%，毛利率维持在 79-80% 的水平。
- 3. 其他：**2017-2018 年，其他业务营收增速分别为 111.86%、-18.55%，2019 年上半年占营业收入的比重为 6.84%，我们预测 2019-2021 年该业务营业收入维持稳健增长，毛利率维持在 4-5% 的水平。

表 12：公司收入拆分（单位：百万元）

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 宽带网 | | | | | |
| 收入 | 255.24 | 381.22 | 519.07 | 701.94 | 927.33 |
| 增长率 | 48.80% | 49.35% | 36.16% | 35.23% | 32.11% |
| 毛利率 | 86.46% | 83.57% | 83.52% | 83.39% | 83.21% |
| 移动网 | | | | | |
| 收入 | 185.25 | 214.68 | 246.92 | 323.20 | 413.41 |
| 增长率 | 83.69% | 15.88% | 15.02% | 30.89% | 27.91% |
| 毛利率 | 79.41% | 71.79% | 71.78% | 71.53% | 71.35% |
| 网络内容安全 | | | | | |
| 收入 | 23.31 | 54.36 | 85.36 | 121.87 | 161.53 |
| 增长率 | -57.83% | 133.20% | 57.02% | 42.78% | 32.54% |
| 毛利率 | 86.59% | 90.44% | 88.75% | 87.46% | 86.47% |
| 大数据运营 | | | | | |
| 收入 | 5.05 | 17.37 | 27.32 | 44.77 | 72.18 |
| 增长率 | 134.50% | 243.93% | 57.29% | 63.87% | 61.23% |
| 毛利率 | 82.50% | 79.58% | 79.61% | 79.65% | 79.71% |
| 其他 | | | | | |
| 收入 | 28.95 | 23.58 | 25.84 | 27.19 | 28.42 |
| 增长率 | 111.86% | -18.55% | 9.57% | 5.22% | 4.56% |
| 毛利率 | 4.36% | 34.11% | 5.11% | 4.12% | 4.13% |
| 合计 | | | | | |
| 收入 | 497.80 | 691.21 | 904.51 | 1218.97 | 1602.87 |
| 增长率 | 44.93% | 38.85% | 30.86% | 34.77% | 31.49% |
| 毛利率 | 79.03% | 78.67% | 78.45% | 78.75% | 78.92% |

资料来源：Wind，国元证券研究中心

可比公司估值：

在国内上市公司中，恒为科技、迪普科技与美亚柏科等与公司所从事的行业相同或相近，因此我们选择这三家公司为可比公司。从几家公司的估值情况来看，公司 2020-2021 年的 PE 水平比三家公司的平均水平略高。伴随着 5G 商用建设所带来的设备需求，以及网络持续扩容，公司作为网络可视化龙头有望持续收益，收入和利润增速有望持续稳健增长，估值水平有望维持。

表 13: 可比公司估值情况

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|--------|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 603496.SH | 恒为科技 | 24.12 | 48.82 | 0.52 | 0.33 | 0.77 | 1.07 | 46.42 | 72.50 | 31.29 | 22.48 |
| 300768.SZ | 迪普科技 | 40.18 | 160.72 | 0.50 | 0.63 | 0.76 | 0.93 | 80.36 | 63.78 | 53.13 | 43.18 |
| 300188.SZ | 美亚柏科 | 21.56 | 173.63 | 0.38 | 0.36 | 0.54 | 0.73 | 56.74 | 59.89 | 39.99 | 29.70 |
| | 平均 | - | - | - | - | - | - | 61.17 | 65.39 | 41.47 | 31.79 |
| 300036.SZ | 中新赛克 | 159.00 | 169.68 | 1.92 | 2.77 | 3.67 | 4.84 | 82.87 | 57.40 | 43.32 | 32.86 |

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

注: 可比公司均采用 Wind 一致预期, 收盘价的日期为 2020 年 3 月 9 日

投资建议:

公司作为国内网络可视化龙头, 主要向政府、运营商及企业客户提供网络可视化基础架构、网络内容安全、大数据运营产品及解决方案等。公司前端产品稳健增长, 毛利率行业领先, 后端产品营业收入高增长, 潜在空间巨大。随着网络扩容以及 5G 商用的推进, 网络可视化行业将迎来大发展, 公司有望持续受益。盈利预测方面, 我们小幅调整 2019-2021 年营业收入至: 9.05 亿元、12.19 亿元、16.03 亿元, 归母净利润至: 2.96 亿元、3.92 亿元、5.16 亿元, EPS 为 2.77、3.67、4.84 元/股, 对应 PE 为 57.40、43.32、32.86 倍。考虑到: 未来三年归母净利润 CAGR 为 36.12% (预测)、上市以来 PE 主要运行在 40-70 倍、目前计算机 (申万) PE TTM 为 71 倍等, 上调公司 2020 年目标 PE 至 50 倍, 对应目标价为 183.50 元, 维持“买入”评级。

6.风险提示

1. 政府、运营商投入不及预期；
2. 行业竞争加剧，产品平均销售单价下降；
3. 网络内容安全和大数据业务需求不足，增长不及预期；
4. 5G 推进不及预期。

***国元持仓披露**：国元持仓不超过 1%，无需披露。

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 1434.98 | 1840.54 | 2251.75 | 2783.20 | 3433.22 |
| 现金 | 1020.40 | 1070.59 | 1299.16 | 1559.12 | 1886.77 |
| 应收账款 | 149.66 | 343.97 | 421.52 | 564.55 | 729.87 |
| 其他应收款 | 7.01 | 9.54 | 13.97 | 18.63 | 24.23 |
| 预付账款 | 3.00 | 7.01 | 9.38 | 12.75 | 17.00 |
| 存货 | 227.51 | 227.86 | 288.89 | 354.63 | 435.50 |
| 其他流动资产 | 27.40 | 181.58 | 218.83 | 273.53 | 339.87 |
| 非流动资产 | 203.76 | 293.58 | 299.83 | 318.95 | 339.57 |
| 长期投资 | 3.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 54.61 | 70.91 | 74.80 | 79.59 | 83.92 |
| 无形资产 | 27.98 | 28.80 | 29.68 | 31.58 | 34.47 |
| 其他非流动资产 | 117.73 | 193.87 | 195.34 | 207.77 | 221.17 |
| 资产总计 | 1638.74 | 2134.12 | 2551.58 | 3102.15 | 3772.79 |
| 流动负债 | 488.89 | 824.81 | 1017.62 | 1245.83 | 1468.89 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 109.67 | 76.64 | 105.45 | 137.62 | 176.21 |
| 其他流动负债 | 379.22 | 748.18 | 912.18 | 1108.22 | 1292.68 |
| 非流动负债 | 10.70 | 15.43 | 13.85 | 13.87 | 14.41 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 10.70 | 15.43 | 13.85 | 13.87 | 14.41 |
| 负债合计 | 499.59 | 840.25 | 1031.48 | 1259.70 | 1483.30 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 66.70 | 106.72 | 106.72 | 106.72 | 106.72 |
| 资本公积 | 578.53 | 538.51 | 538.51 | 538.51 | 538.51 |
| 留存收益 | 493.91 | 648.64 | 874.87 | 1197.21 | 1644.26 |
| 归属母公司股东权益 | 1139.15 | 1293.87 | 1520.10 | 1842.45 | 2289.49 |
| 负债和股东权益 | 1638.74 | 2134.12 | 2551.58 | 3102.15 | 3772.79 |

现金流量表

| 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营活动现金流 | 210.36 | 226.14 | 290.53 | 332.48 | 398.46 |
| 净利润 | 132.33 | 204.75 | 295.59 | 391.71 | 516.42 |
| 折旧摊销 | 8.90 | 12.38 | 12.64 | 14.86 | 17.45 |
| 财务费用 | -0.72 | -26.05 | -23.70 | -28.58 | -34.46 |
| 投资损失 | -0.14 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 68.63 | 41.54 | -2.85 | -67.72 | -127.85 |
| 其他经营现金流 | 1.37 | -6.63 | 8.85 | 22.21 | 26.90 |
| 投资活动现金流 | -28.52 | -111.03 | -16.30 | -31.73 | -35.90 |
| 资本支出 | 28.52 | 53.62 | 24.19 | 27.86 | 31.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 58.01 | -10.72 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金流 | 0.00 | 0.60 | -2.83 | -3.87 | -4.90 |
| 筹资活动现金流 | 422.72 | -50.03 | -45.67 | -40.79 | -34.91 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 16.70 | 40.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 446.02 | -40.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -40.00 | -50.03 | -45.67 | -40.79 | -34.91 |
| 现金净增加额 | 600.26 | 68.51 | 228.57 | 259.96 | 327.65 |

利润表

| 单位:百万元 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 497.81 | 691.21 | 904.51 | 1218.97 | 1602.87 |
| 营业成本 | 104.40 | 147.46 | 194.91 | 259.07 | 337.89 |
| 营业税金及附加 | 10.16 | 18.16 | 18.54 | 24.14 | 31.10 |
| 营业费用 | 120.48 | 162.59 | 176.54 | 233.80 | 300.70 |
| 管理费用 | 47.37 | 55.70 | 65.58 | 88.01 | 114.93 |
| 研发费用 | 118.79 | 167.09 | 208.86 | 258.99 | 318.56 |
| 财务费用 | -0.72 | -26.05 | -23.70 | -28.58 | -34.46 |
| 资产减值损失 | 3.17 | 27.98 | 25.55 | 26.58 | 28.06 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.14 | -0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 141.41 | 220.72 | 310.14 | 419.59 | 559.92 |
| 营业外收入 | 3.48 | 2.94 | 3.01 | 2.88 | 2.87 |
| 营业外支出 | 0.19 | 0.34 | 2.35 | 0.32 | 0.31 |
| 利润总额 | 144.70 | 223.32 | 310.80 | 422.15 | 562.48 |
| 所得税 | 12.37 | 18.56 | 15.20 | 30.44 | 46.07 |
| 净利润 | 132.33 | 204.75 | 295.59 | 391.71 | 516.42 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 132.33 | 204.75 | 295.59 | 391.71 | 516.42 |
| EBITDA | 149.58 | 207.05 | 299.08 | 405.86 | 542.91 |
| EPS (元) | 1.98 | 1.92 | 2.77 | 3.67 | 4.84 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 44.93 | 38.85 | 30.86 | 34.77 | 31.49 |
| 营业利润(%) | 70.50 | 56.09 | 40.51 | 35.29 | 33.44 |
| 归属母公司净利润(%) | 31.59 | 54.73 | 44.36 | 32.52 | 31.83 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 79.03 | 78.67 | 78.45 | 78.75 | 78.92 |
| 净利率(%) | 26.58 | 29.62 | 32.68 | 32.13 | 32.22 |
| ROE(%) | 11.62 | 15.82 | 19.45 | 21.26 | 22.56 |
| ROIC(%) | 137.83 | 130.72 | 193.56 | 180.58 | 151.37 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 30.49 | 39.37 | 40.43 | 40.61 | 39.32 |
| 净负债比率(%) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动比率 | 2.94 | 2.23 | 2.21 | 2.23 | 2.34 |
| 速动比率 | 2.45 | 1.94 | 1.92 | 1.94 | 2.03 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.40 | 0.37 | 0.39 | 0.43 | 0.47 |
| 应收账款周转率 | 2.89 | 2.42 | 2.07 | 2.16 | 2.17 |
| 应付账款周转率 | 1.16 | 1.58 | 2.14 | 2.13 | 2.15 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.24 | 1.92 | 2.77 | 3.67 | 4.84 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.97 | 2.12 | 2.72 | 3.12 | 3.73 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 10.67 | 12.12 | 14.24 | 17.26 | 21.45 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 128.23 | 82.87 | 57.40 | 43.32 | 32.86 |
| P/B | 14.90 | 13.11 | 11.16 | 9.21 | 7.41 |
| EV/EBITDA | 106.17 | 76.70 | 53.10 | 39.13 | 29.25 |

投资评级说明

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

| 合肥 | 上海 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：(0551) 62207952 | 传真：(021) 68869125 |
| | 电话：(021) 51097188 |