

中信证券研究部



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



刘雯蜀
计算机分析师
S1010518020001



顾海波
首席通信分析师
S1010517100003



联系人：潘儒琛

核心观点

随着 5G 商用的逐步落地，行业需求有望进一步增长。公司凭借产品技术优势有望持续保持行业领先地位，并战略布局工业互联网安全领域，工业互联网安全业务值得期待。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.54/3.40/4.51 元，对应 PE 46/34/26x。首次覆盖，给予“增持”评级。

网络可视化领军企业，业绩保持快速增长。公司前身是中兴通讯子公司中兴特种设备有限公司，自成立以来主营业务聚焦于网络数据可视化相关行业，经过十多年的发展，目前成为网络数据可视化市场领先企业，业务包括网络可视化前端的基础架构产品和后端的内容安全及大数据分析，覆盖网络可视化全产业链。公司营收和净利润近两年增速有明显加快的趋势，2018 年实现营收 6.91 亿元，同比增速达到 38.76%，实现净利润 2.05 亿元，同比增速达到 54.91%。

政策助推叠加 5G 需求上升，行业迎来快速发展机遇。网络可视化产品下游主要应用领域为信息安全行业，2013 年网络安全上升为国家战略，政府出台了一系列政策推动我国信息安全行业的发展。与此同时，移动数据流量爆发式增长、固网扩容和宽带网升级以及 5G 的发展，对网络可视化从基础架构到管理和应用都提出了更高的要求，推动了网络可视化从基础架构产品升级换代的需求。根据 CCID 统计，2018 年我国网络可视化市场规模为 199.89 亿元，2016-2018 年年复合增长率达到 20.75%。

注重研发和渠道建设，战略布局工业互联网安全领域。公司非常重视新技术的研究和新产品的开发，核心技术人员均出自中兴通讯，拥有丰富的工作经验，2018 年公司研发投入为 1.67 亿元，同比增长 40.34%，研发投入占营业收入比重达到 24.17%。公司采用以直销为主、经销为辅的销售模式，最终客户主要为政府和运营商，通过将附加值较高的核心产品直接销售给高端客户，公司毛利率一直稳定在 80%左右，高于行业其他同类公司。2018 年公司成立了工业互联网安全产品团队，战略进入工业互联网安全领域，目前产品在相关省级政府部门及工业企业实现了初步应用，未来发展值得期待。

风险因素：行业竞争加剧，政府、运营商需求不及预期，5G 等新产品研发进度不及预期。

投资建议：受益于网络扩容，以及未来 5G 的商用将带来的流量的爆发性增长，网络安全得到进一步重视，网络可视化行业需求有望持续上升。公司凭借产品技术优势有望持续保持行业领先地位，并积极布局新兴领域，工业互联网安全业务值得期待。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.54/3.40/4.51 元，对应 PE 46/34/26x。首次覆盖，给予“增持”评级。

中新赛克	002912
评级	增持（首次）
当前价	116.86 元
总股本	107 百万股
流通股本	52 百万股
52 周最高/最低价	123.91/73.6 元
近 1 月绝对涨幅	11.36%
近 6 月绝对涨幅	39.77%
近 12 月绝对涨幅	47.58%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	497.81	691.21	966.72	1,324.09	1,786.29
营业收入增长率	45%	39%	40%	37%	35%
净利润(百万元)	132.33	204.75	270.92	362.60	481.51
净利润增长率	32%	55%	32%	34%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.57	1.92	2.54	3.40	4.51
毛利率%	79%	79%	78%	79%	79%
净资产收益率 ROE%	11.62%	15.82%	18.12%	20.57%	22.74%
每股净资产(元)	10.67	12.12	14.01	16.52	19.84
PE	45	61	46	34	26
PB	11	10	8	7	6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 16 日收盘价

目录

网络可视化领军企业，业绩保持快速增长.....	1
网络数据可视化龙头企业，业务覆盖全产业链.....	1
营业收入增势明显，盈利能力大幅上升	4
政策助推叠加 5G 需求上升，行业迎来快速发展机遇	5
政策持续出台，为行业营造良好发展环境.....	6
5G 流量爆发增长+宽带基础设施升级，网络可视化市场规模持续扩大.....	8
注重研发和渠道建设，战略布局工业互联网安全领域	11
注重创新与研发投入，核心技术优势铸就高壁垒.....	11
采用以直销为主的销售模式，海外市场拓展成效显著.....	14
战略布局工业互联网安全领域，发展前景值得期待	15
风险因素	19
盈利预测与投资建议	19
经营模型.....	19
盈利预测.....	20
估值及评级	20

插图目录

图 1：中新赛克历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构.....	1
图 3：公司整体产品地图.....	2
图 4：2014-2018 年公司营业收入及增速.....	4
图 5：2014-2018 年归母净利润及增速.....	4
图 6：2014-2018 年公司毛利率和净利率变化情况.....	5
图 7：2014-2018 年公司费用率变化情况.....	5
图 8：2014-2018 年公司营收分产品情况.....	5
图 9：2017-2018 年公司营收分地区情况.....	5
图 10：网络可视化产业链.....	6
图 11：我国信息化程度已经处于较高水平.....	7
图 12：部分行业数字化水平.....	7
图 13：2016-2021 年全球网络信息安全市场规模及预测.....	8
图 14：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模及预测.....	8
图 15：2008-2018 年中国网民规模和互联网普及率.....	8
图 16：2008-2018 年中国手机网民规模及其占网民比例.....	8
图 17：2013-2018 年移动互联网流量及月 DOU 增长情况.....	9
图 18：2018/06-2019/06 移动互联网接入当月流量及月 DOU 情况.....	9
图 19：2013-2018 年中国互联网宽带接入用户数及增速.....	10
图 20：2016-2018 年固定互联网宽带各接入速率用户占比情况.....	10
图 21：2011-2018 年国际出口带宽数及增长率.....	10
图 22：2018 年主要网络国际出口带宽数（Mbps）.....	10
图 23：2014-2018 年我国网络可视化市场规模与同比增速.....	11
图 24：公司技术及研发体系.....	12
图 25：中新赛克在网络可视化基础架构产品的先发布局.....	12
图 26：2014-2018 年公司研发投入及增速.....	13
图 27：2014-2018 年行业同类公司研发投入占营收比重情况.....	13
图 28：2016-2018 年公司研发人员数量及比重.....	13
图 29：2014-2016 年公司直销和经销占营收比重.....	14
图 30：2014-2016 年公司直销模式中各客户类型比重.....	14
图 31：2014-2018 年公司前五大客户销售额及占比.....	15
图 32：2014-2018 年行业同类公司毛利率情况.....	15
图 33：中新赛克在海外市场的布局.....	15
图 34：2017-2024 年中国工业互联网行业市场规模统计情况及预测.....	16
图 35：2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模与增长.....	17
图 36：公司工业互联网安全监测与态势感知平台.....	18

表格目录

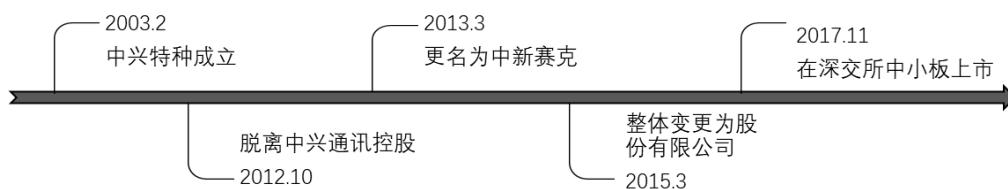
表 1：宽带互联网数据汇聚分发管理产品	2
表 2：移动接入网数据采集分析产品	3
表 3：网络内容安全产品	3
表 4：大数据运营产品	4
表 5：网络可视化系统	6
表 6：网络可视化与网络安全相关的法规法规与产业政策	7
表 7：公司 IPO 募集资金用途	13
表 8：工业互联网安全产品	17
表 9：中新赛克经营模型（单位：百万元）	19
表 10：中新赛克盈利预测	20
表 11：可比公司估值情况	20

■ 网络可视化领军企业，业绩保持快速增长

网络数据可视化龙头企业，业务覆盖全产业链

中新赛克自成立以来一直专注于网络可视化、网络内容安全与大数据运营产品与服务，是网络数据可视化市场领先企业。公司前身深圳市中兴特种设备有限公司成立于 2003 年 2 月，是中兴通讯控股的子公司。2012 年，中兴通讯将中兴特种的股权转让。2017 年 11 月，公司在深圳证券交易所中小企业板上市。公司自成立以来主营业务聚焦于网络数据可视化相关行业，公司的销售和服务网络覆盖全国和部分海外国家和地区，并且不断在拓展新的区域。

图 1：中新赛克历史沿革



资料来源：公司公告，中信证券研究部

深创投集团为公司的第一大股东，上市起十年内不主动放弃对发行人的控股权。根据公司最新的数据显示，公司第一大股东为深创投集团，直接控制公司 26.66% 的股本，且自上市起十年内不主动放弃对发行人的控股权。公司董事凌东胜为公司第二大股东，持有公司 6.41% 的股份。在参控股方面，公司拥有六家全资子公司，其中子公司赛克科技业绩发展良好，2018 年的营收达到了 10.31 亿元，净利润实现 4.96 亿元。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司业务包括网络可视化前端的基础架构产品和后端的内容安全及大数据分析，覆盖网络可视化全产业链。公司主营业务为网络可视化基础架构、网络内容安全等产品的研发、生产和销售，以及相关产品的安装、调试和培训等技术服务。整体而言，公司网络可视化基础架构产品技术优势和行业先发优势明显，市场占有率处于领先地位；网络内容安全、大数据运营等业务市场潜力大，拓展成效显著。

图 3：公司整体产品地图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

一、网络可视化基础架构产品

网络可视化基础架构产品可分为宽带网产品及移动网产品，分别对固网和移动接入网进行原始数据获取、分层解析、按需筛选、快速移交等。

（1）宽带网产品

宽带网产品又称网络分流器、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。目前按端口类型有 GE、10G、40G、100G 等产品。根据产品形态和功能不同，宽带网产品可进一步细分为机架式、盒式和加速卡。

表 1：宽带互联网数据汇聚分发管理产品

例图	用途	功能特点
机架式 	按端口类型有 GE、10G、40G、100G 等产品，可同信息安全、网络优化与运维、大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案。	机架式，包括机架式单板和机架式机框，机框有若干槽位，根据实际需求，插入相应类型单板，可不断提升设备容量，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、多级 QoS 等特色功能。

例图	用途	功能特点
盒式 	按端口类型有 GE、10G 等产品，可同信息安全、网络优化与运维、大数据运营等领域应用系统组成整体解决方案。	一体化设备，固定容量和端口，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及 DPI 等功能。
加速卡 	智能网卡，自带 CPU，将报文分类过滤工作下移到网卡硬件中实现，用于应用系统的服务器上，完成网络数据包报文捕获、报文分析、规则匹配等工作，可以过滤掉无用报文，把应用关心的报文提交给主机系统。	目前已有产品按端口类型包括 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。

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

（2）移动网产品

移动网产品通常工作在网络层、传送层，专门用于移动网流量分析领域，是一种进行移动接入网原始数据获取、分层解析、按需筛选、快速移交的产品。目前按照部署位置有移动接入有线网数据采集分析产品和移动空口数据采集分析产品，支持 2G/3G/4G/5G 制式。根据其产品形态和功能不同，移动网产品可进一步细分为集中式、固定式和移动式。

表 2：移动接入网数据采集分析产品

产品	例图	产品	例图	产品
固定式：主要固定部署在室外		机架式：支持车载、拉杆箱和便携等移动部署模式		集中式：集中部署在移动接入有线网位置

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

二、网络内容安全产品

网络内容安全产品采用协议识别和内容深度智能分析等技术，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，产品广泛应用于政府机构、电信运营商、企事业单位等用户。

表 3：网络内容安全产品

版本	功能简介
基础版	包含网络内容安全管理子系统、互联网明文协议解析子系统、互联网加密协议解析子系统和互联网内容审计和管理子系统等。
增强版	在基础版的基础上，增加了数据全文检索子系统，产品功能进一步提升。
智能版	在增强版基础上，增加了综合预警子系统和数据智能分析子系统，产品功能更加全面、智能。

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

三、大数据运营产品

大数据运营产品包括大数据基础软件系统、行业大数据分析系统和基于 ARM 存储硬件设备产品。实现基于大数据的存储、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。

表 4：大数据运营产品

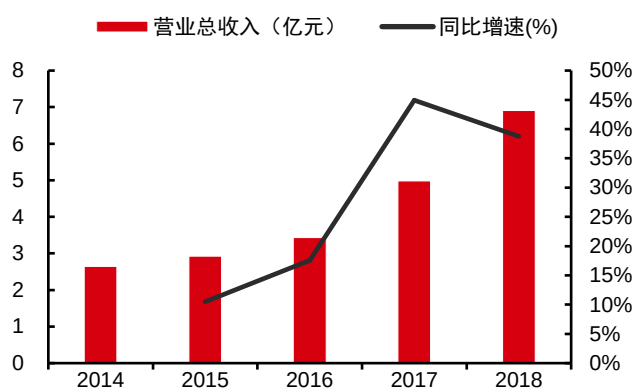
	简介	应用
大数据基础软件系统	提供大数据核心引擎，实现海量数据的存储、计算、检索等功能。根据客户不同的需求，大数据基础软件系统可运行于 x86、ARM、RISC 等系列通用服务器和存储设备中。	有集成大数据引擎需求的客户
行业大数据分析系统	是一种大数据运营领域应用系统，基于大数据基础软件系统的丰富能力，结合不同行业的需求和应用场景，实现不同行业的数据存储、数据分析、数据挖掘等应用，使得不同行业的大数据所有者能便捷地存储、分析、挖掘自己的数据，快速、高效实现数据价值。	不同行业的大数据所有者
基于 ARM 存储硬件设备产品	为海量存储的新一代存储硬件，可结合自主研发的分布式存储系列大数据基础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，提供大容量、高可靠、低 TCO 的完整存储解决方案	各行业的数据存储、云计算、大数据分析等业务

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

营业收入增势明显，盈利能力大幅上升

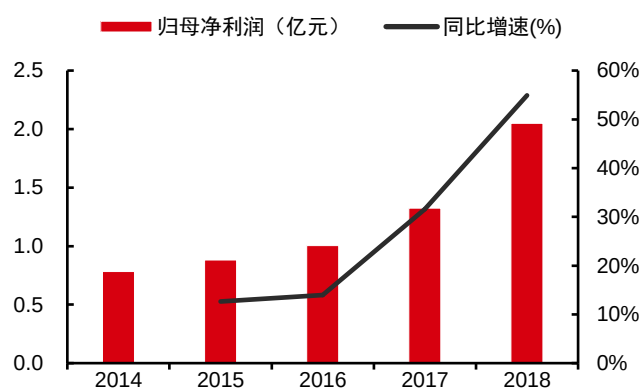
公司营业收入和归母净利润保持快速增长。2014-2018 年，公司营收从 2.64 亿元增加至 6.91 亿元，CAGR 达到 27.19%；归母净利润从 0.78 亿元增加至 2.05 亿元，CAGR 为 27.33%。公司营收和净利润近两年增速有明显加快的趋势，2018 年收入增速达到 38.76%，净利润增速达到 54.91%。公司业绩增长主要受益于近年来国家对信息安全行业的重视和不断支持。与此同时，公司积极推进国内外市场销售渠道建设，并不断加大研发投入，加快产品创新。

图 4：2014-2018 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

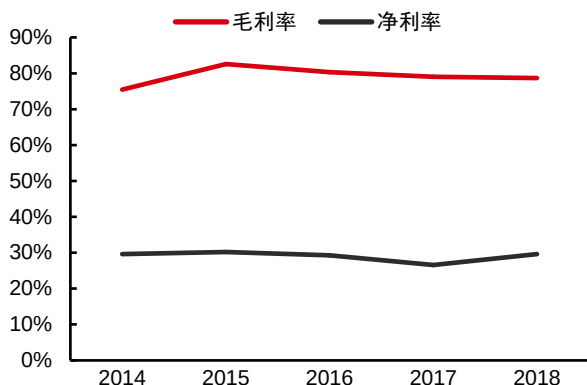
图 5：2014-2018 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

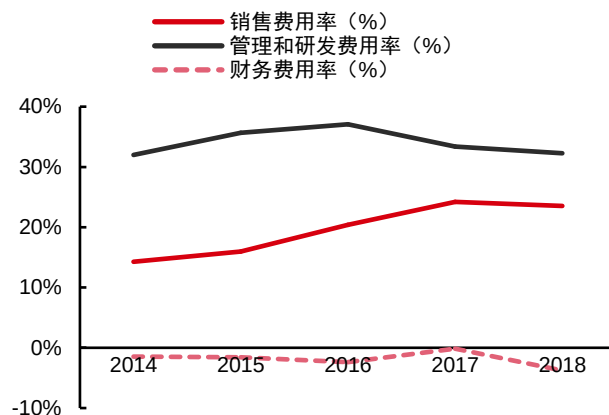
公司产品的毛利率稳定在 80% 左右，2018 年费用率的下降带来净利率明显上升。2014-2018 年，毛利率维持在 80% 左右，2018 年为 78.67%。2018 年公司净利率从 26.58% 上升至 29.62%，主要是费用端带来的改善。费用方面，2018 年公司销售和研发依然保持高投入，同比增长 34.96% 和 40.66%，与收入增速基本保持一致，管理费用同比增长 17.57%，管理费用增速的放缓以及利息收入的增加使公司期间费用率下降 5.4pcts。

图 6： 2014-2018 年公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7： 2014-2018 年公司费用率变化情况

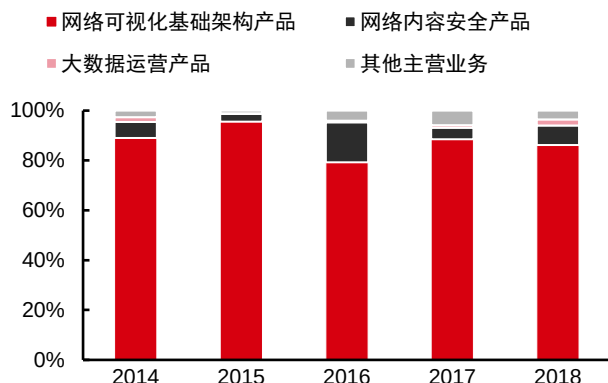


资料来源：Wind，中信证券研究部

公司产品收入结构稳定，网络可视化基础架构产品一直是公司主要的收入来源。网络可视化基础架构产品是公司的核心产品，2014 年至今都是公司最主要的收入来源。2018 年公司网络可视化基础架构产品收入占营收的比重为 86.21%。网络内容安全产品销售额波动较大，2014-2018 年，占主营收入的比例分别为 6%、3%、16%、5%、8%，主要受海外目标市场需求波动以及网络内容安全产品采购额大、需求分散等特征影响。大数据运营产品占主营业务收入比例较低，近两年占比约为 1%到 3%。

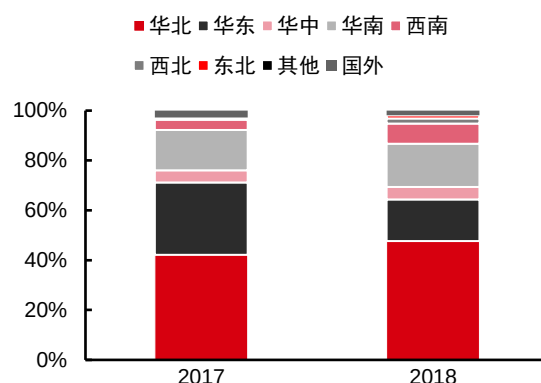
分地区来看，公司营业收入主要来源于国内地区，其中华北地区占比接近一半。国内地区营收从 2014 年的 2.57 亿元增长到 2018 年的 6.78 亿元，复合增速达 27%，其中国内收入贡献主要来源于华北地区，2018 年占比达到 47.71%。国外地区的销售收入较低，近两年占比不到 3%。

图 8： 2014-2018 年公司营收分产品情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9： 2017-2018 年公司营收分地区情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

政策助推叠加 5G 需求上升，行业迎来快速发展机遇

网络可视化技术是指充分利用人类视觉感知系统，将网络数据以图形化方式展示。典型的网络可视化系统由网络可视化前端与网络可视化后端组成，通过网络可视化可直观地

解释及概览网络结构数据。近年，网络可视化应用得到政府机构、电信运营商和企事业单位等用户的重视和快速发展，被广泛应用于各类网络数据分析管理领域中。

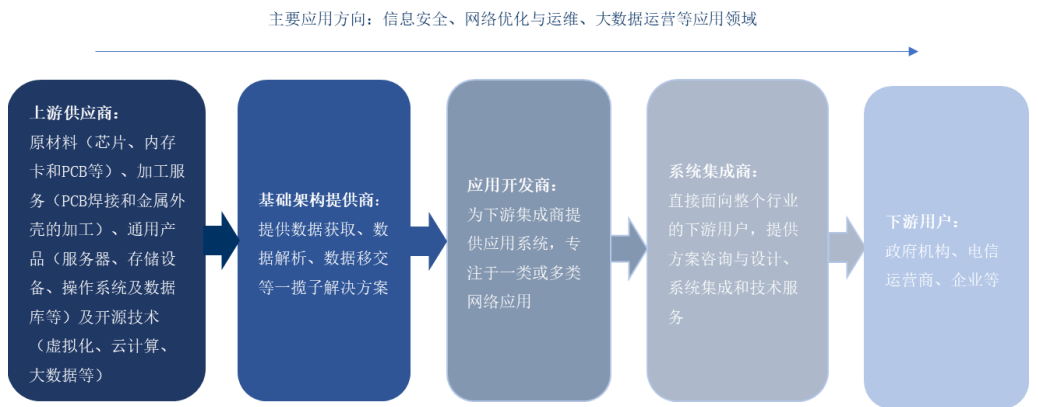
表 5：网络可视化系统

组成部分	子类（一级）	子类（二级）
网络可视化前端	流量采集子系统	电 TAP 设备、光 TAP 设备、协议转换采集设备、旁路采集设备、串联采集设备等
	分流汇聚子系统	骨干网分流汇聚设备、接入网分流汇聚设备、移动互联网分流汇聚设备、行业专网分流汇聚设备等
	预处理子系统	流量预处理设备、信令预处理设备、协议预处理设备等
网络可视化后端	还原解析子系统	信令解析合成设备、固网还原解析子系统、移动互联网还原解析子系统等
	存储子系统	分布式存储、集中存储、大数据存储等
	业务子系统	各应用方向业务子系统

资料来源：观研天下，中信证券研究部

网络可视化产业链主要包括基础架构产品提供商、应用开发商和系统集成商，网络可视化产品下游主要应用领域为信息安全行业。基础架构产品提供商主要为下游应用开发商和系统集成商提供数据获取、数据解析、数据移交等一揽子解决方案；应用开发商主要为下游集成商提供应用系统；系统集成商直接面向整个行业的下游用户，提供方案咨询与设计、系统集成和技术服务。网络可视化行业的下游行业为运营商、政府、金融、互联网、教育、能源等行业，涵盖国家基础设施、企业信息化和城市信息化等领域。

图 10：网络可视化产业链



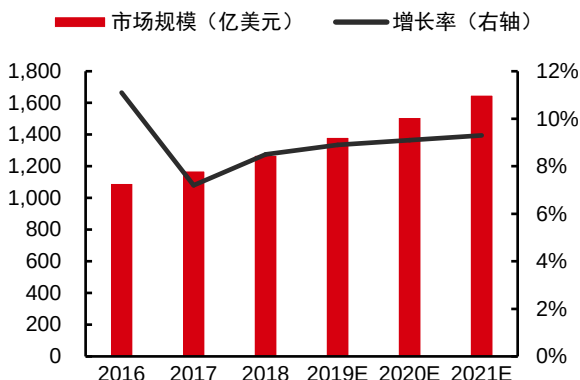
资料来源：公司招股说明书、中信证券研究部

政策持续出台，为行业营造良好发展环境

信息化在我国各行业的渗透率提升，经济和社会对信息化的依赖程度日益提高，保障信息安全变得尤为重要。麦肯锡数据显示，我国信息终端渗透率极高，2016 年每百人使用计算机数 130 台，每百人使用手机数量 96 部。并且在媒体、金融、零售等行业都已具备较高的数字化水平，零售电商交易额占比达到世界总量的 42%，移动支付业务额高达美国的 11 倍。信息技术支撑各行业的高效运行，经济和社会对信息化的依赖程度日益提高，数据的获取、运行、存储都要大量依靠信息终端上，并通过网络传送，这一过程时刻有被攻击和暴露的风险。

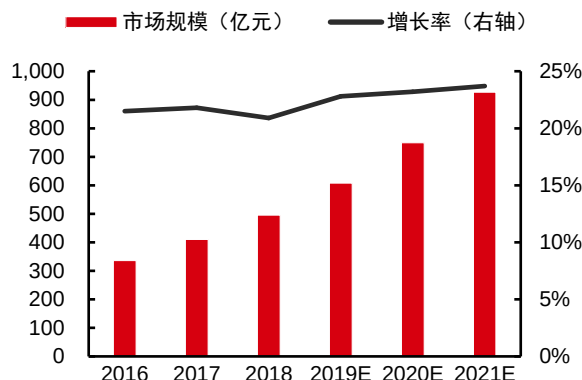
我国信息安全行业市场规模保持快速增长，预计未来三年 CAGR 达到 23%。根据 CCID 的数据及预测显示，政企客户在网络信息安全产品和服务上的投入快速增长，2018 年我国信息安全市场整体规模达到 495.2 亿元，较 2017 年增长 20.9%，远超全球安全市场整体增长率（8.5%）。随着数字经济的发展，物联网建设的逐步推进，网络信息安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加，CCID 预测到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。

图 13：2016-2021 年全球网络信息安全市场规模及预测



资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

图 14：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模及预测

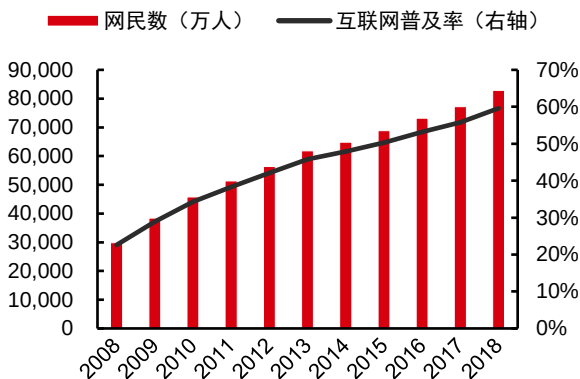


资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

5G 流量爆发增长+宽带基础设施升级，网络可视化市场规模持续扩大

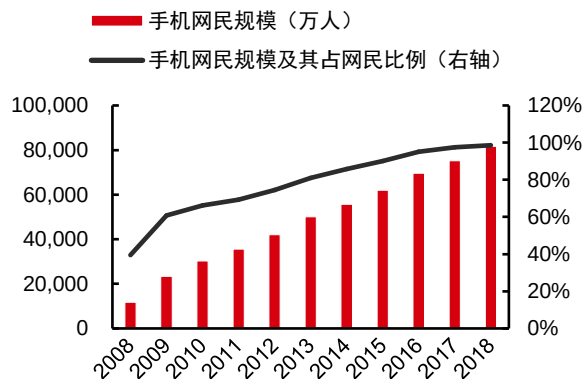
在互联网安全环境不断改善、互联网应用和模式创新加速等因素影响下，全球及我国网民数量持续增长，移动互联网用户数量达到新高。根据中国互联网络信息中心(CNNIC)统计数据，截至 2018 年 12 月，我国网民规模达到 8.29 亿，全年共计新增网民 5653 万人，增长率为 6.8%，我国网民规模继续保持平稳增长；其中手机网民规模达到 8.17 亿，全年新增手机网民 6433 万。网民中使用手机上网的比例由 2017 年底的 97.5% 提升至 2018 年底的 98.6%。

图 15：2008-2018 年中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

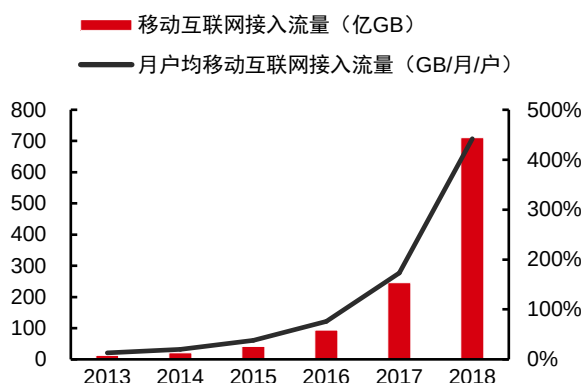
图 16：2008-2018 年中国手机网民规模及其占网民比例



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

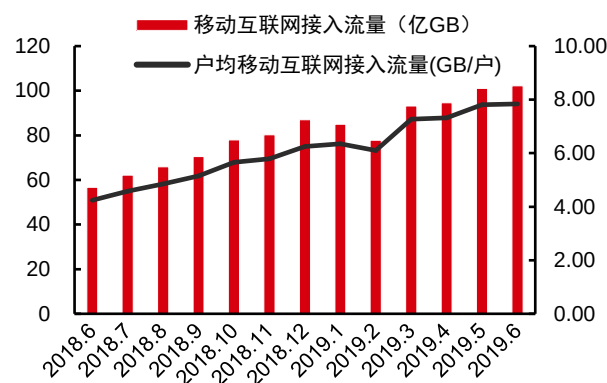
移动数据流量消费继续高速增长，移动互联网接入月户均流量（DOU）继续呈现成倍上升态势。根据工信部的数据显示，目前各种线上线下服务加快融合，移动互联网业务创新拓展，带动移动支付、移动出行、移动视频直播、餐饮外卖等等应用加快普及，刺激移动互联网接入流量消费保持高速增长。2018 年，移动互联网接入流量消费达 711 亿 GB，比上年增长 189.1%，增速较上年提高 26.9 个百分点。全年移动互联网接入月户均流量（DOU）达 4.42GB/月/户，是上年的 2.6 倍。其中，手机上网流量达到 702 亿 GB，比上年增长 198.7%，在总流量中占 98.7%。

图 17：2013-2018 年移动互联网流量及月 DOU 增长情况



资料来源：工信部，中信证券研究部

图 18：2018/06-2019/06 移动互联网接入当月流量及月 DOU 情况

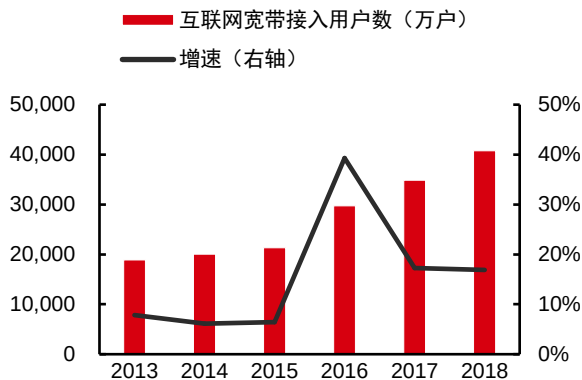


资料来源：工信部，中信证券研究部

与此同时，随着 5G 技术的不断成熟和商用落地，数据流量将持续增长，对网络安全防护提出了更高要求。2019 年 6 月 6 日，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，我国正式进入 5G 商用元年。目前中国移动、中国联通、中国电信已经在各大城市建设 5G 基站，开展 5G 外场测试，并拓展出各类 5G 创新应用。随着标准、网络、终端的不断成熟，商业牌照的发放，相应配套的 5G 网络可视化以及 5G 信息安全等新的产品及解决方案迎来大幅需求，为信息安全行业和信息化行业上游网络可视化市场带来了新的发展机遇。

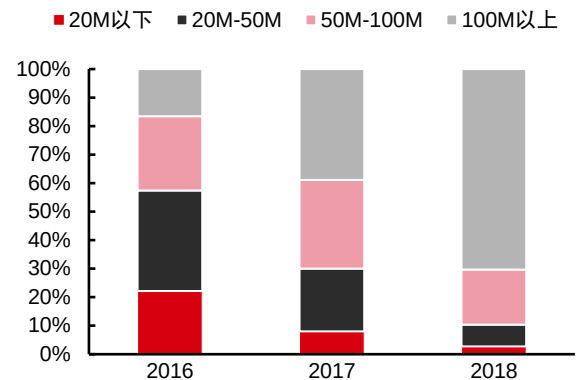
固网扩容和宽带网升级推动网络可视化产品更新换代，行业需求有望进一步增长。根据 2018 年年底，国内运营商固定互联网宽带接入用户总数达到 4.07 亿户，全年净增 5884 万户。其中，宽带用户持续向高速率迁移，100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数达 2.86 亿户，占固定宽带用户总数的 70.3%，占比较上年末提高 31.4 个百分点。在国家战略推进下，固网流量将持续增长，有望带动对宽带网产品的需求。

图 19：2013-2018 年中国互联网宽带接入用户数及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：2016-2018 年固定互联网宽带各接入速率用户占比情况

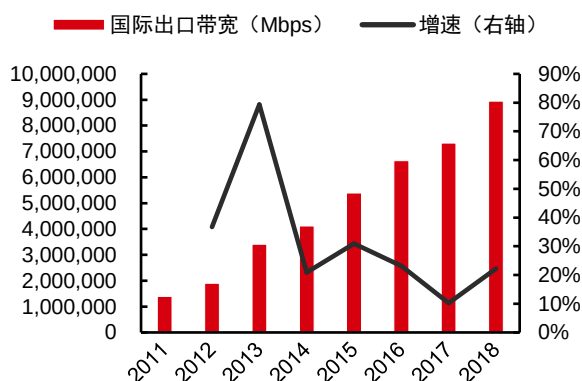


资料来源：工信部，中信证券研究部

在宽带骨干网建设方面，中国宽带骨干网加速 100G 网络建设。2013 年以来，中国三大电信运营商先后启动 100G 骨干网络建设和布局，进入 2015 年，全球电信运营商全力加速 100G 网络建设。与以往有所不同的是，100G 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。此外，云计算的兴起、数据中心以及超大规模数据中心的大移动网量涌现、5G 的到来，都为部署 400G 提供了重要动力。

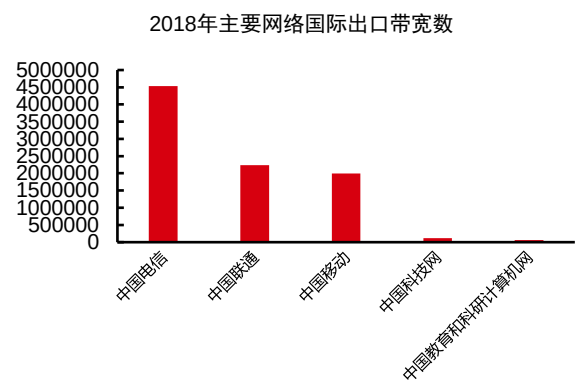
在国际出口带宽建设方面，出口带宽持续增长。近几年来，中国电信运营商已经加快了扩展国际出口带宽的步伐。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的数据，截至 2018 年 12 月，我国国际出口带宽数为 8946570Mbps，较 2017 年底增长 22.2%。我国国际出口带宽数最多的是中国电信，数额达 4537680Mbps；其次为中国联通，出口带宽数额为 2234738Mbps，中国移动紧跟其后，出口带宽数为 1997000Mbps。

图 21：2011-2018 年国际出口带宽数及增长率



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 22：2018 年主要网络国际出口带宽数（Mbps）



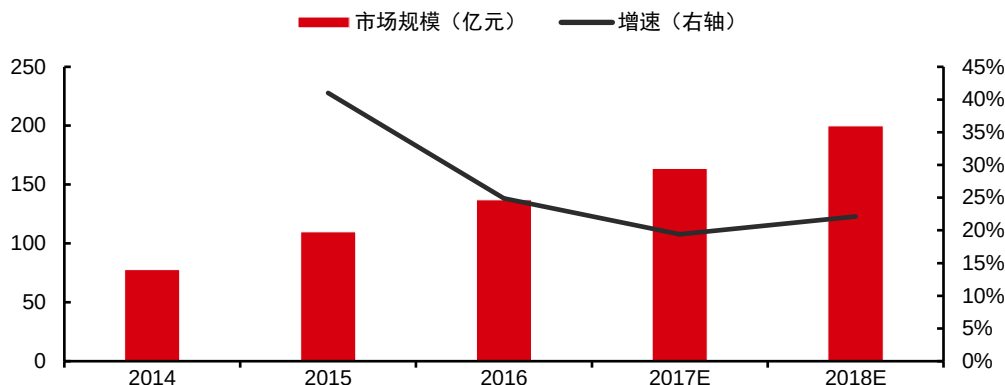
资料来源：CNNIC，中信证券研究部

5G 带来网络数据爆发性增长和网络带宽的扩容对网络可视化从基础架构到管理和应用提出了更高的要求。中国网民稳增，“宽带中国”战略及移动互联网快速发展，网络基础

设施建设规模不断增长，网站内容和网络应用更加丰富，带来对网络可视化基础架构产品升级换代的需求。

我国网络可视化市场规模持续扩大，2018年市场规模接近200亿元。根据 Grand View Research 的研究，全球网络可视化市场预计到2020年将达到47亿美金，亚太区域作为网络可视化最大的市场，2013年占有全球37.4%的市场份额。预计未来亚太区域仍是网络可视化最大的市场，预计2014~2020年将实现31.6%的复合年均增长率。根据 CCID 统计，2016年我国网络可视化市场规模为137.08亿元，2018年规模达到199.89亿元，2016-2018年年复合增长率达到20.75%。

图 23：2014-2018 年我国网络可视化市场规模与同比增速



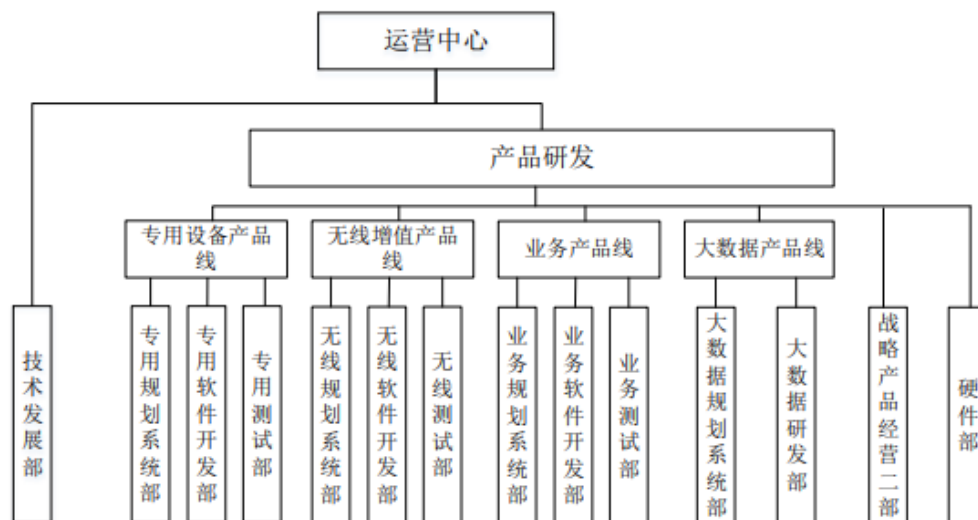
资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

■ 注重研发和渠道建设，战略布局工业互联网安全领域

注重创新与研发投入，核心技术优势铸就高壁垒

公司非常重视新技术的研究和新产品的开发，核心技术人员拥有丰富的工作经验，并且建立了一套完善的产品研发流程和研发项目管理制度。公司十分重视研发，核心技术人员均出自中兴通讯，拥有丰富的工作经验，深谙数据通信、移动通信、信息安全、大数据运营等业务和技术发展趋势。公司的研发体系由母公司运营中心及子公司的各个研发部门组成，母公司运营中心职能包括研发管理、质量管理和信息管理，负责制定公司的研发管理制度及确定公司的技术研发方向等。公司非常重视企业研发体系建设，不断借鉴国内外优秀企业先进的管理方法，保证持续创新能力。

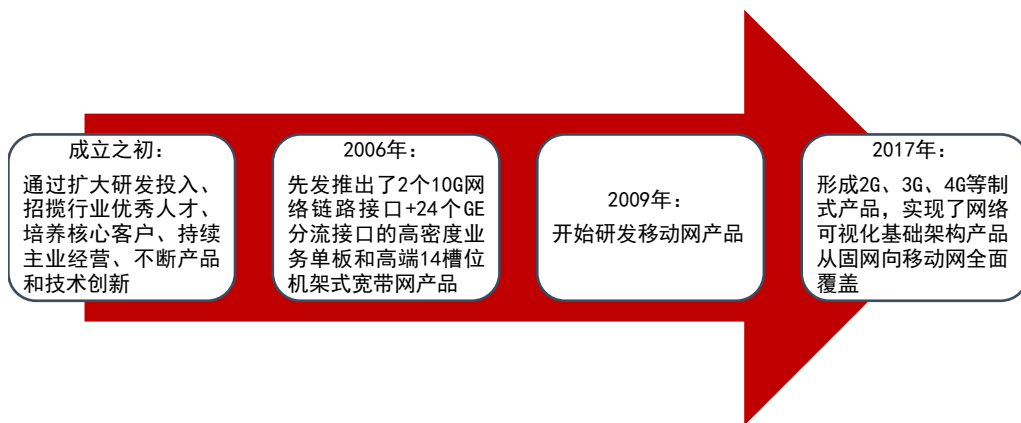
图 24：公司技术及研发体系



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司较早从事网络可视化基础架构产品的开发，已树立了行业先行者地位，具备先发优势。公司是国内较早从事网络可视化基础架构产品的开拓者之一，研发的网络可视化基础架构产品种类和型号丰富，能满足不同客户对产品的个性化需求，并不断根据客户的需求进行产品优化升级。公司力求通过行业先行者的优势成长为行业的领导者，通过在行业多年的开拓，积累了深厚的客户基础，并且在产品的可靠性和反应速度上具有明显的优势。

图 25：中新赛克在网络可视化基础架构产品的先发布局



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

2017 年公司上市时，募集了 5000 多万元用于研发中心的建设。技术研发中心建设项目的实施有利于公司适应技术的快速升级和更新换代，有利于拓展产品功能，更好地满足客户的需求，有利于整合科技优势资源，增强公司技术研发和持续创新能力，确保公司产品技术优势得以保持。

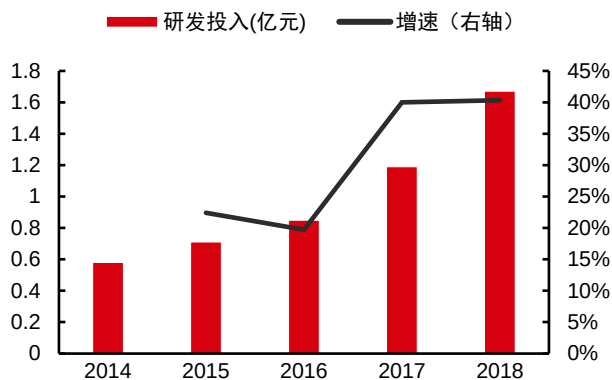
表 7：公司 IPO 募集资金用途

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
网络与机器数据可视化产品升级优化项目	29571.06	23202.79
网络内容安全产品升级优化项目	10912.22	10206.36
大数据运营产品升级优化项目	11043.06	7742.34
技术研发中心建设项目	8097.38	5120.09
合计	59623.72	46271.58

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

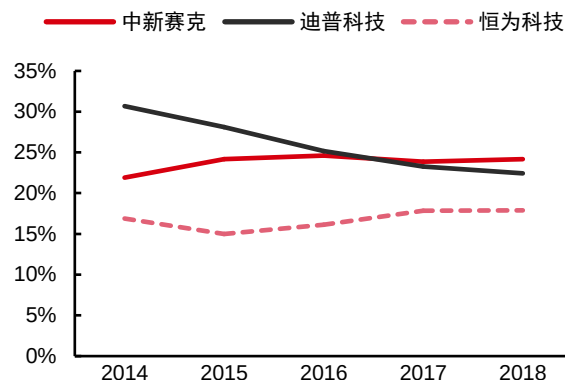
公司的研发投入保持快速增长，研发人员数量大幅上升。2014-2018 年，公司研发投入快速增长，2018 年达到 1.67 亿元，同比增长 40.34%。公司的研发投入比重一直保持在 20%以上，2018 年占营业收入比重为 24.17%，对比同类公司处于行业领先水平。与此同时，公司研发人员的数量也大幅增加，2018 年，公司研发人员人数达到 638 人，同比增长 43.05%，占公司总人数比例为 58.96%。

图 26：2014-2018 年公司研发投入及增速



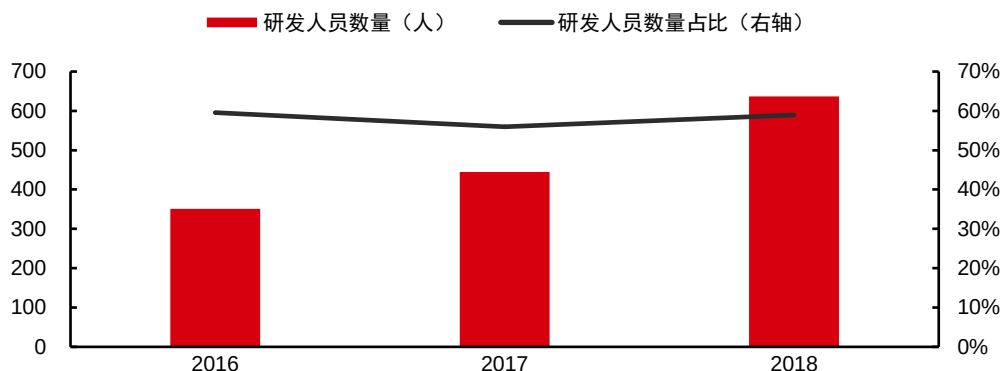
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：2014-2018 年行业同类公司研发投入占营收比重情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：2016-2018 年公司研发人员数量及比重



资料来源：公司年报，中信证券研究部

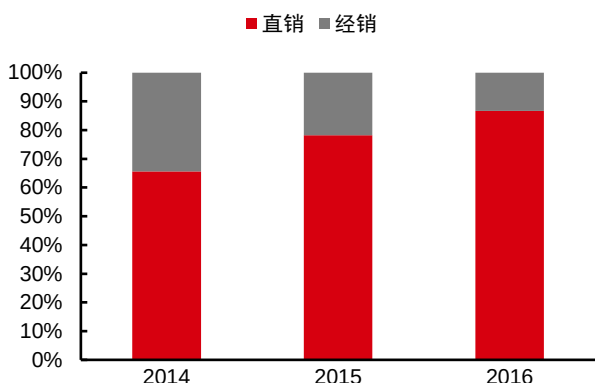
2019 年上半年，公司在产品研发上持续投入，产品的研发能力和产品平台化能力进一步加强，巩固和提升了各产品的竞争力。针对宽带网产品，一方面在硬件架构上提升产品的容量和密度；另一方面，提升产品应用感知能力，应用协议的感知覆盖范围扩大至互

联网、移动互联网、工控网络等多种网络。针对移动网产品，一方面优化整合更多制式、适配更多应用场景；另一方面推出基于宽频无线信号的态势感知产品，满足不同行业特定需求，进一步增强了产品的市场竞争力。针对大数据运营产品和网络内容安全产品，种类扩大至数据检索、数据共享、数据挖掘，数据分析、数据审计领域，产品数据源扩大至互联网、自然语言等多维数据源，进一步拓展了市场的宽度和纵深。

采用以直销为主的销售模式，海外市场拓展成效显著

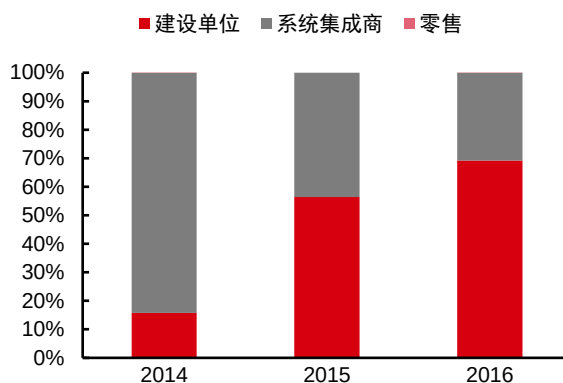
公司采用以直销为主、经销为辅的销售模式，针对不同的目标市场、客户类型和产品类型采取针对的个性化销售策略。目前公司已经形成覆盖华东、华北、华南、西北、西南等区域的市场销售和服务体系。随着公司业务规模扩大、市场竞争优势巩固、产品市场地位逐步确立，公司加大了直销力度，逐步增加了与系统集成商、建设单位的直接合作，直销模式实现收入占比持续提高。根据公司的数据显示，2014-2016 年公司直销占比逐渐上升，从 65.63% 上升到 86.74%。在直销模式中，又以向建设单位、系统集成商销售为主。

图 29：2014-2016 年公司直销和经销占营收比重



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

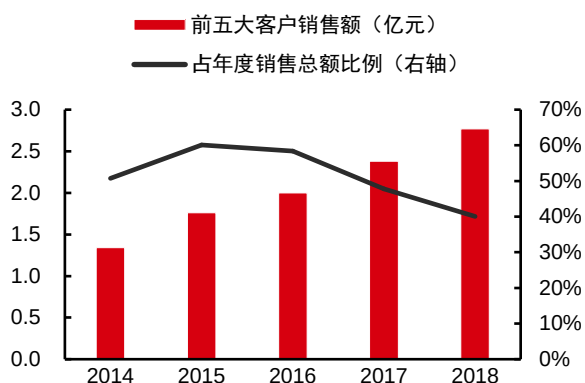
图 30：2014-2016 年公司直销模式中各客户类型比重



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

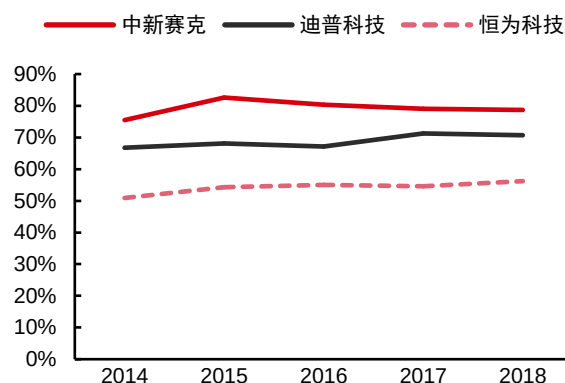
公司最终客户主要为政府和运营商，直销比例的上升使公司毛利率一直保持较高水平。公司的主要客户为系统集成商、应用系统建设单位和经销商，最终用户为政府机构、电信运营商和企事业单位等。公司依靠自身强大的研发实力、高品质的产品和优质的服务已经与该等客户建立了长期稳定合作关系。2018 年，公司前五大客户销售金额为 2.77 亿元，占总营收的 40.05%，占比逐年下降。随着直销模式占比的上升，公司将附加值较高的核心产品直接销售给高端客户，毛利率一直稳定在 80% 左右，高于行业其他同类公司。

图 31：2014-2018 年公司前五大客户销售额及占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

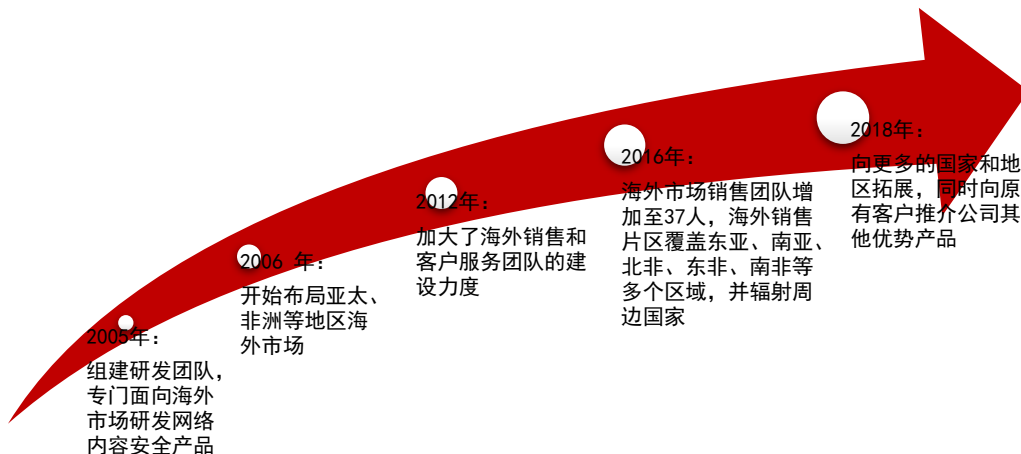
图 32：2014-2018 年行业同类公司毛利率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

海外方面，公司很早涉足海外网络内容安全市场，凭借高性价比的产品得到用户的认可。公司自 2005 年起开始组建研发团队，专门面向海外市场研发网络内容安全产品，中兴通讯作为系统集成商，公司在依托其海外客户资源合作开展市场推广的同时，重视自行培育和建设海外销售和客户服务团队。公司根据海外市场和客户群特点，设立海外销售事业部和独立的海外售后服务体系，采取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，现积累了一批经验丰富的海外销售和客户服务人才和合作良好的客户资源。

图 33：中新赛克在海外市场的布局



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

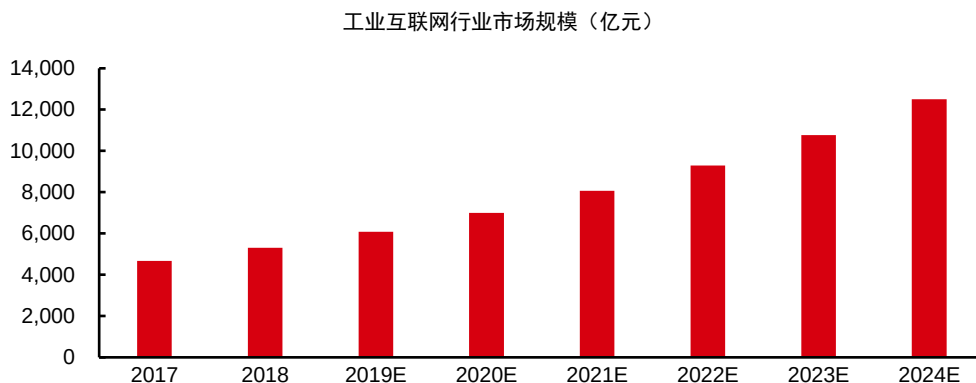
海外市场拓展取得一定成效，与亚非国家建立了合作关系。公司在东非、北非、西非和东南亚等区域与客户建立了合作关系，网络内容安全产品及移动网产品均实现了向海外客户的直接销售。目前，公司在向更多的国家和地区拓展，同时向既有客户推介公司其他优势产品，结合对市场需求和发展的理解，推动新产品研发和销售。

战略布局工业互联网安全领域，发展前景值得期待

我国工业互联网行业已经进入快速发展阶段，2019 年市场规模预计突破 6000 亿元。作为新一代信息技术与制造业深度融合的产物，工业互联网不仅为制造业，乃至整个实体

经济数字化、网络化、智能化升级都提供了关键支撑，还能促进传统产业改造升级和新动能培育壮大。据前瞻产业研究院统计数据预测，2018 年，中国工业互联网行业市场规模约为 5313.04 亿元，较上年同比增长 13.71%，2019 年市场规模将突破 6000 亿元。

图 34：2017-2024 年中国工业互联网行业市场规模统计情况及预测



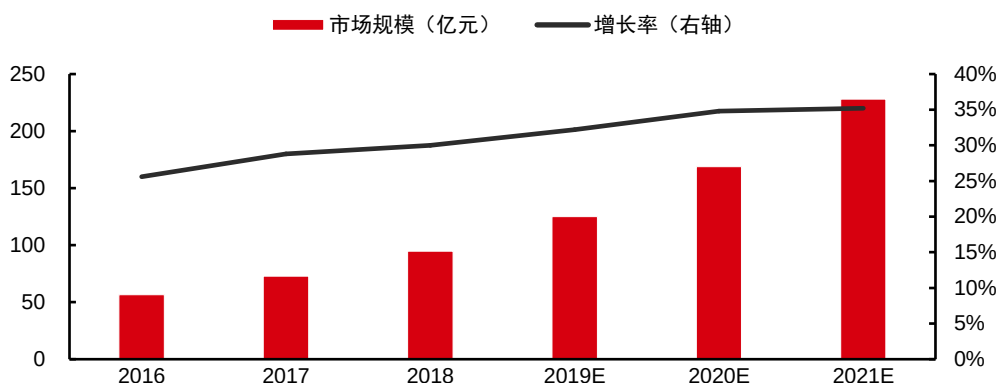
资料来源：前瞻产业研究院（含预测），中信证券研究部

新兴技术带来机遇的同时也面临着挑战。根据国家互联网应急中心发布的《2019 年上半年我国互联网网络安全态势》显示，在工业互联网安全方面，累计监测发现我国境内暴露的联网工业设备数量共计 6814 个。

政策持续推动工业互联网安全发展。国务院于 2017 年 11 月发布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》提出，要加快发展工业互联网建设，构建网络、平台、安全三大体系，强化工业互联网的安全保障。2018 年 2 月，工信部指导工业互联网产业联盟发布《工业互联网安全总体要求》和《工业互联网平台安全防护要求》等联盟标准。2019 年 4 月 15 日，工信部发布《关于加强工业互联网安全工作的指导意见（征求意见稿）》，提出到 2020 年底，工业互联网安全保障体系初步建立；到 2025 年，制度机制健全完善，技术手段能力显著提升，安全产业形成规模，基本建立起较为完备可靠的工业互联网安全保障体系。

政府及企业开始逐步重视对工业互联网安全的投入，预计 2021 年工业互联网安全市场规模超过 200 亿元。根据 CCID 的报告显示，2018 年，对制造、通信、市政设施等关键基础领域的攻击事件频频发生，受到攻击的行业领域不断扩大，造成的后果也愈加严重，工业互联网安全的市场关注度随之提升。随着智能制造和工业互联网推进政策的不断出台，政府及企业开始逐步重视对工业互联网安全的投入，预计工业互联网安全市场将具有较快的增长率。CCID 统计，2018 年中国工业互联网安全市场规模达到 94.6 亿元，同比增长 30%，预计到 2021 年市场规模达到 228 亿元，市场规模快速上升。

图 35：2016-2021 年中国工业互联网安全市场规模与增长



资料来源：CCID（含预测），中信证券研究部

基于国家对工业互联网和工控安全的日益重视及巨大的市场空间，2018 年公司成立了工业互联网安全产品团队，开始研发基于工业互联网和工业控制系统的安全产品。公司的工业互联网安全产品可精准识别暴露在互联网上的工业控制系统、工业云平台以及工业设备等关键信息基础设施，通过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。

表 8：工业互联网安全产品

产品	概述	优势
工业智能采集探针	智能采集探针结合强大的计算能力，对工业现场的多源异构数据进行预处理，从而剔除“脏”数据和无关数据。通过集成强大的工业协议分析引擎，智能采集探针采用中新赛克工业安全描述语言对工业现场的设备进行画像，将画像信息传输给工业安全管理中心。	不干预工业现场生产，支持无害化部署 可识别 50 多种工业协议，支持精准的工业协议深度提取 工业级产品设计标准，适应工业现场的恶劣环境 高效灵活的工业安全描述语言，支持对工业资产的全息画像
工业防火墙	工业防火墙通过对工业现场网络流量进行解析、识别和控制，以抵御来自内外网对工业生产设备的攻击，为工业内部网络与外部网络互联、工业现场内部区域之间的连接提供安全保障。	产品形态多样，支持 1U 机架式与 Din 导轨式，可满足不同的部署场景 工作模式多样，可满足 IT/OT 隔离或 OT 现场防护需求 网络特性丰富，接入方式灵活 内置强大的工业协议识别引擎以及全面的工控漏洞库 国产化，硬件组件以及软件操作系统安全自主可控
工业安全管理中心	工业安全管理中心通过处理工业现场萃取的各类安全数据，对攻击行为和其他异常威胁行为进行识别、存证与预警，为工业企业的安全保驾护航。工业管理中心支持对工业智能采集探针、工业防火墙进行集中管理和监控，从而实现对企业 OT 层安全防护产品的统一配置、全面监控、实时告警和联动处置。	直观的资产拓扑图呈现 强大的工业资产识别能力 专业的威胁监测能力 友好的人机交互界面 多样的预警方式
工业互联网安全态势感知平台	工业互联网安全态势感知平台通过采集与深度解析工业互联网流量数据，获取工业资产的设备类型、固件版本、地理位置、工业云平台等关键信息。利用大数据分析技术，被动监测与主动扫描相结合，对工业互联网安	海量的数据支撑 完善的工业资产指纹库与工控漏洞库 成熟的流量基线模型 融合机器学习与 AI 技术 实时的预警能力

产品	概述	优势
	全事件进行监测与预警，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。	全方位的安全态势分析

资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司工业互联网安全监测与态势感知平台，通过被动监测为主、主动探测为辅的数据采集方式，获取工业资产的设备类型、固件版本、地理位置与工业云平台等关键信息。利用大数据分析技术，将主动威胁检测与被动流量分析相结合，实现对工业互联网安全事件的实时监测与预警。从事前预警、事中分析、事后取证的维度形成一套战略纵深的态势感知体系，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。

图 36：公司工业互联网安全监测与态势感知平台



资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司工业互联网安全产品已经实现了初步应用，未来发展前景值得期待。2018 年公司迅速将工业互联网安全产品推向了市场，在相关省级政府部门及工业企业实现了初步应用。2019 年上半年，基于公司成熟的大数据操作系统平台以及多年来积累的数据采集、分析、处理技术，公司的工业互联网安全产品形成了对工业企业网络进行全面持续监控的能力。通过对工业互联网的数据感知分析，建立企业安全数据仓库，实现对已知威胁、高级威胁、APT 攻击的有效预防、发现、防御和过程回溯，实现了工业互联网资产识别、监测预警、态势感知、威胁处置等诸多功能，产品可与国家级工业互联网安全平台数据交互共享，最终构筑一整套工业互联网安全体系。工业互联网安全产品的工业协议识别、工控漏洞识别和病毒检测种类得到显著提升，进一步加强产品竞争力。

■ 风险因素

1. 行业竞争加剧；
2. 政府、运营商需求不及预期；
3. 5G 等新产品研发进度不及预期。

■ 盈利预测与投资建议

经营模型

1. 公司**网络可视化基础架构产品**分为**宽带网**和**移动网**两类，**宽带互联网数据汇聚分发管理产品**根据产品形态和功能不同，可进一步细分为机架式、盒式和加速卡等，随着固网扩容和宽带网升级带来需求的上升未来将保持快速增长，预计 2019-2021 年收入增长率为 45%/44%/43%，并假设未来三年毛利率分别为 83.5%/83.0%/82.5%；**移动接入网数据采集分析产品**根据其产品形态和功能不同，可进一步细分为集中式、固定式和移动式等，在移动流量爆发式增长和 5G 商用逐步落地的情况下，预计 2019-2021 年收入增长率为 20%/18%/16%，并假设未来三年毛利率分别为 78%。
2. 公司**大数据运营产品**主要包括大数据基础软件系统、行业大数据分析系统和基于 ARM 存储硬件设备产品等，未来保持快速增长，预计 2019-2021 年收入增长率分别为 150%/80%/50%，并假设未来三年毛利率分别为 82%/81%/80%。
3. 公司**网络内容安全产品**根据产品的功能和性能不同，可进一步细分为基础版、增强版和智能版三种类型，预计 2019-2021 年收入增长率为 60%/35%/25%，并假设未来三年毛利率稳定在 86%。

具体经营模型如下所示：

表 9：中新赛克经营模型（单位：百万元）

科目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	497.81	691.21	966.72	1,324.09	1,786.29
同比	44.93%	38.85%	39.86%	36.97%	34.91%
毛利率	79.03%	78.67%	78.33%	78.69%	78.88%
1、宽带网产品					
收入	255.24	381.22	552.77	795.99	1,138.26
同比	48.8%	49.4%	45.0%	44.0%	43.0%
毛利率	86.46%	83.57%	83.5%	83.0%	82.5%
2、移动网产品					
收入	185.25	214.68	257.62	303.99	352.62
同比	83.7%	15.9%	20.0%	18.0%	16.0%
毛利率	79.41%	71.79%	71.5%	71.0%	70.5%

科目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
3、大数据运营产品					
收入	5.05	17.37	43.43	78.17	117.25
同比	134.9%	244.0%	150.0%	80.0%	50.0%
毛利率	82.50%	-	82.0%	81.0%	80.0%
4、网络内容安全产品					
收入	23.31	54.36	86.98	117.42	146.77
同比	-57.8%	133.2%	60.0%	35.0%	25.0%
毛利率	86.59%	-	86.0%	86.0%	86.0%
5、其他主营业务					
收入	28.95	23.58	25.94	28.53	31.38
同比	111.8%	-18.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	4.36%	-	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

盈利预测

综上所述，根据目前公司产品需求及行业竞争格局，结合公司经营状况以及行业需求情况，我们对于公司的收入预测假设如上表所示。在上述假设下，我们预测公司2019/2020/2021 年营业收入分别为 9.67/13.24/17.86 亿元，归属母公司股东净利润分别为 2.71/3.63/4.82 亿元，对应 EPS 预测 2.54/3.40/4.51 元。

表 10：中新赛克盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	497.81	691.21	966.72	1,324.09	1,786.29
营业收入增长率 YoY	45%	39%	40%	37%	35%
净利润(百万元)	132.33	204.75	270.92	362.60	481.51
净利润增长率 YoY	32%	55%	32%	34%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.57	1.92	2.54	3.40	4.51
毛利率	79%	79%	78%	79%	79%
净资产收益率 ROE	11.62%	15.82%	18.12%	20.57%	22.74%
每股净资产（元）	10.67	12.12	14.01	16.52	19.84
PE	45	61	46	34	26
PB	11	10	8	7	6

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 16 日收盘价

估值及评级

可比估值：A 股可比公司如下表，可比公司 2019-2021 年平均 PE 估值为 45x/36x/28x，公司是网络数据可视化市场领先企业，业务覆盖前端数据采集和后端数据分析全产业链，并且不断开拓工业互联网等新的领域，相对于平均水平应享有一定溢价，我们给予公司 2020 年度 38x PE 估值。

表 11：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元/股）			PE（倍）		
		（元）	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300768.SZ	迪普科技	36.79	0.62	0.76	0.94	60	49	39
603496.SH	恒为科技	23.00	0.58	0.80	1.06	40	29	22

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元/股）			PE（倍）		
		（元）	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300188.SZ	美亚柏科	16.86	0.44	0.58	0.77	38	29	22
002439.SZ	启明星辰	34.12	0.80	0.98	1.22	43	35	28
平均	-					45	36	28

资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部 注：股价为 2019 年 12 月 16 日收盘价

首次覆盖，给予“增持”评级。随着信息安全行业高景气度，网络扩容和移动流量的爆发增长，网络可视化行业需求有望持续上升，公司凭借产品技术优势有望持续保持行业领先地位，前后端业务协同发展有望整体稳步增长。预计 2019-2021 年公司整体营收实现 40%/37%/35% 的增长，同时归母净利润同比增长 32%/34%/33%。首次覆盖，给予“增持”评级。

利润表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	498	691	967	1,324	1,786
营业成本	104	147	210	282	377
毛利率	79.03%	78.67%	78.33%	78.69%	78.88%
营业税金及附加	10	18	24	33	45
销售费用	120	163	222	298	393
营业费用率	24.20%	23.52%	23.00%	22.50%	22.00%
管理费用	166	56	74	97	125
管理费用率	33.38%	8.06%	7.70%	7.30%	7.00%
财务费用	(1)	(26)	(25)	(30)	(36)
财务费用率	-0.15%	-3.77%	-2.63%	-2.26%	-2.04%
投资收益	0	(0)	1	1	2
营业利润	141	221	293	391	519
营业利润率	28.41%	31.93%	30.27%	29.54%	29.07%
营业外收入	3	3	4	6	8
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	145	223	296	396	526
所得税	12	19	25	34	45
所得税率	8.55%	8.31%	8.50%	8.50%	8.50%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	132	205	271	363	482
净利率	26.58%	29.62%	28.02%	27.39%	26.96%

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	145	223	296	396	526
所得税支出	-12	-19	-25	-34	-45
折旧和摊销	9	12	16	20	24
营运资金的变化	69	42	-40	-35	-47
其他经营现金流	0	-33	3	3	6
经营现金流合计	210	226	250	351	465
资本支出	-29	-54	-39	-39	-39
投资收益	0	0	1	1	2
其他投资现金流	0	-57	0	0	0
投资现金流合计	-29	-111	-39	-38	-38
发行股票	475	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-50	-69	-69	-95	-127
其他融资现金流	-2	19	25	30	36
融资现金流合计	423	-50	-44	-65	-91
现金及现金等价物净增加额	605	65	167	248	337

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,020	1,071	1,238	1,486	1,823
存货	228	228	318	429	574
应收账款	155	460	653	894	1,206
其他流动资产	32	82	90	99	110
流动资产	1,435	1,841	2,299	2,907	3,712
固定资产	55	71	87	98	105
长期股权投资	3	0	0	0	0
无形资产	28	29	30	31	33
其他长期资产	118	194	200	206	212
非流动资产	204	294	317	335	350
资产总计	1,639	2,134	2,615	3,242	4,062
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	121	80	115	155	208
其他流动负债	368	745	989	1,309	1,721
流动负债	489	825	1,105	1,464	1,928
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	15	15	15	15
非流动性负债	11	15	15	15	15
负债合计	500	840	1,120	1,479	1,944
股本	67	107	107	107	107
资本公积	579	539	539	539	539
归属于母公司所有者权益合计	1,139	1,294	1,495	1,763	2,118
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,139	1,294	1,495	1,763	2,118
负债股东权益总计	1,639	2,134	2,615	3,242	4,062

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	44.93%	38.85%	39.86%	36.97%	34.91%
营业利润增长率	70.47%	56.09%	32.56%	33.67%	32.79%
净利润增长率	31.59%	54.73%	32.31%	33.84%	32.79%
毛利率	79.03%	78.67%	78.33%	78.69%	78.88%
EBITDA Margin	29.77%	30.79%	29.66%	29.20%	28.79%
净利率	26.58%	29.62%	28.02%	27.39%	26.96%
净资产收益率	11.62%	15.82%	18.12%	20.57%	22.74%
总资产收益率	8.08%	9.59%	10.36%	11.18%	11.86%
资产负债率	30.49%	39.37%	42.82%	45.62%	47.86%
所得税率	8.55%	8.31%	8.50%	8.50%	8.50%
股利支付率	37.80%	33.88%	35.00%	35.00%	35.00%

■ 相关研究

计算机行业信息安全跟踪点评—持续获政策支持，信安迎发展良机 (2019-09-29)

计算机行业信息安全专题报告—好赛道看长周期成长，高景气盼集中度提升(2019-08-08)

计算机行业信息安全专题—等保政策支撑主题，5G 驱动增量需求，信息安全大有可为
(2019-04-23)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。