

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

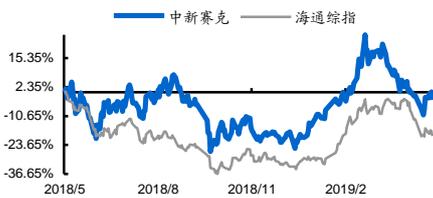
网络可视化龙头，与流量激增共舞

股票数据

05月20日收盘价(元)	93.30
52周股价波动(元)	70.22-129.50
总股本/流通A股(百万股)	107/51
总市值/流通市值(百万元)	9957/4745

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.5	-18.3	-3.0
相对涨幅(%)	4.7	-12.6	-7.8

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 中新赛克为国内网络可视化领域领先的龙头厂商，深圳国资委为实际控制人，前身是由中兴通讯控股的中兴特种设备有限公司，盈利能力突出。**公司发挥宽带网、移动网、网络内容安全和大数据运营四大产品体系的协同效应，实现了网络可视化领域从底层基础设施到上层应用的全面覆盖。每年研发投入的营收占比20%+，近年来加大直销渠道建设、推动渠道下沉，下游客户主要为政府机构(62.76%)、运营商(36.48%)等，销售网络已覆盖非洲及东南亚部分国家和地区。2017年，公司取得甲级涉密信息系统集成资质。2018年营业总收入6.91亿元(+39%)，归母净利润2.05亿元(+30%)，毛利率79%，净利率30%。
- 流量激增推动高速率端口演进、5G新协议分析与网络内容安全监管需求，催生行业高景气度。**IHS Markit数据显示，2018年全球网络可视化基础架构市场规模约6.15亿美元，并逐渐由政府、运营商需求推动向企业级市场占主导演进；Gartner预测，2019年全球信息安全产品和服务支出预计将增长8.7%至1240亿美元。流量激增，高速率端口演进、5G移动网新协议、应用种类和复杂协议增多，加速基础架构产品的生命周期循环，也催生了产品更新换代需求。未来相关部门对网络内容安全监管常态化，将带动可视化基础架构产品需求，同时也对网络内容安全监测手段和解决方案提出了更高要求。
- 对标全球可视化市场龙头Gigamon宽产品线拓展、强化渠道的发展策略。**在保持网络可视化基础架构产品稳定增长的同时，蓄力后端市场布局与海外市场拓展，成立数据分析及人工智能团队，推出智能化大数据平台，形成一站式端到端工业物联网解决方案，同时增加产品在教育、金融等行业的商用布局。
- 盈利预测。**公司在国内网络可视化行业占据龙头地位，拥有较强的盈利能力，5G商用、流量激增和网络安全的日益重视均有利公司长期发展。我们预计中新赛克2019-2021年营业总收入为9.78(+41.45%)、13.81(+41.27%)和19.01(+37.64%)亿元，归母净利润为2.86(+39.9%)、3.89(+36%)和5.23(+34.2%)亿元，EPS分别为2.68、3.65、4.90元，给予2019年PE区间38-45x，对应合理价值区间101.84-120.60元，“优于大市”评级。
- 风险提示。**市场竞争加剧风险、下游的政府&运营商市场监测投入波动风险。

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:张峥青

Tel:(021)23219383

Email:zzq11650@htsec.com

证书:S0850518090002

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	498	691	978	1381	1901
(+/-)YoY(%)	44.9%	38.8%	41.5%	41.3%	37.6%
净利润(百万元)	132	205	286	389	523
(+/-)YoY(%)	31.6%	54.7%	39.9%	36.0%	34.2%
全面摊薄EPS(元)	1.24	1.92	2.68	3.65	4.90
毛利率(%)	79.0%	78.7%	79.6%	80.9%	81.7%
净资产收益率(%)	11.6%	15.8%	18.1%	19.8%	21.0%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 网络可视化龙头.....	6
1.1 公司概况及股权结构	6
1.2 过去五年业绩加速提升，各业务维持高毛利率	8
1.3 轻资产高 ROE，宽产品线布局、提升综合竞争力	9
1.3.1 供应链稳定，轻资产模式维持高 ROE	9
1.3.2 国内涉密资质客户优质，渠道先发优势形成行业壁垒.....	11
1.3.3 拓宽产品线布局，增强市场竞争力	11
1.4 同业比较，凸显公司技术研发与渠道拓展投入力度大.....	12
2. 流量增长与安监需求催生行业高景气度	16
2.1 高速率端口升级、5G 新协议带来产品更新换代需求	16
2.2 信息安全威胁增强，内容流量成监管常态.....	18
3. 布局后端大数据市场，兼顾海外扩张	19
3.1 大数据技术储备，蓄力后端市场拓展.....	19
3.2 加大海外市场渠道拓展.....	21
4. 对标全球网络可视化市场龙头 Gigamon	22
5. 盈利预测和投资建议	26
5.1 主营业务收入	26
5.2 可比公司估值比较.....	27
5.3 投资建议	27
6. 风险提示	28
财务报表分析和预测	29

图目录

图 1	中新赛克发展历程.....	6
图 2	中新赛克产品协同地图	7
图 3	中新赛克股权结构 (截至 2019 年 3 月 31 日)	7
图 4	中新赛克股权收益权的安排与清理	8
图 5	2013-2018 年中新赛克业务总收入及增速	8
图 6	2013-2018 年中新赛克净利润及增速	8
图 7	2013-2018 年中新赛克各业务收入 (百万元)	9
图 8	2013-2018 年中新赛克各业务主营收入占比.....	9
图 9	2013-2018 年中新赛克各业务及综合毛利率水平	9
图 10	2013-2017 年中新赛克各业务毛利贡献率	9
图 11	2013-2018 年中新赛克不同类型资产占比	10
图 12	2013-2018 年中新赛克资产负债率及净资产收益率	10
图 13	2014-2017H1 中新赛克各原材料采购额 (百万元) 及采购占比 (%)	10
图 14	中新赛克网络可视化产业链全布局	12
图 15	中新赛克与恒为科技主营业务收入及增速	13
图 16	中新赛克与恒为科技基础架构产品外协生产模式对比	13
图 17	2013-2018 年中新赛克与恒为科技毛利率	14
图 18	2013-2018 年中新赛克与恒为科技净利率	14
图 19	2013-2018 年公司各项期间费用率差额	14
图 20	2013-2018 年公司期间费用率与利润率差额.....	14
图 21	2013-2018 年中新赛克与恒为科技销售费用及费用率	15
图 22	2013-2018 年中新赛克恒为科技预收账款营收占比.....	15
图 23	2013-2018 年中新赛克恒为科技应收账款周转天数 (天)	15
图 24	2013-2018 年中新赛克与恒为科技研发支出及支出销售占比	15
图 25	2017-2018 年中新赛克各业务员工数量 (人) 与占比 (%)	16
图 26	2017-2018 年中新赛克各学历员工数量 (人)	16
图 27	2008-2018 年中国网民规模和互联网普及率.....	17
图 28	2011-2018 年移动互联网流量及其增长率	17
图 29	2013-2018 年移动宽带 (3G/4G) 用户发展情况	17
图 30	2013-2018 年移动电话基站发展情况 (万个)	17

图 31	2014-2019 年全球安全产业规模及预测.....	19
图 32	2014-2019 年中国网络安全市场规模及预测.....	19
图 33	2018-2023 年中国大数据解决方案市场规模预测 (亿元)	20
图 34	中新赛克网络内容安全大数据产品	21
图 35	2011-2018 年中国国际出口宽带数及其增长率	21
图 36	2015-2018 年中新赛克国外业务营收与毛利率	22
图 37	2013-2017 年全球主要网络可视化设备商市场份额.....	23
图 38	2009-2017Q3 Gigamon 营业总收入及增速.....	23
图 39	2009-2017Q3 Gigamon 毛利率及净利率	23
图 40	2009-2017Q3 Gigamon 净利润及增速.....	24
图 41	2009-2017Q3 Gigamon 费用率	24
图 42	核心解决方案 GigaSECURE 可视化原理	24
图 43	GigaSMART 流量可视化平台工作原理示意图.....	25
图 44	Gigamon 代表性客户群体.....	25
图 45	2013-2019 年全球网络可视化设备市场规模及预测.....	26

表目录

表 1	中新赛克主要产品.....	6
表 2	2014-2018 年前五大供应商采购额占比.....	10
表 3	2014-2018 年前五大客户营收占比.....	11
表 4	中新赛克网络可视化市场主要竞争对手.....	12
表 5	中新赛克自主研发技术储备情况.....	16
表 6	各国网络安全相关投入预算.....	18
表 7	2018 年出台或修订的行业相关文件.....	18
表 8	我国大数据产业环境.....	19
表 9	大数据产品一览表.....	20
表 10	主营业务盈利预测表.....	27
表 11	可比公司估值情况.....	27

1. 网络可视化龙头

1.1 公司概况及股权结构

深圳市中新赛克科技股份有限公司成立于 2003 年 2 月，其前身为由中兴通讯控股的深圳市中兴特种设备有限公司。公司经营领域涵盖数据提取、数据融合计算及信息安全等，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，**每年研发支出营收占比 20%+**，**目前已成为国内网络可视化领域领先的龙头厂商**。公司 2017 年于深交所中小板上市，同年取得涉密信息系统集成甲级资质，可在全国范围内从事绝密级、机密级和秘密级信息系统集成业务。作为国内较早涉足海外网络内容安全市场的企业之一，公司的销售和服务网络已覆盖非洲以及东南亚部分国家和地区。

图1 中新赛克发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，Wind，海通证券研究所

公司拥有**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四大产品体系**，业务范围涵盖了网络有效数据提取、数据存储和计算、数据分析和挖掘、数据应用及展示等网络可视化市场的全领域，实现了从底层基础设施到上层应用的全面覆盖。

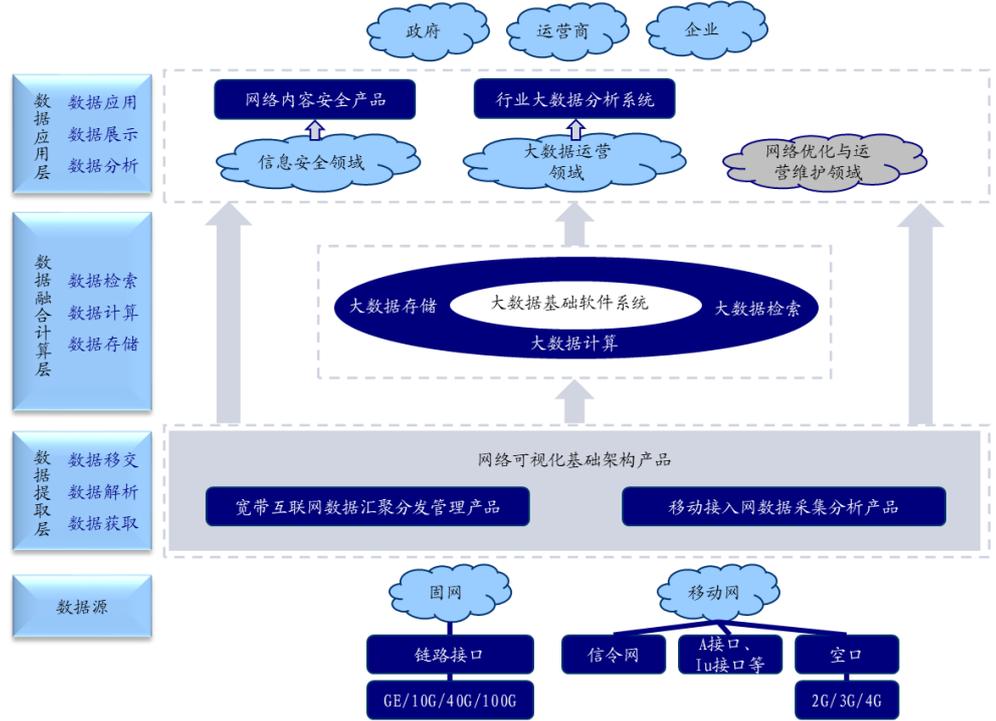
表 1 中新赛克主要产品

产品名称		产品简介	
网络可视化基础架构产品	宽带网产品	机架式	又称网络分路器、流量采集器或者网络探针。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
		盒式	又称网络分路器、流量采集器或者网络探针。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
	移动接入网数据采集分析产品	固定式	主要固定部署在室外
		移动式	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	
网络内容安全产品	基础版	采用内容深度智能分析和协议识别等技术，提供全面精细的网页过滤、敏感信息监控、全程网络行为监管，包含网络内容安全产品管理、明文协议解析、加密协议解析和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	
	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	
大数据运营产品	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	
	行业大数据分析系统	基于大数据基础软件系统实现不同行业的数据存储、数据分析、数据挖掘等应用的应用系统	
	存储硬件设备产品	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	

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司网络可视化基础架构产品（宽带网产品和移动网产品）的竞争力在国内网络可视化“前端”市场处于行业领先地位，并且通过网络内容安全产品和大数据运营产品逐步向网络可视化“后端”市场拓展。通过分析可发现，**四大产品体系贯穿“前端”和“后端”市场**，能够在网络可视化综合解决方案中发挥协同效应，为海内外的政府、运营商、企事业单位等提供整体解决方案。

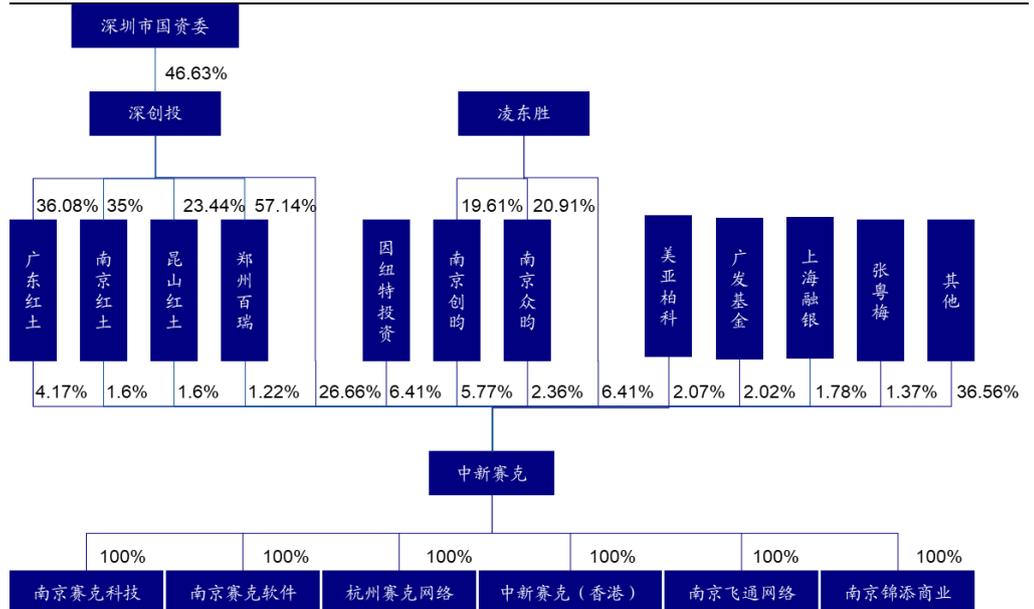
图2 中新赛克产品协同地图



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2012年10月，中兴通讯将其持有的68%中兴特种股权转让给深创投等10家投资者。截至2019年3月31日，深圳市创新投资集团、总经理凌东胜、因纽特投资和南京创购投资，分别持有上市公司26.66%、6.41%、6.41%和5.77%的股份。其中，深创投通过控股广东红土、南京红土、昆山红土、郑州百瑞间接持有中新赛克8.59%股份，合计控制公司35.25%股权，系公司控股股东。深圳市国资委直接持有深创投28.20%的股权，同时通过远致投资、盐田港集团等间接持股，合计持有深创投46.63%的股权，为公司实际控制人。

图3 中新赛克股权结构（截至2019年3月31日）

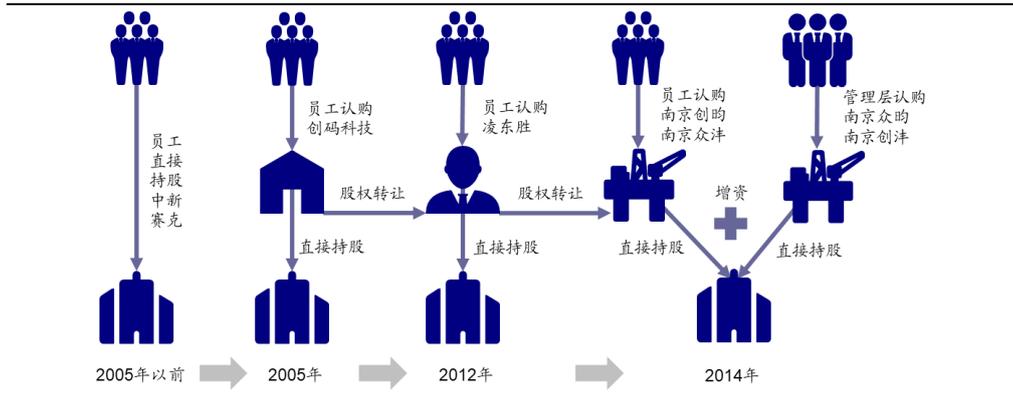


资料来源：公司招股说明书，2017-2018 年度报告，2019 年一季度报告，天眼查，Wind，海通证券研究所

总经理凌东胜直接持股6.41%，并与南京创购、南京众购为一致行动人，合计控制公司14.54%股权。其中，后两者为公司为规范员工持股、实施股权激励计划而设立

的持股平台，公司员工通过认购持股平台持有的公司股票间接持股，获得股权收益而不拥有实际股权，离职后由持股平台回购公司股票。

图4 中新赛克股权收益权的安排与清理



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

其余股东中，**因纽特投资**（原名“南京因纽特软件”）主营计算机软件的设计、研发和销售，并提供相关技术咨询和服务。**美亚柏科**是面向国内各级司法机关及行政执法部门提供电子取证产品及整体解决方案的系统集成商，属于网络可视化基础架构产品的下游集成商，与中新赛克在宽带网和移动网产品采购方面具有长期合作关系。

1.2 过去五年业绩加速提升，各业务维持高毛利率

2014-2018年，公司营业总收入分别为2.64亿元(+1%)、2.92亿元(+10%)、3.43亿元(+18%)、4.98亿元(+45%)和6.91亿元(39%)，年均复合增速27.19%；净利润为0.78亿元(+37%)、0.88亿元(+13%)、1.01亿元(+14%)、1.32亿元(+32%)和2.05亿元(55%)，年均复合增长率27.32%。

图5 2013-2018年中新赛克业务总收入及增速



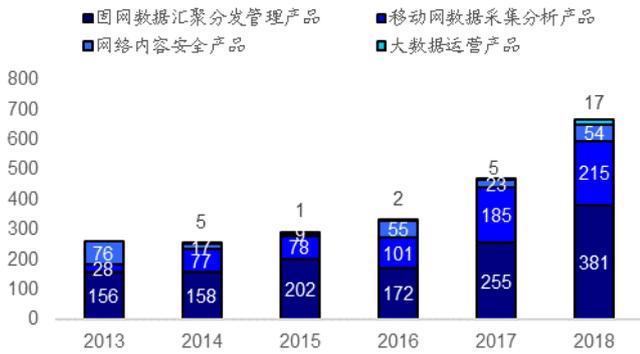
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 2013-2018年中新赛克净利润及增速

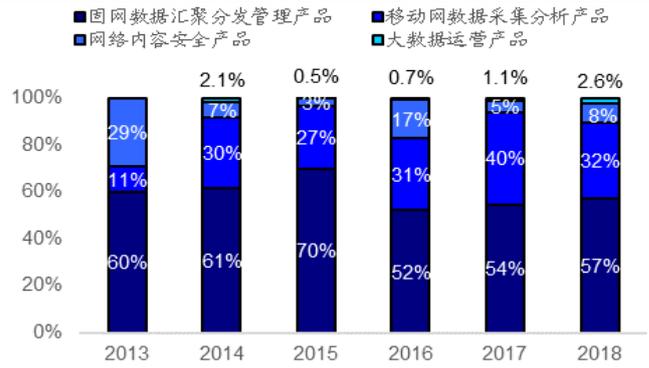


资料来源：Wind，海通证券研究所

网络可视化基础架构产品在公司主营业务收入中占比90%左右。2014-2018年，宽带网产品营收占比分别达到61%、70%、52%、54%及57%，移动网产品营收占比分别为30%、27%、31%、40%及32%。网络内容安全产品销售收入主要来自面向海外市场的网络内容安全软件，该产品销售早期主要依托中兴通讯，2012年后，为避免单一渠道对盈利稳定性的影响，公司开始自主建设海外渠道，扩大与海外系统集成商和客户的直接合作。大数据运营产品为公司新产品，2014-2018年销售额占主营业务收入的2.1%、0.5%、0.7%、1.1%及2.6%，目前公司签署的大数据运营产品订单以几十万、上百万小订单为主。

图7 2013-2018 年中新赛克各业务收入 (百万元)


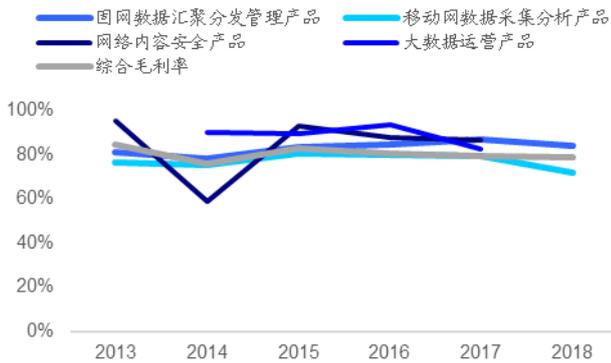
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 2013-2018 年中新赛克各业务主营收入占比


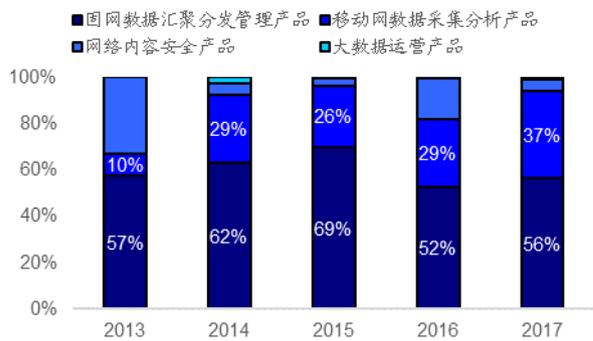
资料来源: Wind, 海通证券研究所

中新赛克各子业务毛利率均有 80%左右。从各产品本身特性来分析,网络可视化基础架构产品多面向高端下游用户进行定制化设计,且对技术、性能、稳定性及快速响应要求极高,技术附加值较高。网络内容安全产品以高毛利率的软件产品为主,且主要面向海外市场,2014-2017 年,业务毛利率接近 90%。

由于各业务的毛利率水平相差不大,各业务毛利贡献率与其营收占比基本一致,毛利约 90%来源于网络可视化基础架构产品,9%来源于网络内容安全产品,大数据运营产品及其他约占 1%,公司综合毛利率维持在 80%上下的较高水平。

图9 2013-2018 年中新赛克各业务及综合毛利率水平


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 2013-2017 年中新赛克各业务毛利贡献率


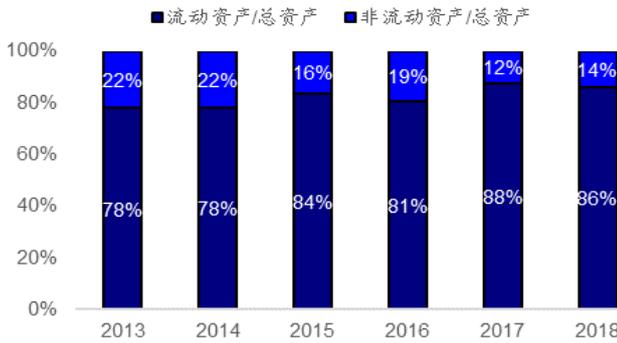
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3 轻资产高 ROE, 宽产品线布局、提升综合竞争力

1.3.1 供应链稳定, 轻资产模式维持高 ROE

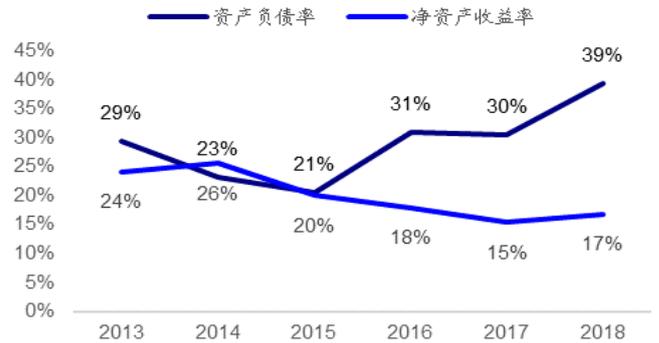
网络可视化基础架构产品的生产过程主要包括硬件制造、硬件调测、高温老化、生产测试、质检入库五个步骤,有委外生产和自行生产两种生产模式。中新赛克为“外协+自主”的轻资产生产模式,其中硬件制造环节(即贴片和焊接工序)外包,后续核心生产和质检环节由公司完成,以销定产并保持适当安全库存,统一采购原材料。该生产模式下,2013-2018 年,公司非流动资产占比在 22%以内,资产负债率 40%以下,净资产收益率 15%以上,周转效率较高。

图11 2013-2018 年中新赛克不同类型资产占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 2013-2018 年中新赛克资产负债率及净资产收益率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司原材料及核心部件自购渠道稳定。由于历史沿袭, 2013 年以前公司部分采购业务利用了中兴通讯集团的供货渠道和自产品资源, 主要集中在向中兴通讯采购部分通用元器件, 及向中兴康讯采购电子产品等原材料, 具备较强的议价能力, 采购价格为成本按约定比例加成定价。2013 年起, 公司开始加大自行组建采购渠道的力度, 在市场上自行选择主要原材料和核心部件供应商, 建立合格供应商数据库并每年定期审核, 对中兴通讯及相关企业的依赖逐步降低, 采购额占比从 2016 年 30.04% 下降到 2017 年 7.13%。

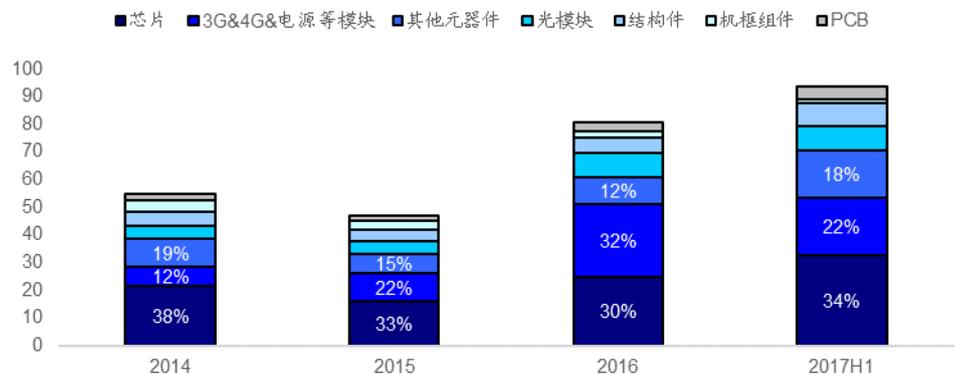
表 2 2014-2018 年前五大供应商采购额占比

排名	2018 年		2017 年		2016 年		2015 年		2014 年	
	供应商名称	占比	供应商名称	占比	供应商名称	占比	供应商名称	占比	供应商名称	占比
1	第一名	6.10%	南京研迈	10.11%	中兴通讯及其关联公司	30.40%	中兴通讯及其关联公司	23.85%	中兴通讯及其关联公司	20.17%
2	第二名	4.84%	英特砂科技	10.00%	南京研迈	19.17%	南京研迈	14.70%	南京新起亚	9.32%
3	第三名	4.41%	中兴通讯及其关联公司	7.13%	南京新起亚	6.96%	先锋硕通	9.42%	南京尤肯	8.79%
4	第四名	4.05%	南京尤肯	5.15%	捷沃光通	6.41%	江苏金陵	4.08%	江苏金陵	7.17%
5	第五名	3.56%	厦门胜华	4.65%	先锋硕通	3.31%	钧龙贸易	3.84%	南京研迈	4.59%
合计		22.97%		37.04%		66.26%		55.88%		50.05%

资料来源: 公司招股说明书, 公司 2017 年度报告, 公司 2018 年度报告, 海通证券研究所

2014-2017H1, 公司采购额占比最高的部件为芯片 (目前 100% 进口芯片), 约占全部原材料采购额的 35% 左右, 皆通过国外厂商的国内代理商采购。同时对 3G&4G&电源等模块、光模块、结构件等采购额也相对较大, 占比分别约为 20%、10%、10% 左右。

图13 2014-2017H1 中新赛克各原材料采购额 (百万元) 及采购占比 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

1.3.2 国内涉密资质客户优质，渠道先发优势形成行业壁垒

中新赛克下游客户相对集中，前五大客户主要包括系统集成商、建设单位和经销商，终端客户主要为政府机构、电信运营商和企事业单位。2012年脱离中兴通讯后，公司逐步形成以直销为主、经销为辅的销售模式，近两年直销比例保持在80%以上。其中，直销模式具体可分为系统集成商用于集成项目、项目建设单位直接采购及零售三种。

根据国内市场和客户群特点，公司对网络可视化基础架构产品和大数据运营产品采取直销和买断式经销相结合的销售模式，在宽带网产品上具有一定的先发优势。运营商市场中，2015年前公司主要通过信通科创等经销商、系统集成商间接参与；2015年起，运营商软硬件设备部分转为向原厂直接招标，公司开始直接面向建设单位。中国移动在2015年、2016年皆为公司第一大客户，营收占比分别达到35.67%和25.55%。2017年公司全资子公司赛克科技中标中国电信侧配套工程项目，直接参与项目建设。政府部门中，2013年赛克科技成为国家互联网应急中心合作单位，该中心系我国网络安全应急体系的核心协调机构、国家级应急中心，未来将对网络信息安全设施持续投入。其他主要客户中，电信科学技术第十研究所、太极计算机、广州汇智、金浦科技皆为公安行业集成商，2015年起，公司也直接为重庆市公安局提供移动网络安全防护设施。美亚柏科为面向国内各级司法机关及行政执法部门提供电子取证产品及整体解决方案，和任子行同为行业集成商，与公司有稳固的商业合作关系。同时，公司通过了多家大型客户的合格供应商认证，为中兴通讯、中兴康讯的海外项目提供网络内容安全产品、宽带网产品及移动网产品。

根据海外市场和客户群特点，公司设立海外销售事业部和独立的售后服务体系，将网络安全产品直销给国际系统集成商、国外政府机构或运营商等终端客户。肯尼亚政府系公司在海外市场重点发展和长期合作的客户，业务内容包括新建网络信息安全项目的方案设计、现场工勘、技术方案交流等。

表 3 2014-2018 年前五大客户营收占比

2018 年		2017 年		2016 年		2015 年		2014 年		
客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	
1	第一名	13.00%	神州数码	18.84%	中国移动	25.55%	中国移动	35.67%	电信科学技术第十研究所	12.50%
2	第二名	12.77%	中兴康讯	9.74%	肯尼亚政府	17.89%	信通科创	11.06%	南京磐天	12.39%
3	第三名	6.72%	美亚柏科	6.88%	美亚柏科	5.06%	金陵科技 金浦科技	4.65%	金陵科技 金浦科技	9.95%
4	第四名	4.22%	信通科创	6.32%	重庆市公安局	4.99%	广州汇智	4.46%	信通科创	8.19%
5	第五名	3.34%	国家互联网 应急中心	6.01%	信通科创	4.87%	太极 计算机	4.26%	中兴通讯	7.70%
合计		40.05%	47.79%		58.36%		60.10%		50.73%	

资料来源：公司招股说明书，公司 2017 年度报告，公司 2018 年度报告，海通证券研究所

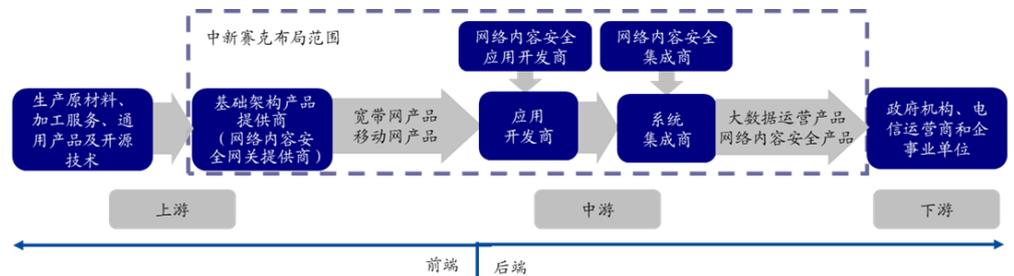
网络可视化和信息安全产品具备较高的专业性，下游用户对产品的功能、性能、稳定性有较高要求，并且产品综合替换成本较高、用户粘性较大。2018年，公司通过发挥各产品协同效应，形成了新的行业解决方案，并在政府市场中取得规模性突破。我们认为后端潜在新业务有利于进一步强化与现有客户的业务协同性，对于中新赛克这样已经占有较高市场份额和已建立市场地位的企业来说，更容易利用先发优势和渠道优势保持和拓展市场，对于新进入企业则有较大的市场压力。

1.3.3 拓宽产品线布局，增强市场竞争力

根据产业链上下游关系，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。其中，基础架构产品提供商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，以硬件为主；应用开发商主要为下游集成商提供应用系统，以软件为主；系统集成商直接面向整个行业的下游用户，如政府机构、电信运营商、企业等，提供方案咨询与设计、系统集成和技术服务。网络内容安全市场作为网络可视化市场中的一个重要应用方向，主要参与者可具体细分为网络内容安全网关提供商、网络内容安全应用开发商和网络内容安全集成商。

网络可视化市场中，根据后端客户能力和需求的不同，中新赛克既作为基础架构产品提供商位于产业链上游，为美亚柏科和任子行等系统集成商提供前端宽带网产品和移动网产品；同时也作为系统集成商，直接为运营商、政府等终端客户提供整体解决方案。在**网络安全产品市场**中主要作为网络内容安全应用开发商。

图14 中新赛克网络可视化产业链全布局



资料来源：公司招股说明书，公司 2018 年 1 月 9 日投资者关系活动记录表，海通证券研究所

国内网络可视化市场由于技术门槛较高，且终端客户对产品的稳定性、功能性等要求较高，对厂商的考核也较为严格，目前国内主要参与者有中新赛克、锐安科技、百卓网络、恒为科技、永鼎致远、恒扬数据、迪普科技、三汇数字等。

公司的网络内容安全产品主要在国外销售，全球市场上品牌知名度较高的同类企业有美国 Palantir、德国 Trovicor、美国 Utimaco 及美国 SS8 等。由于亚太地区近年互联网发展迅速，因此也出现了许多本地厂家提供网络内容安全业务，如 Verint Systems、NICE Systems 等。非洲通信市场由于制度建设、专业人才队伍等发展滞后，目前本地无法提供相关产品及解决方案，需外部引进，Verint Systems、i-HLS System、Utimaco 等许多著名厂商在该地区拥有市场地位。2017 年公司取得甲级涉密信息系统集成资质后，网络内容安全产品开始逐步向国内渗透，逐渐与国内启明星辰、卫士通、蓝盾股份、绿盟科技、天融信等网络安全产业公司形成竞争。

表 4 中新赛克网络可视化市场主要竞争对手

竞争公司	竞争公司简介	直接客户
中新赛克	成立于 2003 年，信息网络的智能管理与安全防护、数据类通讯产品的定制及安全领域的整体解决方案供应商	政府、三大运营商、企事业单位、系统集成商及经销商
锐安科技	成立于 2003 年，公安部控股，国内从事大数据分析、信息挖掘，及最早提供网络安全大数据产品和解决方案的高新技术企业之一	公检法、网信、保密、电力、运营商等政府部门及企事业单位
百卓网络	成立于 2005 年，围绕网络安全、公共安全、城市安全三大业务方向，覆盖信息安全、大数据、下一代互联网软硬件生产，为行业用户提供专业的安全解决方案	工信部及三大运营商、公安、金融、教育、政府以及大中型企业
恒为科技	成立于 2003 年，国内领先的网络可视化基础架构以及嵌入式与融合计算平台提供商之一	系统集成商
恒扬数据	成立于 2003 年，业界领先的网络流量数据采集和分析设备及解决方案提供商	运营商、政府、大型企业，海外深耕北非市场，同时推进中东、东南亚、南亚市场
迪普科技	成立于 2008 年，主营业务包括网络安全产品、应用交付产品及基础网络产品	国家信息中心等政府部门、运营商
三汇数字	创始于 1997 年，国内最早从事数字通信设备生产的厂家之一，公安信息化领域的核心系统集成商	遍及全国 31 个省、市、自治区 400 余家公安单位

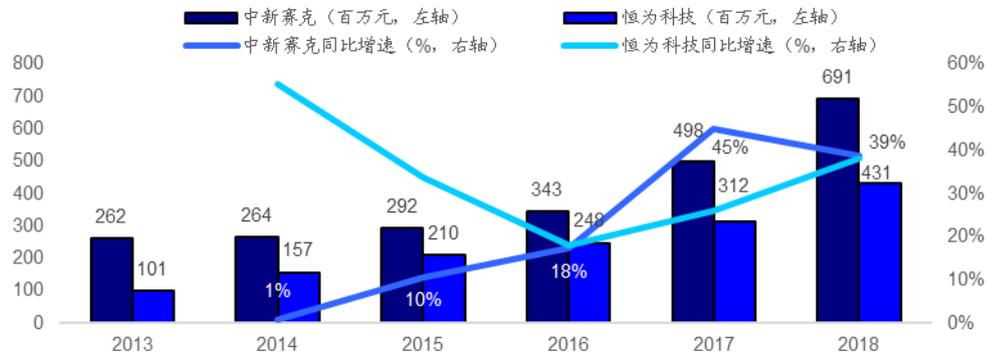
资料来源：中新赛克招股说明书，各公司官网，海通证券研究所

按照国内网络可视化市场主要参与者在基础架构产品生产和系统集成业务方面的参与度，我们可大致进行如下分类：中新赛克、迪普科技、百卓网络既为下游集成商提供宽带网和移动网产品，又可以作为集成商直接为终端客户提供集成方案，其中迪普科技以网络安全应用产品为主，2016-2018 年该类业务营收占比 75% 以上；恒为科技与恒扬数据下游多为系统集成商，较少与终端客户直接交易；三汇数字、锐安科技、永鼎致远基础架构产品占比较低；美亚柏科、任子行则为行业专业集成商。

1.4 同业比较，凸显公司技术研发与渠道拓展投入力度大

考虑同业公司体量、核心业务占比等因素，上市公司中恒为科技系公司网络可视化基础架构产品的重要可比公司。2014-2018 年，恒为科技主营业务收入分别为 1.57 亿

元 (+55.42%)、2.1 亿元 (+33.82%)、2.48 亿元 (+17.96%)、3.12 亿元 (26.02%) 及 4.31 亿元 (+38%)，年均复合增速 28.72%，由于体量较小，增速略高于中新赛克 (27.19%)。通过二者财务数据对比，可分析中新赛克在生产销售、技术创新、渠道拓展等方面的发展特点。

图15 中新赛克与恒为科技主营业务收入及增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

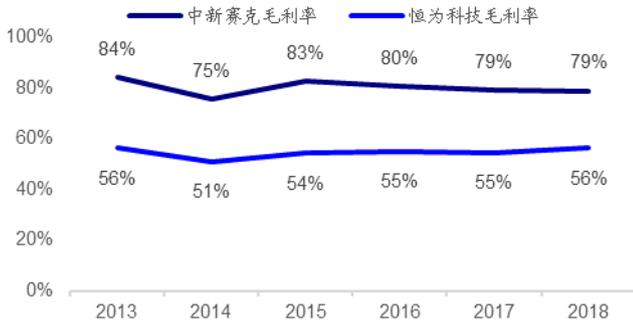
中新赛克毛利率较恒为科技更高。原因首先在于二者的产业链定位不同，从而导致直接面对的客户群体结构不同，中新赛克主要客户包括电信运营商等终端用户和建设单位，而恒为科技主要客户为集成商，直接向建设单位销售通常比向系统集成商销售售价更高。**其次**，二者生产模式不同，恒为科技所有工艺环节均委外完成，外协厂商向恒为科技交付整机；中新赛克仅将硬件制造环节交由外协生产，公司负责后续较多生产环节，一定程度上可节约成本开支。

图16 中新赛克与恒为科技基础架构产品外协生产模式对比

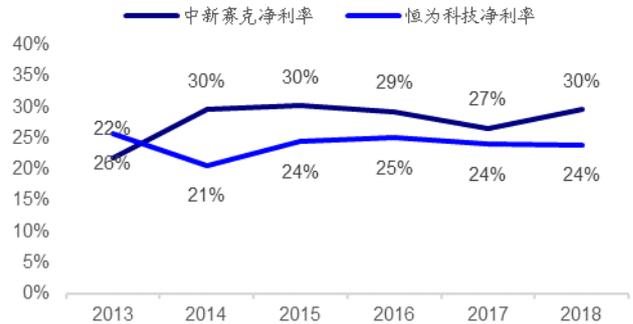

资料来源：中新赛克招股说明书，恒为科技招股说明书，海通证券研究所

再次，产品应用领域不同，中新赛克软硬件产品主要应用于信息安全行业，终端用户对设备要求及技术门槛较高，产品价格和毛利率较高；恒为科技产品除应用于信息安全行业外，还包括网络优化与运维、大数据运营等行业，市场竞争相对激烈，产品价格相对偏低。**最后**，中新赛克相比恒为科技业务规模和原材料采购量较大，具备一定的规模和渠道优势。

但通过对比可发现，中新赛克与恒为科技净利率差距较小。我们可从二者的期间费用率方面剖析其原因。

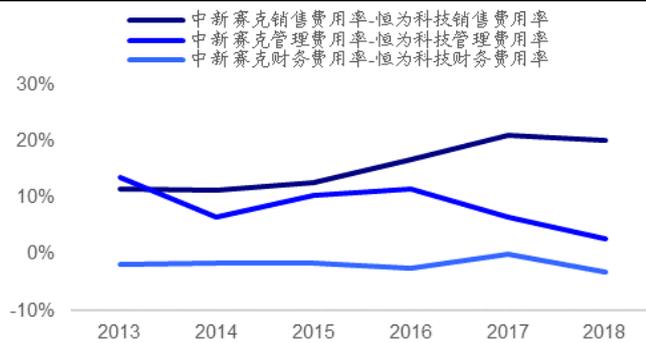
图17 2013-2018 年中新赛克与恒为科技毛利率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

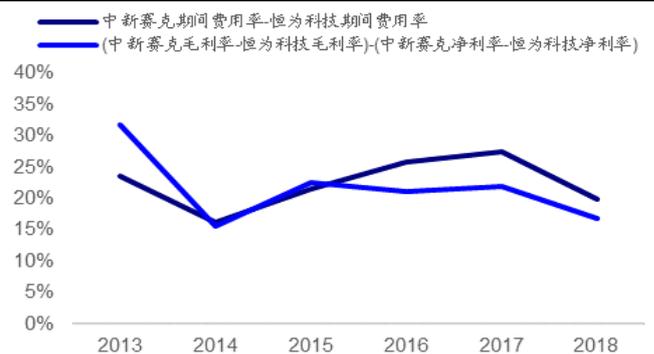
图18 2013-2018 年中新赛克与恒为科技净利率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

中新赛克的销售费用率和管理费用率显著高于恒为科技。对比二者期间费用率差额和毛利率净利率差额,发现两项差额非常接近(图20),即中新赛克之所以在净利率上和恒为科技相差不大,主要是由于其期间费用率更高,相比恒为科技,中新赛克销售费用率高20个百分点左右、管理费用率高10个百分点左右。高期间费用率抵消了中新赛克毛利率高于恒为科技的部分,故从毛利率中扣除期间费用率后,两公司剩余利润率将非常接近,即表现在二者的净利率相差不大。

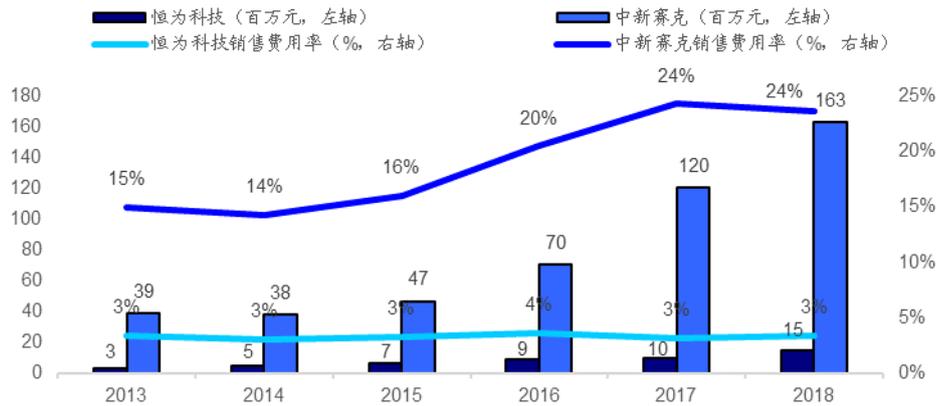
图19 2013-2018 年公司各项期间费用率差额


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 2013-2018 年公司期间费用率与利润率差额


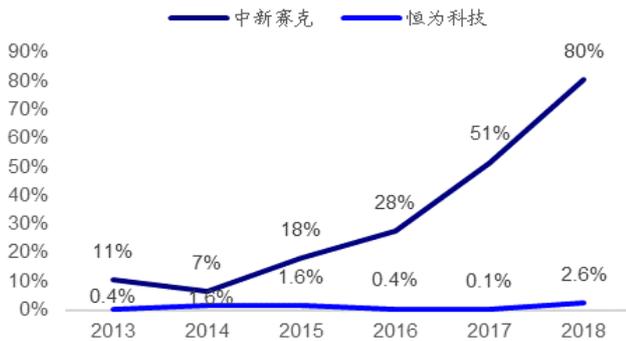
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2013-2018年,中新赛克销售费用率从15%上升至24%,这与公司加大直销渠道建设、推动渠道下沉直接相关,费用内容主要包括销售人员的工资薪酬及福利、差旅费,租赁费、售后服务费、业务宣传费、业务招待费等。随着主营业务收入的增加,公司在推进国内省级市场的同时,增加对市、区、县级市场的覆盖;国际市场上不断向更多国家和地区拓展,2014-2016年公司海外销售金额占主营业务收入的比例分别为2.47%、4.38%、17.89%。公司市场销售人员数量不断增加,截至2017年底达209人,较2016年底的140人增长49.29%。

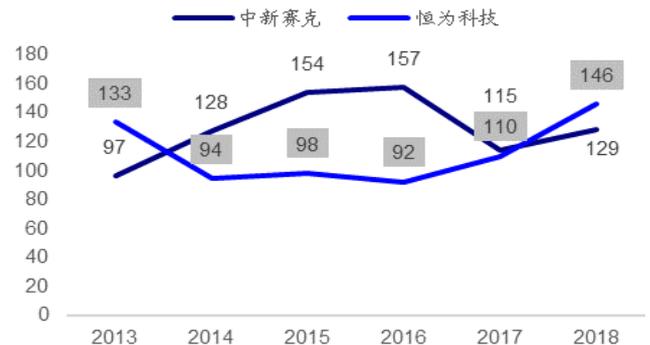
图21 2013-2018 年中新赛克与恒为科技销售费用及费用率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

中新赛克渠道下沉效果逐渐显现, 海外渠道建设现已逐步到达收获期。2014-2018年, 公司预收账款率从7%逐年攀升至80%, 在手订单数量充沛。应收账款周转天数从2016年157天缩短为2018年129天, 回款能力增强。

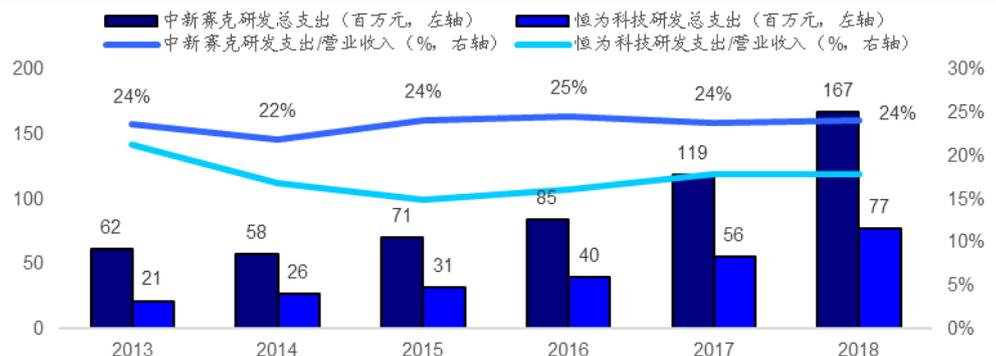
图22 2013-2018 年中新赛克恒为科技预收账款营收占比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 2013-2018 年中新赛克恒为科技应收账款周转天数 (天)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

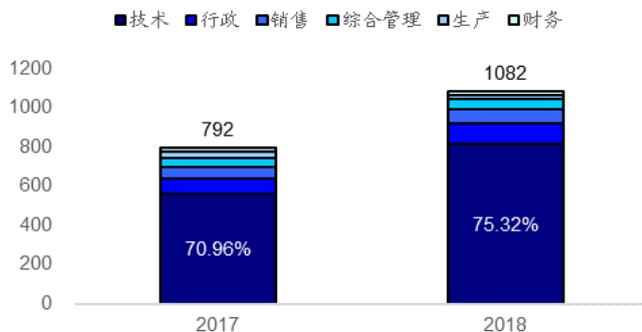
网络可视化基础硬件和软件产品的开发涉及众多技术领域, 例如骨干网接口技术、高速交换与背板技术、实时流量解析技术等, 网络可视化应用则需处理高度复杂、动态的、海量的网络流量数据, 行业研发投入需求较高。公司以产品领先市场 6-9 个月为目标, 每年研发投入的营收占比 20%+, 管理费用率始终高于恒为科技 10-20 个百分点 (图 20)。2014-2018 年, 公司研发投入的营收占比分别为 21.91%、24.17%、24.61%、23.86% 和 24.17%, 而恒为科技研发投入营收占比在 15%-20% 之间。

图24 2013-2018 年中新赛克与恒为科技研发支出及支出销售占比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

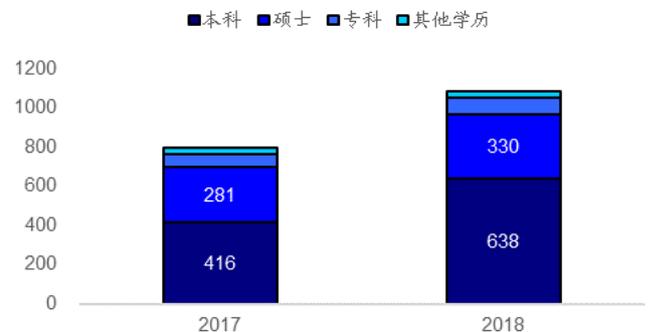
中新赛克研发人员队伍庞大。截至 2018 年底，研发等技术人员达到 815 人，占公司总人数的 75%，本科及以上学历员工 968 人，占比 89%。公司核心研发团队持续钻研固网、移动网、大数据、软件定义网络 (SDN)、网络功能虚拟化 (NFV)、5G、人工智能等技术架构及其演进趋势。

图25 2017-2018 年中新赛克各业务员工数量(人)与占比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 2017-2018 年中新赛克各学历员工数量(人)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司根据技术演进趋势相应进行各子业务的技术储备。宽带网产品方面，产品随流量及协议复杂程度增加而进行产品革新；移动网产品方面，研发基于宽频无线信号的态势感知产品；网络内容安全产品方面，进一步完善电信诈骗防范系统，结合人工智能技术进行深度挖掘；同时不断增强各产品协同效应并形成综合解决方案。

表 5 中新赛克自主研发技术储备情况

产品类别	技术名称	用途
宽带网产品	超 100GE 线路接入	400GE 链路数据接入，并跟踪 1T 相关标准的进展
	下一代交换网技术	采用新一代交换芯片，提供更高的交换带宽
	多维度流量分类技术	用户可通过多维度规则的设置，对流量进行组合规则的分流
	开放可编程的应用平台	提供丰富 API，支持用户自定义数据处理流程，支持功能的二次开发
	云检测技术	支持与 Sinovatio 全球安全服务中新无缝对接，自动样本上报，自动化识别
移动网产品	基于关联的流量识别技术	作为应用层协议识别，网络入侵和攻击检测的有效补充手段
	基于启发的流量识别技术	通过用户行为分析、特征统计、样本建模，对网络流量进行启发式的识别手段
	4G 网络信息采集和分析技术	支持 LTE 网络 TDD 和 FDD 制式下所有频段移动终端自适应配置参数、信息采集或信息分析
网络内容安全产品	5G 网络信息采集和分析技术	支持 5G 网络下的移动终端的身份信息采集、分析，应用于固定安装、车载和便携等形态的设备
	4G 信令解析	完成 4G 的基础信令协议研究，并解析出信令所带内容。
大数据运营产品	4G 信令解密	完成 4G 网络内加密信令的解密及解析工作
	机器学习技术	优化改进现有平台的机器挖掘和分析的算法模型
	众核 ARM 计算技术	使用 ARM 众核的计算技术与分布式计算引擎技术融合形成高性能、低功耗的分布式计算节点
	分布式块存储技术	优化现有分布式块存储技术，满足大数据平台分布式块存储在行业客户的应用需求
	站点异地迁移和快速恢复技术	优化现有快速恢复技术，实现异地站点大数据平台更快速恢复和重建

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

此外，公司承接国家发改委、工信部、江苏省经信委等部门的相关研究课题，长期保持与国内外科研院所和企事业单位的交流，参加并赞助国内外的行业展会，联合国内 32 家信息安全公司成立中国网络安全产业联盟，并承办由中国计算机学会主办的大数据应用论坛。人才培养方面，与中国科技大学等高校合作进行人才储备。

2. 流量增长与安监需求催生行业高景气度

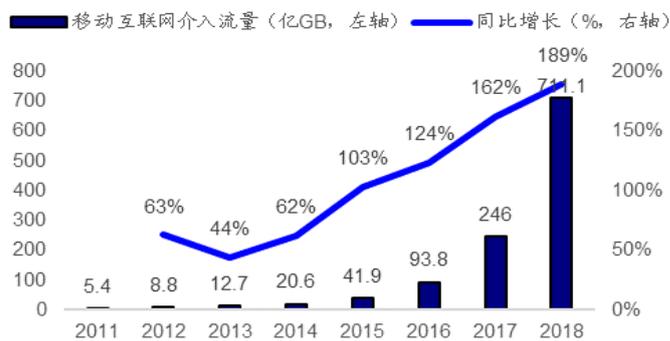
2.1 高速率端口升级、5G 新协议带来产品更新换代需求

中国互联网络信息中心 (CNNIC) 第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》称，1997-2018 年，我国网民数量从 62 万增长至 8.29 亿，互联网普及率从 0.03% 增长至 59.6%，网站数量从 1500 个增长至 523 万个。工信部数据显示，2018 年我国移动互联网接入流量达 711.1 亿 GB (+189.1%)；其中手机上网流量达到 702 亿

GB (+198.7%)，占总流量的 98.7%。手机应用的大幅普及和移动流量资费不断下调，均刺激移动互联网接入流量消费保持爆炸式增长。

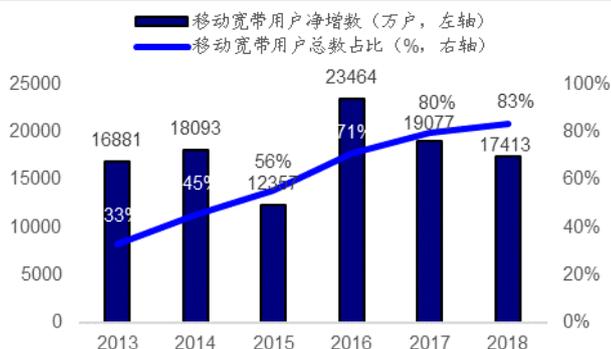
图27 2008-2018 年中国网民规模和互联网普及率


资料来源：CNNIC 第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》，海通证券研究所

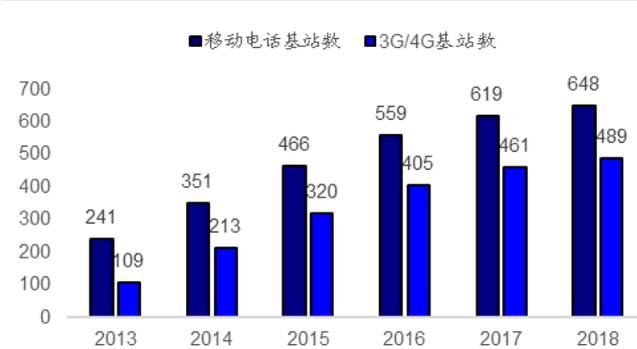
图28 2011-2018 年移动互联网流量及其增长率


资料来源：工信部《2018 年通信业统计公报》，海通证券研究所

我国宽带用户持续向高速率迁移。工信部数据显示，截至 2018 年底，三家基础电信企业固网宽带接入用户总数达 4.07 亿户，全年净增 5884 万户，其中光纤接入 3.68 亿户，占总数的 90.4%，接入网络基本实现全光纤化；100Mbps 及以上速率 2.86 亿户，占总数的 70.3%，比上年末提高 31.4 个百分点；移动宽带（3G&4G）用户总数达 13.1 亿户，全年净增 1.74 亿户，占移动电话用户的 83.4%，其中 4G 用户 11.7 亿户；2018 年全国净增移动通信基站 29 万个，总数达 648 万个，其中 4G 基站净增 43.9 万个，总数达 372 万个，移动网络服务质量和覆盖范围持续提升。

图29 2013-2018 年移动宽带（3G/4G）用户发展情况


资料来源：工信部《2018 年通信业统计公报》，海通证券研究所

图30 2013-2018 年移动电话基站发展情况（万个）


资料来源：工信部《2018 年通信业统计公报》，海通证券研究所

宽带网方面，网络接口从千兆、10G、40G，到目前 100G 骨干网的部署，再到正在发展中的更高速率的 400G/1T 网络接口标准，越来越大的数据量带来整个网络的扩容，运营商也开始把建设焦点从骨干网进一步转移到城域网，每个发展阶段决定了相配套的基础架构产品的生命周期，不断提出产品更新需求。即使在同样的带宽下，相关应用和协议种类越来越多，同样会对网络可视化设备产生更多的需求。

移动网方面，C114 援引全球移动通信协会（GSMA）《中国移动经济发展报告 2019》称，4G 普及率将在未来几年达到顶峰后逐步下降。当前世界各国和权威组织都已看到 5G 技术发展的迫切性，CNNIC 第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2018 年 3 月，我国提交的 5G 国标标准文稿占全球的 32%，多项技术方案进入国际核心标准规范；2018 年 12 月中国三大运营商获得 5G 系统中低频段实验频率使用许可，我国 5G 推进速度、质量均居世界前列。C114 援引安永预测数据，2025 年中国 5G 用户将达到 5.76 亿，占全球总数逾 40%。随着我国 5G 应用业务的发展，移动网产品的网络接口技术、数据汇聚分流技术、高速背板技术以及协议识别技术等也要随之进行升级，我们预计 5G 时代的来临将为公司的移动网产品带来新的机遇和营收增长点。

2.2 信息安全威胁增强，内容流量成监管常态

网络内容安全是一个全球性问题。随着互联网高速发展和移动用户的高速增长，网络应用进入了各个领域，虚假/垃圾信息、APT/DDoS 攻击以及色情/暴力/赌博等不良内容也相应增加。安全公司 Distil Networks 《2018 恶意机器流量报告》称，2017 年全部流量中 21.8% 为恶意机器流量，同比+9.5%；信通院《2018 年第三季度终端安全漏洞报告》称，2017-2018 年上市的 Android 手机，每款设备平均检测出 21 个未修补漏洞；2018 年，国家互联网应急中心通过监测发现 50 个 DDoS 攻击团伙，受攻击目标 IP 数目 9 万余个。

随着网络威胁和攻击的复杂和隐蔽化，可判断针对其监测和管理的需求不断增加，必将带动网络可视化和信息安全监测行业的快速发展。针对网络内容的监管与网络环境的维护，以及基于云计算和大数据的安全防护都将成为各国信息安全领域布局的重点。

表 6 各国网络安全相关投入预算

国家	相关举措	预算投入
美国	2019 财年国防授权法案	将网络安全预算大幅增加至 300 亿美元
英国	《国家网络安全战略 (2016-2021)》	投入 19 亿英镑强化网络安全能力
德国	组建网络安全与关键技术创新局	未来五年投入 2 亿欧元

资料来源：信通院《中国网络安全产业白皮书 (2018 年)》，海通证券研究所

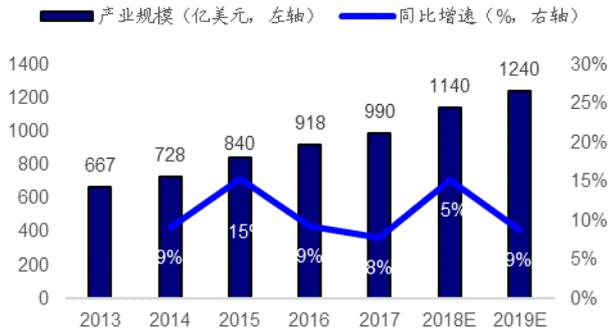
我国相关部门愈发重视针对固网、移动网等领域的安全监测管理，通过加强信息安全立法，逐步实现信息安全审查、准入及安全防御制度的法律化。现已有中宣部、工信部、国家安全部、教育部等十几个政府部门配合参与到互联网管理中来，我们认为未来这种对内容的监管将逐步完善形成常态化方式，政府机构、电信运营商和企事业单位等对可视化产品的需求量将越来越大，且将对网络内容安全监测手段和解决方案提出更高要求。

表 7 2018 年出台或修订的行业相关文件

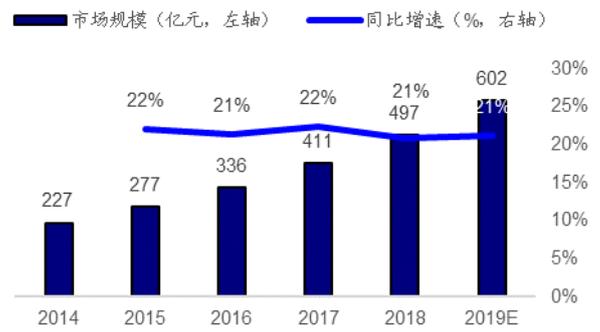
主体	文件名称	管控方向与意义
全国人大常委会	《中华人民共和国国家情报法 (2018 修正)》	对于推进网络强国建设、维护国家安全、保障人民群众的利益有重大意义
	《中华人民共和国反恐怖主义法 (2018 修正)》	
国务院	《促进大数据发展行动纲要》	进一步明确促进我国大数据产业发展的主要任务、重大工程和保障措施
工信部	《大数据产业发展规划 (2016-2020 年)》	
工信部	《工业控制系统信息安全行动计划 (2018-2020)》	旨在深入落实国家安全战略，加快工控安全保障体系建设，促进工业信息安全产业发展

资料来源：公司 2018 年半年度报告，2017 年年度报告，海通证券研究所

IHS Markit 数据显示，2018 年全球网络可视化基础架构产品市场规模约 6.15 亿美元。Gartner 预测，2019 年全球信息安全产品和服务支出预计将增长 8.7% 至 1240 亿美元。我国网络内容安全市场在技术进步、政策完善等因素影响下发展迅速，中国产业信息网援引智研咨询预测，2019 年我国网络安全市场规模将维持 20%+ 的增长至 602 亿元。

图31 2014-2019 年全球安全产业规模及预测


资料来源：信通院《中国网络安全产业白皮书（2018年）》，Gartner，海通证券研究所

图32 2014-2019 年中国网络安全市场规模及预测


资料来源：智研咨询《2018-2024 年中国网络信息安全行业市场深度调研及投资前景分析报告》，海通证券研究所

3. 布局后端大数据市场，兼顾海外扩张

3.1 大数据技术储备，蓄力后端市场拓展

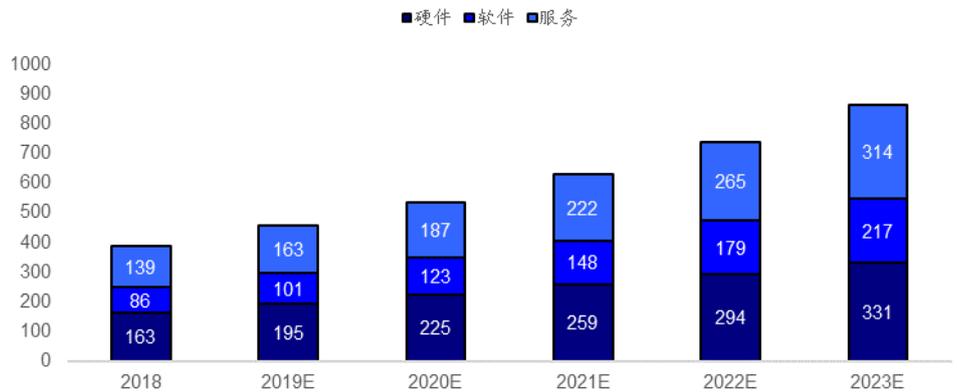
大数据、人工智能、全球物联网、云计算为新一代信息化的四大技术基础。随着经济发展进入新阶段，互联网+、一带一路、中国制造 2025 等国家战略加速了各行业的转型，也加速了信息产业从 IT 时代向数据时代的过渡，可判断“数据”将成为国家、行业和企业核心竞争力与生产力。目前，我国大数据产业集聚特色化发展态势逐步显现，产业生态体系迈入成熟完善阶段。

表 8 我国大数据产业环境

环境	现状	发展方向
产业技术	支持 PB 级内存和微秒级计算响应的内存计算技术以及大数据实时采集和清洗技术、大数据语义理解和协同技术、新型数据可视化技术等大数据领域核心关键技术将加速突破，大数据软硬件自主研发实力快速提升，涌现出一大批大数据创新企业和创新模式	与人工智能、区块链、边缘计算等技术的联系将更加紧密
配套环境	大数据标准体系初步形成，安全保障体系和法律法规不断完善。大数据技术、交易、开放共享、工业大数据等国家标准的研制工作逐步开展 近 20 个地方政府陆续推进大数据应用平台建设，广东、福建、浙江、河南、上海等 16 个地区均依据当地发展现状制定了相应的大数据相关政策	全国将加快建设一批省级大数据产业集聚区，进一步优化资源配置、形成集聚效应、发挥辐射带动作用，促进地方大数据产业发展和应用，带动区域经济社会转型

资料来源：工信部《大数据产业发展规划（2016-2020 年）》，赛迪智库《中国大数据产业发展水平评估报告（2018 年）》，网络公开资料，海通证券研究所

C114 援引 IDC 中国预测，2019 中国 DaaS (Data as a Service, 数据即服务) 年用户坐席数达到 830 万，平均每个坐席每月贡献值达 392 元人民币。赛迪智库《中国大数据产业发展水平评估报告（2018 年）》称，2018-2020 年我国大数据市场规模增长率将维持在 35% 左右。199IT 网站援引 IDC 数据称，截止 2018 年底，中国大数据解决方案市场软硬件与服务总额达到 388.8 亿元，预计未来五年年均复合增长率将达到 17.3%。

图33 2018-2023年中国大数据解决方案市场规模预测 (亿元)


资料来源: CNNIC 第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》, IDC, 海通证券研究所

随着网络大规模升级及数据中心扩建, 数据呈现指数增长, 单纯的硬件和软件销售沦为价值链末端, 小规模部署网络可视化解决方案已很难满足用户大规模部署的需要, 提供简单易用的综合解决方案、赋能数字化转型成为行业实现信息技术创新红利的发展首选。未来, 公司在确保网络可视化基础架构产品市场份额和抓住市场机遇的同时, 将在大数据运营产品进行拓展和延伸, 整合公司核心优势资源, 将分布各地的数据汇入大数据融合分析中心分析处理。大数据运营产品与原有业务协同, 不仅可提高数据源的全面性、分析结果的准确性, 而且有利于提升网络可视化解决方案效率和性能, 降低用户 TCO。

公司成立数据分析及人工智能团队, 推出智能化大数据平台 OceanMind, 提供一站式端到端工业物联网解决方案。公司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, 还通过 AI 自研, 提供人脸识别、图片比对、图片识别和语音识别等多项面向业务的 AI 应用。

表 9 大数据产品一览表

产品名称	用途特点	产品所处阶段
态势感知产品	对安全环境信息进行分析, 快速判断当前及未来形势, 作为决策依据	已在多地形成一定规模的应用
数据治理产品	可进行多数据源及多数据类型的数据治理, 完成统一的数据清洗、转换, 并实时进行数据路径及数据质量的监控, 将形成的治理结果库数据共享给各业务平台使用	已形成商用
审计一体机	体积小、易携带, 适用于各行业的审计工作	已开始试商用
AI 相关深度学习产品	利用知识图谱技术构建高效应用, 利用在算法、对数据和业务的理解、数据治理经验方面的优势, 极大提升“综合信息采集分析系统”的功能和效能	已用于公安行业

资料来源: 公司 2018 年半年度报告, 海通证券研究所

针对公安行业大数据快速发展的需要, 公司开发了大数据运营产品综合信息采集分析系统, 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, 目前已实现了一定规模的应用, 市场竞争力初显。

图34 中新赛克网络内容安全大数据产品



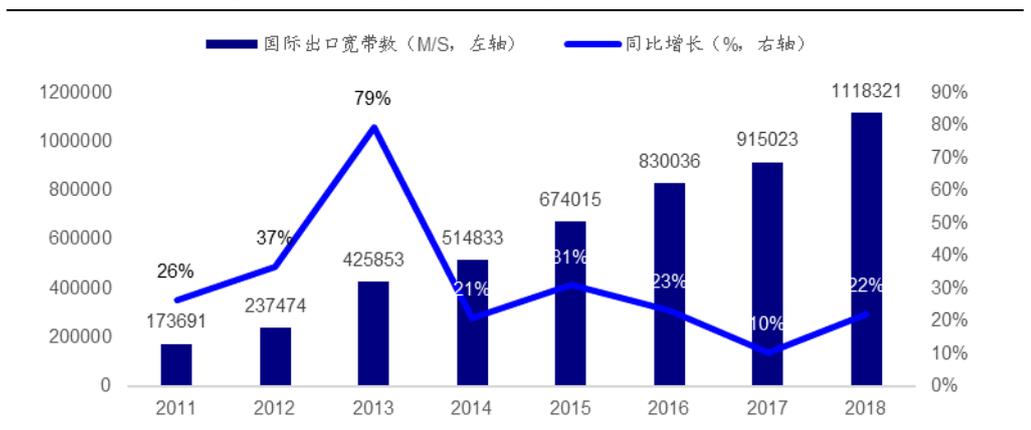
资料来源：公司官网，海通证券研究所

199IT 网站援引 IDC 数据，从行业角度来看，大数据在金融、电信、政府和专业服务市场规模总和超过 50%，主要应用场景包括金融行业的反欺诈、风控、信贷业务，电信行业的精准营销、信用评估，政府行业中的智慧城市、公共安全、交通和气象等。目前，公司重点在自身优势行业领域内进行大数据运营产品拓展，同时在教育、金融等增加商用布局。

3.2 加大海外市场渠道拓展

全球宽带网络基础设施，尤其是广大发展中国家的完善和提升，使网络传输容量、传输距离、传输性能等将实现进一步提升，既对网络可视化产品提出了新挑战，也为公司市场扩张提供了巨大机遇。IHS Markit 《Network Monitoring Equipment: Annual Market Report: Excerpts》称，北美是全球最大的网络监控设备需求市场（约占全球收入的 3/4），EMEA（欧洲、中东、非洲三地区）和亚太地区是网络监控设备的另外两个主要销售地区，其中亚太地区增速最快，EMEA 市场增速未来也将超过北美。2018 年，我国国际出口宽带数为 1118321M/S，同比+22.2%，相应将带动当地相关产品需求的增长。

图35 2011-2018 年中国国际出口宽带数及其增长率



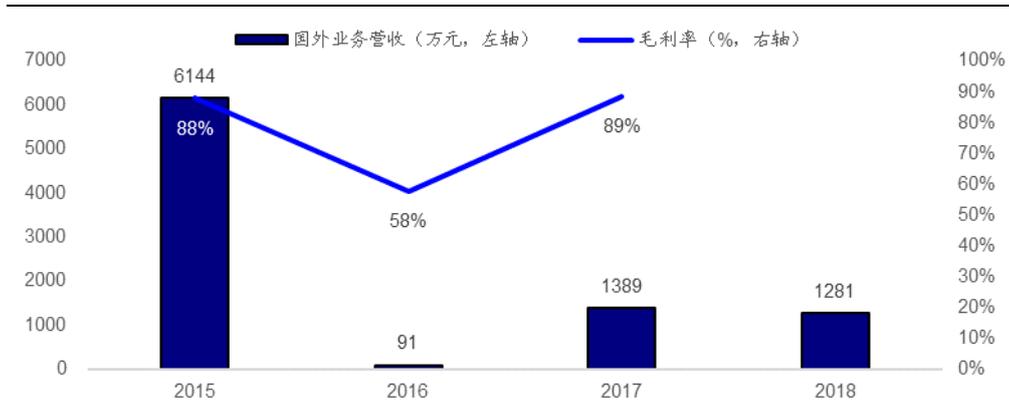
资料来源：CNNIC 第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》，海通证券研究所

由于发达国家壁垒较高，企业进入需经历漫长的认证周期并付出高昂的代价，即使符合相关规范和标准，有些信息安全企业也很难进入欧美市场。而发展中新兴市场的进出口政策及法规正在逐步完善中，除关税外，对于电子设备、IT 设备、软件产品等商品主要通过产品符合性认证的方式进行管理。中国与广大第三世界国家间一直保持友好关系，加之近年来“一带一路”的推进及“中非全面战略合作伙伴

关系”的建设，降低了企业进入壁垒，为中国网络内容安全企业在该地区经营提供了机遇和保证。

2006 年公司涉足海外网络内容安全市场，2013 年开始建立独立的海外销售体系，截止 2018 年 1 月，海外团队拥有 37 人，包含 12 人的销售团队及 25 人的客户服务团队，产品销售模式以直销为主，主要集中在非洲和东南亚地区。由于海外市场系统建设项目采购数量少，项目实施难度大，故单套软件价格较高，产品毛利率接近 90%。未来，公司计划将公司网络可视化基础架构产品和网络内容安全产品进行整体销售，海外业务目标规模为达到总订单的 20% 左右。

图36 2015-2018 年中新赛克国外业务营收与毛利率



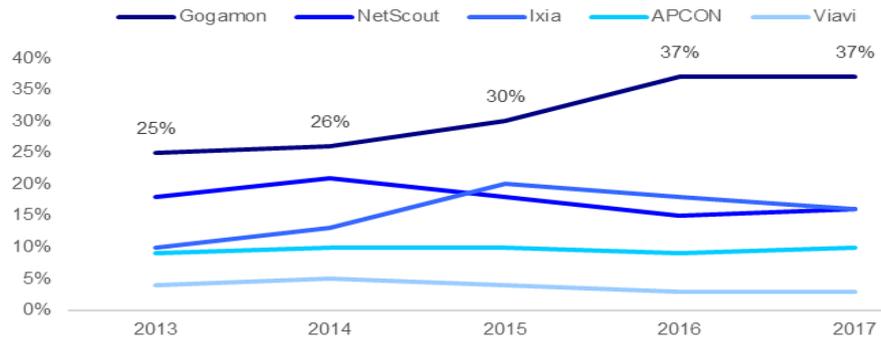
资料来源：Wind，海通证券研究所

由于网络可视化后端业务的市场空间更大，尤其是海外市场增长性更高，公司在大数据和人工智能方面积极投入，在自然语言处理、知识图谱、数据建模分析以及相关垂直领域上进行技术储备，在保持网络可视化基础架构产品市场稳定增长的同时，重点发力于后端业务的国内外拓展，未来将为更多海外客户提供数据采集、分析服务。

4. 对标全球网络可视化市场龙头 Gigamon

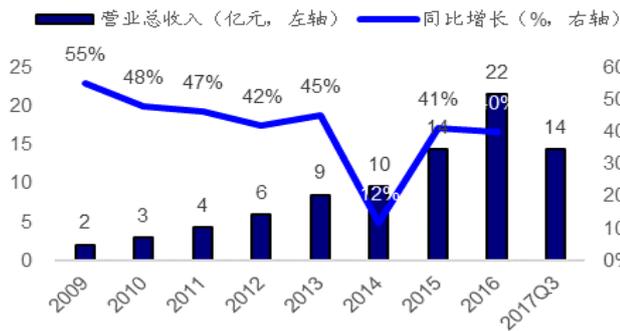
Gigamon 是全球网络可视化市场龙头，其产品可利用网络流量可见性优化安全基础设施，同时公司也是 DAN (Data Access Network) 数据接入领域的开拓者。Gigamon 成立于 2004 年，2013 年上市，2017 年被私人股权投资公司 Elliott Management 管理层以 16 亿美元私有化收购。2018 年 EMA 将公司列为全球威胁检测和泄露响应的前三大解决方案提供商，IHS Markit 将其评为 2013-2017 年连续 5 年网络可视化市场领导者。其业务遍布全球，销售团队分布于美国、巴西、法国、中国、澳大利亚、日本、印度、阿联酋、墨西哥、韩国等十余国家。

IHS Markit《Network Monitoring Equipment: Annual Market Report: Excerpts》显示，2014-2017 年，Gigamon 市场份额从 26% 增长到 37%，是其最大竞争对手 Netscout (16.2%) 的两倍，IXIA、APCON 为网络监控设备第三大和第四大供应商，2017 年市占率分别为 16% 和 9.9%。在企业客户、运营商和政府客户市场中，公司市占率分别达到 37%、28%、61%，其中政府市场中的市占率是其最大竞争对手的 4 倍。

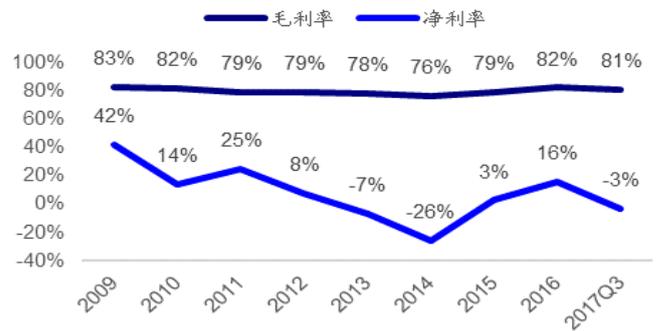
图37 2013-2017 年全球主要网络可视化设备商市场份额


资料来源: Gigamon 公司官网, IHS Markit, 海通证券研究所

Gigamon 营收主要来自与硬件设备相结合的软件产品, 以及产品维护和支持服务费用。**2016 年 Gigamon 收入 3.1 亿美元 (+40%)**, 折合人民币 **21.56 亿元**, 远高于恒为科技和中新赛克的同期体量。Gigamon 全软件化的平台型产品拥有较高的技术附加值, Gigamon (Y2016, 82%) 与中新赛克 (Y2016, 80%) 的综合毛利率均高于恒为科技 (Y2016, 55%), 显示出软硬件结合的产品销售方式毛利要高于单纯的设备供应商。

图38 2009-2017Q3 Gigamon 营业总收入及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

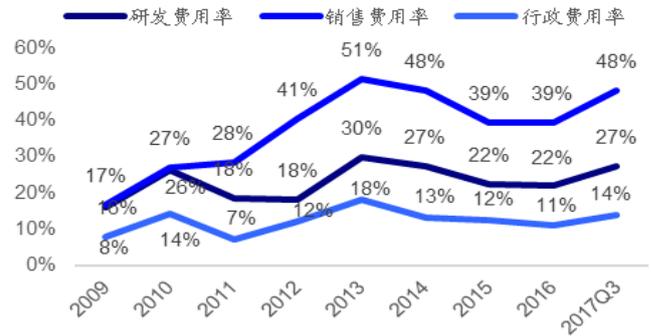
图39 2009-2017Q3 Gigamon 毛利率及净利率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

Gigamon 的发展突出技术创新和渠道拓展。在产品创新方面, 不断增强产品功能性和可扩展性, 推动网络基础设施的软件定义。渠道拓展方面, 采用虚拟化和云技术扩展网络环境, 深化与现有用户的关系, 并通过增加新的渠道合作伙伴瞄准新客户, 扩大业务网络覆盖范围。**Gigamon 期间费用率和投入方向与中新赛克相似, 研发费用率 20%+, 但销售费用率接近 50%。**因此, 即使拥有较高的毛利率, 公司的净利润也并不稳定, 2009-2017Q3 一直在盈亏平衡点上下剧烈波动。

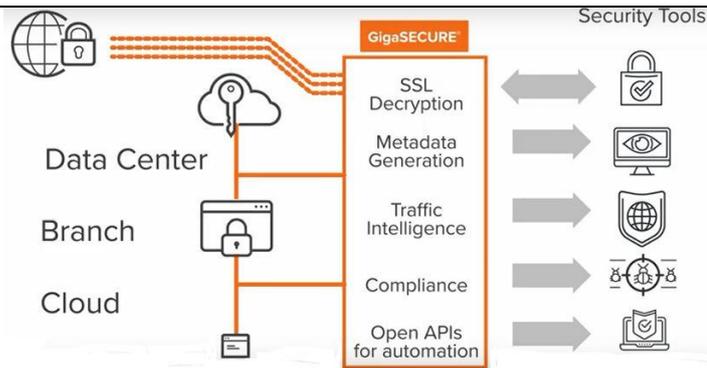
图40 2009-2017Q3 Gigamon 净利润及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图41 2009-2017Q3 Gigamon 费用率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

Gigamon 平台包括硬件产品和软件产品，可实现跨本地、虚拟和云环境的智能网络流量可视性功能。Gigamon 拥有完整的网络监控设备组合，通过从小型到大型设备整个部署范围的覆盖，实现网络流量和数据智能动态可视化。其可视化解决方案由数据中心、中央办公室物理设备、虚拟节点和私有云以及小型远程站点组成。

图42 核心解决方案 GigaSECURE 可视化原理


资料来源: Gigamon 公司官网, 海通证券研究所

GigaVUE 可视化设备从物理层开始，公司 2011 年开始推出的 GigaVUE-H 系列是第一款用于高吞吐量环境的可视化设备，用户可自定义每个模块化机箱选项，适用于任何容量和需求，产品包括 GigaVUE-HC1、GigaVUE-HC2 及 2017 年发布的 GigaVUE-HC3。GigaVUE-V 系列是部署在公共云中的可见性节点，可在公共云中聚合、选择、优化和分发流量，Gigamon 还在其云可见性解决方案上进行了扩展，2017 年和 2018 年分别增加了对 AWS GovCloud 和 Microsoft Azure 的支持，以帮助客户在将应用程序迁移到云端时保持可见性。2012 年，公司还推出了软件专用管理产品 GigaVUE-fm。

基础软件操作系统 GigaVUE-OS 使设备可通过 Flow Mapping、GigaStream 用一组用户定义的映射规则将网络流量分发至一定工具和设备，或均衡配置监控工具和安全工具之间的流量以减少工具过载，另外还可通过逻辑旁路主动检测故障，并将流量转发至其他工具或网络。

公司核心解决方案 GigaSECURE 安全交付平台 (图 43) 能够从关键网络点捕获流量，并将其发送到安全监控工具。业界领先的 GigaSMART 流量可视化平台可优化流量监测和分析，NetFlow 和重复数据消除是最畅销的两种 GigaSmart 应用程序，可用于 Gigamon 的大多数产品以提高网络和安全工具的性能。

图43 GigaSMART 流量可视化平台工作原理示意图



资料来源: Gigamon 公司官网, 海通证券研究所

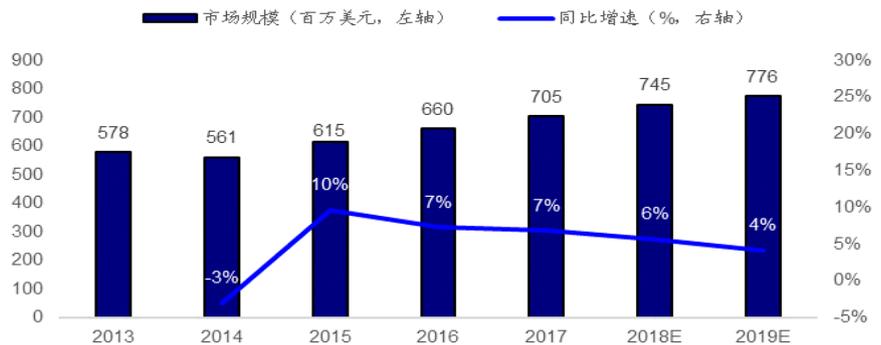
截至 2019 年 5 月, Gigamon 拥有 3100 多家客户, 其中包括世界财富 100 强企业中的 83 家、美国十大联邦政府机构、全球十大通信运营商中的 8 家和十大跨国银行中的 7 家等。公司的可视化基础架构产品可在许多行业软件和垂直市场中应用, 主要客户除了北美运营商 (如 Telefonica), 政府部门 (如国防分支机构、公务员退休系统), 还有高校 (如威斯康辛大学麦迪逊分校), 金融服务公司 (如 Vela 贸易公司、KBC、CME), 医疗系统 (如康德乐、西雅图癌症治疗联盟、约翰霍普金斯医疗机构) 等。

图44 Gigamon 代表性客户群体



资料来源: Gigamon 公司官网, 海通证券研究所

IHS Markit 预计, 从市场规模看, 到 2022 年, 全球网络可视化项目收入将达到 7.76 亿美元, 2017-2022 年五年复合增长率 7%; 从客户主体看, 2016-2022 年, 政府机构和运营商分别约占总需求的一成和三成左右, 企业对于网络可视化相关产品的需求将稳中有升至六成以上; 从基础架构产品需求看, 目前最常见的端口类型 10G 正接近峰值, 基于 QSFP28 的 100G 技术将在未来继续推动生产网络中 100G 应用产品的增加; 从市场区域来看, 北美市场的需求将从 73%降低至 70%左右, 欧洲、中东、非洲地区将维持在 15%左右, 中美洲和拉丁美洲将维持 4%左右, 而亚太地区将从目前的不足 10%上升至 10%以上。

图45 2013-2019 年全球网络可视化设备市场规模及预测


资料来源: IHS Markit, 海通证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1 主营业务收入

在全球网络可视化发展的背景下, 监管要求的增加、流量端口升级、协议复杂程度的提高, 加之国家政策的出台, 都将推动网络可视化基础架构产品、网络内容安全产品、大数据运营产品快速发展。我们预计, 集基础架构设备提供和系统集成于一体的厂商将凭借全环节经营的能力直接面向需求部门, 有望成为优先受益的厂商。

在流量端口升级、5G 商用及复杂协议发展的推动下, 我们预计公司网络可视化基础架构产品的市场需求将持续增长, 加之立足于大数据基础上的网络安全监管需求增加, 公司网络内容安全产品和相关大数据产品的销售收入也有望不断攀升。故根据公司历史业绩, 对各项自业务销售总收入做出趋势性增长的判断。

其中, 宽带网产品目前受益于公司在公安领域的渠道优势, 未来进一步下沉市场渠道或网安市场不断扩大, 面临更多竞争者; 移动网产品预计在 5G 大规模商用后, 市场需求有所加速, 但这两大方向产品增速预测预计将向行业平均水平方向出现一定收敛。而网络内容安全产品和大数据运营产品作为公司未来“后端”布局的重要业务领域, 目前业务规模相对较小, 预计未来将继续维持高毛利率和较高的营收增速。

表 10 主营业务盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
1、宽带互联网数据汇聚分发管理产品				
销售总收入 (百万元)	381.22	552.76	773.87	1,044.72
增长率 (%)	49.36%	45.00%	40.00%	35.00%
毛利率 (%)	83.57%	83.52%	83.47%	83.42%
2、移动接入网数据采集分析产品				
销售总收入 (百万元)	214.68	246.88	296.26	355.51
增长率 (%)	15.89%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	71.79%	70.79%	72.79%	73.79%
3、网络内容安全产品				
销售总收入 (百万元)	54.36	108.72	195.70	313.12
增长率 (%)	133.21%	100.00%	80.00%	60.00%
毛利率 (%)	90.44%	90.54%	90.64%	90.74%
4、大数据运营产品				
销售总收入 (百万元)	17.37	43.43	86.85	156.33
增长率 (%)	243.97%	150.00%	100.00%	80.00%
毛利率 (%)	79.58%	79.63%	79.68%	79.73%
5、其他主营业务				
销售总收入 (百万元)	23.58	25.94	28.53	31.39
增长率 (%)	-18.55%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	34.11%	34.16%	34.21%	34.26%
主营业务收入合计 (百万元)	691.21	977.73	1381.21	1901.07
综合增长率 (%)	38.85%	41.45%	41.27%	37.64%
综合毛利率 (%)	78.67%	79.60%	80.94%	81.71%

资料来源: 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

5.2 可比公司估值比较

表 11 可比公司估值情况

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)			PE (倍)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603496.SH	恒为科技	26.72	38	0.74	1.00	1.34	36	27	20
600498.SH	烽火通信	26.60	311	0.72	0.88	1.10	37	30	24
300188.SZ	美亚柏科	17.01	135	0.38	0.49	0.66	45	35	26
	均值			0.61	0.79	1.03	39	31	23
002912.SZ	中新赛克	93.30	100	1.92	2.68	3.65	42	35	26

 备注: 收盘价日期为 2019 年 05 月 20 日; 可比公司 EPS 预测采用 Wind 一致预测, 2017-2018 年 EPS 均根据最新股本摊薄
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 投资建议

公司在国内网络可视化行业占据龙头地位, 拥有较强的盈利能力, 有望在 5G 推进、流量激增和安全监管提升的行业背景下持续较快成长。我们预计中新赛克 2019-2021 年营业总收入为 9.78 (+41.45%)、13.81 (+41.27%) 和 19.01 (+37.64%) 亿元, 归母净利润为 2.86 (+39.9%)、3.89 (+36%) 和 5.23 (+34.2%) 亿元, EPS 分别为 2.68、3.65、4.90 元, 给予 2019 年 PE 区间 38-45x, 对应合理价值区间 101.84-120.60 元, “优于大市”评级。

6. 风险提示

市场竞争加剧风险、下游的政府&运营商市场监测投入波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	691	978	1381	1901
每股收益	1.92	2.68	3.65	4.90	营业成本	147	199	263	348
每股净资产	12.12	14.81	18.46	23.35	毛利率%	78.7%	79.6%	80.9%	81.7%
每股经营现金流	2.12	4.93	5.32	6.71	营业税金及附加	18	26	36	50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
价值评估 (倍)					营业费用	163	215	307	421
P/E	42.25	34.76	25.57	19.05	营业费用率%	23.5%	22.0%	22.2%	22.1%
P/B	6.69	6.30	5.05	3.99	管理费用	56	79	111	153
P/S	14.41	10.18	7.21	5.24	管理费用率%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
EV/EBITDA	49.68	37.47	23.59	15.06	EBIT	140	223	331	472
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-26	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	78.7%	79.6%	80.9%	81.7%	资产减值损失	28	0	0	0
净利润率	29.6%	29.3%	28.2%	27.5%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	15.8%	18.1%	19.8%	21.0%	营业利润	221	310	422	567
资产回报率	9.6%	10.7%	11.0%	11.3%	营业外收支	3	3	3	3
投资回报率	60.5%	-1319.8%	-164.5%	-117.7%	利润总额	223	313	425	570
盈利增长 (%)					EBITDA	153	223	331	472
营业收入增长率	38.8%	41.5%	41.3%	37.6%	所得税	19	26	36	48
EBIT 增长率	45.1%	59.3%	48.3%	42.4%	有效所得税率%	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%
净利润增长率	54.7%	39.9%	36.0%	34.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	205	286	389	523
资产负债率	39.4%	41.2%	44.4%	46.0%					
流动比率	2.2	2.2	2.1	2.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.9	1.9	1.8	1.8	货币资金	1071	1585	2144	2849
现金比率	1.3	1.5	1.4	1.4	应收账款及应收票据	460	400	581	792
经营效率指标					存货	228	309	408	539
应收帐款周转天数	162.4	149.2	153.6	152.2	其它流动资产	82	85	93	103
存货周转天数	563.6	565.9	565.1	565.4	流动资产合计	1841	2379	3226	4283
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	11.0	13.8	19.5	26.8	固定资产	71	71	71	71
					在建工程	98	113	125	138
					无形资产	29	29	29	29
					非流动资产合计	294	308	320	333
					资产总计	2134	2687	3546	4616
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	短期借款	0	0	0	0
净利润	205	286	389	523	应付票据及应付账款	80	153	195	260
少数股东损益	0	0	0	0	预收账款	556	692	1022	1387
非现金支出	40	0	0	0	其它流动负债	189	246	344	461
非经营收益	-61	-3	-3	-3	流动负债合计	825	1091	1561	2108
营运资金变动	42	242	181	196	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	226	526	568	716	其它长期负债	15	15	15	15
资产	-54	-12	-9	-10	非流动负债合计	15	15	15	15
投资	-58	0	0	0	负债总计	840	1107	1576	2124
其他	1	0	0	0	实收资本	107	107	107	107
投资活动现金流	-111	-12	-10	-10	普通股股东权益	1294	1580	1970	2492
债权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	负债和所有者权益合计	2134	2687	3546	4616
其他	-50	0	0	0					
融资活动现金流	-50	0	0	0					
现金净流量	65	515	558	705					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 20 日
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
张峥青 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技,通宇通讯,深南电路,中国联通,高新兴,光环新网,博创科技,迪普科技,烽火通信,海能达,亨通光电,中国铁塔,长飞光纤,锐科激光,中兴通讯,日海智能,星网锐捷,华测导航,亿联网络,紫光股份,深信服,网宿科技,麦捷科技,华力创通,数知科技,中际旭创,中天科技,华工科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
吴佳桢(0755)82900465 wjs11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
--	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com