

# 应用安全领先企业，新兴安全布局带来新的增长点

## ——安恒信息(688023.SH) 新股定价报告

科创板新股深度

◆**应用和数据安全领先企业**：公司成立于2007年，先后推出国内第一款商业版Web漏扫和Web深度防御，之后又相继推出数据库审计和堡垒机，依托这几款产品奠定了公司在应用和数据安全领域的领先优势。公司自2014年开始陆续推出了云安全、大数据安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全领域相关产品和解决方案。公司技术实力雄厚，是阿里云安全市场首批安全供应商，并于2015年11月获得阿里创投战略投资。营收从2016年的3.17亿元增长到2018年的6.27亿元，增长了近1倍，复合增长率41%；归母净利润从2016年的-48万元增加到2018年的7687万元。

◆**信息安全边际改善明显，安全服务和新兴是未来趋势**：

自国家发布等保2.0以来，信息安全行业政策密集出台，信息安全的战略地位进一步得到肯定，叠加今年建国70周年和护网行动等事件影响，信息安全需求明显增加。第三方咨询机构IDC也上调了行业增速，行业边际改善明显。根据赛迪报告，2018年中国的网络信息安全市场达到495亿元，同比增长21%，预计未来几年还将保持24%左右的增长。受大数据、云计算等新兴技术的发展，预计新兴安全的需求增长将明显快于行业；对比全球，行业需求将逐渐从产品向服务转变。

◆**新兴安全布局领先，有望为公司带来新的增长点**：围绕着新的监管政策要求、新的信息技术提出了有针对性的综合信息安全解决方案，公司自2014年开始陆续推出了云安全、大数据安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全领域相关产品和解决方案，并逐步涉入物联网安全、工业控制及工业互联网安全等领域。公司包含新兴安全业务的网络安全平台业务收入由16年的1795万元增长到18年的1.42亿元。此外公司逐渐从提供专业产品向提供专业服务模式进行转变，安全服务业务收入过去三年增长2.42倍，增速快于总营收增速。

**盈利预测与估值结论**：看好公司新兴安全和服务领域的业务布局带来业绩弹性。预计公司19-21年归属于母公司净利润分别为0.84、1.23和1.67亿元，对应的EPS分别为1.13、1.66和2.26元/股。综合绝对估值和相对估值，我们给予公司合理估值区间为62.15至71.19元/股。

**风险提示**：信息安全政策落地不及预期、新兴安全领域拓展不及预期、公司产品不能及时满足市场需求。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	430	627	892	1,223	1,644
营业收入增长率	35.89%	45.58%	42.35%	37.12%	34.39%
净利润(百万元)	52	77	84	123	167
净利润增长率	-10994.71%	47.45%	9.34%	46.56%	35.94%
EPS(元)	0.70	1.04	1.13	1.66	2.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.06%	15.17%	5.40%	7.33%	9.06%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：19-21年EPS是按照发行1852万新股之后的股本计算。

### 定价区间

62.15元-71.19元

### 分析师

姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)  
021-52523857  
[jianggp@ebcn.com](mailto:jianggp@ebcn.com)

万义麟 (执业证书编号：S0930519080001)  
021-52523859  
[wanyilin@ebcn.com](mailto:wanyilin@ebcn.com)

卫书根 (执业证书编号：S0930517090002)  
021-52523858  
[weishugen@ebcn.com](mailto:weishugen@ebcn.com)

### 发行数据

发行价格：56.50(元)  
发行PE：54(倍)  
发行规模：18.52(百万股)  
发行方式：战略配售,网下询价,上网定价  
发行日期：20191025

资料来源：Wind

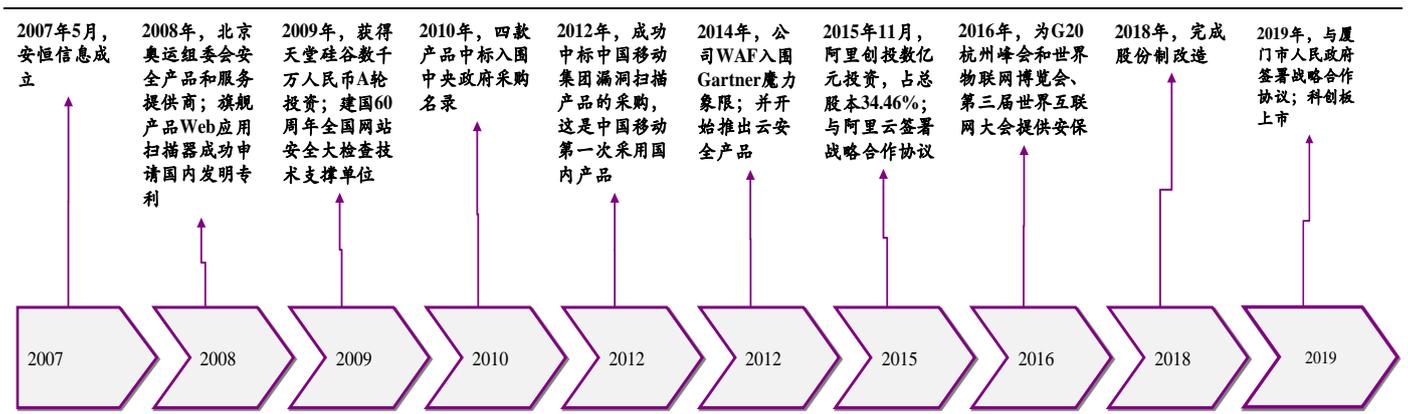
注：发行PE以最新财报数据和发行后总股本计算

## 1、数据和应用安全领先企业

2006年，安恒信息创始人范渊受邀登上BLACKHAT（黑帽子）大会做《互联网异常入侵检测》专题演讲，并发布了最早的Web漏洞扫描工具，这是全球最顶级信息安全大会第一次出现中国人。2007年，时任美国某知名安全公司高管的范渊决定回国创业，成立了安恒信息。2008年公司参与并主导了奥运会的信息安全防护。2015年11月，安恒D轮融资获得阿里创投数亿元人民币的投资，投后阿里创投持有34.46%的公司股权，成为公司第一大股东。2018年1月，公司完成股份制改造。

安恒信息成立于2007年，这在国内信息安全领域属于后起之秀。它以应用安全和数据安全作为切入点，成立之后推出国内首个商业版Web漏扫产品，之后又做了国内第一套Web深度防御（即现在WAF的前身），再后来推出内控安全产品——数据库审计和堡垒机，这三条产品线，是公司前五年中的核心产品。公司自2014年开始陆续推出了云安全、大数据安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全领域相关产品和解决方案。自2015年开始与阿里云合作，成为阿里云安全市场首批安全供应商。经过十年的发展，安恒已经形成了比较全面的产品线和完善的安全研究、服务人才梯队。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，光大证券研究所

目前，安恒信息的产品及服务涉及应用安全、大数据安全、云安全、物联网安全、工业控制安全及工业互联网安全等领域。安恒围绕事前、事中、事后几个维度已形成覆盖网络信息安全生命全周期的产品体系，包括网络信息安全基础产品（网络信息安全防护单品、网络信息安全检测单品）、网络信息安全平台以及网络信息安全服务，各产品线在行业中均形成了较强的竞争力。

其核心产品持续多年市场份额位居行业前列。同时，围绕着新的监管政策要求、新的信息技术，安恒信息推出了众多信息安全平台类产品，如态势感知预警平台、AiLPHA大数据智能安全平台、天池云安全管理平台等，并逐步涉入物联网安全、工业控制及工业互联网安全等领域。这些产品正在助力众多公安机构、网信办以及其他监管部门。

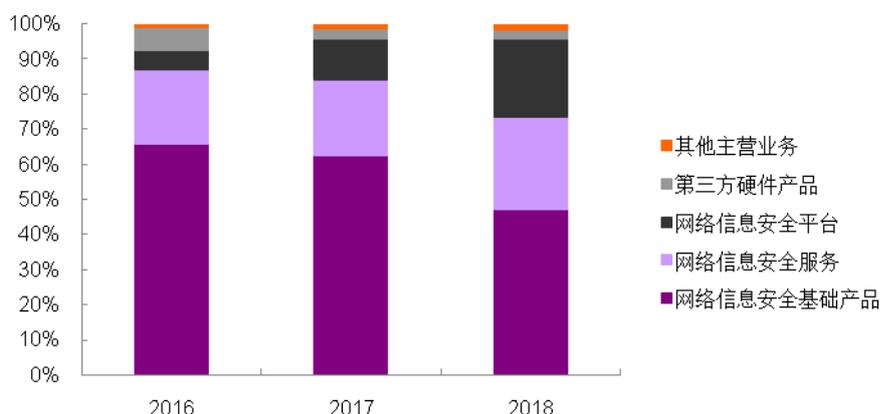
网络信息安全基础产品是安恒信息营收最主要的来源，在 2016 年和 2017 年的营收中占比都高于 60%。2018 年网络信息安全基础产品的收入也有所增加，比例虽有所下滑，但主要原因是因为网络信息安全平台在营收中的占比迅速升高，由 2016 年 5.67% 增长到 2018 年的 22.68%，是安恒信息收入增长的重要来源之一。

图 2：公司产品体系概览



资料来源：公司招股说明书

图 3：公司近 3 年主要产品构成



资料来源：wind，光大证券研究所

公司核心产品的前瞻性和影响力也获得了国内外权威机构认可，2015-2018 年连续四年被 Cybersecurity Ventures 评为全球网络安全创新 500 强，中国区排名第三。公司 Web 应用防火墙自发布以后多次入围 Gartner

魔力象限推荐品牌，2018年进入亚太区 Web 应用防火墙魔力象限，威胁情报产品入围 IDC 中国威胁情报安全服务 MarketScape。公司的网络安全态势感知预警平台在 2018 年 11 月安全牛发布的市场研究报告中，在态势感知象限中排名第一。

表 1：公司部分产品市场地位领先

产品名称	市场份额及排名	数据来源
Web 应用防火墙	2017 年度市场占比 16.7%，排名第 2	Frost&Sullivan
数据库审计与风险控制系统	2017 年度市场占比 7.2%，排名第 2。2016 年市场占比 4.4%，排名第 4	赛迪顾问
运维审计与风险控制系统	2016 年度市场占比 14.5%，排名第 3	赛迪顾问
Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统	2017 年度市场占比 14.7%，排名第 3	赛迪顾问
日志审计系统	2018 年市场占比 10.9%，排名第 1	赛迪顾问
态势感知平台	2018 年度市场覆盖度排名第 1	赛迪顾问

资料来源：公司招股说明书，赛迪顾问等，光大证券研究所

## 1.1、公司财务情况

公司近年来营业收入快速增长。营业收入从 2016 年的 3.17 亿元增长到 2018 年的 6.27 亿元，2 年增长近 1 倍，复合增长率高达 41%；归母净利润从 2016 年的 -48 万元增加到 2018 年的 7687 万元。公司预计 2019 年全年将实现营业收入 8.7 亿元至 9.2 亿元，同比增长 38.85%至 46.83%；实现归属于母公司股东的净利润 8,000 万元（同比增加 4.07%）至 8,400 万元（同比增加 9.27%）。

受益于高毛利率的网络信息安全平台及网络信息安全服务业务收入规模的快速增长，公司近年来毛利率稳步提升，从 2016 年的 67%增加到 2018 年的 71%，与同行业上市公司毛利率作比较，公司毛利率略高于行业平均水平；净利率由 2016 年的 -0.02%增加到 2018 年的 12.09%，处于行业中游水平，行业整体盈利能力强。

图 4：公司近三年收入情况



资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：公司近三年净利润情况



资料来源：wind，光大证券研究所

表 2：公司与同行业可比公司盈利能力比较

证券代码	公司简称	毛利率			净利率		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
300369.SZ	绿盟科技	78%	71%	77%	20%	12%	12%
002439.SZ	启明星辰	67%	65%	65%	14%	19%	22%
002268.SZ	卫士通	35%	35%	35%	10%	8%	6%
300454.SZ	深信服	79%	75%	73%	15%	23%	19%
平均		65%	62%	63%	15%	16%	15%
	安恒信息	67%	68%	71%	0%	12%	12%

资料来源：wind，光大证券研究所

## 1.2、下游客户以政府为主，产品销售以渠道销售为主

公司下游客户和其他信息安全公司差不多，主要客户群体还是信息化程度高且对网络信息安全较为敏感的政府机构以及电信、金融、能源、互联网等行业。2018 年，公司政府、金融、教育和电信行业的客户占收入的比重分别为 34.04%、10.16%、9.76%和 7.74%，其中政府用户占比最大，安恒信息与政府类型客户每年达成的销售额占到当年总销售额的 30%~40%，其中公安部门的采购占每年销售额 10%以上。

在产品销售上，安恒信息采用多级渠道经销和直接销售相结合的方式。数据显示直销和渠道销售贡献的比例相差不大，近三年来渠道销售占营业收入的比重在逐年上升，从 16 年的 52.38%提高到 18 年的 56.88%。

表 3：公司近三年客户结构（单位：万元）

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
政府	21,331	34.04%	14,654	34.05%	12,661	39.98%
其中:公安	9,126	14.56%	4,818	11.19%	4,789	15.12%
金融	6,364	10.16%	4,272	9.93%	4,017	12.69%
教育	6,113	9.76%	4,661	10.83%	2,012	6.35%
电信	4,849	7.74%	2,993	6.95%	1,851	5.84%
制造	2,970	4.74%	3,306	7.68%	2,443	7.72%
卫生	2,473	3.95%	1,940	4.51%	1,284	4.05%
其他	18,558	29.62%	11,213	26.05%	7,398	23.36%
合计	62,659	100.00%	43,040	100.00%	31,665	100.00%

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

表 4：公司近三年以来不同销售模式的销售情况（单位：万元）

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直销	27,614	43.12%	19,299	45%	15,079	47.62%
渠道	35,045	56.88%	23,741	55%	16,586	52.38%
合计	62,659	100%	43,040	100%	31,665	100%

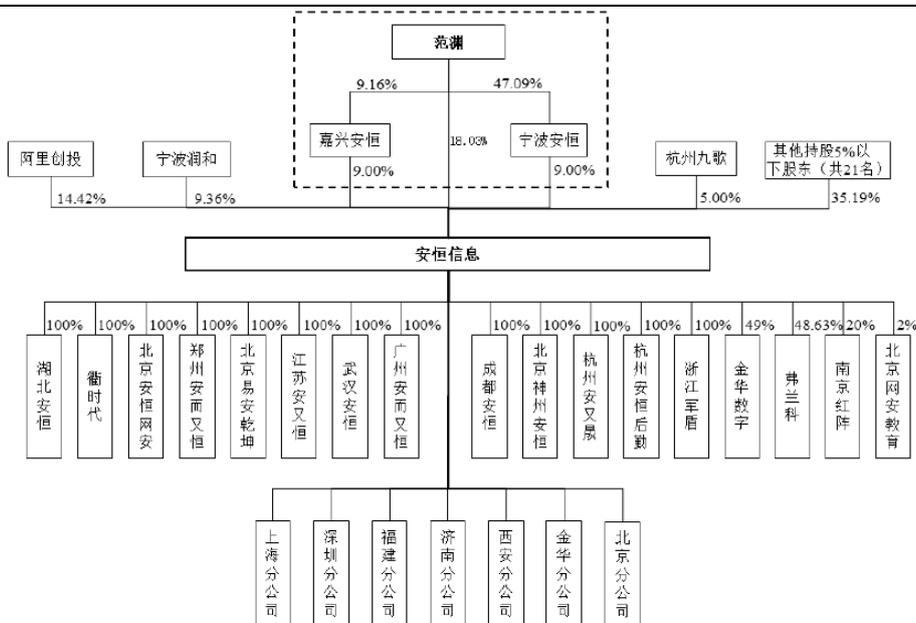
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

### 1.3、大股东技术出身，公司背靠阿里系创投

截至目前，公司董事长兼总经理范渊直接持有总股本的 18.03%，为第一大股东，即控股股东。公司员工持股平台嘉兴安恒、宁波安恒分别持有安恒信息 9.00%、9.00%的股权。范渊还分别持有嘉兴安恒、宁波安恒 9.16%和 47.09%的股权，且嘉兴安恒及宁波安恒为范渊一致行动人，范渊累计持有 23.09%公司股权，共控制 36.03%的表决权，是公司实际控制人。范渊先生是第一个登上黑帽子大会演讲的中国人，是最早提出“未知攻，焉知防”安全理念的安全专家之一，发布过最早的 Web 漏洞扫描工具，国家“千人计划”特聘专家，国家科技部“科技创新创业人才”。控股股东技术背景深厚，对安全行业有深刻的理解，预计将长期助力公司未来发展。

**阿里助力公司初期发展。**2015 年 11 月，安恒 D 轮融资获得阿里创投数亿元人民币的投资，融资完成后阿里创投持股 34.46%，范渊持股 25.97%，阿里创投为安恒有限第一大股东，阿里创投其背后为持股 80%的马云和持股 20%的谢世煌。后经出售部分股权和引入新的战略投资者，阿里创投持股比例有所降低，截至目前，阿里创投 14.42%，为公司第二大股东。阿里系创投基金的入股一方面说明了公司技术优势得到了阿里的认可，另一方面它们的入股对公司初期的发展带来极大的帮助。阿里巴巴安全团队自身总监肖力是安恒信息董事会成员，前阿里云 CEO 胡晓明也曾是该公司董事会一员。自 2015 年开始与阿里云合作，公司的产品更是广泛应用在阿里体系，安恒信息是阿里云安全市场首批安全供应商。支付宝、钉钉等阿里系的软件背后，也是由安恒信息提供安全保障。

图 6：公司股权结构（截止至 2019 年 6 月 26 日）



资料来源：公司招股说明书

## 2、边际改善明显，安全服务和新兴安全是未来趋势

自国家发布等保 2.0 以来，信息安全行业政策密集出台，信息安全的战略地位进一步得到肯定，叠加今年建国 70 周年和护网行动等事件影响，信息安全需求明显增加。第三方咨询机构也上调信息安全行业增速，行业边际改善明显。根据赛迪报告，2018 年中国的网络信息安全市场达到 495 亿元，同比增长 21%，预计 19-21 年还将保持 24% 左右的增长。受大数据、云计算等新兴技术的发展，预计新兴安全的需求增长将明显快于行业；对比全球，行业需求将逐渐从产品向服务转变。

### 2.1、政策推动行业中长期需求改善

今年以来，网络安全顶层政策密集出台，预计将整体提高社会各界的网络安全意识，中长期拉动信息安全需求增长。

2017 年 6 月，全国人大发布《中华人民共和国网络安全法》，从此网络安全从原来的部门规章上升到法律要求。该法律也将成为公安部、网信办、工信部等监管部门开展网络安全工作的法律基础，相关工作将进入有法可依、强制执行的阶段，预计将整体提高社会各界的网络安全意识。

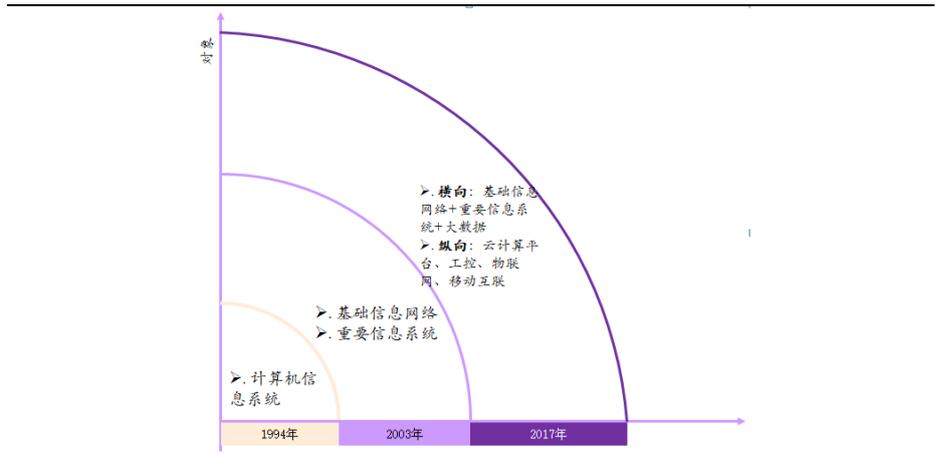
2019 年 4 月 18 日，国务院国资委印发《中央企业负责人经营考核办法》（下称“办法”），办法中首次将网络安全事件纳入考核范围，并视情节给予负责人相应的处分。此前，因为信息安全的投入不直接带来收入增长，政企对信息安全投入的关注度比较低，此次办法的发布将显著提升央企对信息安全的重视程度，预计相关投入也将刺激增加。

2019 年 5 月 10 日，国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会发布《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》，标志着等级保护步入新的阶段——等保 2.0 时代。根据规定，等保 2.0 将从 2019 年 12 月 1 日开始实施。

#### 等保 2.0 对行业带来的主要影响：

**范围更大：**此前的等保 1.0 标准主要是针对基础信息网络和关系国家安全、经济命脉、社会稳定等方面的重要信息系统，而等保 2.0 的保护对象做了横向和纵向的扩展，横向增加了基础信息网络（广电网、电信网、移动互联网、互联网等）和大数据，纵向扩展了云计算、工控、大数据、物联网等新兴系统，范围随着信息技术和系统变化而变化。总而言之，等保 2.0 将除个人及家庭自建自用网络以外的所有网络系统都纳入了监管范围，需要做等保的系统数量明显增加。

图 7：等级保护的对象扩大



资料来源：光大证券研究所整理绘制

**等保 2.0 对安全的要求明显提高：**近期，等保 2.0 中测评结论的判定目前基本确定。等保测评结论将由 1.0 时代的符合、基本符合、不符合改为 2.0 时代的优、良、中、差四个等级。其中测评结论“差”的判别依据是被测对象中存在安全问题，而且会导致被测对象面临高等级安全风险，或被测对象综合得分低于 70 分。

简单点说“差”是在系统中存在高危风险或得分低于 70 分。“差”相当于等保 1.0 时代中的“不符合”，而等保 1.0 时代的不符合是分数低于 60 分。从中可以看出来等保的及格线已经由原先的 60 分提高到了 70 分，可以看到等保对安全的最低要求已经在显然提高了。

表 5：等保 2.0 中测评结论

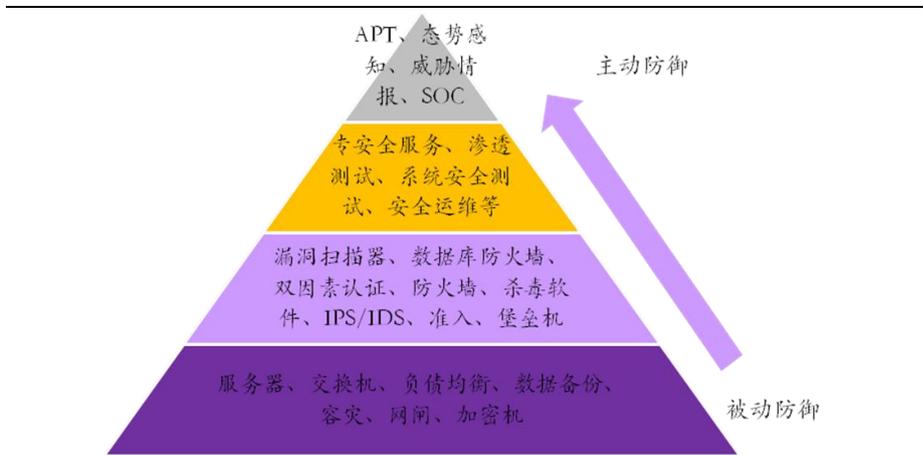
测评结论	判别依据
优	被测对象中存在安全问题，但不会导致被测对象面临中、高等级安全风险，且系统综合得分 90 分以上（含 90 分）。
良	被测对象中存在安全问题，但不会导致被测对象面临中、高等级安全风险，且系统综合得分 80 分以上（含 80 分）。
中	被测对象中存在安全问题，但不会导致被测对象面临高等级安全风险，且系统综合得分 70 分以上（含 70 分）。
差	被测对象中存在安全问题，而且会导致被测对象面临高等级安全风险，或被测对象综合得分低于 70 分。

资料来源：FreeBuf，光大证券研究所

**新增主动防御和外包运维要求：**1、等保 2.0 是首次提出要对网络攻击特别是“未知攻击”的检测分析要求。这里面主要是指 APT 这些新兴的威胁的检测分析能力；同时也首次增加了安全集中管控的要求，建设集中安全管理系统成为必要。从中可以看出，信息安全涉及的技术也从防火墙、杀毒软件、IDS 等传统被动防御手段上升到威胁情报、态势感知和 SOC 等主动防御体系。2、等保 2.0 也特别增加了漏洞和风险管理、配置管理、外包运维管理的管理要求。对公司内部安全运维的要求降低和对外包运维的要求增多，这也从侧面体现了等保 2.0 对安全服务的认可，体现了安全服务正越

来越成为一种趋势。3、个人信息的保护首次纳入，等保对个人信息的重视将进一步影响涉及个人信息的系统的定级，未来有望带动包含个人信息的系统在安全方面的投入增加。

图 8：等保 2.0 制度下防御体系升级



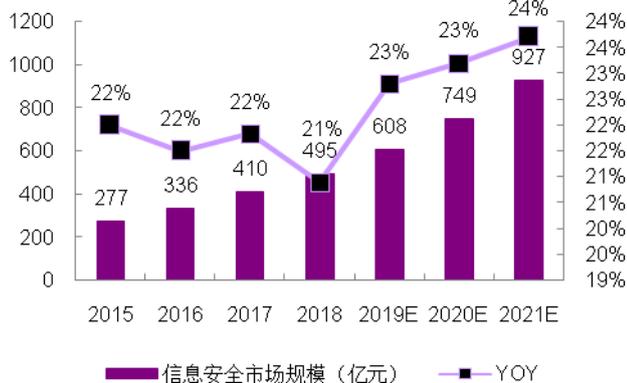
资料来源：光大证券研究所

综上，其对行业的影响主要有几方面：1、等保制度上升到法律制度，这将极大的提高政企客户的安全意识；2、监管范围明显扩大，从原来的重要信息系统变成了网络、信息系统、云平台、物联网、工控系统、大数据、移动互联等各类技术应用全覆盖；3、等保对安全的要求明显提高，最低分已由原来的 60 分提高至 70 分。4、新增主动防御需求。考虑到新的等保标准将在今年 12 月份开始实施，预计将中长期拉动信息安全行业需求增长。

## 2.2、行业高速增长，安全服务和新兴是未来趋势

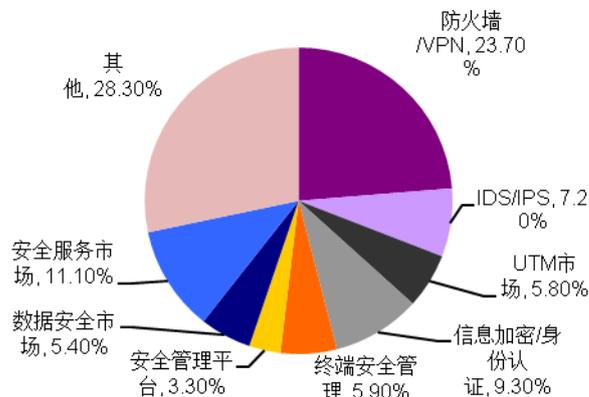
我国信息安全行业市场规模增速有望保持 20% 以上。根据诺顿的报告，近年来，网络安全威胁事件频发，网络罪犯造成的经济损失快速增多，其中 2017 年损失量位居全球第一。持续增长的网络安全威胁促进我国信息安全产品的快速发展。根据赛迪顾问的数据，2018 年，中国的网络信息安全市场达到 495 亿元，同比增长 21%，高于全球增长率 8.5%。鉴于我国信息安全投入比例较低且相关政策的持续推动，国内网络信息安全市场前景可观，据赛迪顾问预估，2019-2021 年国内网络信息安全市场呈持续高速增长，增长率都保持在 23% 或以上。

图 9：中国网络信息安全市场规模与增长率



资料来源：CCID 预测

图 10：2016 年中国网络安全产品结构（按销售额分）

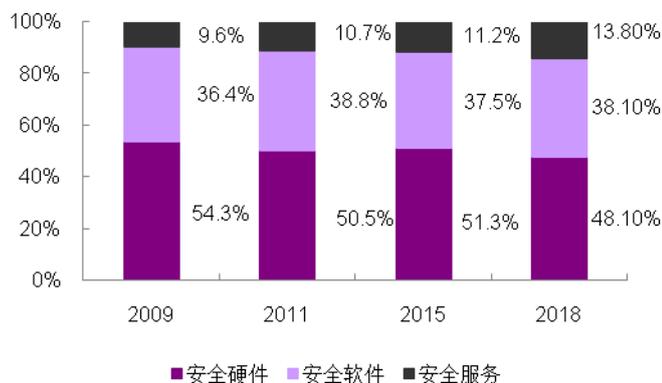


资料来源：CCID，光大证券研究所

目前中国网络信息安全市场仍是以硬件为主，2018 年占比达 48.1%，其次是安全软件和安全服务分别占 38.1%和 13.8%。值得一提的是，虽然信息安全硬件市场占比最大，但是占市场规模的比例持续下滑，由 2009 年的 54.3%下降到 2018 年的 48.1%。相比之下，全球信息安全市场却以安全服务为主，2018 年，安全服务占全球整体市场的 64%，我国安全服务占比未来有望持续提升。

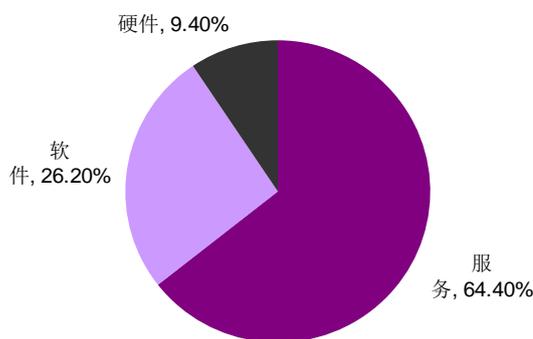
网络安全产业正由产品主导向服务主导转型。随着中国信息产业和网络技术的发展，传统的网络信息安全产品难以满足日益变化的复杂的网络空间，中国的信息安全产品行业必将向国际看齐，由硬件为主转换为服务为主。新形势下，产品和服务的联动更加紧密，安全服务逐渐从配合产品的辅助角色，转变成为安全产品发挥最佳效用的必要条件。

图 11：部分年份中国信息安全各细分领域市场份额（按销售额分）



资料来源：CCID，光大证券研究所

图 12：2018 年全球信息安全市场结构（按销售额分）



资料来源：CCID，光大证券研究所

新技术新业态层出不穷。对新技术新业务发展的及时跟进推进了我国在新兴领域信息网络安全的发展。云计算、大数据、移动互联网、工业互联网等新技术、新应用和新模式的出现，对网络安全提出了新的要求，拓展了安

全产业的发展空间。例如，云计算的广泛应用引入了**虚拟化安全**、**云安全**等概念，大数据的快速发展使得**数据安全**的需求增长，工业互联网的演进让**工业网络安全**成为新的焦点。同时，新的安全威胁也进一步拓展了网络安全的范畴，例如利用物联网终端发起攻击、车联网安全等。网络安全产业的范畴将随着网络安全保障需求不断延伸扩展，这对于传统的信息安全市场来说是一块增量市场。

**威胁情报：**根据安全牛的估算，2017 年威胁情报的各种形态带来的收入为 5 亿到 8 亿元，约占整个安全市场的 1.25% 到 2%。同时安全牛预测到 2020 年威胁情报市场的规模有可能超过 12 亿元，从 17 到 20 年的复合增速在 24% 左右。360 企业安全、思科、绿盟等厂商市场份额领先。

**态势感知：**根据安全牛的统计，2017 年国内态势感知市场规模约计 20 亿人民币，占整个安全市场的 5% 左右，同时安全牛预测到 2020 年态势感知市场将达到 50 亿元左右，复合增速高达 36%。360、安恒信息、华为、绿盟等厂商竞争力靠前。

**云安全：**根据 Gartner 的报告，2017 年全球云安全服务市场规模大约为 58.51 亿美元，同比增长 21%，根据 Gartner 的预测，全球云安全产业规模将在 2021 年达到 103.55 亿美元，复合增速 15%。国内方面，据赛迪顾问调查统计，2018 年，中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，增长率为 44.8%。虽然中国云安全市场目前仍处于起步阶段，但整体的市场规模会随着云计算市场规模的增长而快速崛起。

**数据安全：**数据安全起步较早，根据赛迪的报告，2018 年数据安全市场规模达 28 亿元，同比增长 30%，随着大数据产业的快速发展将催生数据安全需求不断增加，同时赛迪预测数据安全 19-21 年复合增速还将保持 35% 左右。竞争格局方面，启明星辰、绿盟科技、天融信、神州泰岳和时代亿信等企业市场份额排名靠前。

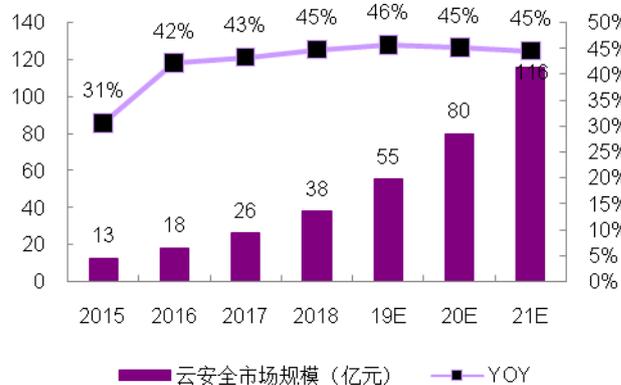
**物联网安全：**物联网作为通信行业新兴应用，在万物互联的大趋势下，市场规模快速增长，相应的安全需求也快速增长。根据赛迪顾问《2019 中国网络发展白皮书》统计数据，2018 年，我国物联网安全市场规模达到 88.2 亿元，增速达到 34.7%，预计到 2021 年，物联网安全市场规模将达到 301.4 亿元。

图 13：全球云安全市场规模及其预测



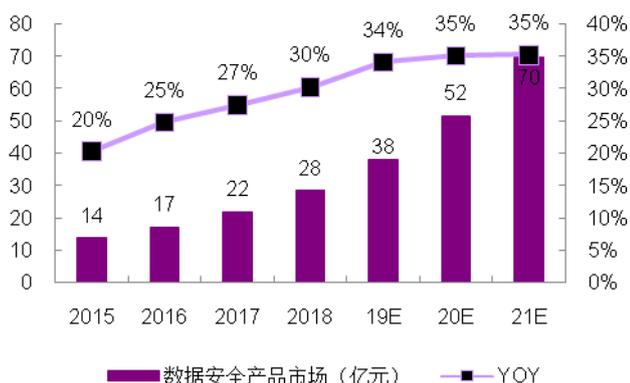
资料来源：Gartner，18-21 年为 Gartner 预测数据

图 14：我国云安全市场规模及其预测



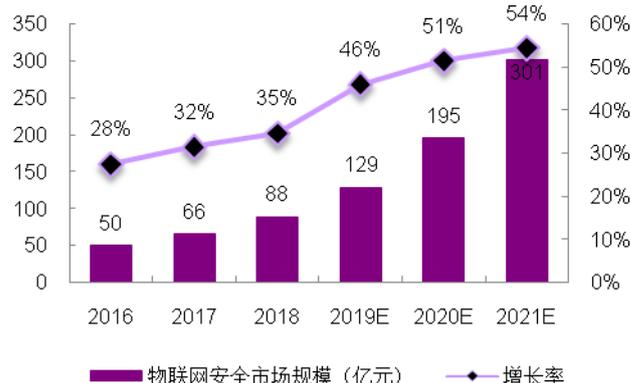
资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

图 15：我国数据安全市场规模及其预测



资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

图 16：我国物联网安全市场规模及其预测



资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

### 3、应用安全优势明显，新兴安全业务有望提供新的增长点

公司在应用安全领域优势明显，未来将依托网络信息安全基础类产品、安恒自身较强的新技术整合能力和资源优势，围绕着云计算、大数据、物联网、工业互联网为代表的新一代信息技术，发力安全信息平台和网络安全服务领域。公司包含新兴安全业务的网络安全平台业务收入由 16 年的 1795 万元增长到 18 年的 1.42 亿元。此外公司逐渐从提供专业产品向提供专业服务模式进行转变，安全服务业务收入过去三年增长 2.42 倍，增速快于总营收增速。

#### 3.1、应用安全和数据安全领先优势明显

目前安恒信息传统的核心基础安全产品持续多年市场份额位居行业前列。此外，公司核心产品的前瞻性和影响力也获得了国内外权威机构认可。Web 应用防火墙自发布以后多次入围 Gartner 魔力象限推荐品牌，威胁情报产品入围 IDC 中国威胁情报安全服务 MarketScape。

IDC 通过评估认为，安恒信息、绿盟科技、启明星辰、360 企业安全、天融信及深信服等是中国 Web 应用安全市场主要厂商。根据 Frost&Sullivan 数据，2017 年公司 WAF 产品市场占比为 16.7%，仅次于绿盟科技的 17.9%，位于市场第二名。

表 6：公司应用和数据安全产品优势明显

产品名称	2017 年度		2016 年度		数据来源
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名	
Web 应用防火墙	16.70%	2	-	-	Frost&Sullivan
数据库审计与风险控制系统	7.20%	2	4.40%	4	赛迪顾问
运维审计与风险控制系统	-	-	14.50%	3	赛迪顾问
Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统	14.70%	3	-	-	赛迪顾问

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

### 3.2、应对行业趋势，发力新兴安全领域

围绕着新的监管政策要求、新的信息技术提出了有针对性的综合信息安全解决方案，公司自 2014 年开始陆续推出了云安全、大数据安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全领域相关产品和解决方案，并逐步涉入物联网安全、工业控制及工业互联网安全等领域。公司包含新兴安全业务的网络安全平台业务由 16 年的 1795 万元增长到 18 年的 1.42 亿元。此外公司逐渐从提供专业产品向提供专业服务模式进行转变，安全服务业务过去三年增长 2.42 倍，增速快于总营收增速。

#### 3.2.1、优先推出态势感知产品，卡位主动防御领域

安恒信息从 2015 年开始加入公安部最初的态势感知平台规划，并且成为主要的技术支持单位，是公安和网信行业态势感知的主要建设和推动者。安恒参与了多项态势感知行业和国家标准的制定，也是业内少数能够提供从底层数据采集、处理、存储、分析挖掘和上层业务应用建设全方位建设能力的企业。安恒信息的态势感知产品在公安行业至今累积成交合同约 120 例，包含十多个省级平台以及近百个地市级平台。在网信、政府、金融、教育、电力及其他央企部委或行业主管单位累积成交合同约 90 多例，其中包含多家大型央企与部委的国家级试点项目。安恒信息的态势感知平台已支持并对接 200 多种品牌设备数据，采用大数据技术、人工智能模型分析研判技术和多维态势分析技术，能够结合用户实际网络信息安全业务场景提供深度数据挖掘能力。

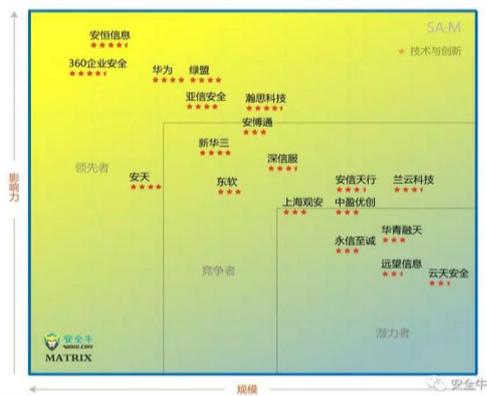
受益于行业需求增加和竞争优势明显，公司近年来态势感知业务快速发展，15 年开始产品研发，2016 年实现收入 1440 万元，18 年增长到 5937 万元，3 年增长 4.12 倍，每年增长都在 100% 以上。在 2018 年 11 月安全牛发布的市场研究报告中，安恒信息的网络安全态势感知预警平台在态势感知象限中排名第一。考虑到公司在态势感知的技术和经验优势，公司有望充分受益于态势感知细分领域的快速发展。

图 17：公司网络安全态势感知通报预警平台架构



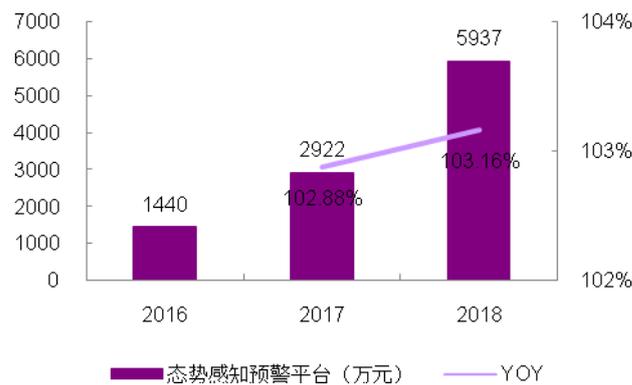
资料来源：公司招股说明书

图 18：公司在态势感知象限中排名第一



资料来源：安全牛，2018 年 11 月

图 19：公司近三年态势感知平台收入快速增长



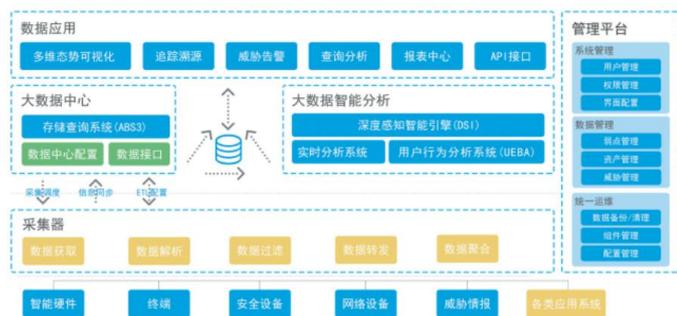
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

### 3.2.2、推出 AiLPHA 大数据智能安全平台，深化布局数据安全领域

传统以防御为主的安全解决方案，难以应对持续性的安全攻击和隐蔽性的安全威胁，顺应大数据的发展趋势公司于 2017 年开始进行 AiLPHA 大数据智能安全平台预研，并于 2018 年正式立项并快速完成 1.0 版本推向市场。AiLPHA 大数据智能安全平台能够提供基于大数据技术的多源异构数据收集服务能力，依托于分布式复杂事件处理引擎进行安全建模分析与运营框架编排，实现安全事件攻击溯源与威胁回放并剔除误报，提升安全运维效率。平台为用户的内外网安全提供全局性的安全态势感知和业务不间断运行的安全保障能力。在正式推出的第一年，AiLPHA 大数据智能安全平台迅速得到市场认可，目前平台在政府、公安、金融、教育、医疗、能源、运营商等已有多个成熟完善的应用案例，用户覆盖了全国 30 多个省份，服务超过百家政企客户。公司 AiLPHA 大数据智能安全平台收入由 2016 年的 202 万元增长到 2018 年的 4466 万元，3 年增长了 22.06 倍。

公司在推出新型大数据平台产品的同时，还针对当前政府和企业客户的大数据应用，对原有基础安全产品进行了结合和审计，发布了基于大数据技术的数据库审计新版本。同时，公司基础安全产品综合日志审计平台为适应新环境的下的安全分析，也已采用了新一代大数据计算处理框架，实现了超大规模日志留存，秒级日志检索和专家级日志分析的优势能力。公司 2018 年日志审计产品市场占比 10.9%，市场排名第一。

图 20：公司 AiLPHA 大数据智能安全平台架构



资料来源：公司招股说明书

图 21：公司近三年大数据智能安全平台收入快速增长



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

### 3.2.3、阿里云助力早期发展，公司云安全领域拓展顺利

在公有云领域，公司 2015 年开始与阿里云合作，成为阿里云安全市场首批安全供应商，目前公司云堡垒机、云数据库审计等相关产品累计保护数千家云上企业用户，云堡垒机服务和保护的云主机更是达到了几十万台以上。目前安恒信息的云安全产品已经上线包括阿里云、腾讯云、华为云、AWS 亚马逊、中国电信天翼云、中国联通沃云等在内的十多家国内外主流公有云平台。

在私有云（专有云）领域，公司在 2016 年率先推出了天池云安全管理平台，平台汇聚安恒信息多年安全技术积淀以及部分生态伙伴安全能力，构建了覆盖云检测、云防御、云审计、云服务于一体的云安全资源池。可以为私有云（专有云）用户提供一整套的云安全解决方案和城市级云安全运营方案。目前已经成功应用到 50 多个省市政务云、运营商政企云、警务云等行业云平台。并通过与华为云、阿里云、浪潮云等云服务商战略合作，实现了双方平台融合对接，大大增强了云安全方案的竞争力和交付能力。公司天池云安全管理平台收入由 2017 年的 220 万元快速增长到 2018 年的 1605 万元。

在 SaaS 安全服务领域，公司的云防护产品玄武盾自 2016 年发布以来，目前共防护超过数十万个互联网系统，为政府、教育、金融、医疗、企业等行业用户提供基于云端的安全防护服务，平均每天清洗的访问多达 15 亿次，每天拦截的攻击次数多达 600 多万次，累计拦截 54 亿次攻击。玄武盾成为 SaaS 安全服务市场的主要领导者，先后为杭州 G20 峰会、乌镇世界互联网大会、“一带一路”国际合作高峰论坛、青岛上合峰会等多个大会官网提供重点安全保障。

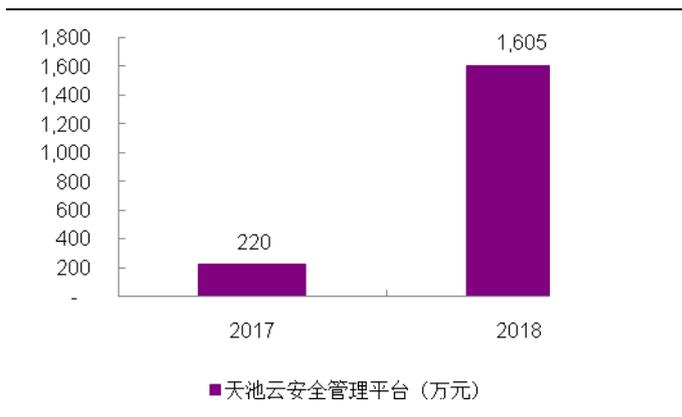
受益于公司技术优势和行业需求增加，公司云安全相关业务（主要包括云安全平台业务和云安全服务两大块）收入从 2016 年的 998 万元增加到 2018 年的 5302 万元，3 年增长 4.31 倍。

图 22：公司天池云安全管理平台（私有云场景）



资料来源：公司网站

图 23：公司天池云安全管理平台收入快速增长



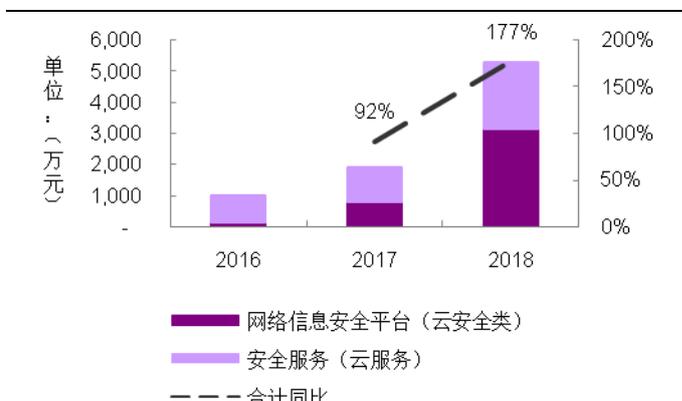
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 24：公司近年来玄武盾防护系统收入情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 25：公司云安全相关业务收入情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

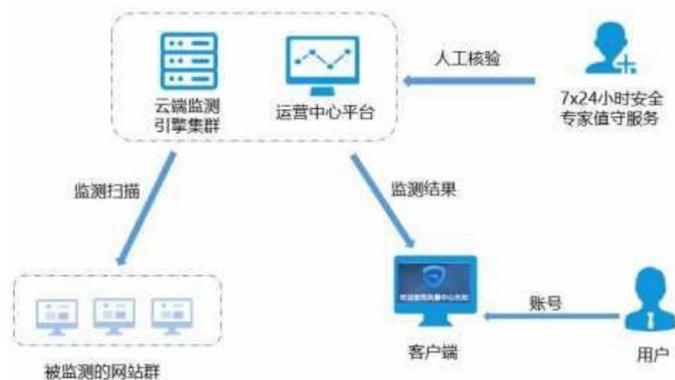
### 3.3、从产品持续向安全服务转变

与全球安全产业结构发展趋势保持一致，中国网络信息安全市场持续向服务化转型。在网络信息安全产业发展过程中，大多数是由合规需求驱动的，而近年来的灾难性攻击表明网络风险是重大威胁，企业开始把安全视为一项重要的商业风险，并且更看重网络信息安全服务的持续性。随着虚拟化及云服务理念渗透，网络信息安全盈利模式将由软硬件产品向服务逐步转移。

针对网络安全形势、政企用户需求的变化以及网络安全建设模式的改变，公司逐渐从提供专业产品向提供专业服务模式进行转变，为用户提供从安全规划、安全设计、安全建设到安全运营的一站式专业安全服务。具体包括 SaaS 云安全服务、专家安全服务、国家重大活动网络安保服务、网络空间安全人才培养服务等服务。

公司近年来服务收入快速增长，由 2016 年的 6744 万元增长到 2018 年的 1.63 亿元，2 年增长了 1.42 倍，安全服务业务收入占比也由 2016 年的 21.29% 增长到 2018 年的 25.44%。

图 26：公司云监测服务（先知）架构



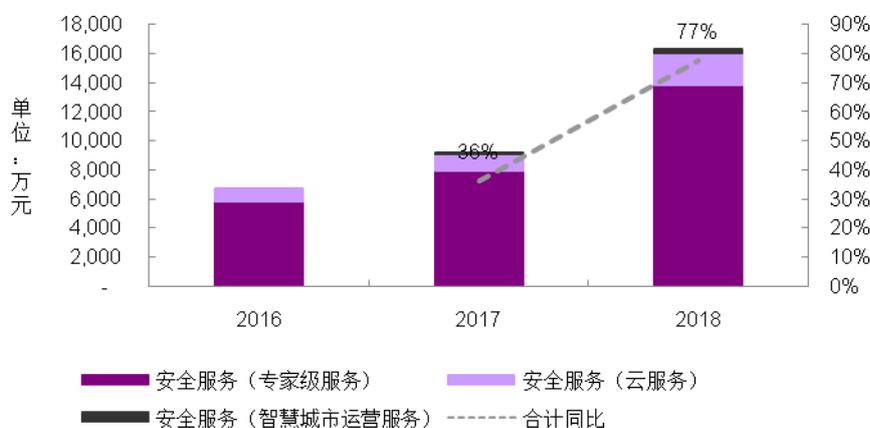
资料来源：公司招股说明书

图 27：云防护服务（玄武盾）已在全球布局 50 个节点



资料来源：公司招股说明书

图 28：公司近三年安全服务业务收入情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

## 4、投资建议

### 4.1、核心假设与业绩预测

基于以下假设：

1、根据 CCID 的预测，19-21 年信息安全行业还将保持 24%左右复合增速。考虑到公司网络信息安全基础产品业务基本以传统信息安全产品为主，预计公司安全产品未来几年将稍低于行业整体增速，假设 2019-2021 年安全产品收入分别增长 20%、20%和 20%。

2、考虑到未来行业需求将逐渐从产品转向服务，安全服务业务有望高于信息安全行业 24%的整体增速，根据 CCID 的预测，预计 19-21 年安全服务市场的规模将达到 39%的复合增速，假设安全服务业务 2019-2021 年收入分别增长 50%、40%和 35%。

3、信息安全是未来发展趋势，考虑到公司技术优势明显且网络信息安全平台业务基数较小，假设网络信息安全平台业务 2019-2021 年收入分别增长 85%、60%和 50%。

4、考虑到过去几年占公司收入比重较大的安全产品、安全服务和安全平台等业务毛利率变化较小，假设公司 2019-2021 年各项业务毛利率与 18 年保持一致。

表 7：安恒信息营收预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收合计（百万元）	430	627	892	1,223	1,644
网络信息安全基础产品	270	297	357	428	514
网络信息安全服务	92	163	244	342	462
网络信息安全平台	51	142	263	421	631
第三方硬件产品	12	16	19	21	25
其他主营业务	5	8	9	11	12
营业收入增速	35.9%	45.6%	42.35%	37.1%	34.4%
网络信息安全基础产品	29.80%	10.00%	20.0%	20.0%	20.0%
网络信息安全服务	36.15%	77.47%	50.0%	40.0%	35.0%
网络信息安全平台	183.83%	179.02%	85.0%	60.0%	50.0%
第三方硬件产品	-43.28%	34.65%	15.0%	15.0%	15.0%
其他主营业务	181.32%	50.67%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

预计公司 2019-2021 年收入分别为 8.92、12.23 和 16.44 亿元，预计 19-21 年归属于母公司净利润分别为 0.84、1.23 和 1.67 亿元，对应的 EPS 分别为 1.13、1.66 和 2.26 元/股。

## 5、估值水平与投资评级

### 5.1、相对估值

当前上市公司中同样定位信息安全的有绿盟科技、卫士通、蓝盾股份、南洋股份、启明星辰和深信服，考虑到卫士通业绩波动较大，蓝盾股份以安全集成和电商业务为主，我们将研究绿盟科技、南洋股份、启明星辰和深信服的公司估值情况，从而为安恒信息估值提供参考。

目前 A 股信息安全公司的平均估值水平为 19 年 56 倍、20 年 44 倍、21 年 34 倍，3 年净利润 CAGR 14~36%、PEG 在 2.2~3.6。

综合对比及考虑安恒信息 2019-2021 年净利润 CAGR 30%和新兴安全领域布局领先（绿盟科技 19-21 年预测净利润 CAGR 为 40%，和公司 19-21 年预测净利润增速最为接近，其 19 年估值为 63 倍），预计公司 19 年 PE 合理区间位于 55~63 倍，对应合理市值区间为 62.15~71.19 元/股。

表 8: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS (元)			PE (X)			CAGR -3/2018	PEG -2018	市值 亿元	
	10.30	18	19E	20E	21E	18	19E	20E				21E
绿盟科技	19.76	0.21	0.31	0.42	0.57	94	63	47	34	40%	2.4	158
南洋股份	15.89	0.42	0.40	0.50	0.62	38	40	31	26	14%	2.8	184
启明星辰	33.27	0.63	0.80	0.98	1.23	52	42	34	27	25%	2.1	298
深信服	123.94	1.50	1.65	2.13	2.89	83	75	58	43	24%	3.4	500
平均	-	-	-	-	-	67	55	43	33	26%	2.7	285
安恒信息	-	1.04	1.13	1.66	2.26	-	-	-	-	30%	-	-

资料来源: wind 一致预期, 安恒信息 EPS 数据为光大研究所预测

## 5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 假设长期增长率为 3%;
- 2、β值选取: 采用中信二级行业分类-计算机软件的行业β作为公司无杠杆β的近似;
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 15.00%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β(levered)	1.32
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	13.21%
税率	15.00%
Kd	4.04%
Ve	597.9
Vd	97.5
目标资本结构	14.02%
WACC	11.84%

资料来源: 光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-490.66	-9.37%
第二阶段	2,339.56	44.66%
第三阶段 (终值)	3,390.03	64.71%
企业价值 AEV	5,238.93	100.00%
加: 非经营性净资产价值	-36.32	-0.69%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	97.50	-1.86%
总股本价值	5,105.11	97.45%
股本 (百万股)	74.07	-
每股价值 (元)	68.92	-

PE (隐含)	60.73	-
PE (动态)	0.00	-

资料来源：光大证券研究所

### 敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
10.84%	76.24	79.53	83.25	87.47	92.31
11.34%	69.69	72.48	75.62	79.15	83.17
11.84%	63.87	66.26	68.92	71.90	75.26
12.34%	58.67	60.73	63.00	65.53	68.37
12.84%	54.01	55.79	57.74	59.91	62.32

资料来源：光大证券研究所

### 估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	68.92	54.01	—	92.31	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	66.71	52.46	—	88.86	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

根据绝对估值结果，安恒信息的合理估值区间为 66.71~68.92 元/股。

## 5.3、估值结论与投资评级

我们选择相对估值法和绝对估值法两种方法对公司进行价值评估。1) 相对估值法：预计安恒信息 19-21 年 CAGR 30%，预计公司 19 年 PE 合理区间位于 55 至 63 倍，对应合理市值区间为 62.15 至 71.19 元/股。2) 绝对估值：我们对公司主业部分利用绝对估值法进行计算，预计公司合理股价区间为 66.71 至 68.92 元/股。因此综合来看，我们给予公司合理估值区间为 62.15 至 71.19 元/股。

## 5.4、股价驱动因素

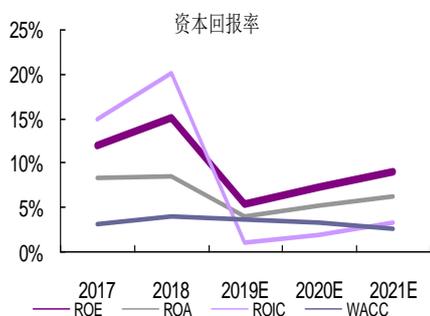
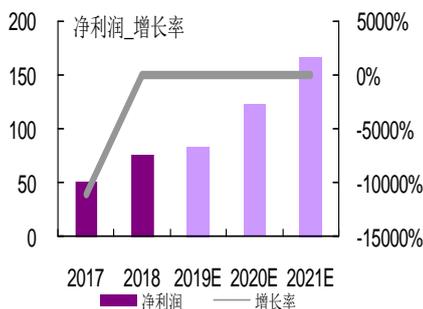
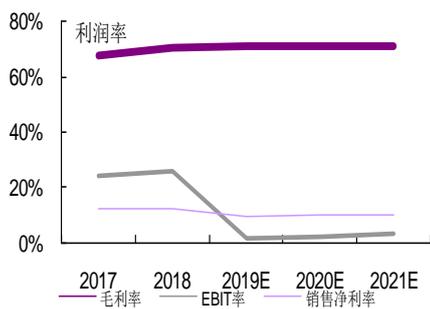
大规模信息安全事件发生，相关信息安全政策出台

## 6、风险分析

**信息安全政策落地不及预期：**信息安全受政策影响比较大，但政策在落地过程中存在诸多不确定，未来有政策落地不及预期得风险。

**新兴安全领域拓展不及预期：**新兴安全领域技术门槛较高，竞争激烈，公司在云安全等新兴安全领域并没有形成绝对的领先优势，公司有在新兴安全领域拓展不及预期的风险。

**公司产品不能及时满足市场需求：**信息安全行业是一个技术门槛比较高的行业，而且技术和产品更迭较快，每一项产品都需要投入大量的研发，公司有不能及时对产品进行更新换代满足市场需求的风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>430</b>	<b>627</b>	<b>892</b>	<b>1,223</b>	<b>1,644</b>
营业成本	140	185	262	357	478
折旧和摊销	10	13	43	57	71
营业税费	6	8	12	16	22
销售费用	129	206	296	405	534
管理费用	50	59	301	408	542
财务费用	0	-2	-3	-5	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	<b>57</b>	<b>74</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>63</b>
<b>利润总额</b>	<b>56</b>	<b>75</b>	<b>97</b>	<b>143</b>	<b>194</b>
少数股东损益	0	-1	-1	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>52</b>	<b>77</b>	<b>84</b>	<b>123</b>	<b>167</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>623</b>	<b>892</b>	<b>2,055</b>	<b>2,320</b>	<b>2,667</b>
流动资产	488	664	1,740	1,912	2,180
货币资金	216	398	1,345	1,356	1,420
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	111	170	242	332	446
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	26	40	56	77	104
存货	28	49	65	89	119
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	24	21	21	21	21
固定资产	25	33	148	270	371
无形资产	10	8	8	8	7
<b>总负债</b>	<b>191</b>	<b>385</b>	<b>498</b>	<b>642</b>	<b>824</b>
无息负债	181	298	417	560	743
有息负债	10	87	81	81	81
<b>股东权益</b>	<b>432</b>	<b>507</b>	<b>1,557</b>	<b>1,678</b>	<b>1,843</b>
股本	56	56	74	74	74
公积金	317	324	1,281	1,293	1,295
未分配利润	60	127	203	314	480
少数股东权益	0	0	-1	-3	-5

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>69</b>	<b>96</b>	<b>111</b>	<b>154</b>	<b>205</b>
净利润	52	77	84	123	167
折旧摊销	10	13	43	57	71
净营运资金增加	127	69	278	-16	156
其他	-120	-62	-294	-10	-189
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-83</b>	<b>9</b>	<b>-131</b>	<b>-151</b>	<b>-151</b>
净资本支出	-49	-92	-120	-150	-150
长期投资变化	24	21	0	0	0
其他资产变化	-58	80	-11	-1	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>147</b>	<b>74</b>	<b>967</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
股本变化	6	0	19	0	0
债务净变化	8	77	-5	0	0
无息负债变化	31	117	119	144	182
<b>净现金流</b>	<b>133</b>	<b>179</b>	<b>947</b>	<b>11</b>	<b>64</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	35.89%	45.58%	42.35%	37.12%	34.39%
净利润增长率	-10994.71%	47.45%	9.34%	46.56%	35.94%
EBITDA 增长率	181.61%	54.11%	-65.99%	46.75%	50.55%
EBIT 增长率	219.70%	57.01%	-90.46%	91.91%	101.10%
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	67.58%	70.50%	70.66%	70.80%	70.92%
EBITDA 率	26.32%	27.86%	6.59%	7.05%	7.90%
EBIT 率	23.95%	25.83%	1.71%	2.39%	3.58%
税前净利润率	13.12%	12.00%	10.92%	11.68%	11.81%
税后净利润率 (归属母公司)	12.11%	12.27%	9.42%	10.07%	10.19%
ROA	8.36%	8.49%	4.03%	5.23%	6.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.06%	15.17%	5.40%	7.33%	9.06%
经营性 ROIC	14.99%	20.10%	1.11%	2.01%	3.41%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.86	2.22	4.25	3.48	3.00
速动比率	2.69	2.06	4.09	3.32	2.83
归属母公司权益/有息债务	42.26	5.84	19.16	20.68	22.74
有形资产/有息债务	59.35	10.10	25.08	28.35	32.62
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.70	1.04	1.13	1.66	2.26
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.93	1.30	1.50	2.08	2.77
每股自由现金流(FCFF)	-0.92	0.29	-4.54	-0.61	-2.38
每股净资产	5.84	6.84	21.03	22.69	24.95
每股销售收入	5.81	8.46	12.04	16.51	22.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼