

三六零 (601360) 深度研究报告

乘“大安全”之舰，展鸿鹄之志

推荐 (首次)

目标价: 25.19 元

当前价: 21.11 元

- ❖ **三六零是“大安全”战略的坚定践行者。**公司成立于2005年，是中国互联网免费安全的首倡者，凭借先进的技术水平和良好的用户体验，成功开拓并积累了广泛的用户基础，并形成以安全能力为核心，形成以产品和内容为驱动的商业闭环。自2018年初公司回归A股后，公司将在网络安全方面积累的领先技术、成功经验和海量数据广泛运用于“大安全”领域，全面推进国家安全、城市安全和家庭安全领域的业务布局。近年来公司净利润保持稳定增长，连续两年超额完成业绩承诺。随着政企安全业务的逐渐发力，公司业务有望迈入新的发展阶段。
- ❖ **政策与需求双轮驱动，网络安全千亿空间即将开启。**据Gartner数据显示，2018年全球信息安全支出占IT支出的比例为3.05%，而2019年中国信息安全支出占IT支出比例仅为1.7%左右，相对于全球平均水平还有较大差距。随着网络安全法、等级保护2.0、《国家关键信息基础设施安全保护条例》等相关法律法规的逐步落地，监管部门监管力度的不断提升，同时云计算、物联网、大数据安全等新兴安全需求的涌现，中国网络安全市场料将持续保持快速增长态势。根据IDC预测，2019年中国网络安全市场总体支出将达到73.5亿美元，到2021年中国网络安全将形成千亿级别市场。未来5年，中国网络安全市场总体支出复合增速预计为25.1%，远高于9.44%的全球水平。
- ❖ **深度布局政企安全，打造新业务增长极。**2019年是公司实施“大安全”战略的关键之年，也是公司全面进军政企安全业务的元年。公司相继与公安部十三所、天津高新区政府展开合作，并中标2.4亿重庆市合川区360网络安全协同创新产业园一期项目，成功打造政企业务标杆。同时，公司在政企安全领域投资动作频频，先后入股了深之度、山石网科、翰思科技等泛安全领域优质企业，为构建“大安全”生态奠定了良好的基石。此外，公司积极参与国产化生态建设，安全产品全线支持国产操作系统，360安全卫士、360杀毒、360压缩、360安全浏览器等产品在现有功能的基础上，实现对中标麒麟、银河麒麟、深度等操作系统的客户端适配，实现了龙芯、兆芯、飞腾等CPU的全力支持，辅助提升我国政企信息技术体系安全可控升级。
- ❖ **盈利预测:**基于核心假设，我们预测公司2019-2021年归母净利润为55.21亿、39.35亿、45.11亿元。考虑公司主要的收入和利润来源于商业化业务，而主要研发投入投向安全业务，存在一定的背离，因此仅以公司实际利润为基础进行估值会低估公司实际价值，我们将30%的研发费用加回净利润的方式进行估值，2019-2021年加回后净利润分别为63.75亿、48.68亿、55.59亿元。选取腾讯、百度、网易、金山软件、人民网作为可比公司，参考可比公司平均估值，给予公司2020年35倍PE，对应目标市值为1703.8亿元（以加回部分研发费用后净利润进行计算），目标价为25.19元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:**新业务拓展不及预期；互联网广告市场不景气；游戏行业监管趋严；市场竞争加剧。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	13,129	13,366	15,173	17,477
同比增速(%)	7.3%	1.8%	13.5%	15.2%
归母净利润(百万)	3,535	5,521	3,935	4,511
同比增速(%)	4.8%	56.2%	-28.7%	14.6%
每股盈利(元)	0.52	0.82	0.58	0.67
市盈率(倍)	40	26	36	32
市净率(倍)	6	5	5	4

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2019年11月22日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 陈宝健

电话: 010-66500984

邮箱: chenbaojian@hcyjs.com

执业编号: S0360517060001

证券分析师: 邓芳程

电话: 021-20572565

邮箱: dengfangcheng@hcyjs.com

执业编号: S0360518080001

联系人: 刘逍遙

电话: 010-63214650

邮箱: liuxiaoyao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	676,406
已上市流通股(万股)	39,718
总市值(亿元)	1,427.89
流通市值(亿元)	83.85
资产负债率(%)	15.8
每股净资产(元)	4.1
12个月内最高/最低价	29.51/16.95

市场表现对比图(近12个月)



目录

一、三六零：“大安全”战略的坚定践行者	4
（一）以领军姿态，布局“大安全”战略.....	5
（二）技术、数据、品牌及人才优势构筑发展基石.....	6
（三）以安全能力为核心，形成以产品和内容为驱动的商业闭环.....	8
（四）营收和净利润保持增长，现金流表现优异.....	10
二、政策与需求双轮驱动，网络安全千亿空间即将开启	12
（一）网络安全相关法规、政策逐渐落地，推动整体行业的发展.....	12
（二）安全行业商业模式正在重塑：从“产品”到“产品+服务”.....	15
（三）国家队强势入局网安市场，充分彰显对网络安全前景的看好.....	16
三、积极推进“大安全”战略，深度布局政企市场	16
（一）政企业务已全面启动，成为新战略增长极.....	16
（二）强调安全赋能，打造安全生态圈.....	18
四、投资建议	19
（一）核心假设.....	19
（二）盈利预测.....	19
（三）估值分析.....	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1	三六零发展历程概览.....	4
图表 2	三六零互联网生态体系.....	4
图表 3	三六零股权结构图.....	5
图表 4	360 安全大脑——分布式智能生态安全系统.....	5
图表 5	2019 年微软 TOP100 安全贡献榜.....	7
图表 6	三六零业务模式.....	8
图表 7	三六零互联网广告及服务业务.....	9
图表 8	三六零互联网增值服务业务.....	9
图表 9	三六零 IoT 物联网安全产品及服务业务.....	10
图表 10	三六零营业收入及增速情况.....	11
图表 11	三六零净利润及增速情况.....	11
图表 12	三六零主营业务收入构成.....	11
图表 13	三六零毛利率变化情况.....	12
图表 14	三六零期间费用率变化情况.....	12
图表 15	三六零销售商品、提供劳务收到的现金.....	12
图表 16	三六零经营活动现金流量净额.....	12
图表 17	2011-2018 年全球 IT 支出及全球信息安全支出.....	13
图表 18	我国网络安全产业发展支持政策.....	13
图表 19	2018-2023 年中国 IT 安全支出规模预测.....	15
图表 20	全球网络安全市场结构比例.....	15
图表 21	2016-2021 年中国网络安全市场结构及预测.....	15
图表 22	公安部第三研究所和 360 集团签署共建网络安全大脑合作协议.....	17
图表 23	网信产业项目签约仪式.....	17
图表 24	重庆网络安全对抗基地效果图.....	17
图表 25	360 安全卫士与银河麒麟完成兼容性测试.....	18
图表 26	三六零在“大安全”生态领域的投资情况.....	19
图表 27	部分研发费用加回后净利润预测.....	20
图表 28	可比公司估值（截止 2019.11.22 收盘）.....	20

一、三六零：“大安全”战略的坚定践行者

三六零是中国最大的互联网和移动安全产品及服务提供商。公司成立于 2005 年，是互联网免费安全的首倡者，凭借先进的技术水平和良好的用户体验，成功开拓并积累了广泛的用户基础。2011 年公司在纽交所上市，又于 2016 年完成私有化交易，从纽交所退市，回归中国。2018 年 2 月，公司完成重组更名，顺利登陆 A 股市场，步入新发展征程。

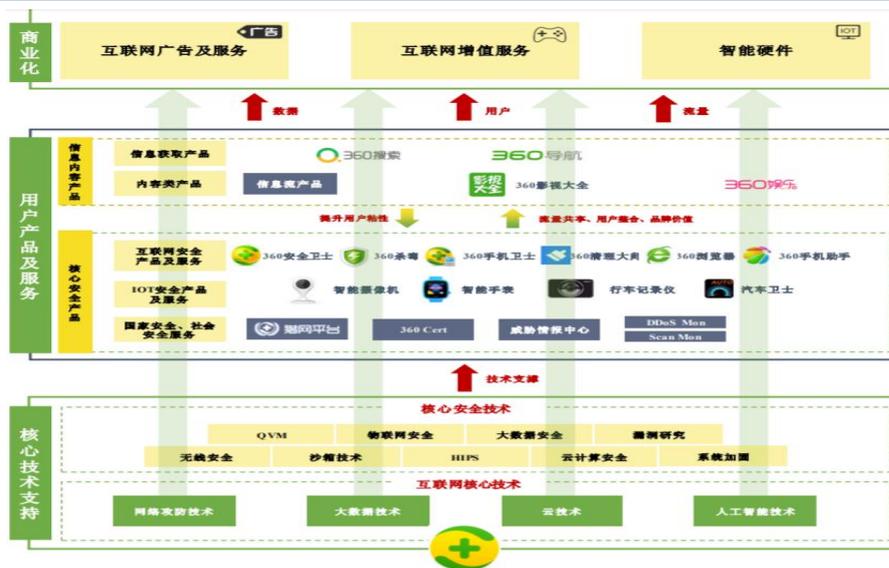
图表 1 三六零发展历程概览



资料来源：公司官网、华创证券整理

发展至今，公司已成功构建了以核心技术为驱动、以产品体系为载体、以商业化为保障的互联网生态体系。公司主要从事互联网技术（特别是互联网安全技术）的研发及网络安全产品的设计、研发、运营，以及基于网络安全产品的互联网广告及服务、互联网增值服务、智能硬件业务等商业化服务。公司免费提供互联网安全和移动安全产品，为用户提供安全的互联网活动接入点和信息内容。由此，公司积累了大量用户，在此基础上公司将业务拓展至互联网广告及服务业务、互联网增值服务、智能硬件业务等业务领域。

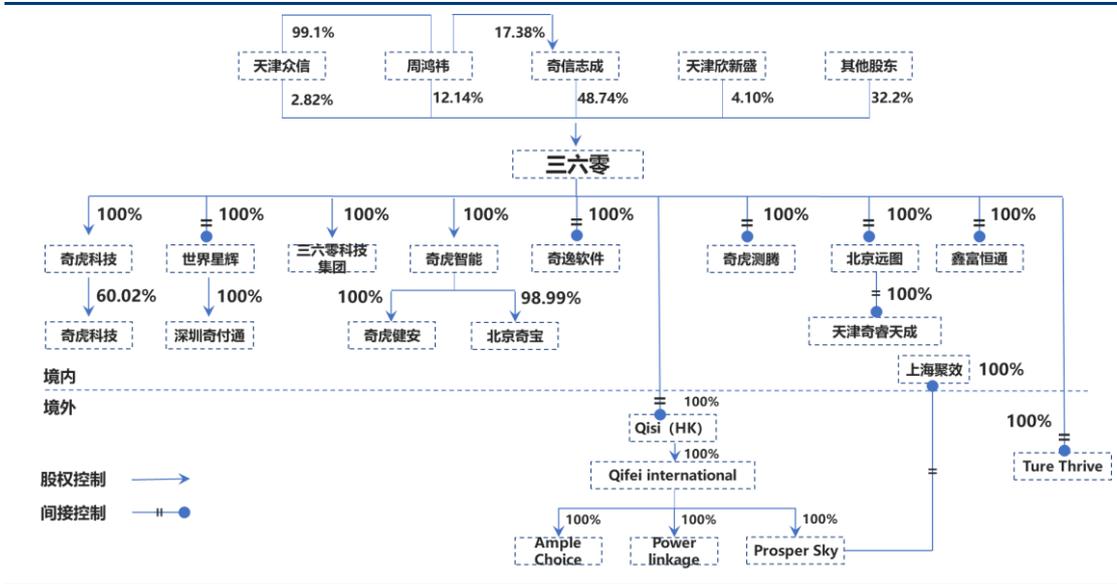
图表 2 三六零互联网生态体系



资料来源：公司公告、华创证券

公司实际控制人是周鸿祎先生，合计控制公司 63.70%的股份。周鸿祎先生直接持有公司 12.14%股份，通过奇信志成间接控制公司 48.74%的股份，通过天津众信间接控制公司 2.82%的股份。

图表 3 三六零股权结构图

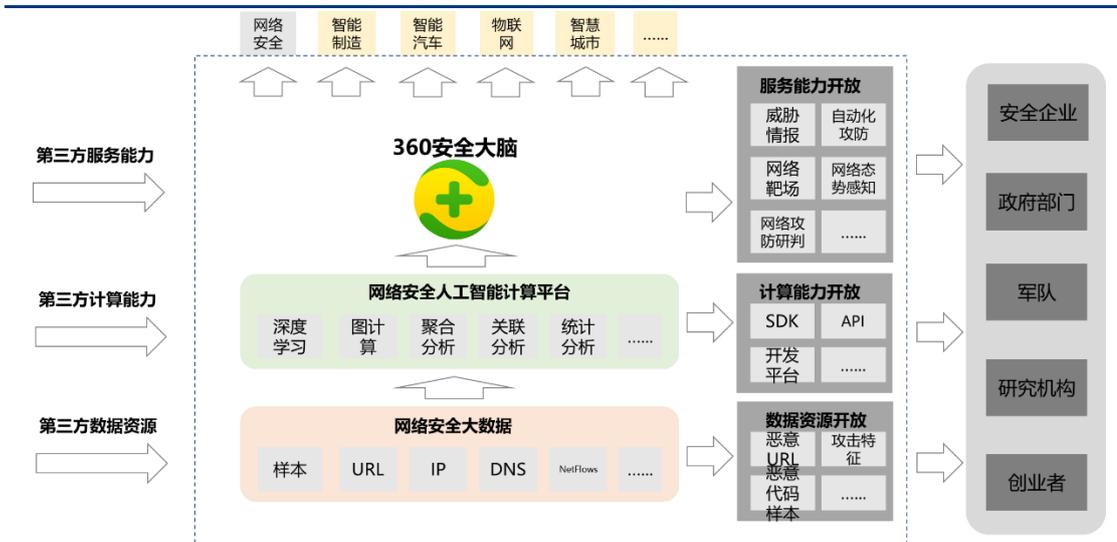


资料来源：公司公告、华创证券整理

(一) 以领军姿态，布局“大安全”战略

公司在确保原有互联网安全服务及各项主营业务有序开展的同时，将在网络安全方面积累的领先技术、成功经验和海量数据广泛运用于“大安全”领域，确立了“3+1”的发展战略。其中“3”包括国家级安全大脑、城市安全大脑、家庭安全大脑。“1”为互联网战略，包括 360 搜索、信息流、游戏、导航等业务。三级安全大脑致力于保障大安全时代的国家安全、城市安全、家庭安全，同时互联网的内容商业化为安全技术创新提供强力支撑，助力 360 打造大安全时代的新增长极。

图表 4 360 安全大脑——分布式智能生态安全系统



资料来源：中国计算机学会《360 安全大脑——分布式智能生态安全系统》、华创证券

① 国家安全领域

国家级安全大脑基于国家级的全局视野建设，通过搭建人才、技术、知识、数据的开放平台，联合众多网络安全公司，并协同运营商、互联网公司、传统制造业以及政府部门，实现安全大数据的互联互通与网络攻击的整体防御，构建大安全生态，守护国家安全。目前，公司已成为国家、国防网络安全领域应急管理和安全保障的主要社会力量。公司是“国家大数据协同安全技术国家工程实验室”承建单位；连续数年为国家部委和重点行业机构提供实战型攻防演练服务，协助检验并提升了我国关键信息基础设施安全防护、应急处置和指挥调度能力；在监测和应对国际网络威胁方面，360 成功溯源、发现 40 个（可公开）境外高级持续性威胁攻击（APT）组织。

② 城市安全领域

360 城市安全大脑旨在保障城市的公共设施安全、公共交通安全、公共场所安全、物联网安全、车联网安全、社区安全等，避免网络攻击给城市居民带来物理伤害。360 城市安全大脑具备故障预测、趋势分析、欺诈检测、风险评估、异常分析、关系分析、轨迹分析等功能，能为城市运营提供综合治理、智能研判、应急管理等服务，可广泛应用于公安系统、安监系统、环保系统、水利系统等，助力平安景区、校园、社区、园区建设。

中标天津应急管理信息化项目，实现城市大脑的落地。10 月 31 日，公司宣布中标天津市应急管理局应急管理信息化（一期）项目，中标金额 1.19 亿元。项目基于天津市应急管理局为全面加强突发事件应对工作，建立组织体系，健全突发事件防治、预警、处置系统，加强日常预防、应急准备、统一调度，有效降低灾难产生的风险、减少损失、挽救生命等目标，公司将其应急指挥中心提供软硬件集成服务。该项目为 360 城市安全大脑的落地提供了全国首个应急领域场景，打造了全国应急安全大脑的标杆。

③ 家庭安全领域

360 家庭安全大脑通过软硬件结合，连接人工智能和大数据，做到端云协同，融入边缘计算，在家庭场景中联动各种智能设备，进行“看家、看护老人、看护孩子”等家庭核心安全守护，提供风险预知与协同解决方案。360 家庭安全大脑负责协调 360 家庭防火墙、家用摄像头、可视门铃、AI 音箱、扫地机器人、儿童手表等硬件产品，通过运算、协调和存储，实现各种设备的管理做到看得懂、听得清、摸得着、会沟通，以多设备之间的协同联动，全面守护家庭安全。

（二）技术、数据、品牌及人才优势构筑发展基石

公司在安全领域持续耕耘，积累的技术、数据、品牌和人才是公司实现商业化变现及开展“大安全”战略的基石。

人才优势：在网络安全技术领域，公司拥有十余支代表全球顶尖技术水平的安全专家团队，其中包括专注于 APT 攻击溯源、Oday 漏洞等高级威胁攻击的追日团队和应急响应团队；主攻漏洞挖掘与利用的伏尔甘团队（Vulcan Team）；针对 PC 与移动内核研发的冰刃实验室（AceSword Lab）；致力于安卓系统及移动浏览器漏洞挖掘与利用的阿尔法团队（Alpha Team）；专注于 APT 攻击、Oday 漏洞等高级威胁攻击的追日团队和应急响应团队；深入研究安卓系统病毒分析、移动威胁预警的 360 烽火实验室等。此外，公司还拥有包括智能网联汽车安全实验室、网络攻防实验室、无线电安全研究院、人工智能安全研究院、IOT 安全研究院、黑客研究院在内的多个网络安全研究院，以及专门服务于 360 内部防御体系以及国家级安全体系建设的信息安全部。

2019 年，公司举办了 WCTF 世界黑客大师赛，邀请到来自波兰、法国、瑞士、日本、美国、德国、俄罗斯、韩国和中国网络安全领域的顶尖战队，以实战攻防的形式比拼实力。本次大赛也为国内十所高校提供与顶尖选手同场竞技的机会，有助于公司挖掘网络安全人才，培养网络安全新生力量。微软最新发布的 2019MSRC 全球最具价值安全精英榜中，三六零伏尔甘团队（Vulcan Team）的两名成员分别包揽“最具价值安全精英榜”第一名及第二名，成为有史以来获得排名最高的中国人。此次全球排名，公司共有 10 名安全专家进入榜单，其中 7 人皆在榜单前 50。

图表 5 2019 年微软 TOP100 安全贡献榜



资料来源：公司官网

大数据优势：根据第三方艾瑞咨询的数据，截至 2019 年 6 月末，公司 PC 安全产品的市场渗透率为 96.63%，平均月活跃用户数平稳保持在 5 亿以上，安全市场持续排名第一；PC 浏览器市场渗透率为 83.12%，平均月活跃用户数达 4.3 亿；移动安全产品的平均月活跃用户数达 4.75 亿。广泛的用户基础为三六零提供了持续的网络安全样本数据及网络行为数据，有助于实时扩充并更新公司的动态大数据资源。

“360 安全大脑”运用人工智能技术，自动分析和处理十余亿台终端产生的每年近百万亿的全网安全行为数据，年样本数据新增量超过百亿，在国内安全数据量排名第一。作为安全大脑生态建设的重要一环，公司已开始对外开放多项安全数据资源，积极支持国家安全机构及上下游安全厂商利用公司开放数据开展攻击分析、欺诈预防以及其他网络安全相关研究。

平台运营优势：公司坚持价值驱动的指导思想，以业务需求为核心，积极开展大中场平台化运营，在大数据、AI 工程、云计算工程等平台能力建设方面取得了卓越的成效，先后构建了第四代大数据基础架构、分布式图数据库、机器学习算法优化、大规模键值存储、BAAS 平台等领先的平台技术，进一步促进了公司核心竞争力的提升。

大中场平台化运营也为“360 安全大脑”提供了关键的核心技术支持。通过构建的完整一站式大数据平台，发挥 AI 技术的核心能力，结合专家知识和算法之间的充分协同，实现了半自动化甚至自动化的安全问题分析及智能攻防。通过平台赋能，“360 安全大脑”可进一步完成国家、城市、社区、家庭的分层构建，算法、数据和安全能力的开放问题也将得到解决，最终实现兼容并蓄的产业生态建设。

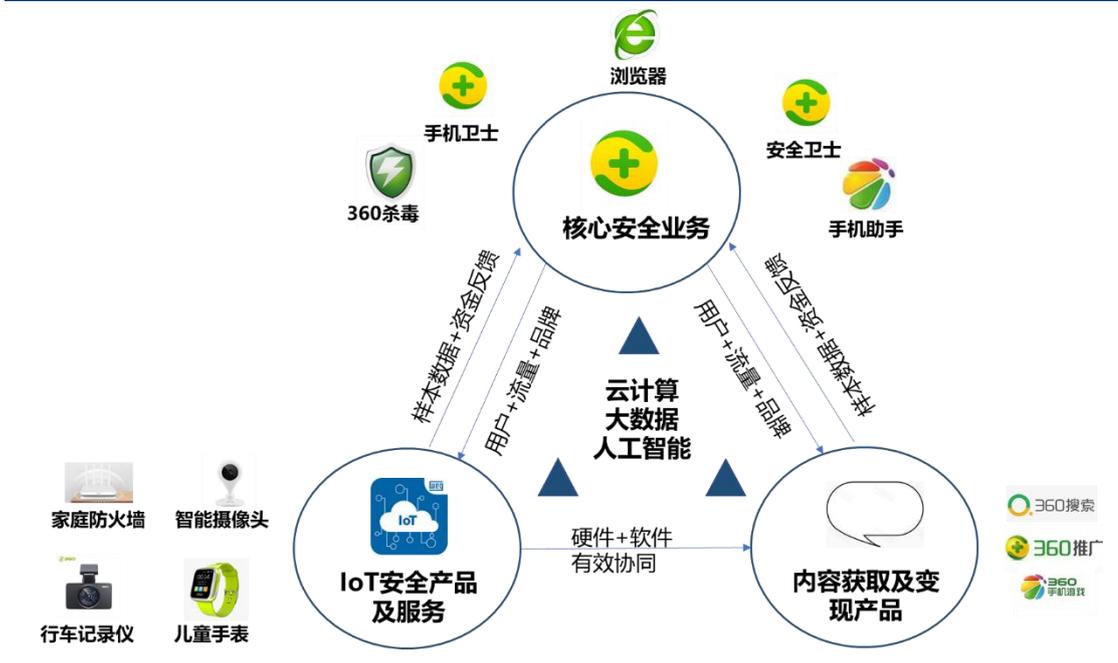
品牌优势：用户对 360 安全品牌高度信任和认可，有利于公司建立良性的商业关系，为公司进一步拓展政企安全市

场创造了优良条件。公司将进一步加强对“360”品牌的管理和维护，增强“360”品牌价值，为公司进一步深化实施“大安全”战略奠定品牌基础。

（三）以安全能力为核心，形成以产品和内容为驱动的商业闭环

公司凭借免费且高品质的安全服务、信息获取及内容类产品，获得深厚的用户基础及有效的流量入口。基于海量的用户基础，三六零通过商业化业务进行变现，即：通过互联网广告及服务，获得互联网广告及服务收入，并与合作方实现商业共赢；通过互联网增值服务，获得增值服务收入；通过智能硬件业务，实现销售收入，扩大流量入口，拓展安全业务的边界。

图表 6 三六零业务模式



资料来源：公司网站、华创证券

信息获取和内容变现产品：“用户+商业化变现”。自设立以来，公司一直实施个人端安全产品永久免费的策略，通过提供免费的安全产品和服务聚集了大量的用户并因此获得了海量的流量资源。在此基础上，通过互联网广告和互联网增值服务等业务进行商业化变现，获取收入和利润。同时，通过商业化业务获得的盈利，对安全业务进行反哺，最终实现公司的可持续发展。

● 互联网广告及服务

互联网广告及服务是公司实现内容商业化变现的主要途径。公司充分利用技术优势，建立大数据分析体系，学习用户使用习惯、用户偏好等，构建用户画像系统，通过不断的数据积淀，深刻理解用户行为并实现对用户需要、偏好的信息及应用的精准推荐。公司先进的智能推荐系统等先进技术和精心设计编排的广告位，使得用户在使用“360 搜索引擎”、“360 导航”、“360 浏览器”等核心产品时，获得了用户感兴趣的商业信息。移动端，众多手机品牌都与 360 搜索达成合作；在 PC 端，360 搜索的日均检索量超过 8 亿，是中国的第二大搜索引擎。公司通过互联网广告及服务业务，高效连接商业客户与潜在客户，从而实现流量变现。

图表 7 三六零互联网广告及服务业务



资料来源：公司网站、华创证券整理

● 互联网增值服务

游戏业务是公司内容商业化变现的另一重要方向。360 游戏是集游戏发行、运营、推广和服务为一体的综合游戏资源平台，拥有运营包括页游、端游、移动端在线游戏、单机游戏分发等全品类互联网游戏的能力，形成了以 360 手机助手、360 游戏大厅等移动端平台为核心的移动游戏运营分发平台，以 wan.360.cn、www.youxi.com 为主的网页游戏运营平台，同时正在积极开展对客户端游戏的探索。

顺应业务发展的需要，公司游戏业务正在进行积极转型。一方面，公司依靠在手游和页游市场的优势，向端游市场拓展，有望对公司游戏业务形成新的发展驱动力。另一方面，公司正在由联运平台向“联运+发行”一体化转型，以发行业务为突破，提升市场占有率。而且，公司也在积极调整组织架构，引入经验和资源丰富的高端人才，提升品牌影响及运营能力，确立“支持与服务”定位，精简平台部门。

图表 8 三六零互联网增值服务业务



360游戏获得2018年度中国游戏行业“优秀企业”及“游戏运营先进单位”



《铁血龙魂》和《御魂九霄》两款产品，荣获金手指“优秀网络游戏”。

资料来源：公司网站、华创证券整理

● IoT 物联网安全产品及服务

三六零将安全技术产品化，全力保障用户的个人信息安全及生活安全，打造泛安全生态下的安全产品体系，提供了包括 360 儿童智能手表、360 智能摄像机、360 行车记录仪及 360 安全路由器等一系列智能硬件产品，致力于通过 IOT 安全产品为用户解决个人安全、出行安全、家居安全等问题。同时，公司提前布局，积极投入研发资源，在智能硬件安全、车联网安全、工业互联网安全、无线电安全等研究领域取得了多项突破，积累了丰富的经验，并居于行业领先地位。

图表 9 三六零 IoT 物联网安全产品及服务业务



资料来源：公司网站、华创证券整理

(四) 营收和净利润保持增长，现金流表现优异

营业收入和净利润保持稳定增长，连续两年超额完成业绩承诺。1) 自 2014-2018 年，公司营业收入从 78.2 亿元增长至 131.2 亿元，CAGR 为 13.8%；公司归母净利润从 11.8 亿元增长至 35.3 亿元，CAGR 为 31.5%。其中，2017-2018 年公司扣非归母净利润分别为 27.5 亿、34.2 亿元，连续两年超额完成业绩承诺。2) 2019 年前三季度公司营业收入为 95.22 亿元，同比增长 0.77%；归母净利润为 51.76 亿元，同比增长 105.74%，主要由于公司转让奇安信股权获得投资收益 29.86 亿元。

图表 10 三六零营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 三六零净利润及增速情况



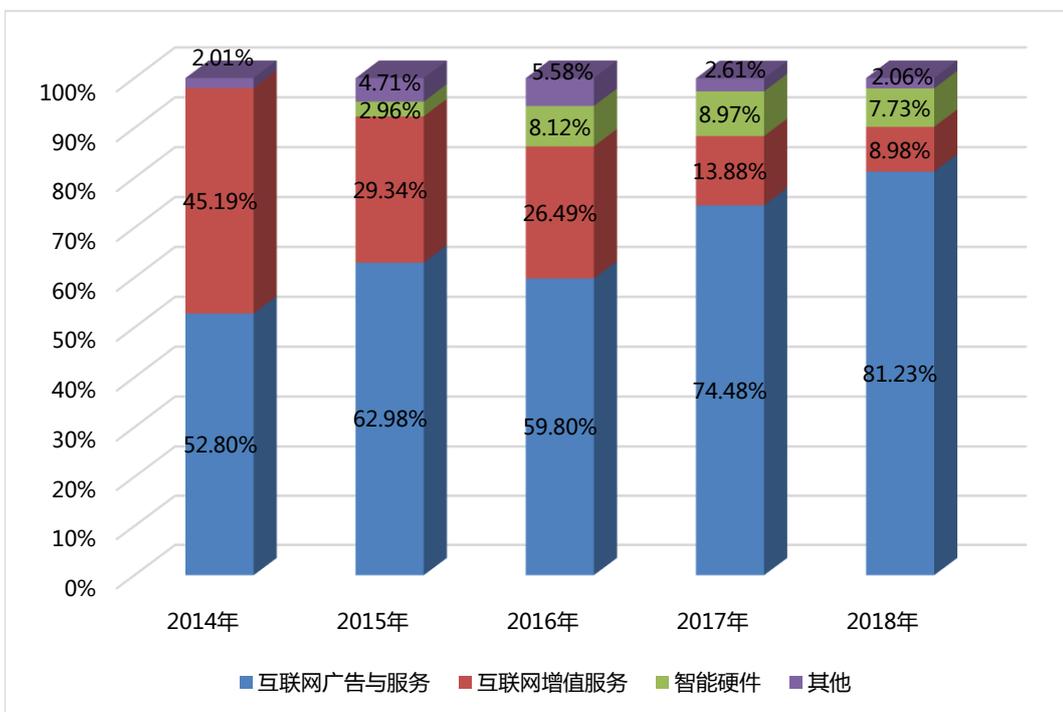
资料来源: Wind, 华创证券

1) 从业务结构来看, 互联网广告及服务收入是公司最重要收入来源, 近年来持续快速增长。2018 年互联网广告及服务收入占公司营收比重达 81.2%。2019 年上半年, 在互联网广告行业整体承压的市场环境下, 公司积极变革营销策略, 开展精细化运营, 实现互联网广告及服务收入 46.97 亿元, 同比略降 1.16%。

2) 受行业因素影响, 互联网增值服务收入占比近年来有所下滑。2019 年, 游戏版号逐步放开审核, 市场有所回暖。上半年, 公司手游业务持续努力提升内容方面的竞争力, 将在细分领域持续发力、孵化精品 IP 内容、加速储备优质产品。页游方面发行业务效果凸显, 明星产品迭出, 独家代理相关收入占比进一步提升。

3) IoT 智能硬件业务逐渐发力, 2018 年在营收中占比达 7.73%。2019 年上半年, 公司智能硬件业务战略及组织架构进一步明确, 连续发布多款明星产品, 市场占有率继续突破提升, 相关业务收入较上年同期增长 22.57%。

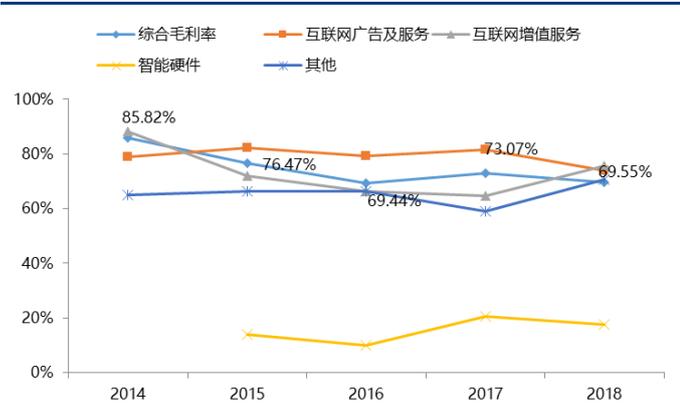
图表 12 三六零主营业务收入构成



资料来源: Wind, 华创证券

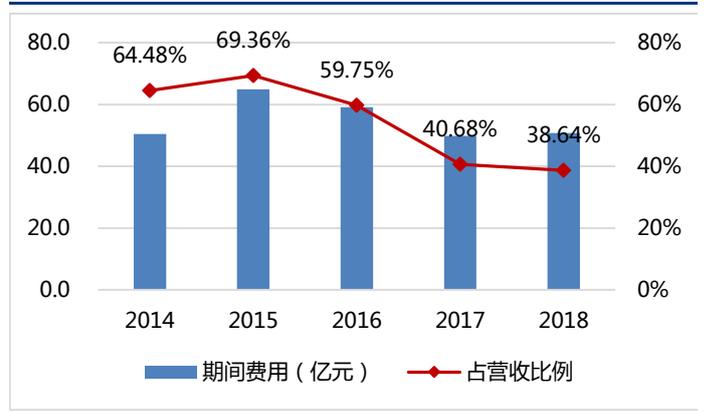
受外部环境影响，公司近年来毛利率有所下滑，经营效益逐步提升。具体来看，互联网广告及服务业务、互联网增值业务毛利率有所下滑，主要由于外部内容和流量采购成本增加所致。此外，智能硬件业务毛利率不断提升，主要由于公司业务从开拓期逐渐步入稳定增长期，随着品类的丰富、业务的增长、规模效应的提升，智能硬件业务毛利率随之提升。

图表 13 三六零毛利率变化情况



资料来源: Wind、华创证券

图表 14 三六零期间费用率变化情况



资料来源: Wind、华创证券

公司收入规模持续扩大，同时保持良好的销售回款能力。近五年来，销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例均在 100% 以上；同时，经营活动产生的现金流量净额均大于公司同期实现的净利润。

图表 15 三六零销售商品、提供劳务收到的现金



资料来源: Wind、华创证券

图表 16 三六零经营活动现金流量净额



资料来源: Wind、华创证券

二、政策与需求双轮驱动，网络安全千亿空间即将开启

(一) 网络安全相关法规、政策逐渐落地，推动整体行业的发展

我国网络安全预算比例仍低，安全市场潜力巨大。根据 Gartner 对 2011 年到 2018 年全球 IT 支出及全球信息安全支出所做统计来看，信息安全支出占整个 IT 支出的比例在越来越高，2018 年全球信息安全支出占 IT 支出的比例为 3.05%。与之对比，Gartner 数据显示，中国在 2019 年的 IT 支出约将达到 2.9 万亿元规模，而信息安全市场规模为 500 亿元左右，中国信息安全支出占 IT 支出比例仅为 1.7%，相对于全球平均水平还有较大差距。假设中国信息安全支出比例达到全球平均水平 3%，所对应的网络安全市场规模将达近千亿元量级。

图表 17 2011-2018 年全球 IT 支出及全球信息安全支出

(亿美元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
全球 IT 支出统计	35230	36480	36730	37100	35170	33750	35210	37400
信息安全支出	550	618	660	720	756	822	1018	1142
信息安全占比	1.56%	1.69%	1.80%	1.94%	2.15%	2.44%	2.88%	3.05%

资料来源：梆梆安全《中国信息安全行业的下一个变革，从产品到服务》、Gartner、华创证券

网络安全相关法规、政策逐渐落地，推动整体行业的发展。1) **合规性政策陆续出台提升网络安全产品服务空间。**2017 年，《网络安全法》出台，从顶层设计上将网络安全法制化。2019 年 5 月 13 日，《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》等国家标准正式发布，将于 2019 年 12 月 1 日开始实施，标志着国家对信息安全技术与网络安全保护迈入 2.0 时代。等保 2.0 为中国网络安全市场注入又一强力催化剂，进一步保障和提升中国在未来几年引领全球网络安全市场增速。

2) **促进性法规进一步推动行业加速发展。**2019 年 6 月，《国家网络安全产业发展规划》正式发布，根据规划，到 2020 年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过 1000 亿元，拉动 GDP 增长超过 3300 亿元，打造不少 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业。此外，地方政府网络安全产业规划陆续出台，为网络安全行业提供场地、资金、人才等实质性发展支持。

护网行动力度加大，凸显国家对网络安全的重视。自 2016 年以来，公安部每年开展针对关键信息基础设施的实战攻防演习，被称为“护网行动”。伴随着等保 2.0 时代的到来，同时为加强新中国成立 70 周年大庆的安全保卫，2019 年“护网行动”涉及范围扩大至工信、安全、武警、交通、铁路、民航、能源、新闻广电、电信运营商等单位，充分彰显国家对网络安全的重视。护网行动力度的加大，也极大促进了政企对网络安全的投入，推动安全市场的发展。

图表 18 我国网络安全产业发展支持政策

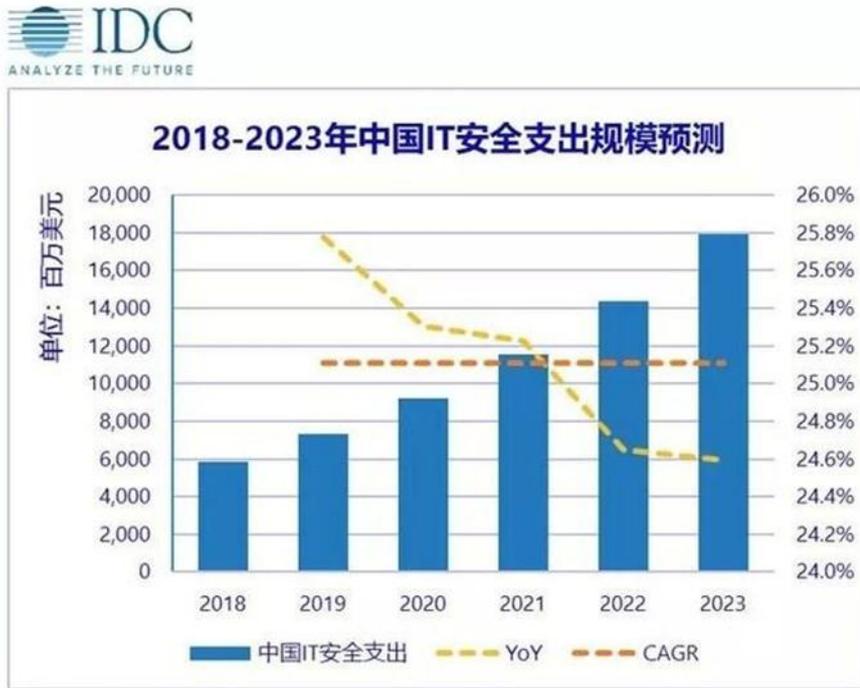
时间	部门	文件	内容
2015 年	全国人大常委会	《中华人民共和国国家安全法》	以法律的形式确立了中央国家安全领导体制和总体国家安全观的指导地位，明确了维护国家安全的各项任务，建立了维护国家安全的各项制度，对当前和今后一个时期维护国家安全的主要任务和措施保障作出了综合性、全局性、基础性安排
2016 年	工信部	《互联网信息安全管理信息系统使用及运行维护管理办法（试行）》	指导各省、自治区、直辖市通信管理局以及经营互联网数据中心（含互联网资源协作服务）、互联网接入服务、内容分发网络服务等业务的互联网接入类企业规范做好互联网信息安全管理系统的运行与维护管理工作；保障各单位系统安全可靠运行，有效发挥系统作用。
2016 年	全国人大常委会	《中华人民共和国网络安全法》	为保障网络安全，维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益，促进经济社会信息化健康发展 制定
2016 年	国家互联网信息办公室	《网络空间安全战略》	明确，当前和今后一个时期国家网络空间安全工作的战略任务是坚定捍卫网络空间主权、坚决维护国家安全、保护关键信息基础设施、加强网络文化建设、打击网络恐怖和违法犯罪、完善网络治理体系、夯实网络安全基础、提升网络空间防护能力、强化网络空间国际合作等 9 个方面

时间	部门	文件	内容
2017年	中央网信办	《网络产品和服务安全审查办法（试行）》	为提高网络产品和服务安全可控水平，防范供应链安全风险，维护国家安全和公共利益制定
2017年	国家互联网信息办公室	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》	国家采取措施，监测、防御、处置来源于中华人民共和国境内的网络安全风险和威胁，保护关键信息基础设施免受攻击、侵入、干扰和破坏，依法惩治网络违法犯罪活动
2017年	全国信息安全标准化技术委员会	《信息安全技术个人信息安全规范》	针对个人信息面临的安全问题，规范个人信息控制者在收集、保存、使用、共享、转让、公开披露等信息处理环节中的相关行为，旨在遏制个人信息非法收集、滥用、泄露等乱象，最大程度地保障个人的合法权益和社会公共利益
2018年	公安部	《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	为加强网络安全等级保护工作，提高网络安全防范能力和水平，维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益，促进经济社会信息化健康发展
2018年	公安部	《公共安全视频监控联网信息安全技术要求》	标准明确了公共安全视频监控联网信息安全系统的互联结构、证书和密钥要求、基本功能要求、性能要求等四项要求
2019年	国家市场监督管理总局、国家标准委	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》	在标准名称、保护对象、章节结构、控制措施等部分进行了修改和更新，标志着我国网络安全等级保护工作正式进入“2.0时代”
2019年	工信部	《国家网络安全产业发展规划》	到2020年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过1000亿元，拉动GDP增长超过3300亿元，打造不少于3家年收入超过100亿元的骨干企业。加快构建“高精尖”经济结构，推进首都“四个中心”建设，增强网络安全产业发展的高端引领作用，保障网络时代国家安全利益

资料来源：公司招股说明书、各政府网站、华创证券

网络安全法、等级保护 2.0、《国家关键信息基础设施安全保护条例》等相关法律法规的逐步落地，监管部门监管力度的不断提升，中国网络安全相关硬件、软件和服务市场将持续保持快速增长态势。根据 IDC 预测，2019 年中国网络安全市场总体支出将达到 73.5 亿美元，到 2021 年中国网络安全将形成千亿级别市场。未来 5 年，中国网络安全市场总体支出复合增速预计为 25.1%，远高于 9.44% 的全球水平。从行业上来看，政府、通信、金融仍将是中国网络安全市场前三大支出行业，与往期保持一致，占中国总体网络安全市场约六成的比例。

图表 19 2018-2023 年中国 IT 安全支出规模预测



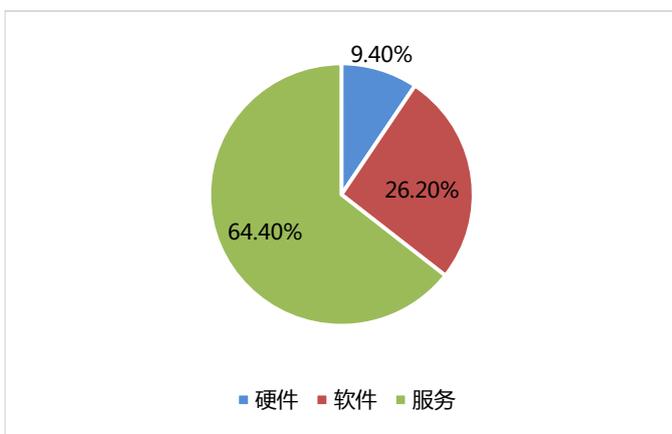
来源：IDC中国，2019

资料来源：IDC《IDC全球半年度网络安全指南，2018H2》、华创证券

（二）安全行业商业模式正在重塑：从“产品”到“产品+服务”

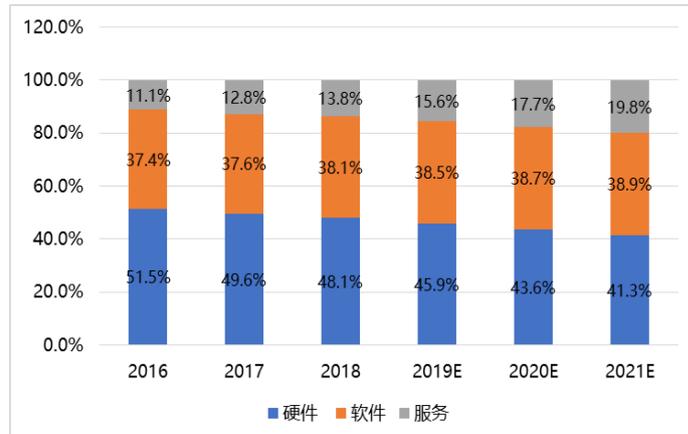
当前我国网络安全市场仍以产品为主。从结构上看，网络安全硬件产品仍占据接近一半市场份额，软件产品市场规模逐年增长，但服务占比仍然较低，2018 年仅为 13.8%，远低于发达国家水平。究其原因，我们认为主要由两个因素导致：一是预算体制下，安全产品更容易核算；二是企业安全支出更多为合规驱动，主动防御意识弱。

图表 20 全球网络安全市场结构比例



资料来源：赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

图表 21 2016-2021 年中国网络安全市场结构及预测



资料来源：赛迪顾问《2019 中国网络安全发展白皮书》、华创证券

安全服务将成为“下一个风口”。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

业务风险，并且更看重网络信息安全服务的持续性。特别是随着云计算的兴起，按订阅模式为服务付费的理念也逐渐被企业所接受。安全的需求已经从单一的硬件或软件的产品，转变为全面的专业的服务与解决方案。各安全厂商纷纷提出“安全运营”的概念，将安全服务作为未来的发展重点方向之一。例如，启明星辰大力推进城市安全运营中心建设，绿盟科技则提出“P2SO”战略。

（三）国家队强势入局网安市场，充分彰显对网络安全前景的看好

2019年初至今，国家队纷纷以入股的方式布局网安行业，一方面彰显了其对网络安全市场前景的看好，另一方面也有望通过为网安企业提供资源支持，推动行业的发展。

一是中国电子信息产业集团（CEC65）战略入股奇安信。2019年5月，CEC与奇安信签署战略合作协议，以人民币37.31亿元持有奇安信22.59%股份，成为奇安信第二大股东。双方将在技术创新、资源整合、重大项目建设等方面开展合作，推进央企网络安全响应中心、现代数字城市网络安全响应中心和“一带一路”网络安全响应中心建设。

二是中国电子科技集团公司（CETC66）实施股份增持，成为绿盟科技第一大股东。2019年8月，CETC全资子公司电科投资通过集中竞价交易方式买入绿盟科技1.6292%股份，电科投资及其一致行动人中电基金、网安基金合计持有绿盟科技15.5%股份，成为第一大股东。

三是国投变更为美亚柏科实控人。2019年4月，美亚柏科控股股东、实际控制人郭永芳、滕达将其所持4536.1万股公司股份（占总股本5.71%），其他股东李国林等将其所持有8011.42万股股份（占总股本10.08%）以15.49元/股的价格转让给国投智能。2）同时股东李国林、刘冬颖约定将其合计6.8%股权所对应的全部的表决权、提名等财产性权利之外的其他权利独家、无偿且不可撤销地授权给国投智能行使。转让完成后，国投智能直接持有美亚柏科1.25亿股（占总股本的15.79%），拥有22.59%表决权，成为美亚柏科控股股东，国务院国资委将为其实际控制人。

四是中电科入股南洋股份。2019年11月18日，南洋股份发布公告，控股股东郑钟南、持股5%以上的股东明泰资本拟将其合计持有的南洋股份无限售流通股5800万股（占总股本的5.0065%）以13.77元/股、作价约7.99亿元协议转让给中电科（天津）网络信息科技合伙企业（有限合伙）。

三、积极推进“大安全”战略，深度布局政企市场

（一）政企业务已全面启动，成为新战略增长极

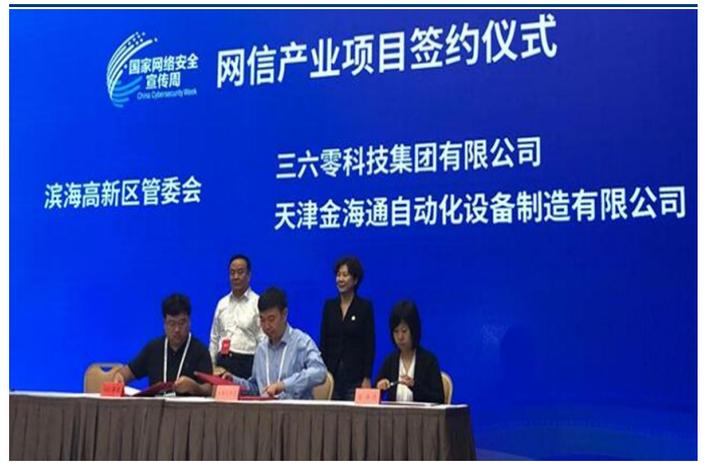
2019年是公司实施“大安全”战略的关键之年，也是公司全面进军政企安全业务的元年。2019年4月，公司转让所持奇安信全部股权，转让金额总计约人民币37.31亿元。转让完成后，“360”品牌的完整性及唯一性得以实现。9月3日，公司与公安部第三研究所签署合作协议，双方将基于360安全大脑，在网络安全态势感知、威胁情报等领域进行深度合作。此外，公司与天津高新区的合作已经拉开序幕。9月17日，三六零子公司与天津高新区政府在国家网络安全宣传周现场签署了网信产业项目协议，既开启了与天津市政府在网络安全领域发展新篇章，也是公司深化布局政企业务的又一重要举措。

图表 22 公安部第三研究所和 360 集团签署共建网络安全大脑合作协议



资料来源：环球网

图表 23 网信产业项目签约仪式



资料来源：中经网

重庆网络安全协同创新产业基地正式启动，成功打造业务标杆。2019 年 6 月，公司下属全资子公司奇虎科技成功中标重庆市合川区 360 网络安全协同创新产业园一期项目，该项目是公司大安全战略下的西南大安全基地和分布式国家安全大脑的西部节点。项目中标金额约人民币 2.4 亿元，是公司全面进军政企安全市场后的首个落地大单。11 月 7 日，360 网络安全协同创新产业基地正式启用，为公司在全国网络安全产业化布局奠定了坚实基础。

图表 24 重庆网络安全对抗基地效果图



资料来源：重庆市合川区政府网站

参与国产化生态建设，安全产品全线支持国产操作系统。公司在互动平台表示，一直积极参与国内计算机生态建设，安全产品全线支持国产化操作系统，360 安全卫士、360 杀毒、360 压缩、360 安全浏览器等产品在现有功能的基础上，实现对中标麒麟、银河麒麟、深度等操作系统的客户端适配，实现了龙芯、兆芯、飞腾等 CPU 的全力支持，辅助提升我国政企信息技术体系安全可控升级。

图表 25 360 安全卫士与银河麒麟完成兼容性测试



资料来源：贤集网

（二）强调安全赋能，打造安全生态圈

布局“大安全”生态，公司在政企领域投资动作频频。公司拟通过联合上下游、产业链上的安全相关企业，协助有关部门共同构建“国家级网络安全大脑”，打造国之重器，捍卫网络空间国土安全；通过加强自身与网络安全、城市安全相关产业链企业开展战略合作，通过安全赋能的形式，共同构建大安全生态。

1) 2014 年 10 月，公司全资子公司世界星辉对武汉深之度科技增资，目前持有其 26.4% 股权。深之度科技是专注于 Linux 的国产操作系统研发与服务的商业公司，作为国产操作系统生态的打造者，不但与各芯片、整机、中间件、数据库等厂商结成了紧密合作关系，还与 360、金山、网易、搜狗等企业联合开发了多款符合中国用户需求的应用软件。深度科技的操作系统产品，已通过了公安部安全操作系统认证、工信部国产操作系统适配认证、入围国管局中央集中采购名录，并在国内党政军、金融、运营商、教育等客户中得到了广泛应用。

2) 2018 年 12 月，公司出资 1.24 亿元参股山石网科，持股比例为 4%。山石网科是中国网络安全行业的技术创新领导厂商，专注于网络安全领域前沿技术的创新，提供包括边界安全、云计算安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务。山石网科已于 2019 年 10 月底成功登陆科创板。

3) 2019 年 7 月，公司投资翰思科技，瀚思科技是“数据驱动安全”理念的最早期倡导者和推动者，是全球网络安全 500 强、中国网络安全 50 强企业。公司通过战略投入、安全数据街垒和未来生态融入，加速为政府和企业用户赋能。

图表 26 三六零在“大安全”生态领域的投资情况

被投资单位	投资时点	投资金额（万元）	投资领域
山石网科	2018/12/17	12427	云计算安全、边界安全、内网安全、数据安全智能分析管理
北京数字观星科技有限公司	2018/8/18	2250	数字资产安全管理解决方案
上海安洵信息技术有限公司	2018/9/15	2000	向政府机构（主要为公安、国安、军队）提供网络情报获取类解决方案
南京赛宁信息技术有限公司	2018/8/8	1800	网络安全攻防业务
翰思安信（北京）软件技术有限公司	2019/6/18	1500	大数据安全平台
成都无糖信息技术有限公司	2018/12/21	800	网络犯罪情报分析服务和解决方案
武汉深之度科技有限公司	2014/10/16	6000	国产 Linux 操作系统厂商

资料来源：天眼查、华创证券

四、投资建议

（一）核心假设

核心假设 1: 1) 预计公司互联网广告及服务与行业市场趋势一致，未来几年保持较平稳增长；2) 随游戏版号逐步放开审核，同时公司在页游、端游方向逐渐发力，互联网增值业务有望恢复增长。3) 明星产品陆续推出，智能硬件业务有望实现快速增长。4) 公司政企安全业务有望逐渐贡献收入，并在未来几年保持高速增长。

核心假设 2: 公司在网络安全、大数据、人工智能等技术领域的投入持续加大，预计研发费用仍将快速增长。

核心假设 3: 随着规模效应及业务协同效应的体现，公司整体销售费用率和管理费用率有望稳中有降。

（二）盈利预测

公司作为“大安全”战略的坚定践行者，在国家安全、城市安全、家庭安全领域全面布局。同时，公司政企业务已经全面启动，有望成为新的战略增长极。基于核心假设，我们预测公司 2019-2021 年归母净利润为 55.21 亿、39.35 亿、45.11 亿元，对应 PE 为 26 倍、36 倍、32 倍。

（三）估值分析

估值方法: 考虑采用将部分研发费用加回净利润的方式进行估值。按照当前公司的业务体系，可以分为安全业务及商业化业务，其中安全业务包括互联网安全及政企安全业务，而商业化业务就包括互联网广告及服务、互联网增值服务、智能硬件业务。公司主要的收入和利润来源于商业化业务，而主要研发投入投向安全业务，这就造成一定的背离，因此仅以公司实际利润为基础进行估值会低估公司实际价值，可以考虑将 30% 的研发费用加回净利润的方式进行估值。

2016-2018 年，公司研发投入金额为 22.72 亿、24.17 亿、25.24 亿元，占营收的比例分别为 22.94%、19.75%、19.39%。我们预测，2019-2021 年公司研发投入分别为 28.47 亿、31.1 亿、34.95 亿，占营业收入的比重维持在 20%。若考虑将 30% 研发费用加回，所对应利润情况如下表：

图表 27 部分研发费用加回后净利润预测

单位: 亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
归母净利润	35.35	55.21	39.35	45.10
研发费用	25.24	28.47	31.1	34.95
实际税率	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
加回比例	30%	30%	30%	30%
加回研发费用	7.56	8.54	9.33	10.49
加回后净利润	42.91	63.75	48.68	55.59

资料来源: Wind、华创证券预测

我们选取腾讯、百度、网易、金山软件、人民网作为可比公司,参考可比公司估值,给予公司 2020 年 35 倍 PE,对应目标市值为 1703.8 亿元(以加回部分研发费用后净利润进行计算),目标价为 25.19 元,首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 28 可比公司估值(截止 2019.11.22 收盘)

公司名称	当前价格	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
腾讯控股	333.60 HKD	10.04	11.87	14.26	30	25	21
百度	117.99 USD	19.28	49.16	67.74	61	24	17
网易	310.40 USD	3.49	3.32	3.76	25	26	23
金山软件	17.86 HKD	-0.62	0.33	0.50	-	48	32
人民网	19.04 CNY	0.28	0.36	0.45	69	53	42
平均值		-	-	-	46	35	27

资料来源: Wind (可比公司盈利预测来自 wind 一致预期)

五、风险提示

新业务拓展不及预期; 互联网广告市场不景气; 游戏行业监管趋严; 市场竞争加剧

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	14,977	20,728	24,579	29,884
应收票据	0	0	0	0
应收账款	2,346	2,366	2,686	2,747
预付账款	92	98	105	124
存货	123	132	141	166
其他流动资产	1,019	1,007	1,158	1,359
流动资产合计	18,557	24,331	28,669	34,280
其他长期投资	3,788	3,288	3,088	2,888
长期股权投资	4,427	2,927	2,927	2,927
固定资产	482	432	398	553
在建工程	237	357	597	447
无形资产	339	325	304	317
其他非流动资产	1,518	1,505	1,499	1,508
非流动资产合计	10,791	8,834	8,813	8,640
资产合计	29,348	33,165	37,482	42,920
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2,350	2,728	3,005	3,654
预收款项	588	598	679	782
其他应付款	1,027	1,047	1,047	1,047
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18
其他流动负债	918	911	1,110	1,337
流动负债合计	4,901	5,302	5,859	6,838
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	168	157	157	157
非流动负债合计	168	157	157	157
负债合计	5,069	5,459	6,016	6,995
归属母公司所有者权益	23,982	27,390	31,137	35,581
少数股东权益	297	316	329	344
所有者权益合计	24,279	27,706	31,466	35,925
负债和股东权益	29,348	33,165	37,482	42,920

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	9,253	2,962	3,628	4,662
现金收益	3,544	5,848	4,193	4,725
存货影响	-20	-9	-9	-25
经营性应收影响	-1	-66	-369	-140
经营性应付影响	335	409	357	753
其他影响	5,395	-3,220	-544	-650
投资活动现金流	-4,042	1,573	-327	-150
资本支出	-651	-440	-533	-341
股权投资	102	-1,500	0	0
其他长期资产变化	-3,493	3,513	206	191
融资活动现金流	-247	1,216	550	793
借款增加	4	0	0	0
股利及利息支付	-18	-189	-67	-77
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-233	1,405	617	870

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,129	13,366	15,173	17,477
营业成本	3,998	4,277	4,567	5,391
税金及附加	236	240	272	314
销售费用	2,034	1,978	2,200	2,534
管理费用	838	829	941	1,084
财务费用	-345	-75	-104	-123
资产减值损失	97	39	43	60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	413	3,307	496	595
其他收益	31	34	41	45
营业利润	4,174	6,576	4,684	5,367
营业外收入	19	22	30	39
营业外支出	7	12	19	25
利润总额	4,186	6,586	4,695	5,381
所得税	678	1,047	747	855
净利润	3,508	5,539	3,948	4,526
少数股东损益	-27	18	13	15
归属母公司净利润	3,535	5,521	3,935	4,511
NOPLAT	3,219	5,476	3,861	4,422
EPS(摊薄) (元)	0.52	0.82	0.58	0.67

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	7.3%	1.8%	13.5%	15.2%
EBIT 增长率	-5.7%	69.5%	-29.5%	14.5%
归母净利润增长率	4.8%	56.2%	-28.7%	14.6%
获利能力				
毛利率	69.6%	68.0%	69.9%	69.2%
净利率	26.7%	41.4%	26.0%	25.9%
ROE	14.6%	19.9%	12.5%	12.6%
ROIC	23.1%	29.6%	17.6%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	17.3%	16.5%	16.1%	16.3%
债务权益比	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%
流动比率	378.6%	458.9%	489.3%	501.3%
速动比率	376.1%	456.4%	486.9%	498.9%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	66	63	60	56
应付账款周转天数	201	214	226	222
存货周转天数	10	11	11	10
每股指标(元)				
每股收益	0.52	0.82	0.58	0.67
每股经营现金流	1.37	0.44	0.54	0.69
每股净资产	3.55	4.05	4.60	5.26
估值比率				
P/E	40	26	36	32
P/B	6	5	5	4
EV/EBITDA	34	21	29	26

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017年加入华创证券研究所。2015年新财富最佳分析师第2名团队成员，2016年新财富最佳分析师第6名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘道遥

中国人民大学管理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500