中国平安 金融·科技
平安证券 PING AN SECURITIES

计算机
2019 年 04 月 15 日

深信服 (300454)

转型期研发等投入显著加大，长期看好公司发展

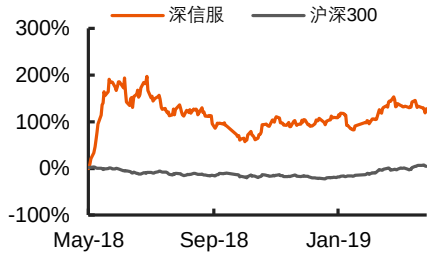
中性（维持）

现价：98.78 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.sangfor.com.cn
大股东/持股	何朝曦/20.90%
实际控制人	何朝曦
总股本(百万股)	403
流通 A 股(百万股)	40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	398.21
流通 A 股市值(亿元)	39.52
每股净资产(元)	8.53
资产负债率(%)	33

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

研究助理

付强 一般从业资格编号
S1060118050035
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

陈苏 一般从业资格编号
S1060117080005
010-56800139
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

公司发布2018年年报。2018年公司实现营业收入32.24亿元，同比增长30.41%；实现归母净利润6.03亿元，同比增长5.19%；归母扣非净利润5.52亿元，同比增长5.44%。2018年利润分配预案为：每10股派1.5元（含税）。

平安观点：

- **企业研发等投入快速增加，抑制公司短期业绩增长：**2018 年全年，公司收入增长 30.41%，增速较上年同期下降 10.87 个百分点；归母净利润同比仅增长 5.19%，增速较上年同期下降 117.48 个百分点。上市之后，公司明显加大了研发和销售等方面的投入，期间费用上升明显。其中，销售费用同比增长 34.91%，占公司营业收入比重达到 36.32%；研发费用同比增长 58.98%，占到公司营业收入比重达到 24.16%。从业务板块看，安全业务实现收入 18.92 亿元，同比增长 24.55%；云计算实现收入 8.67 亿元，同比增长 59.17%；企业无线实现收入 3.94 亿元，同比增长 18.32%。

- **业绩快速释放还需时日，长期看好公司业务发展：**安全板块作为公司的现金牛，未来还将继续在这一轮国内网络安全产业快速发展的大潮中受益，预计 2019-2021 年将维持 25%左右的增速增长；云计算业务板块公司加快了在软件定义存储等新领域的布局，预计有望能够与企业云业务实现较好协同，2019 年预计业务收入增速将在 40%左右。但由于公司当前正处在从网络安全企业向综合 IT 服务商的转型期，技术研发和销售方面的投入规模较大，短期内较大程度上抑制了公司业绩的增长。但我们认为，国内云计算和 IT 基础设施服务市场规模庞大，赛道宽阔，公司在重点领域竞争力强，未来具备较大成长空间，长期看好公司发展。

- **投资建议：**综合 2018 年年报以及 2019 年一季报预告数据，我们认为，虽然公司业务收入能够维持快速增长，但短期内销售和研发费用投入上升将更为明显，可能继续影响公司业绩增长。我们预计，2019-2021 年公司

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2472	3224	4132	5275	6673
YoY(%)	41.3	30.4	28.2	27.6	26.5
净利润(百万元)	574	603	682	818	964
YoY(%)	122.7	5.2	13.0	20.0	17.7
毛利率(%)	75.5	73.3	75.6	75.2	75.2
净利率(%)	23.2	18.7	16.5	15.5	14.4
ROE(%)	33.0	17.6	16.8	17.0	16.8
EPS(摊薄/元)	1.42	1.50	1.69	2.03	2.39
P/E(倍)	69.4	66.0	58.4	48.7	41.3
P/B(倍)	22.9	11.6	9.8	8.3	7.0

归母净利润将分别为 6.82 亿、8.18 亿和 9.64 亿元，同比分别增长 13.0%、20.0%和 17.7%；EPS 分别为 1.69 元（下调 10%）、2.03 元（下调 2%）、2.39 元；对应 4 月 12 日收盘价，P/E 分别为 58.4 倍、48.7 倍、41.3 倍，维持公司“中性”评级。

- **风险提示：**（1）行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险。公司所处的网络安全、云计算板块，都是国家政策重点扶持和引导的领域，市场需求增长确定性也较高，很多大型 IT 企业也在考虑进入，未来公司整体毛利率可能继续呈现走低态势。（2）研发投入不能带来收入和盈利增长的风险。公司处于技术密集型行业，技术创新能力是企业的核心竞争力。公司近年来持续加大研发投入，2018 年全年研发增速接近 60%，但是如果研发方向失误或者进度不及预期，都会给公司收入和盈利增长带来不利影响。（3）新业务增长不及预期。相比公司传统的网络安全领域，云计算、企业无线都是公司在近年来新发展起来的业务单元，在各自板块中都存在着类似于新华三、华为等强大竞争对手，未来如果企业不能够保持持续的创新和开拓能力，相关板块的业务高速增长的势头可能被打断。

正文目录

一、 企业研发等投入快速增加，抑制公司短期业绩增长 5
1.1 公司营业收入保持较快增长，云业务增速超过 50% 5
1.2 公司毛利率高位回落，研发等期间投入快速增长拖累业绩 6
1.3 公司技术创新效果明显，安全、存储以及无线板块均有亮眼新品出现 8
二、 收入预计将保持较快成长，但业绩快速增长还需时日 9
2.1 安全业务仍将是公司收入和盈利基石，未来将保持平稳较快增长 9
2.2 云业务将依托超融合及软件定义存储，2019 年仍将保持 40%左右增长 10
2.3 公司长期发展势头看好，但短期业绩预计难以较快释放 10
三、 投资建议 10
四、 风险提示 11

图表目录

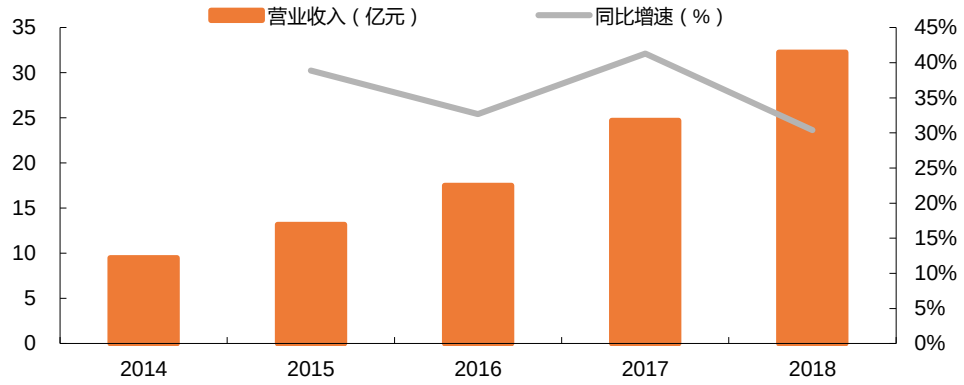
图表 1 2014-2018 年公司营业收入及同比增速 5
图表 2 2018 年公司业务收入结构 5
图表 3 2014-2018 年公司安全业务收入及同比增速 6
图表 4 2014-2018 年公司云计算业务收入及同比增速 6
图表 5 2014-2018 年公司毛利率变化 6
图表 6 2014-2018 年公司主要业务板块毛利率变化 6
图表 7 2016-2018 年前三季度主要网络安全企业毛利率对比（%） 7
图表 8 2014-2018 年公司销售费用及同比增速 7
图表 9 2014-2018 年公司营业利润及同比增速 8
图表 10 2014-2018 年公司归母净利润及同比增速 8
图表 11 2016-2018 年公司研发人员数量及人员占比 8
图表 12 公司终端安全检测及响应产品 EDR 架构及功能 9
图表 13 公司软件定义企业级分布式存储 EDS 基本架构 9
图表 14 2016-2021 年中国信息安全市场规模及同比增速 9

一、 企业研发等投入快速增加，抑制公司短期业绩增长

1.1 公司营业收入保持较快增长，云业务增速超过 50%

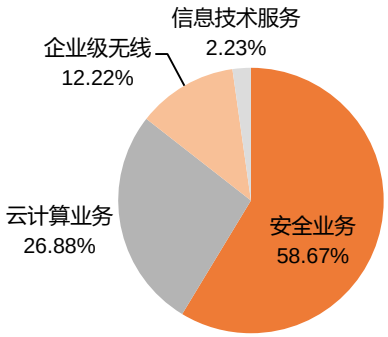
2018 年，深信服业务收入继续保持较快增长。据年报数据显示，2018 年全年，公司实现收入 32.24 亿元，同比增长 30.41%，增速虽较上年同期下降 10.87 个百分点，但仍保持在高位。安全业务、云业务以及无线业务分别占 58.67%、26.88%和 12.22%。

图表1 2014-2018 年公司营业收入及同比增速



资料来源:wind、平安证券研究所

图表2 2018 年公司业务收入结构



资料来源:Wind、平安证券研究所

分板块看：

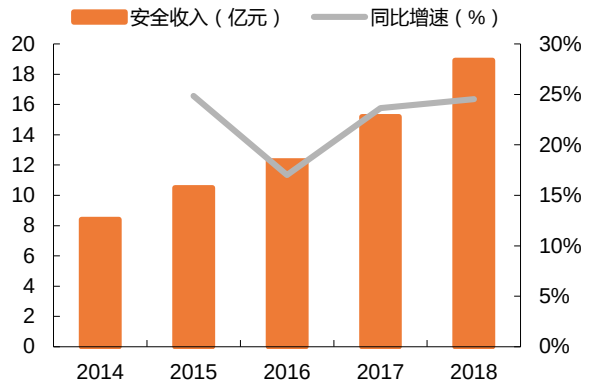
（1）安全业务增速呈现出加快态势。公司在网络安全领域竞争力强劲，防火墙、上网行为管理以及 VPN 等领域国内市场市场份额居前，而且在新领域如态势感知市场开拓效果明显。2018 年，公司安全业务板块实现收入 18.92 亿元，同比增长 24.55%，增速较上年上升 0.9 个百分点。

（2）云计算业务增长强劲，占公司收入比重迅速扩大。公司基于超融合的企业云解决方案竞争力较强，整体系统排国内第三，而软件国内市场份额居第二位。受益于政企上云加速，公司云计算业务

快速增长。2018 年公司云计算业务实现收入 8.67 亿元，同比增长 59.17%，占公司业务收入比重从上年末的 22%大幅上升至 27%。

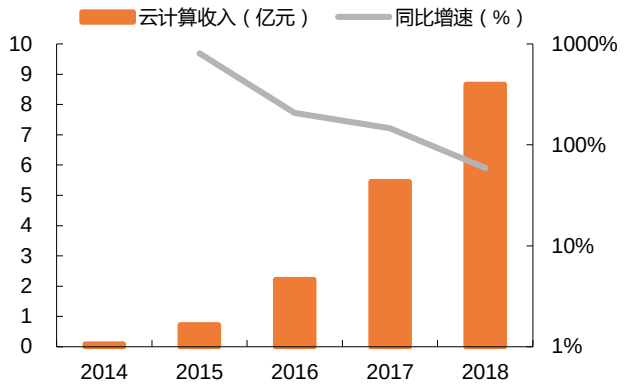
（3）企业无线业务正在转型。公司企业传统无线产品主要为无线 AP 和无线控制器，但近年来随着移动宽带提速降费，企业无线业务优势并不明显，增长空间受限。2018 年，公司无线业务开始加速转型，一方面推出智能交换机等产品；另一方面，传统无线解决方案拓展物联网板块。2018 年，公司无线业务收入达到 3.94 亿元，同比增长 18.32%，占公司收入的比重为 12%。

图表3　2014-2018 年公司安全业务收入及同比增速



资料来源:wind、平安证券研究所

图表4　2014-2018 年公司云计算业务收入及同比增速

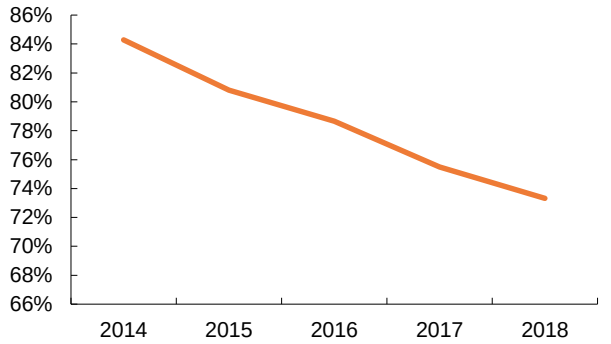


资料来源:wind、平安证券研究所

1.2 公司毛利率高位回落，研发等期间投入快速增长拖累业绩

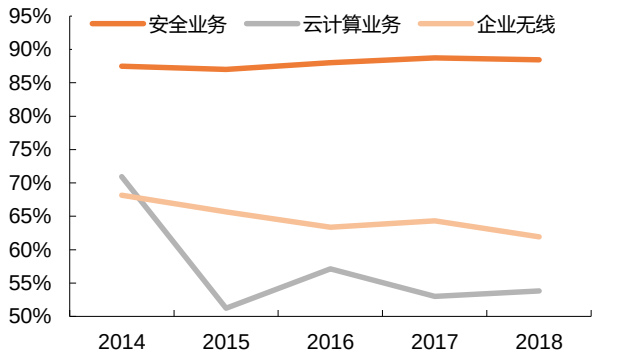
公司产品主要由软件构成，硬件所占比重较小，毛利率整体较高。但由于竞争的因素，公司的毛利率整体呈现出下降态势。2018 年，公司整体毛利率为 73.32%，较上年下降 2.18 个百分点。其中，安全业务毛利率为 88.46%，较上年同期下降了 0.26 个百分点；无线业务毛利率下降比较严重，从上年的 64.33%下降至 61.92%。但我们也看到，云计算由于软件产品占比扩大，毛利率较上年有所提升，达到 53.82%，之前我们关于该板块毛利率改善的逻辑正在得到验证。

图表5　2014-2018 年公司毛利率变化



资料来源:wind、平安证券研究所

图表6　2014-2018 年公司主要业务板块毛利率变化



资料来源:wind、平安证券研究所

图表7　2016-2018 年前三季度主要网络安全企业毛利率对比（%）

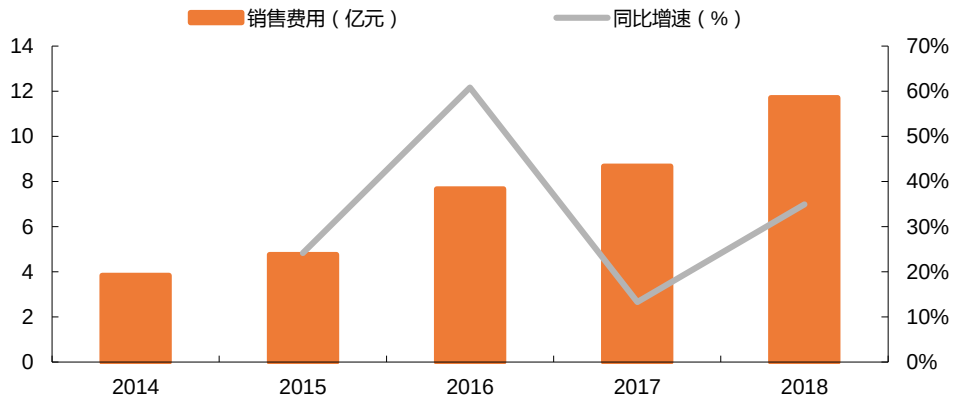
证券代码	证券简称	2016 年	2017 年	2018 年 Q1-3
300454.SZ	深信服	78.66	75.50	73.46
002439.SZ	启明星辰	66.81	65.18	63.53
300369.SZ	绿盟科技	77.81	71.16	75.33
002268.SZ	卫士通	35.25	35.30	28.01
300297.SZ	蓝盾股份	52.40	54.48	64.48
300352.SZ	北信源	62.91	68.37	79.80

资料来源：wind、平安证券研究所

期间费用上升明显，净利润增速不及预期。上市以后，公司在销售和研发能力建设方面的投入明显增加，以期短期内快速扩大市场份额。尤其是在云计算领域，公司的超融合架构目前面临着来自华为和华三的强大的竞争压力，公司如想快速扩大市场影响力，在销售和研发方面的投入必须加大。

2018 年，公司研发费用、销售费用和管理费用均较上年大幅增加。其中，研发费用较上年上升明显，全年投入 7.79 亿元，同比大幅增长 58.98%，占到公司营业收入比重达到 24.16%；销售费用增速也明显快于营业收入，全年销售费用高达 11.71 亿元，同比增长 34.91%，占营业收入比重达到 36.32%；管理费用达到 1.3 亿元，同比增长 34%，增速快于营业收入，且占销售收入的比重达到 4.03%。

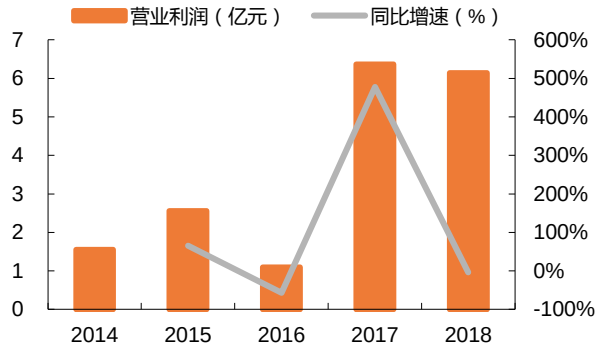
图表8　2014-2018 年公司销售费用及同比增速



资料来源:wind、平安证券研究所

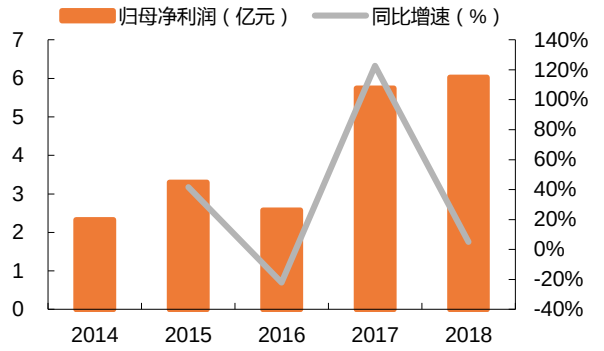
受到上述期间费用快速增长等因素影响，公司营业利润较上年出现下滑，且归母净利润增速大幅低于上年。2018 年，公司实现营业利润 6.14 亿元，同比下降 3.84%；实现归母净利润 6.03 亿元，同比增长 5.19%，增速较上年同期大幅下降 117.48 个百分点。

图表9　2014-2018 年公司营业利润及同比增速



资料来源:wind、平安证券研究所

图表10　2014-2018 年公司归母净利润及同比增速



资料来源:wind、平安证券研究所

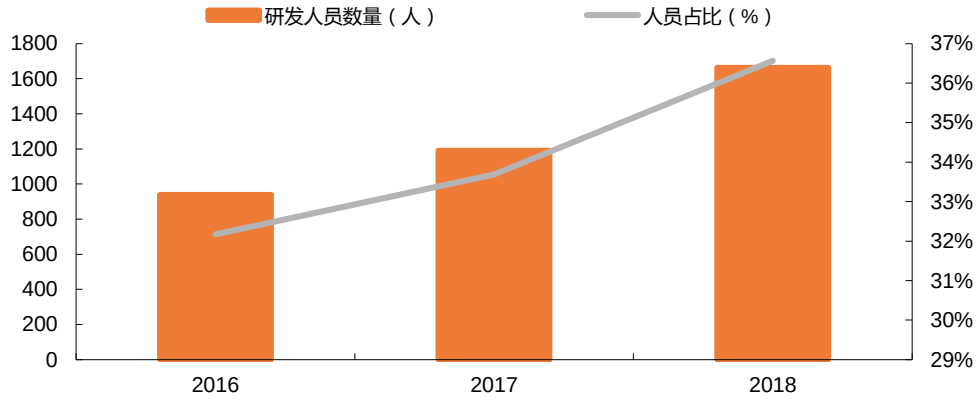
1.3 公司技术创新效果明显，安全、存储以及无线板块均有亮眼新品出现

2018 年，公司为了满足公司战略和市场需要，大幅增加了研发人员投入。据公司年报显示，2018 年末，公司研发人员数量达到 1664 人，同比大幅增长 40%，人员占比达到 36.56%。计算机企业研发费用主要集中在人员薪酬成本上，公司快速增加的研发人员，也造成了公司研发费用大幅上升。

公司大规模的研发投入主要集中在三个方面：（1）开发和探索信息安全、云计算和 IT 基础架构、以企业级无线为主的基础网络领域的新产品；（2）信息安全、云计算和 IT 基础架构、以企业级无线为主的基础网络领域的相对成熟产品的功能和性能的持续改进；（3）人工智能、大数据分析等前沿技术在信息安全、云计算等领域的应用。

公司 2018 年大规模的研发投入取得了积极的效果。2018 年，公司分别正式发布了下一代终端安全检测与响应产品 EDR、人机共智的安全即服务解决方案、软件定义广域网解决方案 SD-WAN、软件定义企业级分布式存储 EDS、安全可视智能交换机等新的产品，对每一条相对成熟的产品均进行了有效迭代开发，新申请发明专利接近 300 项，取得了不错的研发成果，进一步夯实了公司在信息安全、云计算、IT 基础架构等领域的技术实力。

图表11　2016-2018 年公司研发人员数量及人员占比



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表12　公司终端安全检测及响应产品 EDR 架构及功能

资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表13　公司软件定义企业级分布式存储 EDS 基本架构

资料来源:公司官网、平安证券研究所

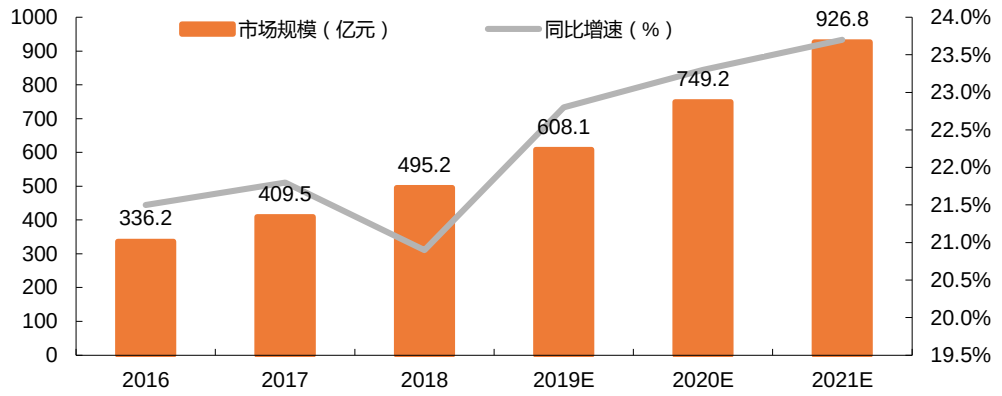
二、 收入预计将保持较快成长，但业绩快速增长还需时日

2.1 安全业务仍将是公司收入和盈利基石，未来将保持平稳较快增长

国内网络安全需求将呈现出快速增长态势。一方面，国家政策将要求全面提升网络安全能力，加大包括云物移大智等新兴领域的安全投入力度，尤其是今明两年，等保 2.0 将落地，安全设备需求将放量；另一方面，随着国内信息化转型的加快，云计算、数据安全、工控网络等方面的安全需求也在增多，相关的网络安全产品和解决方案也将增加。据赛迪顾问预测数据显示，未来三年国内安全市场规模将加速扩大，预计增速从 2019 年的 22.8%上升至 2021 年的 23.7%。

公司作为我国网络安全市场的龙头，受益的确定性较大，预计收入增速将维持在 25%左右的水平，快于行业平均。据 IDC 最新数据显示，公司主打安全产品——下一代防火墙，2018 年中国市场占有率蝉联市场第二，占 14.12%，未来随着等保政策的落地，公司在这一领域的业务还将保持较快增长。

图表14　2016-2021 年中国信息安全市场规模及同比增速



资料来源:赛迪顾问、平安证券研究所

2.2 云业务将依托超融合及软件定义存储，2019 年仍将保持 40%左右增长

公司云业务解决方案更为完整，除了此前的企业云 aCloud、超融合 HCI 以及桌面云产品，公司新推出的软件定义存储等新品将继续助推该业务板块快速成长。

国内超融合市场增长迅速。据 IDC 最新报告数据显示，2018 年前三季度，国内超融合市场同比增长了 110.1%。其中，第三季度，深信服凭借着安全虚拟化的优势，以 14.1%的市场份额位居第三位，仅落后华为（23.6%）和华三（19.2%）。中国超融合系统市场从 2018 年第一季度开始进入快速增长期，超融合已经广泛得到国内市场，尤其是受到政府、教育、金融、制造等行业的青睐。

软件定义存储已经表现出较好的市场潜力。IDC 报告称，2018 年前三季度国内该领域市场规模约为 4.7 亿美元，同比增长 52.3%。得益于较低的总使用成本，加之灵活的扩展能力、线性增长的性能、统一的资源池管理，能够有效满足非结构化数据和半结构化数据需求，软件定义存储系统受到了企业用户的广泛认可，逐渐被应用到大规模数据应用场景中。目前，深信服最该领域虽然是新进入者，未来伴随着其云业务的快速推进，存储作为底层设施的重要构成要件，销售也必然加速。

我们预计未来几年，公司包括企业云、超融合以及软件定义存储等业务模块的云业务，将继续保持较快增长，预计 2019 年业务增速将达到 40%，之后两年也将维持在 30%以上。预计到 2021 年，公司该板块业务收入将达到 22 亿元。

2.3 公司长期发展势头看好，但短期业绩预计难以较快释放

虽然公司主要业务增长迅速，但业绩短期内快速释放的可能性不大。主要原因集中在三个方面：

（1）公司很多新业务前景良好，但是前期销售费用可能居高不下，很难为公司贡献盈利。从 2018 年下半年到 2019 年初，公司通过对其产品线的梳理，新增了云安全、终端安全、等级保护、安全审计、软件定义存储、智能交换机等业务子单元或者产品。新品上市需要公司在销售和渠道等方面快速加大资源以配套，并迅速抢占市场份额。我们预计 2019 年，公司相关的销售和管理费用仍呈现出快速上升态势，其中销售费用预计占营收比重仍将保持在 36.5%左右的高位。

（2）公司研发投入力度较上年可能继续增强，相关的研发费用也会快速增长。公司所处的网络安全、IT 服务行业对创新要求本来就高，既要对前瞻性的领域进行探索，还要针对现有产品进行优化和改进。我们认为，2019 年公司研发费用占比可能较上年继续提升，达到 25%左右，并且两至三年内会维持在这一水平，后续随着公司销售收入的提升，研发投入占收入的比重会下降，但绝对金额仍将保持在较高水平。

（3）国际市场投入可能短期内将处于净投入期。按照其年报的说法，公司将继续坚持在国际市场的投入，重点发展东南亚等市场，探索韩国、中东和欧洲等市场，期望国际市场为公司发展带来新的市场空间。相关地区市场的开拓，需要大量渠道和销售的支持，相关费用也会明显增加，但收益却存在较大不确定性。

另外，从公司的 2019 年一季度报业绩预告看，上述因素对公司的业绩造成较大影响。据公司预告显示，2019 年 1 季度归母净利润将在-3550.00 万元至-3850.00 万元，2018 年上市以来出现季度首亏。

三、 投资建议

综合 2018 年年报以及一季报预告数据，我们认为，虽然公司业务收入能够维持快速增长，但短期内销售和研发费用投入增长更为明显。我们预计，2019–2021 年公司归母净利润将分别为 6.82 亿、

8.18 亿和 9.64 亿元，同比分别增长 13.0%、20.0%和 17.7%；EPS 分别为 1.69 元（下调 10%）、2.03 元（下调 2%）、2.39 元；对应 4 月 12 日收盘价，P/E 分别为 58.4 倍、48.7 倍、41.3 倍，维持公司“中性”评级。

公司作为国内网络安全龙头企业，近年来正在积极向综合 IT 服务商转型，发力综合 IT 和云计算业务市场。相比传统的安全领域，后者市场空间巨大，但是竞争也十分激烈。公司在前期加大在市场和研发上的投入势在必然，虽然短期内对公司的业绩会形成一些压制，但我们看好公司长期发展和业绩成长。

四、 风险提示

（1）行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险。公司所处的网络安全、云计算板块，都是国家政策重点扶持和引导的领域，市场需求增长确定性也较高，很多大型 IT 企业也在考虑进入，未来公司整体毛利率可能继续呈现走低态势。

（2）研发投入不能带来收入和盈利增长的风险。公司处于技术密集型行业，技术创新能力是企业的核心竞争力。公司近年来持续加大研发投入，2018 年全年研发费用投入增长近 60%，但是如果研发方向失误或者进度不及预期，都会给公司收入和盈利增长带来不利影响。

（3）新业务增长不及预期。相比公司传统的网络安全领域，云计算、企业无线都是公司在近年来新发展起来的业务单元，在各自板块中都存在着类似于新华三、华为等强大竞争对手，未来如果企业不能够保持持续的创新和开拓能力，相关板块的业务高速增长的势头可能被打断。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3045	3627	5020	5991
现金	737	1197	2401	3182
应收票据及应收账款	308	408	505	650
其他应收款	49	72	82	113
预付账款	12	13	19	22
存货	128	125	202	213
其他流动资产	1811	1811	1811	1811
非流动资产	2088	2080	2070	2061
长期投资	0	0	0	0
固定资产	182	176	170	164
无形资产	4	5	5	4
其他非流动资产	1901	1899	1896	1892
资产总计	5132	5707	7090	8052
流动负债	1510	1463	2088	2146
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	263	266	418	449
其他流动负债	1247	1197	1671	1698
非流动负债	185	185	185	185
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	185	185	185	185
负债合计	1695	1648	2274	2332
少数股东权益	0	0	0	0
股本	403	403	403	403
资本公积	2022	2022	2022	2022
留存收益	1149	1762	2499	3366
归属母公司股东权益	3437	4059	4817	5720
负债和股东权益	5132	5707	7090	8052

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	943	466	1174	718
净利润	603	682	818	964
折旧摊销	84	58	71	89
财务费用	-77	-94	-141	-191
投资损失	-19	-9	-10	-11
营运资金变动	292	-169	436	-131
其他经营现金流	60	-1	-1	-1
投资活动现金流	-1610	-40	-51	-68
资本支出	315	-8	-10	-9
长期投资	-1373	0	0	0
其他投资现金流	-2668	-48	-61	-77
筹资活动现金流	1185	34	80	131
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	43	0	0	0
资本公积增加	1306	0	0	0
其他筹资现金流	-164	34	80	131
现金净增加额	521	460	1203	781

利润表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3224	4132	5275	6673
营业成本	860	1010	1306	1656
营业税金及附加	43	56	71	90
营业费用	1171	1508	1925	2436
管理费用	130	174	222	280
研发费用	779	1033	1319	1668
财务费用	-77	-94	-141	-191
资产减值损失	13	17	22	27
其他收益	289	256	272	264
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资净收益	19	9	10	11
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	614	694	834	983
营业外收入	5	6	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	618	699	838	987
所得税	15	17	20	23
净利润	603	682	818	964
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	603	682	818	964
EBITDA	680	727	856	993
EPS（元）	1.50	1.69	2.03	2.39

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	30.4	28.2	27.6	26.5
营业利润(%)	-3.5	13.0	20.2	17.8
归属于母公司净利润(%)	5.2	13.0	20.0	17.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	73.3	75.6	75.2	75.2
净利率(%)	18.7	16.5	15.5	14.4
ROE(%)	17.6	16.8	17.0	16.8
ROIC(%)	16.3	15.6	15.5	15.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	33.0	28.9	32.1	29.0
净负债比率(%)	-17.6	-26.3	-47.1	-53.3
流动比率	2.0	2.5	2.4	2.8
速动比率	0.7	1.1	1.4	1.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	11.6	11.6	11.6	11.6
应付账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标（元）	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.69	2.03	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.16	2.91	1.78
每股净资产(最新摊薄)	8.53	10.07	11.95	14.19
估值比率	-	-	-	-
P/E	66.0	58.4	48.7	41.3
P/B	11.6	9.8	8.3	7.0
EV/EBITDA	57.7	53.3	43.9	37.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。

中国平安 金融 · 科技

平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033