

新场景伺机待发，云安全绝对领域

投资要点

- **业绩总结：**2019年公司实现营业收入9.4亿元，较上年增长50.7%，归母净利润9222万元，较上年增长20.0%。营收激增带动回款加速，公司经营活动产生的现金流量净额2.2亿元，比上年同期增长126%。另外拟向全体股东每10股派发现金股利人民币3.78元（含税），共计拟分配现金股利人民币2800万元，占公司2019年度合并报表归属上市公司股东净利润超30%。
- **深耕网络信息安全技术，新兴安全布局领先。**公司目前拥有已获授权的专利74项（其中发明专利65项）、已登记的软件著作权155项。公司技术研发实力得到国家相关部门的肯定和支持，现已承担“国家发改委信息安全专项”、“工信部电子发展基金项目”、“科技部火炬计划”、“科技部网络空间重点专项”、“浙江省重点科技专项”等多项国家级、省市级科技计划项目。2019年公司研发费用率超过2.0亿元，同比增长34.6%，研发人员总计581人，占员工总数的32.3%。2019年公司共拥有48项核心技术，其中22项是公司基于“云、大、物、智”等新兴安全领域研发积累所得，公司在AIPHA企业安全态势感知和智能安全运营平台、云安全SaaS管理平台项目等在研项目中获得快速突破，相关产品已进入市场，进入稳定开发优化阶段。
- **持续拓宽上游场景和资源，拥有完整网络安全服务链。**公司产品及服务已经进入了包括运营商、政府等行业的大量优质客户，积累网络信息安全建设项目的实施经验，同时公司动态把握主要领域客户对于信息化建设的技术需求及发展趋势，通过整合优势和平台优势，以“云安全服务管理平台”的手段与工具，将公司已有的攻防经验、人员经验与外部情报加以整合、固化，完整的业务体系和丰富的产品种类，基本覆盖了不同行业及不同发展阶段客户的网络信息安全需求，极大地增强了公司的综合竞争力。公司是国内首批开展和云平台对接融合的安全厂商，已与华为云、浪潮云、OpenStack等3家国内主流云服务厂商完成对接融合。
- **技术和服务优势叠加，优质客户积聚效应显现。**公司已成为我国网络信息安全领域的领导品牌之一。2019年IDC厂商评估，公司被评选为态势感知领导厂商，其中战略能力排名第一，市场份额排名第二；公司被评为Web应用安全领导厂商，市场份额排名第一。2019年赛迪报告中，公司日志审计系统在为中国市场占比排名第一，云安全产品市场排名第二，通过“西湖论剑”等平台不断推广影响力，树立公司信息安全行业新兴领导者的品牌形象。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为1.35元、1.67元和2.28元。公司作为新兴安全领域领航企业，业务正处于高速发展期，参考可比公司平均估值，同时考虑公司业务布局前瞻，云安全业务快速落地，创新能力与品牌建设均处于市场领先，未来3-5年均有保持高速增长，我们给予公司2020年13倍PS估值，对应目标价为251.53元，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业景气度不及预期；技术迭代风险；市场系统性风险；经营业绩季节性波动性风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	944.03	1433.22	1995.12	2648.93
增长率	50.66%	51.82%	39.20%	32.77%
归属母公司净利润（百万元）	92.22	100.33	123.47	168.84
增长率	19.96%	8.79%	23.07%	36.74%
每股收益EPS（元）	1.24	1.35	1.67	2.28
净资产收益率ROE	5.95%	6.14%	7.11%	8.98%
PE	171	158	128	94
PB	10.20	9.69	9.11	8.41

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱芸
 执业证号：S1250517070001
 电话：010-57758600
 邮箱：zhuz@swsc.com.cn

分析师：刘忠腾
 执业证号：S1250519080008
 电话：0755-23616646
 邮箱：lzht@swsc.com.cn

分析师：朱松
 执业证号：S1250519080007
 电话：021-58352031
 邮箱：zhus@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.74
流通A股(亿股)	0.15
52周内股价区间(元)	68.68-283.55
总市值(亿元)	159.81
总资产(亿元)	21.72
每股净资产(元)	20.93

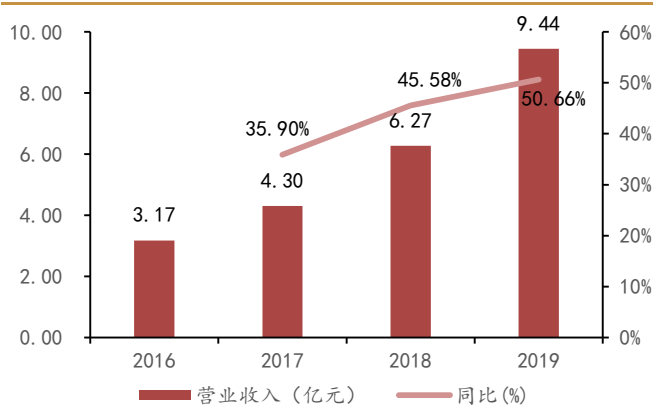
相关研究

1 网络安全后起之秀，安全平台+服务驱动业绩高增长

杭州安恒信息技术股份有限公司于 2007 年成立，是科创板上市公司（股票代码：688023.SH）。公司注册资本为 5,555.6 万元人民币，旗下拥有众多注册商标。公司一直专注于网络信息安全领域，主营业务为网络信息安全产品的研发、生产及销售，并为客户提供专业的网络信息安全服务。公司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。

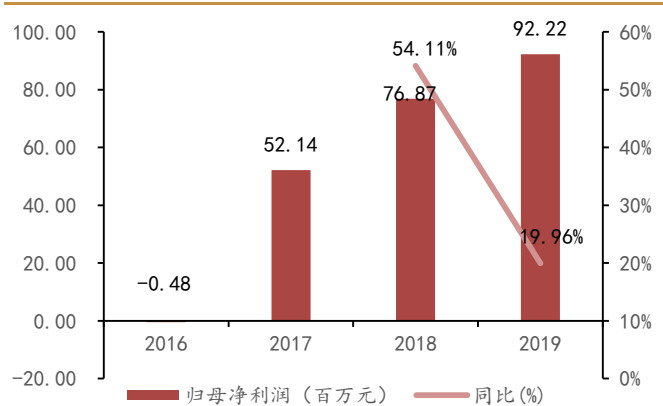
主营业务情况：2019 年公司实现营业收入 9.4 亿元，较上年增长 50.7%，归母净利润 9222 万元，较上年增长 20.0%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 7,959 万元，比上年同期增长 37.6%。

图 1：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

1) 网络信息安全基础产品实现营业收入 3.8 亿元，比上年同期增长 29.1%，其中 Web 应用防火墙、数据库审计与风险控制系统、综合日志审计平台等产品处于行业领先位置。在 2019 年 IDC 发布的“中国 WEB 应用安全市场研究”中，公司被评为 Web 应用安全领导厂商，市场份额排名第一；在安全牛 2019 年发布的安全牛中国网络安全细分领域矩阵图中，公司 Web 应用防火墙技术创新及规模均位列第一；在赛迪 2019 年发布的“中国日志审计产品市场研究报告”中，公司日志审计系统市场占比排名第一；在 Frost&Sullivan 发布的“亚太区特权账号管理/堡垒机市场研究报告 2019”中，公司的堡垒机产品市场份额排名亚太区并列第一，中国区第一。

2) 网络信息安全平台产品实现营业收入 2.7 亿元，比上年同期增长 91.2%。

云安全平台产品营收较去年同期增长 176.2%，得益于公司积极推进产品云化转型，让产品更加适应云上用户需求，不断加强与头部云厂商的战略合作协同。在私有云领域，公司以天池云安全管理平台作为主要产品，为用户提供一整套云安全解决方案和城市级云安全运营方案；在公有云领域，公司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；在多云混合云领域，公司已逐步推出安全解决方案。

大数据安全平台产品营收较去年同期增长 62.6%，面向监管行业的态势感知预警平台产品已成为市场第一品牌；面向政府、金融等行业的 AiLPHA 大数据智能安全平台正在快速渗透。业务扩展层面，公司在金融、医疗、公安、大数据等方面重点发力；技术拓展层面，公

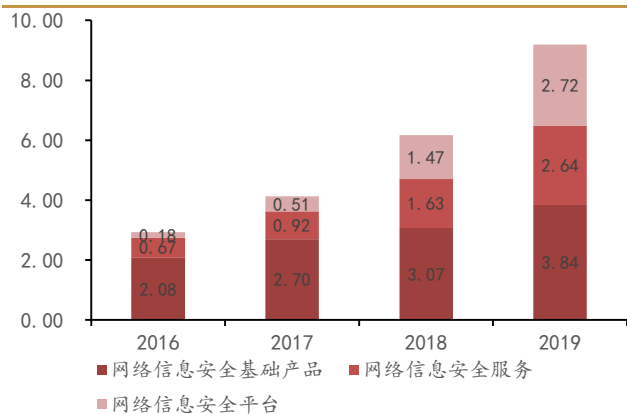
司联合大数据网络安全态势感知及智能防控技术国家地方联合工程研究中心、江之恒网络信息安全研究中心，开展前沿安全技术研究，形成并申请相关专利 80 余件，并获得重大荣誉 16 项，逐渐形成以 AiLPHA 大数据智能安全平台为核心的智能安全运营新生态建设，打造以智能检测、智能溯源、智能响应以及特殊时期重大活动保障为一体的智能安全运营新模式。

物联网安全产品营收较去年同期增长 136.4%，产品在公安行业得到广泛应用，安全解决方案成功落地到智慧公安、智慧水利、智慧园区、智慧司法等领域。

3) 公司网络信息安全服务实现营业收入 2.6 亿元，比上年同期增长 62.0%，其中 SaaS 云安全服务业务增长迅速。公司积累了大量活跃在线试用用户群体，形成了以玄武盾为核心的云防护、云监测服务、以安全数据大脑为核心的情报订阅、行业监管 SaaS 服务模式，成功的为多个省市的政务云、政府网站群、政府在线系统提供了 7*24 小时云安全服务。在专家服务方面，公司作为国家级重大活动网络安全的核心保障力量，在 2019 年承接参与了 20 多场国家级安保任务，包括 2019 世界互联网大会、中华人民共和国建国 70 周年、第七届世界军人运动会、第二届中国国际进口博览会等，成功实现 0 安全事故，累计投入专家 1000 余人，累计拦截各类网络攻击超过 1 亿次。

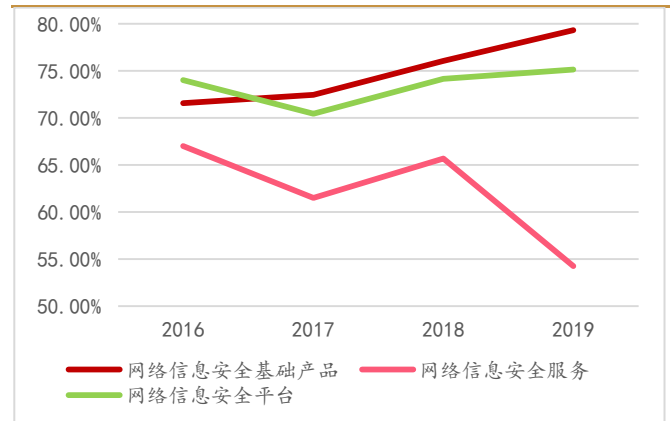
公司毛利率整体保持稳定，管理和研发费用率持续下降。公司各业务毛利率均有提升，也验证了公司主打产品的市场地位；2019 年毛利率整体略微下降，主要是因为行业收益水平的整体略微下行。公司作为新兴安全厂商，前期销售和管理、研发费用占比较大。19 年费用率整体保持平稳，销售费用率为 33.5% (+0.6pp)，管理费用率为 8.9% (-0.5pp)，研发费用率为 21.7% (-2.6pp)。

图 3：公司 2016-2019 细分产品营收情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司近 4 年三大业务的毛利率变化（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 新兴安全领域领军企业

公司以 Web 安全业务起家，逐渐成长为国内云安全领导者。公司作为国内网络信息安全领域后起之秀，于 2007 年成立之初以应用安全和数据安全作为切入点，推出市场首创性产品数据库审计与风险控制系统与 Web 应用防火墙产品，成功进入网络信息安全市场。目前公司核心基础安全产品持续多年市场份额位居行业前列。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。凭借深厚的核心技术积累和对政企市场的深刻理解，公司在新兴领域取得了较好的发展成绩。

表 1：安恒信息产品分类

一级分类	二级分类	主要产品
网络信息安全基础产品	网络信息安全防护产品	Web 应用防火墙、综合日志审计系统、数据库审计与风险控制系统、运维审计与风险控制系统、APT 攻击（网络战）预警平台、全流量深度威胁检测平台
	网络信息安全检测产品	Web 应用弱点扫描器、信息安全等级保护检查工具箱、远程安全评估系统、网络安全事件应急处置工具箱、迷网系统
网络信息安全平台	云安全	天池云安全管理平台（私有云场景）、玄武盾云防护平台
	大数据安全	大数据安全 AiLPHA 大数据智能安全平台、网络安全态势感知预警平台、金融风险监测预警平台
	物联网安全	物联网安全物联网安全心、物联网安全监测平台、工业控制漏洞扫描平台
网络信息安全服务	SaaS 云安全服务	云监测服务（先知）、云防护服务（玄武盾）、威胁情报服务（数据大脑）
	专家服务	专业安全服务、可信众测服务、安全咨询服务、平台运营服务、应急响应服务、国家重大活动网络安全服务
	智慧城市安全运营中心服务	
	网络安全人才培养服务	

数据来源：公司招股书，西南证券整理

近年我国云计算、大数据、物联网等新技术的快速发展，在推动新兴市场不断增长的同时，也催生了新的安全需求和新的应用场景。新技术、新场景下，防护对象改变，企业网络边界逐渐消失，政府和企业网络信息安全防护理念发生较大变化，网络信息安全不再是被动修补模式，而是与信息系统建设同时规划。随着新的应用场景包括云计算、大数据、物联网和移动终端等的普及，企业信息化程度逐步提升，网络信息安全领域出现了三大变化：从传统 PC、服务器、网络边缘到云计算、大数据、泛终端、新边界；防护思想从“风险发现、查缺补漏”转变到“关口前移、系统规划”；核心技术升级从传统的围墙式防护到利用大数据等技术对安全威胁进行检测与响应。

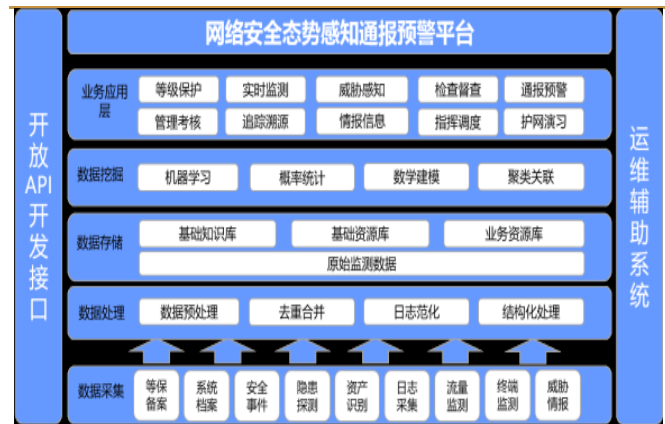
公司围绕着监管政策新要求、新技术，率先登陆新兴信息安全平台市场。公司在“新场景”围绕着新的监管政策要求、新的信息技术提出了有针对性的综合信息安全解决方案，推出了众多信息安全平台类产品，如网络安全态势感知预警平台、AiLPHA 大数据智能安全平台、天池云安全管理平台等，并逐步涉入物联网安全、工业控制及工业互联网安全等领域。

1) 态势感知平台：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。平台基于知识图谱的安全事件推理溯源，能够支持不低于 20 层推理层级；拥有“安全运营、安全合规、安全态势（监测）、数据安全、安全审计”五大关键能力；采用大数据架构设计及 Flink 大数据流式计算引擎。相较 Spark，拥有更高的吞吐量，更低的内存消耗；相较 Storm，拥有更低的延时公司态势感知产品。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 IDC 发布的《中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》中，公司被评选为态势感知领导厂商，其中战略能力排名第一，市场份额排名第二。

2) AiLPHA 大数据智能安全平台：公司于 2018 年正式立项并快速完成 AiLPHA 大数据智能安全平台 1.0 版本推向市场。平台具备安全运营指挥协同能力，基于各单位的网络安全建设情况，统一指挥调度，协助提高业务中枢、数据中枢和运行中枢的综合安全能力；通过安全防御工具和有效的安全策略，实现适度的网络安全反制能力。在正式推出的第一年，

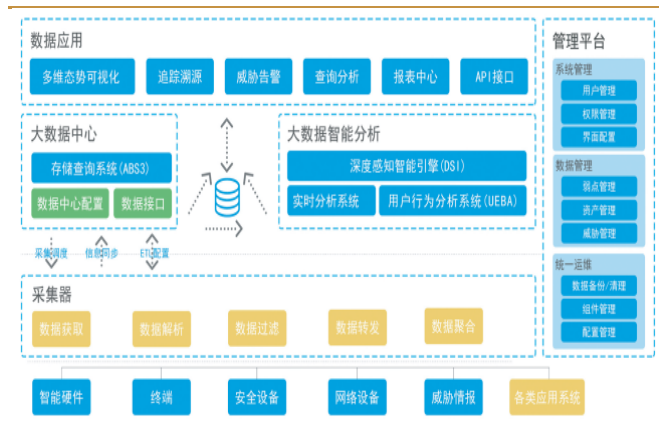
AiLPHA 大数据智能安全平台迅速得到市场认可，用户覆盖了全国 30 多个省份，服务超过百家政企客户。

图 5：网络安全态势感知预警平台



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 6：AiLPHA 大数据智能安全平台



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

把握信息安全产业发展趋势，盈利模式向云安全服务逐步转移。公司云服务技术研发会和产品推出不断加速，相关核心技术包括：基于云架构的安全扫描与监测技术、SaaS 化云安全防护技术、云平台融合对接和统一编排管理技术，在赛迪 2019 年发布的“2018-2019 中国云安全市场研究年度报告”中，公司云安全产品市场排名第二。公司“新服务”针对网络安全形势、政企用户需求的变化，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，其中核心服务领域是云安全领域，主要面对的市场有公有云安全、私有云安全以及 SaaS 安全服务等三个领域。

1) 公有云：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。

2) 私有云：公司在 2016 年率先推出了天池云安全管理平台，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。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。

3) SaaS 安全服务：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，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”国际合作高峰论坛等多个大会官网提供重点安全保障。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

1) 网络信息安全基础产品：该业务主要为网络信息安全防护及检测产品，包括 Web 应用防火墙、数据库审计与风控、APT 攻击预警平台、迷网系统等。随着国内公司对网络信息安全方面支出的增加，国内网络信息安全基础产品将保持高速发展，我们预测公司网络信息安全基础产品业务将保持强于市场的增速，2020-2022 年该业务收入增速分别为 40%、30% 和 25%。

2) 网络信息安全服务：主要包括 SaaS 云安全服务、专家服务、智慧城市安全服务等。得益于等保 2.0 等政策的制定，公司网络信息安全服务在未来市场的普及率将进一步提升，我们预测公司网络信息安全服务业务 2020-2022 年该业务收入增速分别为 50%、40% 和 40%。

3) 网络信息安全平台：主要包括云安全、大数据安全、物联网安全等业务；随着云计算、大数据、物联网等新一代信息技术的发展普及，网络安全行业面临着前所未有的严峻局面，需要新的技术来进行网络安全防护，因此该行业增速将保持在高位，我们预测公司网络信息安全平台业务 2020-2022 年收入增速分别为 75%、50% 和 35%；

4) 第三方硬件产品：我们预测公司第三方硬件产品业务将保持稳定增长，2020-2022 年该业务收入增速分别为 20%、20% 和 20%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
网络信息安全基础产品	收入	384.0	537.6	698.9	873.6
	增速	29.1%	40.0%	30.0%	25.0%
网络信息安全服务	收入	271.7	407.5	570.5	798.7
	增速	66.7%	50.0%	40.0%	40.0%
网络信息安全平台	收入	264.0	462.1	693.1	935.7
	增速	85.8%	75.0%	50.0%	35.0%
第三方硬件	收入	10.3	12.3	14.8	17.8
	增速	-36.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他主营业务	收入	10.6	13.7	17.8	23.2
	增速	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	944.0	1433.2	1995.1	2648.9
	增速	50.7%	51.8%	39.2%	32.8%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

公司作为新兴安全领域领航企业，业务正处于高速发展期，参考可比公司平均估值，同时考虑公司业务布局前瞻，云安全业务快速落地，创新能力与品牌建设均处于市场领先，未来 3-5 年均有望保持高速增长，我们给予公司 2020 年 13 倍 PS 估值，对应目标价为 251.53 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值（亿元）	营业收入（亿元）				PS（倍）			
			18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E
002232	启明星辰	350.47	25.22	30.82	40.01	50.60	13.90	11.37	8.76	6.93
300352	北信源	107.14	5.72	7.14	11.12	14.56	18.72	15.00	9.64	7.36
300454	深信服	679.93	32.24	45.90	60.87	80.95	21.09	14.81	11.17	8.40
300369	绿盟科技	154.91	13.45	16.71	22.70	29.06	11.52	9.27	6.82	5.33
平均值							16.30	12.61	9.10	7.00

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.04.15）

4 风险提示

行业景气度不及预期；技术迭代风险；市场系统性风险；经营业绩季节性波动性风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	944.03	1433.22	1995.12	2648.93	净利润	92.17	100.28	123.41	168.75
营业成本	288.18	437.52	609.04	808.63	折旧与摊销	24.45	13.36	13.36	13.36
营业税金及附加	11.69	18.09	25.02	33.29	财务费用	-2.81	3.33	3.00	2.40
销售费用	316.26	460.48	655.09	869.42	资产减值损失	-2.89	0.00	2.62	0.77
管理费用	84.53	415.64	578.58	768.19	经营营运资本变动	78.88	-14.99	56.55	55.73
财务费用	-2.81	3.33	3.00	2.40	其他	26.71	0.00	-0.62	-1.77
资产减值损失	-2.89	0.00	2.62	0.77	经营活动现金流净额	216.52	101.98	198.32	239.24
投资收益	-1.75	0.00	0.00	0.00	资本支出	130.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-249.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-119.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	92.12	98.17	121.76	166.23	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.11	0.85	0.10	0.40	长期借款	25.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	91.01	99.02	121.86	166.63	股权融资	951.28	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.16	-1.26	-1.55	-2.12	支付股利	0.00	-18.44	-20.07	-24.69
净利润	92.17	100.28	123.41	168.75	其他	11.50	-26.24	-3.00	-2.40
少数股东损益	-0.05	-0.05	-0.06	-0.09	筹资活动现金流净额	988.48	-44.69	-23.06	-27.09
归属母公司股东净利润	92.22	100.33	123.47	168.84	现金流量净额	1085.80	57.30	175.26	212.15
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1482.75	1540.05	1715.30	1927.45	成长能力				
应收和预付款项	247.67	427.88	585.25	767.97	销售收入增长率	50.66%	51.82%	39.20%	32.77%
存货	115.64	175.57	242.40	323.50	营业利润增长率	24.46%	6.56%	24.03%	36.53%
其他流动资产	7.21	10.94	15.23	20.22	净利润增长率	21.70%	8.79%	23.07%	36.74%
长期股权投资	20.10	20.10	20.10	20.10	EBITDA 增长率	33.97%	0.97%	20.25%	31.77%
投资性房地产	1.74	1.74	1.74	1.74	获利能力				
固定资产和在建工程	280.62	267.99	255.36	242.73	毛利率	69.47%	69.47%	69.47%	69.47%
无形资产和开发支出	8.97	8.32	7.67	7.02	三费率	42.16%	61.36%	61.98%	61.91%
其他非流动资产	7.48	7.39	7.31	7.23	净利率	9.76%	7.00%	6.19%	6.37%
资产总计	2172.17	2459.98	2850.36	3317.96	ROE	5.95%	6.14%	7.11%	8.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.24%	4.08%	4.33%	5.09%
应付和预收款项	445.74	658.87	927.82	1230.30	ROIC	36.85%	35.60%	41.25%	57.48%
长期借款	107.00	107.00	107.00	107.00	EBITDA/销售收入	12.05%	8.01%	6.92%	6.87%
其他负债	69.07	61.91	80.00	101.05	营运能力				
负债合计	621.81	827.78	1114.82	1438.35	总资产周转率	0.62	0.62	0.75	0.86
股本	74.07	74.07	74.07	74.07	固定资产周转率	6.03	5.22	7.62	10.64
资本公积	1241.88	1241.88	1241.88	1241.88	应收账款周转率	5.09	5.26	4.90	4.87
留存收益	234.42	316.30	419.71	563.86	存货周转率	3.50	3.00	2.90	2.84
归属母公司股东权益	1550.37	1632.25	1735.66	1879.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.80%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.05	-0.11	-0.20	资本结构				
股东权益合计	1550.37	1632.20	1735.54	1879.60	资产负债率	28.63%	33.65%	39.11%	43.35%
负债和股东权益合计	2172.17	2459.98	2850.36	3317.96	带息债务/总负债	17.21%	12.93%	9.60%	7.44%
					流动比率	3.71	3.06	2.58	2.31
					速动比率	3.48	2.81	2.33	2.06
					股利支付率	0.00%	18.38%	16.25%	14.63%
					每股指标				
					每股收益	1.24	1.35	1.67	2.28
					每股净资产	20.93	22.04	23.43	25.38
					每股经营现金	2.92	1.38	2.68	3.23
					每股股利	0.00	0.25	0.27	0.33
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	113.76	114.86	138.12	182.00					
PE	171.47	157.61	128.07	93.66					
PB	10.20	9.69	9.11	8.41					
PS	16.75	11.03	7.93	5.97					
EV/EBITDA	127.01	125.09	102.76	76.82					
股息率	0.00%	0.12%	0.13%	0.16%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn