

## 迪普科技 (300768.SZ) 信息安全优质企业，竞争力持续提升

2020年10月03日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

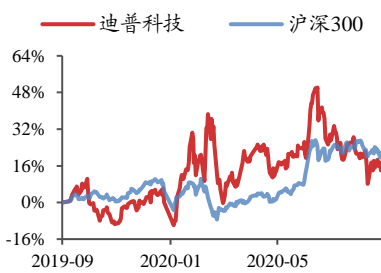
陈宝健 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

日期	2020/9/30
当前股价(元)	42.71
一年最高最低(元)	56.50/33.00
总市值(亿元)	170.84
流通市值(亿元)	59.19
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	1.39
近3个月换手率(%)	151.17

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 国内信息安全领域优质企业，首次覆盖给予“买入”评级

信息安全行业在需求、政策、技术等多重驱动力推动下，市场规模持续扩大。未来随着企业信息化、云化需求日益提升，以及等保 2.0 等信息安全标准出台，企业对信息安全的投入将不断增加，公司将长期受益行业景气度回升。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 2.99、3.59、4.28 亿元，EPS 为 0.75、0.90、1.07 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 57、48、40 倍，公司 PE 高于同行业公司平均水平，但考虑公司软硬结合的业务特征，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 受疫情影响 2020H1 营业收入小幅下滑，但幅度低于市场平均幅度

2020 年中报显示，公司实现营业收入 3.16 亿，同比降低 8%，归属母公司股东净利润 0.86 亿，同比降低 7.53%。主要由于疫情阻碍项目现场实施与招投标进程，影响公司业绩释放。考虑信息安全行业景气度上升、疫情影响逐渐消退，下半年业务开展有望持续向好，业绩将加速回复正常增速水平。

### ● 软硬结合打造业务闭环，中标联通、移动项目品牌影响力持续提升。

公司推出 DPX 系列深度业务路由交换网关，通过软硬结合实现一体化部署、配置、防御和管理，最优化网络安全性能和质量；公司持续进行研发创新，自主开发了高性能硬件平台“APP-X”、L2~7 融合操作系统“ConPlat”，使高端产品具备了电信级高可靠性，业务竞争力持续增强。公司陆续中标中国移动、中国联通网络安全相关项目，反映市场对公司产品的认可度，公司未来品牌影响力将不断扩大。

● **风险提示:** 疫情反复影响业务开展的风险、人才竞争加剧的风险、信息安全行业竞争加剧

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	704	804	955	1,166	1,399
YOY(%)	14.1	14.2	18.8	22.1	20.0
归母净利润(百万元)	201	252	299	359	427
YOY(%)	30.5	25.6	18.5	20.0	19.0
毛利率(%)	70.7	71.2	70.7	70.8	70.8
净利率(%)	28.5	31.4	31.3	30.8	30.6
ROE(%)	19.5	14.9	15.4	15.7	15.8
EPS(摊薄/元)	0.50	0.63	0.75	0.90	1.07
P/E(倍)	85.0	67.7	57.1	47.6	40.0
P/B(倍)	16.5	10.1	8.8	7.4	6.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 财务：2020H1 营业收入小幅下降，研发投入稳中有升.....	3
2、 行业：信息安全行业景气度回升，需求、政策、技术多重驱动力.....	4
3、 公司：研发持续投入铸造竞争力，软硬结合打造业务闭环.....	7
4、 盈利预测与投资建议.....	8
4.1、 核心假设.....	8
5、 风险提示.....	9
附： 财务预测摘要.....	10

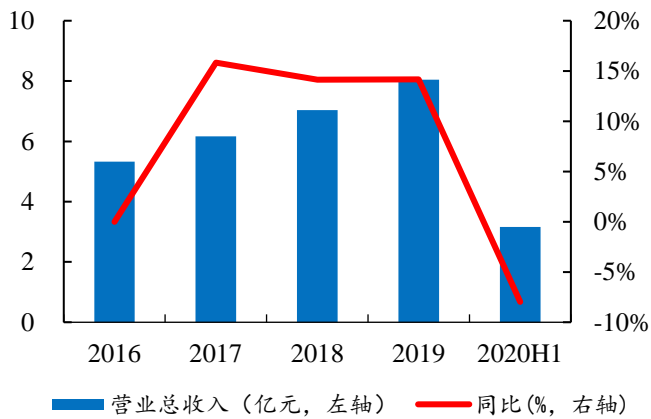
## 图表目录

图 1： 2020H1 公司收入增速略有下滑.....	3
图 2： 2020H1 公司扣非后归母净利润同比下滑.....	3
图 3： 2016-2019 年净利率逐步提升.....	3
图 4： 2020H1 公司研发费用稳中有增.....	3
图 5： 2020H1 公司以网络安全产品为主，基础网络产品营收上升.....	4
图 6： 2016-2019 人均创收稳中有升.....	4
图 7： 2020H1 员工人数保持稳定.....	4
图 8： 2016-2022E 预计中国信息安全市场规模持续扩大.....	5
图 9： 2018 年中国网络安全市场以硬件产品为主.....	5
图 10： 2017-2021E 预计中国私有云市场规模持续扩大.....	5
图 11： 2017-2021E 预计中国云安全市场规模持续扩大.....	5
图 12： 2015-2019 年漏洞数量逐年上升.....	7
图 13： 2018-2020H1 已获授权的专利数量逐年上升.....	7
图 14： 2019 年公司研发人数相比 2018 年增加 10.3%.....	7
图 15： DPX 硬件软件一体化组网方式.....	8
表 1： 网络信息安全政策.....	6
表 2： 公司 PE 高于行业可比公司平均水平（截止 2020.09.29 收盘）.....	9

## 1、财务：2020H1 营业收入小幅下降，研发投入稳中有升

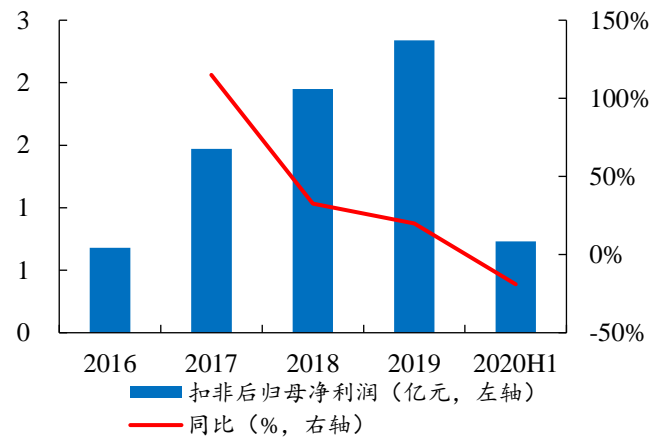
**2020H1 公司营收略有下滑，历史营收增速相对平稳。**2020 年中报显示，公司实现营业收入 3.16 亿，受疫情影响同比降低 8%，归属母公司股东净利润 0.86 亿，同比降低 7.53%。公司扣非后归母净利润为 0.73 亿，同比降低 18.76%。根据中报显示，影响公司收入的因素主要包括持续的研发投入和技术创新，安全事件及云计算等新技术或新业态促使下游行业对信息安全行业持续的需求。

图1：2020H1 公司收入增速略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020H1 公司扣非后归母净利润同比下滑

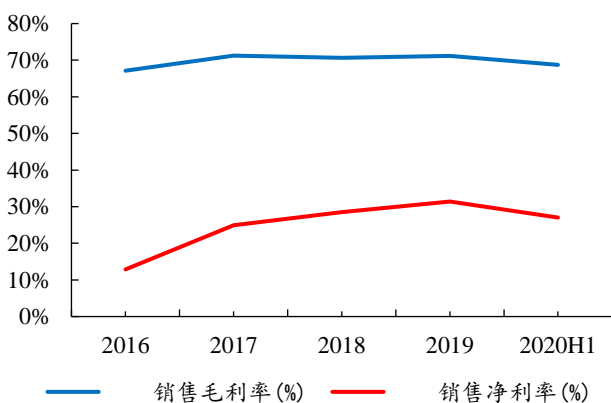


数据来源：Wind、开源证券研究所

**2016-2019 年毛利率相对稳定，净利率逐步提升。**公司的产品主要以招标销售为主，上半年实现毛利率 68.73%，较 2019 年上半年的 71.20% 下滑 2.47pct，业务方面在原有基础上持续突破，并在软件端实现多层网络的需求覆盖。整体上公司提供基于创新的统一软件平台和高性能硬件平台下，以网络安全为核心，融合企业通信领域中网络安全、应用交付、基础网络各功能模块的整体解决方案。

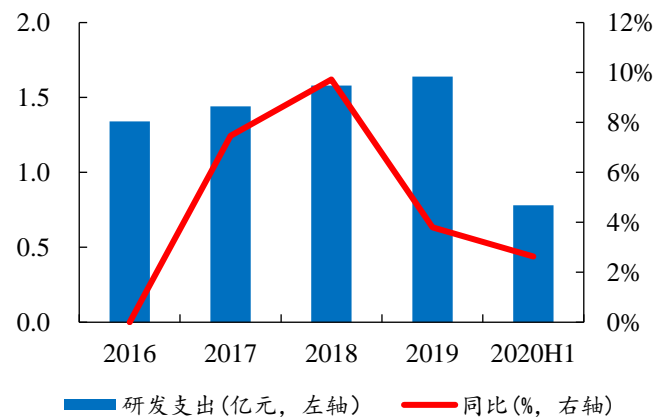
**研发费用稳中有升，2020H1 研发费用为 0.78 亿，同比增长 2.63%，增速受疫情影响放缓。**一方面公司继续投入研发，紧追行业发展，提升产品性的竞争力；另一方面，公司加大在安全检测、安全专业服务及安全态势感知平台等方面的投入，实现业务上的全覆盖和闭环。

图3：2016-2019 年净利率逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

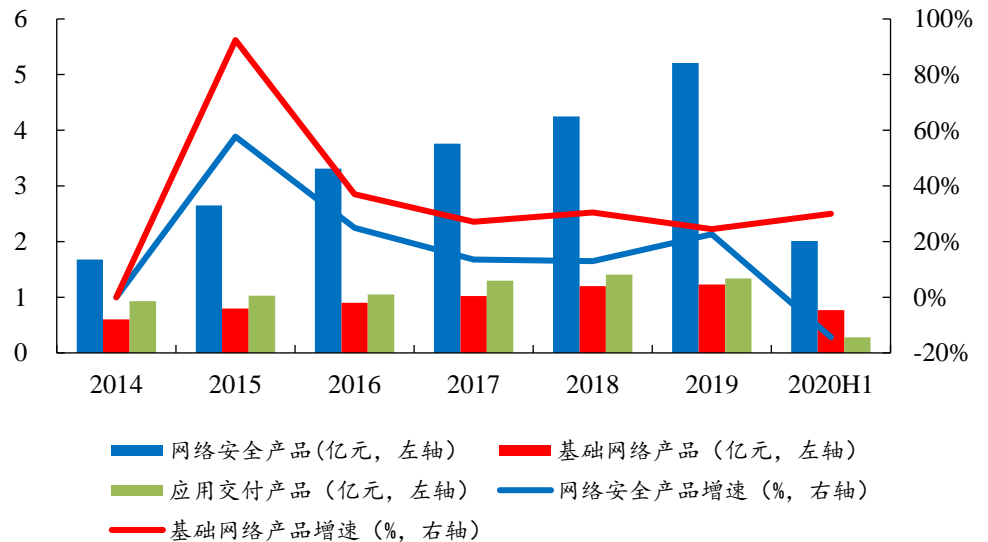
图4：2020H1 公司研发费用稳中有增



数据来源：Wind、开源证券研究所

从业务结构来看，2020H1 公司网络安全产品营业收入为 2.01 亿，同比下降 14.33%，同时公司基础网络产品在疫情期间营业总收入为 0.77 亿，同比提高 44.34%，应用交付产品营业总收入 0.28 亿。根据 2020 半年报显示，公司将进一步保持在企业级网络通信领域的研发、管理经验，尤其是在高性能硬件架构、FPGA 系统设计、大型软件平台技术、信息安全和应用交付领域核心算法等方面的技术优势，不断巩固公司在高端网络、安全及应用交付市场的地位。

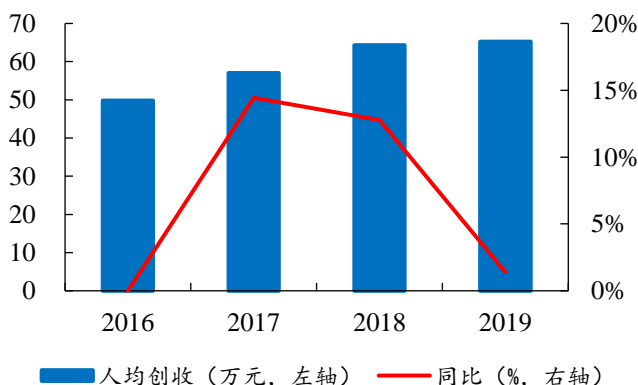
图5：2020H1 公司以网络安全产品为主，基础网络产品营收上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

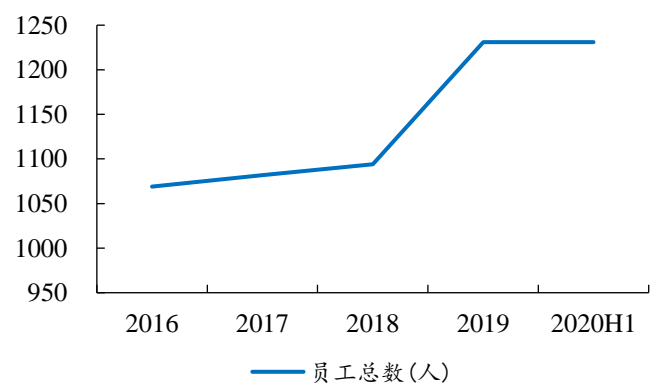
2019 年人均创收达到 65.2 万元，相比 2019 年提高了 1.4%，稳中有升。近三年人均创收持续增长，2019 较 2016 年提高 31%，人才队伍建设颇具成效。公司坚持“创新、诚信、贡献&分享”的价值观，采取培养和引进相结合方式汇聚高素质人才，持续加强组织队伍建设，不断完善人才考核和激励制度。年轻化、高素质人才在公司团队扩张速度稳中有升，招聘作为未来 2-3 年长期持续的战略持续推进。

图6：2016-2019 人均创收稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020H1 员工人数保持稳定

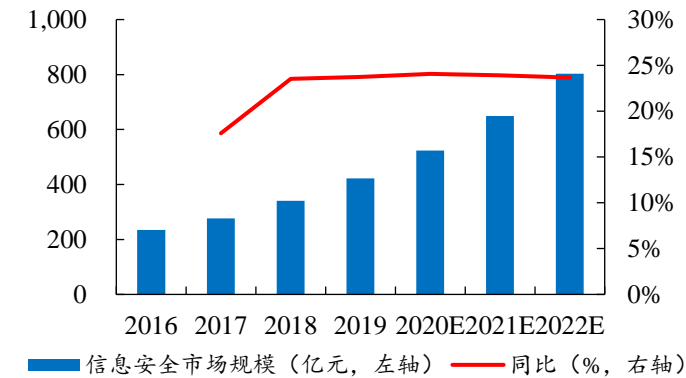


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、行业：信息安全行业景气度回升，需求、政策、技术多重驱动力

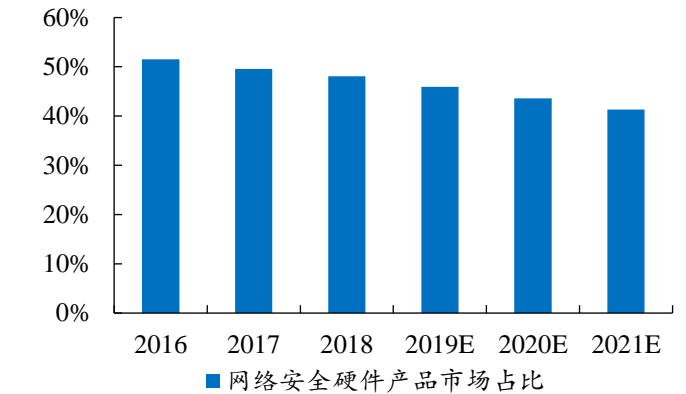
信息安全行业市场受多方面驱动，规模持续扩大。根据 IDC 数据，国内信息安全市场规模由 2016 年的 234.8 亿人民币增至 2019 年的 422.1 亿元，预计到 2022 年国内市场规模有望达到 802.4 亿人民币。2016 年至 2022 年的复合增长率预计达到 23%。我们认为中国当前信息安全市场尚处发展期，两位数的市场扩张增速有望持续。

图8: 2016-2022E 预计中国信息安全市场规模持续扩大



数据来源: IDC、开源证券研究所

图9: 2018年中国网络安全市场以硬件产品为主

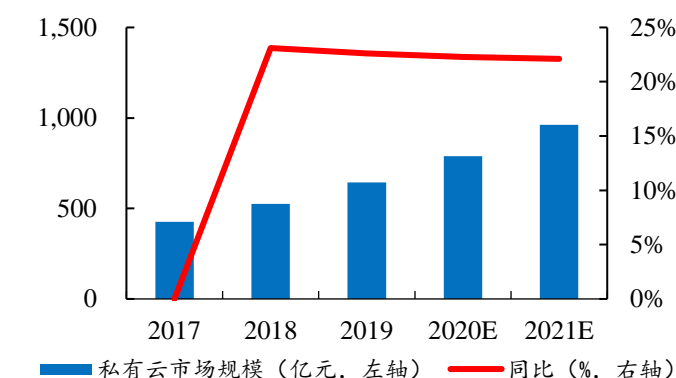


数据来源: 赛迪顾问、开源证券研究所

从我国网络安全市场结构看，硬件产品市场占比最高，赛迪顾问数据表明，2018年我国网络安全硬件产品市场占比 48.1%。赛迪顾问预计 2019 年到 2021 年间安全硬件市场占比持续下降，2021 年硬件产品市场占比 41.3%。主要由于网络安全风险日益上升，安全的需求将从单一的硬件或软件的产品，转变为全面的专业服务与解决方案。

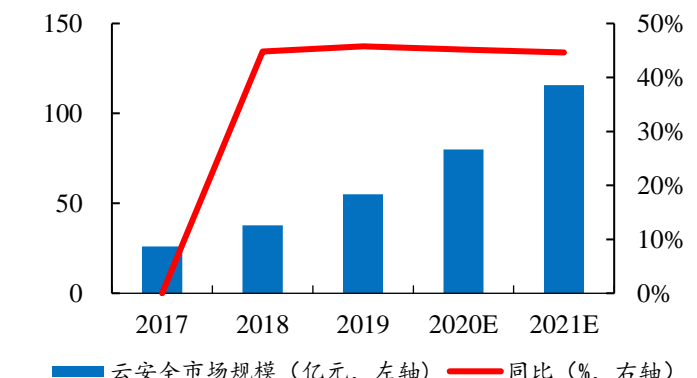
企业信息化、云化的持续发展和大数据的运用增多，网络安全重要性持续提升。相比于公有云市场，我国私有云市场占云计算行业的主体。中国私有云市场规模从 2017 年的 426 亿人民币发展到 2019 年的 644.2 亿人民币，增速稳定在 22% 左右。云技术的安全性随着私有云市场规模扩大，有望更加受到重视。根据中国产业信息网预计，2018-2022 云安全市场规模增速保持在 45% 左右，市场处于刚刚起步的高速增长阶段，未来随着私有云渗透率进一步提高，云安全产品的市场份额将有效提升。

图10: 2017-2021E 预计中国私有云市场规模持续扩大



数据来源: 中国产业信息、开源证券研究所

图11: 2017-2021E 预计中国云安全市场规模持续扩大



数据来源: 中国产业信息、开源证券研究所

等保 2.0 等信息安全标准出台，推动各企业信息安全的升级换代需求释放。在内容上，等保 2.0 从原本安全通用要求扩展到了通用要求+云计算、物联网、移动互联、工业控制和大数据等要求。在服务对象维度，等保 2.0 从原本的计算机信息系统+网



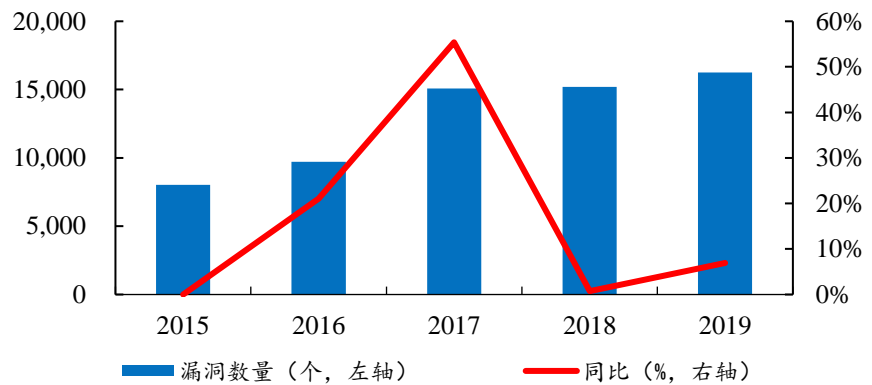
络安全基础设施维度扩展到云化、移动互联网、物联网、工业控制系统、大数据安全等对象维度。在工作内容将互联网企业纳入等级保护管理，实现平台级的维护。我们预测各企业随着等保 2.0 针对新应用提出的新要求都会进行升级换代，未来将会进一步提高软件更新和硬件更替的速度。

**表1: 网络信息安全政策**

时间	机构	政策/文件	内容
2018.03	教育部办公厅	《2018 年教育信息化和网络安全工作要点》	首次将网络安全和信息化并列。提出进一步提升网络安全人才培养能力和防护水平、提高教育系统网络安全保障能力
2018.06	公安部	《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	对网络进行五个安全等级的划分，对不同安全等级的网络提出了不同要求。相对于之前的等保 1.0，等保 2.0 适用范围扩大，所有网络运营者都要进行对相关网络开展等保工作。
2019.05	全国信息安全标准化技术委员会	《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》	等级保护的基本要求、测评要求和安全设计技术要求框架统一，即：安全管理中心支持下的三重防护结构框架。通用安全要求+新型应用安全扩展要求，将云计算、移动互联、物联网、工业控制系统等列入标准规范。将可信验证列入各级别和各环节的主要功能要求。
2019.06	工信部	《国家网络安全产业发展规划》	到 2025 年，依托产业园建成我国网络安全产业“五个基地”：一是国家安全战略支撑基地。二是国际领先的网络安全研发基地。三是网络安全高端产业集聚示范基地。四是网络安全领军人才培育基地。五是网络安全产业制度创新基地。
2019.09	工信部	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	提出了五大主要任务，分别是：着力突破网络安全关键技术、积极创新网络安全服务模式、合力打造网络安全产业生态、大力推广网络安全技术应用以及加快构建网络安全基础设施。

资料来源：教育部办公厅、公安部、全国信息安全标准化技术委员会、工信部、开源证券研究所

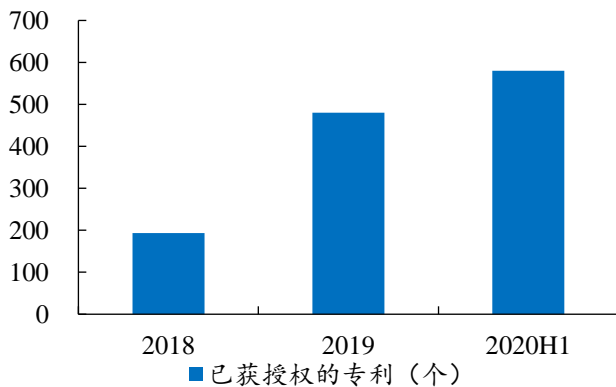
**DDoS、蠕虫病毒、恶意软件等网络攻击方式的升级，驱动信息安全技术持续进步。**截至 2019 年底，根据《漏洞发展趋势》数据库显示，共收录漏洞信息 16250 条，对比 2015 年，增长了 2.02 倍。2017 年爆发“蠕虫式”勒索软件 WannaCry、Equifax 数据泄露、“Biggamehunting”勒索软件攻击、CapitalOne 数据泄露等新型攻击方式不断挑战网络空间安全，我们预计未来这些新型攻击手段会直接驱动信息安全技术的发展。

**图12: 2015-2019年漏洞数量逐年上升**


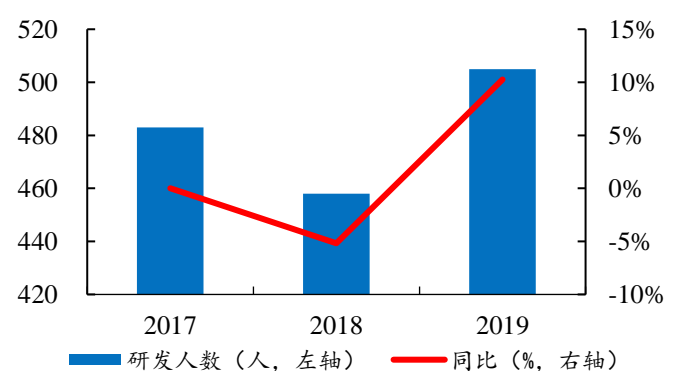
数据来源: 中国产业信息、开源证券研究所

### 3、公司: 研发持续投入铸造竞争力, 软硬结合打造业务闭环

研发投入持续提高, 先后获取国内外众多专利。截至 2020H1, 公司已获授权的专利近 580 项, 软件著作权超过 40 项, 其中发明专利 480 项, 其中美国发明专利 6 项, 处于国内申请中的发明专利 870 余项。公司获得了“2016 中国区网络安全技术领导奖”、“2015 中国计算机信息安全产品创新·质量创优·消费者放心品牌”等奖项。根据 2019 公司年报数据, 研发人员 2019 年达到 505 人, 同比 2018 年增加 10.3%, 我们预计公司研发人员数量未来将持续保持稳定增长, 研发能力进一步得到提升的同时为公司带来更强的竞争力。

**图13: 2018-2020H1 已获授权的专利数量逐年上升**


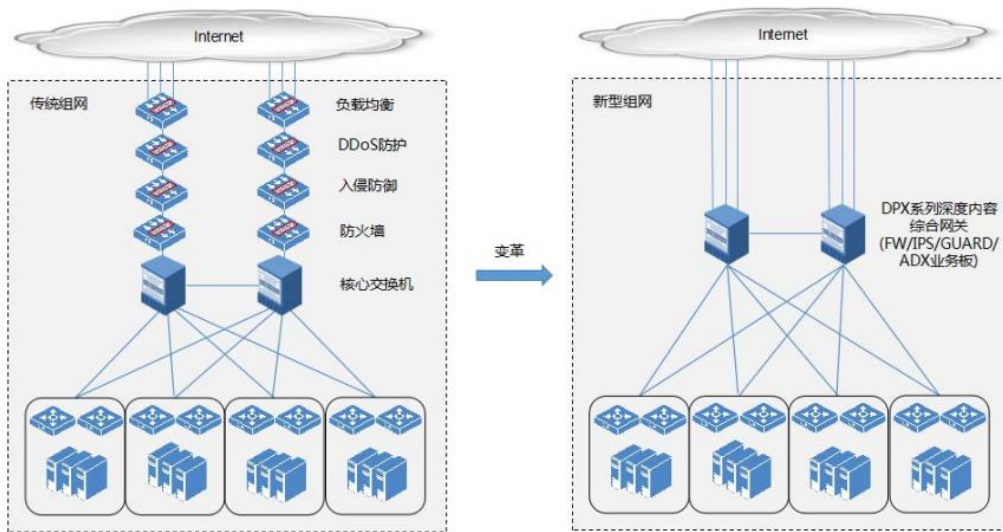
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 2019年公司研发人数相比2018年增加10.3%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**产品中标联通、移动项目, 品牌影响力持续提升。**根据搜狐网消息, 公司 2020 年七月中标 2020-2022 中国移动 Web 应用防火墙(WAF)设备 70%的份额和 2020-2021 负载均衡器 13.1%的份额。此外, 公司中标 2018-2020 年中国联通通信云新建工程硬件部分采购项目包三防火墙部分, 共获 30%份额, 面向的客户覆盖联通北方重点市场。中标移动和联通项目表明客户对公司高度认可和信赖, 随着公司品牌影响力持续提升, 公司未来市场份额将继续扩大。

图15: DPX 硬件软件一体化组网方式



资料来源: 公司招股书

**软硬结合打造业务闭环, 渠道建设完备。**公司主营产品涵盖网络安全、应用交付及基础网络产品, 而大部分国内厂商只在某一类或者几类安全产品上投入研发, 各类产品配置方法形式各异, 网络集中管理和统一配置效率低下, 运维管理复杂, 仅堆砌产品很难让整个网络的安全性和应用质量实现最优化。例如深信服等信息安全公司主要为上网行为管理、VPN、应用交付等软件服务, 配套硬件相对无法匹配。迪普科技针对软硬结合、配置繁多、组网复杂、性能使用率低等业界难题推出了 DPX 系列深度业务路由交换网关, 将硬件与软件集成, 各项安全功能实现成独立的业务板, 满足了便捷性的同时保证了性能的可靠。公司通过加大在安全检测、安全专业服务及安全态势感知平台等方面的投入, 实现业务上的全覆盖和闭环。

此外, 公司持续进行研发创新, 自主开发了高性能硬件平台“APP-X”、L2~7 融合操作系统“ConPlat”, 使高端产品具备了电信级高可靠性。公司在多个产品领域均投入研发, 形成了以安全为核心价值的网络安全、应用交付、基础网络的完备产品线。同时, 公司拥有一支业界专业的网络安全技术服务队伍, 在网络规划实施、安全服务等领域有着深厚的技术积累和丰富的实施经验。

同时, 公司销售渠道稳定, 业务发展前景可期。目前公司总代理商数量 2 家, 一级代理商 1 家, 二级渠道代理商为 1900 余家, 并且公司在全国设立了 27 个办事处, 形成了覆盖全国的营销与服务体系。公司产品通过代理商渠道销售的最终用户大部分属于运营商、政府、金融、电力能源、教育、医疗等领域, 客户稳定性大。我们预计未来公司销售渠道保持稳定, 客户黏性稳中有升, 为公司带来更好的发展。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、核心假设

**核心假设 1:** 等保 2.0 等政策落地、云市场规模扩大带动云安全产品重要性上升, 以及新型网络攻击形式频出带来安全新需求, 网络安全业务有望实现快速增长。

**核心假设 2:** 公司重视研发创新、人才引入, 以及渠道建设, 预计研发费用和销售费用的绝对数仍将继续增加, 但随着营收的增值, 整体的期间费用率有望下降。



**核心假设 3:** 随着公司品牌影响力提升、研发投入持续,公司产品的竞争力将进一步增强,预计整体毛利率水平维持在 71%左右。

## 4.2、盈利预测与投资建议

信息安全行业在需求、政策、技术等多重驱动力推动下,市场规模持续扩大。未来随着企业信息化、云化需求日益提升,以及等保 2.0 等信息安全标准出台,企业对信息安全的投入将不断增加,公司将长期受益行业景气度回升。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 2.99、3.59、4.28 亿元, EPS 为 0.75、0.90、1.07 元/股,当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 57、48、40 倍,公司 PE 高于同行业公司平均水平,但考虑公司软硬结合的业务特征,首次覆盖给予“买入”评级。

**表2: 公司 PE 高于行业可比公司平均水平 (截止 2020.09.30 收盘)**

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603496	恒为科技	40.9	110.38	157.65	210.26	37.7	26.4	20.0
300454	深信服	866.13	903	1177	1483	95.8	73.5	58.3
2912	中新赛克	119.01	338.6	461.63	636.8	35.0	25.6	18.6
	行业平均	342.0	450.7	598.8	776.7	56.2	41.9	32.3
300768	迪普科技	170.84	299.2	359.1	427.5	57.1	47.6	40.0

数据来源: Wind、开源证券研究所 (恒为科技、中新赛克来源为 Wind 一致预期)

## 5、风险提示

- 1) 疫情反复影响业务开展的风险。** 下半年疫情仍有反复的可能,如果发生二次大规模疫情,将再次阻碍公司业务实施进展,影响全年业绩目标达成。
- 2) 人才竞争加剧的风险。** 人才竞争的加剧可能使得公司面临人才短期或人才成本大幅提升的风险。
- 3) 信息安全行业竞争加剧。** 网络信息安全需求将不断扩大到多个行业,下游客户的需求产生交叠,导致不同细分行业的参与者直接竞争,行业的发展对公司提供整体解决方案的能力要求更高,公司与行业内具有技术、品牌、人才和资金优势的厂商之间的竞争可能进一步加剧。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1315	2030	2303	2771	3224
现金	1014	1703	1853	2291	2604
应收票据及应收账款	109	77	144	125	197
其他应收款	6	10	9	14	13
预付账款	7	11	10	15	15
存货	172	190	248	286	354
其他流动资产	7	40	40	40	40
<b>非流动资产</b>	40	108	109	110	109
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15	21	32	39	41
无形资产	15	14	16	18	20
其他非流动资产	11	73	61	53	48
<b>资产总计</b>	1355	2138	2412	2880	3333
<b>流动负债</b>	310	414	441	565	608
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	84	132	129	189	193
其他流动负债	226	282	312	376	415
<b>非流动负债</b>	12	25	23	21	18
长期借款	0	11	9	7	4
其他非流动负债	12	14	14	14	14
<b>负债合计</b>	322	440	464	586	626
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	400	400	400	400
资本公积	310	683	683	683	683
留存收益	363	616	900	1237	1631
<b>归属母公司股东权益</b>	1033	1699	1948	2294	2706
负债和股东权益	1355	2138	2412	2880	3333

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	222	321	157	405	276
净利润	201	252	299	359	427
折旧摊销	10	10	8	12	16
财务费用	-27	-48	-50	-58	-69
投资损失	0	0	-2	-2	-1
营运资金变动	3	58	-98	94	-97
其他经营现金流	35	47	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-12	-58	-7	-11	-14
资本支出	12	58	1	1	-1
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-6	-10	-15
<b>筹资活动现金流</b>	-2	427	0	44	51
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	11	-2	-2	-2
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	373	0	0	0
其他筹资现金流	-2	3	2	46	53
<b>现金净增加额</b>	209	689	151	438	313

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	704	804	955	1166	1399
营业成本	206	232	280	341	409
营业税金及附加	9	10	11	14	17
营业费用	185	219	258	311	368
管理费用	23	30	35	43	49
研发费用	158	164	195	233	280
财务费用	-27	-48	-50	-58	-69
资产减值损失	7	-1	0	0	0
其他收益	67	73	90	100	110
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	2	2	1
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	209	271	318	384	457
营业外收入	7	2	4	3	4
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	215	273	322	387	460
所得税	14	20	23	28	33
<b>净利润</b>	201	252	299	359	427
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	201	252	299	359	427
EBITDA	195	233	278	337	403
EPS(元)	0.50	0.63	0.75	0.90	1.07

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.1	14.2	18.8	22.1	20.0
营业利润(%)	27.9	30.0	17.4	20.7	18.9
归属于母公司净利润(%)	30.5	25.6	18.5	20.0	19.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	70.7	71.2	70.7	70.8	70.8
净利率(%)	28.5	31.4	31.3	30.8	30.6
ROE(%)	19.5	14.9	15.4	15.7	15.8
ROIC(%)	16.7	12.0	12.8	13.1	13.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.7	20.6	19.2	20.3	18.8
净负债比率(%)	-98.1	-99.6	-94.6	-99.5	-96.0
流动比率	4.2	4.9	5.2	4.9	5.3
速动比率	3.6	4.3	4.5	4.3	4.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	7.0	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.63	0.75	0.90	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.80	0.39	1.01	0.69
每股净资产(最新摊薄)	2.58	4.25	4.87	5.74	6.77
<b>估值比率</b>					
P/E	85.0	67.7	57.1	47.6	40.0
P/B	16.5	10.1	8.8	7.4	6.3
EV/EBITDA	82.4	66.0	54.9	43.9	36.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn