

聚焦新安全黄金赛道，公司高成长可期



核心观点

- **公司多款安全产品市场份额领先。**公司的 Web 应用防火墙、堡垒机、数据库审计与风险控制、运维设计与风险控制等产品市场份额均位于国内市场前列，其中 Web 应用防火墙多次入围 Gartner 魔力象限，2018 年度亚太市场份额 9.6%，排名第二，2019 年公司的堡垒机产品市场份额排名亚太区第一。另外，在安全牛和 IDC 关于国内态势感知产品成为安全牛市场研究报告中态势感知的第一品牌
- **新兴安全产品保持高速增长，安全服务占比不断提升。**当前云安全、大数据安全、物联网安全等新兴安全市场处于快速增长，近三年复合增速均显著高于行业平均增速。19 年公司云安全平台、大数据安全平台、物联网安全产品分别实现 176%、63%、136% 的增长，有望继续保持高速增长；同时，在行业整体安全服务占比不断提升的趋势下，公司安全服务收入有望维持快速增长。
- **布局多云管理，新募投有望进一步打开成长空间。**多云趋势下，多云管理成为刚需，公司布局多云管理在拓展业务边界的同时进一步增强自身云安全产品的竞争力。此外，公司拟通过定增布局数据安全岛、涉网犯罪侦查打击、智能网关、信创等多个领域，有望进一步打开公司成长空间。此外，数据安全岛平台和涉网犯罪侦查打击服务平台项目，本质上已经参与到客户的业务运营中，客户的付费意愿更高，粘性更强，将进一步提高公司收入的可预见性和稳定性。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年营收分别为 13.23、19.44、27.62 亿元，由于公司主要业务属于新兴网络安全领域，根据可比公司 21 年的 PS 水平，给予公司 21 年的 13.50 倍市销率，对应合理股价为 354.31 元，首次给予买入评级。

风险提示

政策落地不及预期；研发进展不及预期；行业内竞争恶化风险

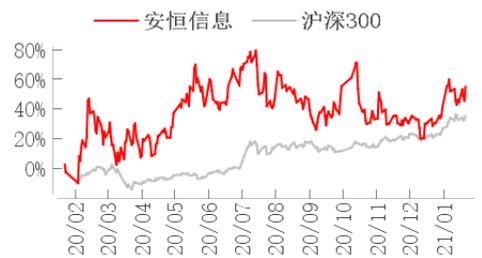
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	627	944	1,323	1,944	2,762
同比增长(%)	45.6%	50.7%	40.2%	46.9%	42.0%
营业利润(百万元)	74	92	122	181	270
同比增长(%)	29.9%	24.5%	33.0%	47.7%	49.4%
归属母公司净利润(百万元)	77	92	119	175	262
同比增长(%)	47.5%	20.0%	28.9%	47.2%	49.7%
每股收益(元)	1.04	1.24	1.61	2.36	3.54
毛利率(%)	70.5%	69.5%	69.3%	69.0%	68.4%
净利率(%)	12.3%	9.8%	9.0%	9.0%	9.5%
净资产收益率(%)	16.4%	9.0%	7.5%	10.1%	13.5%
市盈率	258.2	215.3	167.0	113.4	75.7
市净率	39.2	12.8	12.1	10.9	9.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年01月21日)	285.56元
目标价格	354.31元
52周最高价/最低价	340/147.08元
总股本/流通A股(万股)	7,407/5,165
A股市值(百万元)	14,749
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年01月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.12	16.28	11.29	55.06
相对表现	1.1	2.52	-9.61	48.12
沪深300	5.02	13.76	20.9	6.94



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050004

联系人 陈超
021-63325888*3144
chenchao3@orientsec.com.cn

目 录

一、	公司概况：国内领先的新兴安全厂商	5
1.1	聚焦新兴安全领域的后起之秀	5
1.2	营收业绩高增长，重视研发投入及渠道建设	7
二、	新兴安全产品及安全服务发展迅速，态势感知成为主动防御时代的必要组成	8
2.1	新兴安全需求持续释放，安全服务占比不断提高	8
2.2	被动防御向主动防御演进，态势感知成发展趋势	10
三、	基础产品保持竞争优势，逐渐向平台化、服务化转型	12
3.1	网络信息安全基础产品：防护、检测双赛道行业领先	12
3.2	网络信息安全平台：“云大物”安全业务综合迭代领先	14
3.2.1	云安全领域与多家云厂商合作，平台收入高速增长	15
3.2.2	AiLPHA 与态势感知安全平台推动大数据安全业务快速增长	16
3.2.3	“新基建”浪潮助力，打造一体化物联网安全解决方案	18
3.3	网络信息安全服务：“非接触式”在线新经济催生新需求	19
四、	布局多云管理，定增有望拓展业务边界	20
4.1	布局多云管理，增强云安全竞争力	20
4.2	新募投有望进一步打开成长空间	22
	盈利预测与投资建议	23
	盈利预测	23
	投资建议	24
	风险提示	25

图表目录

图 1：公司产品体系全线概览图.....	5
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：公司主营产品收入构成及营收增速（亿元，%）.....	7
图 4：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）.....	7
图 5：公司综合毛利率及主营产品毛利率（%）.....	7
图 6：公司期间费用率情况（%）.....	7
图 7：全球网络信息安全市场规模与增长（亿美元，%）.....	8
图 8：我国网络信息安全市场规模与增长（亿元，%）.....	8
图 9：“云大物智”等新场景催生新需求.....	8
图 10：我国云安全市场规模与增长（亿元，%）.....	9
图 11：我国大数据安全市场规模与增长（亿元，%）.....	9
图 12：我国物联网安全市场规模与增长（亿元，%）.....	9
图 13：我国工业互联网安全市场规模与增长（亿元，%）.....	9
图 14：我国网络安全市场结构.....	10
图 15：2018 年全球网络信息安全结构.....	10
图 16：大数据及 AI 赋能态势感知.....	11
图 17：态势感知下游客户分类.....	12
图 18：我国态势感知市场规模及增速（亿元）.....	12
图 19：WAF 应用场景.....	13
图 20：我国 Web 应用安全市场规模及增长（亿美元）.....	13
图 21：中国数据库安全审计与防护市场规模及增速（亿元，%）.....	13
图 22：中国数据库安全审计与防护市场主要参与者（2017）.....	13
图 23：中国日志审计产品市场规模及增速（亿元，%）.....	14
图 24：中国日志审计产品市场主要参与者（2018）.....	14
图 25：网络安全基础产品营收及毛利率（亿元，%）.....	14
图 26：网络安全基础产品营收占比.....	14
图 27：公司逐步转型为平台解决方案服务商.....	15
图 28：公司围绕新技术提供网络安全综合解决方案.....	15
图 29：公司云安全产品营收及增速（百万，%）.....	15
图 30：天池云安全管理平台.....	16
图 31：公司是华为安全商业联盟的重要成员.....	16
图 32：AiLPHA 大数据安全平台架构.....	16
图 33：AiLPHA 以“AI 驱动”为核心理念.....	16

图 34：公司态势感知平台架构	17
图 35：公司态势感知平台实现安全全周期管理	17
图 36：2018 年安全牛发布的态势感知矩阵	17
图 37：2019 年 IDC 发布的态势感知厂商评估矩阵	17
图 38：公司大数据安全平台营收及增速（百万，%）	18
图 39：新型基础设施建设包含的七大领域	18
图 40：一体化物联网安全解决方案	19
图 41：公司物联网安全平台营收及增速（百万，%）	19
图 42：公司建有多个云端检测防护中心	19
图 43：网络安全服务演进路径	19
图 44：玄武盾 SaaS 云防护服务	20
图 45：公司先知云监测服务	20
图 46：公司智慧城市解决方案	20
图 47：网络安全服务营收及增速（亿元，%）	20
图 48：多云已成为趋势	21
图 49：多云已成为趋势	21
图 50：安恒云部署方式	22
图 51：数据安全岛平台	23
图 52：涉网犯罪侦查打击服务平台	23
表 1：公司主营业务以及主要产品	6
表 2：面对新一代安全威胁时传统单点防御的不足	10
表 3：公司核心产品市占率	12
表 4：公司定增募投方向（亿元）	22

一、公司概况：国内领先的新兴安全厂商

1.1 聚焦新兴安全领域的后起之秀

安恒信息成立于 2007 年，一直以来聚焦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、云安全、大数据安全、物联网安全、智慧城市安全和工业互联网安全等领域。公司围绕着云计算、大数据等新一代信息技术，构建了以“新场景”及“新服务”为方向的专业安全平台产品和服务体系，现已成为国内领先的信息安全技术服务商。

图 1：公司产品体系全线概览图



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

坚持创新战略，步入高速增长新阶段。在成立初期，公司以安全和数据作为切入点，推出 web 应用防火墙、数据审计及风险控制等一系列市场首创性产品，成功进入网络安全市场，同时此类产品的市场份额一直以来保持行业领先。围绕“云大物智”等新场景，公司坚持持续创新战略，自 2014 年起陆续推出了云安全、大数据安全、物联网安全、态势感知和智慧城市安全等新兴安全产品及解决方案。随着公司在新兴安全领域的布局日益完善，先发优势逐渐得到确立，公司步入高速增长的新阶段。

图 2：公司发展历程


数据来源：公司招股书，东方证券研究所

公司主营业务包括网络信息安全基础产品、网络信息安全平台以及网络信息安全服务。目前，公司围绕事前、事中、事后三个维度已形成覆盖网络信息安全生命周期的产品体系。其中，公司网络信息安全基础产品包括安全防护和安全检测两大类，网络信息安全平台类产品已覆盖云安全、大数据安全以及物联网安全等新兴安全领域，网络信息安全服务包括 SaaS 云安全服务、专家服务、智慧城市安全运营中心服务以及网络安全人才培养服务。

表 1：公司主营业务以及主要产品

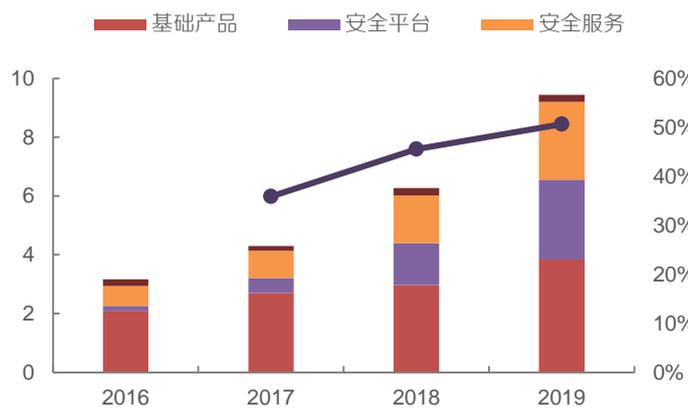
业务分类	二级分类	主要产品
网络信息安全基础产品	网络信息安全防护产品	Web 应用防火墙、综合日志审计系统、数据库审计与风险控制系统、运维审计与风险控制系统、APT 攻击预警平台、全流量深度威胁检测平台
	网络信息安全检测产品	Web 应用弱点扫描器、信息安全等级保护检查工具箱、远程安全评估系统、网络安全事件应急处置工具箱、迷网系统
网络信息安全平台	云安全	天池云安全管理平台(私有云场景)、玄武盾云防护平台
	大数据安全	AiLPHA 大数据智能安全平台、网络安全态势感知预警平台、金融风险监测预警平台
	物联网安全	物联网安全心、物联网安全监测平台、工业控制漏洞扫描平台
网络信息安全服务	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保服务
	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，东方证券研究所

1.2 营收业绩高增长，重视研发投入及渠道建设

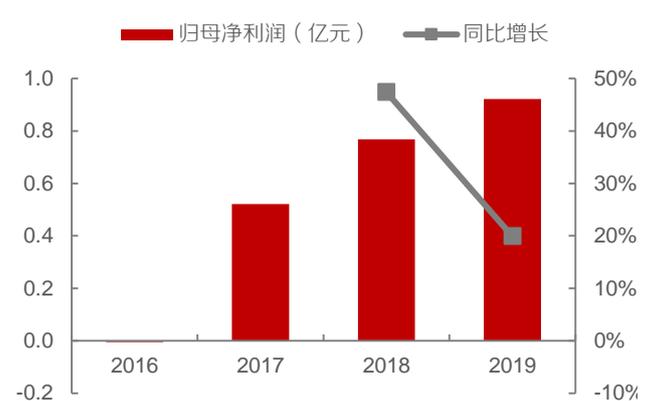
公司营收及归母净利润增长迅速，平台类与服务类业务成主要动力。2019年，公司实现营业收入9.44亿元，同比增长50.7%，归母净利润0.92亿元，同比增长20.0%。2017-2019年，公司营收CAGR达到48.1%，归母净利润CAGR达到33.0%，营收及业绩均保持快速增长。分业务看，公司网络信息安全基础产品保持稳定增长，17-19年分别实现营收2.70/2.97/3.84亿元，CAGR为19.3%；网络信息安全平台业务增长最为迅速，17-19年分别实现营收0.51/1.42/2.72亿元，CAGR高达130.9%；公司网络信息安全服务业务也快速获得市场认可，17-19年分别实现营收0.92/1.63/2.64亿元，CAGR达到69.4%。2020年前三季度公司实现6.60亿元，同比增长40.1%，在疫情影响下依旧保持强势增长。

图3：公司主营产品收入构成及营收增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

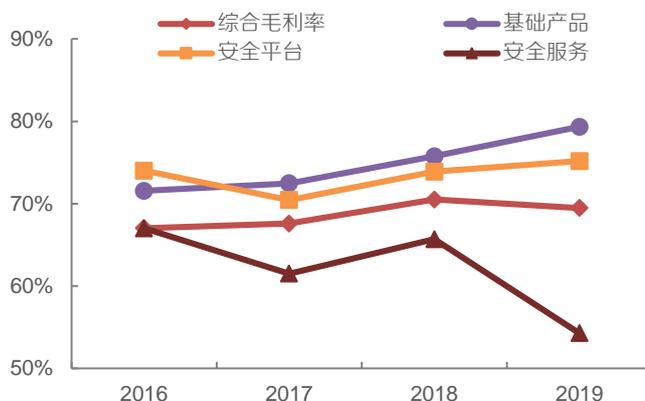
图4：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

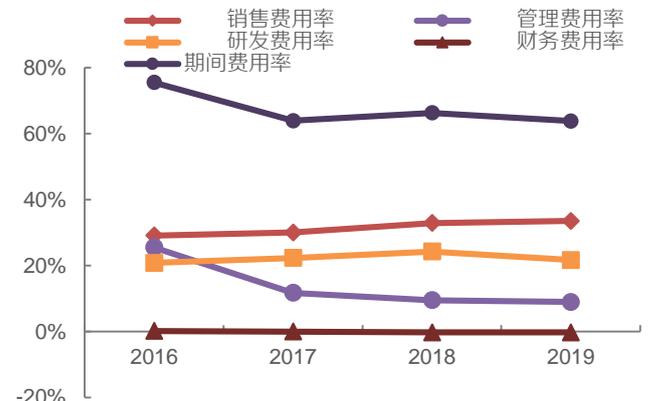
毛利率保持稳中有升趋势，期间费用率维持稳定，重视研发投入及渠道建设。随着毛利率较高的网络信息安全基础产品与平台类产品营收占比不断提升，公司整体毛利率呈现稳中有升趋势，2019年公司综合毛利率达到69.5%。费用率方面，整体期间费用率维持稳定。公司重视渠道建设，渠道端收入占比超过50%，目前公司处于业务快速扩张期，销售费用率保持高位。同时维持研发高投入，研发费用率在20%以上，进一步巩固自身竞争壁垒。

图5：公司综合毛利率及主营产品毛利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图6：公司期间费用率情况（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

二、新兴安全产品及安全服务发展迅速，态势感知成为主动防御时代的必要组成

2.1 新兴安全需求持续释放，安全服务占比不断提高

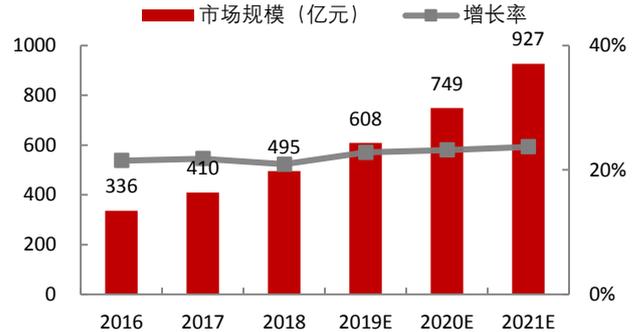
近年来网络安全事件频发，国家安全政策频繁出台，驱动国内网络安全市场规模不断增长。近年来网络安全态势日益严峻，安全事件层出不穷。同时我国政府相继推出《网络安全法》、《密码法》、等级保护制度 2.0 标准等政策及标准，《数据安全法》、《个人信息保护法》也将陆续出台，有望推动我国网络安全规模不断增长。赛迪顾问数据显示，2018 年我国网络安全市场规模达到 495 亿元，同比增长 20.9%，2016-2018 年 CAGR 为 21.4%，明显高于全球同期 7.8% 的复合增长率，预计未来仍将保持 20% 以上增长。

图 7：全球网络信息安全市场规模与增长（亿美元，%）



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

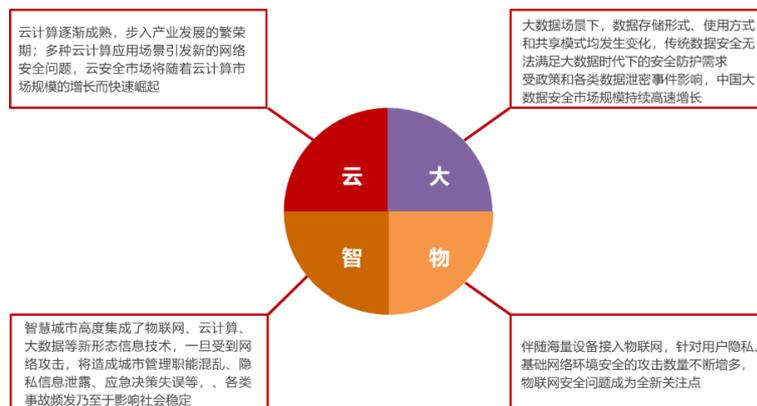
图 8：我国网络信息安全市场规模与增长（亿元，%）



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

“云大物智”等新兴场景催生网络安全新需求。云计算、大数据、物联网等新兴技术的迅猛发展，使得安全防护对象不断扩容，由传统的 PC、服务器拓展至云平台、大数据和泛终端，同时面临新的安全风险，催生出了新的安全需求。另一方面，“云大物智”等新场景下，信息系统及其承载的业务及数据的价值大大提升，网络安全风险等同于业务运营风险，这使得网络安全防护变得越发必要。

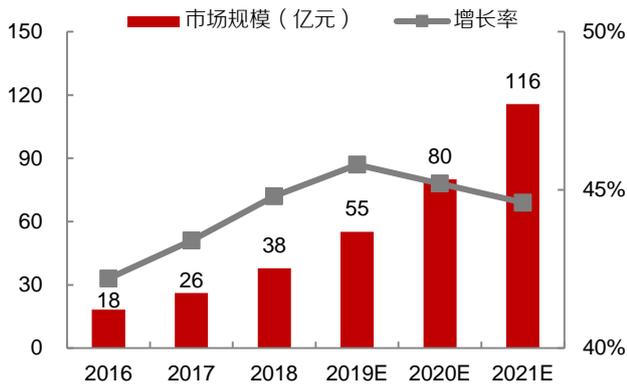
图 9：“云大物智”等新场景催生新需求



数据来源：安恒信息，东方证券研究所

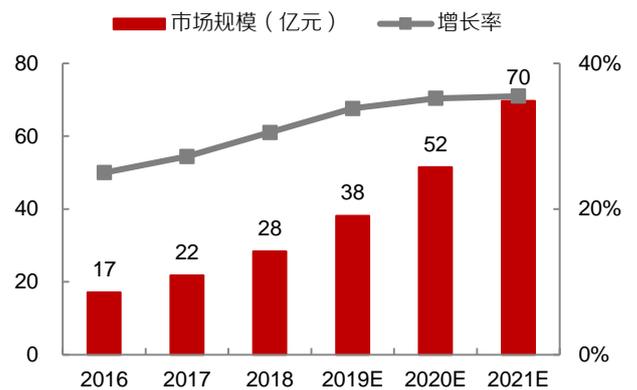
云计算、大数据、物联网、工业互联网等新兴安全业务增速均明显高于行业整体增速。根据赛迪顾问，2018 年我国云计算、大数据、物联网、工业互联网安全市场规模分别达到 37.8/28.4/88.2/94.6 亿元，同比增长 44.8%/30.5%/34.7%/30.0%，2016-2018 年 CAGR 分别为 44.1%/33.1%/28.9%/29.4%，明显高于我国安全市场同期 21.4% 的复合增速，预计未来新兴安全市场将继续保持高增长态势。

图 10：我国云安全市场规模与增长（亿元，%）



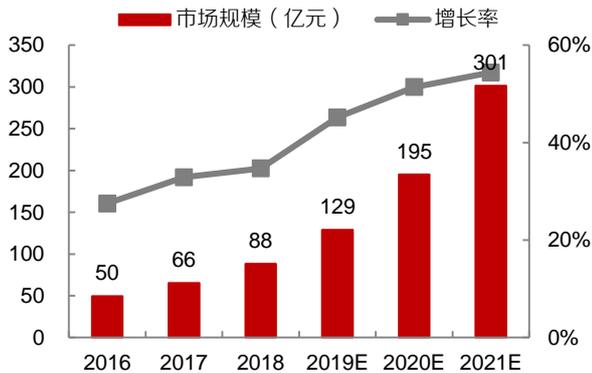
数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

图 11：我国大数据安全市场规模与增长（亿元，%）



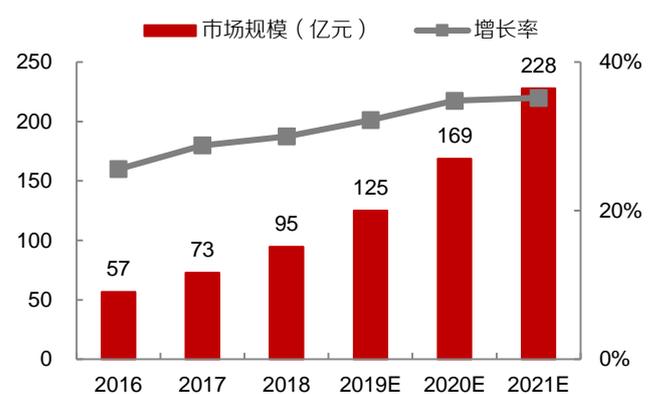
数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

图 12：我国物联网安全市场规模与增长（亿元，%）



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

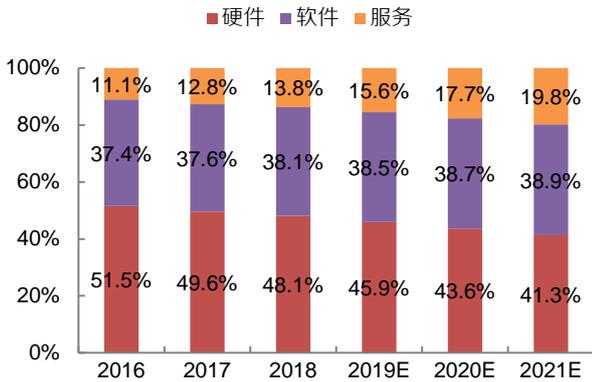
图 13：我国工业互联网安全市场规模与增长（亿元，%）



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

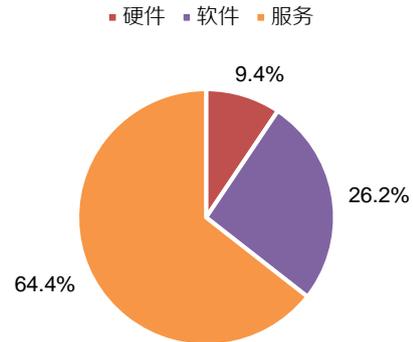
安全服务占比有望不断提升。我国网络安全市场结构与全球市场存在差异，主要体现在安全服务的占比上。赛迪顾问数据显示，我国 2018 年安全硬件占比 48.1%，占据安全市场接近一半份额，安全服务占比仅为 13.8%。而全球 2018 年网络安全市场中，服务占比高达 64.4%，硬件占比仅为 9.4%。当前严峻的安全态势以及新兴技术的普及使得企业安全架构和管理变得更加复杂，风险评估、安全管理咨询、安全托管服务等越发受重视，随着虚拟化及云服务理念的渗透，企业对于持续性的安全服务需求逐渐增加，安全服务占比将逐渐提升。

图 14：我国网络安全市场结构



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

图 15：2018 年全球网络信息安全结构



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

2.2 被动防御向主动防御演进，态势感知成发展趋势

面对日益严峻的网络安全态势以及新一代安全威胁，传统单点防御逐渐失效，亟待构建新型防御体系。一方面，云计算等新兴技术的广泛应用，使得基于边界的传统安全防护无法满足现有的安全防护要求。另一方面，由于传统被动的防御措施通常是将每个攻击方式作为单独的路径，每个阶段作为独立的时间来检查，而不是将这些阶段和方式作为一系列的网络事件来查看和分析，产生了众多的信息孤岛，因此零日攻击、高级持续性威胁（APT）等新一代安全威胁能够绕过传统的安全检测和防御体系，导致传统的被动安全防护失效，亟待行之有效的主动防御体系。

表 2：面对新一代安全威胁时传统单点防御的不足

传统防御产品	面对新一代安全威胁的不足
防火墙 (FW)	防火墙通过过滤机制制定访问控制策略，允许通用的 httpWeb 流量，它可以拦截底层攻击行为，但对应用层的深层攻击行为无能为力
下一代防火墙 (NGFW)	下一代防火墙 (NGFW) 增加了基于用户和应用的策略规则，但没有增加可以检测新一代安全威胁的内容或行为的动态保护
入侵检测/防御 (IDS/IPS)	基于特征/签名检测机制无法检测出一个零日漏洞利用的任何异常，尤其是当恶意代码严重伪装或者分段投递时
防病毒 (AV)	由于新一代威胁中的恶意软件及其利用的漏洞是未知的，若访问的网站声誉“清白”，传统的防病毒网关和 Web 过滤器会允许通过
反垃圾邮件	伪造的钓鱼网站使用不断变化的域名和网址，所以黑名单要滞后于攻击活动，而关闭一个钓鱼网站的平均时间超过 26 小时
Web 过滤	多数出站过滤器阻止含有不良信息的网站，仅不到四分之一的企业限制社交网站，另外，动态 URL、被黑的合法网站以及短期活跃的地址等会使静态 URL 黑名单失效

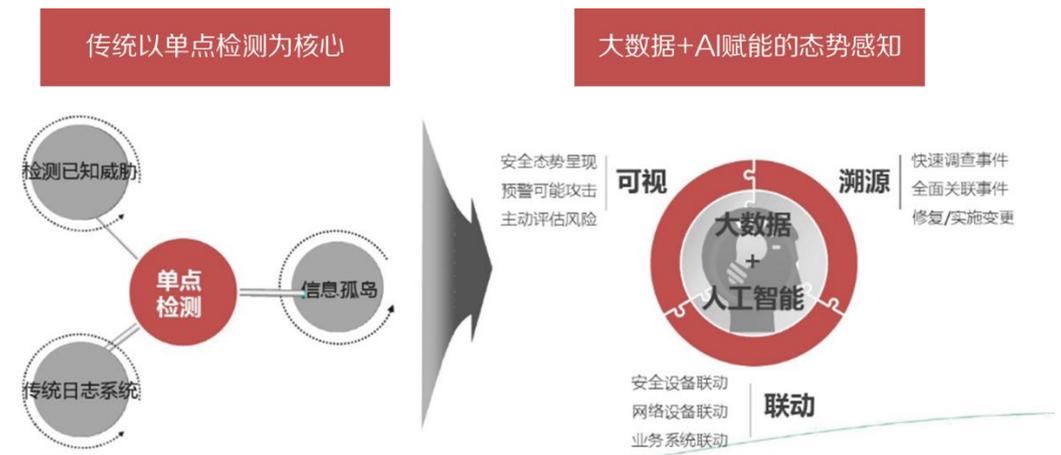
数据防泄漏
(DLP)

DLP 工具主要针对身份证等个人信息，对于检测凭证或者知识产权的外泄来说过于粗略和繁琐。而回连通道的加密将使得数据泄露无法发现，其静态的方法与新一代威胁的动态属性不相匹配。

数据来源：知道创宇，东方证券研究所

以态势感知为核心的主动安全体系可有效防御新型攻击威胁。随着大数据分析、人工智能、安全情报收集等技术的逐渐成熟和发展，安全检测技术对安全态势的分析、预警和预测将越来越准确，网络安全防御体系逐渐向自动响应、追查、威胁诱捕等方向的主动防御体系转变。作为主动防御体系的安全大脑，态势感知是一个为客户提供预测、保护、检测和响应闭环能力的主动安全系统。它主要包括态势认知、态势理解和态势预测三个核心环节，基于大数据分析、人工智能等新兴技术，态势感知能通过对网络环境中引起态势变化的安全要素信息进行获取、理解，综合地评估网络安全情况，并预测其发展趋势，帮助客户实现安全决策，最终达到有效检测和防御新型安全威胁的目的。

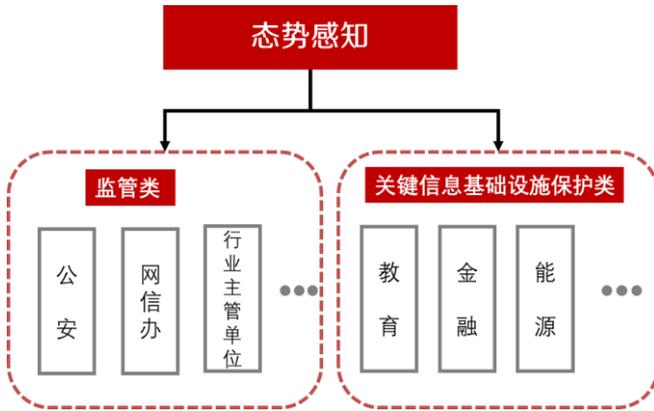
图 16：大数据及 AI 赋能态势感知



数据来源：华为，东方证券研究所

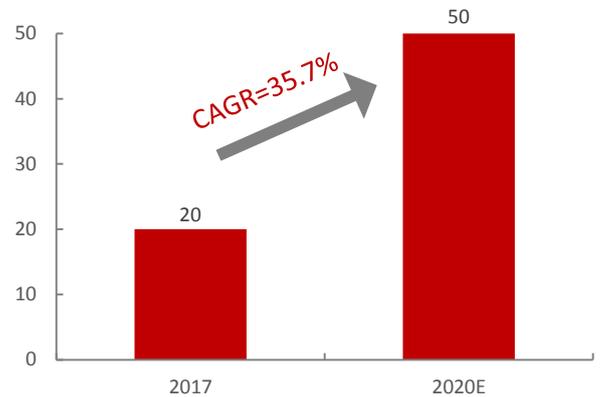
态势感知市场规模增长迅速，逐渐在监管类和被监管类市场渗透。据安全牛数据统计，2017 年我国态势感知市场规模约为 20 亿元，预计 2020 年将达到 50 亿元，CAGR 约为 35.7%，高于同期我国网络安全市场整体平均增速。当前态势感知的目标市场主要包括监管类（公安、网信办等）以及被监管类（关键基础设施保护类）态势感知两类，前者注重监管，后者注重防护。态势感知的落地效果明显，对于监管单位和关键信息基础设施相关的行业而言已成为必建设施，由于目前态势感知的市场渗透率较低，同时存量的态势感知需要不断扩容和更新以适应外部网络环境及内部客户需求的变化，因此我们认为态势感知市场规模有望继续保持高速增长趋势。

图 17：态势感知下游客户分类



数据来源：互联网，东方证券研究所

图 18：我国态势感知市场规模及增速（亿元）



数据来源：安全牛，东方证券研究所

三、基础产品保持竞争优势，逐渐向平台化、服务化转型

3.1 网络信息安全基础产品：防护、检测双赛道行业领先

立足于数据应用安全，公司核心基础产品多年市占率位居行业前列。公司核心产品分为防护类与检测类，其中防护类产品包括 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等，检测类产品包括 Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统等。由于用户需求逐渐从传统网络安全转变到业务安全，公司产品的市场前景性获得市场认可，多款产品处于行业领先。

表 3：公司核心产品市占率

产品分类	产品名称	市场份额及排名
防护类产品	Web 应用防火墙	2017 年度市场份额为 16.7%，排名第二 2018 年度亚太市场份额 9.6%，排名第二
	日志审计系统	2017 年度市场份额为 10.9%，排名第一
	数据库审计与风险控制系统	2017 年度市场份额为 7.2%，排名第二
	运维审计与风险控制系统（堡垒机）	2018 年度市场份额为 15.7%，排名第一
检测类产品	Web 应用弱点扫描器、远程安全评估系统	2017 年度市场份额为 14.7%，排名第三

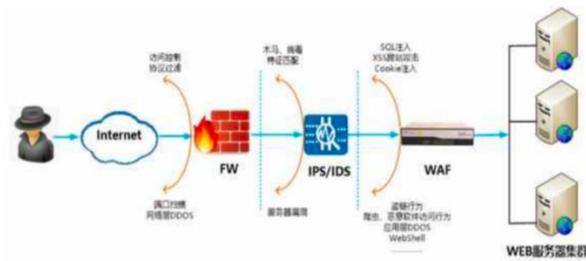
数据来源：公司招股书，东方证券研究所

国内 Web 应用安全市场将保持增长，公司 WAF 产品具有较强市场竞争力。Web 应用防火墙（WAF）能解决传统网络层安全防护产品无法解决的应用层攻击威胁，抵御各种常见 Web 攻击，如 SQL 注入、跨站脚本攻击、数据泄漏、应用层 DDOS、0day 漏洞等，保护各类 Web 应用安全、稳定运行。据 IDC 评估，我国 2017 年 Web 应用安全市场规模为 1.43 亿美元，之后 5

年将持续保持增长态势，到 2022 年总规模将达到 3.82 亿美元，复合增长率将达 17.8%。

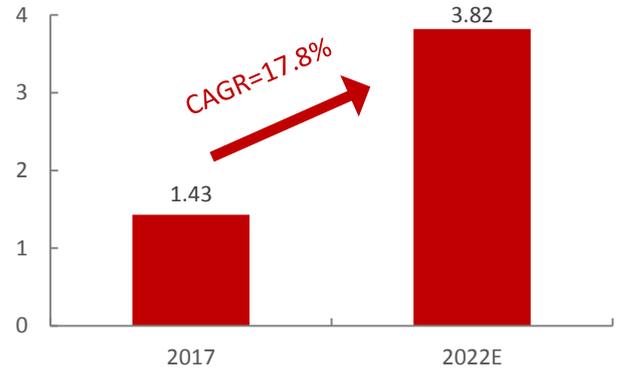
Frost&Sullivan 数据表明，公司 WAF 产品在国内及亚太地区市场中占有率均居于第二，具有较强的竞争力。随着用户需求不断向应用系统及数据内容上转移以及 Web 应用安全市场持续增长，公司 WAF 产品在未来将拥有较大的增量空间。

图 19: WAF 应用场景



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

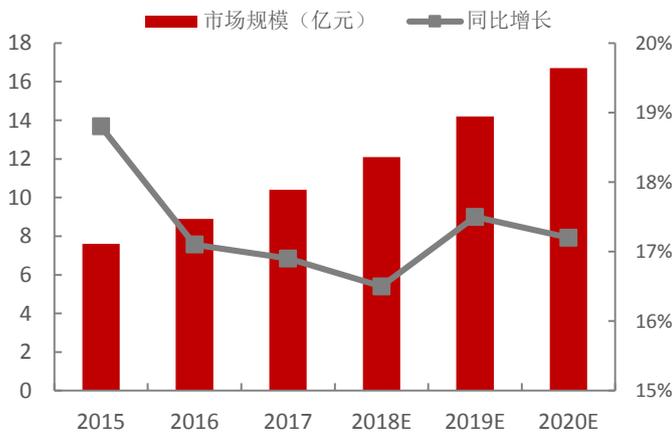
图 20: 我国 Web 应用安全市场规模及增长（亿美元）



数据来源：IDC，东方证券研究所

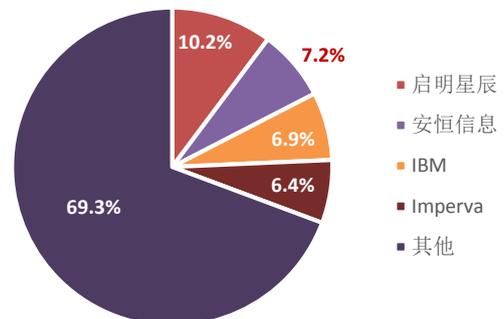
数据库安全重要性日益提高，国内数据库安全审计与防护产品市场竞争较为激烈。数据库安全的核心是对客户数据全方位的安全防护，直接涉及国家、企业及个人的核心机密。过去，针对数据库的攻击、被篡改、泄密事件频频发生，造成的损失更是难以估量。因此，数据库安全审计与防护的重要性得到了企业用户和信息安全厂商的高度关注。根据赛迪顾问，2017 年我国数据库安全市场为 10.4 亿元，到 2020 年将预计增长到 16.7 亿元，期间保持稳定增长。目前国内数据库安全市场参与者有启明星辰、安恒信息、IBM 等企业，2017 年公司以 7.2% 的市占率排名第二，主要企业市场份额差距较小，竞争较为激烈。

图 21: 中国数据库安全审计与防护市场规模及增速（亿元，%）



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

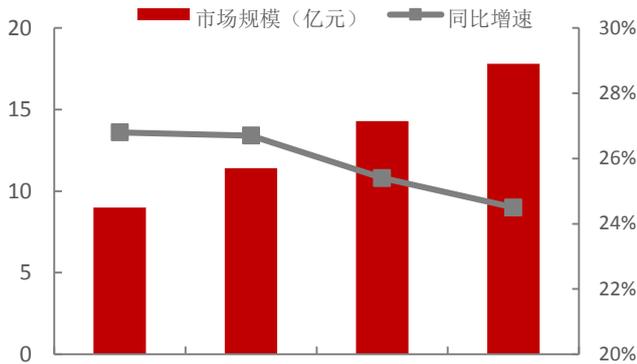
图 22: 中国数据库安全审计与防护市场主要参与者（2017）



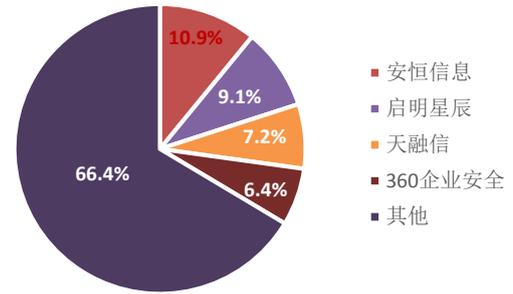
数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

日志审计市场规模快速增长，公司产品市场排名第一。根据赛迪顾问《中国日志审计产品市场研究报告（2019）》，我国日志审计产品市场规模将保持较高的增长速度，2021 年将达到 17.8 亿

元，2019-2021 三年复合增长率为 25.5%。2018 年，公司凭借自身在应用及数据安全基础技术的深厚积累以及在网络安全大数据与人工智能等前沿技术领域的高效转化能力，以 10.9% 的市占率位居中国日志审计产品市场第一。

图 23：中国日志审计产品市场规模及增速（亿元，%）


数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

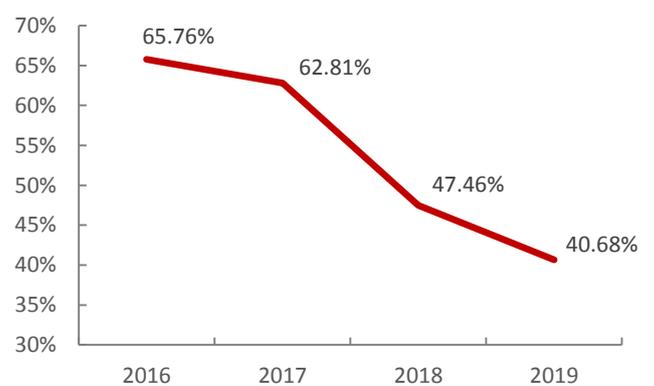
图 24：中国日志审计产品市场主要参与者（2018）


数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

公司基础产品竞争优势明显，毛利率持续上升，营收占比逐年下降。2019 年公司网络信息安全基础产品实现营收 3.84 亿元，同比增长 29.14%。近四年营收增长稳定，毛利率均在 70% 以上，并保持上升态势，2019 年毛利率达到 79.32%。随着计算场景与产品形态不断演进，客户需求从传统的网络安全产品逐渐转向平台类与服务类业务，公司基础产品收入占比不断下降。

图 25：网络安全基础产品营收及毛利率（亿元，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：网络安全基础产品营收占比


数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 网络信息安全平台：“云大物”安全业务综合迭代领先

基于“云大物”新技术，公司逐渐转型为平台型产品及综合方案服务商。公司高度重视新一代信息技术与产品研发、制造的融合，加大“云大物智”方面的研发投入，确立了从应用与数据安全专业厂商到网络信息安全综合解决方案提供商的发展方向，形成了以“新场景”及“新服务”为方向的专业安全平台产品和服务体系的综合方案能力。围绕着“新场景”的监管政策要求，公司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。

图 27：公司逐步转型为平台解决方案服务商



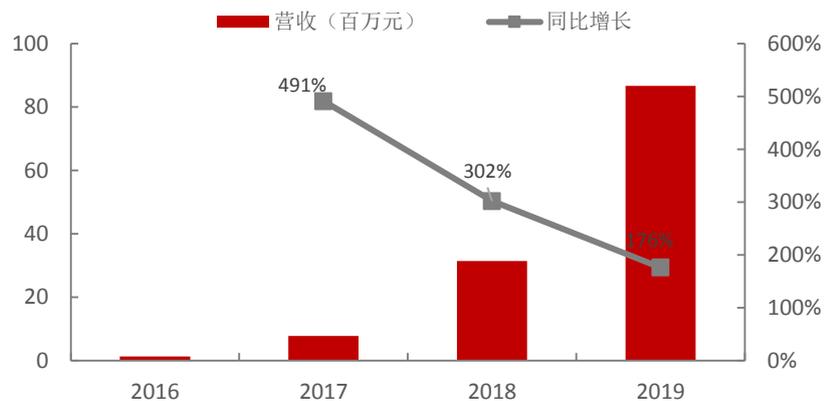
图 28：公司围绕新技术提供网络安全综合解决方案



3.2.1 云安全领域与多家云厂商合作，平台收入高速增长

云计算逐渐成熟带动云安全市场规模平稳增长，公司云安全平台收入每年至少翻倍增长。近年来我国云计算在技术方面逐渐走向成熟，云端数据体量不断增长。云计算的进步带动无服务器计算发展，亦将引发新的网络信息安全问题，攻击者更容易借无服务器计算隐藏活动踪迹制造网络威胁。我国云安全市场仍处于起步阶段，但整体的市场规模随着云计算的成熟而快速扩大。2018年，我国云安全市场规模达到 37.8 亿元，同比增长 44.8%，预计未来仍将保持 40% 以上的增速。公司云安全平台收入也迎来爆发式增长，近三年均以至少翻倍的速度增长，2019 年实现收入 0.87 亿，同比增长 176%。公司云安全平台主要面对的市场包括公有云安全、私有云安全、SaaS 安全服务。

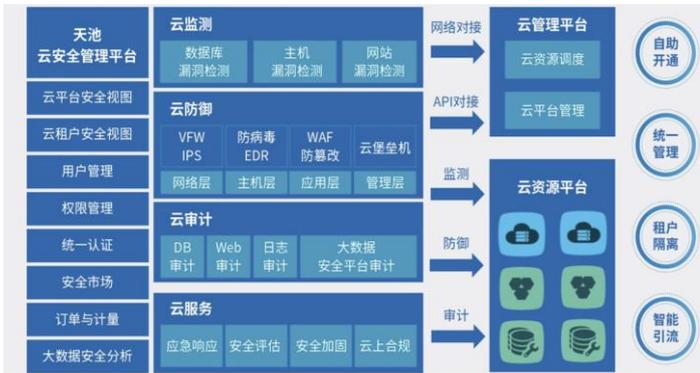
图 29：公司云安全产品营收及增速（百万，%）



在公有云与私有云领域，公司与阿里、华为等云厂商深度绑定。在公有云领域，公司在 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，产品包括云堡垒机、云数据库审计等。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。在私有云领域，公司于 2016 年率先推出天池云安全管理平台，可以为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。

图 30：天池云安全管理平台



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 31：公司是华为安全商业联盟的重要成员

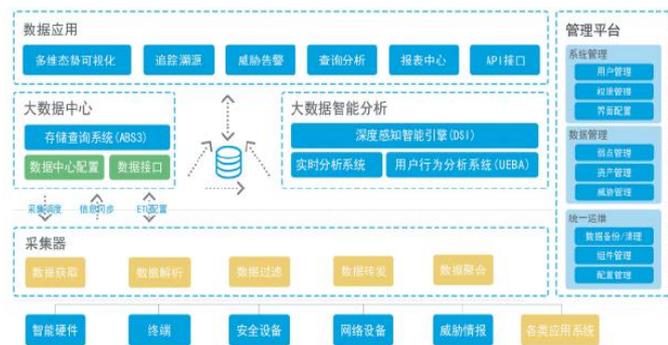


数据来源：华为，东方证券研究所

3.2.2 AiLPHA 与态势感知安全平台推动大数据安全业务快速增长

AiLPHA 安全平台能为企业提供全局性的、不间断的、智能自动化的大数据安全保护。AiLPHA 大数据智能安全平台以“AI 驱动安全”为核心理念，主要包括安全管理平台、智能安全分析平台、安全运营平台和相适配的安全运行管理体系，逐步形成基于数据、应用、平台、管理的立体安全防护和自动化运维响应中心，具备全网流量处理、异构日志集成、核心数据安全分析、办公应用安全威胁挖掘等前沿大数据智能安全威胁挖掘分析与预警管控能力，为企业客户提供全局态势感知和业务不间断稳定运行安全保障。目前平台已应用于政府、公安、金融、教育、医疗、能源等多个领域。

图 32：AiLPHA 大数据安全平台架构



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

图 33：AiLPHA 以“AI 驱动”为核心理念



数据来源：安恒信息，东方证券研究所

公司是公安、网信等行业态势感知的主要建设者和推动者。公司自 2015 年加入公安部最初的态势感知平台规划并成为主要的技术支持单位，并参与多项态势感知行业和国家标准的制定，是业内少数了多项态势感知行业和国家标准的制定，也是内少数能够提供从底层据采集、处理、存储分析挖掘和上层业务应用建设全方位能力的安全企业。公司态势感知平台按照监管部门要求，设

设计了等级保护管理、实时监测、态势感知、通报预警、应急指挥、情报管理、追踪溯源等功能，帮助用户从全局上把握整体网络安全总态势，建设网络安全管理闭环。

图 34：公司态势感知平台架构



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

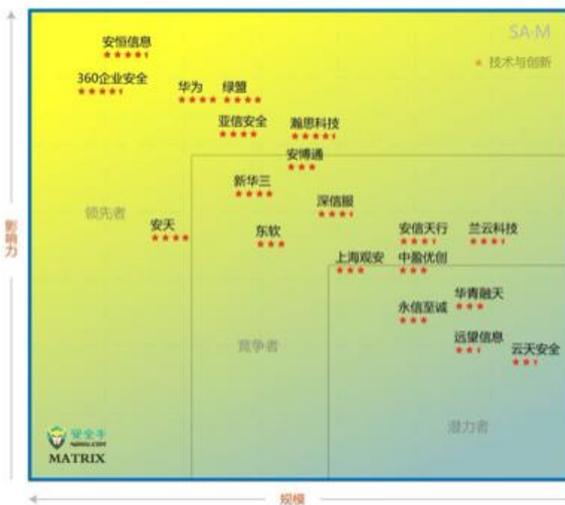
图 35：公司态势感知平台实现安全全周期管理



数据来源：公司官网，东方证券研究所

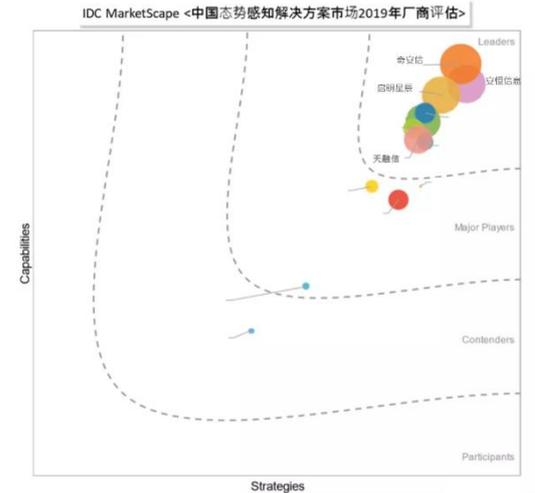
公司处于态势感知市场第一梯队。根据安全牛态势感知矩阵（2018）以及 IDC《中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》，在国内态势感知安全市场中，公司处于第一梯队，在数据源的多样性和数据量、关联分析能力以及风险监测及响应能力等核心竞争力方面优势明显。

图 36：2018 年安全牛发布的态势感知矩阵



数据来源：安全牛，东方证券研究所

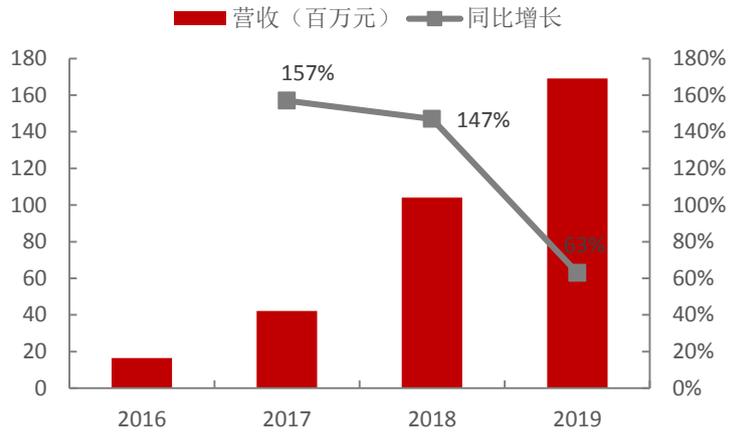
图 37：2019 年 IDC 发布的态势感知厂商评估矩阵



数据来源：IDC，东方证券研究所

AiLPHA 与态势感知平台推动大数据安全平台收入快速增长。2019 年，公司大数据平台收入达到 1.69 亿元，同比增长 62.57%，2016-2019 年 CAGR 高达 117.53%。公司大数据安全平台收入快速增长的主要原因是公司 AiLPHA 平台与态势感知平台的产品配置、销量和竞争力不断提升。

图 38：公司大数据安全平台营收及增速（百万，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 “新基建”浪潮助力，打造一体化物联网安全解决方案

以数字经济为代表的新经济，需要与之相适应、相配套的新型基础设施。2018年12月19日，中央经济工作集会首次提出“新型基础设施”概念。到2020年，中央多次部署“新基建”相关义务，主要包括七大领域：5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和都会轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网。而“新基建”所涉及的七大领域，都离不开物联网基础性建设。因此，“新基建”也将进一步刺激物联网以及物联网安全需求的爆发式增长。

图 39：新型基础建设包含的七大领域

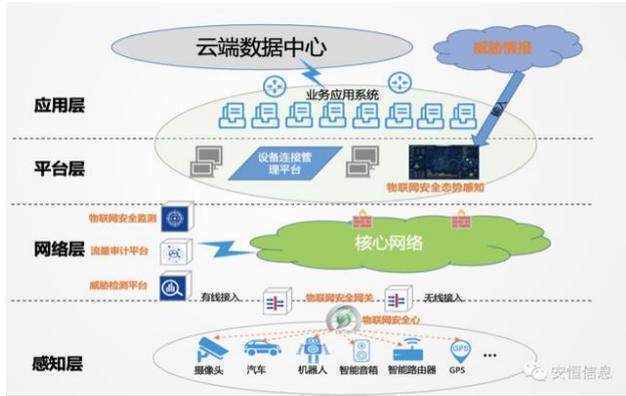


数据来源：OFweek，东方证券研究所

基于“新基建”泛终端所存在的安全风险问题，公司提供一体化的物联网安全解决方案。目前，公司主要物联网安全产品包括物联网安全心、物联网安全监测平台以及物联网安全态势感知与管控中心。针对新基建所产生的新型安全问题，公司打造了以“安全监测、安全防御、数据加密、态势感知”为核心的物联网安全解决方案，利用“安全心”实现内核级安全监控与防护，结合云端大数据态势感知分析系统，对海量数据进行深度分析和挖掘，实现物联网终端安全的标准化和

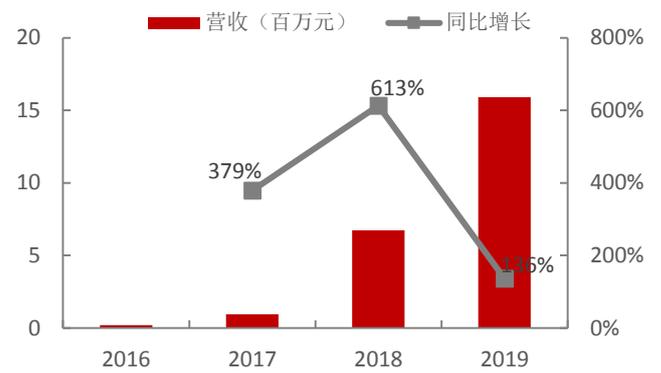
规范化。目前，公司物联网平台营收占比较小，但处于高速增长期。2019年，物联网平台实现营收1590万元，同比增长136%。

图 40：一体化物联网安全解决方案



数据来源：安恒信息，东方证券研究所

图 41：公司物联网安全平台营收及增速（百万，%）

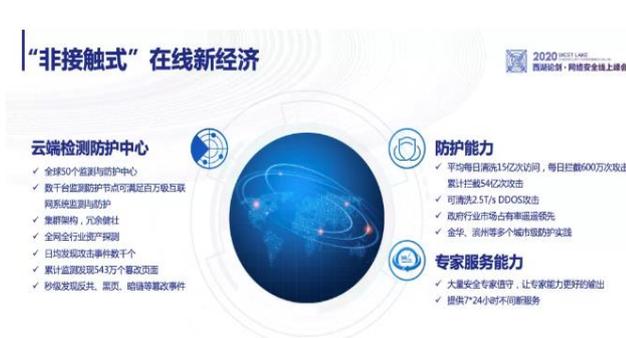


数据来源：Wind，东方证券研究所

3.3 网络信息安全服务：“非接触式”在线新经济催生新需求

在“非接触式”在线新经济场景下，网络安全服务正在走向第五代服务模式。新冠肺炎疫情催生了非接触的刚性需求，信息技术的快速发展也为非接触经济形态提供了可能。非接触在线经济打造人、物、产业链条全社会链接，推动新一代信息技术创新应用全面提速，成为后疫情时代经济发展新力量。在这个背景下，网络安全服务正在走向第五代服务模式，数据驱动即服务。目前，网络安全服务向着整合了SaaS、远程运维、AI智能分析、威胁情报、专家经验的4.5G安全服务的方向发展。

图 42：公司建有多个云端检测防护中心



数据来源：2020 西湖论剑·网络安全线上峰会，东方证券研究所

图 43：网络安全服务演进路径



数据来源：安恒信息，东方证券研究所

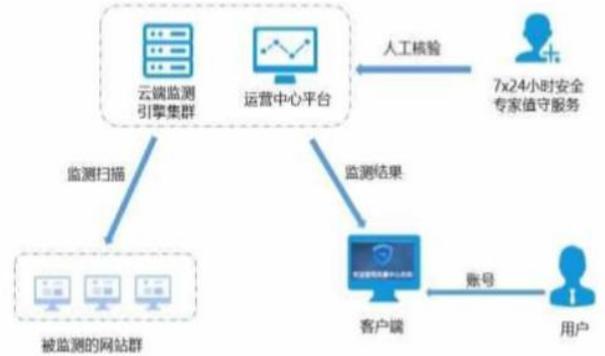
公司在 SaaS 云安全服务领域保持领先。公司 SaaS 云安全服务包含以玄武盾为核心的云防护、以安全数据大脑为核心的情报订阅以及云监测服务。其中公司的云防护产品玄武盾，到目前防护超过数十万个互联网系统，为政府、教育、金融、医疗、企业等行业用户提供基于云端的安全防护服务。其中作为 SaaS 安全服务市场的主要领导者，玄武盾先后为杭州 G20 峰会、乌镇世界互联网大会、“一带一路”国际合作高峰论坛等多个国家级会议官网提供重点安全保障。

图 44：玄武盾 SaaS 云防护服务



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

图 45：公司先知云监测服务



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

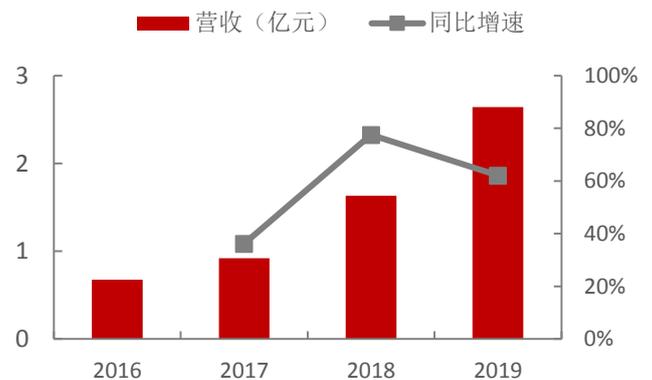
网络安全服务业务保持快速增长，智慧城市运营服务有望步入快车道。2019 年，公司安全服务业务收入 2.64 亿元，同比增长 62.03%，2016-2019 年 CAGR 达到 57.61%。在智慧城市服务方面，公司已在上海张江成立中国智慧城市安全总部，重点建设“一基地二研院三中心”，即智慧城市安全研发研究与运营基地，安全芯研究院、AI 研究院，以及新型网络犯罪大数据研究中心、网络安全高级威胁分析预警中心及企业安全防护中心。未来公司有望将上海智慧城市安全建设和运营经验向全国复制，带来智慧城市运营服务快速增长。

图 46：公司智慧城市解决方案



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 47：网络安全服务营收及增速（亿元，%）



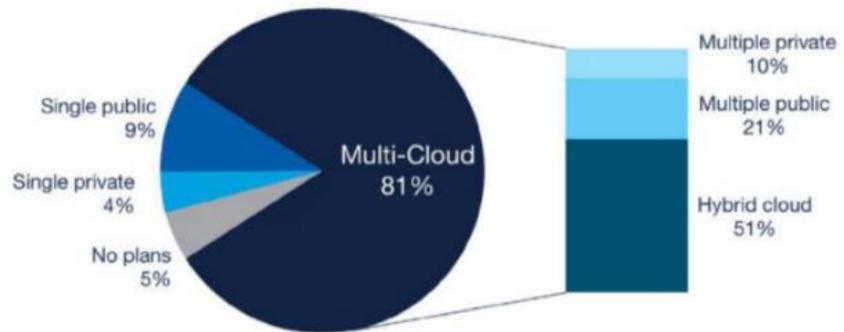
数据来源：Wind，东方证券研究所

四、布局多云管理，定增有望拓展业务边界

4.1 布局多云管理，增强云安全竞争力

多云成为云计算发展趋势，多云管理成刚性需求。当前多云趋势愈发明显，企业通过构建多云实现跨区域的业务部署、关键数据的云灾备等，获取高性价比的云服务。RightScale 的报告显示，受访企业中 81% 的企业采用多云，其中 21% 采用多个公有云，10% 采用多个私有云，51% 采用混合云。在此趋势下，多云管理平台逐渐成为企业刚需。

图 48：多云已成为趋势



数据来源:RightScale 2018 State of the Cloud Report, 东方证券研究所

公司发布一站式多云管理及多云安全管理品牌——安恒云，进一步提升公司云安全产品竞争力。公司在云安全领域一直保持市场领先，积累了对各类云的适配能力。公司以此为基础并结合自身的安全能力，打造了多云管理及多云安全管理平台，帮助客户公平选云、安全上云、便捷管云、实惠用云，进一步夯实公司在云安全领域的竞争力。

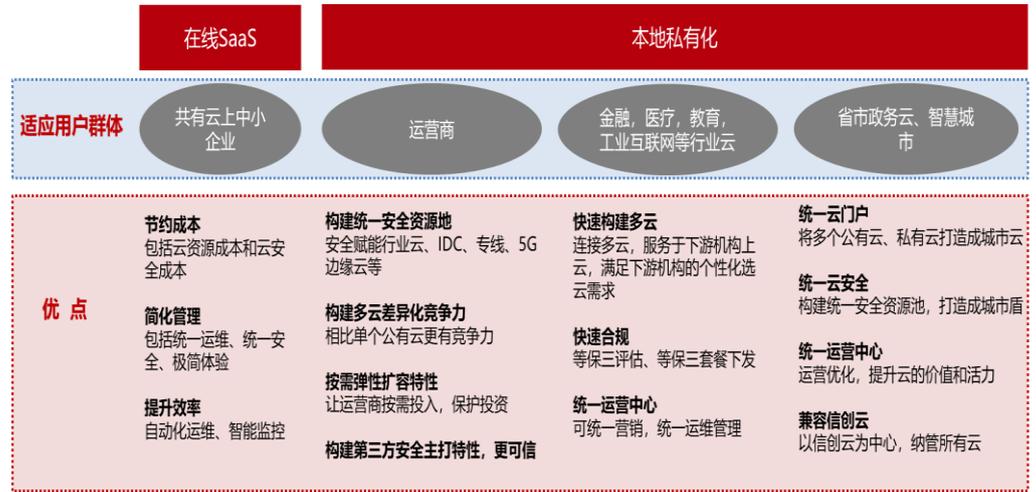
图 49：多云已成为趋势



数据来源:公司官网, 东方证券研究所

安恒云包含在线 SAAS 服务模式以及本地私有化服务模式两种部署方式。其中，在线 SAAS 服务模式适应公有云上中小企业用户，帮助节约云资源成本和云安全成本，简化管理，提升效率。本地私有化服务主要面向政府、运营商、金融、教育等行业客户，并提供有针对性的解决方案，以满足各行业实际业务场景需求。

图 50：安恒云部署方式



数据来源:公司官网, 东方证券研究所

4.2 新募投有望进一步打开成长空间

新一轮募投有望补足公司产品线，进一步拓展公司业务边界。公司于 2020 年底发布定增预案，拟募集资金不超过 13.33 亿，用于布局数据安全岛平台研发及产业化、涉网犯罪侦查打击服务平台研发及产业化、信创产品研发及产业化、网络安全云靶场及教育产业化以、新一代智能网关产品研发及产业化以及车联网安全研发中心建设等六个募投项目。其中新一代智能网关是对公司网络层产品的补齐；数据安全岛、涉网犯罪侦查打击、车联网安全等是对公司安全应用场景的进一步外延；云靶场及教育产业化是对公司各业务条线的有力支撑。我们认为若募投项目得到顺利实施，公司将进一步完善自身的产品线，提升公司的核心竞争力。

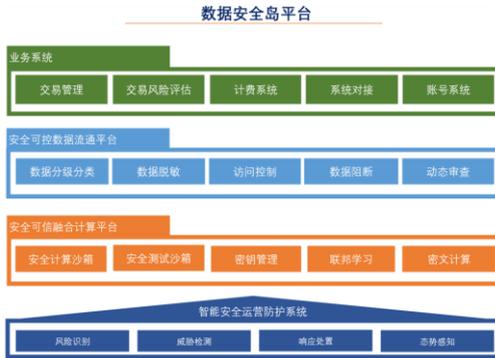
表 4：公司定增募投方向（亿元）

	项目名称	总投资	募集资金拟使用额
1	数据安全岛平台研发及产业化项目	4.76	4.00
2	涉网犯罪侦查打击服务平台研发及产业化项目	1.30	1.02
3	信创产品研发及产业化项目	6.21	4.59
4	网络安全云靶场及教育产业化项目	1.58	1.25
5	新一代智能网关产品研发及产业化项目	2.26	1.79
6	车联网安全研发中心建设项目	1.02	0.67
	合计	17.14	13.33

数据来源:公司公告, 东方证券研究所

深入客户业务运营, 客户粘性¹及付费意愿²更强。传统的安全建设通常是伴生性需求, 游离于客户的核心业务之外。本次新募投的数据安全岛平台和涉网犯罪侦查打击服务平台, 本质上已经参与到客户的业务运营中, 触及了客户数据交易、公安打击犯罪等核心环节。在这种模式下, 客户的付费意愿更高, 粘性更强, 将进一步提高公司收入的可预见性和稳定性。

图 51: 数据安全岛平台



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 52: 涉网犯罪侦查打击服务平台



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设:

- 1) 收入的快速增长主要来自网络信息安全平台产品及网络信息安全服务两块业务。网络信息安全平台业务方面, 公司产品主要集中在云安全、大数据安全以及物联网安全等新兴领域, 当前这些新兴安全市场均保持高速增长, 公司先发优势明显, 未来有望保持快速增长, 预计 20-22 年收入增速分别为 58.9%、62.8%、47.9%; 网络信息安全服务方面, 当前安全服务已成行业发展趋势, 公司在 SAAS 服务以及专家服务处于行业领先, 该业务有望维持快速增长, 预计 20-22 年收入增速分别为 58.8%、59.2%、53.5%;
- 2) 公司 20-22 年毛利率分别为 69.3%、69.0%和 68.4%。网络信息安全服务毛利率相对较低, 随着其营收比重不断增大, 公司整体毛利率将小幅下降。
- 3) 公司 20-22 年年销售费用率为 33.74%、32.57%和 32.38%, 管理费用率为 8.80%、8.50%和 7.90%, 研发费用率为 22.09%、22.47%、21.76%。20 年公司加大人员投入, 预计研发费用率及销售费用率略有提升, 随着未来公司销售收入的快速增长, 各项费用率将逐渐摊薄。
- 4) 公司 20-22 年的所得税率维持 3%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
网络信息安全基础产品					

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

销售收入（百万元）	297.4	384.0	449.3	548.2	668.7
增长率	10.0%	29.1%	17.0%	22.0%	22.0%
毛利率	75.8%	79.3%	79.1%	79.2%	79.3%
网络信息安全平台					
销售收入（百万元）	142.1	271.7	431.8	702.9	1,039.9
增长率	179.0%	91.1%	58.9%	62.8%	47.9%
毛利率	73.9%	75.2%	75.3%	75.4%	75.2%
网络信息安全服务					
销售收入（百万元）	163.0	264.0	419.2	667.3	1,024.1
增长率	77.5%	62.0%	58.8%	59.2%	53.5%
毛利率	65.7%	54.3%	55.3%	55.8%	55.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	24.1	24.3	23.2	25.8	29.0
增长率	39.5%	0.7%	-4.7%	11.4%	12.3%
毛利率	18.4%	15.7%	21.5%	22.9%	24.3%
合计	626.6	944.0	1,323.5	1,944.3	2,761.7
增长率	45.6%	50.7%	40.2%	46.9%	42.0%
综合毛利率	70.5%	69.5%	69.3%	69.0%	68.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 20-22 年营收分别为 13.23、19.44、27.62 亿元，由于公司主要业务属于新兴网络安全领域，我们选取同属于新兴网络安全领先的奇安信、深信服作为可比公司，同时公司在云安全领域处于行业领先，我们选取同在云领域深耕的用友网络、广联达、石基信息作为可比公司。根据可比公司 21 年的 PS 水平，给予公司 21 年的 13.50 倍市销率，对应合理股价为 354.31 元，首次给予买入评级。

可比公司估值比较

公司	代码	最新市值 (亿) 2021/1/20	总营收 (亿)				市销率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
深信服	300454	1186	45.90	58.60	79.83	106.47	25.84	20.24	14.86	11.14
奇安信	688561	768	31.54	44.58	63.26	87.06	24.35	17.23	12.14	8.82
用友网络	600588	1482	85.10	91.71	109.81	138.42	17.41	16.16	13.50	10.71
广联达	002410	1072	35.41	41.91	51.85	64.38	30.27	25.58	20.68	16.65
石基信息	002153	320	36.63	35.59	40.70	46.14	8.74	8.99	7.86	6.94
	最大值						30.27	25.58	20.68	58.46
	最小值						8.74	8.99	7.86	6.94
	平均数						21.32	17.64	13.81	48.07
	调整后平均						22.53	17.88	13.50	58.33

数据来源: Wind, 东方证券研究所

风险提示

1、政策落地不及预期的风险

政策是驱动网络安全行业快速发展的重要力量，若相关政策落地不及预期，导致行业需求出现波动，对公司相关收入造成不利影响。

2、研发进展不及预期的风险

高研发投入不仅能确保公司产品的竞争力，还能丰富公司产品线，拓展自身业务边界。若公司研发投入不能与下游行业技术革新速度相匹配，将对公司营收、净利润等产生不利影响。

3、行业内竞争恶化风险

目前公司在新兴网络安全领域及安全服务均处于优势地位，若行业市场竞争加剧，公司产品的毛利率和市场份额会受到挤压，对公司业绩增长带负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	398	1,483	1,580	1,750	2,076	营业收入	627	944	1,323	1,944	2,762
应收票据、账款及款项融资	170	201	265	389	553	营业成本	185	288	406	602	874
预付账款	3	5	7	10	15	营业税金及附加	8	12	16	23	33
存货	49	116	118	192	294	营业费用	206	316	447	633	894
其他	45	49	55	64	67	管理费用及研发费用	211	289	409	602	819
流动资产合计	664	1,853	2,025	2,405	3,004	财务费用	(2)	(3)	(7)	(8)	(9)
长期股权投资	21	20	21	21	21	资产、信用减值损失	8	7	6	13	16
固定资产	33	281	370	429	460	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	152	0	0	1	1	投资净收益	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
无形资产	8	7	21	29	30	其他	65	59	77	104	136
其他	13	11	2	2	2	营业利润	74	92	122	181	270
非流动资产合计	227	319	414	481	514	营业外收入	1	0	1	1	1
资产总计	892	2,172	2,439	2,887	3,518	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	75	91	123	180	270
应付票据及应付账款	100	156	206	306	444	所得税	(1)	(1)	4	5	8
其他	199	343	485	657	889	净利润	76	92	119	175	262
流动负债合计	299	499	691	963	1,333	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	81	107	107	107	107	归属于母公司净利润	77	92	119	175	262
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.04	1.24	1.61	2.36	3.54
其他	5	16	0	0	0						
非流动负债合计	86	123	107	107	107	主要财务比率					
负债合计	385	622	798	1,070	1,440		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(0)	成长能力					
实收资本(或股本)	56	74	74	74	74	营业收入	45.6%	50.7%	40.2%	46.9%	42.0%
资本公积	309	1,242	1,242	1,242	1,242	营业利润	29.9%	24.5%	33.0%	47.7%	49.4%
留存收益	142	234	325	500	762	归属于母公司净利润	47.5%	20.0%	28.9%	47.2%	49.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	507	1,550	1,641	1,816	2,078	毛利率	70.5%	69.5%	69.3%	69.0%	68.4%
负债和股东权益总计	892	2,172	2,439	2,887	3,518	净利率	12.3%	9.8%	9.0%	9.0%	9.5%
						ROE	16.4%	9.0%	7.5%	10.1%	13.5%
						ROIC	14.0%	8.0%	6.5%	9.0%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	76	92	119	175	262	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	29	16	37	53	68	流动比率	2.22	3.71	2.93	2.50	2.25
财务费用	(2)	(3)	(7)	(8)	(9)	速动比率	2.06	3.48	2.76	2.30	2.03
投资损失	1	2	1	1	1	营运能力					
营运资金变动	120	74	102	40	68	应收账款周转率	4.1	4.7	5.2	5.5	5.4
其它	(127)	35	(3)	13	16	存货周转率	4.7	3.5	3.4	3.8	3.6
经营活动现金流	96	217	250	274	406	总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.9
资本支出	(138)	(107)	(140)	(120)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	2	(1)	1	0	0	每股收益	1.04	1.24	1.61	2.36	3.54
其他	145	(11)	(1)	(1)	(1)	每股经营现金流	1.73	2.92	3.37	3.70	5.48
投资活动现金流	9	(119)	(141)	(122)	(102)	每股净资产	6.84	20.93	22.16	24.52	28.06
债权融资	77	43	9	10	13	估值比率					
股权融资	(2)	951	0	0	0	市盈率	258.2	215.3	167.0	113.4	75.7
其他	(0)	(6)	(21)	8	9	市净率	39.2	12.8	12.1	10.9	9.6
筹资活动现金流	74	988	(12)	17	22	EV/EBITDA	186.3	179.2	123.0	83.1	57.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	261.0	210.9	162.7	108.6	72.2
现金净增加额	179	1,086	97	170	326						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn