

# 计算机

证券研究报告

2021年02月23日

## 网络安全年度策略：回顾 2020，展望 2021 和未來

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

缪欣君

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517080003

miaoxinjun@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《计算机-行业深度研究:工业软件的思维“CAE”：从虚拟走到现实》 2021-02-18
- 2 《计算机-行业研究周报:周观点：假期十大科技新闻回顾》 2021-02-17
- 3 《计算机-行业点评:工业软件：风起云涌，全年看好》 2021-02-09

### 回顾 2020：疫情之下，网安仍欣欣向荣

疫情对网络安全公司 Q1 业绩影响明显，业绩下滑根本原因来自网络安全公司的商业模式很难抵御疫情冲击。我们认为网络安全公司目前仍提供非完全标准化的产品和服务。虽然疫情对网络安全公司影响严重，但是从全年的角度来看，我们仍然认为网络安全公司会保持着稳定甚至高速增长，主流的大型网络安全公司：奇安信(+35%)、安恒信息(+44%)、深信服(+19%)、启明星辰(+18%)、绿盟科技(+26%)均有着不错的市场预期，网络安全的需求，逐渐成为某种“刚性需求”。

### 展望 2021 以及未来：机会在哪里？

从短期来看，我们认为大部分网安公司在 Q4 可能存在一定的交付压力，会有相关业绩结算到 21 年 Q1，所以考虑到 20 年 Q1 的低基数，我们认为网络安全公司 21 年 Q1 存在超预期的可能性。从全年以及更远的维度来看，我们认为渗透率提升之下，网络安全的需求逐渐变成个刚需，景气度逐渐上升，板块仍具有整体贝塔机会。安全理念的变革下，攻防型公司具有更强的成长阿尔法，Wind 一致预期显示奇安信、安恒信息、深信服在 21 年也将保持 40%以上的营收增速。

### 网络安全公司的核心壁垒：完整的防御面

以前的观点认为网络安全公司难以构建竞争壁垒，我们认为在从合规需求转向内生需求的过程中，仅仅能提供单个网络安全产品的公司竞争力是非常弱的，能提供整套产品形成联动防御，以及补充上安全服务，形成攻防防御面的网络安全公司在 B 端和大 G 段将具有显著优势，从而具有很强的客户黏性和竞争壁垒，我们建议关注具有完整的防御面的全产品链公司。

### 投资策略

从进攻的角度，我们推荐奇安信、安恒信息：发展强劲的新安全网络公司，业绩维持高速增长、成长性很强，公司护城河不断加深，预计将持续享有较高的估值溢价；

从防守的角度，我们推荐绿盟科技、启明星辰：老牌的网络安公司，仍具有全产品线布局、强大的直销能力等优点，估值已相对底部，预计具有较大的底部向上弹性；

从抗风险的角度，我们推荐深信服：具有强劲渠道和丰富小微客户的网络安全公司，第二增长曲线超融合发展顺利，在保持增长的同时，具有较强的抗风险能力；

除上述公司以外，建议关注天融信、山石网科、安博通、迪普科技、美亚柏科、格尔软件。

**风险提示：**疫情反复风险；行业竞争加剧风险；政府预算紧张风险；技术迭代风险

## 内容目录

1. 回顾 2020：疫情之下，网安仍欣欣向荣 .....	3
1.1. 疫情影响 Q1，反映网安的交付商业模式 .....	3
1.2. 刚性需求下，网络安全行业全年仍稳定发展 .....	4
2. 展望 2021 以及未来：机会在哪里？ .....	6
2.1. 20 年业绩大幅度体现在 Q4，21 年 Q1 预计超预期 .....	6
2.2. 渗透率提升之下，板块具有整体贝塔机会 .....	6
2.3. 安全理念的变革下，攻防型公司具有更强的成长阿尔法 .....	8
2.4. 大 B&小微端可进行单独配置，把握不同类型需求 .....	10
2.5. 网安公司的核心壁垒，完整的防御面 .....	11
3. 投资策略 .....	13
4. 风险提示 .....	14

## 图表目录

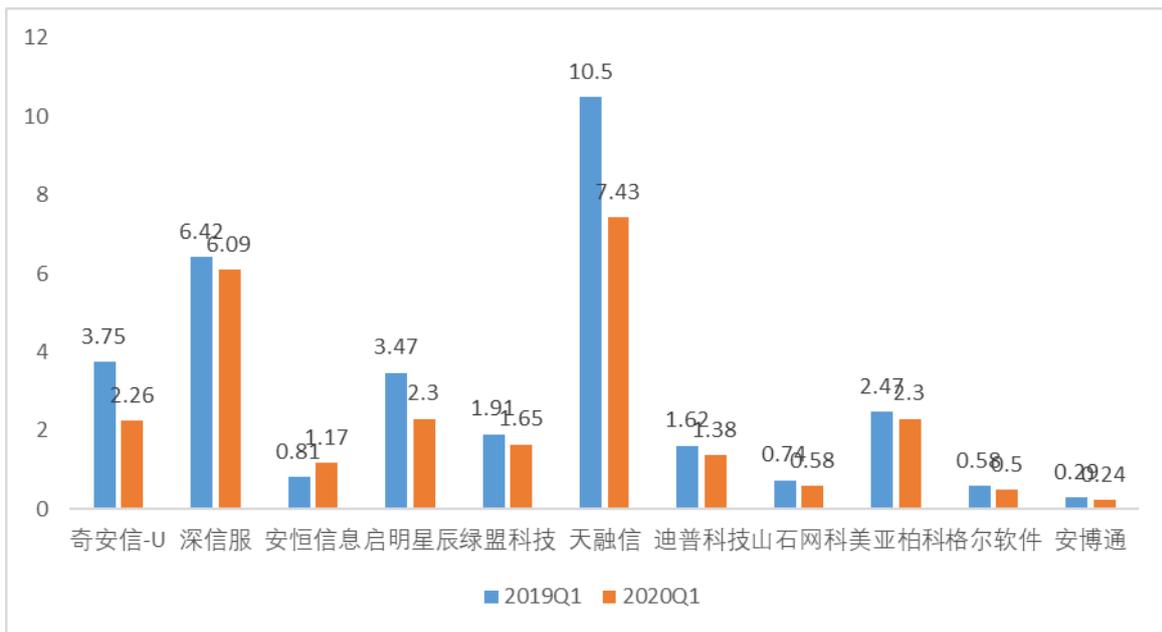
图 1：网络安全公司 2019-2020Q1 业绩（单位：亿元） .....	3
图 2：防火墙示意图 .....	3
图 3：态势感知示意图 .....	3
图 4：网络安全防护服务 .....	4
图 5：网络安全公司 2019-2020 全年 Wind 一致盈利预测（单位：亿元） .....	4
图 6：恒生电子提供的金融核心系统 .....	4
图 7：自上而下的推动需求 .....	5
图 8：中国超过美国，成为全球 APT 攻击最多的国家 .....	5
图 9：网络安全公司 2019-2020Q4 Wind 一致盈利预测（单位：亿元） .....	6
图 10：2016-2021 年全球网络信息安全市场规模与增长（单位：亿美元） .....	6
图 11：2016-2021 年中国网络信息安全市场规模与增长（单位：亿美元） .....	7
图 12：中国及全球网络安全支出占比对比 .....	8
图 13：网络安全理念变革 .....	8
图 14：奇安信在安全服务市场份额排名第一 .....	8
图 15：安恒信息在态势感知市场中位居领导者象限 .....	9
图 16：2018 年全球网络信息安全市场产品结构 .....	9
图 17：2018 年中国网络信息安全市场产品结构 .....	10
图 18：网络安全下游客户分布 .....	10
图 19：中国网络安全行业全景图 .....	11
图 20：网络安全公司研发费用（单位：亿元） .....	12
图 21：网络安全公司研发费率 .....	12
图 22：网络安全公司对应 21 年估值（2021 年 2 月 19 月数据） .....	14
表 1：网安公司收入情况和 wind 一致预期营业收入预测（单位：亿元） .....	13

## 1. 回顾 2020：疫情之下，网安仍欣欣向荣

### 1.1. 疫情影响 Q1，反映网安的交付商业模式

疫情对网络安全公司 Q1 业绩影响明显，业绩下滑根本原因来自网络安全公司的商业模式。疫情对网络安全公司在 2020 年的影响是非常明显，从各家网络安全公司 2020 年 Q1 的业绩表现，我们可以发现除安恒信息以外的所有网络安全公司的营业收入均呈现明显的下滑。抛开疫情导致的预算压力不提，我们认为这种业绩的下滑根本原因来自于网络安全公司的特有的商业模式。

图 1：网络安全公司 2019-2020Q1 业绩（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

**网络安全公司仍提供非完全标准化的产品和服务。**首先网络安全公司并不能完全提供标准化的产品，网络安全公司提供的产品主要分为三大类：

- (1) 标准化的产品，例如防火墙、IDS、VPN、终端安全软件等，主要体现为硬件盒子和软件；
- (2) 半标准化的产品，例如态势感知类产品，含有计算系统、各类探针和显示设备，对大 B 的客户有一定的定制化；
- (3) 安全集成和安全服务，服务和集成业务；

因为网络安全公司不能提供完全标准化的产品，这也意味着在疫情期间，网络安全公司的产品不能够实时准确的满足用户的需求，从而造成了需求的递延。其次网络安全公司并不能完全提供即插即用的便捷式产品，网络安全公司提供的各类产品，不仅仅有使用和交付的门槛，很多时候对客户而言还存在认知的门槛，即明白“我真的需要这一类产品”或者“这一类产品对我真的有用”，因为在实际的商业活动中，网络安全公司需要提供完整的售前到售后服务。而在疫情期间，上述两项需求都无法满足，因此造成各家网安公司的 Q1 业绩表现不佳。

图 2：防火墙示意图

图 3：态势感知示意图



资料来源：天融信官网、天风证券研究所

图 4：网络安全防护服务



资料来源：天融信官网、天风证券研究所

## 驻场安全运维服务

天融信驻场安全运维服务是以“为客户提供服务交付和服务价值”为目标，以客户信息安全的总体框架为基础、以安全策略为指导，结合先进的技术平台、经验丰富的安全运维团队、成熟的服务管理体系，帮助用户梳理安全问题、规范运维流程、健全安全制度，最终为客户构建一个完善的安全运维管理体系。

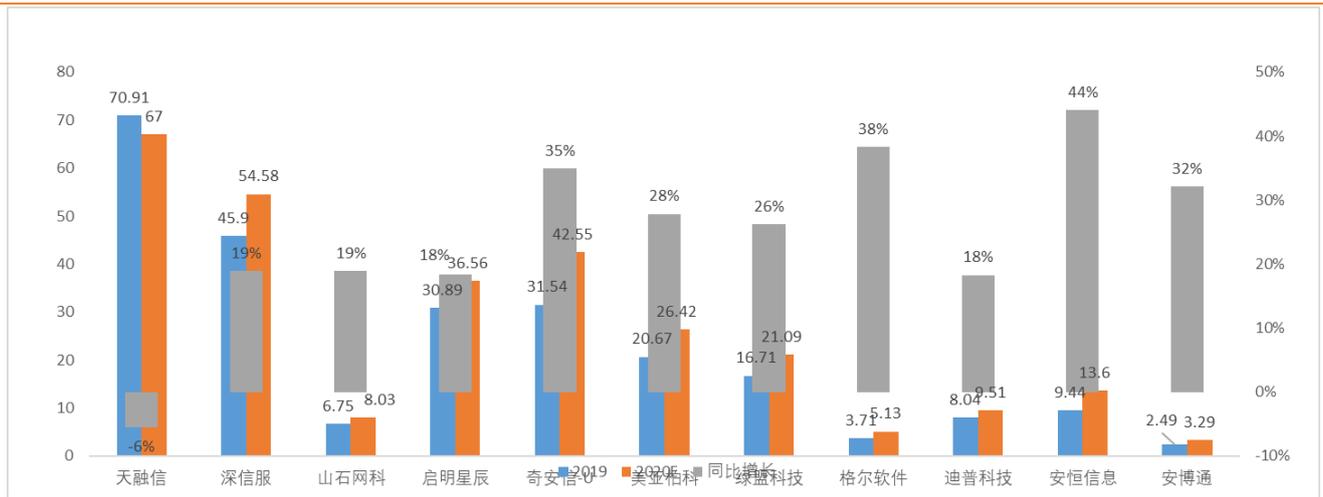


资料来源：天融信官网、天风证券研究所

### 1.2. 刚性需求下，网络安全行业全年仍稳定发展

虽然疫情对网络安全公司影响严重，但是从全年的角度来看，我们仍然认为网络安全公司会保持着稳定甚至高速增长。Wind 一致盈利预测显示，主流的大型网络安全公司：奇安信 (+35%)、安恒信息 (+44%)、深信服 (+19%)、启明星辰 (+18%)、绿盟科技 (+26%) 均有着不错的市场预期。我们认为这种市场业绩的预期，来自网络安全需求端的旺盛活力。

图 5：网络安全公司 2019-2020 全年 Wind 一致盈利预测（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

IT 需求的需求一直分为两大类，即业务端的刚性需求和成本端的非刚性需求。业务端的刚性需求，我们以金融 IT 中的核心系统为例，如果金融客户离开金融核心系统此类 IT 设施，将无法开展正常的自身商业活动，所以我们认为这种需求为业务端的刚性需求。而成本端的非刚性需求，往往使用于构造 IT 设施环境，其根本目的是通过 IT 投入来增加效率，降低运营成本，其重要性次于业务端的刚性需求。

图 6：恒生电子提供的金融核心系统



#### UF3.0解决方案

证券综合金融平台系统软件 V3.0 (UF3.0) 在统一规划信息系统的基础上, 结合中国资本市场实际情况及发展趋势, 参照国际投行经验, 在具备国际化视野及前瞻性的前提下, 以用户为中心, 采用松耦合组件化设计, 构建一套全业务支持、业务系统可快速迭代、符合现代投行发展趋势的核心业务系统和行业领先的一柜通系统。该系统不仅支持集中交易、融资融券系统的全业务交易通道功能, 还能提供公司级的统一客户、账户管理等核心功能, 达到支持 7\*24 小时交易及清算、高容量、大并发、低延时、可水平扩展的系统运行目标。

新一代核心业务系统项目的建设, 启动了证券行业迈入新时代的步伐, 体现了支持证券公司经营扩张的决心和国际化的发展眼光, 通过转型、创新, 不断做大做强, 朝着“具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行”的目标快速迈进。

#### 信用业务解决方案

信用业务是传统经纪业务的创新业务, 除了传统的两融业务, 越来越多种类的信用业务丰富投资者的需求, 也为市场流动性提供更多的风险与机会。随着市场需求的扩大, 互联网金融的渗透, 未来可以想象的空间很大。

恒生公司针对随着信用业务规模的快速扩张, 证券公司暴露出来的风险和问题, 给出平仓策略、内存风控平台、合约展期功能、统一头寸管理、信用支持分级基金、货币基金、固定收益类产品购买, 统一征信平台及统一资管管理平台等解决方案, 使信用业务发挥其增添市场活力、修正市场估值水平的作用, 并将其对市场的冲击降到最低。

资料来源: 恒生电子官网、天风证券研究所

**网络安全的需求, 逐渐成为某种“刚性需求”。**网络安全在过去往往来自于合规推动, 国家通过颁布相关法规, 如等保 1.0 至等保 2.0, 对各家机构进行评测和审核, 自上而下的推动网络安全的需求, 这种需求更来自于合规性的需求。而现在, 网络安全的需求在逐渐从合规驱动转变成内生的需求, 这种变化的原因, 我们认为主要有两点:

(1) 外部攻击环境的不断升级: 高级 APT 攻击频发, 中国已成为全球遭受 APT 攻击最多的国家

(2) 内部 IT 环境的不断复杂: 云的出现导致边界的模糊、以及端的泛化产生了很大的终端数量, 导致安全隐患越来越多。

基于上述两种原因, 节省网络安全的相关支出, 会给企业造成 IT 上的隐患, 从而导致“节省部分 IT 经费, 而造成更大亏损的事实”。因此随着客户安全意识的提高, 网络安全的需求已逐渐成为某种“刚性需求”, 也正是在这种刚性需求之下, 网安公司 20 年仍然保持着欣欣向荣的发展态势。

图 7: 自上而下的推动需求



资料来源: 锐捷网络官网、天风证券研究所

图 8: 中国超过美国, 成为全球 APT 攻击最多的国家

## 中国超过美国，成为全球APT攻击最多的国家

2021/1/23 10:08:04 来源：

据《全球高级持续性威胁(APT)2020年度报告》显示，中国首次超过美国、韩国、中东等国家和地区，成为全球 APT 攻击的首要地区性目标。

报告对高级威胁活动涉及目标国家和地域分布情况进行了分析和整理，其中提及率最多的五个受害国家分别为：中国占比 7.4%，韩国：6.6%，美国：4.9%，巴基斯坦：3.2%，印度：3.2%。

因新冠疫情原因，医疗卫生行业史上首次超过政府、金融、国防、能源、电信等领域，成为全球 APT 活动关注的首要目标。全球有23.7%的APT活动事件与医疗行业相关。

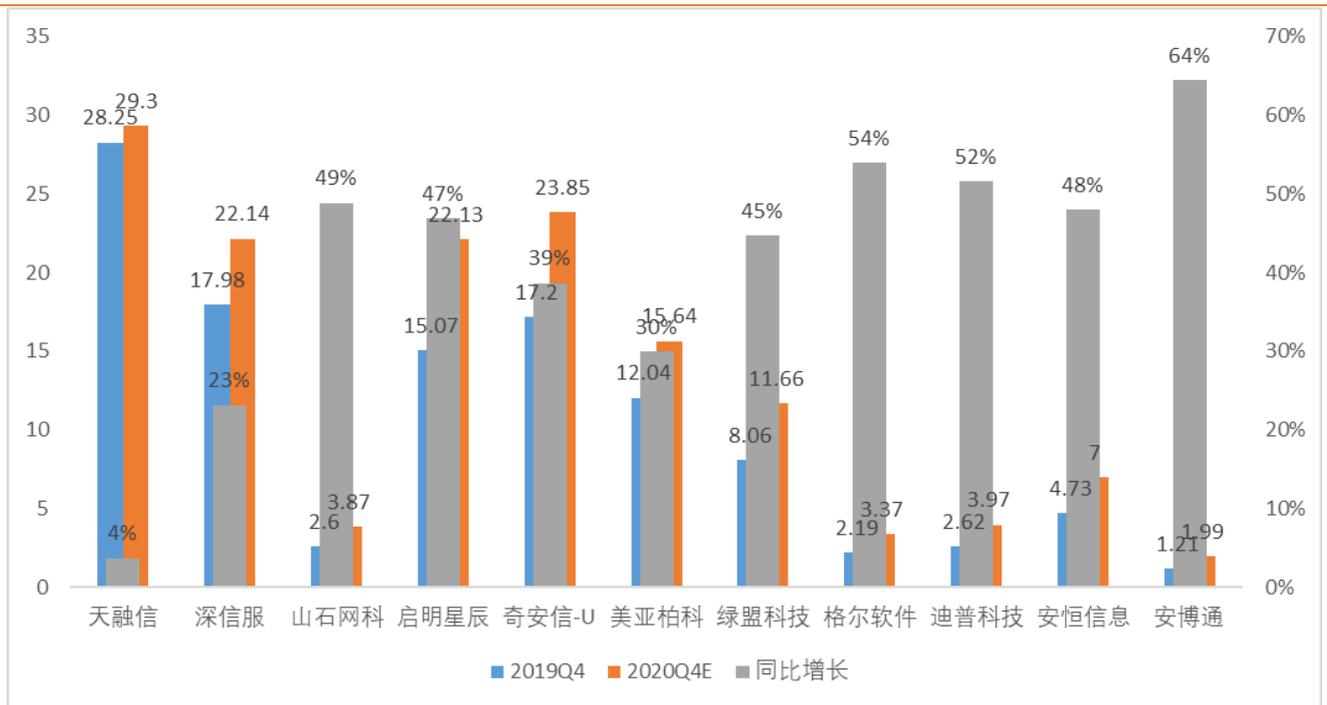
资料来源：企顺网、天风证券研究所

## 2. 展望 2021 以及未来：机会在哪里？

### 2.1. 20 年业绩大幅度体现在 Q4，21 年 Q1 预计超预期

**20 年业绩大幅度体现在 Q4，21 年 Q1 预计超预期。**根据我们在前文对网安需求和商业模式的探讨，可以得出 20 年网安的业绩主要体现在 Q4 进行体现。Wind 一致盈利预测显示，主流的大型网络安全公司：奇安信 (+39%)、安恒信息 (+48%)、深信服 (+23%)、启明星辰 (+47%)、绿盟科技 (+45%) 在 Q4 均有强劲的业务表现，考虑到我们在前文中探讨的“网安公司的产品需求一定周期的交付”，我们认为大部分网安公司在 Q4 可能存在一定的交付压力，会有相关业绩结算到 21 年 Q1，所以考虑到 20 年 Q1 的低基数，我们认为网络安全公司 21 年 Q1 存在超预期的可能性。

图 9：网络安全公司 2019-2020Q4 Wind 一致盈利预测（单位：亿元）

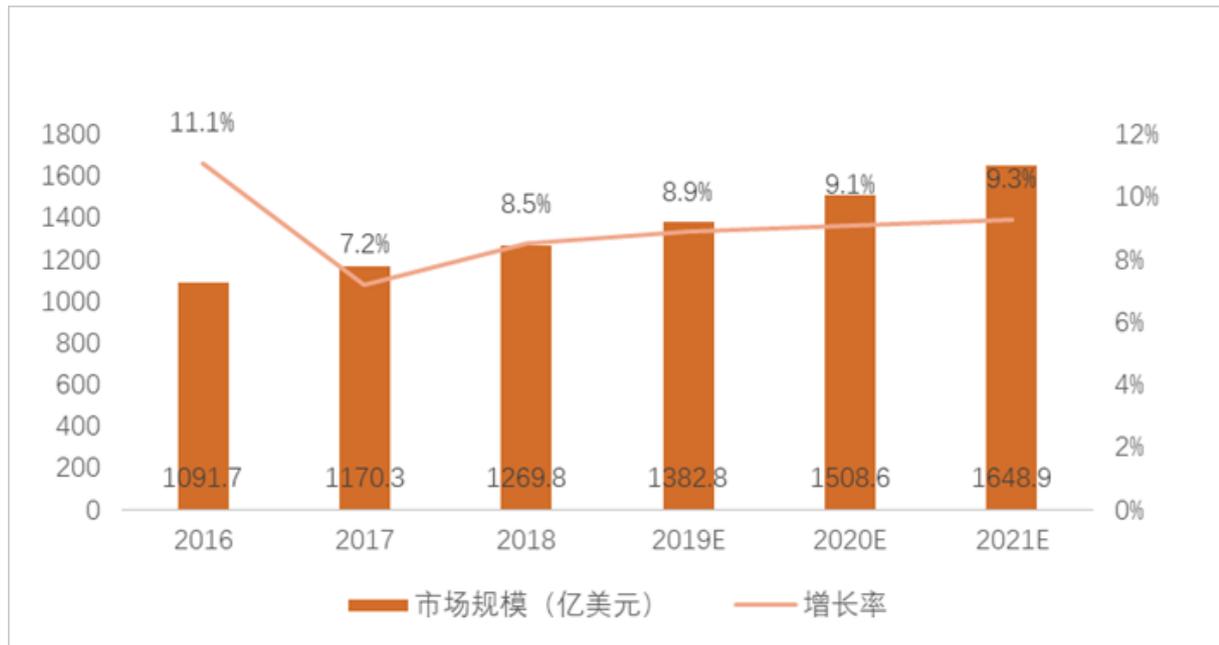


资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2.2. 渗透率提升之下，板块具有整体贝塔机会

**渗透率提升之下，板块仍具有整体贝塔机会。**根据赛迪咨询的预测数据显示，全球网络安全市场到 2021 年规模为 1648.9 亿美元，同比增速 9.3%，中国网络安全市场到 2021 年规模为 926.8 亿元，增速比全球市场更快，同比增速为 23.7%。从数据上显示出中国网络安全增速的确高于全球网络安全市场增速，而探寻中国网络安全市场高速增长背后驱动力，来自于我们中国目前已非常成熟的网络安全产品和仍然较低的网络渗透率。

图 10：2016-2021 年全球网络信息安全市场规模与增长（单位：亿美元）



资料来源：奇安信招股说明书、赛迪咨询、天风证券研究所

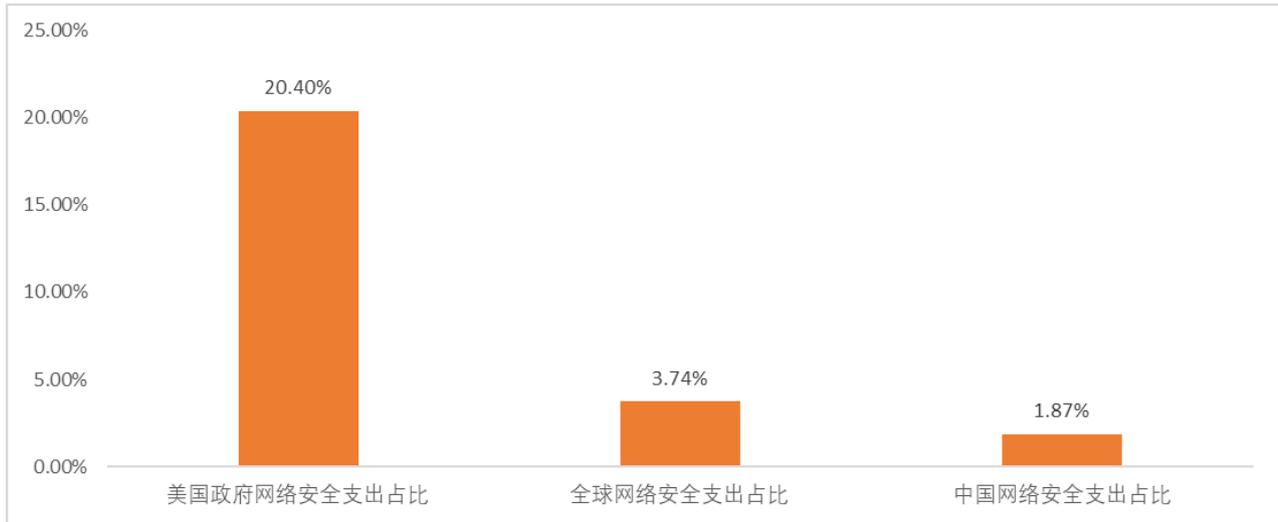
图 11： 2016-2021 年中国网络信息安全市场规模与增长（单位：亿美元）



资料来源：奇安信招股说明书、赛迪咨询、天风证券研究所

我国网络安全市场占信息市场的比重为 1.87%，和美国政府 20.4% 的比重相差十倍，同时也低于全球 3.74% 的平均水平，具有很大的渗透率提升空间。以美国白宫公布的 2021 财年预算为例，美国联邦政府一直高度重视网络安全投入，其 2021 财年 IT 总预算为 922 亿美元，其中网络安全领域总预算 188 亿美元，比 2020 财年高出 14 亿美元。网络安全预算占 IT 预算的 20.4%，也就是说，美国政府在 IT 上每投入 10 块钱，就有 2 块钱花在安全上。而事实上，美国政府在网络安全上的实际花费往往高于公布的预算，2020 财年美国联邦政府申请的网络安全预算是 174 亿美元，但实际支出 184 亿美元。目前，我国网络安全投入占信息化的比重，和美国相差 10 倍以上，低于世界平均水平。IDC 统计数据显示，我国网络安全市场占信息市场的比重为 1.87%，和美国政府 20.4% 的比重相差十倍，同时也低于全球 3.74% 的平均水平，无法满足数字化发展的需求。相较于较低的网络安全渗透率，我国网络安全公司的技术和产品已比较成熟，随着安全意识的提高，渗透率将不断提升，我们认为行业将均有整体贝塔机会。

图 12：中国及全球网络安全支出占比对比



资料来源：光明网、天风证券研究所

### 2.3. 安全理念的变革下，攻防型公司具有更强的成长阿尔法

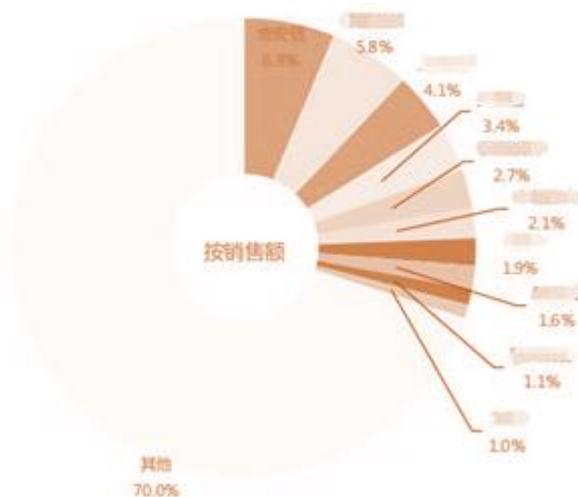
**安全理念的变革下，攻防型公司具有更强的成长阿尔法。**在上文中，我们提到大型网络安全公司的 20 年增长预期：奇安信（+35%）、安恒信息（+44%）、深信服（+19%）、启明星辰（+18%）、绿盟科技（+26%）。我们可以发现以奇安信、安恒信息为代表的新安全公司的增速显著跑赢行业增速。探寻这一现象的原因我们认为是安全理念的变革。正如上文所述，网络安全最开始的需求来自于合规需求，因此往往会大量配置满足合规的产品，而不实际的去考虑产品是否真正的起到防护作用。而如今网络安全的需求逐渐转变为内生的刚性需求，合规只是最基本的需求，客户需要实际考虑产品是否能够起到防护作用。更为重要的是而网络安全的本质是一场人和人的“攻防战争”，仅仅依靠产品，尤其是硬件盒子产品是无法进行充分的防御，必须依靠“人+产品”的组合才能够真正实现防御作用。而以奇安信和安恒信息在以“主动安全”为代表的态势感知以及安全服务市场中有显著的优势，可以有效的实现“人+产品”的联动充分满足客户的安全需求。

图 13：网络安全理念变革



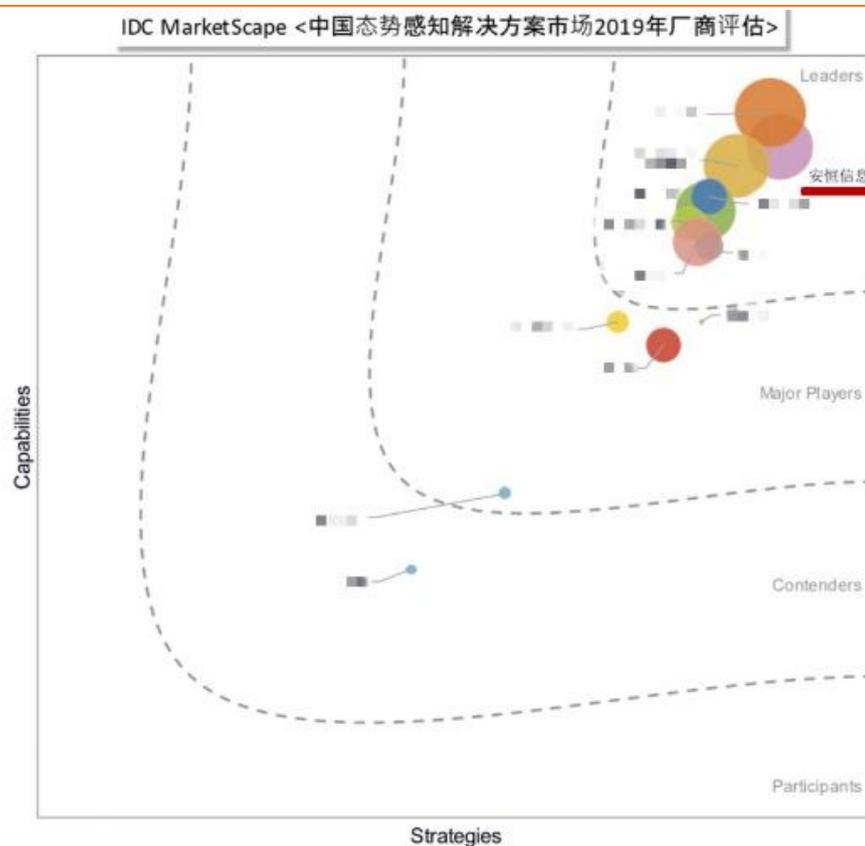
资料来源：天风证券研究所绘制

图 14：奇安信在安全服务市场份额排名第一



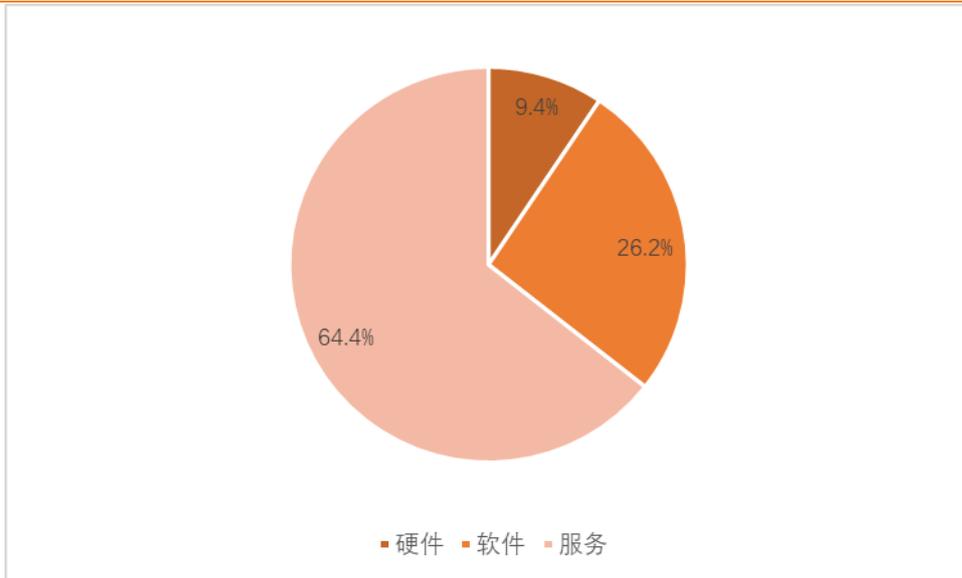
资料来源：中国新闻网、赛迪股份、天风证券研究所

图 15： 安恒信息在态势感知市场中位居领导者象限



资料来源：光明网、天风证券研究所

图 16： 2018 年全球网络信息安全市场产品结构



资料来源：奇安信招股说明书、天风证券研究所

图 17：2018 年中国网络信息安全市场产品结构



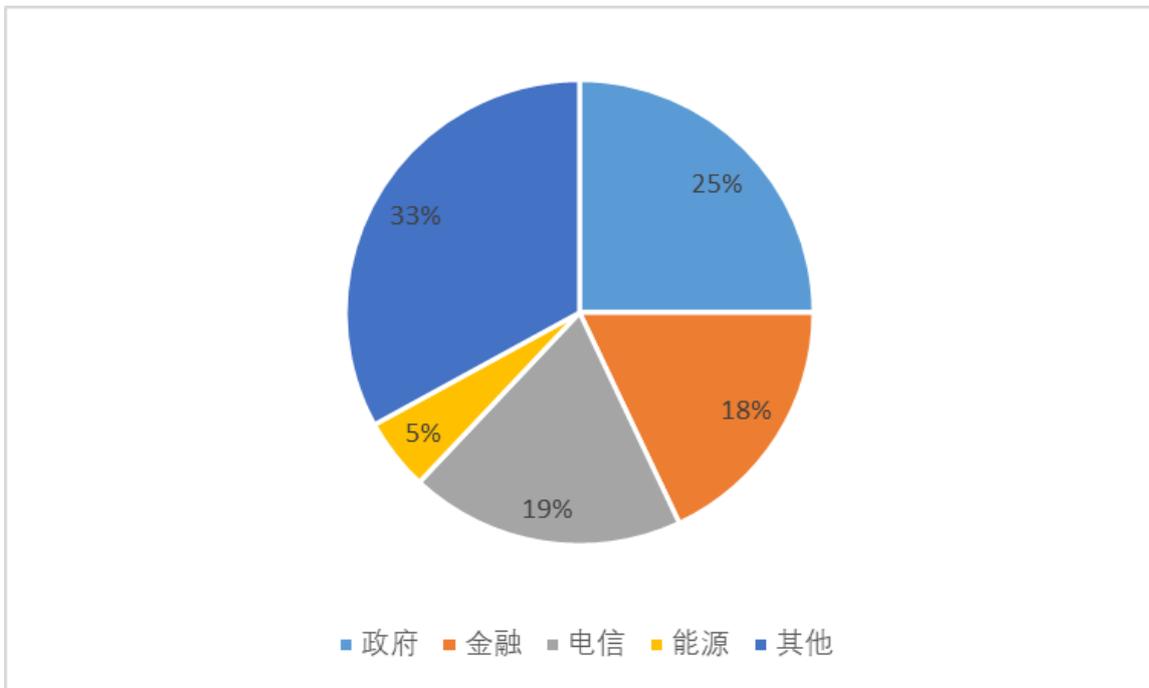
资料来源：奇安信招股说明书、天风证券研究所

**产业结构逐渐向全球市场靠拢，服务的比重将持续增大。**从上图中，我们也可以发现，全球网络安全市场中以服务的比重最大，占比约为 64.4%，而截至 2020 年中国网络安全市场中服务的占比最小，预测数据仅为 17.7%，我们认为中国网络安全市场的产业结构将逐渐向全球网络安全的产业结构靠拢，奇安信和安恒信息等服务能力更强的公司将有更强大的增长动力。

#### 2.4. 大 B&小微端可进行单独配置，把握不同类型需求

我们认为网络安全的最重要的核心需求主要来自于政府、金融、电信和能源等大 B 端的客户。因为这些客户不仅具有很高的 IT 预算以采购网络安全类产品，更有很强的安全意识来接纳网络安全新品和不断提高网络安全产品在整个 IT 预算中的比重。从下图的网络安全下游客户分布来说，我们也可以看到政府、金融、电信、能源等客户的占比高达 67%。但不可忽略的是，网络安全小微端仍存在丰富的需求。

图 18：网络安全下游客户分布



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

值得我们注意的是，大 B/G 和小微的客户画像和产品具有显著的差异，不同类型的安全公司在擅长领域也更加不同。我们认为：

- (1) 大 B/G，付费能力强，更容易接受网络安全新品，往往需有某种程度的定制化，呈现产品服务化和产品服务一体化的趋势，多采用直销模式，受预算影响；
- (2) 小微，付费能力较弱，但基数众多，喜欢标准化的产品，产品往往不会和服务相结合，多采用渠道模式，值得注意的是，深信服在网络安全的渠道端具有显著的优势，依靠大量的小微客户和完善的渠道，具有很强的抗风险能力。

## 2.5. 网安公司的核心壁垒，完整的防御面

曾经有一种市场观念认为网络安全行业没有显著的护城河，网络安全公司没有很强的竞争壁垒。这种意识根本上来源于网络安全行业的碎片化。从下面网络安全的全景图，我们可以看到网络安全行业分成非常细碎的板块，很难有公司在各个领域占据显著的优势，每一个领域的产品在某种程度上均呈现一定的同质化，而且客户以前购买网络安全的产品目的是应对合规检查，从而造成客户产生“使用每一家安全公司的产品都是一样的”状态，因此造成网络安全行业没有显著护城河这一现象。

图 19：中国网络安全行业全景图

# 中国网络安全行业全景图

第七版 • 2020年3月

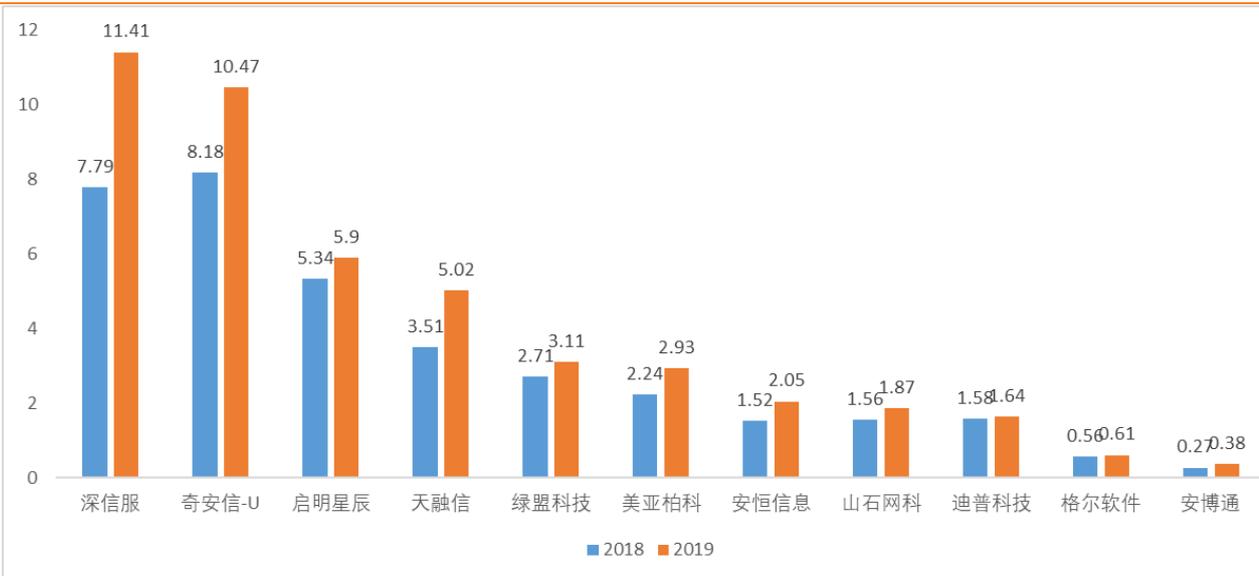


资料来源：安全牛、天风证券研究所

但我们认为这种现象现在在发生显著改变，在从合规需求转向内生需求的过程中，仅仅能提供单个网络安全产品的公司竞争力是非常弱的，能提供整套产品形成联动防御，以及补充上安全服务，形成攻防防御面的网络安全公司在**B 端**和**G 端**将具有显著优势，从而具有很强的客户黏性和竞争壁垒。构成这种竞争力的方式体现在两点：

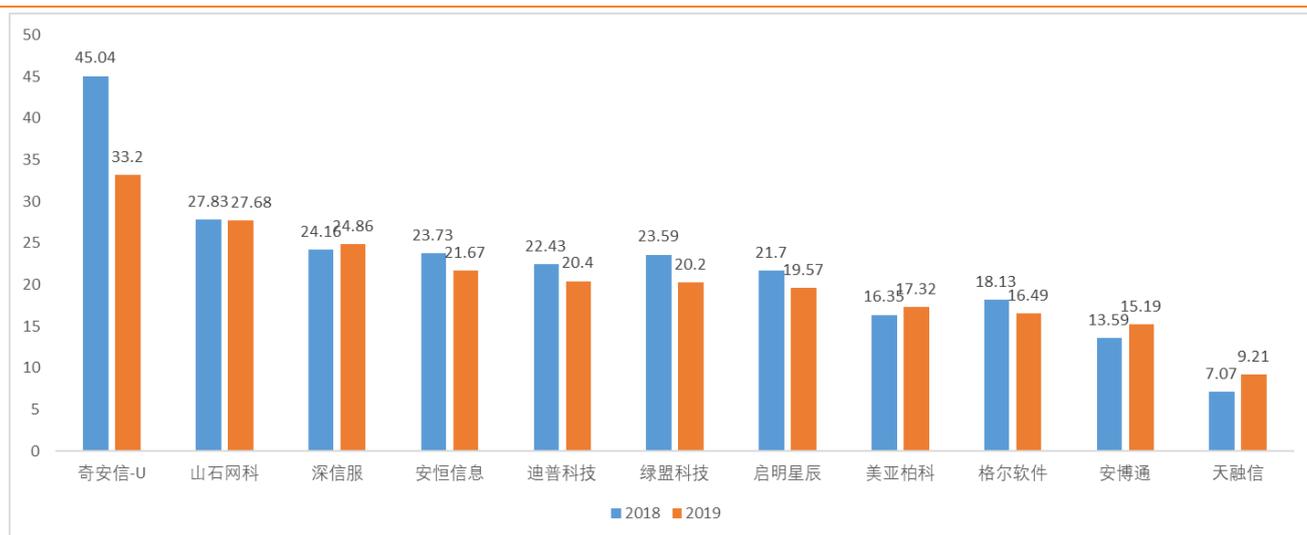
- (1) 只有拥有全面而领先的产品线和强大的服务能力，才可以形成完整的防御面和联动体系，满足客户的需求
- (2) 高效而又持久的研发能力，才能够持续布局网络安全各种新赛道，保持防御理念和防御能力的持久领先

图 20：网络安全公司研发费用（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：网络安全公司研发费率



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 投资策略

网络安全公司估值已出现明显分化，业绩增速更快的公司享有更高的估值溢价，对于整体网络安全板块，我们提供如下策略

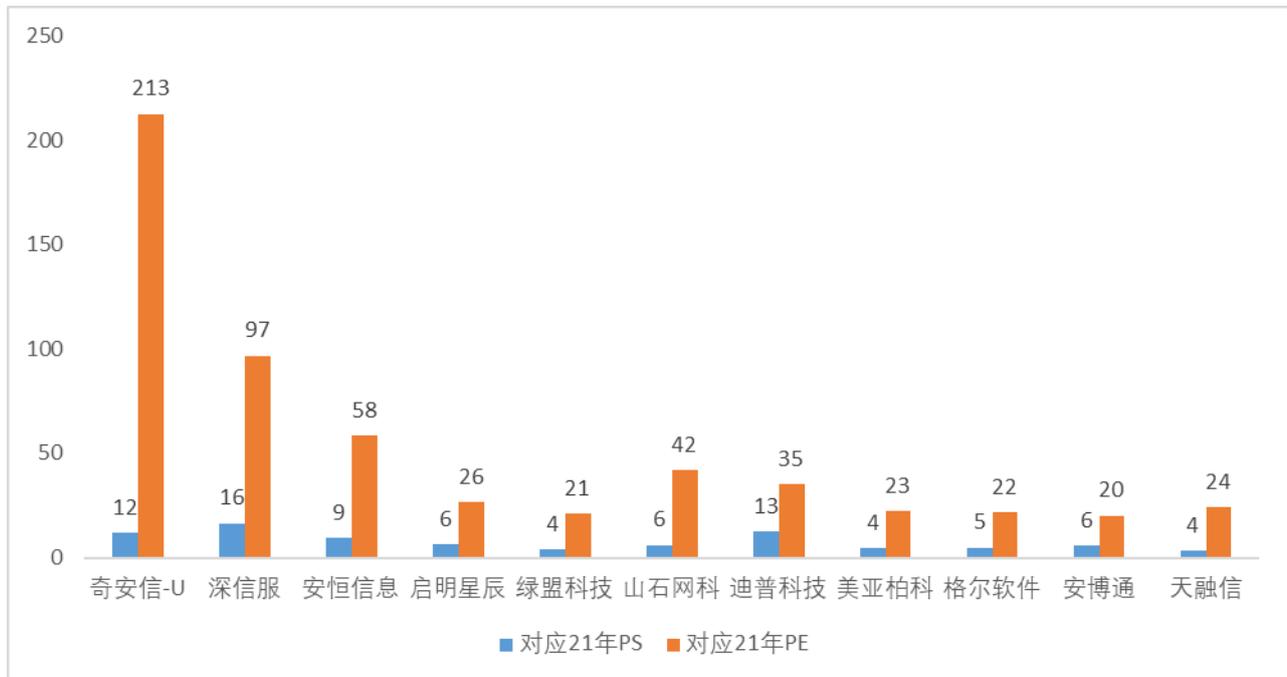
表 1：网安公司收入情况和 wind 一致预期营业收入预测（单位：亿元）

公司	2020 三季报营业收入	2020Q4 预测营业收入	2020 年报预测营业收入	2021 年报预测营业收入	2020 三季报营业收入同比增速	2020Q4 预测营业收入同比增速	2020 预测营业收入同比增速	2021 预测营业收入同比增速
奇安信-U	18.70	23.85	42.55	60.81	30%	39%	35%	43%
安恒信息	6.60	6.97	13.57	19.50	40%	47%	44%	44%
深信服	32.44	22.14	54.58	77.87	16%	23%	19%	43%
启明星辰	14.43	22.13	36.56	45.99	-9%	47%	18%	26%
绿盟科技	9.43	11.67	21.09	27.78	9%	45%	26%	32%
山石网科	4.16	3.87	8.03	10.21	0%	49%	19%	27%
迪普科技	5.54	3.97	9.51	12.04	2%	52%	18%	27%
格尔软件	1.76	3.37	5.13	7.80	16%	54%	38%	52%
美亚柏科	10.78	15.64	26.42	34.49	25%	30%	28%	31%
天融信	37.70	29.31	67.00	66.18	-12%	4%	-6%	-1%
安博通	1.30	2.00	3.29	4.42	2%	64%	32%	34%

资料来源：wind、天风证券研究所

从进攻的角度，我们推荐奇安信、安恒信息：发展强劲的新安全网络公司，业绩维持高速增长、成长性很强，公司护城河不断加深，预计将持续享有较高的估值溢价；从防守的角度，我们推荐绿盟科技、启明星辰：老牌的网络安全公司，仍具有全产品线布局、强大的直销能力等优点，估值已相对底部，预计具有较大的底部向上弹性；从抗风险的角度，我们推荐深信服：具有强劲渠道和丰富小微客户的网络安全公司，第二增长曲线超融合发展顺利，在保持增长的同时，具有较强的抗风险能力；除上述公司以外，建议关注天融信、山石网科、安博通、迪普科技、美亚柏科、格尔软件

图 22：网络安全公司对应 21 年估值（2021 年 2 月 19 月数据）



资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 4. 风险提示

**疫情反复风险：**疫情的反复将会影响网络安全公司的销售、交付等一系列商业活动，从而对公司业绩产生影响

**行业竞争加剧风险：**网络安全行业目前竞争十分激烈，无论是直销端的中大客户还是渠道端的小微客户竞争态势均愈演愈烈，若行业竞争持续加剧，恐影响行业正常生态发展

**政府预算紧张风险：**网络安全大部分需求来自政府 IT 预算，如果政府 IT 预算竞争，网络安全的需求必然会受到影响，从而影响网络安全公司业绩

**技术迭代风险：**网络安全的技术更新很快，如果网络安全公司无法及时更新自己的技术和产品，会在市场竞争中处于劣势，从而影响公司业绩

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com