

计算机

证券研究报告

2021年11月06日

网安三季报总结：前瞻指标验证 Q4 加速判断

行业观点及重点推荐

近期各网安公司发布了 2021 年三季报，我们选取了 A 股 23 家网络安全上市公司并对其 21Q3 业绩情况进行统计，得到以下核心结论：

1) 我们认为网安板块已从疫情影响中逐步恢复，行业景气度在公司的业绩兑现中得到验证。从存货、合同负债、在手订单等前瞻性指标来看，展望 21Q4，我们认为多个前瞻性指标指向网安公司四季度业绩将保持持续向好：

- 合同负债：我们看到部分公司（如深信服、启明星辰、天融信和山石网科）三季报中合同负债余额与年初水平相比实现 30% 以上增长，侧面体现出公司未来业务落地的向好趋势；
- 存货：各公司三季报中存货与预付账款的余额与年初相比增加明显，为保证第四季度销售交付进行策略性备货；
- 订单增速：从 2021 前三季度订单增长情况来看，天融信新增订单同比增长约 95%，启明星辰订单增长约 45%，绿盟订单增长在 40% 以上，均超过收入增速，有望在第四季度转化为收入

2) 伴随着收入的增长，各公司增大销售与研发投入，导致短期内行业整体盈利能力的下降。但长远来看，我们认为现阶段的投入与利润波动有望为远期的公司增长与产业繁荣蓄力。

3) 《个人信息保护法》自 11 月 1 日起正式实施，展望未来我们看好几大市场机会：a) 围绕数据全生命周期展开防护的数据安全增量市场；b) 以零信任体系为基础构建的访问控制市场；c) 覆盖云、网、边、端的云安全、工业物联网安全防护市场等。

从收入、利润和费用三个维度来拆解：

1. 收入端：21Q3 行业整体增速 19.75%，跑赢计算机板块

2021 年第三季度，23 家网安上市公司共实现营业收入约 92.80 亿元，同比增长 19.75%，高于申万计算机上市公司第三季度整体收入增速（约 13%）。

2. 利润端：单个公司毛利率维持在稳定区间，行业整体盈利能力下降

2021 年第三季度，23 家网安上市公司共实现净利润约 -1.82 亿元，整体亏损呈现扩大趋势。从整体来看，我们认为亏损扩大主要原因为：1) 大部分收入将于第四季度确认；2) 各公司近年来在销售和研发上的投入持续增加。

3. 费用端：研发与销售费用呈现加速上升趋势

2021 年第三季度，23 家网安上市公司共确认研发费用/销售费用 25.31/26.22 亿元，同比增长约 34%/30%，对应费用率约为 27%/28%。我们观察到网安公司在研发和销售费用上的投入整体呈现出加速上升的趋势：其中研发费用主要投向数据安全、零信任、云安全、态势感知、工业互联网安全、车联网安全等新安全领域、以及安全服务团队的建设；销售费用主要用于渠道体系的建设。

推荐与建议关注标的：

网络安全：深信服、安恒信息、绿盟科技、启明星辰、奇安信、天融信（建议关注）

密码：信安世纪、格尔软件、卫士通（建议关注）、中孚信息（建议关注）、数字认证（建议关注）、吉大正元（建议关注）

市场及板块走势回顾

上周，计算机板块上涨了 2.79%，同期创业板指上涨了 0.06%，沪深 300 下跌了 1.35%，板块跑赢大盘。

风险提示：整体板块统计数据存在一定假设与估计，疫情反复影响行业订单交付，宏观经济不景气，板块政策发生重大变化，行业竞争加剧等

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：

相关报告

- 1 《计算机-行业深度研究:工业软件底层技术剖析》 2021-11-04
- 2 《计算机-行业研究周报:计算机行业 2021 年三季报点评》 2021-10-31
- 3 《计算机-行业点评:北交所开市在即,金融 IT 情绪及景气度有望持续提升》 2021-10-31

内容目录

行业观点	3
行业观点及重点推荐	3
市场及板块走势回顾	10

图表目录

图 1: 2021Q3 网安上市公司营业收入及增速情况	4
图 2: 部分网安上市公司 2021Q3 收入增长情况	5
图 3: 部分网安公司 2021 前三季度收入与订单增长情况	6
图 4: 2021Q3 网安上市公司净利润及增速情况	6
图 5: 部分网安公司 2021Q3 净利率变化情况	7
图 6: 部分网安公司 2021Q3 毛利率变动情况	7
图 7: 2021Q3 网安公司研发费用支出情况	8
图 8: 2021Q3 网安公司销售费用支出情况	8
图 9: 部分网安公司 2021Q3 研发费用率情况	9
图 10: 部分网安公司 2021Q3 销售费用率情况	9
表 1: 21Q3 部分网安公司收入与盈利能力表现	3
表 2: 21Q3 部分网安公司费用端投入情况	3
表 3: 部分网安公司前三季度收入分行业增长情况	4
表 4: 部分网安公司 2021Q3 存货、预付款项、合同负债 YOY 增长情况	5
表 5: 本周板块行情	10
表 6: 本周涨跌前十的公司	10

行业观点

行业观点及重点推荐

近期各网安公司发布了 2021 年三季报，我们选取了 A 股 23 家网络安全上市公司并对其 21Q3 业绩情况进行统计，得到以下核心结论：

- 1) 我们认为网安板块已从 2020 年疫情影响中逐步恢复，行业景气度在公司的业绩兑现中得到验证。尽管部分公司三季度业绩表现不及预期，我们认为主要受到 20Q3 收入高基数以及个别公司短期战略调整的影响，并不代表行业景气度发生了变化。相反，从存货、合同负债、在手订单等前瞻性指标来看，展望全年我们仍对网安板块，尤其是头部公司的业绩兑现保持乐观态度。
- 2) 同时我们看到，伴随着收入的增长，各公司正在逐步增大销售与研发投入，导致短期内行业整体盈利能力的下降。但长远来看，我们认为中国的网络安全公司正在进行以云安全、数据安全、零信任、物联网、人工智能等新兴技术为核心的新赛道的布局与竞争，未来安全产品的落地将与中国企业的数字化进程紧密地结合在一起，现阶段的投入与利润波动有望为远期的公司增长与产业繁荣蓄力。
- 3) 《个人信息保护法》自 11 月 1 日起正式实施，结合 9 月 1 日正式生效的《数据安全法》与《关键信息基础设施安全保护条例》，我们认为以电信、互联网、金融、能源为代表的重点行业在网安领域所面临的严格监管趋势将持续且不可逆转，展望未来我们看好几大市场机会：a) 围绕数据全生命周期展开防护的数据安全增量市场；b) 以零信任体系为基础构建的访问控制市场；c) 覆盖云、网、边、端的云安全、工业物联网安全防护市场等。

表 1：21Q3 部分网安公司收入与盈利能力表现

公司名称	营业收入 YOY		毛利率		净利率		
	21Q3	单 Q3 两年复合	21Q1-Q3	21Q3 毛利率	同比增减 (pct)	21Q3 净利率	同比增减 (pct)
深信服	8.53%*	14.35%*	22.68%*	80.54%*	-1.13*	0.03%	-12.97
奇安信-U	41.26%	63.45%	43.02%	61.73%	7.41	-19.47%	18.45
启明星辰	28.58%	12.39%	45.33%	66.49%	-3.03	10.42%	-2.65
安恒信息	18.72%	39.94%	31.11%	58.27%	-8.18	-23.51%	-30.96
天融信	39.73%	29.42%	54.87%	79.52%	7.47	12.92%	19.52
绿盟科技	17.08%	15.58%	30.67%	69.08%	2.73	-8.42%	-14.25
卫士通	26.69%	26.66%	56.78%	35.84%	-1.08	7.51%	0.85
中孚信息	26.18%	41.03%	63.47%	71.42%	3.99	0.97%	-15.55
信安世纪	30.25%	43.32%	30.15%	68.85%	-0.14	17.73%	-5.21
迪普科技	30.16%	24.76%	33.97%	74.70%	0.97	32.10%	2.83
山石网科	59.58%	28.39%	44.97%	77.02%	10.56	24.89%	18.34

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

注：带*数字为估算数值

- 1) 深信服仅统计安全业务收入，由于公司三季报未单独披露安全业务情况，我们根据历史安全业务收入占比及历史报告中毛利率水平情况进行了估算；
- 2) 天融信为网络安全业务同口径对比数据

表 2：21Q3 部分网安公司费用端投入情况

公司名称	销售费用		研发费用	
	21Q3 YOY	21Q3 销售费用率	21Q3 YOY	21Q3 研发费用率
深信服	38.41%	35.86%	40.34%	31.12%
奇安信-U	31.62%	38.20%	46.08%	38.89%
启明星辰	37.33%	31.99%	16.54%	22.12%
安恒信息	39.31%	40.76%	78.17%	36.39%

天融信	4.89%	23.59%	34.46%	30.81%
绿盟科技	29.43%	37.79%	70.09%	33.49%
卫士通	29.81%	10.70%	14.71%	8.71%
中孚信息	68.79%	23.96%	119.31%	33.20%
信安世纪	16.01%	20.13%	35.95%	25.40%
迪普科技	21.95%	26.10%	28.71%	21.25%
山石网科	42.78%	26.66%	22.10%	23.28%

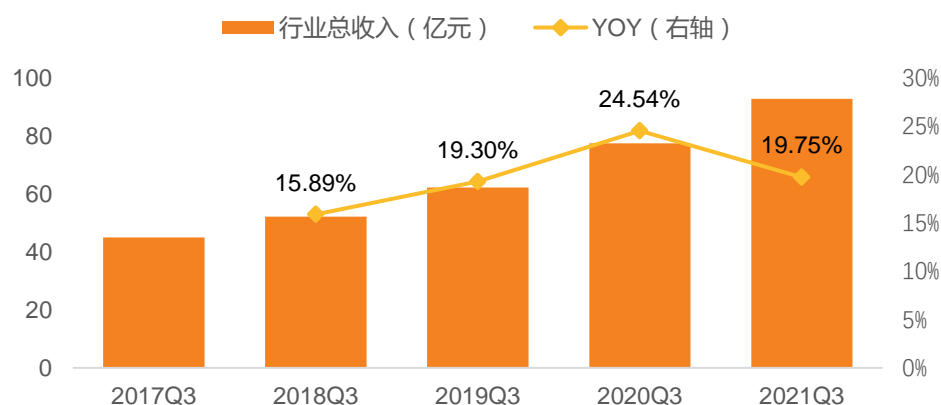
资料来源：Wind、天风证券研究所

我们分别从**收入、利润和费用**三个维度来拆解行业与个别公司的 21Q3 业绩表现。

1. 收入端：21Q3 行业整体增速 19.75%，跑赢计算机板块

2021 年第三季度，23 家网安上市公司共实现营业收入约 **92.80 亿元**，相较于 2020 年同比增长 **19.75%**，相较于 2019Q3 平均年复合增长率约为 **22.12%**。**网安板块 21Q3 整体收入增速高于申万计算机上市公司 21Q3 整体营收增长水平（约 13%）**。考虑到 2020 年上半年受到疫情影响，三季度收入集中确认带来 20Q3 收入的增速上升，21Q3 在 20Q3 高基数的基础上仍保持了与 19Q3 同水平的收入增速，我们认为网安行业已从疫情影响中复苏，业绩增长正逐步回归至疫情以前水平。

图 1：2021Q3 网安上市公司营业收入及增速情况



资料来源：Wind、公司公告、公司招股说明书、天风证券研究所

注：若样本公司收入结构中包含多项业务，统计口径仅以网络安全业务收入为准，对于部分未披露第三季度网安业务收入的公司（深信服、太极股份），我们根据往年安全业务在整体业务收入中的占比情况进行了估算

从单个公司表现来看，我们认为行业的高景气度得到了业绩端的兑现验证。山石网科、奇安信、天融信 21Q3 单季度增幅分别达 60%、41%、40%。根据各公司对各细分行业收入增速的披露情况，我们看到下游客户中**政府、事业单位、运营商、金融等行业增长迅速，数据安全、态势感知、云安全等新赛道产品以及安全服务需求旺盛。**

表 3：部分网安公司前三季度收入分行业增长情况

	政府（及事业单位）	金融	运营商	企业
绿盟科技	80%+	25%-30%	25%-30%	
启明星辰	100%+			
天融信	~135%			35%
信安世纪	110%	20%		27%
奇安信	40%+	70%+	190%+	60%

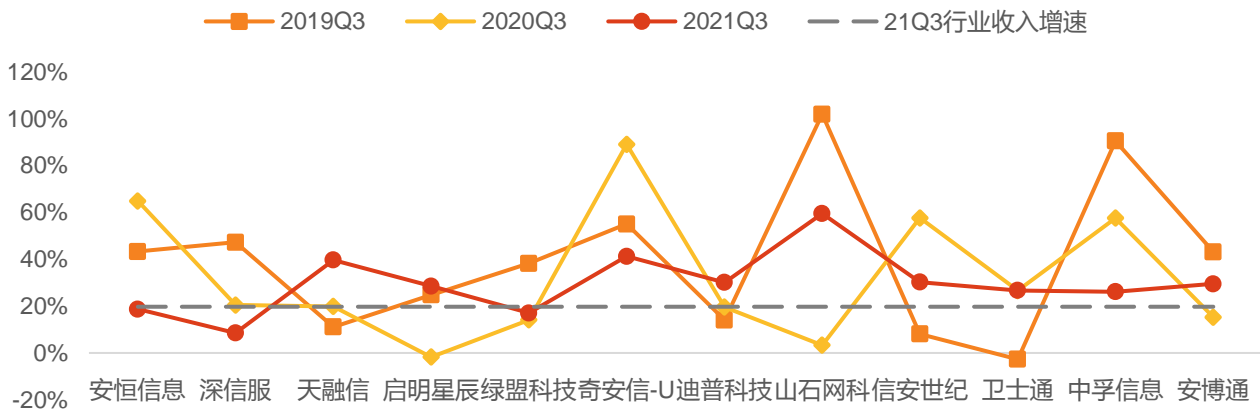
资料来源：各公司公告、天风证券研究所

注：奇安信企业客户增速口径为大中型企业客户

尽管部分公司 21Q3 表现不及预期，我们认为主要受到公司 20Q3 高基数或公司短期战略

的影响，对行业整体的景气度展现并不具有典型的代表性。如安恒信息，公司 2018-2020 第三季度分别实现同比 44%、43%、65% 的增长，即使在 21Q3 单季度约 19% 的增长速度下，公司仍实现了 2018Q3-2021Q3 三年 CAGR 约 41% 的增长。再如深信服，公司第三季度收入放缓主要受到长期战略的资源配置，以及短期供应链管理变革磨合的影响，但随着资源的优化配置以及供应链管理效率的逐步提升，我们认为公司 Q4 增速大概率有望实现反弹。

图 2：部分网安上市公司 2021Q3 收入增长情况



资料来源：Wind、各公司公告及招股说明书、天风证券研究所

展望 21Q4，我们认为多个前瞻性指标指向网安公司四季度业绩将保持持续向好：

- 1) 合同负债：**我们看到部分公司（如深信服、启明星辰、天融信和山石网科）三季报中合同负债余额与年初水平相比实现 30% 以上增长，侧面体现出公司未来业务落地的向好趋势；
- 2) 存货：**各公司三季报中存货与预付账款的余额与年初相比增加明显，为保证第四季度销售交付进行策略性备货；
- 3) 订单增速：**从 2021 前三季度订单增长情况来看，天融信新增订单同比增长约 95%，启明星辰订单增长约 45%，绿盟订单增长在 40% 以上，均超过收入增速，有望在第四季度转化为收入。

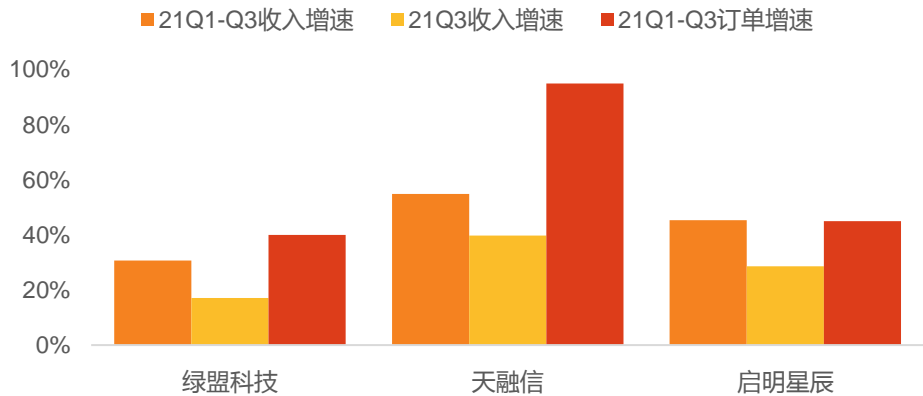
表 4：部分网安公司 2021Q3 存货、预付款项、合同负债 YOY 增长情况

公司名称	存货		预付款项		合同负债	
	YOY	注释	YOY	注释	YOY	注释
深信服	225.53%	主要是基于当前全球芯片供应紧张的市场大环境，为保证销售的及时交付和防止价格上涨导致采购成本增加，公司提前进行了策略性备货，导致存货余额大幅增加。	46.08%	主要是由于在全球芯片供应紧张的市场大环境下，公司需要策略性备货，导致预付材料款大幅增加。	34.85%	主要是公司业务持续发展导致预收账款和递延收入增加。
奇安信-U	35.52%		138.91%		-5.38%	
启明星辰	63.49%	本期备货增加	67.19%		63.77%	预收客户款项增加
安恒信息	91.30%		128.86%		1.61%	
天融信	99.99%	主要系报告期内公司发出商品增加约 3.31 亿及为应对芯片供应紧张形势，保证第四季度销售交付进行策略性备货所致。	8.30%		34.07%	公司业务增长销售合同预收款增加
绿盟科技	93.18%	原材料备货增加及在交付项	154.61%	预付原材料备货款增加	13.91%	

目增加					
卫士通	108.21%	主要系本报告期公司大力开拓市场, 采购备货增加, 预计四季度会大量交付结算。	61.05%	公司预付采购备货款增加	12.96%
中孚信息	19.82%		239.21%	主要系支付货款所致	1.34%
信安世纪	17.89%		117.78%		-26.67%
迪普科技	1.72%		2.29%		-39.09%
山石网科	23.50%		42.46%		59.44%

资料来源: 各公司公告、天风证券研究所

图 3: 部分网安公司 2021 前三季度收入与订单增长情况



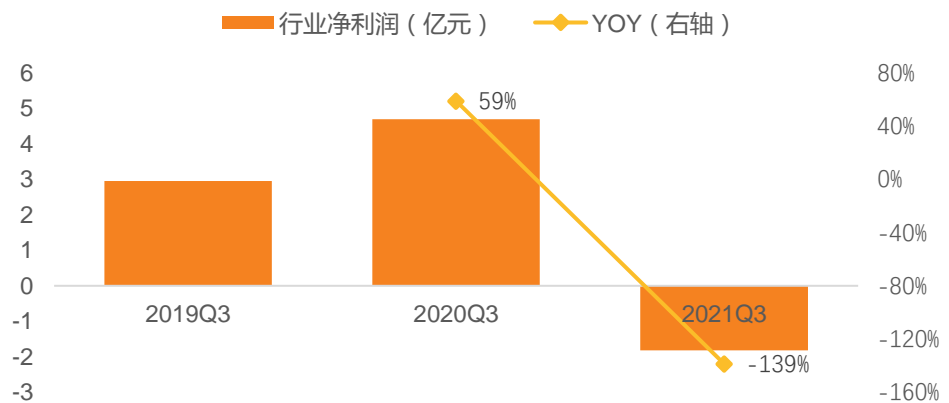
资料来源: Wind、各公司公告、天风证券研究所

2. 利润端: 单个公司毛利率维持在稳定区间, 行业整体盈利能力下降

2021 年第三季度, 23 家网安上市公司共实现净利润约 -1.82 亿元, 整体亏损呈现扩大趋势。从整体来看, 我们认为亏损扩大原因主要由两方面原因导致: 1) 受行业季节性因素影响, 网络安全公司大部分收入将于第四季度确认; 2) 各公司近年来在销售和研发上的投入持续增加。

从绝对数值来看, 安恒信息、深信服、蓝盾股份净利润分别减少 1.2、1.94、2.86 亿元, 是造成行业整体净利润大幅降低的主要因素。其中安恒信息和深信服净利润降低主要由第三季度收入增速放缓, 且公司同步增大销售和研发投入所致, 根据前述分析, 随着 21Q4 公司收入增速有望提升, 公司整体盈利情况有望获得改善。

图 4: 2021Q3 网安上市公司净利润及增速情况



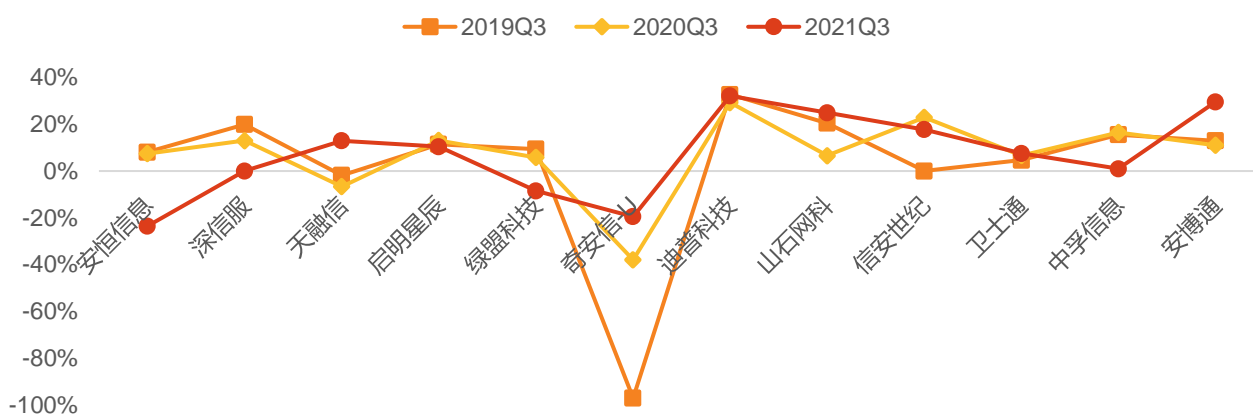
资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 1) 由于部分公司未披露 2017-2018 年净利润情况, 为保证计算结果的可比性, 我们仅统计 2019-2021 年的情况;

2) 净利润口径为公司三季报披露的前三季度合并净利润, 其中信安世纪并未披露 2019 年前三季度净利润情况, 我们根据 2020 年公司前三季度净利润在全年的占比情况进行了估算, 另外由于公司前三季度净利润约为 2000 万元, 我们认为由此估算带来的误差对整体统计结果的影响较低

从单个公司的净利润变化情况来看, **12 家公司实现净利润同比增加, 11 家公司实现净利润同比降低**。除上文提及安恒信息与深信服外, 绿盟科技三季度净利润下降明显 (同比下降约 -269%), 主要由于 2021 年员工持股计划以及限制性股票的股权激励费用影响约 2700 万元、以及去年同期社保减免节约成本约 3000 万元, 若剔除以上因素影响, 公司净利润水平与 20Q3 净利润水平接近。天融信和山石网科净利润增长快速 (天融信 2021 年网安业务归母净利润同比上升约 1901%), 主要由公司收入实现高速增长、同时 20Q3 净利润基数较低所致。

图 5: 部分网安公司 2021Q3 净利率变化情况

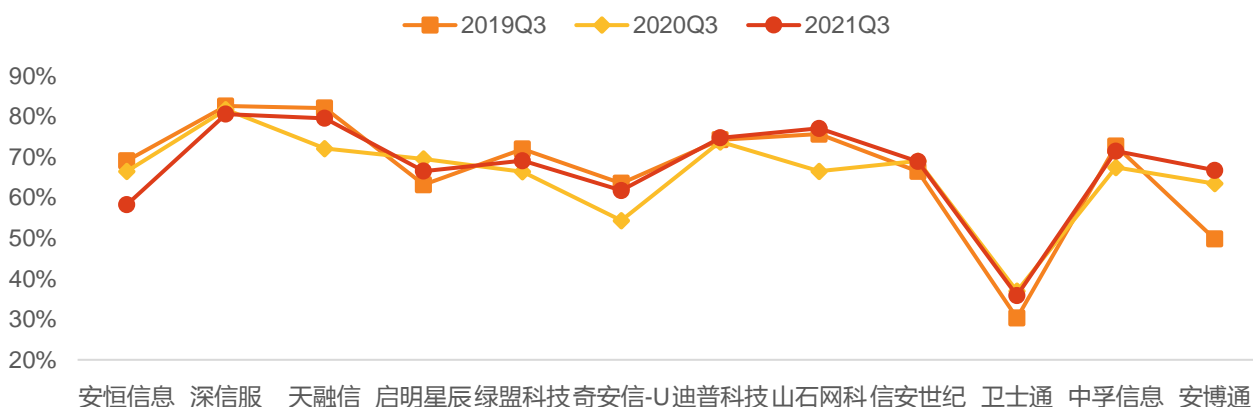


资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 天融信 2020 年进行业务重组, 2019/2020 净利率水平未能准确反映出其网安业务盈利能力情况

从单个公司的毛利率水平来看, **各公司基本维持稳定**。其中深信服、迪普科技、信安世纪毛利率维持在高度稳定水平, 我们认为主要与公司产品和销售结构稳定有关 (以销售产品为主)。天融信、奇安信毛利率有一定提升, 我们认为主要与公司业务重组 (天融信)、以及公司收入结构改变 (集成类业务占比下降) 有关。安恒信息毛利率下降主要由于公司安全服务业务占比提升, 考虑到安全服务有望增强客户黏性并带来产品的交叉销售, 且公司三季度毛利率相较中报毛利率已有一定提升, 我们认为展望全年公司毛利率或有进一步提升空间。

图 6: 部分网安公司 2021Q3 毛利率变动情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

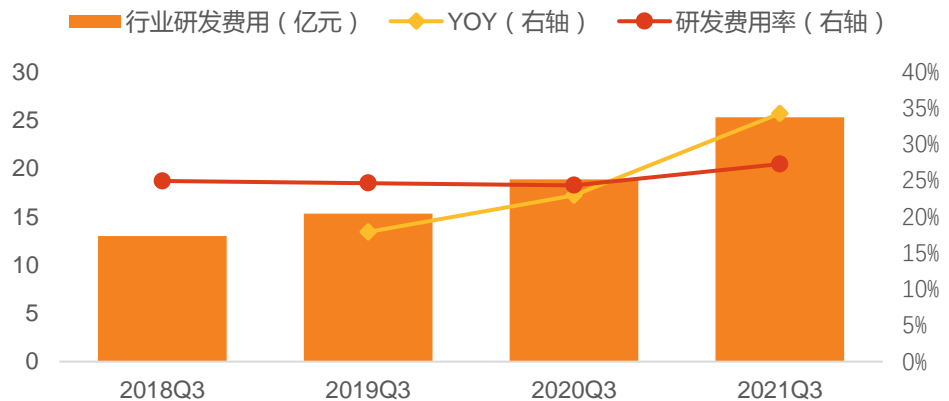
注: 由于部分公司未在三季报披露网安业务毛利率情况, 我们采取了以下假设: 1) 深信服 2019/2020Q3 毛利率参考当年年报网安业务毛利率, 2021Q3 毛利率参考中报网安业务毛利率; 2) 信安世纪 2019 年 Q3 毛利率参考 2019 年年报毛利率; 3) 天融信 2019/2020Q3 毛利率参考当年年报网安业务毛利率

考虑到各公司毛利率整体维持在相对稳定水平，我们认为费用端（尤其是销售和研发费用）的增加对整体行业净利润水平的降低起到了主要作用。

3. 费用端：研发与销售费用呈现加速上升趋势

2021 年第三季度，23 家网安上市公司共确认研发费用 25.31 亿元，同比增长约 34%，对应研发费用率约为 27%；共确认销售费用 26.22 亿元，同比增长约 30%，对应销售费用率约为 28%。同时我们观察到网安公司在研发和销售费用上的投入整体呈现出加速上升的趋势。

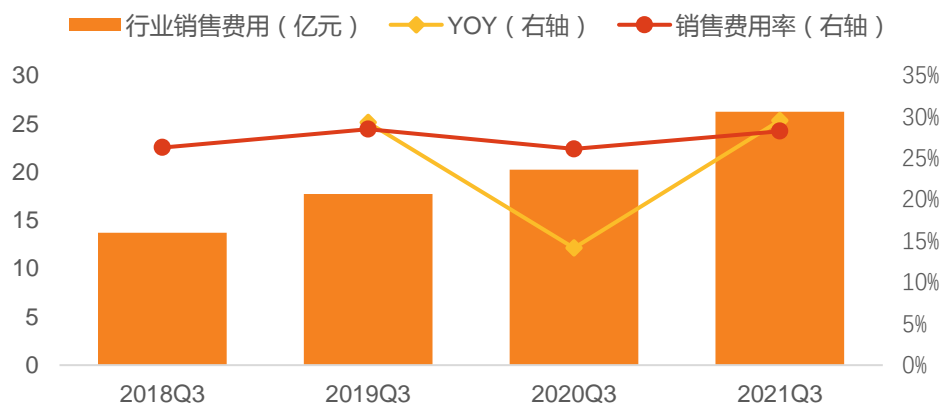
图 7：2021Q3 网安公司研发费用支出情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：安恒信息、奇安信、信安世纪、吉大正元并未完全披露 2018 与 2019 年第三季度研发费用情况，我们根据其当年年报数据进行了假设估算

图 8：2021Q3 网安公司销售费用支出情况



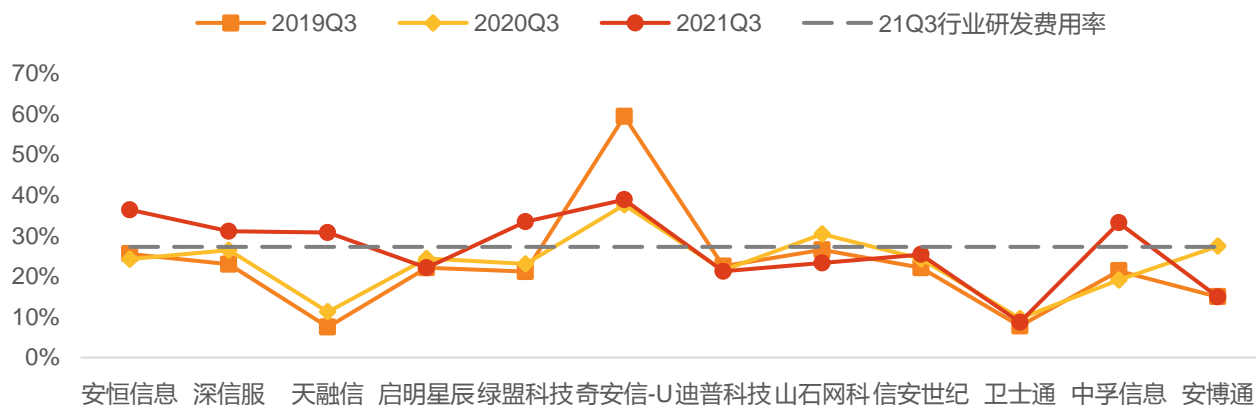
资料来源：Wind、天风证券研究所

注：安恒信息、奇安信、信安世纪、吉大正元并未完全披露 2018 与 2019 年第三季度销售费用情况，我们根据其当年年报数据进行了假设估算

从单个公司来看，各公司销售与研发费用绝对数值均呈现出逐年上升趋势，但从费用率情况来看，则依据其发展战略不尽相同。

- 1) **研发费用上**：深信服、安恒信息、天融信、绿盟科技、奇安信与中孚信息 21Q3 研发费用率维持在行业整体研发费用率以上水平，通过各公司公告的披露情况，我们观察到研发费用主要投向**数据安全、零信任、云安全、态势感知、工业互联网安全、车联网安全**等新安全领域、以及安全服务团队的建设。

图 9：部分网安公司 2021Q3 研发费用率情况

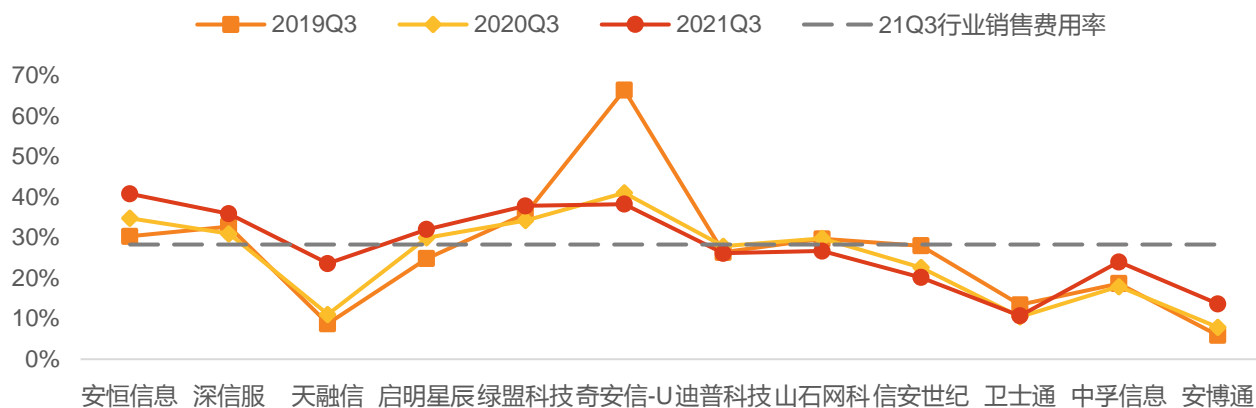


资料来源：Wind、天风证券研究所

注：信安世纪并未完全披露 2018 年第三季度研发费用情况，我们根据其当年年报数据进行了假设估算

2) **销售费用上**：头部综合类安全公司（安恒信息、深信服、启明星辰、绿盟科技、奇安信）在销售上持续投入，销售费用率在行业内保持领先水平。根据各公司公告的披露情况，各公司销售费用主要用于渠道体系的建设（包含渠道经理人员及直销团队的建设）。如启明星辰 2021 年前三季度核心渠道的数量比去年增长了三倍，且覆盖到了四五级的区县市场；绿盟科技目前渠道数量接近 4000 家，21Q3 渠道收入达到约 64%。

图 10：部分网安公司 2021Q3 销售费用率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：信安世纪并未完全披露 2018 年第三季度销售费用情况，我们根据其当年年报数据进行了假设估算

推荐与建议关注标的：

网络安全：深信服、安恒信息、绿盟科技、启明星辰、奇安信、天融信（建议关注）

密码：信安世纪、格尔软件、卫士通（建议关注）、中孚信息（建议关注）、数字认证（建议关注）、吉大正元（建议关注）

市场及板块走势回顾

上周，计算机板块上涨了 2.79%，同期创业板指上涨了 0.06%，沪深 300 下跌了 1.35%，板块跑赢大盘。

表 5: 本周板块行情

证券代码	证券简称	本周收盘	上周收盘	周涨跌幅	年初以来涨跌幅	20 年年末收盘
C1801750	计算机(申万)	4885.18	4752.45	2.79%	-4.72%	5126.95
000001.SH	上证综指	3491.57	3547.34	-1.57%	0.53%	3473.07
399106.SZ	深证综指	2406.42	2400.03	0.27%	3.31%	2329.37
000300.SH	沪深 300 指数	4842.35	4908.77	-1.35%	-7.08%	5211.29
399005.SZ	中小板指数	9814.20	9760.04	0.55%	2.82%	9545.18
399006.SZ	创业板指数	3352.75	3350.67	0.06%	13.03%	2966.26
884091.WI	云计算	5512.07	5296.64	4.07%	2.00%	5404.15
884136.WI	互联网金融	3557.72	3467.21	2.61%	0.35%	3545.25
884156.WI	在线教育	4658.48	4425.32	5.27%	-1.70%	4739.08
884131.WI	大数据	12376.56	11995.36	3.18%	0.20%	12352.21
884157.WI	智慧医疗	6676.58	6556.21	1.84%	-9.76%	7398.65
884210.WI	智慧城市	4461.16	4307.19	3.57%	-3.08%	4602.82
884201.WI	人工智能	6444.33	6155.66	4.69%	10.49%	5832.60

资料来源: Wind、天风证券研究所

表 6: 本周涨跌前十的公司

周涨幅前十					周跌幅前十				
证券代码	证券简称	本周收盘	上周收盘	周涨跌幅	证券代码	证券简称	本周收盘	上周收盘	周涨跌幅
300365.SZ	恒华科技	13.86	11.49	20.63%	002312.SZ	三泰控股	15.16	18.06	-16.06%
300598.SZ	诚迈科技	89.97	75.81	18.68%	600734.SH	*ST 实达	2.48	2.75	-9.82%
300379.SZ	东方通	34.05	28.83	18.11%	300513.SZ	恒实科技	11.93	13.15	-9.28%
300170.SZ	汉得信息	7.63	6.60	15.61%	002410.SZ	广联达	68.60	74.51	-7.93%
300036.SZ	超图软件	26.73	23.14	15.51%	002268.SZ	卫士通	48.26	52.28	-7.69%
300098.SZ	高新兴	5.09	4.45	14.38%	002280.SZ	*ST 联络	4.51	4.85	-7.01%
300556.SZ	丝路视觉	26.45	23.15	14.25%	600654.SH	ST 中安	1.86	1.96	-5.10%
300076.SZ	GQY 视讯	5.10	4.48	13.84%	002072.SZ	ST 凯瑞	5.52	5.80	-4.83%
603189.SH	网达软件	18.38	16.18	13.60%	300682.SZ	朗新科技	30.84	32.38	-4.76%
300352.SZ	北信源	6.38	5.62	13.52%	002777.SZ	久远银海	18.31	19.17	-4.49%

资料来源: Wind、天风证券研究所

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	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com