

计算机

证券研究报告

2021年11月23日

中国网安市场寻变：万事俱备，东风已来

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

- 《计算机-行业研究周报:顶层强调科技安全，利好行业信创与网络安全》2021-11-20
- 《计算机-行业点评:网络数据安全管理条例：数据安全市场进入快车道》2021-11-14
- 《计算机-行业研究周报:周观点：北交所系统改造预计可对标科创板》2021-11-14

1、网安板块新格局：行业β与公司α交叉轮动

中国网安市场规模基数低而增速快，未来三年年均复合增速有望达到20%，预计2024年在全球网络安全市场的占比将提升至10%。复盘2007-2021年网安上市公司业绩表现，我们认为中国网安行业在短中周期内呈现β和α特征交替轮动，长周期内呈现稳定β、α逐渐增强的特点。

2、网安市场新边际：技术、场景、新增量

1) **技术的变革推动产品形态的演变**：随着技术的革新整体安全产品的交付形态呈现出由单点硬件设备安装、到多点联动的软件系统平台、再到整体解决方案式服务的演变趋势。

2) **核心项目场景推动产品的区块化聚集**：随着传统安全产品收入的增加，传统安全收入增速呈现下降趋势，而新安全收入增速普遍维持在较高水平，且对于整体业绩增长存在拉动效应。

3) **新安全公司推动市场的边际递增效应**：随着上市公司数量的增加，上市公司年收入总和的边际增量呈现出递增趋势，且新上市公司对网安板块上市公司收入总和的边际递增效应具有一定拉动作用。

3、四大问题探寻网安演绎方向

1) **中美网安竞争格局差异**：美国网络安全公司呈现出业务更聚焦、细分领域内竞争格局更清晰、且收入体量更大的特点。我们认为中美格局的差异主要是由市场总规模基数差异大、对安全产业的认知不同带来的产业分工差异所致。

2) **中国网安市场对标美国市场的潜力**：展望长期我们认为**中国网安市场有望对标美国市场，逐步在细分领域出现龙头公司**。政策层面，我国具备相同战略高度以及持续完善的法律体系；**市场规模层面**，我国网安市场增速为全球市场增速的2倍以上；**上市公司业绩表现层面**，行业β呈现上升趋势；**市场需求层面**，网络攻防演练的推进持续加深下游安全意识与需求。

3) **网安板块集中度**：长远来看，我们认为未来**中国网安市场的集中度可能并不会大幅提升，行业整体格局或仍将保持分散局面**。

4) **云安全为中长期的重点赛道**：**时间角度**，IT基础设施的云化转型使得云安全成为网络安全演进的大势所趋；**空间角度**，云作为新一代基础设施，是未来网络安全产品与服务的重要载体，也是串通各安全细分赛道的纽带

风险提示：报告中数据统计存在主观判断与口径差异；历史统计性结论对未来发展的指引性有限；行业公司业绩短期波动；行业竞争加剧；板块政策发生重大变化等

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300454.SZ	深信服	199.88	买入	1.96	1.96	2.46	3.44	126.80	101.98	81.25	58.10
688023.SH	安恒信息	295.60	增持	1.72	0.09	3.06	5.83	171.86	3284.44	96.60	50.70
002439.SZ	启明星辰	28.51	买入	0.86	1.06	1.31	1.62	33.15	26.90	21.76	17.60
688201.SH	信安世纪	57.16	买入	1.15	1.64	2.27	3.21	49.70	34.85	25.18	17.81
300369.SZ	绿盟科技	16.67	买入	0.38	0.53	0.71	0.92	43.87	31.45	23.48	18.12
688561.SH	奇安信	93.72	买入	-0.49	-0.07	0.84	1.63	-191.27	-1338.86	111.57	57.50

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 网安板块新格局：行业 β 与公司 α 交叉轮动	4
1.1. 中国网安市场规模：基数低而增速快	4
1.2. 中国网安市场驱动因素：事件、技术、政策	4
1.3. 中国网安市场的 α 与 β	6
2. 网安市场新边际：技术、场景、新增量	10
2.1. 技术的变革推动产品形态的演变	10
2.2. 核心项目场景推动产品的区块化聚集	12
2.3. 新安全公司推动市场的边际递增效应	14
3. 四大问题探寻网安演绎方向	17
3.1. 为什么中国和美国网安市场的竞争格局不同？	17
3.2. 中国网安市场是否有对标美国市场的潜力？	19
3.3. 网安板块市场集中度是否会持续提升？	20
3.4. 为什么我们认为云安全是中长期的重点赛道？	21
4. 核心结论	22
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：中国网络安全市场规模及增速	4
图 2：全球网络安全市场规模及增速	4
图 3：网络安全事件-技术-政策轮动闭环	5
图 4：中国网络安全发展三阶段	5
图 5：网安上市公司加权平均收入增速与收入增速方差对比	7
图 6：样本公司最大收入增速与最低收入增速对比	7
图 7：网安上市公司加权平均收入增速与收入增速方差对比（考虑 2021 年前三季度两年平均复合增速）	8
图 8：中国网络安全市场周期性驱动因素	9
图 9：中国网络安全产品矩阵演进	11
图 10：IDC 中国 IT 安全细分市场市场份额	12
图 11：中国网安市场场景划分（单位：元）	12
图 12：2020 年传统安全收入增速 vs 传统安全收入规模	13
图 13：各公司 2020 年“新安全”业务收入增速	14
图 14：2020 年整体收入增速 vs 新安全收入占比	14
图 15：A 股网安板块上市公司数量 vs A 股网安板块上市公司收入总和	15
图 16：美国某身份和访问控制领域头部公司官网产品界面	18
图 17：中国某头部综合安全公司官网产品界面（节选）	18
图 18：美国部分网络安全公司 2020 年收入体量（单位：亿美元）	18
图 19：中国部分网络安全公司 2020 年收入体量（单位：亿元）	18

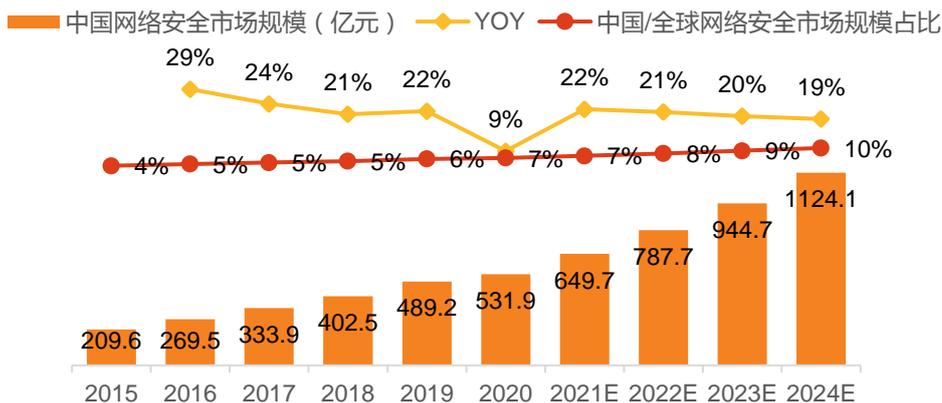
图 20: 美国安全产业分工	19
图 21: 中国安全产业分工	19
图 22: 中美网络安全战略发展对比	19
图 23: 中国网络安全市场集中度	21
图 24: 云安全生态链	21
表 1: 我国 2021 年主要网络安全相关政策发布梳理	6
表 2: Gartner: 2016-2020 十大信息安全技术	11
表 3: 部分公司推出的安全解决方案	13
表 4: 网安板块上市公司平均收入增量对比: 剔除 2018 年及之后新上市公司 vs 未剔除	15
表 5: 各网安公司成立时间及优势产品情况	15
表 6: 部分安全公司产品线扩展布局	17
表 7: Gartner 魔力象限各网络安全细分领域头部公司	18
表 8: 全球各国网络攻防意识布局	20

1. 网安板块新格局：行业β与公司α交叉轮动

1.1. 中国网安市场规模：基数低而增速快

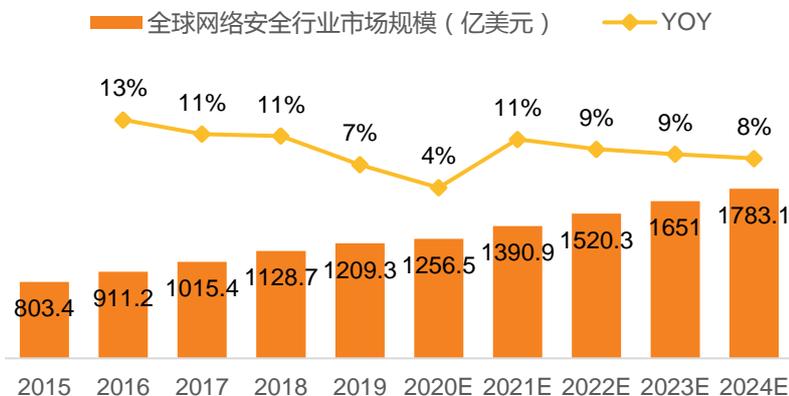
相较于全球而言，中国网络安全市场起步较晚，市场规模基数较低，但呈现出快速增长态势。一方面，根据 Frost&Sullivan，全球网络安全市场未来三年年均复合增速约为 9%，而我国网络安全市场未来三年年均复合增速有望达到 20%（综合中国网络安全产业联盟和 Frost&Sullivan 数据），是全球增速的 2 倍以上；另一方面，我国网络安全市场在全球网络安全市场的占比逐年提升，预计在 2024 年达到 10%，相较于 2015 年增加 6pct。

图 1：中国网络安全市场规模及增速



资料来源：中国网络安全产业联盟、Frost&Sullivan、亚信安全招股说明书、天风证券研究所

图 2：全球网络安全市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan、亚信安全招股说明书、天风证券研究所

1.2. 中国网安市场驱动因素：事件、技术、政策

我国网络安全市场的发展主要由**技术、政策和事件**三方面因素推动，并形成**事件-技术-政策**的轮动闭环。一个完整的安全发展周期通常以引发广泛轰动的安全事件为起点，通过已有技术方案组合或提出新技术框架来解决相应问题，最终伴随着监管文件的落地进一步推动标准解决方案在行业的广泛化推行；其中技术方案和监管政策的制定亦有可能同步进行，而事件在一定程度上对监管文件的落地也起到了催化与推动作用。以特斯拉和滴滴事件为例：

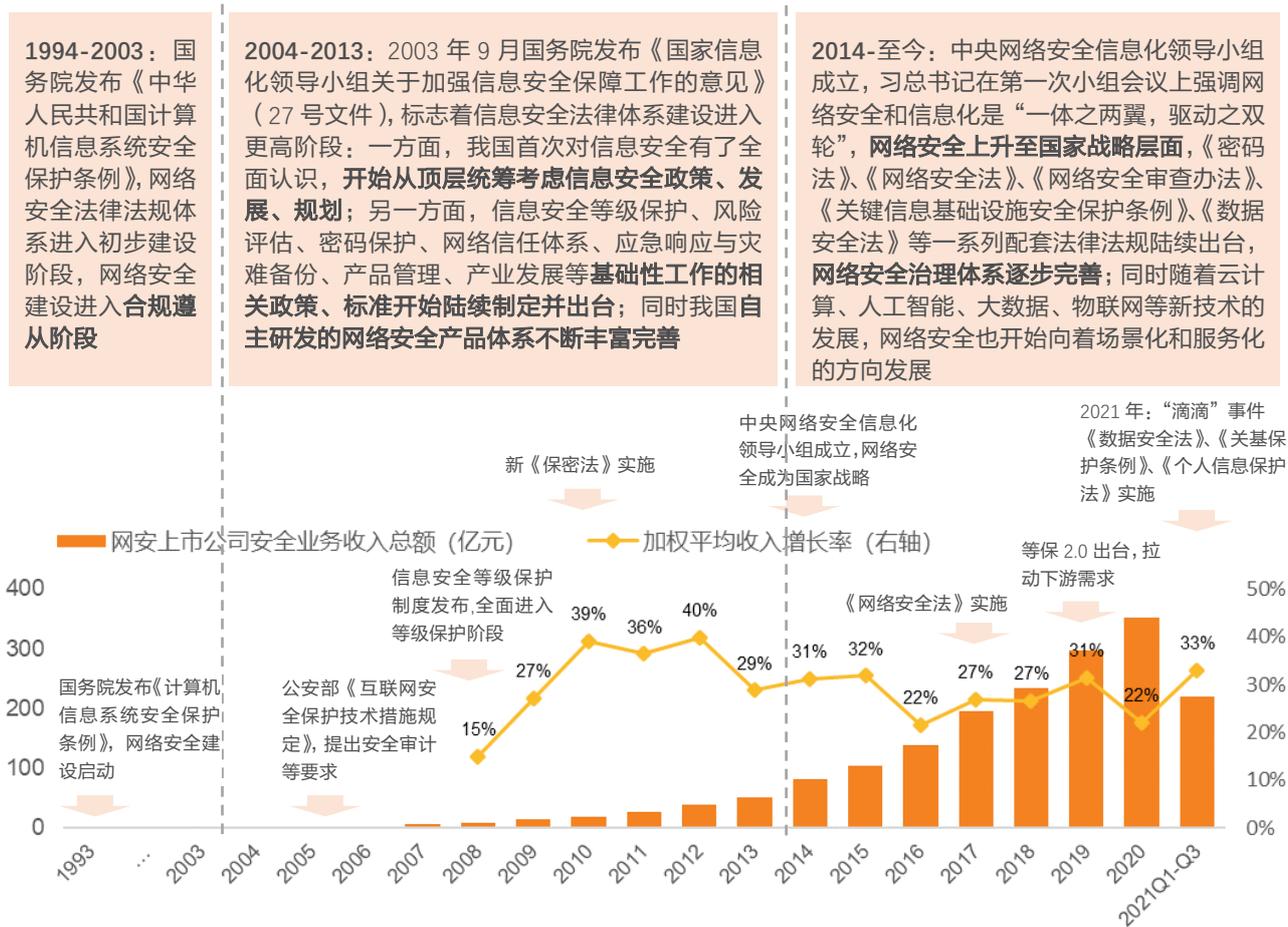
图 3：网络安全事件-技术-政策轮动闭环



资料来源：网信办、中国政府网、经济日报、政府采购网、券商中国、天风证券研究所

从更长的时间维度来看，我国信息安全的发展经历了三个重要阶段。在安全事件、新技术和新框架、以及合规监管的推动下，网络安全在我国的产业地位逐步上升至国家战略高度，与信息化战略共同被称为“一体之两翼，驱动之双轮”。

图 4：中国网络安全发展三阶段



资料来源：《内生安全：新一代网络安全框架体系与实践》、Wind、各政府网站、天风证券研究所

说明：对于上市公司样本中除网安外还有其他业务板块的上市公司，我们仅考虑网安板块业务收入

1.3. 中国网安市场的 α 与 β

整体而言，我国网安公司的业绩表现受宏观政策推动明显。以 2007、2014、2017 和 2019 年为例，在信息安全等级保护制度、网络安全信息化领导小组成立、《网络安全法》以及等保 2.0 出台的影响下，上市公司的加权平均收入增速整体呈现出上升趋势。2021 年为网络安全政策发布大年，受国际关系不确定性以及国内安全事件催化的影响，《数据安全法》、《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》、《关键信息基础设施安全保护条例》、《个人信息保护法》等对行业具有重大影响的法律、行政法规、部门规章陆续发布实施，另仍有一系列网安相关政策正在制定过程中，同时考虑到 2020 年受疫情影响网安公司业绩增速下调，我们认为 2021-2022 年网安公司业绩有望呈现良好增长态势。

表 1：我国 2021 年主要网络安全相关政策发布梳理

文件类型	文件名称	发布时间	发布部门
法律	《数据安全法》	2021.6.11	全国人大常委会
	《个人信息保护法》	2021.8.20	全国人大常委会
法规	《关键信息基础设施安全保护条例》	2021.8.17	国务院
	《党委（党组）网络安全工作责任制实施办法》	2021.8.4（公开发布）	中共中央办公厅
	《广东省公共数据管理办法》	2021.10.18	广东省人民政府
部门规章/标准等	《中国银保监会监管数据安全管理办法（试行）》	2021.1.15	银保监会
	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	2021.7.10	网信办等部门
	《网络产品安全漏洞管理规定》	2021.7.12	工信部、网信办、公安部
	《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）（征求意见稿）》	2021.7.12	工信部
	《汽车数据安全管理办法（试行）》	2021.8.20	网信办等 5 部门
	《物联网基础安全标准体系建设指南（2021 版）》	2021.9.23	工信部
	《工业和信息化领域数据安全管理办法（试行）（征求意见稿）》	2021.9.30	工信部
	《数据出境安全评估办法（征求意见稿）》	2021.10.29	网信办
	信息安全技术系列安全规范、要求、指南、技术要求等系列标准	2021 年 1-8 月	信安标委
	《网络安全标准实践指南——数据分类分级指引（征求意见稿）》	2021.9.30	信安标委
	《重庆市公共数据分类分级指南（试行）》	2021.10.11	重庆大数据局
	《网络数据安全管理办法（征求意见稿）》	2021.11.14	网信办

资料来源：各政府网站公告、关键基础设施安全应急响应中心、天风证券研究所

通过将网安上市公司的加权平均收入增速与收入增速的方差进行对比，我们观察到中国网络安全行业景气度自 2007 年以来持续处于较高水平（加权平均收入增速基本可稳定维持在 20% 以上，且近年来呈现攀升态势），短周期内公司表现差异化明显（样本最高收入增速与样本最低收入增速差距可达 100%+）的特性，带来行业 β 和公司 α 交叉轮动的机会。

图 5：网安上市公司加权平均收入增速与收入增速方差对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：样本公司最大收入增速与最低收入增速对比

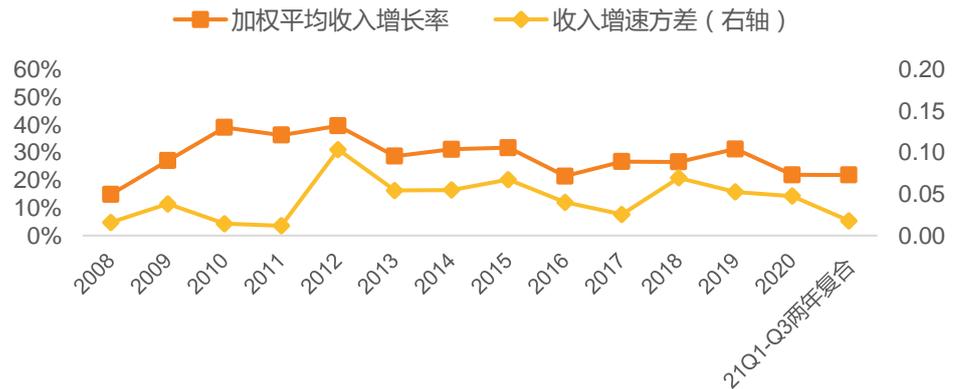


资料来源：Wind、天风证券研究所

具体表现为：

- 1) 当行业平均收入增速与增速方差发生反向变化时，我们认为行业 β 和公司 α 中的某一项特性变得更加突出。以 2009-2010、2016-2017、2018-2019 为例，行业平均增速上升，增速方差下降，行业整体 β 特性显现明显，行业景气度得到强势凸显。另外值得注意的是，在观察周期内未出现行业平均增速显著下降、同时增速方差显著上升的场景（2017 年收入增速与 2018 年收入增速基本持平、2020 年增速方差与 2019 年增速方差接近持平），进一步体现出中国网安市场景气度暂未出现下行拐点信号。
- 2) 当增速方差出现逆势反弹时，我们认为迎来良好公司 α 布局时机。以 2011-2012、2017-2018 为例，增速方差出现明显反弹，相对应样本公司中最大收入增速均实现在距上一反弹周期内最大增速的突破，公司的 α 效应突出。2021 年前三季度各公司业绩表现差异增大，我们认为主要与 2020 年受疫情影响各公司收入表现失真有关，若考虑相较于 2019 年前三季度的两年复合增速，增速方差则下降至约 0.02，整体行业收入增长表现出稳中向好趋势。

图 7：网安上市公司加权平均收入增速与收入增速方差对比（考虑 2021 年前三季度两年平均复合增速）



资料来源：Wind、天风证券研究所

基于以上市场表现，复盘中国网安市场发展历史，以每一轮市场的 β 和 α 机会为周期，通过对其背后的驱动因素进行整理分析，我们认为：

- 1) **新技术、新产品的储备期后行业新制度及规范的政策落地有较大概率促进行业 β 特性的显现，带来行业内公司的广泛受益。**以 2008-2010 为例，2007 年及以前国内网络安全公司完成了对基础安全产品的自主研发与发布，产品矩阵不断扩充，故而在等级保护制度的推动下，整体行业实现短周期内的快速增长。同样，我们认为在 2013-2016 时间区间内，国内安全公司围绕 APT 攻击、云安全、数据安全、工控安全等领域展开了产品研发，伴随着 2016 年之后护网行动以及态势感知市场的推动，整体行业增速再次进入一轮上行周期。
- 2) **而后的一至两年间，伴随着政策的深度落地执行，一方面由政策带来的新的市场机会竞争格局逐渐清晰，头部公司开始显现；另一方面有可能受到潜在的细分领域利好因素影响，有一定可能性出现捕捉公司 α 的机会。**以 2011-2012 年为例，我们看到新《保密法》中分级保护制度的实施以及 2012 年在金融领域推行的国密算法改造对涉密领域以及密码产业带来了显著的市场机会，相应公司在对应期间内业绩表现突出。
- 3) **尽管短周期内中国网安行业的 β 和 α 特征表现交替呈现，整体而言中国网安行业仍呈现出稳定 β 、 α 逐渐增强的格局。**在常态化的技术储备和持续的政策催化下，我们认为网安行业的高景气度将继续保持，同时随着行业内技术栈及产品线的丰富与分层，各公司间的市场战略差异和特定产品竞争优势亦将不断扩大。

聚焦当下，受疫情下远程办公模式的催化，我们认为现阶段网络安全产业进入了新一轮以**零信任、云原生、数据安全、终端安全、开发安全、AI 技术应用**为代表的产品技术储备期，同时考虑到监管对于网络安全的态度更加审慎与坚决，我们展望**短期内行业将以 β 特征为主，中长期穿插 α 机会**（建议关注信创产业、数字货币落地进度、汽车数据监管、互联网数据监管落地）。

图 8：中国网络安全市场周期性驱动因素

2007
及之前

网络安全市场建设启动，以《计算机信息系统安全保护条例》为核心展开工作，国内传统安全公司陆续成立，完成**基础类网络安全产品矩阵的扩充与积累**，为等保制度发布后市场的快速增长打下产品基础和技术储备：

1996	天融信研制出第一套自主版权防火墙系统；启明星辰成立
1998	卫士通、格尔软件成立；卫士通推出国内首款自主金融数据密码机
1999	吉大正元、美亚柏科成立
2000	启明星辰发布世界上首款硬件 IDS 产品；绿盟、深信服成立；绿盟发布 NIDS 产品
2001	绿盟推出国内首款远程安全评估系统；数字认证、信安世纪成立
2002	绿盟推出抗拒服务系统；深信服推出 IPSec VPN；中孚信息成立
2003	启明星辰推出漏洞扫描与安全评估系统；亿赛通成立并发布文档安全管理系统
2004	亿赛通发布国内首批文档透明加解密系统；天融信推出“可信网络架构（TNA）”；深信服发布 IPSec/SSL 二合一 VPN 网关；中孚信息推出中国首款实用型保密检查工具
2005	绿盟推出国内首款 IPS 系统；启明星辰推出国内首款自主知识产权 UTM 产品；深信服推出上网行为管理；明朝万达成立
2006	绿盟升级远程安全评估系统；天融信推出中国首台自主知识产权 ASIC 防火墙
2007	亿赛通发布基于 FDE 技术全磁盘加密系统；天融信发布可信并行计算安全平台及万兆防火墙；深信服推出广域网优化 WOC；安恒信息成立

2008-
2010

等保制度发布，定级信息系统安全建设整改工作启动，且《信息安全等级保护管理办法》要求三级以上信息系统选择自主研发信息安全产品，直接撬动百亿级市场，**全行业受益，行业β机会显现**。

2011-
2013

2010 年《保密法》修订，新修订的《保密法》规定“涉密信息系统应当按照国家保密标准配备保密设施、设备”；

2012 年工信部和公安部通告了 RSA1024 算法被破解的风险，中国人民银行要求各银行对网上银行等信息系统进行国产密码算法改造；

在细分领域政策的推动下**密码市场相关需求被拉动，密码相关公司α显现**。

（如飞天诚信、中孚信息、北信源）

2013-
2016

行业再次进入战略政策、新兴技术储备阶段，云安全、工控安全、数据安全、AI 等新兴技术开始在产品中出现。2013 年“斯诺登事件”爆发，同年国家互联网应急中心公布数据显示我国境内大量重要信息系统感染具有 APT 特征的木马程序。2014 年中央网络安全和信息化领导小组成立，网络安全上升至国家战略层面。

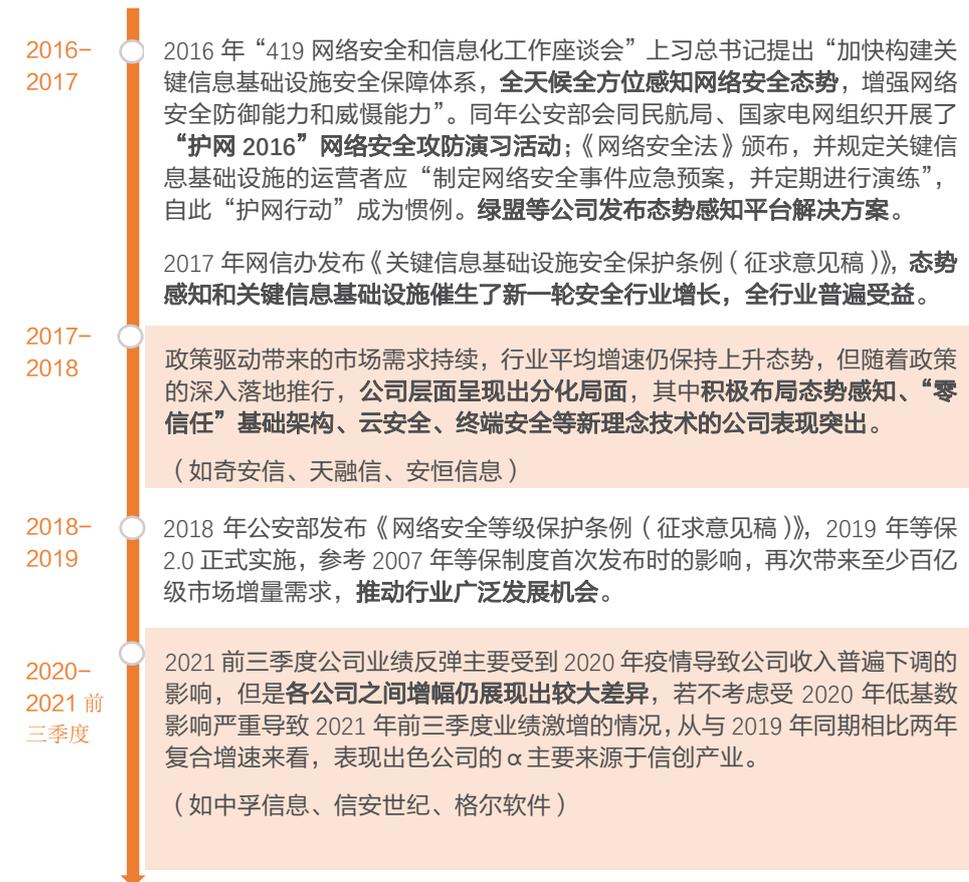
2013 绿盟推出下一代威胁防御解决方案（可抵抗 APT 攻击）、下一代防火墙；启明星辰发布下一代安全网关产品；深信服推出桌面云及企业级 WLAN；卫士通推出国内首款商密存储加密系统；安博通突破硬件无关化技术

2014 亿赛通发布国产化自主可控 DLP 加密系统；绿盟推出威胁分析系统、工控漏洞扫描系统、数据库审计系统；深信服推出 aSV 服务器虚拟化；奇安信成立

2015 亿赛通发布国内基于语义识别的智能加密系统；绿盟推出数据泄露防护系统；深信服推出超融合架构数据中心；

2016 绿盟发布企业安全管理平台、亿赛通发布国内基于云的文档安全管理系统；启明星辰发布云安全服务联盟战略；天融信推出下一代可信网络架构；明朝万达发布云安全产品；数字认证推出业界首款手机端电子签名云服务产品“信步云”

续图 8：中国网络安全市场周期性驱动因素



资料来源：Wind、各公司官网、各政府网站、网易科技、北京商用密码行业协会、人民网、新华三官网、《内生安全：新一代网络安全框架体系与实践》、湖南省网络安全空间协会、天风证券研究所

2. 网安市场新边际：技术、场景、新增量

从边际变化的视角来看，我们从产品形态、落地场景和市场增量三个方面对网络安全行业进行了深度剖析。

2.1. 技术的变革推动产品形态的演变

在产品的部署领域层面，安全产品可被划分为端点安全、网络与基础架构安全、应用安全、数据安全、身份与访问管理以及安全管理六大基础安全领域；在产品的交付形态层面，网络安全市场可被细分为安全硬件、安全软件和安全服务三个子市场。我们根据以上两个类别划分维度，对市场上受关注较多的安全产品（包含安全服务）产品矩阵进行了重新排列，关注到随着技术的革新整体安全产品的交付形态呈现出由单点硬件设备安装、到多点联动的软件系统平台、再到整体解决方案式服务的演变趋势。

图 9：中国网络安全产品矩阵演进

	硬件/网关设备	软件/系统平台	服务
安全管理		数字资产发现管理 SIEM UEBA SOAR 态势感知 XDR 云安全管理平台	SOC MSS EDRaaS/XDRaaS 其他安全服务 (咨询、托管、集成、教育培训等)
身份访问与管理	堡垒机 数字签名 数字证书	IAM/PAM	IDaaS SASE
端点安全		AV UEM EPP/EDR HIDS	
数据安全	数据库审计 数据加密 数据备份与恢复 数据脱敏	DLP 隐私计算	
应用安全	Web应用防火墙		
网络安全	防火墙/下一代防火墙 IDS/IPS VPN UTM 上网行为管理 应用交付/负载均衡		

资料来源：数说安全公众号、天风证券研究所

中国信息化进程经历了 PC 机-互联网-移动互联网-数字化与智能化几个具有变革性的阶段，与之对应的网络安全产品也经历了互联网内外边界防护-终端安全防护-基于大数据进行多维度关联分析的动态安全事件识别、自动化响应以及安全趋势预测的演变升级，而应用场景也由传统的数据中心扩展到云安全、工控安全、移动安全和物联网安全等新兴领域。信息系统的日益庞大以及应用场景的多维扩展催生了对于安全产品功能要求的不断提升，企业上云趋势亦推动了“软件定义安全”理念的深入践行。从 Gartner 近五年公布的十大信息安全技术演变趋势来看，云安全、远程访问、安全服务相关理念频繁出现，**软件与服务导向明显。**

表 2：Gartner：2016-2020 十大信息安全技术

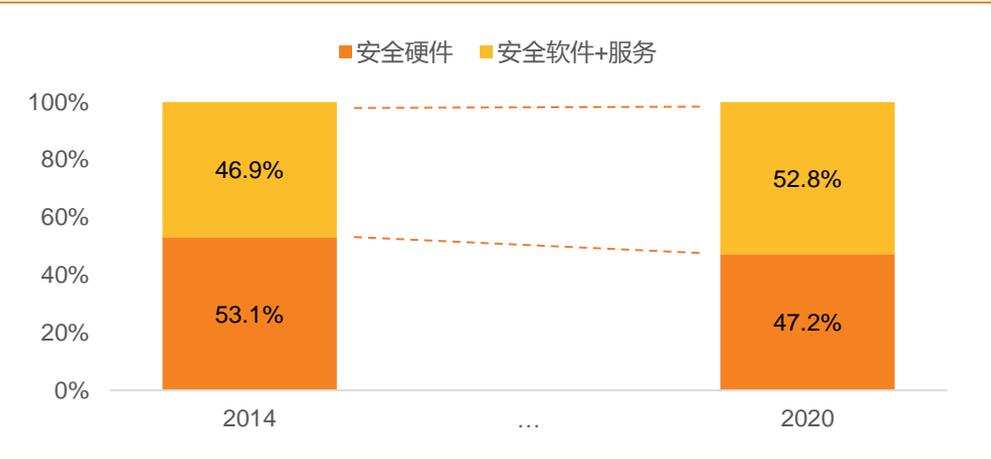
2016	2017	2018	2019	2020
云访问安全代理	云负载保护平台	特权访问管理（PAM）	特权访问管理（PAM）	远程办公安全
终端检测与响应	远程浏览器	基于 CARTA 模型脆弱性管理	基于 CARTA 模型脆弱性管理	基于风险的漏洞管理
基于无签名方法的端点防御	欺骗	主动反钓鱼	检测与响应	扩展威胁检测响应系统（XDR）
用户实体行为分析	终端检测与响应	服务器负载应用控制	云安全配置管理	云安全配置管理
微隔离与流可视化	网络流量分析	微隔离和流可视化	云访问安全代理	简化云访问控制
面向 DevOps 的安全测试	管理检测响应	检测与响应	商业邮件失陷	基于域的消息认证报告和一致性
情报驱动的安全运营中心协同解决方案	微隔离	云安全配置管理	暗数据发现	无密码认证
远程浏览器	软件定义边界	自动化安全扫描	安全事件响应	数据分级与保护
欺骗	云访问安全代理	云访问安全代理	容器安全	员工能力评估
无处不在的信任服务	开源软件扫描与成分分析	软件定义边界	安全评级服务	自动化安全风险评估
	容器安全			

资料来源：Gartner、数说安全公众号、天风证券研究所

说明：2017 年 Gartner 公布了 11 大信息安全技术

从市场需求端来看，安全产品软件化与服务化的发展趋势同样得到验证。根据 IDC 统计数据显示，2014 年我国安全硬件、软件+服务细分市场占比分别为 53.1%和 46.9%，而到了 2020 年这一比例变化为 47.2%和 52.8%。同时，IDC 预测中国 2021-2025 年安全软件支出年复合增长率将达到 21.2%，成为网络安全领域增速最快的子市场。

图 10: IDC 中国 IT 安全细分市场份额

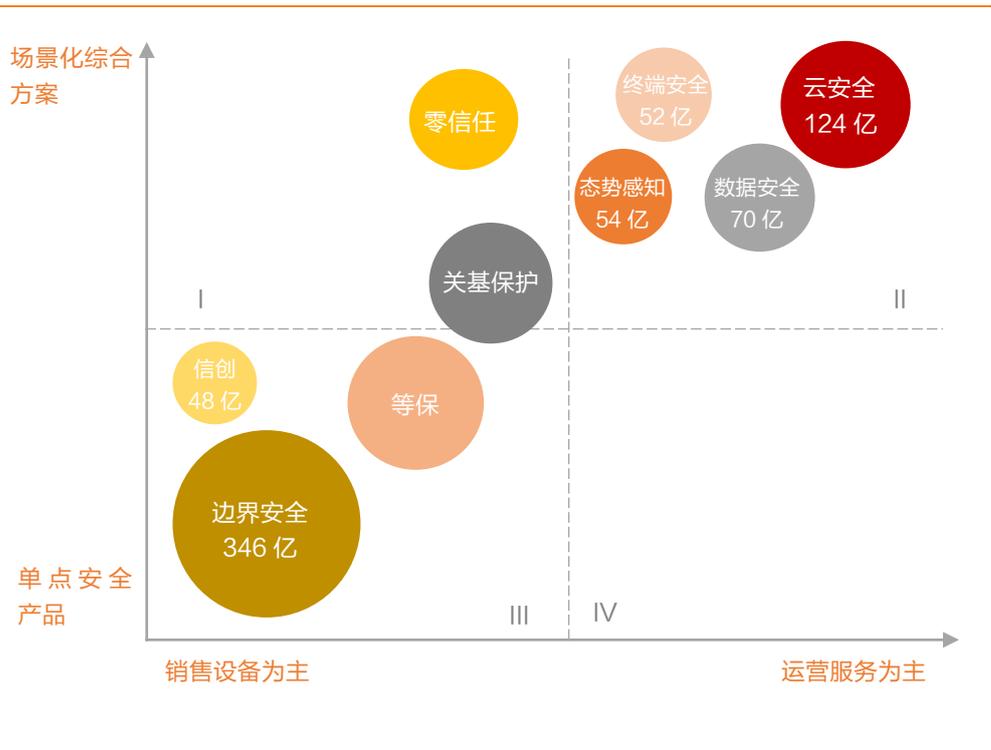


资料来源: IDC、天风证券研究所

2.2. 核心项目场景推动产品的区块化聚集

与软件化和服务化趋势相对应的,需求场景的日益复杂推动安全公司由传统的售卖单点产品拓展至推出以场景为核心的解决方案,下游客户的采购也围绕边界安全、信创、等保、零信任、态势感知、数据安全、终端安全、云安全等核心场景展开。根据下游客户在不同项目场景下的采购特点以及各场景下对应的产品形式,我们选取部分常见的场景并将其分别划分为四个象限。

图 11: 中国网安市场场景划分 (单位: 元)



资料来源: 前瞻研究院、海比研究院、中国电子产业网、数世咨询、新浪财经、赛迪顾问、奇安信集团公众号、天风证券研究所

注: 1) 图中圆圈内数字代表 2021 年相关场景市场规模, 其中边界安全市场规模以主要包含 VPN、防火墙、IDS/IPS、UTM 产品;

2) 不同场景之间产品采购存在重合的情况, 故而将各场景市场规模简单加总并不代表整体网络安全市场规模

基于以上分类可以看出，传统安全场景（边界安全）以及合规导向明显的安全场景（信创、等保、关键信息基础设施保护）主要集中在Ⅰ、Ⅲ象限，落地形式主要为安全设备的销售，而新兴安全场景（零信任、终端安全、态势感知、数据安全和云安全）主要集中在第Ⅰ、Ⅱ象限，落地更偏向于整体化的解决方案，且对运营服务的需求增加。

表 3：部分公司推出的安全解决方案

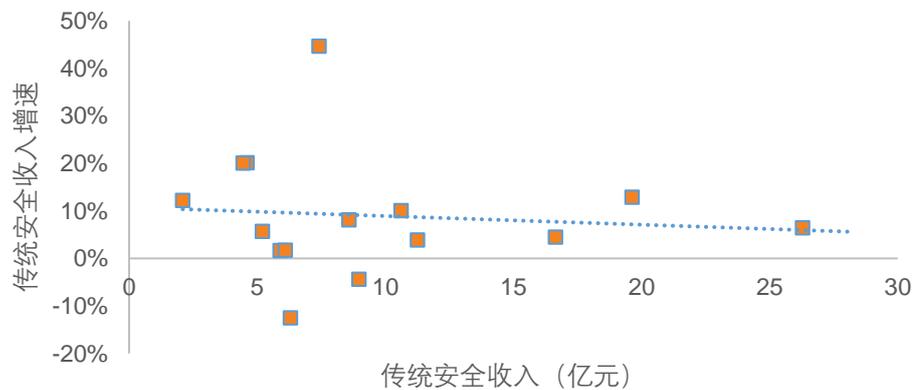
安恒信息	云安全、AiLPHA 智能安全运营（态势感知）、物联网安全、工业信息安全、智慧城市安全、数据安全
奇安信	态势感知、企业智能安全组网、态势感知、网络边界智慧安全管控、终端安全、Web 安全、移动安全、云安全、零信任、等保 2.0 等
绿盟科技	零信任、关键信息基础设施安全态势感知、全流量威胁分析、威胁和漏洞管理、企业安全平台、抗 DDoS、等保 2.0、安全态势感知、下一代威胁防御
深信服	等保 2.0、安全运营中心、网端云敏捷安全架构、视频监控网络安全
启明星辰	等级保护解决方案、分级保护解决方案、云计算安全解决方案、移动安全解决方案、态势感知解决方案、工业互联网解决方案、工业物联网解决方案
天融信	云计算、零信任、移动互联网、物联网、等保、云计算安全、信创、态势感知、网站安全、移动终端安全、APT、数据安全、风险探知等
吉大正元	身份认证与访问控制、数据保护与签验、零信任、等级保护、车联网安全、物联网安全、电子政务安全应用等

资料来源：各公司官网、天风证券研究所

我们将Ⅰ、Ⅱ象限相关的安全产品定义为“新安全”，将Ⅲ象限相关的安全产品定义为“传统安全”，并对上市安全公司的收入进行相应拆分，我们发现：

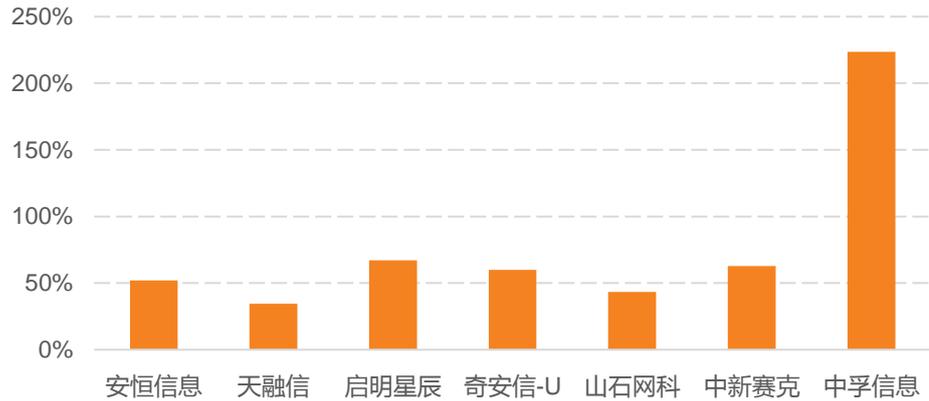
- 1) 随着传统安全产品收入的增加，传统安全收入增速呈现下降趋势，而新安全收入增速普遍维持在较高水平（参考图 14）。

图 12：2020 年传统安全收入增速 vs 传统安全收入规模



资料来源：Wind、各公司年报、天风证券研究所

图 13: 各公司 2020 年“新安全”业务收入增速

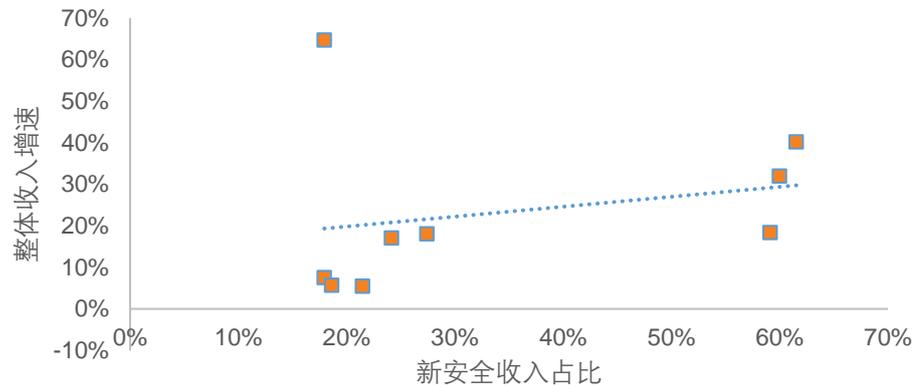


资料来源: Wind、各公司公告、天风证券研究所

注: 各公司对于新安全的口径界定或有一定差异, 我们根据图 11 中的界定经由主观判断进行统计调整

- 2) 同时将新安全收入占比与总收入增长速度进行对比, 可以更加直观地看到**新安全业务对于整体业绩增长的拉动效应**。值得注意的是新安全收入占比比较高的三家公司(奇安信、安恒信息和亚信安全)总收入规模相差较大, 说明**随着公司整体规模的增大并未对新安全业务的发展产生限制效应**。

图 14: 2020 年整体收入增速 vs 新安全收入占比

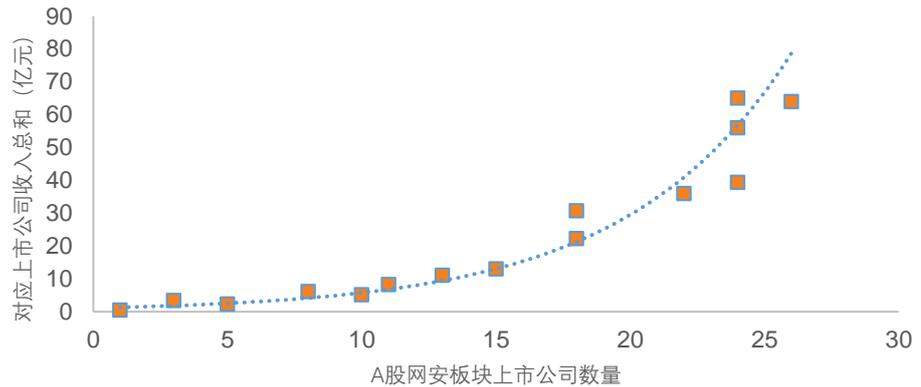


资料来源: Wind、各公司年报、天风证券研究所

2.3. 新安全公司推动市场的边际递增效应

我们通过对 A 股网安板块上市公司收入总和的增长情况进行统计, 观察到网安板块上市公司收入总和随着板块内上市公司数量的增加呈现出类指数形的增长曲线, 即**随着上市公司数量的增加, 上市公司年收入总和的边际增量呈现出递增效应**。

图 15: A 股网安板块上市公司数量 vs A 股网安板块上市公司收入总和



资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 对 A 股网安板块上市公司数量及收入的统计包含注册中公司 (如亚信安全) 以及上市公司对其上市钱三年收入情况的统计

为了判断边际增量的增长原因, 我们进一步对比了 2018 年以来网安板块平均每家上市公司的收入增量以及剔除掉 2018 年及以后新上市公司后的平均每家上市公司的收入增量, 观察到剔除掉新上市公司后 2018-2020 年间的网安板块上市公司平均收入增量普遍降低, 故而我们认为新上市公司对网安板块上市公司收入总和的边际递增效应具有一定拉动作用。

表 4: 网安板块上市公司平均收入增量对比: 剔除 2018 年及之后新上市公司 vs 未剔除

	未剔除新上市公司 (亿元)	剔除新上市公司 (亿元)
2018	1.64	1.26
2019	2.71	2.12
2020	2.33	2.17

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 平均收入增量=收入总和增量绝对值/对应上市公司数量

结合中国网络安全一、二级市场的公司分布格局以及各公司的发展战略, 我们认为新上市公司对收入总和边际递增的拉动效应主要原因为 (为便于表述, 以下我们将新增的上市公司称为“新公司”, 将新公司上市时已上市的公司成为“老公司”):

1) 新公司为上市公司收入池注入新赛道的增量市场

由于网安市场细分领域呈现多而散的局面, 中国网安公司的发展历程一般为: 在某一细分领域发布拳头产品-在细分领域内成为头部公司-围绕优势领域拓展产品线-成为产品线全面的综合安全厂商。通常而言, 网安公司在成立之初发布的拳头产品市场处于起步阶段, 彼时鲜有其他行业头部公司涉足, 易获得领先的市场份额。通过对 2008 年之后上市的网安公司优势产品的梳理, 我们发现老公司的优势产品中传统硬件安全产品占比较高 (如防火墙、IDS/IPS、UTM、VPN、审计类产品等), 而新公司的优势产品中软件平台类安全产品占比较高 (如态势感知、云安全、安全分析与情报威胁、终端安全软件、身份和数字信任软件等)。故而我们认为, 新公司上市后为上市公司收入池注入了特定细分领域的增量市场空间, 相较于收入池内既有产品的原生增长, 新赛道带来的增长势能更加突出。

表 5: 各网安公司成立时间及优势产品情况

公司	成立时间	上市时间	成立初产品	优势产品	市场排名	市场份额	排名说明
天融信	1995	2008	防火墙	防火墙	1	23.30%	IDC, 2020
启明星辰	1996	2010	入侵检测系统 (IDS)	IDS/IPS	1	20.60%	IDC, 2020
				UTM 硬件	1	17.30%	IDC, 2020

				VPN 产品	2	9.70%	IDC, 2020	
				运维安全审计及防护	1	15.40%	赛迪	
				日志审计产品	1	15.70%	赛迪	
				数据安全及数据库安全审计与防护产品	1		赛迪	
				工控安全产品: 防火墙、漏扫、网闸、主机、IDS	1		赛迪	
北信源	1996	2012	反病毒产品	终端安全管理	1		(未披露)	
绿盟科技	2000	2014	入侵检测系统 (IDS)	NIDS/NIPS	1	14.80%	Frost & Sullivan, 2020	
				抗拒绝服务系统	抗拒绝服务系统	1	24.20%	IDC, 2020
				安全评估系统	WEB 应用防护系统 (WAF)	1		IDC, 2020
					安全漏洞扫描与管理产品	1	23.30%	IDC, 2020
数字认证	2001	2016	数字证书	数字证书和电子签名产品	2	9.40%	IDC, 2020	
中新赛克	2003	2017	网络流量分析	网络流量分析、网络可视化				
恒为科技	2003	2017	网络可视化	网络流量分析、网络可视化				
中孚信息	2002	2017	实用型保密检查工具	保密产品				
格尔软件	1998	2017	商用密码产品	数字证书和密钥管理	4	7.80%	IDC, 2020	
深信服	2000	2018	IPSec VPN	VPN	1		IDC, 2020	
				下一代防火墙	2		IDC, 2020	
				上网行为管理	1		IDC, 2020	
				UTM 硬件	2	17%	IDC, 2020	
				应用交付	2		IDC, 2020	
安恒信息	2007	2019	数据库审计与风险控制系统 Web 应用防火墙 (WAF)	WAF	2	10.80%	IDC, 2020	
				态势感知	2		IDC, 2019	
				云安全	2		赛迪, 2019	
				日志审计产品	1		赛迪, 2019	
				工控安全管理平台	1		赛迪, 2020	
				工控安全审计	2		赛迪, 2020	
迪普科技	2008	2019	万兆安全平台	UTM 防火墙	4	5%	IDC, 2020	
			应用交付板卡	VPN	4	1.90%	IDC, 2020	
山石网科	2007	2019	防火墙、网关	UTM 硬件	4	8.70%	IDC, 2020	
				入侵检测及防御系统	入侵检测及防御系统市场指南代表性 供应商			Gartner
安博通	2011	2019	网络安全系统平台、网络行为审计与管理	网络安全管理软件				
奇安信	2014	2020	安全管理平台 (SOC) IDS/IPS	终端安全软件	1		IDC, 2020	
				安全资源池	1		IDC, 2019	
				终端安全检测与响应	1		IDC, 2019	
				安全隔离与信息交换	2		IDC, 2019	
				安全内容管理硬件	2		IDC, 2019	
				安全分析和威胁情报	1		IDC, 2020	
吉大正元	1999	2020	商用密码产品	身份与数字信任软件	3	8.30%	IDC, 2020	
信安世纪	2001	2021	商用密码产品	身份认证产品				

亚信安全	2014	(注 册中)	身份安全、云安全	身份和数字信任软件市场	1	14.80%	IDC, 2020
				终端安全软件市场	2	12.80%	IDC, 2020

资料来源：IDC、各公司公告、亚信安全公众号、天风证券研究所

注：1）部分排名说明中未标注年份，原因为公司在公告披露中并未披露对应市场机构排名发布时间；2）由于不同市场排名机构的统计口径不同可能出现类似产品在不同机构排名结果有差异的情况，但是我们认为比具体排名本身更具参考价值的信息在于公司相关产品的领先市场地位。

2) 新公司上市发展过程中产品线的扩张与老公司产品线发生重叠，形成竞争，可能挤压部分老公司的业绩增量

以中孚信息为例，公司成立之初以保密产品进入安全市场，从“核心安全”迈向“全面安全”，持续在主机与网络安全、数据安全、安全监管平台、信息安全服务等多领域扩充产品线，目前已成为一家从事信息安全产品的研发、销售并提供整体解决方案的公司。信安世纪以商用密码产品进入市场，而后向云安全、移动安全等领域进行扩展；迪普科技起初主要产品为防火墙、应用交付等安全硬件产品，随后将产品线延伸至威胁检测、大数据分析、审计类产品、安全服务、数据安全、零信任安全等方向；山石网科起初聚焦于防火墙与网关产品，而后在边界安全、云安全、应用安全、内网安全、数据安全、应用交付、态势感知等领域持续扩充产品线。故而我们认为，随着网安板块整体产品线的丰富与完善，**新公司在保持自身领域竞争优势的同时，仍有进一步扩张产品线成长为综合型安全公司的倾向，与老公司的产品线重合程度逐步提升，可能挤压部分老公司潜在的业绩增量。**与此同时，老公司正在积极寻求新赛道布局，引入增长新动能。

表 6：部分安全公司产品线扩展布局

公司	产品布局
中孚信息	防火墙、入侵检测系统、审计相关系统、数据安全、网络安全综合监管解决方案等
深信服	零信任访问控制系统、云安全访问服务（基于 SASE）、下一代终端安全方案、MSS 安全运营、态势感知
信安世纪	Web 应用防火墙、态势感知、零信任
迪普科技	态势感知、安全运营、SD-WAN、IPv6、信创框式负载均衡、安全检测平台、安全审计产品
亚信安全	态势感知、数据治理、EDR 产品、XDR 产品、零信任、车联网、工控安全、安全运营、5G 安全
天融信	SD-WAN、零信任、可信计算、拟态防御、物联网安全解决方案、车联网安全产品
安恒信息	智慧城市安全、物联网安全、“安恒云”平台化产品
绿盟科技	数据安全、零信任、物联网安全、威胁情报与威胁狩猎
启明星辰	欺骗防御、全流分析取证解决方案（NFT）、XDR

资料来源：Wind、各公司官网、各公司公告、天风证券研究所

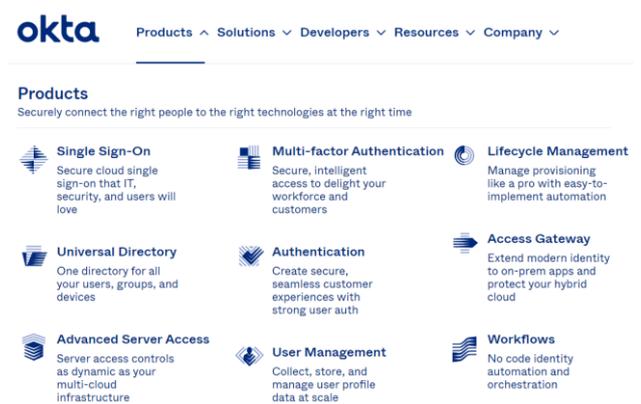
3. 四大问题探寻网安演绎方向

通过以上对于中国网安市场历史业绩表现以及产品发展历程的梳理总结，我们从中美竞争格局对比、中美安全市场对标、市场集中度变化、以及中长期重点赛道四个角度来探寻未来中国网络安全市场的演绎方向。

3.1. 为什么中国和美国网安市场的竞争格局不同？

与中国市场相比，美国网络安全公司呈现出业务更聚焦、细分领域内竞争格局更清晰、且收入体量更大的特点。从结果导向来看，我们看到我国网络安全市场占信息市场的比重仅为不到 2%，而美国这一比重约为 20.4%，领先我国十倍以上。

图 16：美国某身份和访问控制领域头部公司官网产品界面
(2020 年收入规模：8.4 亿美元)



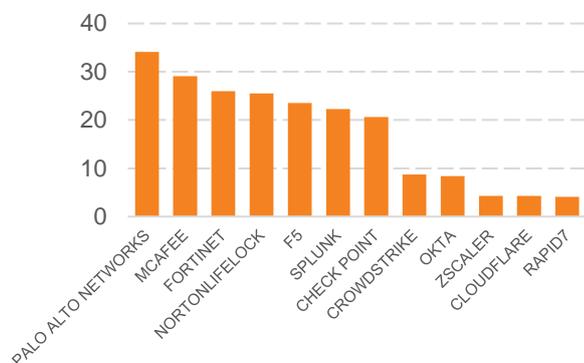
资料来源：Okta 公司官网、天风证券研究所

图 17：中国某头部综合安全公司官网产品界面（节选）
(2020 年收入规模：36.5 亿元)



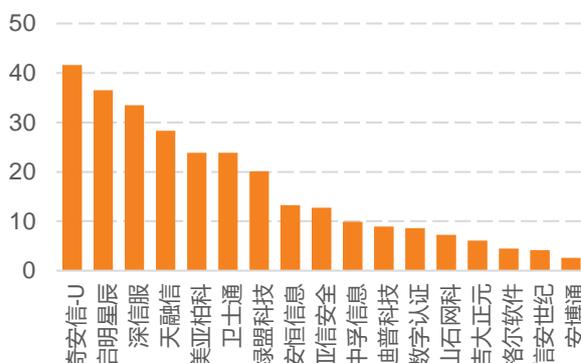
资料来源：启明星辰公司官网、天风证券研究所

图 18：美国部分网络安全公司 2020 年收入体量（单位：亿美元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：中国部分网络安全公司 2020 年收入体量（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：收入统计口径仅包含安全业务收入

表 7：Gartner 魔力象限各网络安全细分领域头部公司

细分领域	领导力象限公司
网络防火墙	Palo Alto Networks、Fortinet、Check Point
WAF	Akamai、Impeva
安全网关	ZScaler
终端安全 (EPP)	微软、CrowdStrike、Trend Micro、SentinelOne、McAfee、Sophos
访问管理	Okta、微软、Ping Identity、OneLogin、ForgeRock
身份管理	Sailpoint、Saviynt、IBM、Omada、One Identity
特权访问控制	CyberArk、Thycotic、BeyondTrust、Centrify
SIEM	Splunk、IBM、Rapid7、Exabeam、Securonix、LogRhythm

资料来源：Gartner、Fortinet 官网、ZScaler 官网、Okta 官网、Know-All-Edge 官网、天风证券研究所

我们认为中美网络安全竞争格局的差异主要由以下两个原因导致：

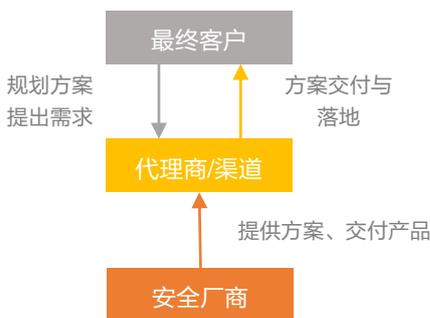
1) 市场总规模基数差异大

根据 Frost&Sullivan 和前瞻研究院数据,2021 年全球网络安全市场规模约为 1391 亿美元,假设北美地区占比 45% (参考前瞻研究院 2019 年北美市场占比数据,假设 2021 年占比维持不变),则北美网络安全市场规模约为 636 亿美元,相比之下我国 2021 年网络安全市场规模仅为 650 亿元人民币左右 (根据中国网络安全产业联盟)。在此背景下,考虑到中国至少 2000 家网络安全公司分布在至少 13 个子领域内,每一家公司在特定子领域内能够获得增长潜力相对有限,选择横向产品线的扩充是保持收入增长的较为高效的战略手段。

2) 产业分工差异

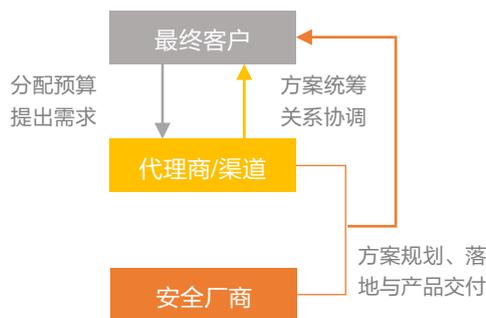
对安全产业认知及需求的差异是造成产业分工差异的主要原因。美国市场客户对自身业务需求较为明确，并具备设计和规划业务方案的能力，在合作过程中代理商提供方案交付、方案落地，安全厂商只需交付产品、提供方案和功能，分工相对明确，安全厂商更多聚焦于产品本身，因而形成了细分领域赢家通吃的局面。而中国市场客户大多实行预算制，客户仅提出需求，代理商负责方案统筹与关系协调，厂商与代理商共同负责方案的规划、分解和实施落地，故而客户关系、商业运作、产品能力共同影响最终产业格局。

图 20：美国安全产业分工



资料来源：钛资本、天风证券研究所

图 21：中国安全产业分工



资料来源：钛资本、天风证券研究所

3.2. 中国网安市场是否有对标美国市场的潜力?

尽管与美国市场相比，中国网安市场规模和竞争格局存在一定差距，但展望长期我们仍认为中国网安市场有望对标美国市场，逐步在细分领域出现龙头公司，主要驱动因素为：

1) 政策层面：相同战略高度以及持续完善的法律体系

美国网络安全战略的发展历程自克林顿总统时代即开始，至 2003 年提升至国家战略高度。我国自 2014 年网络安全被提升至国家战略高度以来，2017 年《网络安全法》正式实施，伴随《数据安全法》与《个人信息保护法》及一系列行政法规和部门规章的落地，网络安全体系逐步建立完善，与美国市场比肩。

图 22：中美网络安全战略发展对比



资料来源：安全牛网站、《南京邮电大学学报（社科版）》201603 期、《美国网络安全战略变化趋势及问题研究》、中国信息安全公众号、各政府官网、天风证券研究所

2) 市场规模层面：高于全球市场的增速

全球网络安全市场未来三年年均复合增速约为 9%，而我国网络安全市场未来三年年均复合增速有望达到 20%，是全球增速的 2 倍以上，考虑到美国网络安全市场已相对成熟且美国网络安全公司面向全球市场，我们认为美国网络安全市场规模增速可参考全球平均水平，故而我们预测未来我国网络安全市场规模与美国网络安全市场规模的差距有望持续缩窄。

3) 上市公司收入增速层面：持续上行的行业 β

通过上文对上市公司加权平均收入增速的整理，我们观察到抛开疫情影响近年来上市公司业绩增长呈现出上升趋势，整体行业景气度维持在较高水平，且有望在政策和新技术的加持下进一步提升。

4) 市场需求层面：持续加深的攻防意识与需求

网络攻防是激活网安市场内生需求的重要途径。通过网络攻防演练，高危漏洞的发现和重要目标系统的攻破有助于各领域管理和技术人员直观感受到网络被攻破的后果，增强对网络安全风险认知。美国 2008 年率先开展国家网络靶场建设，随后欧洲启动了网络攻防演习，对全球网络安全市场的增长起到了一定推动作用。根据 IDC 统计数据，2007 年全球网络安全市场总规模约为 68 亿美元（可对标我国网安市场现有规模），而 2017 年全球网络安全市场规模超过 1000 亿美元，10 年间 CAGR 约为 31%。我国自 2016 年开始启动“护网行动”以来，参与范围逐渐扩大、防御攻击手段不断丰富，未来我们看好网安需求层面攻防意识的崛起以及其对市场的持续推动。

表 8：全球各国网络攻防意识布局

时间	组织方	网络攻防活动与措施
2008	美国	开展国家网络靶场建设
2008	北约	设立网络站防御中心
2010	北约	举行“锁定盾牌”年度演习
2010	欧洲(含当时 22 个欧盟成员国以及冰岛、挪威、瑞士等非欧盟成员国)	举办模拟网络战“欧洲 2020 网络”
2012	美国	启动“网络风暴”攻防演练
2013	日本	建立“网络防卫队”

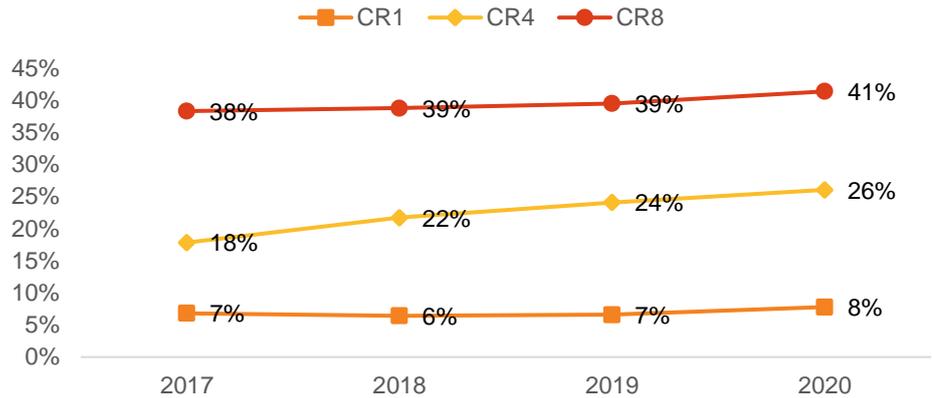
资料来源：神州明达官网、网安视界公众号、人民网、湖南省网络空间安全协会、信息安全与通信保密杂志社、天风证券研究所

3.3. 网安板块市场集中度是否会持续提升？

根据中国网络安全产业联盟统计数据，近年来我国网安板块市场集中度呈现出小幅提升的趋势，但是长远来看，我们认为中国网安市场的集中度并不会出现大幅提升，行业整体格局仍将保持分散局面。

一方面，随着更多新的安全赛道由技术研发转向商业化落地，新上市的安全公司对行业收入带来的边际增量要高于已上市的安全公司，对于头部安全公司而言随着收入体量的增加维持稳定高增速将会更加困难；另一方面，由于网安市场细分领域多，且中国网安市场并非细分领域赢家通吃，大部分安全公司可以依托于渠道与客户关系的优势而存活下去，故而我们认为在不出现壁垒高且市场空间广大的新赛道的前提下，中国网安市场的集中度或将在小幅提升后维持在相对稳定水平。

图 23：中国网络安全市场集中度



资料来源：中国网络安全产业联盟、天风证券研究所

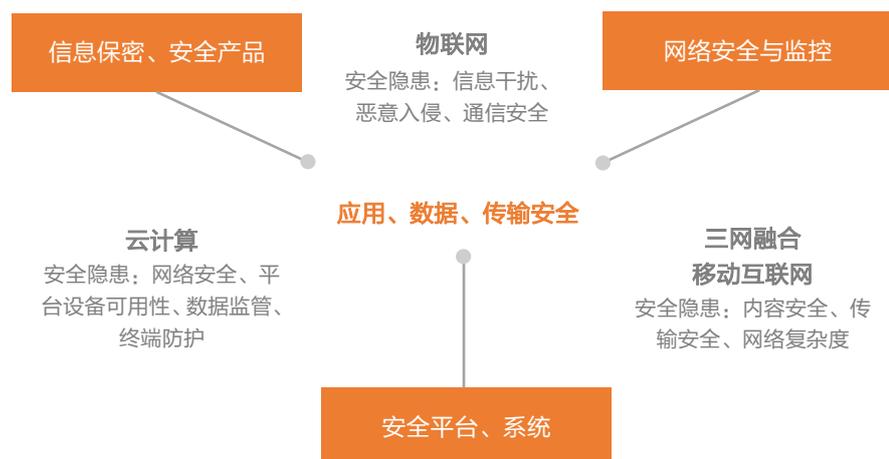
3.4. 为什么我们认为云安全是中长期的重点赛道？

展望未来，我们认为云安全将是网络安全领域的战略核心。通常而言，我们认为云安全既包含在云上提供的安全产品和服务，亦包含围绕云架构本身展开的安全防护。从时间和空间两个角度论证：

1) **时间角度：**IT 基础设施的云化转型、安全产品的场景化以及服务化交付、多端点访问带来的网络边界的弱化使得云安全成为网络安全演进的大势所趋

十四五规划纲要提出，“培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业”，随着政企上云进程的逐步深入，网络安全的建设也将围绕云化建设展开。一方面，云计算“资源池、弹性、自服务”的基本特征与安全产品基于特定场景及服务的交付形式演变相契合，两者相辅相成；另一方面，随着远程办公的常态化，多端点的访问使得网络的边界逐渐弱化，围绕“云、网、边、端”搭建完整可靠的安全防护体系势在必行。

图 24：云安全生态链



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

对标美国市场，美国在 2005 年前后提出云计算相关概念并逐渐普及应用后，新兴安全公司业务大多围绕云环境展开，涌现出 Zscaler、Cloudflare、CrowdStrike、OKTA 等头部云安全公司，市值达上百亿美元。在中国市场，我们看到深信服、安恒信息、奇安信、亚信安全等公司已在云安全领域深入布局，同时也看到如青藤云、云深互联等深耕云安全领域的创业公司开始崭露头角。根据赛迪研究院，2020 年中国云安全市场规模为 82.5 亿元，

2021-2023 年将保持 45.5%的年均复合增长率，到 2023 年达到 260.6 亿元。我们看好未来云安全以高可用、优质体验以及 SaaS 化服务模式带来的潜在附加价值。

- 2) **空间角度**：云作为信息化时代的基础设施，是未来网络安全产品与服务的重要载体，也是串通各安全细分赛道的纽带

云计算是数字化转型新型基础设施的关键环节，基于虚拟化技术，存储、计算与网络均以软件定义的形式实现，在此基础上，未来云环境将成为业务系统运行、中后台运维、以及数据文件存储的载体，云既是“关键信息基础设施”本身，又是零信任、数据安全、态势感知、终端安全等安全解决方案交付的纽带，是未来网络安全领域的核心基础设施。

4. 核心结论

我们认为中国网络安全市场“万事俱备，东风已来”。

- 1) 从网安公司的历史业绩表现来看，自 2007 年以来行业平均收入增速保持在 20%以上，网安行业景气度一直维持在较高水平，且在政策催化和产品迭代的影响下，行业 β 和公司 α 机会交替轮动。考虑到 2021 年内网安板块政策频出，我们认为可关注短中期内板块 β 行情；同时关注到近期产业动向，我们建议关注围绕信创、行业数据安全监管（互联网、金融、汽车等）、数字货币、以及国密算法改造等项目带来的公司 α 机会。
- 2) 从网络安全行业的竞争格局来看，我们看到不同细分领域的壁垒正在被逐渐打破，安全公司之间的竞争赛道正在逐渐重合。而在竞争格局重塑的过程中，我们认为新安全赛道的增长势能突出，是各公司长期维持高增速的核心驱动因素。其中，我们格外看好云安全在整个安全赛道的战略地位。
- 3) 从长期（5-10 年）的时间维度来看，对标全球网络安全领域的发展历程，我们认为中国网络安全市场正在进入产业高速发展期，伴随政策与技术发展共振，我们看好行业高景气度的持续以及新兴赛道的高增长空间。

5. 风险提示

- 1) **报告中数据统计存在主观判断与口径差异**：我们追溯了 2007-2021 年前三季度网安上市公司的业绩表现情况，对于部分公司来说网络安全仅为其业务的一部分，故而在统计过程中针对各公司对网络安全业务的披露信息进行了口径调整；同时针对公司在发展过程中由于兼并收购带来的业绩波动变化，我们也根据相关信息进行了调整；对于各公司关于新安全和传统安全的业务表现情况，我们也根据主观判断进行了口径划分。
- 2) **历史统计性结论对未来发展的指引性**：考虑到报告中的数据统计存在一定主观判断和口径差异，我们认为文中基于历史数据的统计性分析结论并不能作为对于未来行业发展预测的充分必要条件，仍需结合多方信息综合判断。
- 3) **行业公司业绩短期波动**：考虑到疫情等不确定性因素，我们认为可能影响上游设备供应，同时影响下游订单交付，为行业内公司短周期内的业绩实现带来扰动；同时考虑到宏观经济不景气的风险，下游客户的购买力亦有可能在短时间内下降。
- 4) **行业竞争加剧**：随着市场参与方的增加以及产品线的重合，行业内公司竞争存在进一步加剧的风险。
- 5) **板块政策发生重大变化**：尽管根据以上分析整体网安产业政策向好，但我们仍认为存在由于国家战略调整或其他重大事件导致行业整体政策发生重大转向的风险。

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