

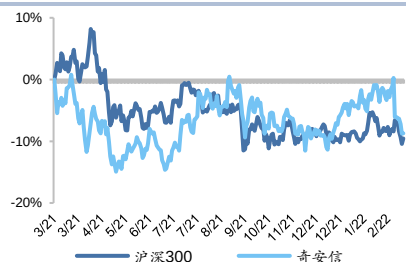
数字经济打开空间，平台建设推动盈利

投资评级：买入 (首次)

报告日期：2022-03-25

收盘价 (元)	58.0023
近 12 个月最高/最低 (元)	130.29/56.21
总股本 (百万股)	68.21
流通股本 (百万股)	45.86
流通股比例 (%)	67.23%
总市值 (亿元)	395.61
流通市值 (亿元)	265.97

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：陈晶

执业证书号：S0010120040031

邮箱：chenjing@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

相关报告

1. 《华安证券_行业深度_计算机行业_深度研究_数字经济系列 (二): “东数西算”奠定数字经济发展基础》2022-03-16

主要观点：

● 公司多类产品居行业首位，营收高速增长

公司自 2014 年成立至今，凭借持续的高研发和在新赛道布局的先发优势，目前已发展成为国内领先的基于大数据、人工智能和安全运营技术的大型政企网络安全供应商，业务覆盖网络安全产品、网络安全服务及硬件。2016-2021 年，公司营收复合增长率约 55%。公司产品线全面，根据安全牛发布的第八版中国网络安全行业全景图，公司入选 13 个一级安全领域和 94 个二级细分领域，成为连续多年入选全景图细分领域最多的企业。与此同时，公司在零信任、终端安全、态势感知、威胁情报等领域位居行业首位，未来新赛道产品+服务有望成为公司营收增长主力。

● 行业趋势偏向主动防御，政策+需求助未来发展

我国网络安全行业现在已经进入动态积极防御阶段，下游需求从合规导向转为强安全导向，增速开始攀升。根据信通院数据，2020 年全球网络安全市场的规模为 1366.6 亿美元，北美市场占比为 46.8%。而我国的市场规模为 532 亿元，仅占全球市场的 6.1%，未来有较大的增长潜力，主要驱动力来自于：1) **网安相关政策刺激**：网信办等部门相继出台《网络安全法》、等保 2.0、《数据安全法》等政策法规，创造发展环境；2) **安全威胁的变化使安全技术不断更新迭代**：从过去主流的病毒、木马、蠕虫等安全威胁到现在新增的勒索病毒、供应链攻击等安全威胁，安全威胁越来越多样化、且复杂度也在不断的提升，而安全的本质是攻与防，所以，安全威胁的变化将使得传统的网络安全产品、技术不能满足安全防御，从而迫使安全技术持续更新迭代；3) **新兴产业“云大物移工”的发展催生新安全需求**：云计算、大数据、物联网、移动互联网、5G、工业互联网等前沿技术发展将使得传统的网络安全产品不再能满足客户需求，从而迫使网络安全产业转变安全理念，更加重视网络安全中的主动防御，进行创新变革提升网络安全能力，迎来新一波投资机会。

● 产品平台体系成型，乘上“东”风有望盈利

未来网安行业下游需求将高速增长，应用场景之一的“东数西算”计划有望撬动 17 万亿的数字产业化与 70 万亿的产业数字化，将催生数据安全、边界安全与实战态势感知等方面的需求，有利于公司在这三方面的营收提升。根据 2021 年业绩快报，公司以上三大类产品营收同比增速均超 30%，此增速有望维持。除此之外，公司四大类产品以及安全服务已形成完整体系，可满足未来下游各类政企用户的多种需求，而平台逐渐落地也将解放公司技术人员的生产力，缩短项目工期，并保证项目质量稳定，免受人员流失影响，利于公司营收进一步扩大。与此同时，公司的平台高投入期随着项目落地逐渐收尾，研发能力提升，研发与销售费用率增速将得到抑制，利润空间逐步兑现，今年盈利拐点有望到来。

● 投资建议

奇安信过去在平台的研发投入较高且保持网安行业市占率第一的地位，具备在未来实现收入和利润放量增速的条件。在“东数西算”催化下，网安产品及服务的需求持续释放。我们预计公司 2021-2023 年分别实现收入 58.11 / 81.37 / 113.97 亿元，同比增长 39.6% / 40.0% / 40.1%；实现归母净利润-

5.52/1.05/3.83 亿元，同比增长-65.2%/119.1%/263.9%，首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4161	5811	8137	11397
收入同比 (%)	31.9%	39.6%	40.0%	40.1%
归属母公司净利润	-334	-552	105	383
净利润同比 (%)	32.4%	-65.2%	119.1%	263.9%
毛利率 (%)	59.6%	62.9%	64.0%	64.2%
ROE (%)	-3.3%	-5.8%	1.1%	3.9%
每股收益 (元)	-0.54	-0.81	0.15	0.56
P/E	—	—	385.96	106.05
P/B	8.56	4.30	4.25	4.09
EV/EBITDA	18.60	12.34	-5.02	-2.94

资料来源：Wind，华安证券研究所

● 风险提示

1) 未来公司控制费用效果不及预期；2) 政策刺激效果不及预期；3) 公司平台落地后增效不及预期。

正文目录

引言：行业主流偏向主动防御，平台搭建基本完成，网安龙头今年有望实现盈利.....	5
1 多产品居行业首位，营收高速增长.....	6
1.1 从传统产品到动态防御，网安龙头高速增长.....	6
1.2 股权结构稳定且清晰，国资背景进一步加持.....	7
1.3 多位职业经历丰富高管领路，股权激励绑定核心技术人员.....	8
1.4 营收结构优化，高质量发展战略卓有成效.....	9
2 网安趋势转为主动防御，政策+需求助未来发展.....	12
2.1 政策密集发布，行业景气向上.....	13
2.2 与产业数字化相伴而生，随 IT 架构的演进发展创新.....	13
2.3 “云大物工移”催生新需求，安全应用场景拓宽.....	15
3 产品平台体系成型，乘上“东”风有望盈利.....	15
3.1 数字经济新需求，“东数西算”赋予价值空间.....	15
3.2 产品体系打造完成，多类需求全面覆盖.....	16
3.3 平台助业务降本增效，利润空间即将兑现.....	19
4 投资建议.....	21
4.1 基本假设与营业收入预测.....	21
4.2 估值和投资建议.....	22
风险提示.....	22
财务报表与盈利预测.....	23

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司安全防护产品体系.....	7
图表 3 公司股权结构.....	7
图表 4 中国电子支撑网络强国建设的总体思路.....	8
图表 5 中国电子战略入股奇安信发布会.....	8
图表 6 公司高级管理人员.....	8
图表 7 2020 年限制性股票计划授予对象.....	9
图表 8 2016 至 2021 年公司营业收入及增速.....	9
图表 9 2016 至 2021 年公司归母净利润及增速.....	9
图表 10 2017 年至 2020 年公司各业务营收占比.....	10
图表 11 2017 至 2020 年公司毛利率及分业务毛利率.....	10
图表 12 2017 年至 2021Q3 公司费用率.....	11
图表 13 2017-2020 公司研发费用情况.....	11
图表 14 2017-2020 公司研发人员情况.....	11
图表 15 网络安全技术的发展历程.....	12
图表 16 2015 至 2020 年全球网络安全市场规模及增速.....	13
图表 17 2015 至 2020 年中国网络安全市场规模及增速.....	13
图表 18 网安产业重要政策梳理.....	13
图表 19 网络安全行业产业链.....	14
图表 20 2020 年网络安全市场营收行业结构.....	14
图表 21 2016-2021 年中国云安全市场规模及增速.....	15
图表 22 2016-2021 年中国大数据安全市场规模及增速.....	15
图表 23 2016-2021 年中国物联网安全市场规模及增速.....	15
图表 24 2016-2021 年中国工业互联网市场规模及增速.....	15
图表 25 “东数西算”的八大枢纽和十大集群.....	16
图表 26 八大网络安全研发平台.....	17
图表 27 2019 年网络安全态势感知能力指南.....	17
图表 28 2021 年中国态势感知解决方案市场评估.....	17
图表 29 奇安信零信任解决方案.....	18
图表 30 2017-2019 年天擎一体化终端管理系统销售收入及增速.....	18
图表 31 公司安全服务布局.....	19
图表 32 八大网络安全研发平台.....	20
图表 33 公司在研平台项目情况（每一列清晰，优化）.....	20
图表 34 公司研发组织架构.....	21
图表 35 奇安信分项业务收入（百万元/%）.....	21
图表 36 奇安信重要财务指标（百万元）.....	22

引言：行业主流偏向主动防御，平台搭建基本完成，网安龙头今年有望实现盈利

受政策刺激与技术、需求升级驱动，网安行业进入快速发展时期，公司平台搭建完成有望今年盈利。随着等保 2.0、《数据安全法》的提出，我国的网络安全行业进入动态防御阶段，G 端与 B 端用户对于网络安全的需求也从单一的“合规”需求变为高防护需求，行业潜力巨大明显。同时“东数西算”的推出，也将带动数据产业与数字化的发展，催生大量数据安全、终端安全、边界安全及态势感知需求。公司作为网安行业龙头，产品线体系化程度高，全面覆盖各应用环境且八大平台搭建完成，在业务开展和项目研发两方面的降本增效能力得到进一步增强，22 年有望迎来盈利期。

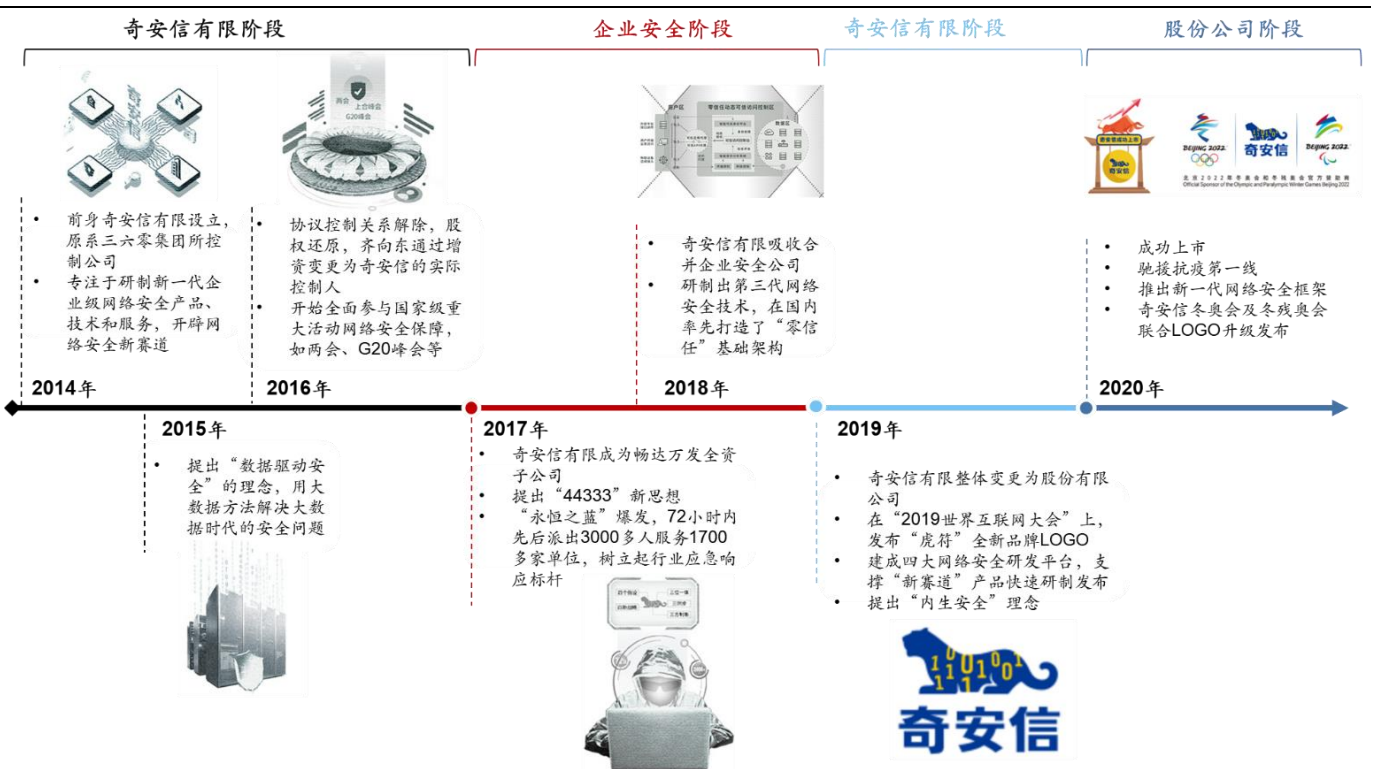
- **逻辑一：数字经济新需求，“东数西算”赋予价值空间。**“东数西算”未来模式或为存算分离，数据将进行大规模的传输、存储和计算等处理。我们测算“东数西算”撬动的数字产业化将达 17 万亿，行业数字化将达 70 万亿，其中将有许多数据安全、边界安全与实战态势感知的需求，利好公司在这三方面的发展。2021 年，公司在数据安全与隐私保护收入超过 11 亿，同比增速超 50%，未来有望保持高增速。
- **逻辑二：产品体系打造完成，多类需求全面覆盖。**在行业进入主动防御阶段与“东数西算”的大背景下，数据安全、终端安全与实战态势感知等方面的需求将快速膨胀，公司在以上方面布局了百余款产品，并通过技术平台形成系统防护，可以应对未来下游各类需求。根据 2021 年业绩快报，公司以上三类产品营收增速均超过 30%，并且下游仍有拓展空间。
- **逻辑三：平台助业务降本增效，利润空间即将兑现。**自 2020 年开始，公司超过 60% 的研发投入均投入平台研发项目，2020 年公司全年研发费用率近 30%。截至 2021 年 H1，公司 12 个平台类在研项目中，过半已进入测试、发布或迭代状态。我们预计，随着平台项目的持续落地，公司的研发投入增速将下降，对净利润产生积极影响。与此同时，平台的技术沉淀也将助力业务开展，释放生产力，控制销售费用增速，有望今年迎来盈利期。

1 多产品居行业首位，营收高速增长

1.1 从传统产品到动态防御，网安龙头高速增长

从网络安全传统领域出发，叠加“新赛道”产品提供全面网络安全解决方案。公司发展历程可分为以下几个阶段：1) **奇安信有限阶段 (2014-2016 年)**：公司前身奇安信有限成立于 2014 年，系三六零集团所控制公司，2015 年 12 月公司实际控制人齐向东与三六零集团董事长周鸿祎签订拆分协议；同时，公司分别于 2014 年和 2016 年收购传统网络安全厂商网神和网康，这为公司传统网络安全业务的发展奠定了基础；2) **企业安全阶段 (2017-2018 年)**：公司率先打造“零信任”基础架构；3) **奇安信股份有限阶段 (2018-2019 年)**：公司进行股份制改革，同时构建四大研发平台以支撑“新赛道”产品的快速研发；4) **股份公司阶段 (2020 年-至今)**：公司于 2020 年 7 月登陆科创板上市，推出新一代网络安全框架，营收规模快速扩大。

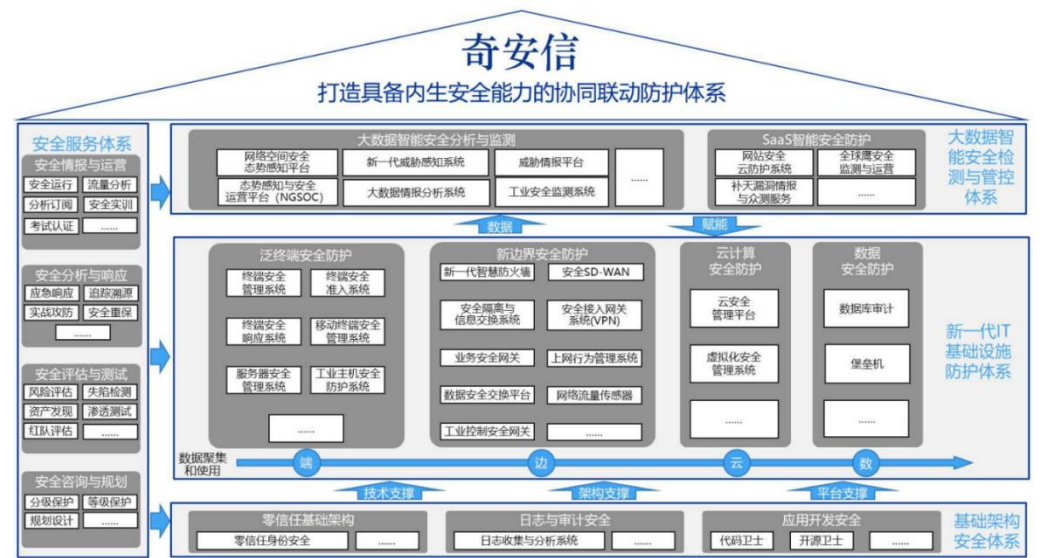
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

专注于网络安全产品市场，打造具有内生安全能力的协同联动防护体系。奇安信自成立之初，专注于研制新一代网络安全产品、技术和服务，采取高举高打战略，产品线布局全面，目前已形成完善的协同联动安全防护体系。根据 2021 年 3 月国内网络安全权威机构安全牛发布的第八版中国网络安全行业全景图，公司入选 13 个一级安全领域和 94 个二级细分领域，成为连续多年入选全景图细分领域最多的企业。目前，公司主要有网络安全产品、网络安全服务和硬件三大业务线。具体来看：1) **网络安全产品**：包括终端安全、边界安全、数据安全、实战型态势感知四大类安全产品；2) **网络安全服务**：根据客户的实际需求提供技术、咨询以及安全保障等服务；3) **硬件及其他**：基于客户需求外采第三方硬件销售给客户。

图表 2 公司安全防护产品体系

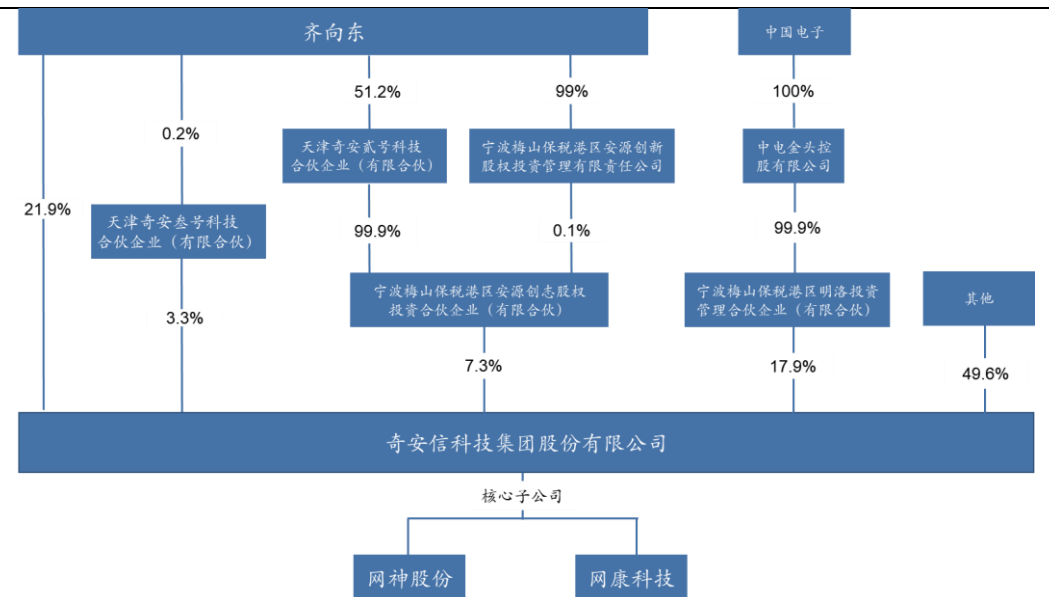


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.2 股权结构稳定且清晰，国资背景进一步加持

齐向东为集团最大股东，公司股权结构稳定。奇安信实际控制人兼董事长齐向东直接持有本公司 21.9% 的股份，通过其控制的安源创志、奇安叁号间接控制本公司 3.7% 的股份，合计控制本公司 25.6% 的股份，是公司前十大股东中唯一的自然人股东。公司第二大控股股东明洛投资持股 17.9%，其实际控制人为中国电子信息产业集团。

图表 3 公司股权结构

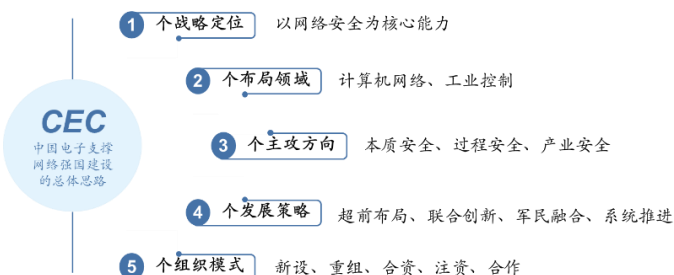


资料来源：WIND，华安证券研究所

中国电子战略入股奇安信，助力公司加速发展。2019 年 5 月，中国电子以人民币 37.31 亿元持有奇安信 22.59% 股份。中国电子是以网络安全和信息化为主业的中央企业，兼具计算机 CPU 和操作系统关键核心技术，已成功突破高端通用芯片、操作系统等关键核心技术。中国电子战略入股奇安信将有利于双方在技术创新、资源整合、重大项目

建设等方面开展合作,进一步强化网络安全核心能力,全面提升服务网络强国建设的战略支撑力。我们认为,中国电子战略入股奇安信一方面有利于双方在技术领域进行合作;另一方面,中国电子的国企性质有利于奇安信进一步开拓其在政企领域的市场。

图表 4 中国电子支撑网络强国建设的总体思路



资料来源:中国电子官网,华安证券研究所

图表 5 中国电子战略入股奇安信发布会



资料来源:中国电子官网,华安证券研究所

1.3 多位职业经历丰富高管领路,股权激励绑定核心技术人员

创始人齐向东政企经历丰富,多位高管具有复合型背景。公司创始人齐向东先生曾任新华社通信技术局副局长、中国网络空间安全协会副理事长、国家计算机应急处理中心反病毒联盟专家等技术指导专家等,职业经历丰富,管理型背景与政企背景结合为公司发展保驾护航。**其他高管多数有工科与管理混合背景,**如吴云坤曾任中国惠普有限公司上海分公司电信顾问、三六零集团企业安全总裁等;赵炳弟曾任德国西门子(中国)维修中心工程师、松下电器(中国)有限公司董事及总裁等。

图表 6 公司高级管理人员

高管	公司职务	履历
齐向东	董事长、董事	研究生学历。曾任新华社通信技术局副局长、雅虎中国区副总裁、三六零集团创始人、总裁。同时,还担任北京市政协委员、中国网络空间安全协会副理事长、国家计算机应急处理中心反病毒联盟专家。
姜军成	董事	研究生学历,毕业于中央财经大学会计学院 MPAcc,清华大学经管学院 EMBA。曾任中地集团星火投资有限公司投资分析师,华大科技执行董事/董事局副主席、中国电子信息产业集团有限公司资产经营部副主任等,2019 年 5 月份起,任奇安信科技集团股份有限公司董事。
吴云坤	董事	南京航空航天大学计算机科学与技术专业研究生毕业。曾任中国惠普有限公司上海分公司电信顾问、北京中科网威信息技术有限公司技术总监、三六零集团企业安全总裁。
杨洪鹏	董事	东北财经大学工商管理专业本科毕业。曾任新华通讯社技术局高级工程师、副处长、三六零集团高级总监。
孟焰	独立董事	1997 年 8 月获财政部财政科学研究所博士学位。亦现任中央财经大学会计学院教授兼博士研究生导师。曾任中粮地产(集团)股份有限公司独立董事、北京首创股份有限公司独立董事。目前为本公司审计和风险管理委员会委员及薪酬与考核委员会主席。
徐建军	独立董事	北京大学法学硕士、上海交通大学金融 EMBA。曾任上海来伊份股份有限公司独立董事等,2019 年 5 月起兼任奇安信科技集团股份有限公司独立董事,2019 年 10 月起兼任华泰联合证券有限责任公司独立董事。
赵炳弟	独立董事	研究生学历,毕业于中央党校科学技术与哲学专业。曾任德国西门子(中国)维修中心工程师、松下电器(中国)有限公司董事,总裁等,2019 年 5 月起,任奇安信科技集团股份有限公司独立董事。

资料来源:WIND,华安证券研究所

股权激励彰显公司对业绩预期的信心，核心团队结构稳定性提升。奇安信作为网络安全行业的技术型科技公司，主营业务以轻资产模式为主，核心团队是公司最重要的资产，包括董事和高管、核心技术人员及骨干员工。2020年10月30日，公司发布2020年股权激励计划，拟授予激励对象的限制性股票数量为1359.23万股，占公司股本总额的2%，首次授予的限制性股票占计划股票总数的80%，其业绩考核目标是以2019年营业收入为基数，2020、2021、2022和2023年营业收入增长率分别不低于25%、55%、90%和135%，5年业绩复合增速约为24%。我们认为本次股权激励体现公司管理层对未来公司业绩增速的信心，同时提高员工的归属感，进一步稳定公司核心团队结构。

图表7 2020年限制性股票计划授予对象

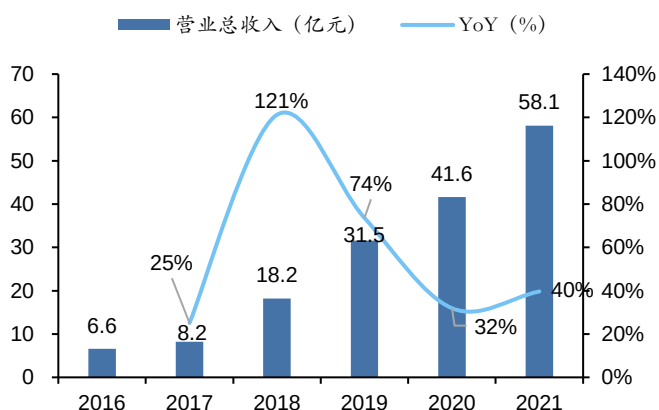
授予对象	获授的限制性股票数量（万股）	占总股本比例	授予数量说明
董事、高管： 吴云坤、杨洪鹏等7人	47.5	0.07%	本激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为1359.23万股，占公司股本总额2.00%。
核心技术人员： 马江波等9人	28.1	0.04%	其中，首次授予限制性股票1087.39万股，占本激励计划拟授予限制性股票总数的80.00%；
董事会认为需要激励的 其他人（共1142人）	1011.9	1.49%	预留271.85万股，占本激励计划拟授予限制性股票总数的20.00%。

资料来源：WIND，华安证券研究所

1.4 营收结构优化，高质量发展战略卓有成效

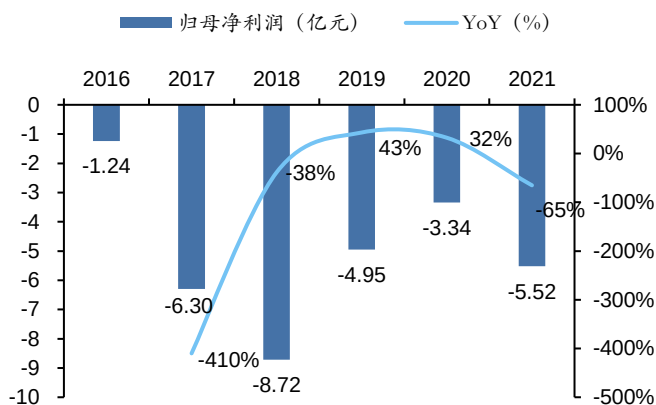
营业收入持续增长，盈利能力有所改善。营收方面，2016至2021年公司营业收入由6.6亿元增长至58.1亿元，CAGR为54.7%。主要原因系：1）网络安全行业政策密集出台，行业景气度高；2）公司“强研发”战略落地效果凸显，新赛道产品和服务的竞争力提升进而推动收入规模大幅增加；3）企业数字化、云化转型加速，客户需求增加。其中，2018年增速较高主要是由于政府行业项目验收所致。净利润方面，2017年至今，公司归母净利润亏损收窄，这主要是因为：一方面公司采取高举高打的发展模式，研发投入较高且目前处于人员快速扩张阶段；另一方面，公司加强费用管控。展望未来，我们认为在网络安全行业持续高景气的背景下，叠加公司产品核心竞争力的提升，以及研发平台的投入使用，公司营收有望持续增长，利润快速扭亏为盈。

图表8 2016至2021年公司营业收入及增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表9 2016至2021年公司归母净利润及增速



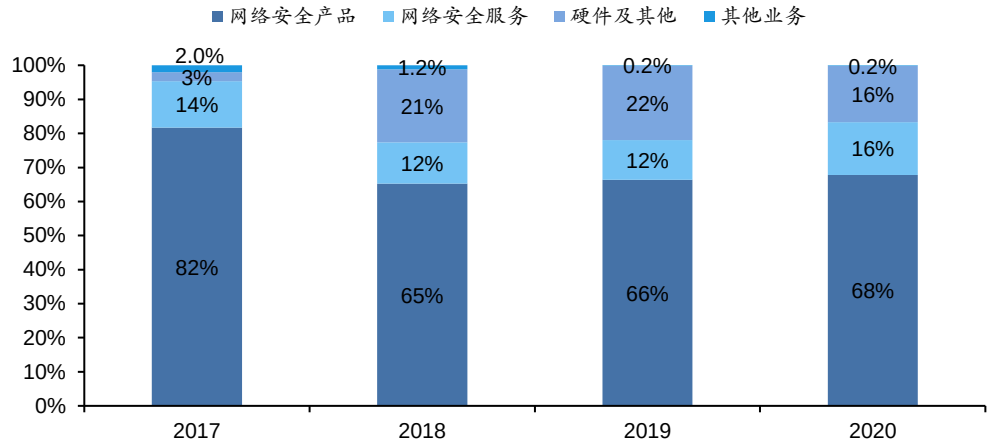
资料来源：WIND，华安证券研究所

安全产品和服务所占的比重逐渐增加，且对应的营收高速增长。分业务来看：

1) 网络安全产品是公司业务营收占比最高的产品线，2018/2019/2020 分别为

65%/66%/68%，该项占比始终在 65%以上且逐年提高，这与公司新一代网络安全产品营收高速增长有关；2) 网络安全服务占比稳中有升，这主要系因为一方面公司加大网络安全服务的投入，有较强的实战化攻防服务能力，另一方面政企客户对网络安全攻防实战化能力的重视程度增加。3) 硬件及其他为公司基于客户需求的外采业务，该业务营收占比逐步收窄。

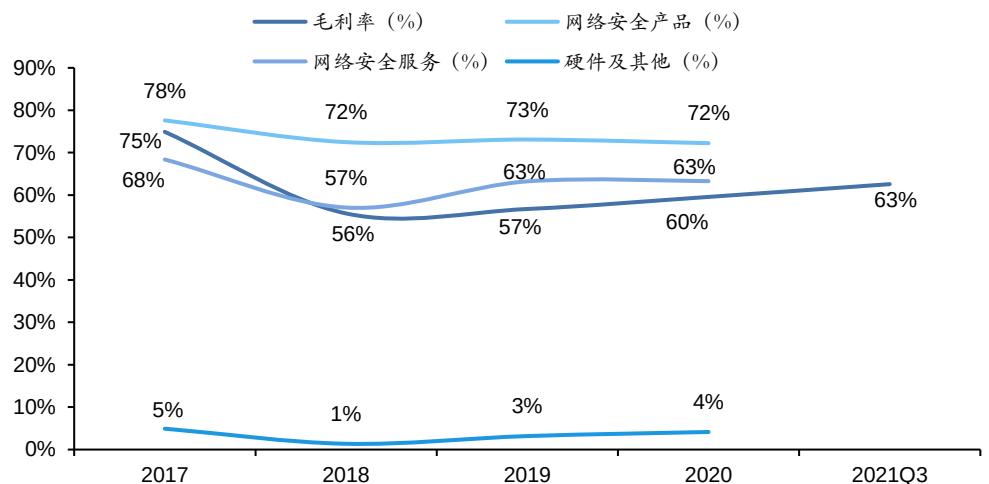
图表 10 2017 年至 2020 年公司各业务营收占比



资料来源：WIND，华安证券研究所

综合毛利率不断优化，网络安全产品毛利率达 72%。公司近三年毛利率不断优化，由 2018 年的 56%增长至 2021Q3 的 63%，但硬件及其他为公司外采业务，不涉及研发，且该领域较成熟，上游供应商议价能力较强，因此毛利率较低；而硬件及其他以外的业务均高于综合毛利率。这主要系：1) 公司高研发投入的网络安全产品有较高的毛利率，在主营业务中的占比在六成以上且还在不断上升；2) 毛利率水平较低的硬件及其他业务线在公司主营业务收入中的占比逐渐收窄；3) 规模效应凸显，单位产品成本压缩。

图表 11 2017 至 2020 年公司毛利率及分业务毛利率

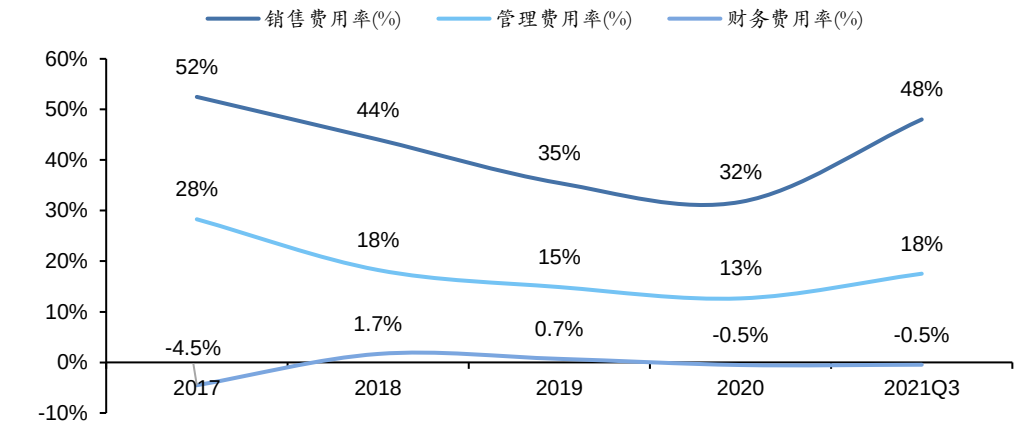


资料来源：WIND，华安证券研究所

运营能力提升，费用率逐渐降低。销售费用率由 2017 年的 52%逐渐下降至 2020 年的 32%，管理费用率由 2017 年的 28%降低至 2020 年的 13%，这主要系因为公司加强对

销售费用、管理费用的管控，提升经营效率所致；财务费用率趋于稳定。

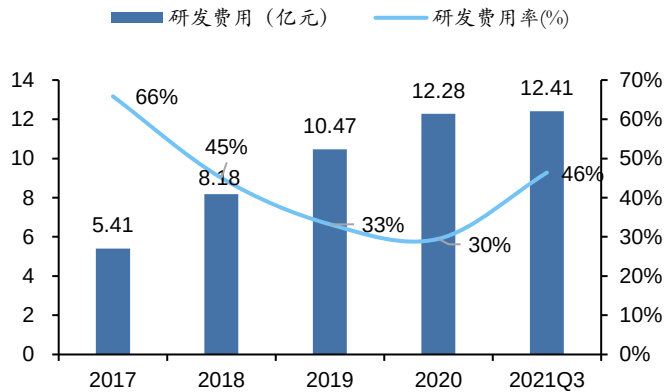
图表 12 2017 年至 2021Q3 公司费用率



资料来源：WIND，华安证券研究所

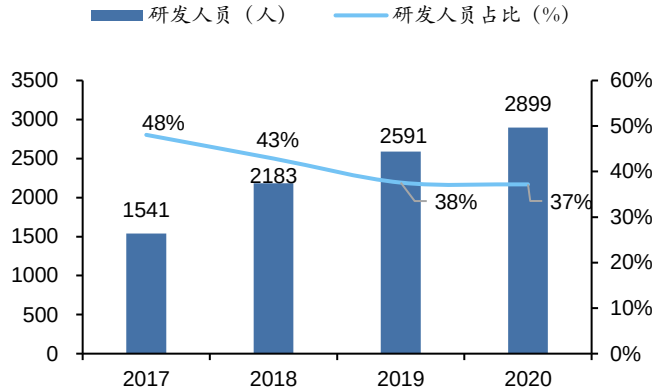
坚持“强研发”战略，研发团队规模不断扩大。从研发费用率来看，公司高度重视研发投入，2017 年至今研发费用率始终保持在 30% 以上，高于同行业平均水平，这主要系公司坚持“强研发”战略，以期通过建设研发平台，布局“新赛道”产品构筑技术壁垒；从研发人员来看，公司研发人员数量不断增加，2020 年达到 2899 人，研发人员占工作人员总数的比例趋于稳定。

图表 13 2017-2020 公司研发费用情况



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 14 2017-2020 公司研发人员情况



资料来源：WIND，华安证券研究所

2 网安趋势转为主动防御，政策+需求助未来发展

在技术创新与应用发展的过程中，中国网络安全产业经历了三个主要发展阶段：

第一阶段：1990 年到 2000 年前后，中国处于以反病毒为代表的主机层面单点威胁被动应对式防护阶段。该时期网络安全特征为单点和被动防御，需求以病毒预防和查杀为主。具体来看，采用黑名单机制，也即“非黑即白”，先是人工分析病毒的特征码，之后在电脑里通过扫描文件进行匹配、查杀。这一时期诞生的主要安全产品为传统防火墙（FW）、入侵检测/防御（IDS/IPS）等。

第二阶段：2000 至 2015 年，中国的网络安全产业快速发展，进入以防火墙(安全网关)为代表的静态综合式网络纵深防御阶段。安全产品从独立部署解决单一安全问题，发展为系统建设统一管理信息安全的平台。

第三阶段：2015 年-至今，网络安全产业处于动态积极防御阶段，以数据为重要驱动力，以大数据、云计算和人工智能为核心技术。下一代防火墙（NGFW）、态势感知、零信任、威胁情报等网络安全产品在这一时期诞生，在人工智能、机器学习等技术的基础上，网络安全防御方式向动态积极防御方向发展。

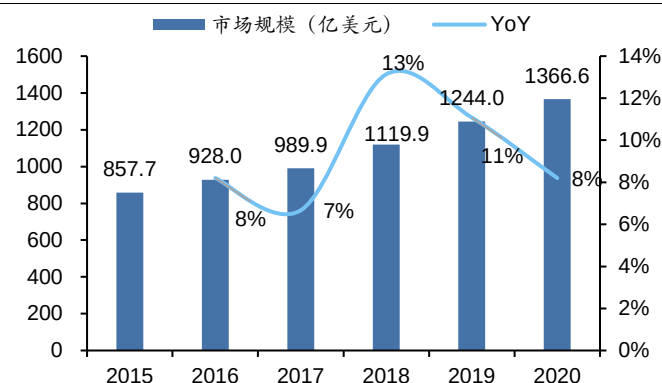
图表 15 网络安全技术的发展历程

安全技术时代	第一代 (1990年至2000年前后)	第二代 (2000年至2015年前后)	第三代 (2015年至今)
时代背景	病毒出现、技术简单、数量有限	木马产业化、样本海量、行为复杂化	设备多样化、系统复杂化、攻击多元化
核心技术	特征码+黑名单	白名单+云查杀+主动防御+人工智能引擎	大数据+威胁情报+人工智能+协同联动
对抗对象	静态样本	样本与样本行为	人：攻击者与攻击行为
安全目标	先感染，后查杀	拒敌于国门之外	追踪溯源、感知未知提前防御，快速响应
对人的要求	高	高	极高

资料来源：观研天下，华安证券研究所

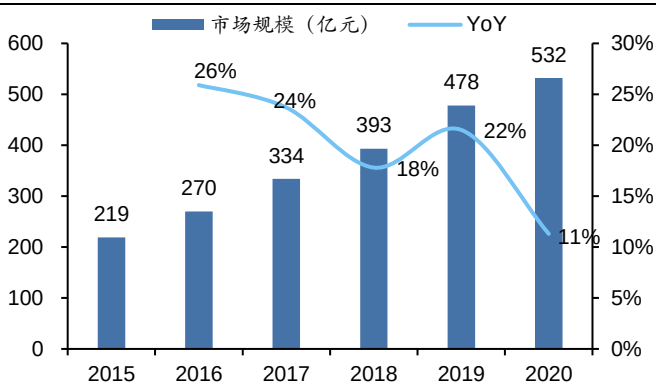
我国网络安全市场规模虽小，但增长稳定且潜力巨大。根据信通院发布的《中国网络安全产业白皮书（2022 年）》，2020 年全球网络安全市场的规模为 1366.6 亿美元，而 2020 年我国的市场规模为 532 亿元，仅占全球市场的 6.1%，而北美市场占比为 46.8%。但是我国网络安全市场规模已经从 2015 年的 219 亿元增长至了 2020 年的 532 亿元，且除 2020 年疫情影响外近几年的增速均在 15%以上，而全球网络安全市场规模的增速仅在 10%左右。我们认为，长期来看，我国网络安全市场有较大的增长潜力。

图表 16 2015 至 2020 年全球网络安全市场规模及增速



资料来源：中国信通院，华安证券研究所

图表 17 2015 至 2020 年中国网络安全市场规模及增速



资料来源：CCIA，华安证券研究所

2.1 政策密集发布，行业景气向上

2021 年网安产业重磅政策密集发布，驱动网安行业加快发展。我们认为 2021 年是网安产业的政策大年，从顶层政策来看，《数据安全法》、《个人信息保护法》与《网络安全法》共同构成了信息安全产业的顶层政策体系，使得企业在安全投入方面有法可依。此外，《关键信息基础设施安全保护条例》历经多年的征求意见，于 2021 年 8 月由国务院正式发布，这是继等保 2.0 之后，网安产业从具体落地层面来看的又一重磅政策，明确了关基领域网安建设的重要性，强化了关基领域大型企业相关领导的责任意识，为网安产业的需求拉动带来了实质上的提振。与此同时，伴随《数据安全法》的发布，相关行业的实施细则也在逐渐发布，如汽车数据安全、网络数据安全、金融数据安全等相关政策陆续出台。回顾 2021 年的网安产业，我们认为政策发布和随之而来的落地实施构成了产业发展的年度主线，这一主线有望在未来 3-5 年成为网安产业发展的重要驱动力。

图表 18 网安产业重要政策梳理



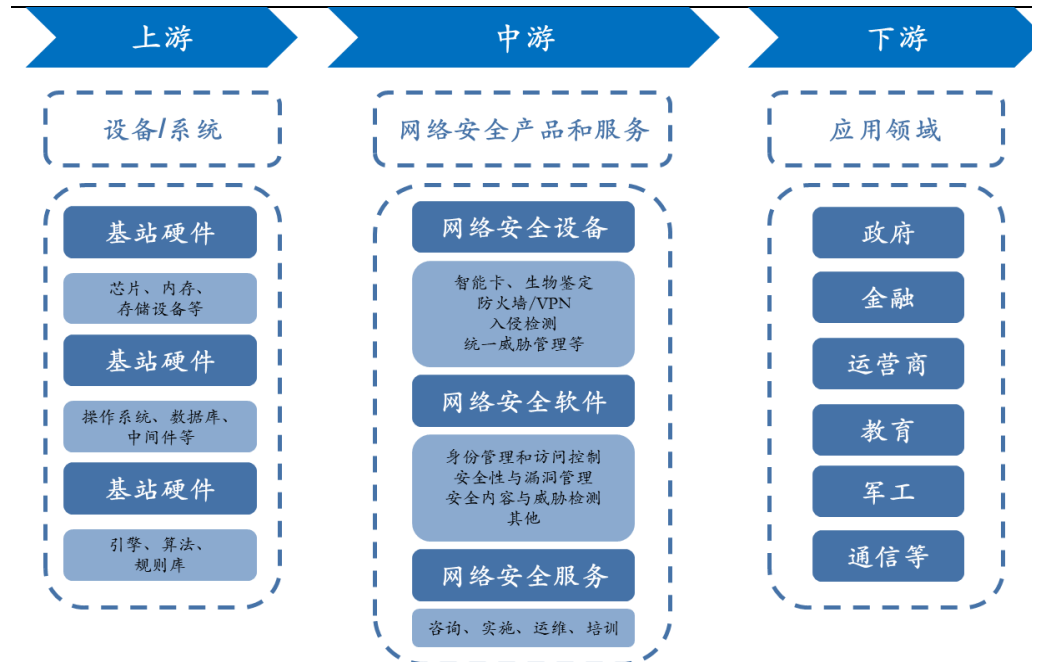
资料来源：华安证券研究所整理

2.2 与产业数字化相伴而生，随 IT 架构的演进发展创新

网络安全厂商位于产业链中游，随数字化发展而发展。网络安全厂商主要通过提供设备、软件、服务来为下游客户提供保护，如网络安全设备领域的防火墙/VPN，软件领域的安全性与漏洞管理以及服务领域的运维培训等，以避免恶意攻击、APT、病毒等事件的发生。数字经济时代，网络安全行业的发展与数字化相伴而生，每一次数字化的

变革也都会推动网络安全技术的更新迭代。

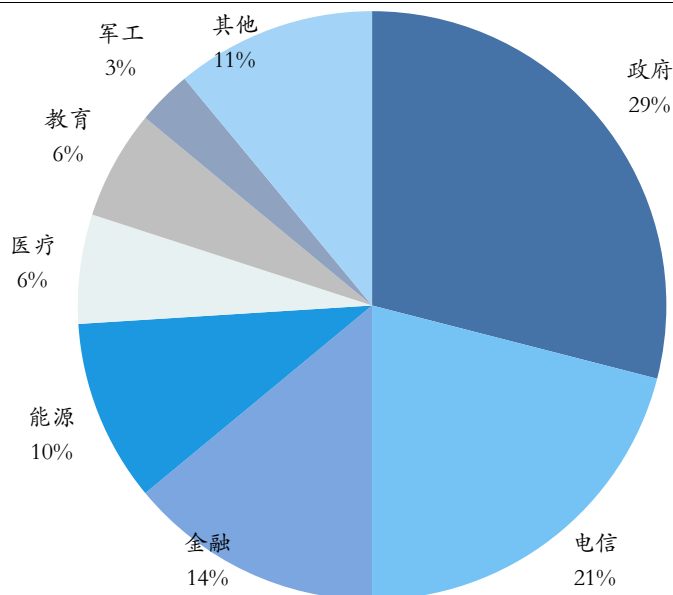
图表 19 网络安全行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院整理，华安证券研究所

网络安全行业下游客户以政府、电信和金融行业为主，三者占比合计达 64%。目前，网络安全行业客户集中，在网络安全市场营收占比前三行业是政府/电信/金融，占比分别为 29%/21%/14%。我们认为，一方面，随着国家对网络安全行业重视程度的加深，现有客户党政军等领域的网络安全支出将进一步加大；另一方面，随着信息安全问题的出现以及企业自身发展的需要，网络安全下游客户所涉及的领域有望进一步拓展。

图表 20 2020 年网络安全市场营收行业结构

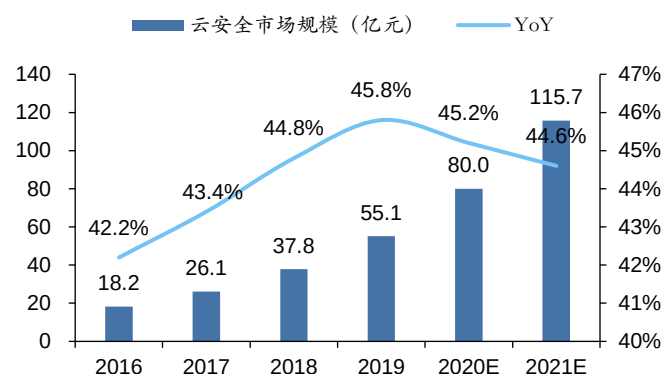


资料来源：中国信通院，华安证券研究所

2.3 “云大物移工”催生新需求，安全应用场景拓宽

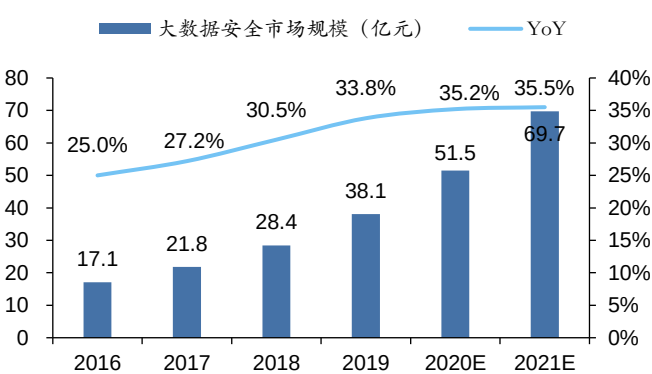
数字产业化“云大物移工”的发展将催生新安全需求，驱动安全创新变革。云计算、大数据、物联网、移动互联网、5G、区块链等前沿技术的不断发展与落地，将对安全产生新的需求，传统的网络安全建设思路面临极大的挑战。根据赛迪咨询的数据，2019年我国云安全、大数据安全、物联网安全、工业互联网市场规模分别达 55、38、129、124 亿元，均在逐年扩大。

图表 21 2016-2021 年中国云安全市场规模及增速



资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

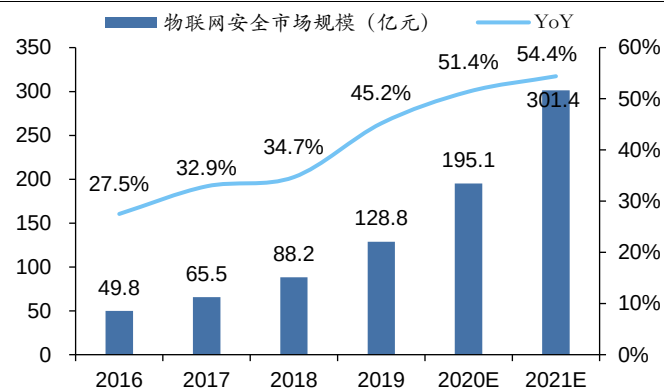
图表 22 2016-2021 年中国大数据安全市场规模及增速



资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

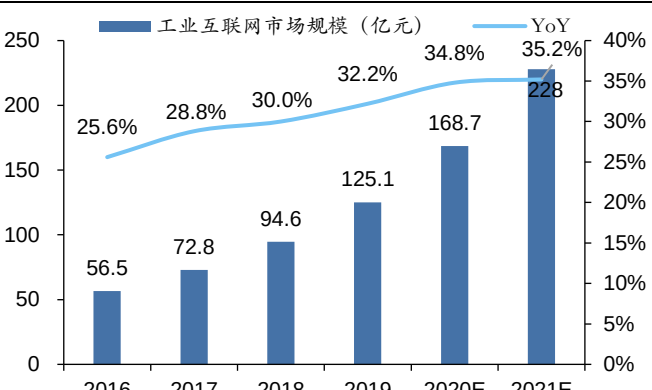
我们认为，“云大物移工”的发展将使得传统的网络安全产品不再能满足客户需求，从而迫使网络安全产业转变安全理念，更加重视网络安全中的主动防御，进行创新变革提升网络安全能力，网络安全行业的市场空间也将随之继续扩大，迎来新一波投资机会。

图表 23 2016-2021 年中国物联网安全市场规模及增速



资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

图表 24 2016-2021 年中国工业互联网市场规模及增速



资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

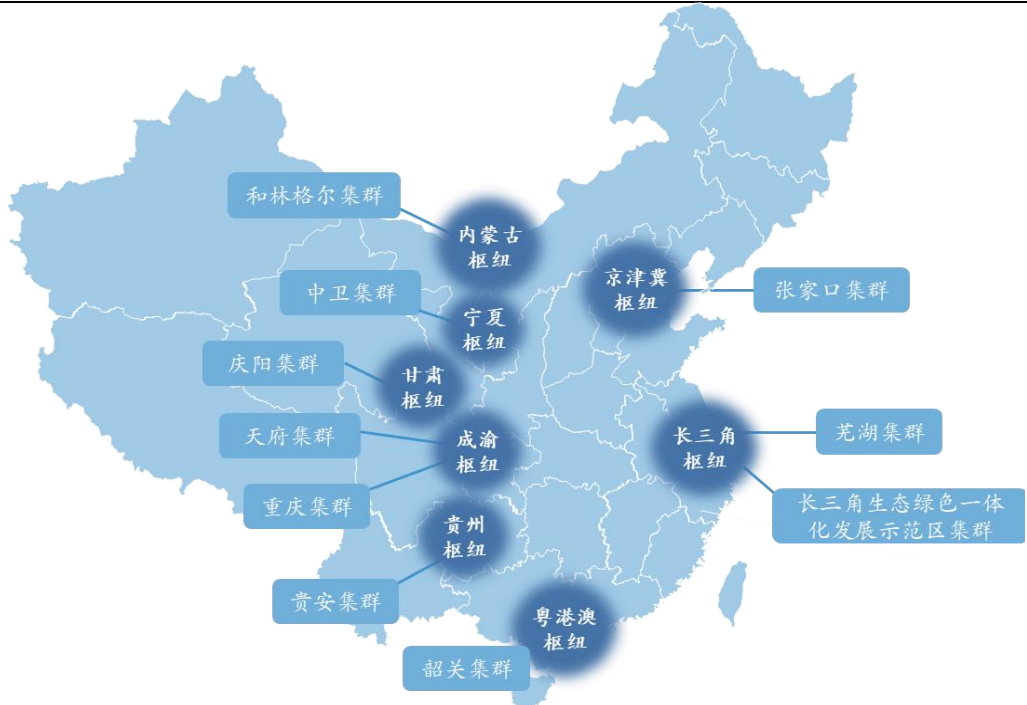
3 产品平台体系成型，乘上“东”风有望盈利

3.1 数字经济新需求，“东数西算”赋予价值空间

“东数西算”增加数据流转，提供网安新需求。“东数西算”是“十四五”期间，国家在西部与东部提前部署算力与数据中心的新基建计划，未来模式或为存算分离，数据将进行大规模的传输、存储和计算等处理。根据 Statista 统计预测，2025 年全球数据量将从 2020 年的 47ZB 增长到 175ZB，中国占比将达第一，其中东数西算将带来巨大的

数据安全、边界安全等需求。2021 年，公司数据安全与隐私保护收入超过 11 亿，同比增速超 50%，而“东数西算”主要应用场景便是运算与备份，对数据安全与隐私保护的需求极大。公司作为网安行业龙头，有能力抓住“东数西算”中的发展机会。

图表 25 “东数西算”的八大枢纽和十大集群



资料来源：华安证券研究所整理

除此之外，我们测算“东数西算”将撬动数十万亿美元的行业数字化，即传统行业的数字化转型。在中性预期下，“东数西算”之中新增机架约为 500 万架，我们测算其撬动规模 17 万亿美元的数字产业化、规模 70 万亿美元的行业数字化，其中将有许多数据安全、边界安全与实战态势感知的需求，利好公司在这三方面的发展。同时，公司在产品线与平台两方面的能力也有利于公司抓住“东数西算”的机遇，实现盈利。

3.2 产品体系打造完成，多类需求全面覆盖

四大类产品布局清晰，重点赛道体系化覆盖。除安全服务与其他硬件业务外，公司将旗下百余款网络安全产品分为四大类，依次为：1) **实战态势感知**：采集网络信息并评估安全状态同时给出应对措施；2) **边界安全**：针对用户安全准入、准出的相关解决方案；3) **终端安全**：所有联网设备的安全防护；4) **数据安全**：保证数据的不泄露和能够使用等。根据 2021 年业绩快报，公司数据安全类产品收入超 11 亿元，同比增速超 50%；态势感知类产品收入超 12 亿元，同比增速近 30%；终端安全类产品国内市占率第一，收入突破 8 亿元，同比增速超 30%。

从下游反应来看，2021 年公司在电信、能源、医疗三大支柱行业的增速均超 50%；政府、金融行业的收入增速均超 30%。未来的网络态势将更加复杂，过去单点的合规型防御以不足以应对升级的安全需求，公司的体系化产品对网安的全面覆盖能有效形成下游用户的依赖以及拓展新市场来维持高增速。

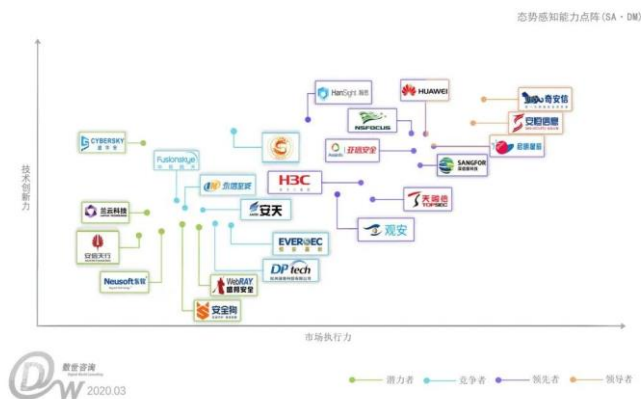
图表 26 八大网络安全研发平台



资料来源：公司公告，华安证券研究所

实战态势感知：奇安信全面布局态势感知领域，引领行业发展。奇安信网络安全态势感知体系覆盖监管类态势感知、运营类态势感知等方面，主要包括网络空间安全态势感知与通报处置平台、政企态势感知与安全运营管理平台 (NGSOC)、新一代威胁态势感知与响应系统等产品。根据 IDC 发布的《中国态势感知解决方案市场 2021》显示，奇安信获评中国态势感知解决方案领导者。

图表 27 2019 年网络安全态势感知能力指南



资料来源：数世咨询，华安证券研究所

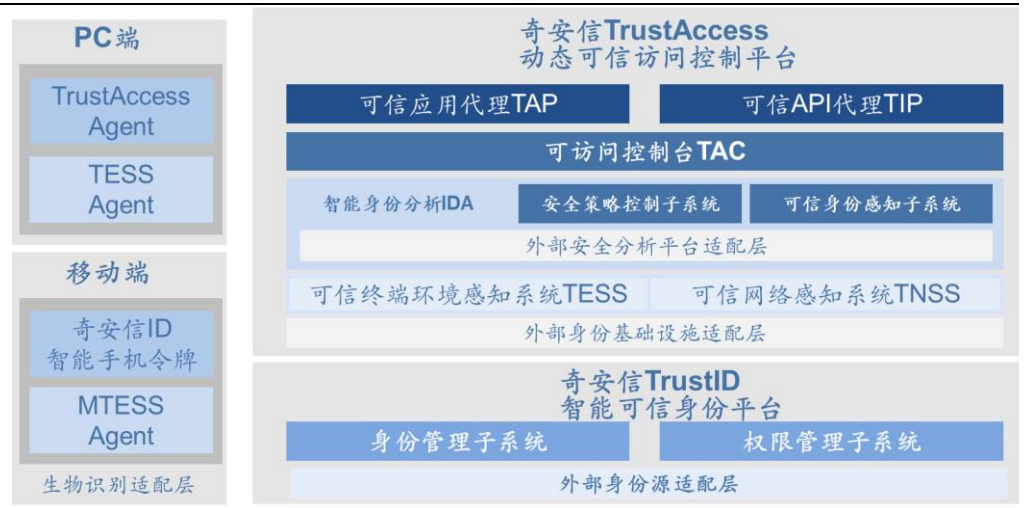
图表 28 2021 年中国态势感知解决方案市场评估



资料来源：IDC，华安证券研究所

边界安全：零信任产品市场广阔，持续更新迭代。零信任身份安全是公司 2019 年新推出的产品，当年即实现销售收入 1253.55 万元，销售数量为 42 套，平均单价为 29.85 万元。且公司不断的对零信任身份安全产品更新迭代，根据公司公告，2020 年 1 月，公司针对用户身份安全问题发布了身份服务系统 V5.0；同年，公司还发布了零信任远程访问解决方案标准版、优化版，通过增加对国产化终端、MacOS 终端安全的持续感知，从而实现常见终端全覆盖的持续信任评估，且公司在 GA、金融、央企等行业的零信任安全解决方案全面落地，多地标杆客户完成 POC 测试，开始进入商务阶段。

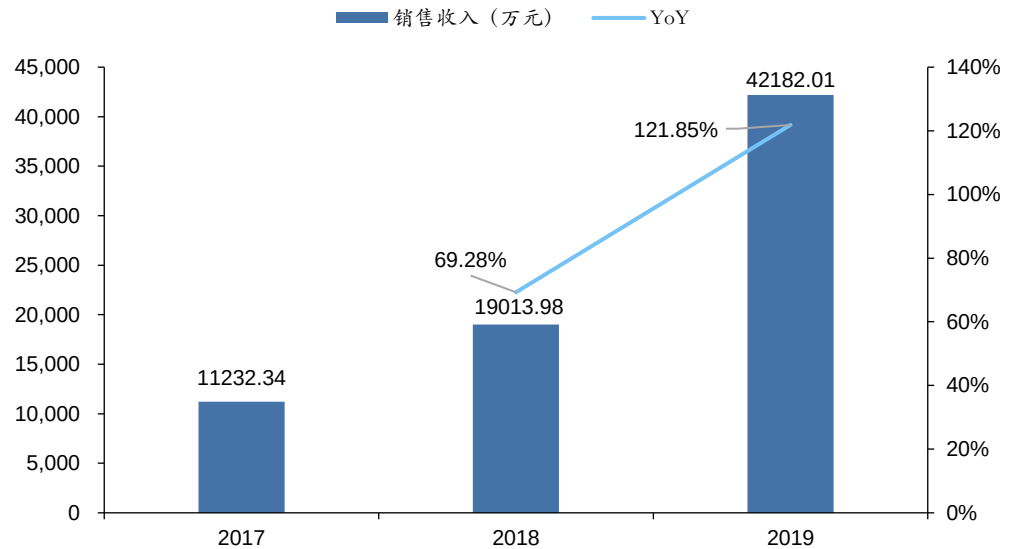
图表 29 奇安信零信任解决方案



资料来源：《零信任架构及解决方案白皮书》，华安证券研究所整理

终端安全：终端市场广阔，奇安信位居榜首。根据公司公告，2017-2019 年，天擎一体化终端管理系统营业收入保持增长态势，2018 年比 2017 年增长 69.28%，2019 年比 2018 年增长 121.85%，且自 2019 年 7 月新版奇安信终端安全产品发布以来，已签署超过 8000 张订单，覆盖超过 380 万个政企终端。此外，根据国际权威咨询机构 IDC 发布的报告，2020 年奇安信以 24.4% 的市场份额位列国内终端安全软件市场第一，且奇安信天擎 EDR 在获得策略和市场份额方面均表现优异，位居领导者象限。

图表 30 2017-2019 年天擎一体化终端管理系统销售收入及增速

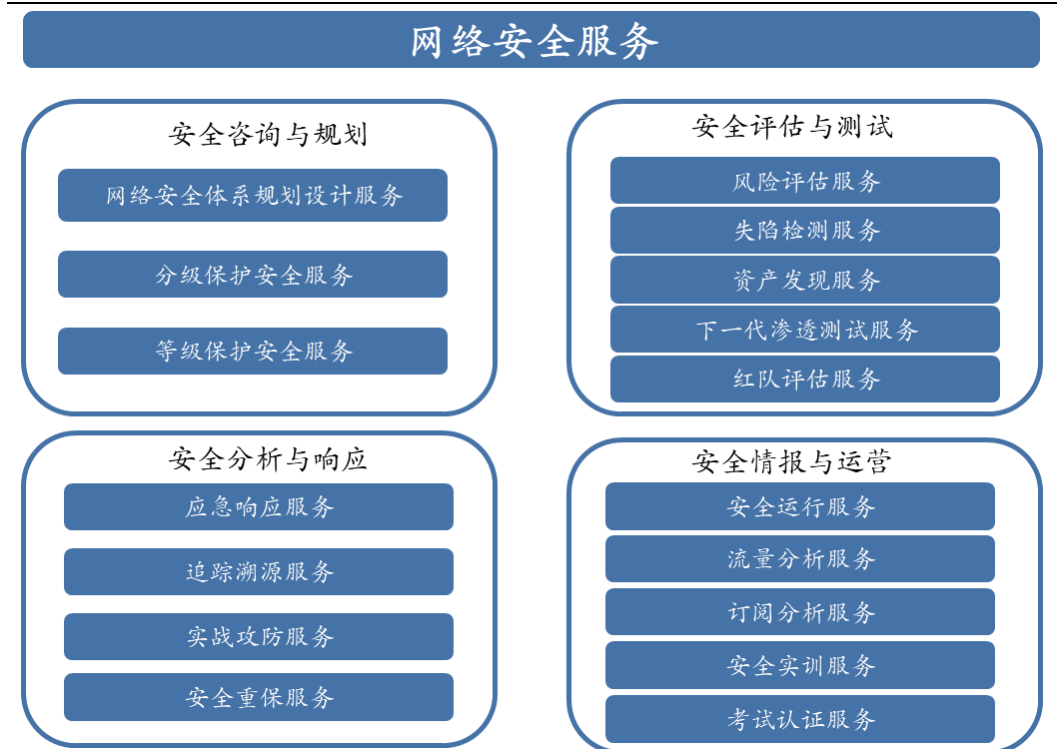


资料来源：公司官网，华安证券研究所

安全服务：“三同步”原则共筑网络安全服务体系。公司基于政企客户信息化过程的规划、建设和运行三个阶段，遵循“三同步”的原则，即和信息化同步规划、同步建设和同步运行，创新发展了规划阶段的服务“安全咨询与规划”，运行阶段的服务“安全分析与响应”，同时将实网攻防和数据运营等技术应用于运行阶段，改造了传统的安全服务，形成了自有特色的“安全评估与测试服务”和“安全情报和运营服务”，这使

得公司的安全服务竞争力得以提升，也真正的将公司所提出的“数据驱动安全”的理念赋能到了安全服务。2020 年公司安全服务的营业收入为 6.46 亿元，同比增长率为 75.89%。安全服务收入占公司主营业务收入的比例由 2019 年的 11.66% 提升至 2020 年的 15.56%。我们认为，随着政企客户对网络安全攻防实战化能力建设重视程度的加深，预期未来公司网络安全服务业务占公司主营业务收入的比例将进一步提升。

图表 31 公司安全服务布局



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.3 平台助业务降本增效，利润空间即将兑现

八大平台分工清晰，研发业务多点赋能。公司自上市伊始便着手投入打造八大网络安全研发平台，将公司人员的研发及安全服务技术以模块方式沉淀至平台，预计将从三个方面利好公司业务：1) **抵御人员流失风险**：公司 2017-2019 年流失率为 15.35%-13.63%，人员流失会造成公司研发能力波动、业务周期变长等不利影响。平台将技术整合后，公司研发能力将有稳定保障。2) **降低成本**：公司在保留原有技术团队情况下，由于自身平台的技术积累，对于新增高级程序员的需求将下降，而高低级程序员之间的人力成本存在数倍差距。3) **提升效率**：网安项目之间的复用度较高，将技术和经验模块化之后，后续的项目易于参考过去成果，有助于缩短项目周期。

图表 32 八大网络安全研发平台

平台	应用
鲲鹏平台 网络操作平台	提供安全网关的数据通信和应用安全相结合等能力,可使产品具备开放式架构,便于快速、按需部署,并能低成本扩展出不同的安全功能。
诺亚平台 大数据操作平台	简化大数据应用开发中的数据接入、处理、存储、资源调度等。该平台能够实现大数据技术与业务解耦,业务无感知的底层技术迭代,并提供配置式大数据业务开发环境,帮助用户获得高效利用大数据资源的综合能力。
雷尔平台 可视化操作平台	专注数据可视化、可视分析、图形渲染、设计建模等技术领域的可视化研发操作平台,也是国内安全行业可视化及可视分析领军者。
锡安平台 云控操作平台	支撑云端安全能力的云控操作平台。该平台每日可处理亿级文件与URL数据,存储文件百万级、域名千万级,分析扫描安全数据在亿级以上。同时,锡安平台具有丰富的针对政企用户的服务经验积累和企业样本数据积累,形成了完备的适应各种场景的数据分析处理策略。
川陀平台 终端集中管控平台	以终端管控为核心需求,面向管控类业务提供一套可复用、可扩展、高性能的终端管控平台,可满足终端管理、终端分组管理、用户分组管理、任务管理、策略管理、级联管理、系统设置管理等多项管控类业务开发需求。
大禹平台 大数据安全分析平台	面向安全大数据的通用开发分析平台,并提供配套的内置安全能力。其核心能力包括数据接入、数据治理、云地协同、联合分析系统、事件分析与管理、安全设备接入与控制以及资产管理和运营等。
玄机平台 安全数据管理运营平台	一个可持续运营的安全大数据管理平台,统一数据资产管理、数据运营可视化以及统一数据安全管控等多项功能,旨在满足安全行业基于多源异构内生安全数据进行大数据建设、管理、持续数据运营和消费等需求。
千星平台 前端统一研发管理平台	为网络安全系统开发、交付提供基础的前端组件库与研发框架的统一管理平台,能够提供标准化产品的视觉设计元素,以统一的前端开发模式,实现产品间前端组件级复用,使前端研发效能提升20%,开发成本降低10%。

资料来源:公司官网,华安证券研究所

平台研发将收尾, break-even point 将至。上市之后,公司超过 60%的研发投入均投入平台研发项目,且均费用化而非资本化,2020 年公司全年研发费用率近 30%。截至 2021 年 H1,公司 12 个平台类在研项目中,过半已进入测试、发布或迭代状态。我们预计,随着平台项目的持续落地,公司的研发投入增速有望下降,将对净利润产生积极影响。

图表 33 公司在研平台项目情况 (每一列清晰, 优化)

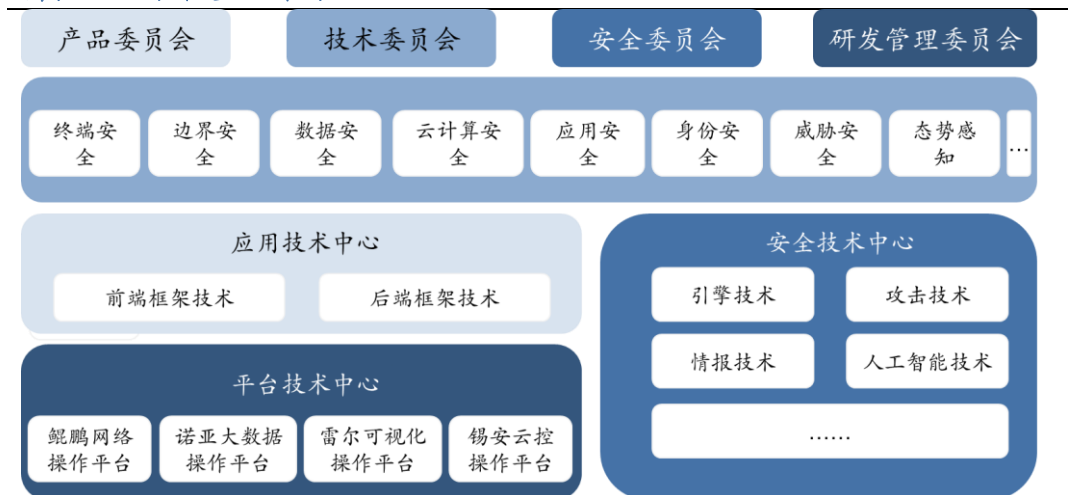
项目名称	2021H1 状态	2021H1 预计总投资规模	2020 预计投入总规模
工业安全态势感知与管理平台项目	在建	3390	2590
云平台建设项目-云原生能力研发	在建	1934	
锡安安全运营平台	在建	1933	3896
多维安全基础数据平台与威胁分析系统	在建	5998	
鲲鹏平台研发项目	二期在建	6742	11924
海龙平台	测试阶段	3160	
川陀终端管理技术平台	迭代阶段	2385	
千星海龙平台研发项目	\		15034
云安全管理平台 II 期项目	\		5814
诺亚平台研发项目 2020 二期	\		12375
云平台研发项目	\		4861
大禹平台	版本发布	3809	
合计		29351	56494

资料来源:公司公告,华安证券研究所

研发模式创新,各组织协同工作共筑效率提升。为了满足不同客户的多样化需求以及对不同种类的产品和服务进行快速更新迭代,公司制定了独特的“横向+纵向”研发模式。从“横向”模式来看,公司通过采用“产品(项目)开发+平台研发”的分层设置,全面覆盖公司业务涉及的研发场景,从而避免通用性功能或模块在不同产品中的重复开发。从“纵向”模式来看,通过委员会对技术组织进行“纵向”管理,加强公司各类产品、安全平台、工程技术能力的建设。“横向”与“纵向”模式的结合使得公司的研发体系能够“纵横”协同,从而保证研发工作的有序开展,提高研发效率。

随着大禹、川陀等技术平台的落地,公司对于高级安服人员的需求也借由效率的提升而下降,对公司收入的影响将表现在:1) 公司安全服务与产品的收入高增;2) 销售费用率的下降:由于安全服务业务对于高级技术人员的需求,借由技术平台的落地和迭代而下降,销售费用增速将得到继续控制。

图表 34 公司研发组织架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 投资建议

4.1 基本假设与营业收入预测

公司的主营业务依照业务整体毛利率及增速不同，分为了网络安全产品、网络安全服务两类，我们根据下游市场的需求，对公司的各项业务进行了收入预测，并作出如下假设：

- 1) 网络安全产品：随着行业规模的不断扩大，我们认为公司作为网络安全龙头，市占率也将不断提升，预计网络安全产品业务 2021-2023 年增速为 40.86%/39.28%/36.51%；
- 2) 网络安全服务：目前趋势下，网络安全服务市场增速高于整体行业增速，同时公司网络安全服务将受益于平台化后的降本增效，在公司的营收占比进一步提升，而其他硬件服务占比将进一步缩小。我们预计公司网络安全服务 2021-2023 年收入增速为 63.00%/48.15%/47.95%；

图表 35 奇安信分项业务收入 (百万元/%)

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
网络安全产品	营业收入	1185.32	2094.59	2822.00	3975.10	5536.53	7557.74
	YoY		76.71%	34.73%	40.86%	39.28%	36.51%
网络安全服务	营业收入	219.75	367.32	646.00	1053.00	1560.00	2308.00
	YoY		67.15%	75.87%	63.00%	48.15%	47.95%
硬件及其他	营业收入	389.86	687.42	685.59	773.73	1030.00	1520.00
	YoY		76.32%	-0.27%	12.86%	33.12%	47.57%
业务其他	营业收入	21.84	4.79	7.67	9.00	10.21	11.00
	YoY		-78.05%	59.97%	17.35%	13.42%	7.76%
合计	营业收入	1816.77	3154.13	4161.26	5810.83	8136.74	11396.74
	YoY		73.61%	31.93%	39.64%	40.03%	40.07%

资料来源：WIND，华安证券研究所

4.2 估值和投资建议

奇安信过去在平台的研发投入较高且保持网安行业市占率第一的地位，具备在未来实现收入和利润放量增速的条件。在“东数西算”催化下，网安产品及服务的需求持续释放。我们预计公司 2021-2023 年分别实现收入 58.11 /81.37/113.97 亿元，同比增长 39.6%/40.0%/40.1%；实现归母净利润-5.52/1.05/3.83 亿元，同比增长-65.2%/119.1%/263.9%，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 36 奇安信重要财务指标（百万元）

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4161	5811	8137	11397
收入同比(%)	31.9%	39.6%	40.0%	40.1%
归属母公司净利润	-334	-552	105	383
净利润同比(%)	32.4%	-65.2%	119.1%	263.9%
毛利率(%)	59.6%	62.9%	64.0%	64.2%
ROE(%)	-3.3%	-5.8%	1.1%	3.9%
每股收益(元)	-0.54	-0.81	0.15	0.56
P/E	—	—	385.96	106.05
P/B	8.56	4.30	4.25	4.09
EV/EBITDA	18.60	12.34	-5.02	-2.94

资料来源：WIND，华安证券研究所

风险提示

- 1) 未来公司控制费用效果不及预期；
- 2) 政策刺激效果不及预期；
- 3) 公司平台落地后增效不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,664	8,209	9,294	11,165
现金	5,274	4,252	3,886	3,698
应收账款	1,859	2,388	3,344	4,684
其他应收款	366	478	669	937
预付账款	23	28	38	53
存货	605	769	1,042	1,452
其他流动资产	536	295	314	341
非流动资产	3,761	3,938	3,728	3,435
长期投资	640	732	903	1,034
固定资产	1,281	1,703	1,998	2,080
无形资产	81	121	149	183
其他非流动资产	1,759	1,381	678	138
资产总计	12,424	12,147	13,022	14,600
流动负债	2,232	2,517	3,285	4,473
短期借款	14	0	0	0
应付账款	1,054	1,336	1,796	2,480
其他流动负债	1,164	1,181	1,489	1,993
非流动负债	170	170	170	170
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	170	170	170	170
负债合计	2,402	2,688	3,455	4,643
少数股东权益	15	4	6	13
股本	680	680	680	680
资本公积	11,795	11,795	11,795	11,795
留存收益	(2,467)	(3,019)	(2,914)	(2,531)
归属母公司股东权益	10,008	9,455	9,561	9,944
负债和股东权益	12,424	12,147	13,022	14,600

现金流量表

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(689)	(576)	11	244
净利润	(334)	(552)	105	383
折旧摊销	197	385	711	824
财务费用	(6)	0	0	0
投资损失	(182)	(146)	(138)	(114)
营运资金变动	(460)	(269)	(683)	(871)
其他经营现金流	222	(277)	803	1,276
投资活动现金流	(623)	(432)	(376)	(432)
资本支出	(294)	(486)	(344)	(415)
长期投资	(366)	(93)	(170)	(132)
其他投资现金流	38	146	138	114
筹资活动现金流	5,325	(14)	0	0
短期借款	14	(14)	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	102	0	0	0
资本公积增加	5,186	0	0	0
其他筹资现金流	24	0	0	0
现金净增加额	4,014	(1,022)	(365)	(188)

资料来源: WIND, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,161.17	5,810.83	8,136.74	11,396.74
营业成本	1,682.27	2,158.00	2,927.00	4,077.70
营业税金及附加	38.80	60.50	84.72	118.66
销售费用	1,320.08	1,842.03	2,058.59	2,826.39
管理费用	526.18	732.16	1,122.87	1,367.61
财务费用	-21.58	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-60.68	-0.30	3.76	1.73
公允价值变动收益	38.10	0.00	0.00	0.00
投资净收益	181.96	146.43	138.32	113.97
营业利润	-326.29	-549.93	124.68	409.64
营业外收入	1.14	1.14	1.14	1.14
营业外支出	17.85	17.85	17.85	17.85
利润总额	-343.01	-566.65	107.97	392.93
所得税	-2.27	-3.75	0.71	2.60
净利润	-340.74	-562.90	107.25	390.33
少数股东损益	-6.37	-10.52	2.01	7.30
归属母公司净利润	-334.37	-552.37	105.25	383.03
EBITDA	-236.78	-311.55	693.95	1,118.07
EPS (元)	-0.54	-0.81	0.15	0.56

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	31.9%	39.6%	40.0%	40.1%
营业利润	39.1%	-68.5%	122.7%	228.6%
归属于母公司净利润	32.4%	-65.2%	119.1%	263.9%
获利能力				
毛利率 (%)	59.6%	62.9%	64.0%	64.2%
净利率 (%)	-8.0%	-9.5%	1.3%	3.4%
ROE (%)	-3.3%	-5.8%	1.1%	3.9%
ROIC (%)	-4.3%	-7.3%	-0.2%	2.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	19.3%	22.1%	26.5%	31.8%
净负债比率 (%)	24.0%	28.4%	36.1%	46.6%
流动比率	3.88	3.26	2.83	2.50
速动比率	3.49	2.94	2.50	2.16
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.48	0.62	0.78
应收账款周转率	2.24	2.43	2.43	2.43
应付账款周转率	1.60	1.62	1.63	1.64
每股指标 (元)				
每股收益	-0.54	-0.81	0.15	0.56
每股经营现金流(薄)	-1.01	-0.85	0.02	0.36
每股净资产	14.73	13.91	14.07	14.63
估值比率				
P/E	—	—	385.96	106.05
P/B	8.56	4.30	4.25	4.09
EV/EBITDA	18.60	12.34	-5.02	-2.94

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

联系人：陈晶，华东师范大学金融硕士，主要覆盖物联网、军工通信和卫星产业链，2020 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年 8 月加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持——未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性——未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持——未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级——因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。