

亚信安全（688225）

证券研究报告

2022年05月14日

网云共驱，软件护航安全

1、公司既“懂网”又“懂云”

亚信安全是我国领先的网络安全软件公司。公司在成立之初便承袭了历史股东亚信科技和趋势科技在数字化软件研发和网络安全领域的技术和经验优势，以运营商行业为出发点，打造云、网、边、端安全智能平台，成为“懂网”（基于多年服务运营商的业务积累）又“懂云”（基于与趋势科技在云安全领域的深度合作）的综合网络安全厂商。

公司主要有身份安全、终端安全、云网边安全和服务四大类别产品。其中身份安全为基础，云网安全和端点安全为重心，安全中台为枢纽、威胁情报为支撑，全力赋能 5G 应用场景下的安全能力。公司在身份认证和端点安全领域处于市场领先地位。

2、网络安全软件为行业内增速最快子赛道

网络安全软件行业发展处于上行周期，在网安行业市场中的占比逐步提升，预计到 2024 年市场规模有望达到 211.6 亿元，对应年复合增长率约为 23.2%。从需求端来看，公司产品下游应用场景多元且行业日趋丰富，运营商、金融、政府等重点行业有望增大在网安领域投入；从供给端来看，网安行业产品分布较为分散，公司产品与行业内其他公司在业务上各有侧重，与公司业务较为相近的公司为奇安信、安恒信息和深信服。

3、行业与产品持续延展渗透为公司未来发展驱动力

公司未来发展的驱动力包含多个关键元素：1）随着 5G 应用场景的逐渐开拓，既有运营商 5G 云网边业务平稳增长；2）保持现有客户的高粘性，新客户持续转化为老客户，客单价有上升空间；3）优势产品的持续渗透，包含成熟产品的标准化外延与新兴产品的快速增长。

同时，公司进一步增大营销体系的建设，加速产品向下游的渗透。

4、盈利预测与估值分析

我们预计公司 2022-2024 年收入为 21.82/28.65/37.48 亿元，归母净利润为 1.96/3.29/5.18 亿元。我们采用 PE 估值法对公司进行估值，选取与公司业务或下游客户相近的公司为可比公司，参考各公司 2022 年 PE 预测，给予公司 2022 年归母净利润 56 倍 PE 估值，对应估值为 110 亿元，对应 2022/2023/2024 年 PE 约为 56/33/21 倍，对应目标价为 27.52 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：1）下游客户行业集中度较高；2）标准化产品研发及落地不及预期；3）运营商 5G 商业规模化落地不及预期；4）疫情导致公司或下游经营节奏放缓；5）行业竞争加剧等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,274.59	1,667.47	2,181.85	2,865.29	3,747.65
增长率(%)	18.32	30.82	30.85	31.32	30.79
EBITDA(百万元)	363.31	470.82	301.66	470.77	700.52
净利润(百万元)	170.38	178.69	195.73	328.85	518.16
增长率(%)	4.57	4.88	9.54	68.01	57.57
EPS(元/股)	0.43	0.45	0.49	0.82	1.30
市盈率(P/E)	47.40	45.20	41.26	24.56	15.59
市净率(P/B)	6.56	5.54	2.87	2.57	2.21
市销率(P/S)	6.34	4.84	3.70	2.82	2.16
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.42	10.04	5.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	19.95 元
目标价格	27.52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	32.69
A 股总市值(百万元)	7,980.20
流通 A 股市值(百万元)	652.12
每股净资产(元)	6.35
资产负债率(%)	26.92
一年内最高/最低(元)	41.55/18.32

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
刘静一	联系人
liujingyia@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司基本情况梳理：既“懂网”又“懂云”	4
1.1. 公司成长历程	4
1.1.1. 公司历史发展三阶段	4
1.1.2. 公司与亚信科技和趋势科技历史渊源	5
1.2. 公司业务情况	6
1.2.1. 公司收入结构拆分及业务类型梳理	7
1.2.2. 公司核心优势产品及相关市场地位	10
1.3. 公司财务情况	12
2. 网络安全软件行业分析：网安行业增速最快子赛道	15
2.1. 网络安全软件市场及细分市场规规模及增速：发展迅速	15
2.2. 需求端分析：下游应用场景多元且行业日趋丰富	17
2.3. 供给端分析：业务各有侧重，公司身份与端点安全地位领先	19
3. 公司未来发展驱动力：行业与产品持续延展渗透	22
4. 盈利预测与估值分析	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：亚信安全发展历程	4
图 2：亚信安全股权结构变化阶段	5
图 3：亚信安全各行业收入占比变化趋势	6
图 4：亚信安全产品架构	7
图 5：亚信安全 2020 年收入细分及对应占比（收入单位：百万元）	7
图 6：亚信安全 2020 年毛利细分及对应毛利率和占比（毛利润单位：百万元）	8
图 7：亚信安全核心优势产品 2018-2021H1 收入情况（单位：百万元）	10
图 8：亚信安全 2018-2021 身份和数字信任软件市场份额排名（IDC）	11
图 9：CrowdStrike 收入增速	12
图 10：CrowdStrike 经营利润率持续提升	12
图 11：亚信安全 2018-2021H1 终端安全软件市场份额排名（IDC）	12
图 12：亚信安全与行业内公司收入复合增速对比	13
图 13：亚信安全与行业内公司毛利率水平对比	13
图 14：亚信安全与行业内公司净利率水平对比	14
图 15：亚信安全与行业内公司 2019-2021 年平均费用率对比	14
图 16：亚信安全与行业内可比公司应收账款周转率对比（单位：次）	15
图 17：亚信安全与行业内可比公司存货周转率对比（单位：次）	15
图 18：2015-2024E 中国网络安全软件行业市场规模（单位：亿元）	16
图 19：2017-2020 年中国网络安全行业细分市场结构	16

图 20: 等保三级系统安全架构案例	18
图 21: 2021 年中国云主机安全产品竞争表现 (含公有云市场)	21
图 22: 2021 年中国云主机安全产品竞争表现 (私有云市场)	21
图 23: IDC 中国终端安全检测与响应市场厂商评估 (2020)	21
图 24: 中国 5G 基站数量预测 (单位: 万个)	22
图 25: 亚信安全 2018-2020 新老客户收入贡献占比	23
图 26: 亚信安全 2018-2020 标准化产品新老客户数量 (个)	23
图 27: 亚信安全 2018-2020 标准化产品新老客户客单价 (万元)	23
图 28: 亚信安全 2018-2020 解决方案类产品新老客户收入占比	23
图 29: 亚信安全 2018-2020 解决方案类产品老客户客单价 (万元)	23
图 30: 中国 2018-2021 服务器出货量测算 (单位: 万台)	24
表 1: 亚信科技与趋势科技合作梳理	5
表 2: 数字信任及身份安全产品梳理	8
表 3: 端点安全产品体系梳理	9
表 4: 云网边安全产品体系梳理	9
表 5: 亚信安全终端安全领域核心技术 (部分)	11
表 6: 亚信安全 2018-2021H1 各产品线毛利率水平	13
表 7: 亚信安全产品下游客户及应用场景	17
表 8: 亚信安全主要产品市场竞争情况	19
表 9: 亚信安全与身份安全领域竞争对手对比	20
表 10: 亚信安全 2022-2024 收入预测	25
表 11: 亚信安全 2022-2024 毛利率预测	26
表 12: 亚信安全 2022-2024 费用及利润预测	26
表 13: 可比公司 2022 年预测 PE 参考 (基准日期: 2022/5/9)	27

1. 公司基本情况梳理：既“懂网”又“懂云”

亚信安全成立于 2014 年，是我国领先的网络安全软件公司。公司在成立之初便承袭了历史股东亚信科技和趋势科技在数字化软件研发和网络安全领域的技术和经验优势，以运营商行业为出发点，打造云、网、边、端安全智能平台，成为“懂网”（基于多年服务运营商的业务积累）又“懂云”（基于与趋势科技在云安全领域的深度合作）的综合网络安全厂商。

公司经过多年发展，获得中科院资本、国投、清控银杏、中网投、国家先进制造业产业投资基金、军民融合发展产业投资基金、上科大基金会、中金资本、华盖资本等来自产、学、研界的资本投资，**股东实力雄厚**。

1.1. 公司成长历程

1.1.1. 公司历史发展三阶段

我们认为公司的发展历程可分为三个阶段：

- 1) **业务基础积累阶段 (1997-2014)**: 此阶段公司安全业务在亚信科技主体内部展开，为运营商提供互联网接入和安全管理平台软件服务。亚信科技自 1997 年开始为三大电信运营商提供 BSS/OSS 服务，对于运营商的业务系统和运营系统积累了深刻的认知，并在此基础上生长出了 4A 平台（帐号管理、认证管理、授权管理和安全审计）、SOC 安全运营中心、大数据安全管控系统、运维管控系统等方面的电信级安全解决方案的能力。我们认为这一阶段为亚信安全在运营商市场的稳固地位打下了良好基础，公司的身份安全类产品（如身份认证与访问管理系统、互联网接入认证系统等）、大数据分析类及安全管理类产品（如安全管理平台等）、以及 5G 云网边管理类产品（域名解析及网络准入系统、IP 综合网关系统等）均在运营商市场取得了领先的市场地位。
- 2) **网络安全业务全面落地阶段(2015-2019)**: 此阶段公司正式成立亚信安全主体，全面、独立发展网络安全业务。2015 年公司收购趋势科技中国区业务，从而获得趋势科技中国的核心技术以及核心研发技术人员，补齐在云和虚拟化安全、终端和移动安全、APT 治理和安全服务多领域的软件及解决方案产品。这一阶段亚信安全借力趋势科技中国，在原有运营商安全管理平台的基础上进一步具备了产业互联网整体安全能力，迅速在金融、医疗、电信运营以及交通等领域渗透。
- 3) **“安全定义边界”云网一体发展阶段(2020-至今)**: 此阶段公司提出“安全定义边界”的主张，在 5G 应用场景下提供云网一体的动态安全防御能力。我们认为在这一阶段，公司的变化主要体现在两个方面：**从核心技术研发自主性上来看**，亚信安全的研发团队已发展成熟，具备独立产品技术研发能力，不再需要趋势科技提供产品升级方面的指导服务，涉及新功能、新技术、新场景适配的源代码均由公司独立完成，既有产品源代码与 2015 年趋势科技开放的源代码相比已发生重大变化；**从产品战略定位上来看**，公司产品向中台化发展，围绕 5G 网络构筑“云、网、边、端”动态防护体系，产品技术战略围绕“全云化、全联动、全智能”展开。

图 1：亚信安全发展历程



资料来源：公司招股说明书、公司官网、电脑商情报公众号、亚信安全公众号、环球网、经济参考报、天风证券研究所

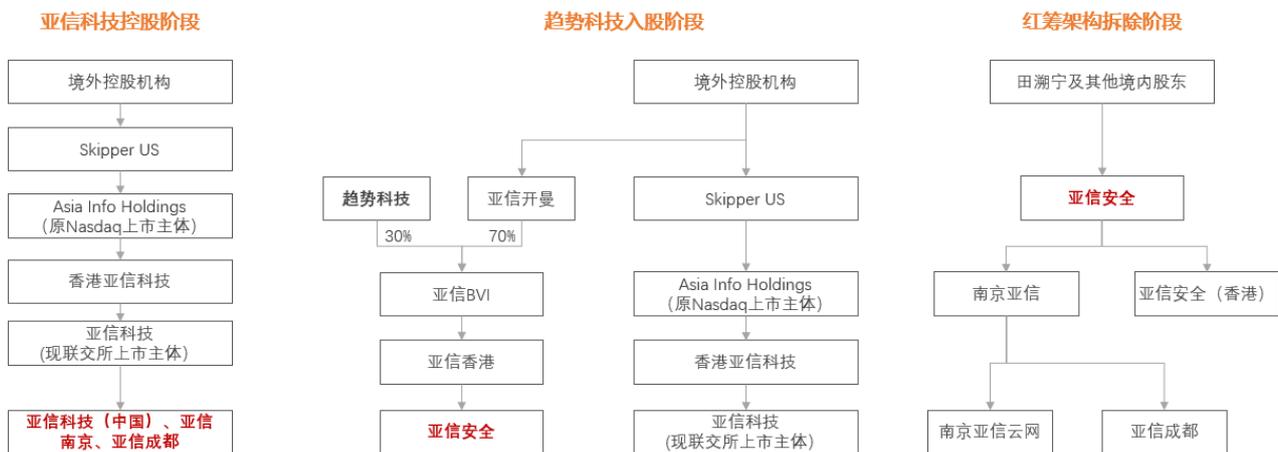
1.1.2. 公司与亚信科技和趋势科技历史渊源

亚信科技和趋势科技作为公司的历史股东，对公司早期的发展具有一定影响力，而后通过一系列股权转让交易，亚信香港于 2019 年 9 月正式退出亚信安全股东列表，**公司与亚信科技和趋势科技的股权联系终止**。我们从**股权关系**和**业务关系**两个维度对公司与亚信科技、趋势科技的历史渊源进行了梳理：

1) 股权关系

公司的股权结构变化过程可分为三个阶段：亚信科技控股→趋势科技入股→红筹架构拆除重组。**2014 年以前**，公司通过亚信科技集团下的亚信科技（中国）、亚信南京和亚信成都开展网络安全业务，尚未成立独立主体，**仅与亚信科技（联交所上市主体）存在股权关联**；**2014 年 11 月**，趋势科技与亚信开曼（亚信科技股东）分别出资 30%和 70%设立亚信安全并搭建红筹架构，亚信安全在双股东的支持下开展业务，且此时**亚信安全（仅指亚信科技持股 70%部分）与亚信科技向上穿透具有相同的股东结构**；2019 年，亚信安全完成红筹架构拆除，在架构拆除的一系列股权重组过程中，趋势科技与亚信科技退出公司股东行列，亚信安全在股权上成为独立于趋势科技和亚信科技的主体。

图 2：亚信安全股权结构变化阶段



资料来源：公司招股说明书、Wind、天风证券研究所

2) 业务关系

公司自亚信科技的“网络安全事业群”独立成为网络安全业务主体后，与亚信科技业务相对独立。公司与趋势科技自 2015 年开始合作，通过承接趋势科技中国的核心技术、产品以及研发团队，与趋势科技在产品独家分销、独家技术服务、源代码和 OEM 四个维度进行合作。

表 1：亚信科技与趋势科技合作梳理

合作模式	合作期限	合作内容	期限届满后合作事宜
产品独家分销合作	2015.11.1-2030.10.31	趋势品牌产品/服务在中国大陆地区独家分销权	另行协商
独家技术服务	2015.11.1-2030.10.31	产品、引擎及后端技术支持；2020-2022 年公司每年向趋势澳洲支付 150 万美元固定技术服务费，不与订单金额挂钩	三年合作期限到期前三个月前，协商之后三年合作期限价格
源代码合作	2015.11.1-2030.10.31	1、趋势科技中国 2 个中国专利授权，授权期 15 年（现有产品已不再使用） 2、2020.10.31-2023.10.30，趋势合作产品英文版源代码独家使用权	目前公司主要相关产品的源代码与趋势科技的源代码已构成“重大改变”，到期后公司无需返还

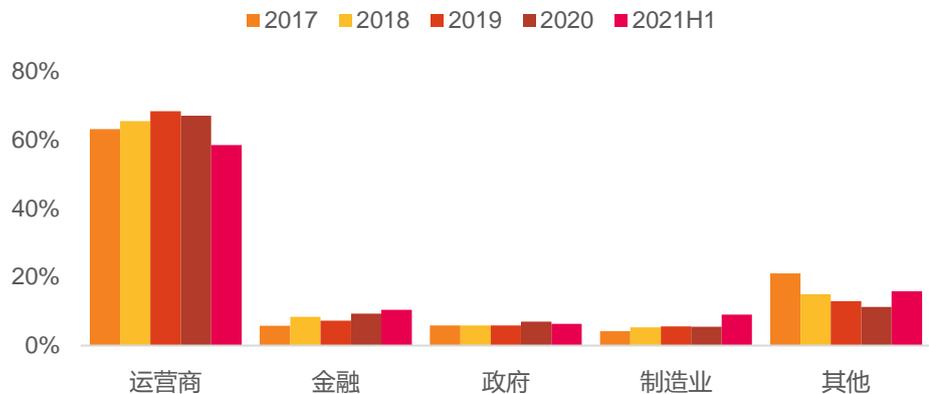
OEM 合作	2019.6.30-2030.10.31	在中国大陆境内使用、销售、OEM 合同项下的产品/服务，并使用趋势科技中国 OEM 客户相关文件	合作期限届满后若亚信香港不存在实质性违约，趋势香港将优先选择与亚信香港进行独家合作
--------	----------------------	--	---

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

我们认为与趋势科技的业务合作对公司主要有以下几项影响：

- **补充产品与技术，促进业务增长：**亚信安全自身优势产品在于身份安全、大数据分析及安全管理、云网边管理，而趋势科技的优势产品在于终端安全、云安全、服务器安全和 APT 治理等。根据 Gartner 在 2014 年发布的“终端防护平台魔力象限”，趋势科技位于领导者象限。**与趋势科技的合作为公司现有端点安全产品（服务器深度安全系统、终端安全防护平台、高级威胁治理等）提供了良好的产品和技术基础。**
- **丰富行业客户，形成多元收入：**趋势科技中国在金融、制造业、能源和政府机构等行业积累了较多知名企业客户，并拥有遍布全国的渠道分销体系，客户基础稳固。亚信安全与趋势科技合作后，基于自身产品业务的自主推广，在以上各个行业成功落地标杆客户，**收入逐步多元化，运营业务收入占比呈现下降趋势。**
- **成熟代码共享，降低研发试错成本：**我们认为趋势科技向公司开放的产品源代码帮助公司引进了国际先进技术，一方面为公司自主核心技术的研发提供了明确方向，另一方面前期开放的源代码助力公司缩小自主研发核心技术与国际一流网络安全企业的差距。目前公司已基于早期对趋势科技中国的借力，形成了自主独立研发体系，现有大多数合作产品源代码通过持续迭代已发生重大改变，打破对于趋势科技底层技术的依赖，完成“换骨重生”。

图 3：亚信安全各行业收入占比变化趋势

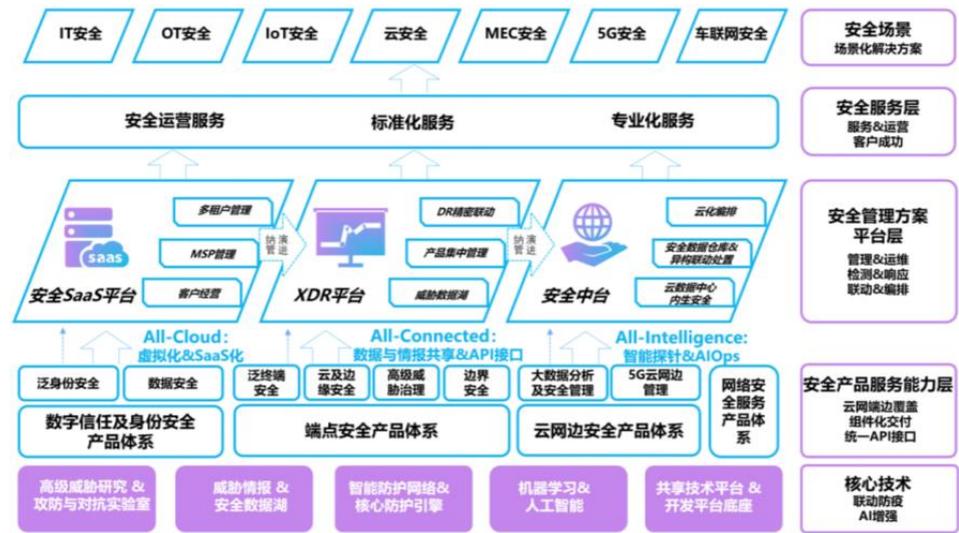


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.2. 公司业务情况

身份安全、终端安全、云网边安全和服务是公司的四大产品类别。在“安全定义边界”的发展理念下，公司以身份安全为基础，云网安全和端点安全为重心，安全中台为枢纽、威胁情报为支撑，全力赋能 5G 应用场景下的安全能力。

图 4：亚信安全产品架构

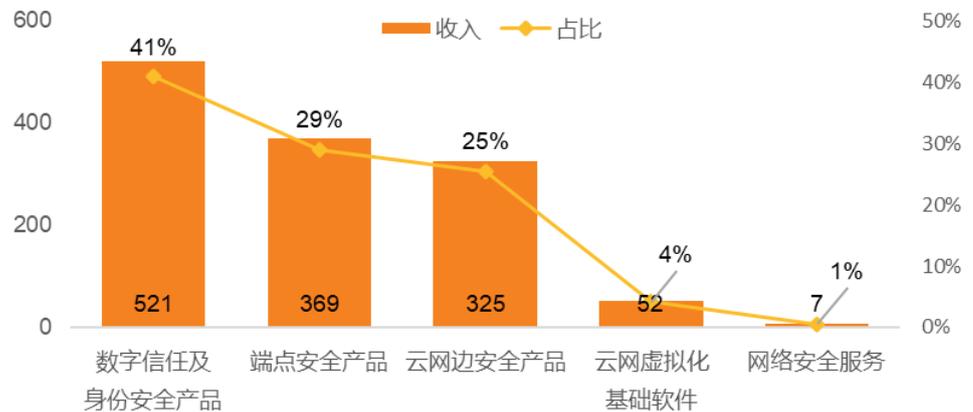


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.2.1. 公司收入结构拆分及业务类型梳理

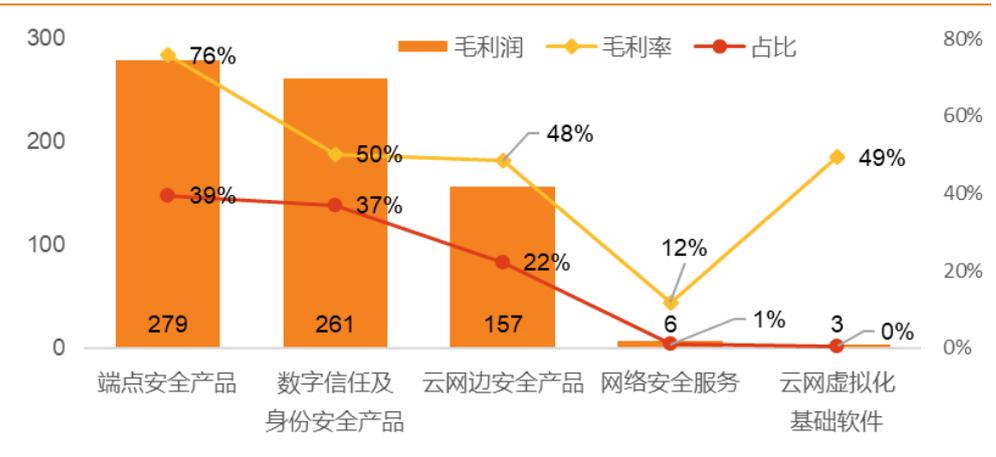
公司的主营业务主要包含四大产品服务体系，从 2020 年对公司总收入的贡献情况来看，数字信任及身份安全产品对收入贡献最大，占比约 41%；其次为端点安全产品和云网边安全产品，分别占比约 29%和 25%。从 2020 年对公司利润的贡献情况来看，端点安全产品毛利率较高（75%左右），对公司毛利润贡献最大，占比约 39%；数字信任及身份安全和云网边安全产品的毛利率在 50%左右（主要原因为相关产品定制化项目居多），分别对公司毛利润贡献占比约 37%和 22%。

图 5：亚信安全 2020 年收入细分及对应占比（收入单位：百万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：亚信安全 2020 年毛利细分及对应毛利率和占比（毛利润单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1) 数字信任及身份安全产品体系：泛身份安全+数据安全

身份安全产品主要包含互联网接入认证系统和统一身份与访问管理系统,核心为 4A 认证,确保有权限的用户才能接入网络系统并进行相关授权操作。而数据安全主要包含大数据安全管控系统、数据脱敏系统和数据安全治理平台等,防止敏感数据泄露。根据公司 2020 年数据,互联网接入认证系统和统一身份认证与访问系统在该产品体系内收入占比达到约 88%。

表 2：数字信任及身份安全产品梳理

	产品名称	体现形式	总收入占比 (2020 年)	
数字信任及身份安全产品体系	泛身份安全类产品	统一身份认证与访问管理系统	1.项目开发的软件平台 2.标准软件产品	14%
		零信任身份安全产品	1.项目开发的软件平台 2.标准软件产品	
		堡垒机	标准软硬件一体机	
		SIM 卡型 U 盾	标准软件产品	
		互联网接入认证系统	项目开发的软件平台	22%
		上网日志留存及数据分析系统	项目开发的软件平台	2%
	数据安全类产品	大数据安全管控系统	项目开发的软件平台	
		数据脱敏系统	1.项目开发的软件平台 2.标准软件产品的	
		数据安全治理平台	项目开发的软件平台	
		数据资产地图	1.项目开发的软件平台 2.标准软件产品	

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2) 端点安全产品体系：终端安全+云及边缘安全+高级威胁治理+边界安全

公司端点安全产品体系的建立得益于趋势科技已形成的技术优势和市场地位。其中终端安全产品主要包含终端安全防护平台,通过在终端设备上部署软件以达到发现、查杀恶意入侵程序的目标;云及边缘安全产品主要包含服务器深度安全防护系统,通过在云主机、云计算服务器上部署软件以实现防护病毒的目标;高级威胁治理和边界安全产品主要通过在网络节点(尤其在内、外网边界)处部署软硬件一体机,对进出网络流量进行分析与响应。根据公司 2020 年数据,服务器深度安全防护系统是该体系内部收入占比最高的单一品类产品,占比约 37%;其次为终端安全防护平台,占比约 26%;另外高级威胁治理类产品在该体系内收入占比约 27%,由四个品类产品共同贡献。

表 3：端点安全产品体系梳理

		产品名称	体现形式	总收入占比 (2020年)
端点安全产品体系	泛终端安全类产品	终端安全防护平台	标准软件产品	7%
		终端安全管理系统	标准软硬件一体机	
		高级威胁终端检测及响应系统	标准软件产品	
		工控安全便携系统	标准软件产品	
	云及边缘安全类产品	服务器深度安全防护系统	标准软件产品	11%
		云手机安全	标准软件产品	
		云安全管理平台	标准软件产品	
	高级威胁治理类产品	高级威胁网络防护系统	标准软硬件一体机	8%
		深度威胁邮件网关	标准软硬件一体机	
		深度威胁发现设备	标准软硬件一体机	
		深度威胁分析设备	标准软硬件一体机	
	边界安全类产品	网络流量分析系统	1.标准软硬件一体机	
		防火墙系统	1.标准软硬件一体机	
工业流量审计系统		1.标准软硬件一体机		

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3) 云网边安全产品体系：大数据分析+安全管理+5G 云网边管理

云网边安全产品体系主要聚焦 5G 发展和云网融合的网络架构演进趋势，从全局视角出发对多源数据进行联动分析。其中大数据分析产品主要包含态势感知平台和日志审计系统；安全管理产品主要包含安全管理平台、安全中台等；5G 云网边管理产品主要包含域名解析及网络准入系统、IP 综合网管系统、终端设备管理系统，主要应用于电信运营商场景。我们认为亚信科技为电信运营商提供 BSS/OSS 的经验为亚信安全云网边安全产品体系的构建打下了良好的根基：一方面，运营商是云网边安全产品的重要用户，公司基于亚信科技对于运营商业务的理解开发出的安全产品更加贴近运营商业务需求；另一方面，BSS/OSS 系统本身即为电信运营商的一体化、信息资源共享的支持系统，起到中台化的功能，这与公司云网边安全产品体系内多个产品在安全运营中起到的功能类似，可为相关产品的开发提供经验。根据公司 2020 年数据，域名解析及网络准入系统对该体系收入贡献最大，占比约 38%；其次为安全运营与态势感知平台，占比约 18%；安全管理平台、IP 综合网管系统和终端设备管理系统分别占比约 14%、11%和 9%。

表 4：云网边安全产品体系梳理

		产品名称	体现形式	总收入占比 (2020年)
云网边安全产品体系	大数据分析 及安全管理 类产品	安全运营与态势感知平台	1.项目开发的软件平台 (主要) 2.标准软硬件一体机	4%
		日志审计系统	标准软硬件一体机	
		安全中台	项目开发的软件平台	
		安全管理平台	项目开发的软件平台	3%
	5G 云 网边管 理类产 品	域名解析及网络准入系统	项目开发的软件平台	10%
		云 DNS 防护	项目开发的软件平台	
		工业互联网标识解析防护	项目开发的软件平台	
		IP 综合网管系统	项目开发的软件平台	3%
		终端设备管理系统	项目开发的软件平台	2%
		综合监控系统	项目开发的软件平台	

	融合感知分析系统	项目开发的软件平台	
--	----------	-----------	--

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

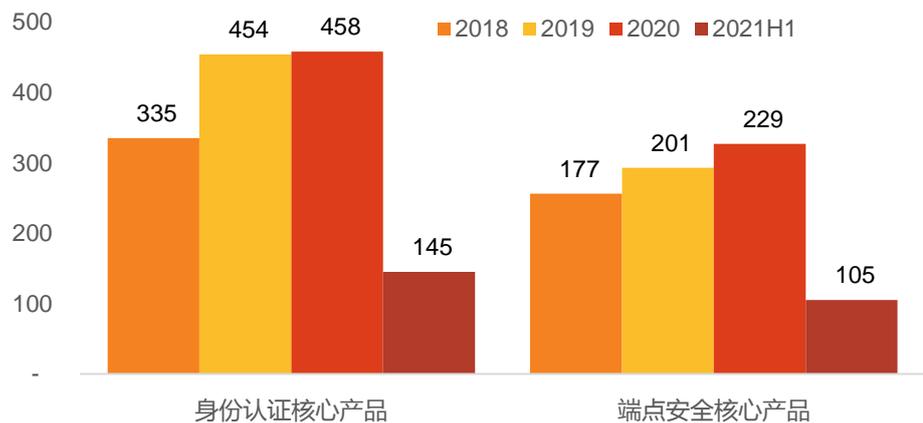
4) 网络安全服务体系：威胁情报+高级威胁研究+红蓝对抗+攻防渗透

网络安全服务体系主要通过公司专家团队和安全能力中心为客户提供咨询、研究等服务，具体包括威胁情报、高级威胁研究、红蓝对抗、攻防渗透、互联网资产弱点分析、风险评估和安全培训等。目前公司网络安全服务在公司总收入中占比较低，根据 2020 年数据，安全服务在总收入占比低于 1%，2021 年安全服务在总收入占比上升至 2.9%，整体占比仍处于较低水平。

1.2.2. 公司核心优势产品及相关市场地位

公司在网络安全软件领域处于领先地位，综合参考公司产品中标订单情况以及第三方市场机构排名，我们认为公司的两大核心优势产品为身份认证（主要指互联网接入认证系统、统一身份认证与访问管理系统）与端点安全（主要指服务器深度安全防护系统、终端安全防护平台和高级威胁治理产品），相关产品在公司收入结构中占据较高比例（2020 年核心优势产品在总收入中占比约 62%）。

图 7：亚信安全核心优势产品 2018-2021H1 收入情况（单位：百万元）



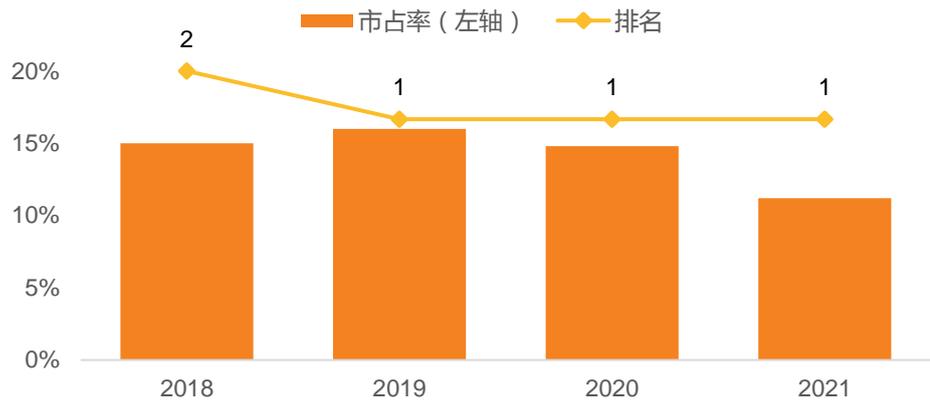
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1) 身份认证产品

我们认为公司在身份认证领域领先的市场地位主要从**市场份额、持续研发能力和头部客户落地案例**三个方面体现。

- **市场份额：**公司多年在 IDC 身份和数字信任软件市场份额排名第一，2020 年市占率为 14.8%；同时在 Frost&Sullivan 于 2019 年发布的市场报告中，公司身份和数字信任软件仍以 15.7% 的市占率排名第一。
- **持续研发能力：**公司在身份认证领域拥有自适应智能身份认证、身份管理与认证以及基于 SIM 卡的密码服务多项自主研发核心技术，可支撑对超大（十亿级）用户量的身份服务（国内主要技术性能上限为几十万用户），并显著降低身份冒用风险。与此同时，根据公司招股说明书中披露的在研项目以及拟募投项目情况，公司将在标准化的身份管理与认证系统、零信任架构产品上持续投入，推动现有产品向中小规模客户的渗透以及向零信任架构体系的演进升级。
- **头部客户落地案例：**公司的产品优越性在头部客户得到了落地与验证。在政务领域，公司为国务院办公厅国家政务服务平台提供身份认证安全能力支撑，累计访问用户数量超过 10 亿；在电信领域，公司承建了某运营商集团的统一身份认证系统，为其全网用户提供统一的单点登录认证、鉴权等服务，同时为公司 200 多个业务系统提供稳定支持，可支撑 9 亿多用户，系统的稳定性和超大规模身份认证管理能力得到有效验证。

图 8：亚信安全 2018-2021 身份和数字信任软件市场份额排名（IDC）



资料来源：IDC、199IT、亚信安全微信公众号、云头条公众号、自主可控新鲜事公众号、天风证券研究所

2) 端点安全产品

根据 IDC 数据，2020 年公司在终端安全软件市场市占率为 12.8%，位列第二。IDC 历年市场排名顺序显示，公司在终端安全软件市场份额呈现上升趋势，市场排名亦由第三名上升并稳定在第二名。我们认为公司在终端安全领域的优势市场地位得益于趋势科技在相关领域的积累和声誉（截至 2022/4/27 趋势科技在全球终端安全市场最新占比约为 10.85%），同时在服务器深度安全防护系统、高级威胁治理产品以及终端安全防护平台上，公司基于趋势科技的先发优势，形成了自身独特的市场竞争力：

- **拥有多项自主核心技术：**公司拥有下一代高级威胁治理引擎、终端监测与响应（EDR）、无代理云安全防护、虚拟云安全手机等核心技术，且相关技术关键指标处于行业领先水平。

表 5：亚信安全终端安全领域核心技术（部分）

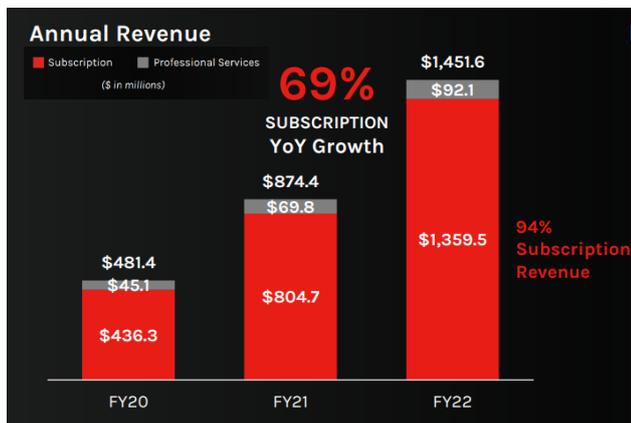
技术名称	技术水平关键指标	技术来源
下一代高级威胁治理引擎技术	超过 1 万条高品质的攻击特征规则库；具备支撑高并发高频率更新的性能；在恶意行为监测方面位于国内领先水平	自主研发
终端检测与响应（EDR）端点安全技术	轻量级客户端（10M 以内终端内存占用）；国内首家达成支持 100+高级攻击行为监测和告警；拥有 1000+种网络协议和应用解析记录	自主研发
无代理云安全防护技术	部署方便高效，降低对业务虚拟机影响；覆盖六类以上虚拟化平台；虚拟机操作系统覆盖多种系统支持，具备国产适配能力	自主研发
虚拟云安全手机技术	可在云端服务器运行安卓移动 APP 并将实时画面发送至客户端完成渲染，降低传输内容数量，在高并发场景可将平均使用带宽压缩 5-10 倍	自主研发

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

- **综合产品能力获得市场广泛认可：**公司云主机安全产品在头豹研究院和 Forst&Sullivan 联合发布的《2021 年中国云主机安全市场报告》中位于领导者象限，在功能丰富度、云原生能力和市场表现力三个维度市场表现突出；此外，公司 XDR 解决方案位于市场领导者地位，并入选安全牛《扩展威胁检测与响应（XDR）应用指南》行业代表性厂商。

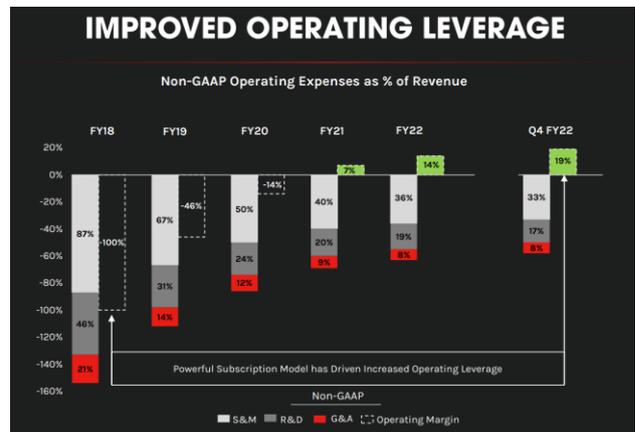
- **“大终端”产品战略与海外领先公司对标：**公司终端安全防护平台采用“大终端”产品战略，即进行组件化开发，新产品功能通过插件形式部署至现有产品架构上，平台化战略可对标海外终端安全头部公司 CrowdStrike。CrowdStrike 通过其云端平台 Falcon Platform 承载持续开发的安全功能模块，通过平台上模块数量的增加提升有效市场容量空间，并通过平台汇聚的海量数据构筑算法壁垒。根据 CrowdStrike 披露数据，在平台化战略下公司 2019-2022 财年收入实现约 77% 增长，同时伴随收入规模化效应显现，公司客户订阅模块数量呈上升趋势，盈利能力持续改善提升。

图 9：CrowdStrike 收入增速



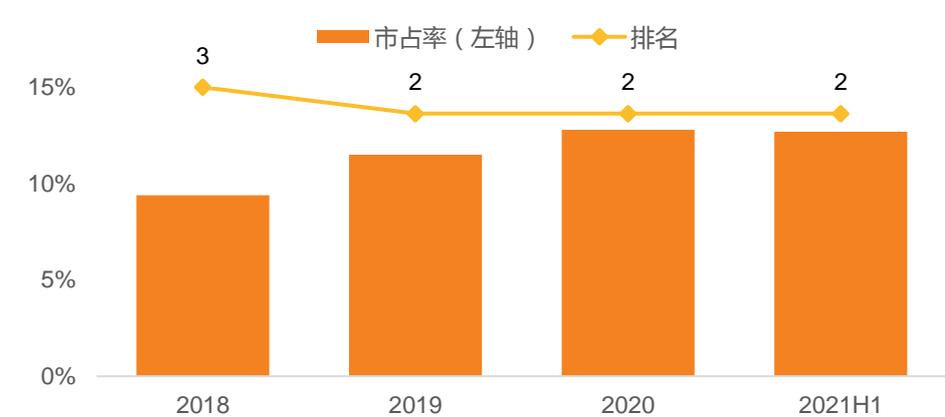
资料来源：CrowdStrike 官网、天风证券研究所

图 10：CrowdStrike 经营利润率持续提升



资料来源：CrowdStrike 官网、天风证券研究所

图 11：亚信安全 2018-2021H1 终端安全软件市场份额排名 (IDC)



资料来源：IDC、199IT、亚信安全微信公众号、云头条公众号、自主可控新鲜事公众号、天风证券研究所

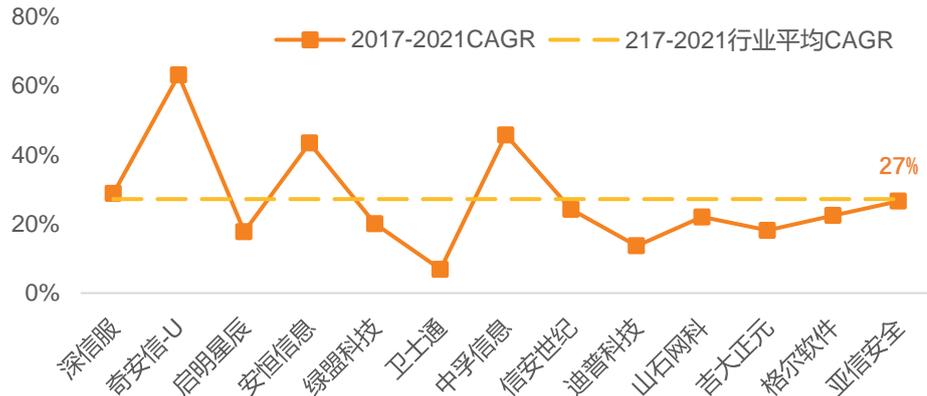
1.3. 公司财务情况

我们从收入增长、盈利能力、经营效率三个方面对公司的财务情况进行分析。

1) 收入增长

公司 2017-2021 年复合增长率约为 27%，位于行业平均水平。与综合性网安厂商相比，公司收入增速略弱（考虑到公司端点安全、云网边安全以及安全服务业务可与综合性网安厂商业务对标），我们认为主要原因为公司安全产品线与综合性网安厂商相比存在一定差距（安全产品线同样有差距的迪普科技和山石网科复合增速亦位于行业平均水平之下），且公司核心优势产品服务器深度安全防护系统、终端安全防护平台等仍处于前期市场开拓阶段；与密码厂商（信安世纪、吉大正元、格尔软件）相比，公司收入增速较强（考虑到公司身份安全产品与密码厂商业务存在一定相关性），我们认为与近年来各行业数字化转型加深，以业务为驱动的安全需求增强，从而带来的身份认证市场快速增长有关。

图 12: 亚信安全与行业内公司收入复合增速对比



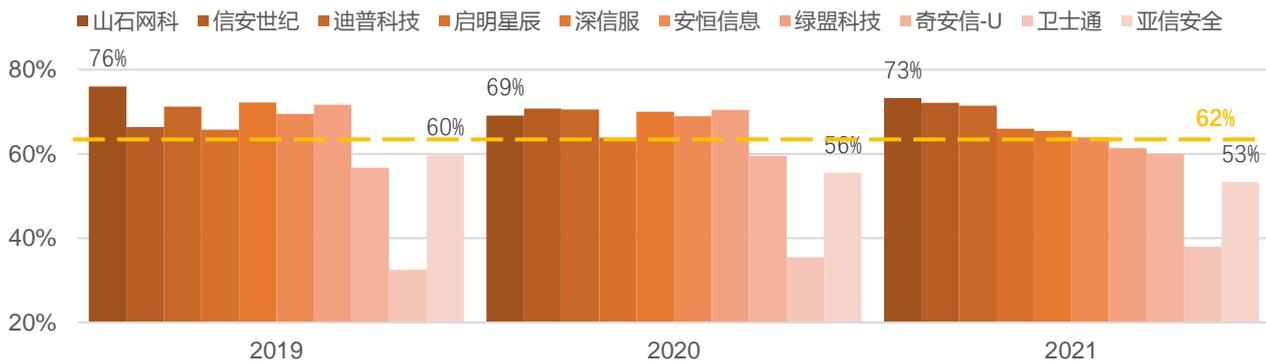
资料来源: Wind、天风证券研究所

说明: 表格中部分公司 2021 年业绩情况参考各公司业绩预告或业绩快报情况

2) 盈利能力

毛利率: 公司 2019-2021 年平均毛利率约为 56%，在行业内位于第二梯队水平（我们对于行业内毛利率水平划分定义：第一梯队 65%+/第二梯队 50%-60%/第三梯队 50%-）。

图 13: 亚信安全与行业内公司毛利率水平对比



资料来源: Wind、天风证券研究所

我们认为公司毛利率低于行业内第一梯队水平主要由公司的产品结构导致：一方面，从大的产品类型来看，公司 2020 年解决方案类产品与标准化产品在收入中占比分别为 64%和 35%，其中解决方案类产品需根据客户实际需求进行定制化开发与投入，故而拉低了公司整体毛利率水平；另一方面，从具体产品线来看，公司数字信任及身份安全产品、云网边安全产品中定制化解决方案占比较高，毛利率较低，端点安全产品体系以标准化产品为主，毛利率较高。

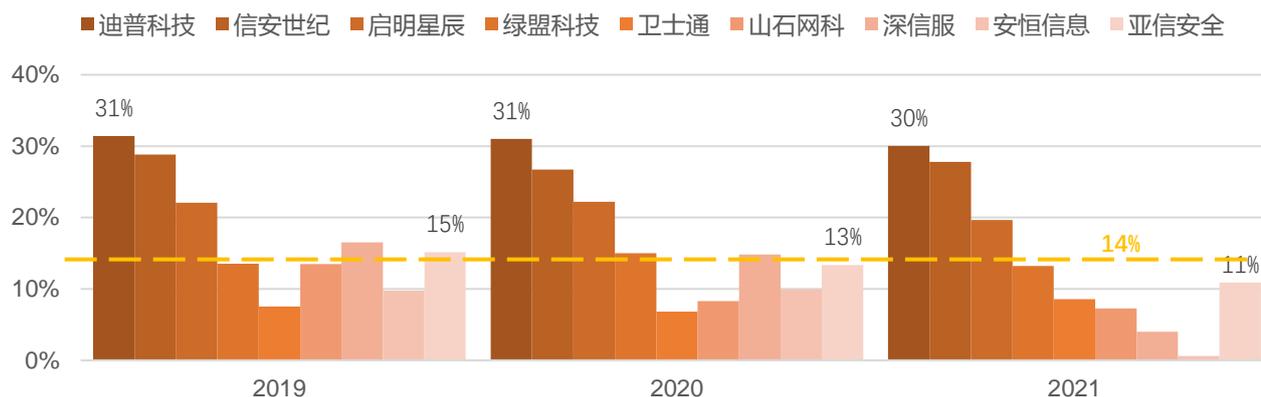
表 6: 亚信安全 2018-2021H1 各产品线毛利率水平

产品线	2021H1	2020	2019	2018	2020 年收入占比
身份安全	49.55%	50.14%	55.17%	51.23%	40.89%
端点安全	77.21%	75.75%	75.26%	74.97%	28.93%
云网边安全	39.90%	48.30%	47.79%	43.98%	25.47%

资料来源: Wind、天风证券研究所

净利率: 公司 2019-2021 年平均净利率约为 13%，与行业平均净利率水平相当，在行业内同样位于第二梯队水平（我们对于行业内净利率水平划分定义：第一梯队 15%+/第二梯队 10%-15%/第三梯队 10%-）。

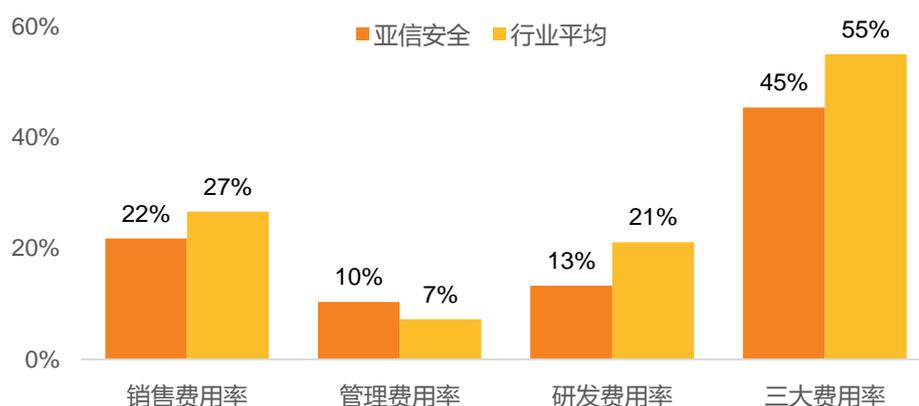
图 14：亚信安全与行业内公司净利率水平对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

尽管公司毛利率水平略低于部分综合性网安厂商（如绿盟科技、深信服、安恒信息等），公司净利率水平与综合性网安厂商相当，我们认为**主要与公司在费用端的管控有关**。公司2019-2021年三大费用率情况低于行业平均水平，尤其在**研发费用率上比行业2019-2021年平均费用率低8pct**。

图 15：亚信安全与行业内公司 2019-2021 年平均费用率对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

说明：行业平均费用率参考公司包括深信服、奇安信、启明星辰、安恒信息、绿盟科技、卫士通、信安世纪、迪普科技、山石网科、亚信安全

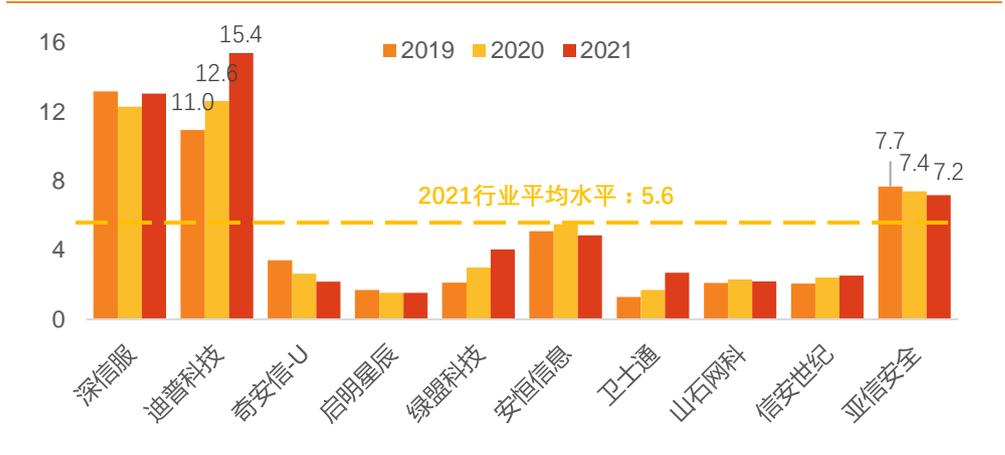
具体而言，**公司销售费用率略低于行业平均水平**，主要原因为公司直销占比高，且直销客户以运营商、金融行业的大客户居多，客户黏性较高，后期所需销售投入较小。未来随着公司标准化产品及行业拓展的推广，**我们预期公司的销售费用率将会有一定水平提升**。**公司管理费用率略高于行业平均水平**，但2019年管理费用中股权支付费用较高(占比20.91%)，未来随着收入的增长以及股份支付费用比例的降低，**我们预期公司管理费用会呈现下降趋势**，逐渐与行业平均水平趋同。**公司研发费用率与行业平均水平差距较大**，我们认为主要由两部分原因导致：一方面公司解决方案类业务较多，部分开发工作直接计入合同成本，另一部分在项目上直接计入研发费用形成的**核心组件和技术功能可反哺迭代标准化产品的基础能力**，从而降低公司整体的研发费用率；另一方面公司部分端点安全产品借助了趋势科技中国原有的成熟技术理念，**降低了公司在研发上的试错成本**，从而带来研发效率的提升。

3) 经营效率

应收账款周转率：公司的应收账款周转率处于行业内较高水平，仅次于深信服和迪普科技。我们认为公司较高的应收账款周转率与公司的**下游客户结构**有关。公司下游客户主要集中在

在电信运营商和金融行业，相关客户汇款可靠性强，且基于多年的合作，公司与运营商之间的结算方式与周期已形成较为固定的合作模式。

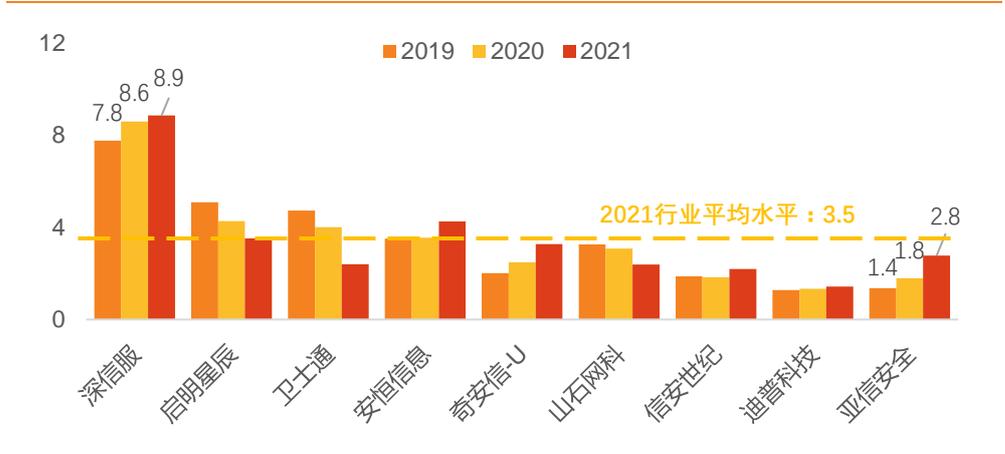
图 16：亚信安全与行业内可比公司应收账款周转率对比（单位：次）



资料来源：Wind、天风证券研究所

存货周转率：公司的存货周转率处于行业内较低水平，我们认为主要与公司业务模式有关。根据我们观察，存货周转率与项目和产品的交付周期成反比，即交付周期越长，公司存货周转率越低。公司收入中定制化开发部分较多，整体项目开发和交付时间较长，而大部分项目人工、外采软硬件成本在验收前均在存货科目进行体现，故而导致公司存货周转率低于行业平均水平。随着公司标准化产品占比的提升，我们观察到公司的存货周转率呈现上升趋势。

图 17：亚信安全与行业内可比公司存货周转率对比（单位：次）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 网络安全软件行业分析：网安行业增速最快子赛道

整体网络安全软件行业发展处于上行周期，且我们认为伴随着行业能力的成熟以及下游需求的迭代，未来传统网安硬件设备市场或将行业平均水平稳定增长，而网络安全软件行业有望成为下一阶段网安行业市场增长的主要驱动力，在网安行业市场中的地位逐步提升。

2.1. 网络安全软件市场及细分市场规模及增速：发展迅速

中国网络安全软件市场近年来发展迅速，根据 Frost&Sullivan 统计数据，网络安全软件市场规模 2015-2019 年复合增长率为 26%，且预计到 2024 年市场规模有望达到 211.6 亿元，对应 2020-2024 年复合增长率约为 23.2%。

根据 IDC 报告，中国网络安全软件市场主要包括终端安全软件、身份和数字信任软件、SAIRO（安全分析、情报、响应和编排）等细分市场，其中 SAIRO 市场规模预计将以 27.5% 的五年复合增长率高速发展，并在 2024 年超过身份与数字信任市场，成为规模最大的网络安全软件子市场。另外在其他安全软件领域，IDC 在《2022 年 V1 全球网络安全支出指南》中首次提及数据分类分级与数据防泄漏市场，预计其至 2025 年将以 27% 以上的年复合增长率快速增长。

2020 年度，亚信安全在中国身份和数字信任软件市场收入为 5.2 亿元，市场排名第一，市场占有率为 14.8%；在中国软件安全软件市场收入为 2.6 亿元，市场排名第二，市场占有率为 12.8%。

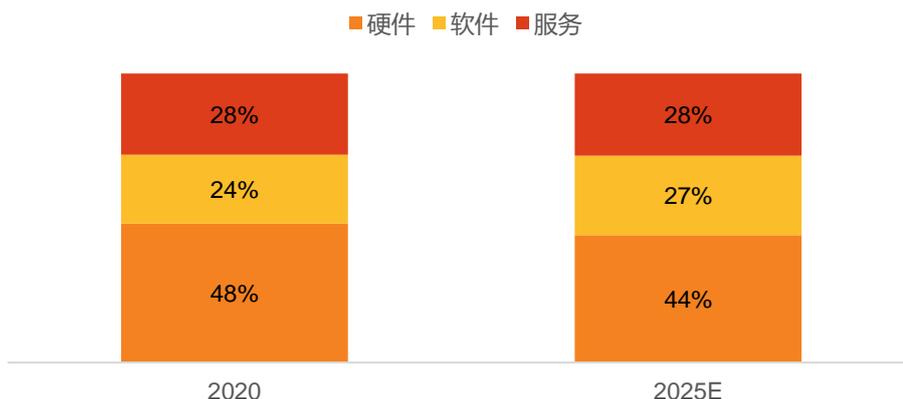
图 18：2015-2024E 中国网络安全软件行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：亚信安全招股书、天风证券研究所

从网安市场结构来看，安全软件子市场占比有望持续提升。我们认为随着中国企业数字化转型的推进，政府和企业信息化建设中网络安全投入的驱动力已经不仅仅局限于政策合规，而是更多地体现在业务发展的内在需求。同时，政府和企业级用户的预算也正在更多的向软件和服务市场迁移。

图 19：2020/2025E 中国网络安全行业细分市场结构对比



资料来源：IDC、天风证券研究所

展望未来，我们认为网络安全软件行业发展趋势仍然较好。主要驱动因素为：

1) 信息技术产业由硬件到软件的发展规律

我们认为前期网络安全硬件建设已经较为成熟，后续的安全升级有望更多地体现在软件层面。以智慧城市为例，早期智慧城市建设以硬件为主，而到 2018 年后，一些成熟智慧城市项目的软件比例高达 80%-90%。基于此，我们认为以政府、运营商和金融机构为主的网络安全主要下游采购方在硬件上的采购已进入稳定增长期，后续在网络安全购软件的需求量有望增多。

2) 业务驱动：网上业务量增加带来风险敞口的增加

在 2020 年，省级行政许可事项网上办理率为 80%，而《“十四五”国家信息化规划》中提出到 2025 年网上办理率预计达到 90%。我们认为网上业务的提高会带来更多的风险敞口，增加对整个系统的安全威胁，由此需要的安全防护也会增加，从而带来更多的网络安全软件需求。

3) 基础 IT 架构变化

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出要实施“上云用数赋智”行动，推动数据赋能全产业链协同转型，越来越多传统 IT 基础架构在向云架构演化。同时，《“十四五”国家信息化规划》中提出，到 2025 年企业工业设备上云率预计达到 30%。我们认为随着以云计算为代表的新型基础设施建设的推进，我国 IT 基础架构正在完成由传统本地架构向云架构的转化，未来随着更多的业务在云上开展，基于云的网络安全软件需求亦会增多。

2.2. 需求端分析：下游应用场景多元且行业日趋丰富

公司的产品主要下游客户包含电信运营商、政府、金融、能源、制造业等多个行业，其中客户规模以中大型企业客户居多。同时公司的产品覆盖云、网、边、端多个应用场景，具备为客户提供全套安全解决方案的能力。

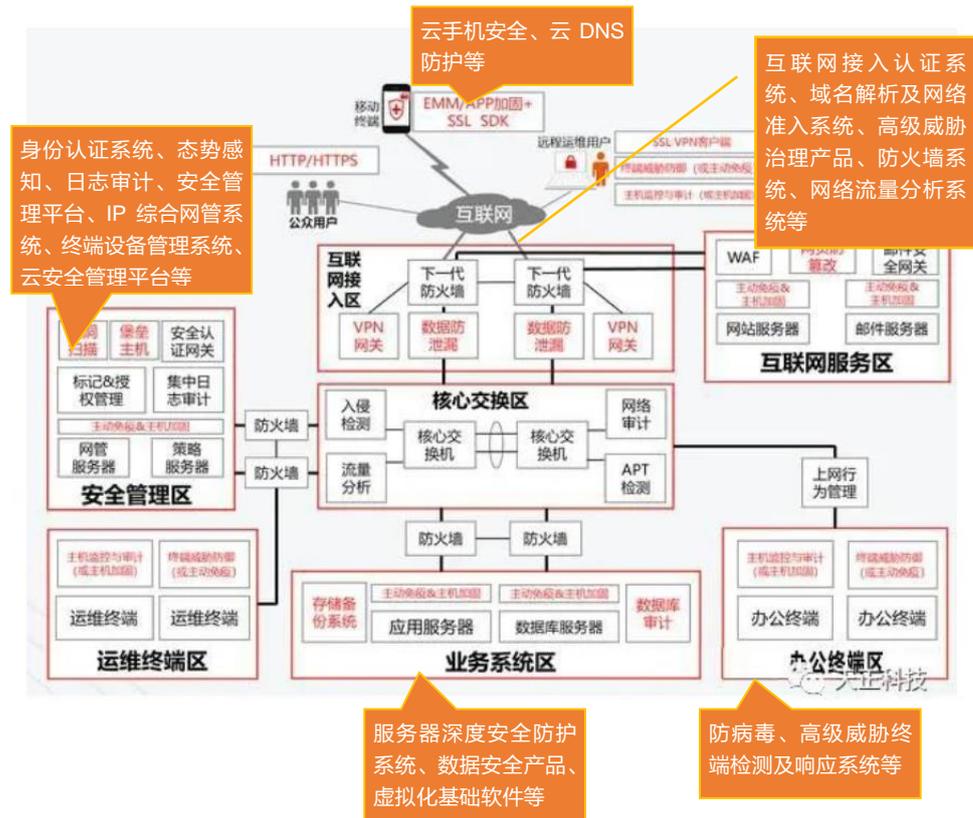
表 7：亚信安全产品下游客户及应用场景

产品类型	下游客户行业	应用场景
身份安全	电信运营商、政府、金融、能源等中大型企业	确保具备权限的用户才能访问网络、登录系统、访问资源和执行业务操作；对用户访问系统和数据的记录进行审计分析，防止敏感数据泄露等
端点安全	政府、电信运营商、金融、能源、医疗、制造业	终端、网络节点和云上的网络安全
云网边安全	电信运营商、政府、能源、制造业等中大型客户	通过建设态势感知平台，联动其他安全设备能力；通过建设域名解析及网络准入系统，为运营者提供域名解析、安全防护、数据分析、安全监管等网络管理能力
网络安全服务	电信运营商、金融、能源、政府等中大型客户	安全评估、运维、咨询规划、应急响应与演练、安全运营、攻防实战等
云网虚拟化基础软件	电信运营商	云计算虚拟化基础设施建设

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

以三级等保系统的网络安全架构设计为例，公司的产品可在互联网接入/服务区、安全管理区、业务系统区、办公/运维终端区应用，对网络架构提供多维度安全防护。

图 20：等保三级系统安全架构案例



资料来源：天正科技公众号、公司招股说明书、天风证券研究所

从具体行业来看，我们对下游行业未来在网安领域的投入力度保持乐观。根据工信部发布的《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）》，“未来网络安全产业年复合增长率超过 15%，其中电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达 10%”。具体就运营商、金融和政府三个行业而言：

1) 运营商：网安投入有数倍增长空间

2019 年，三大运营商对网络安全软件产品及服务的采购规模约为 73.4 亿元人民币，亚信安全为三大运营商提供的此类产品及服务所获得的收入约为 7.35 亿元人民币，占三大运营商同类产品服务的采购比例约为 10%。《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）要求，到 2023 年，我国网络安全产业规模超过 2500 亿元，电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例不低于 10%。此前运营商网络安全投入占比信息化投入约为 2%，同时考虑到网安投入占比的提升以及安全软件投入在网安投入中占比的提升，我们预计未来 3-5 年，公司在运营商市场的总市场容量约为 107 亿元人民币。

2) 金融：预计 2025 年银行业网络安全软件投入超 120 亿元

2020 年金融行业网络安全投入约为 89 亿元人民币，若参考 2020 年安全软件在整个网安行业占比为 24.0%（IDC 数据），我们估算金融业 2020 年网络安全软件投入约为 21 亿元。以银行业为例，2020 年中国银行业整体 IT 投资规模达到 1906 亿元，预计到 2025 年时，中国银行业整体 IT 投入将达到 4638 亿元人民币，对应复合增长率达到 17.84%。若假设 2025 年时网安投入在银行业整体 IT 投入中占比达到 10%，则我们预计 2025 年银行网安软件投入有望达到 127.5 亿元人民币。

3) 政府：数字经济带来业务规模有望增长一倍

从数字经济推进角度来看，2020 年，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重为 7.8%，数字经济核心产业约为 7.9 万亿元人民币。根据《“十四五”数字经济发展规划》，2025 年数字

经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%，我们假设未来五年 GDP 平均增长率为 5.5%，则 2025 年 GDP 约为 133 万亿元人民币，从而估算得出数字经济核心产业约为 13.3 万亿元人民币，较 2020 年增长近 70%。从业务规模角度来看，数字技术与实体经济融合取得显著成效，数字化创新引领业务能力大幅提升。2020 年在线政务服务实名用户规模为 4 亿，到 2025 年预计达到 8 亿，我们认为在线政务业务规模的扩大有望带来安全产品需求的进一步提升。

2.3. 供给端分析：业务各有侧重，公司身份与端点安全地位领先

考虑到网络安全行业产品分布较为分散，我们对在公司收入中占比较多的主要产品的竞争格局进行了梳理统计。整体而言，综合考虑产品线的重合程度以及各家公司的优势产品，我们认为上市公司中与公司竞争较多的是奇安信（全产品线竞争）、安恒信息（服务器安全防护、终端安全、态势感知平台）和深信服（终端安全、态势感知）。

表 8：亚信安全主要产品市场竞争情况

	身份安全	云主机	端点安全	高级威胁防御方案	态势感知平台方案	域名解析/网络准入
亚信安全	统一身份认证与访问管理系统	服务器安全防护系统	终端安全防护平台（防病毒） 终端安全管理 高级威胁终端检测及响应系统（EDR）	高级威胁治理类产品： 高级威胁网络防护系统(APT) 深度威胁邮件网关 深度威胁发现设备（流量分析） 深度威胁分析设备（沙箱）	安全运营与态势感知平台	域名解析和网络准入系统
奇安信	零信任统一身份认证与管理系统	服务器安全管理系统（云锁）	天擎终端安全管理（含防病毒系统） 网神终端安全响应系统(EDR)	网神威胁监测与分析系统（天眼）	态势感知与安全运营平台（NGSOC）	网神网络安全准入系统
安恒信息			明御主机安全及管理系统（EDR）： 防御已知和未知类型勒索病毒 防御高级威胁全流程攻击	明御 APT 攻击预警平台(含沙箱技术) 明御全流量深度威胁检测平台	关键信息基础设施保卫平台	
绿盟科技	绿盟统一身份认证平台UIP		绿盟终端检测与响应系统EDR	绿盟下一代威胁防御解决方案 NGTP： 绿盟高级威胁检测系统 TAC	绿盟关键信息基础设施安全态势感知解决方案	
启明星辰	4A 管理平台		启明星辰终端高级威胁检测与响应系统(EDR)	天阗 APT 检测系列产品	启明星辰网络安全态势感知平台	天清网络接入控制系统
深信服	统一身份安	云主机安	深信服终端检		安全感知平台 SIP	

	全管理系统 IDTrust	全保护平 台 CWPP	测响应平台 EDR			
格尔软件	可信身份管 控平台					
吉大正元	IAM 系统					
数字认证	统一认证管 理系统					
联软科技	UniCWPP	UniAccess 终 端安全管理系 统 UniEDR 终端检 测与响应系统			UniNAC 网络准入控 制	
北信源		终端安全一体 化解决方案： 终端管控+EDR			网络接入控制系统	
腾讯云	T-Sec 主机 安全		T-Sec 高级威胁检 测系统		DNSPod	
青藤云安 全	主机自适 应安全平 台					
其他公司	竹云科技、芯 盾时代、派拉 软件等	阿里云、安 全狗、网思 科平、长亭 科技等	杰思安全、网思 科平等	360、中睿天下、安 天科技、科来网络 等	360、新华三、观安 信息等	阿里云（万网）

资料来源：商密君公众号、数世咨询、各公司官网、头豹研究院、天风证券研究所

说明：表格中加粗的产品为公司处于市场领先地位的产品

具体到产品线而言：

1) 身份安全

在身份安全领域，公司主要的竞争对手有**竹云科技、芯盾时代、奇安信**等，竞争领域为基于 4A 的身份与访问管理系统。另外与公司业务相似的公司有**吉大正元、格尔软件、信安世纪、数字认证**等，主要提供基于密码技术的统一身份认证产品。

表 9：亚信安全与身份安全领域竞争对手对比

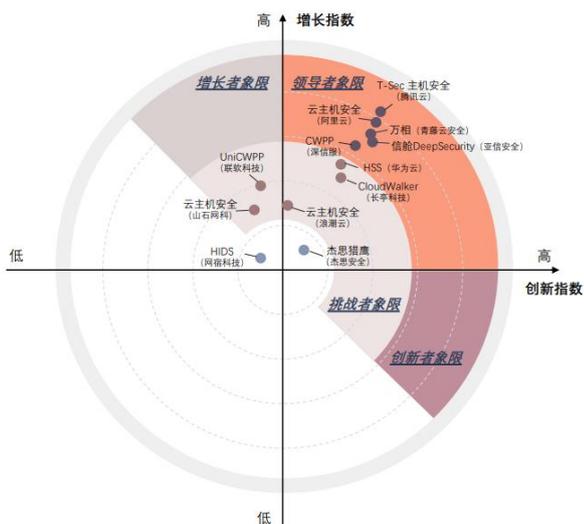
公司名称	身份安全核心业务	主要客户领域
亚信安全	IAM 统一身份管理平台	运营商
竹云科技	IAM 统一身份管理平台	政府（部委）
奇安信	IAM 统一身份管理平台	政府、公检法
吉大正元	基于密码技术的身份认证	政府、军队
格尔软件	基于密码技术的身份认证	政府、军工
信安世纪	基于密码技术的身份认证	金融

资料来源：公司招股说明书、Wind、格尔软件招股说明书、竹云科技官网、天风证券研究所

2) 云主机安全

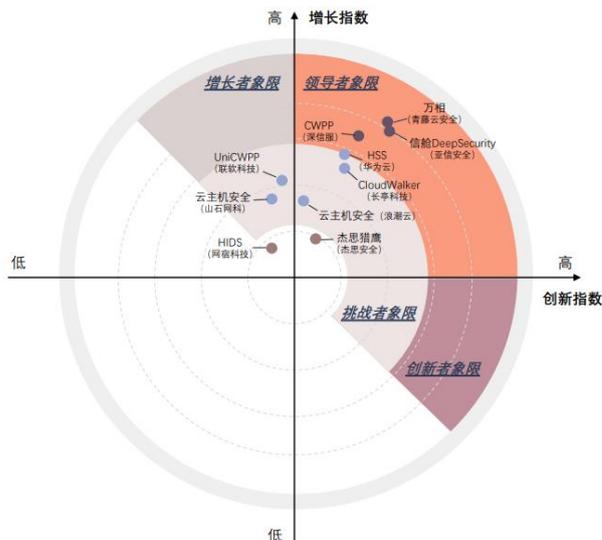
目前我国云主机安全领域以云工作负载保护平台（CWPP）市场为主，公司主要的竞争对手有**综合安全厂商、新兴安全创业公司和大型云厂商**三大类。其中综合安全厂商主要包括奇安信、深信服，新兴安全创业公司主要包括青藤云安全、安全狗，大型云厂商主要包括阿里云、腾讯云、华为云等。在云厂商中，华为云的优势主要体现在私有云市场，而阿里云和腾讯云的**优势主要体现在公有云市场**。

图 21：2021 年中国云主机安全产品竞争表现（含公有云市场）



资料来源：沙利文、头豹研究院、天风证券研究所

图 22：2021 年中国云主机安全产品竞争表现（私有云市场）

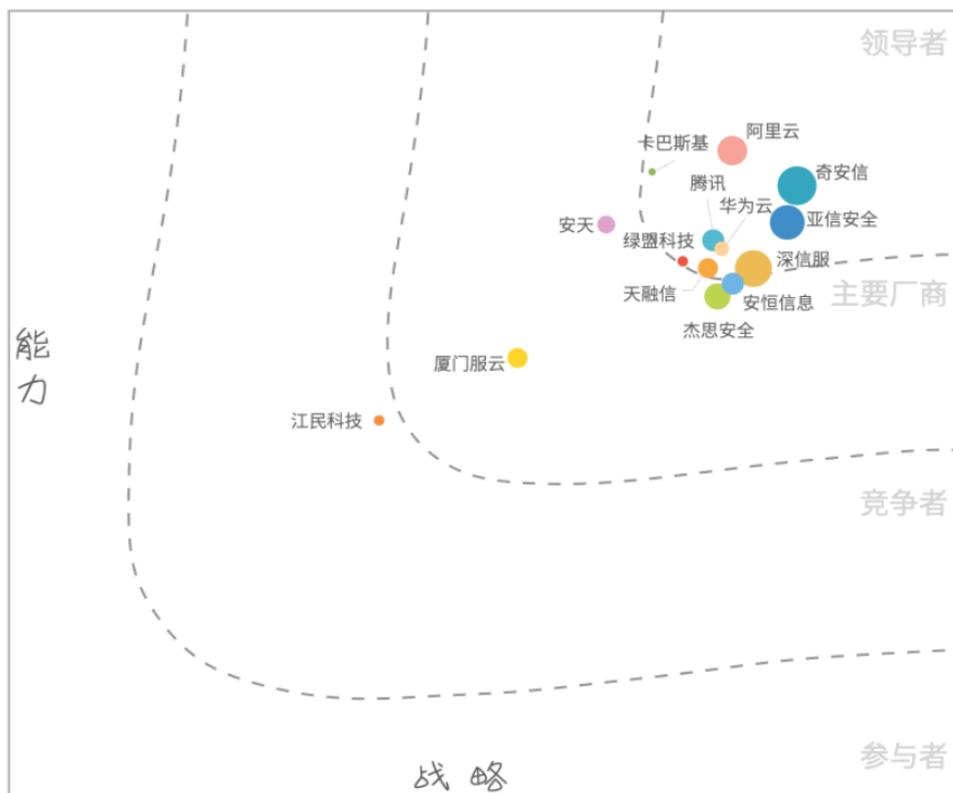


资料来源：沙利文、头豹研究院、天风证券研究所

3) 终端安全

在终端安全领域，根据 Forrester 于 2022 年发布的统计报告，趋势科技在全球 EDR 市场处于领先地位。在国内市场，公司终端安全防护平台和终端安全管理系统的主要竞争对手为奇安信（天擎）、北信源等，公司 EDR 产品的主要竞争对手包括主流综合网安厂商（奇安信、安恒信息、深信服等）以及部分创业公司（杰思安全、安天科技、网思科平等）。根据 IDC 统计数据，从收入体量来看，公司 EDR 产品收入排名位于市场前列。

图 23：IDC 中国终端安全检测与响应市场厂商评估（2020）



资料来源：特大号公众号、IDC、天风证券研究所

说明：IDC 报告统计口径中 EDR 所保护的端点类型包含传统 PC、智能移动终端、嵌入式终端，传统服务器端、虚拟机/云主机

4) 高级威胁防御

在高级威胁防御领域，公司的主要竞争对手为综合性网安厂商（如奇安信、安恒信息、绿盟科技等）或安全创业公司（如中睿天下、安天科技等）。

5) 态势感知

在态势领域，公司的主要竞争对手包括综合性网安厂商、传统通信厂商以及部分安全领域创业公司，其中奇安信和安恒信息处于市场较为领先的水平，尤其在监管侧态势感知市场拥有较高市占率，而公司的态势感知产品主要针对企业市场。

6) 域名解析和网络准入系统

公司将域名解析和网络准入功能融合为一个产品，而市场上大多产品仅针对单一功能，如在域名解析领域，公司的主要竞争对手为大型云厂商，如阿里云、腾讯云等，公司的产品主要针对运营商市场；而在网络准入领域，公司的主要竞争对手主要为网络安全厂商，如联软科技、迪普科技、北信源等。

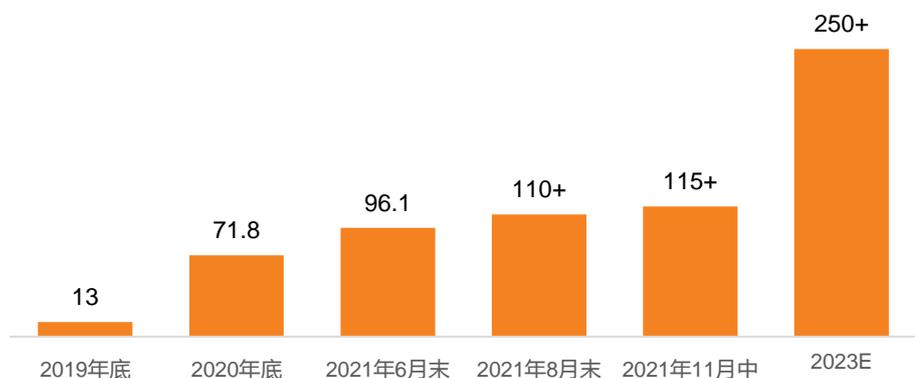
3. 公司未来发展驱动力：行业与产品持续延展渗透

我们认为公司未来发展的驱动力包含多个关键元素：1) 运营商业务平稳增长；2) 高客户粘性继续维持；3) 产品持续渗透。

1) 随着 5G 应用场景的逐渐开拓，既有运营商 5G 云网边业务平稳增长

尽管公司本身已在运营商行业已达到较高渗透率，但是基于政策和技术的双轮驱动，我们看好未来几年 5G 在商用领域的加速发展，从而驱动公司围绕运营商 5G 展开的云网边业务保持持续增长的态势。从政策方面来看，工信部等 9 部门 2021 年发布《5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）》，推动 5G 与产业的规模化融合应用，提出“5G 网络接入流量占比超 50%、5G 物联网终端用户数年均增长率超 200%、大型工业企业的 5G 应用渗透率超过 35%”等的量化目标；从技术方面来看，对于 5G 商业应用推广至关重要的核心技术 5G 切片技术正在走向成熟，有望释放更多场景的 5G 潜能，带来更多创新服务。目前运营商正在基于切片架构的 CSMF 和 NSMF 完善运营管理和部署能力，而行业客户也通过基于这两项技术所构建的平台实现高效运维管理，极大的提升业务灵活性，今年世界移动通信大会(MWC 2022)期间，华为与中国电信发布了业界首个“云-网-端”一体的 5G 切片加速产品。公司正围绕 5G 架构变革进行现有产品的升级研发，未来随着 5G 用户数量的增多以及物联网接入设备的增多，我们认为公司互联网接任认证系统、域名解析及网络准入系统、IP 综合网管系统、终端设备管理系统的销售均有望持续受益。

图 24：中国 5G 基站数量预测（单位：万个）

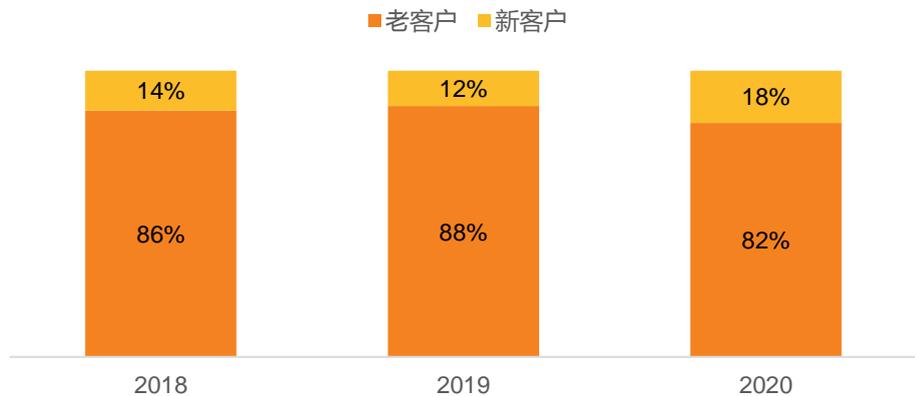


资料来源：中商情报网、工信微报公众号、中国新闻社公众号、天风证券研究所

2) 保持现有客户的高粘性，新客户持续转化为老客户，客单价有上升空间

在对于公司收入的贡献度方面，2018-2020 公司老客户对于收入的贡献比例在 80%以上，我们认为维持现有客户的粘性有助于为公司长期的业绩增长提供稳固根基。

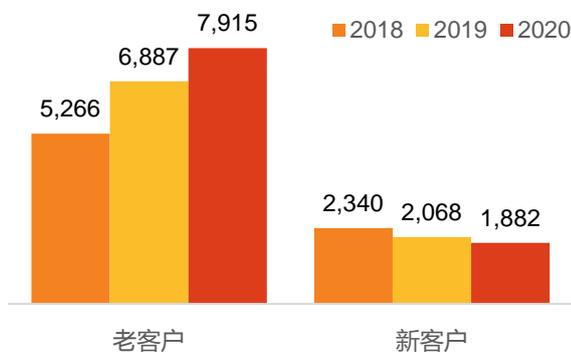
图 25：亚信安全 2018-2020 新老客户收入贡献占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

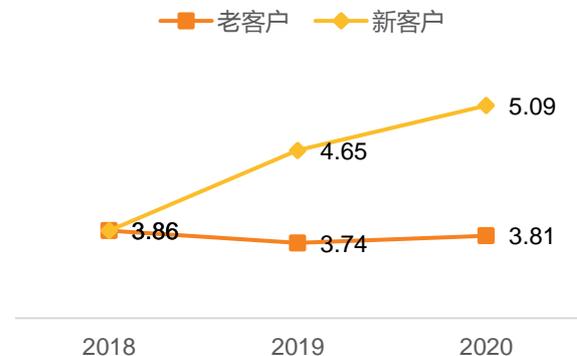
对于标准化产品，公司老客户转化率较高，客单价保持稳定并通过增购等持续为公司带来收入。从转化率来看，在不考虑老客户流失的情况下，2018-2019 年期间，新客户转化为老客户的比例约为 69%，2019-2020 年期间，对应转化率为 50%，若有老客户流失，新客户的转化率则更高。从客单价来看，公司老客户客单价基本保持在稳定水平，新客户客单价呈现上升趋势，主要因为公司调整销售策略，重心向重点客户倾斜，以减少新客户数量增加新客户客单价的战略实现收入增长。整体而言，新客户的拓展是公司新增标准化产品收入的主要来源，同时，公司老客户收入亦呈现逐年增长的趋势，新老客户收入的增长推动公司标准化产品的收入的增长。

图 26：亚信安全 2018-2020 标准化产品新老客户数量（个）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 27：亚信安全 2018-2020 标准化产品新老客户客单价（万元）



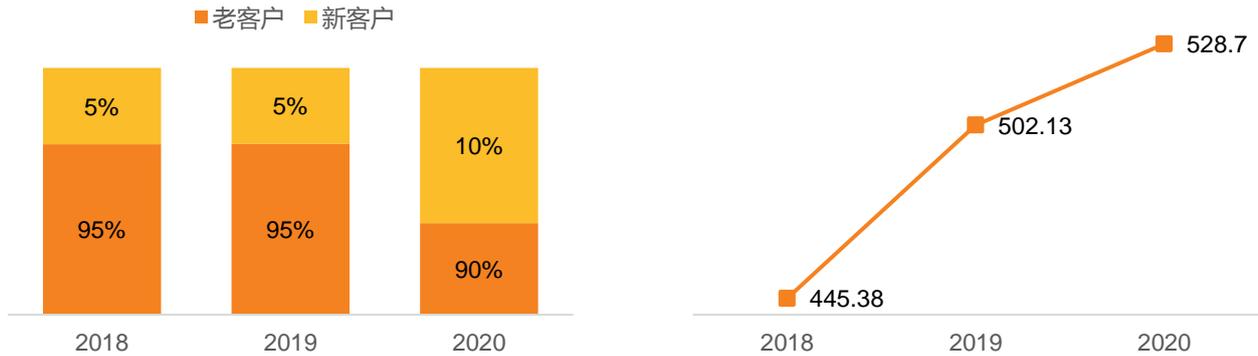
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

说明：2020 年新客户客单价剔除了单一大客户的影响，剔除前为 7.87 万元

对于解决方案类产品，公司老客户的收入贡献比例更高，达到 90%甚至 95%，且公司老客户的客单价呈现上升趋势。从对收入增长的贡献来看，2018 年及 2019 年，公司解决方案类产品收入的增长主要系老客户收入的增加，2020 年公司解决方案类产品收入的增长主要系新客户贡献，我们认为主要因为公司解决方案类产品下游客户以运营商为主，随着产品在行业的渗透率增加，老客户项目开发周期完成后收入贡献在解决方案类收入中占比降低。整体而言，我们认为一方面老客户数量客单价均保持增长趋势，共同促进公司解决方案类收入的增长；另一方面考虑到解决方案类产品的特殊性，单个项目周期较长（12-18 个月），客户切换供应商的成本较高，有助于客户粘性的维持。

图 28：亚信安全 2018-2020 解决方案类产品新老客户收入占比

图 29：亚信安全 2018-2020 解决方案类产品老客户客单价（万元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3) 优势产品的持续渗透，包含成熟产品的标准化外延与新兴产品的快速增长

公司的优势产品线（身份认证和端点安全）收入在 2018-2020 年总收入中占比分别为 74%/76%/70%，对公司收入增长影响较大，我们认为未来优势产品线的持续渗透有望成为公司收入增长的重要推动力量。具体体现在两个方面：

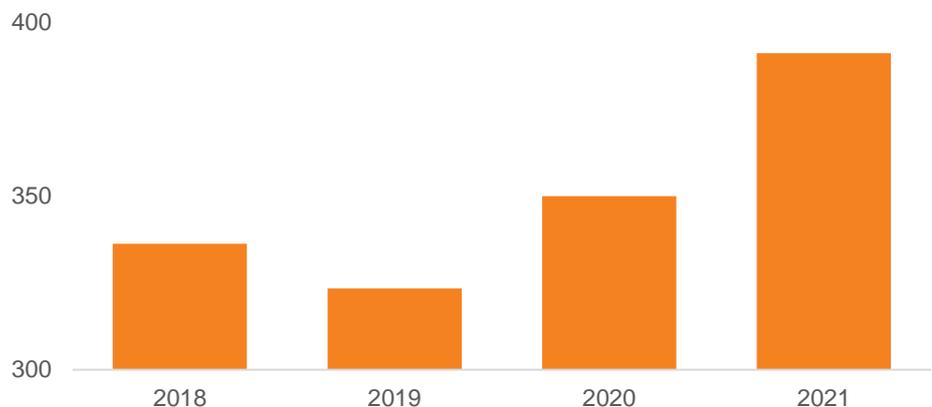
a. 成熟产品的标准化外延，以身份认证产品为主

公司的统一身份认证与访问产品现阶段以定位开发类项目为主，架构较为复杂，并且与客户的业务系统及场景的关联度较高，不同客户项目需求及周期存在差异，从而导致交付效率较低，对下游客户的覆盖面造成了一定限制。未来公司将积累较深的大型综合系统产品组件化，形成标准化产品并向政府、医疗等行业进行试点和推广，有望提高对下游客户覆盖的广度并提升相关产品的综合毛利率。根据公司 2021 年年报披露数据，公司 2021 年标准化产品占比为 46.50%，较 2020 年 35.29% 占比上升 11.21 个百分点，产品结构调整取得明显成效。

b. 新兴产品的快速增长，以端点安全产品为主

公司端点安全产品体系收入 2021 年同比增长 50.01%，快于公司总收入增速。我们认为公司端点安全的核心产品服务器深度安全防护系统仍处于蓝海市场，未来随着各行业加速云化转型建设，服务器的出货量逐渐走高，同时考虑新增和存量服务器市场云主机防护渗透率的提升，我们认为对于云主机防护的需求有望加速增长。

图 30：中国 2018-2021 服务器出货量测算（单位：万台）



资料来源：IDC 咨询公众号、中国经济新闻网、云头条公众号、天风证券研究所

同时，公司进一步增大营销体系的建设，加速产品向下游的渗透。公司打造了营销大区与行业事业部垂直交叉的矩阵型管理模式，设立营销中台，实现售前管理、服务管理、渠道管理、公共关系和市场营销的资源协同。公司 2021 年已完成多个营销大区，27 个省办的建设，基本形成了覆盖全国的营销网络，未来有望通过渠道合作实现对中小企业的广覆盖。

4. 盈利预测与估值分析

基于以上分析，我们对于公司的盈利预测主要包含以下假设：

1) 收入增长：

- 网络安全产品

身份安全：近年来公司身份安全产品收入同比略有下降，我们认为公司互联网接入认证系统有望随着 5G 商业应用规模化落地加速增长，同时在营销体系变革的加持下，公司统一身份认证与访问管理系统标准化产品的推广落地亦会带来收入的进一步增长，整体而言我们预计公司 2022-2024 年数字信任及身份安全产品收入增速分别为 5.38%/10.16%/12.77%；

端点安全：我们认为伴随政企用户数字化转型加速，下游客户云上应用逐渐增多，对于云主机安全防护的需求将推动公司服务器深度安全防护系统的收入增长；另外考虑到远程办公场景下对于终端以及网络上高级威胁的防护需求增多，公司端点安全产品收入整体有望保持高增态势，我们预计公司 2022-2024 年端点安全产品收入增速分别为 48.82%/42.93%/40.12%；

云网边安全：我们认为态势感知市场在行业侧渗透率仍有较大提升空间，同时考虑到接入网络的智能终端数量持续上升，以及公司安全中台产品的快速增长，我们认为公司云网边安全产品增长势能有望持续，整体而言我们预计公司 2022-2024 年云网边安全产品收入增速分别为 31.86%/31.49%/30.38%。

- 网络安全服务

公司 2021 年增大了安全服务团队的建设力度，2021 年下半年新增技术支持及安全服务人员 169 人，相较于 2021 年中人增长率为 28%。2021 年公司安全服务收入同比增长 600%至 4842 万元，考虑到公司安全服务收入基数仍较低且公司 2021 年在服务团队上投入力度较大，我们预计公司 2022-2024 年网络安全服务收入增速分别为 100%/50%/40%。

- 云网虚拟化软件

云网虚拟化软件销售非公司主营业务，主要在销售网络安全产品过程中根据客户需求搭载销售，考虑到公司并不会在虚拟化软件上投入过多资源与精力，且下游客户在非公司主营业务上的需求具有一定波动性，同时参考云计算行业平均增长水平，我们预计公司 2022-2024 年云网虚拟化软件收入**维持在 25%-30%左右水平**。

表 10：亚信安全 2022-2024 收入预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入		1,077.27	1,274.59	1,667.47	2,181.85	2,865.29	3,747.65
YOY		23.34%	18.32%	30.82%	30.85%	31.32%	30.79%
	网络安全产品	1,066.58	1,214.63	1,463.30	1,882.54	2,456.82	3,215.26
	YOY	25.27%	13.88%	20.47%	28.65%	30.51%	30.87%
	占比	99.01%	95.30%	87.76%	86.28%	85.74%	85.79%
	其中：						
	身份安全	493.01	521.24	501.54	528.52	582.22	656.54
	YOY	33.28%	5.73%	-3.78%	5.38%	10.16%	12.77%
	占比	45.76%	40.89%	30.08%	31.70%	34.92%	39.37%
	端点安全	330.88	368.78	553.21	823.26	1,176.69	1,648.79
	YOY	18.06%	11.45%	50.01%	48.82%	42.93%	40.12%
	占比	30.71%	28.93%	33.18%	37.73%	41.07%	44.00%

	云网边安全	242.69	324.61	402.51	530.76	697.92	909.93
	YOY	20.58%	33.75%	24.00%	31.86%	31.49%	30.38%
	占比	22.53%	25.47%	24.14%	24.33%	24.36%	24.28%
	网络安全服务	7.57	6.91	48.42	96.84	145.26	203.36
	YOY	21.78%	-8.65%	600.26%	100.00%	50.00%	40.00%
	占比	0.70%	0.54%	2.90%	4.44%	5.07%	5.43%
	云网虚拟化软件	0.00	52.41	155.75	202.48	263.22	329.02
	YOY			197.17%	30.00%	30.00%	25.00%
	占比		4.11%	9.34%	9.28%	9.19%	8.78%
	其他业务	3.13	0.64				
	YOY	-80.20%	-79.41%				
	占比	0.29%	0.05%				

资料来源：WIND、天风证券研究所

- 2) **毛利率**：公司网络安全产品中，身份安全产品和云网边安全产品定制化程度较高，毛利率较低，端点安全产品毛利率较高，考虑到公司未来将在身份安全领域推出标准化产品，毛利率仍有进一步提升空间，我们预计未来身份安全产品毛利率逐步提升，端点安全高产品保持毛利率水平，云网边安全产品维持现有毛利率水平，整体而言**网络安全产品毛利率有望呈现上升趋势**；公司在 2021 年进行了安全服务团队组建，前期人员成本相较于收入占比较高，导致公司安全服务毛利率低，2022 年我们认为公司安全服务人员效能逐步释放，**网络安全服务毛利率有望回复至正常水平**；公司云网虚拟化软件产品业务模式简单，历史毛利率稳定，且非公司主要业务，我们预计**长期毛利率维持现有水平**。

表 11：亚信安全 2022-2024 毛利率预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利		642.82	707.49	889.60	1,220.39	1,639.81	2,190.84
毛利率		59.67%	55.51%	53.35%	55.93%	57.23%	58.46%
	网络安全产品	637.00	697.46	862.69	1,147.67	1,535.60	2,049.68
	毛利率	59.72%	57.42%	58.96%	60.96%	62.50%	63.75%
	其中：						
	身份安全	272.01	261.32	238.50	264.26	296.93	341.40
	毛利率	55.17%	50.14%	47.55%	50.00%	51.00%	52.00%
	端点安全	249.02	279.36	436.26	630.81	906.96	1,278.15
	毛利率	75.26%	75.75%	78.86%	76.62%	77.08%	77.52%
	云网边安全	115.97	156.79	187.93	252.61	331.70	430.13
	毛利率	47.79%	48.30%	46.69%	47.59%	47.53%	47.27%
	网络安全服务	4.02	3.28	8.15	48.42	72.63	101.68
	毛利率	53.07%	47.44%	16.83%	50.00%	50.00%	50.00%
	云网虚拟化软件	0.00	6.14	18.69	24.30	31.59	39.48
	毛利率	0.00%	11.72%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：Wind、天风证券研究所

- 3) **费用投入及利润**：考虑到公司未来将财务积极的市场拓展战略，加大省办体系建设，完善渠道合作体系，积极进军金融、能源、制造、政府等行业，我们认为公司未来将持续在销售费用上进行投入；同时考虑到公司将进一步加强核心技术研究，推进标准化产品以及平台产品的研发工作，我们认为公司的研发费用投入亦将伴随收入增长稳步推进。从利润端来看，我们预计短期的费用投入或将带来净利率的波动，长期随着收入增长、费用占比下降，公司净利率有望回复至历史正常水平。

表 12：亚信安全 2022-2024 费用及利润预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入		1,077.27	1,274.59	1,667.47	2,181.85	2,865.29	3,747.65
YOY		23.34%	18.32%	30.82%	30.85%	31.32%	30.79%
运营费用		522.95	537.80	759.63	981.68	1,233.46	1,550.90
YOY		29.14%	2.84%	41.25%	29.23%	25.65%	25.74%
其中:	销售费用	244.44	256.50	375.34	506.71	633.39	791.73
	YOY	26.89%	4.93%	46.33%	35.00%	25.00%	25.00%
	销售费用率	22.69%	20.12%	22.51%	23.22%	22.11%	21.13%
	管理费用	137.07	120.78	147.36	176.83	212.20	254.64
	YOY	14.60%	-11.88%	22.01%	20.00%	20.00%	20.00%
	管理费用率	12.72%	9.48%	8.84%	8.10%	7.41%	6.79%
	研发费用	141.57	162.16	232.17	301.82	392.37	510.08
	YOY	52.37%	14.54%	43.17%	30.00%	30.00%	30.00%
	研发费用率	13.14%	12.72%	13.92%	13.83%	13.69%	13.61%
	财务费用	-0.13	-1.64	4.76	-3.47	-4.08	-5.12
	YOY						
	财务费用率	-0.01%	-0.13%	0.29%	-0.16%	-0.14%	-0.14%
归母净利润		162.94	170.38	178.69	195.73	328.85	518.16
归母净利率		15.12%	13.37%	10.56%	8.98%	11.49%	13.84%

资料来源: Wind、公司招股说明书、公司公告、天风证券研究所

我们采用 PE 估值法对公司进行估值, 考虑到与公司业务或下游客户结构的相似性, 公司我们选取安恒信息、深信服与迪普科技为可比公司, 并根据业务相关性给予不同参考权重, 参考各公司 2022 年 PE 预测, 给予公司 2022 年归母净利润 56 倍 PE 估值, 对应估值为 110 亿元, 对应 2022/2023/2024 年 PE 约为 56/33/21 倍。我们认为可比公司整体 PE 水平较高的原因为行业内公司在新安全赛道领域增大投入, 短期内净利率波动导致 2022 年预测 PE 较大, 具有一定合理性。

表 13: 可比公司 2022 年预测 PE 参考 (基准日期: 2022/5/9)

证券代码	证券简称	预测 PE	总市值 (亿元)	2022 预测净利润 (亿元)	权重
300454.SZ	深信服	64.20	357.46	5.24	40%
688023.SH	安恒信息	63.86	92.67	1.50	40%
300768.SZ	迪普科技	24.81	89.80	3.80	20%
加权平均 PE		56.19			

资料来源: Wind、天风证券研究所

基于以上, 我们预计公司 2022-2024 年收入为 21.82/28.65/37.48 亿元, 归母净利润为 1.96/3.29/5.18 亿元。参考 2022 年归母净利润 56 倍 PE 估值, 我们测算公司估值约为 110 亿元, 对应目标价为 27.52 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1) **下游客户行业集中度较高:** 公司下游客户以运营商为主, 尽管 2021 年公司运营商行业收入有所下降, 但占比仍接近 60%, 集中度较高。若运营商行业降低对于公司产品的预算投入, 可能会对公司的业绩带来较大扰动。
- 2) **标准化产品研发及落地不及预期:** 公司身份安全产品定制化程度较高, 且在运营商行

业已达到了一定渗透率，近年来相关产品收入呈现略微下降趋势，公司基于在大型综合系统产品开发的经验，将核心功能组件化和标准化，标准化身份认证产品的推广有望促进公司身份安全收入的增长，但相关产品的研发及市场落地情况仍存在一定不确定性，若落地不及预期或导致公司身份安全收入的持续下降。

- 3) **运营商 5G 商业规模化落地不及预期：**2021 年可视作 5G 规模化商业落地的元年，在政策加持和技术驱动下 5G 商业落地有望在未来几年得到加速推广，但是现有 5G 商用领域确定性切片技术及其应用仍处于探索阶段，我们认为运营商 5G 在商业领域的规模化落地仍存在不确定性。考虑到公司正围绕 5G 云网边安全领域对现有产品进行研发升级，5G 商业落地进度缓慢或将导致公司相关产品收入增长不及预期。
- 4) **疫情导致公司或下游经营节奏放缓：**2022 年以来新冠疫情在全国各地均有反复，部分受疫情影响较为严重的地区采取封控等管控手段，影响公司以及客户日常的业务进行，导致售前沟通、项目实施以及交付验收进度受到影响，我们认为若疫情影响持续，公司全年业绩存在不及预期的风险。
- 5) **行业竞争加剧：**公司所涉产品线较多，与行业内多个公司均存在竞争关系，且我们认为未来公司的产品线与行业内其他公司仍有进一步重叠的可能性，这会导致公司面临的行业竞争加剧，为公司的业务开展带来更大挑战。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,227.43	1,261.31	1,506.12	1,745.06	2,341.68
应收票据及应收账款	192.97	297.30	324.45	502.51	581.30
预付账款	16.08	26.70	32.21	38.70	51.65
存货	297.57	262.79	378.18	370.73	537.41
其他	43.07	43.40	1,444.62	1,567.90	1,592.77
流动资产合计	1,777.12	1,891.50	3,685.58	4,224.90	5,104.82
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	26.15	40.54	27.51	14.49	1.46
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	24.17	35.43	27.26	19.10	10.93
其他	79.79	328.90	323.20	317.51	311.81
非流动资产合计	130.11	404.87	377.98	351.09	324.20
资产总计	1,970.25	2,489.53	4,063.56	4,575.99	5,429.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	86.90	162.25	158.24	250.25	268.68
其他	285.03	386.33	954.89	1,069.00	1,405.23
流动负债合计	371.92	548.57	1,113.13	1,319.26	1,673.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.01	158.26	131.20	104.14	77.08
非流动负债合计	33.01	158.26	131.20	104.14	77.08
负债合计	739.54	1,028.91	1,244.32	1,423.39	1,750.99
少数股东权益	(0.04)	2.54	5.36	10.10	17.57
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	312.96	363.00	1,482.02	1,482.02	1,482.02
留存收益	558.12	736.80	932.53	1,261.38	1,779.54
其他	(0.33)	(1.72)	(0.69)	(0.92)	(1.11)
股东权益合计	1,230.71	1,460.61	2,819.23	3,152.60	3,678.03
负债和股东权益总计	1,970.25	2,489.53	4,063.56	4,575.99	5,429.01

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	170.34	181.26	195.73	328.85	518.16
折旧摊销	14.79	22.18	21.19	21.19	21.19
财务费用	0.00	7.71	(3.47)	(4.08)	(5.12)
投资损失	(14.42)	(18.10)	(14.42)	(15.65)	(16.05)
营运资金变动	52.24	(162.29)	190.69	(115.61)	49.99
其它	(17.87)	112.89	32.82	34.74	37.47
经营活动现金流	205.07	143.65	422.54	249.45	605.63
资本支出	1.15	(82.02)	27.06	27.06	27.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(10.16)	6.40	(1,368.33)	(41.41)	(41.01)
投资活动现金流	(9.01)	(75.62)	(1,341.27)	(14.35)	(13.95)
债权融资	1.64	22.30	3.47	4.08	5.12
股权融资	463.13	48.64	1,160.07	(0.23)	(0.19)
其他	(14.77)	(102.28)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	450.00	(31.34)	1,163.54	3.85	4.93
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	646.06	36.69	244.81	238.94	596.62

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,274.59	1,667.47	2,181.85	2,865.29	3,747.65
营业成本	567.11	777.95	961.46	1,225.48	1,556.81
营业税金及附加	9.82	10.17	16.93	20.59	26.29
销售费用	256.50	375.34	506.71	633.39	791.73
管理费用	120.78	147.36	176.83	212.20	254.64
研发费用	162.16	232.17	301.82	392.37	510.08
财务费用	(1.64)	4.76	(3.47)	(4.08)	(5.12)
资产/信用减值损失	(24.56)	(46.86)	(28.62)	(33.98)	(36.17)
公允价值变动收益	0.00	43.58	30.00	30.00	30.00
投资净收益	14.42	18.10	14.42	15.65	16.05
其他	(39.07)	(107.35)	0.00	0.00	0.00
营业利润	209.07	212.26	237.37	397.01	623.11
营业外收入	0.08	0.15	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.02	0.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.13	212.27	237.37	397.01	623.11
所得税	34.79	31.01	38.82	63.42	97.49
净利润	170.34	181.26	198.55	333.59	525.63
少数股东损益	(0.04)	2.58	2.82	4.74	7.47
归属于母公司净利润	170.38	178.69	195.73	328.85	518.16
每股收益 (元)	0.43	0.45	0.49	0.82	1.30

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	18.32%	30.82%	30.85%	31.32%	30.79%
营业利润	3.68%	1.53%	11.83%	67.25%	56.95%
归属于母公司净利润	4.57%	4.88%	9.54%	68.01%	57.57%
获利能力					
毛利率	55.51%	53.35%	55.93%	57.23%	58.46%
净利率	13.37%	10.72%	8.97%	11.48%	13.83%
ROE	13.84%	12.25%	6.96%	10.46%	14.16%
ROIC	-407.18%	-242.22%	-190.80%	-106.94%	-249.90%
偿债能力					
资产负债率	37.54%	41.33%	30.62%	31.11%	32.25%
净负债率	-99.73%	-84.50%	-52.46%	-54.50%	-62.93%
流动比率	2.60	2.39	3.31	3.20	3.05
速动比率	2.18	2.09	2.97	2.92	2.73
营运能力					
应收账款周转率	6.97	6.80	7.02	6.93	6.92
存货周转率	4.03	5.95	6.81	7.65	8.25
总资产周转率	0.79	0.75	0.67	0.66	0.75
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.45	0.49	0.82	1.30
每股经营现金流	0.51	0.36	1.06	0.62	1.51
每股净资产	3.08	3.65	7.03	7.86	9.15
估值比率					
市盈率	47.40	45.20	41.26	24.56	15.59
市净率	6.56	5.54	2.87	2.57	2.21
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.42	10.04	5.91
EV/EBIT	0.00	0.00	17.66	10.51	6.10

资料来源：公司公告，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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com