

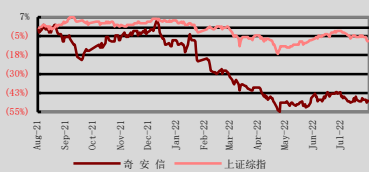
688561.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 50.76

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(42.5)	(8.9)	2.8	(48.1)
相对上证指数	(30.3)	(2.6)	(1.8)	(39.8)

发行股数(百万)	682
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	34,622
3个月日均交易额(人民币 百万)	134
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
齐向东	22

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 8 月 4 日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格**

计算机: 软件开发

证券分析师: 杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

奇安信

重新洗牌, 新军坐稳“头把交椅”

行业进入等保 2.0 和数据安全时代, 同时收获国资入股, 网络安全龙头奇安信保持高成长优势, 市占率持续提升。尽管收入体量基数较大, 公司 21 年收入仍然实现 40% 的高速增长。预计年内战略投入期结束后, 进入业绩转换期, 业务成熟度、控费能力均将增强, 扭亏在即, 网安市场竞争格局随之进入新阶段。首次覆盖, 给予公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **网安行业变局在即, 公司有望坐实领军地位。**网安传统格局呈碎片化, 集中度较低。随着等保 2.0 的推进, 政企网安刚性需求凸显。国资纷纷入股网安企业, “国家队”更易抢占特定市场项目机会。公司引入中国电子作为战略投资者, 在其 PKS 体系中承担主力军角色。2021 年公司市占率达 9.5%, 保持提升, 并有进一步拉开差距态势。国内网安市场或将复刻海外规律, 向寡头格局演进。奇安信有望成为最终跑出的厂商。
- **高基数之上还在高成长。**政府及关键信息基础行业 (“关基”) 客户对数据安全需求提升, 相关收入占公司的 40% 以上。未来两年, 公司营收向百亿级大关靠近, 但增速仍在行业之上 (5 年收入 CAGR 达 54.7%, 行业为 23.5%, 22Q1 收入同增 45%)。公司全面布局数据安全领域, 成效显著。21 年数据安全与隐私保护产品收入同比增长超 50%。
- **互联网打法抢占市场, 盈利空间充足。**公司目前尚未盈利, 采用类似互联网打法快速抢占市场。随着公司优势地位巩固, 进入正常发展阶段, 21 年扣除股份支付费用后, 研发、销售、管理费用率同比下降 1.4、2.9、2.2 个百分点。剔除限制性股票激励计划和社保减免的影响后, 公司净利润相比去年减亏幅度超 40%。

估值

- 预计 2022~2024 年收入为 79.9、108.0、144.2 亿元、净利润为 1.3、3.3、6.5 亿元, 考虑公司目前所处阶段, 采用 PS 估值, 对应 4.3/3.2/2.4 倍, 低于行业平均水平。同时 PE 分别为 260/107/53 倍, 也将随着盈利能力体现而快速消化。因此首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 尚未盈利风险; 应收账款风险; 政策推进不及预期; 技术研发风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	4,161	5,809	7,992	10,802	14,420
变动(%)	32	40	38	35	33
净利润(人民币 百万)	(334)	(555)	133	325	654
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.490)	(0.813)	0.195	0.476	0.959
变动(%)	(42.8)	65.9	(124.0)	143.8	101.3
全面摊薄市盈率(倍)	(103.5)	(62.4)	259.8	106.5	52.9
价格/每股现金流量(倍)	(50.3)	(26.6)	1,037.1	88.3	58.3
每股现金流量(人民币)	(1.01)	(1.91)	0.05	0.57	0.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(100.2)	(157.9)	98.6	58.6	41.1
每股股息(人民币)	0.000	0.040	(0.005)	(0.018)	(0.030)
股息率(%)	n.a.	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.1)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

网络安全赛道长坡厚雪，公司有望领跑.....	5
网安规模跑步进入千亿，中国市场存在长逻辑	5
传统格局演化多年，行业变局在即	7
国资加速入驻，公司有望坐稳寡头阵营	8
身具互联网、“国家队”和新龙头多重标签的网安主力.....	11
具备互联网基因的网安“国家队”	11
互联网打法抢占市场，规模化效应显现	13
高基数下有望实现高增长.....	15
盈利预测与投资分析.....	18
盈利预测	18
投资分析	19
风险提示.....	20

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.2018 年中国网络安全投入占 IT 总支出比例.....	5
图表 2. 中国网络安全行业市场规模（含预测）.....	5
图表 3. 中国 CNVD 收录安全漏洞数量（按场景）.....	5
图表 4. 中国 CNVD 收录安全漏洞数量（按类型）.....	5
图表 5. 网安领域政策密集出台.....	6
图表 6. 2019 年中国网络安全市场份额.....	7
图表 7. 2019 年虚拟专用网硬件市场份额.....	7
图表 8. 2019 年中国 UTM 防火墙硬件市场份额.....	7
图表 9. 2019 年中国统一威胁管理硬件市场份额.....	7
图表 10. 2019 年中国安全内容管理硬件市场份额.....	7
图表 11. 2019 年中国入侵检测与防御硬件市场份额.....	7
图表 12. 等保 2.0 要求更加细化.....	8
图表 13. 等保 2.0 体系下“国家队”优势突出.....	8
图表 14. 网安行业集中度提升.....	8
图表 15. 网安厂商相对竞争优势比较.....	9
图表 16. 奇安信市占率加速提升.....	9
图表 17. 公司在多个产品领域占据领先优势.....	9
图表 18. 2020 年海外网安企业营收及增速.....	10
图表 19. 2016-2021 年国内主要安全厂商增速.....	10
图表 20. 公司发展历程.....	11
图表 21. 公司主要股东.....	11
图表 22. 公司各项业务占比.....	12
图表 23. 安全产品形态.....	12
图表 24. 公司具备八大研发平台.....	13
图表 25. 2016-2021 年公司营收持续高增.....	13
图表 26. 2017-2021 年公司毛利率.....	14
图表 27. 2018-2021 年公司费用管控能力加强.....	14
图表 28. 2017-2021 年公司净利润亏损收窄.....	14
图表 29. 公司员工增速趋缓.....	15
图表 30. 2018-2021 年人均指标持续增长.....	15

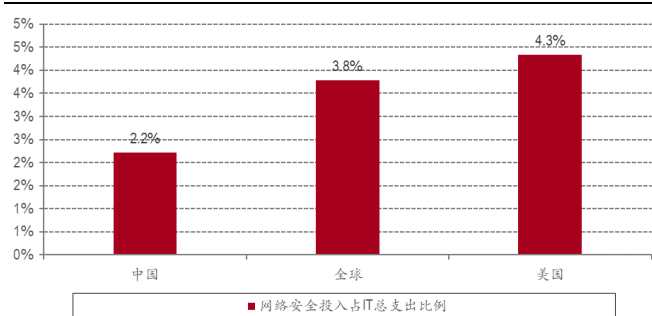
图表 31.政策落地推动关基客户数据安全需求提升	15
图表 32. 2014-2023 年国内数据安全市场规模	16
图表 33. 奇安信数据安全开放平台	16
图表 34. 公司对数据安全产品全面布局	17
图表 35. 2021 年关基客户实现高速增长	17
图表 36. 主营业务收入预测	18
图表 37. 公司费用率预测	18
图表 38. 可比公司估值分析	19
损益表(人民币 百万)	21
资产负债表(人民币 百万)	21
现金流量表(人民币 百万)	21
主要比率 (%)	21

网络安全赛道长坡厚雪，公司有望领跑

网安规模跑步进入千亿，中国市场存在长逻辑

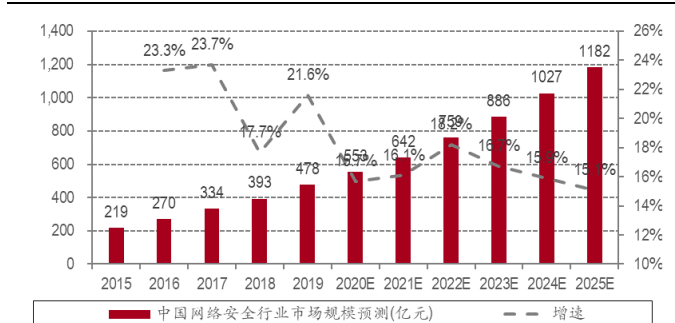
国内网安市场成长性与持续性兼具。与海外相比，中国网络安全投入占比基础较弱。2020年中国网安投入占IT总支出比例仅为2.2%，明显低于全球3.8%、美国4.3%的水平，对标海外投入力度仍然存71%~96%提升空间。中国网络安全市场正以高于全球的水平快速增长，2016~2021年全球网络安全市场规模5年CAGR为8.6%，而国内增长率为18.9%。根据前瞻产业研究院的预测，2024年中国网络安全市场规模有望迅速跃入千亿量级，由2015年的219亿元提升至1027亿元，近十年行业增速保持在15%以上，成长性与持续性兼具。

图表1.2018年中国网络安全投入占IT总支出比例



资料来源：中国产业信息网，中银证券

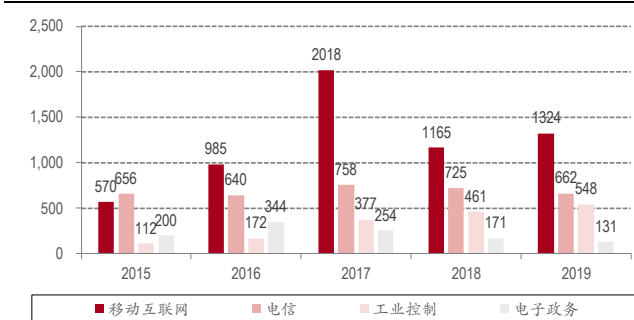
图表2.中国网络安全行业市场规模（含预测）



资料来源：CCIA，前瞻产业研究院，中银证券

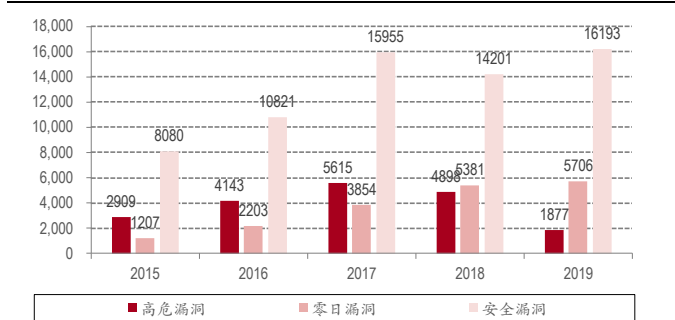
网络安全市场受网安事件驱动明显。近年来安全漏洞数量未有明显减少。分场景看，电信和工业控制领域安全漏洞整体呈增加趋势；分类型来看，高危漏洞近年来逐步减少，而零日漏洞和安全漏洞则呈现增长态势。棱镜门、WannaCry等网安大案波及全球后，网安事件依旧层出不穷。仅在2021年5-6月，美国最大燃油管道公司 Colonial Pipeline 遭勒索软件攻击，导致整个东海岸燃油短缺；随后，全球最大肉类供应商 JBS 又遭黑客攻击；东京奥运会期间，170位安全管理人员遭受网络攻击导致个人信息外泄。

图表3.中国CNVD收录安全漏洞数量（按场景）



资料来源：中商情报网，中银证券

图表4.中国CNVD收录安全漏洞数量（按类型）



资料来源：中商情报网，中银证券

网安政策加速落地。2021年7月4日，国家网信办发布公告称，“滴滴出行”（简称滴滴）存在严重违法违规收集使用个人信息问题，并于2022年7月21日对滴滴处以人民币80.3亿元罚款。另一方面，海外对我国网安领域的施压也促进了相关政策的加速落地。2022年6月，美国利用“酸狐狸平台”对中俄展开网络攻击；同期美国商务部工业与安全局（BIS）发布针对网络安全领域的最新出口管制规定（简称“新规”）。新规将我国划分为D类，并规定在没有经过相关审批的情况下，各实体禁止向中国分享安全漏洞。相关事件催化下，近几年网安政策密集出台。

图表 5. 网安领域政策密集出台

时间	政策	内容
2022 年 1 月	《“十四五”数字经济发展规划》	要着力强化数字经济安全体系，增强网络安全防护能力、提升数据安全保障水平、切实有效防范各类风险。
2022 年 1 月	《网络安全审查办法》	掌握超过 100 万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。
2021 年 7 月	《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）》	到 2023 年，信息安全产业规模超过 2500 亿元，年复合增长率超过 15%。提升中小企业、重点行业和关键行业基础设施网络安全防护水平，电信等重点行业信息安全投入占信息化投入比例达 10%。
2021 年 1 月	《关于开展工业互联网企业网络安全分类分级管理试点工作的通知》	进一步完善工业互联网企业网络安全分类分级规则标准、定级流程，加快构建工业互联网企业网络安全分类分级管理制度。
2020 年 7 月	《工业和信息化部办公厅关于开展 2020 年网络安全技术应用试点示范工作的通知》	重点方向：5G 网络安全、工业物联网安全、车联网安全、智慧城市安全、大数据安全、物联网安全、人工智能安全、区块链安全、商用密码应用、电信网络诈骗防范治理
2020 年 5 月	《关于工业大数据发展的指导意见》	布局 2 项重点任务，明确强调企业安全主体责任和各级政府监督管理责任，建立工业数据安全责任体系；支持安全产品开发，培育良好安全产业生态，多措并举创新和强化工业数据安全防护，筑牢发展的底线和防线。
2019 年 7 月	《加强工业互联网安全工作的指导意见》	提出到 2020 年底，工业互联网安全保障体系初步建立；到 2025 年，制度机制健全完善，技术手段能力显著提升，安全产业形成规模，基本建立起比较完备可靠的工业互联网安全保障体系。
2019 年 5 月	《网络安全等级保护技术 2.0 版本》	对云计算安全、移动互联网安全、物联网安全和工业控制系统安全扩展要求。
2019 年 5 月	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》	自 2019 年 12 月 1 日起，调整原国家标准 GB/T 22239-2008 的内容，针对共性安全保护需要提出安全通用要求，针对云计算、移动互联、物联网、工业控制和大数据等新技术、新应用领域的个性安全保护需求提出安全扩展要求，形成新的网络安全等级保护要求标准。
2018 年 7 月	《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》	全面落实总体国家安全观，树立网络安全底线思维，健全管理制度，落实主体责任，强化网络安全规划、安全建设、安全检测和安全态势感知分析，健全安全通报机制，加强综合防范，积极运用安全可靠技术产品，推动安全与应用协调发展，筑牢平台建设和网络安全防线，确保政务网络和数据信息安全。
2018 年 4 月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	在充分发挥资本市场在资源配置中的重要作用，规范和促进网信企业创新发展，推进网络强国、数字中国建设。
2017 年 5 月	《网络安全产品和服务安全审查方法》	要求党政部门及重点企业优先采购已经通过审查的产品。
2016 年 11 月	《中华人民共和国网络安全法》	保障网络安全，维护网络空间主权及国家安全，保护公民合法权益，促进经济社会信息化发展。2017 年正式实施。

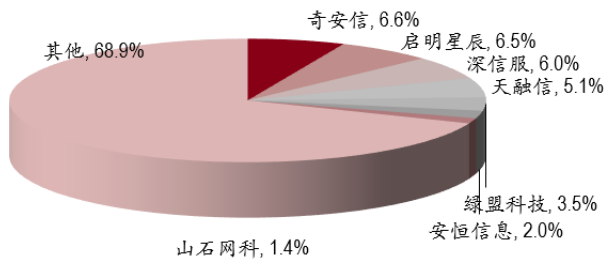
资料来源：国务院、网信办、工信部，中银证券

投入加大，网安行业步入高速增长长期。政策带动下，相关财政投入有望跟进。2022 年 7 月，《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）》提出，到 2023 年，信息安全产业规模超过 2500 亿元，其中电信等重点行业信息安全投入占信息化投入比例达 10%。奇安信集团董事长齐向东在“新基建新技术新风口——2020 中经前沿科技与创新论坛”上表示，网络安全是风口中的风口，到 2035 年网络安全市场规模将超过两万亿。

传统格局演化多年，行业变局在即

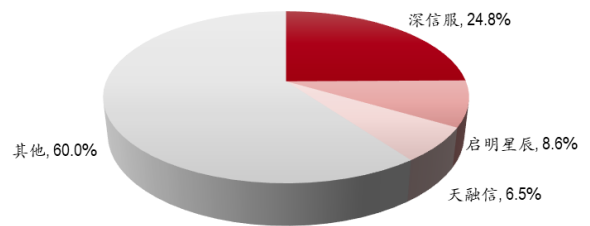
网安市场传统格局集中度低，且呈“碎片化”。根据《2020年中国网络安全产业分析报告》，2019年前4家网络安全头部企业奇安信、启明星辰、深信服和天融信市占率之和仅为24.2%，市场集中度较低。网安市场中厂商大体可以分为四类，即安全产品厂商，包括启明星辰、深信服、绿盟科技、天融信等；设备厂商，包括华为、新华三等；集成厂商，包括烽火通信、太极股份、卫士通等，以及以阿里巴巴、腾讯等为代表的云平台厂商。头部企业在各自细分领域下优势明显，天融信、华为、新华三在UTM防火墙市场中占据三分之二的市场份额；而在安全内容管理市场，深信服和奇安信占据领先地位，网安市场整体呈“碎片化”。

图表 6. 2019 年中国网络安全市场份额



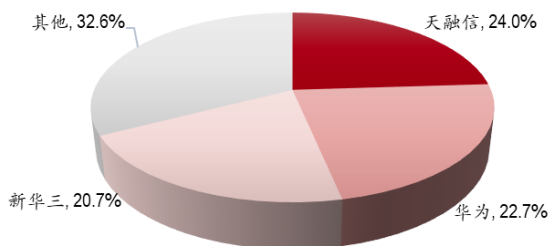
资料来源：《2020年中国网络安全产业分析报告》，中银证券

图表 7. 2019 年虚拟专用网硬件市场份额



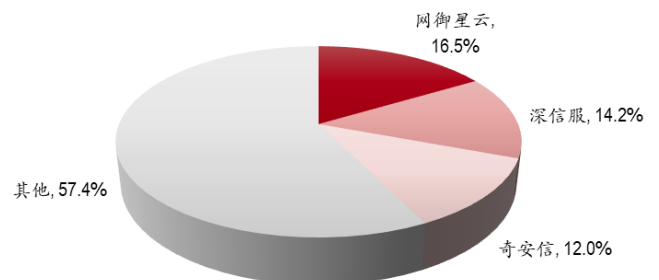
资料来源：IDC，中银证券

图表 8. 2019 年中国 UTM 防火墙硬件市场份额



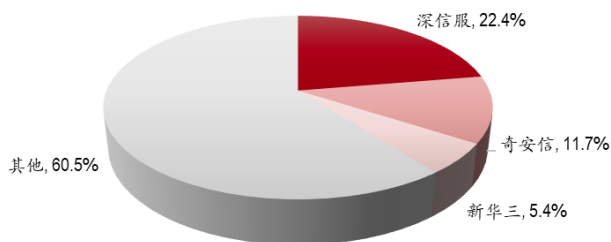
资料来源：IDC，中银证券

图表 9. 2019 年中国统一威胁管理硬件市场份额



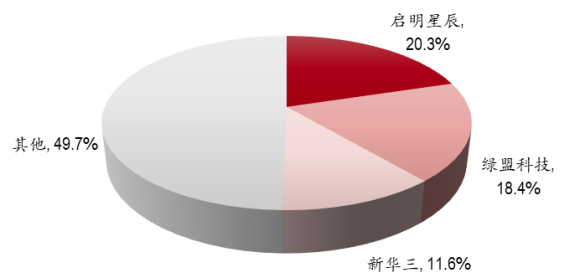
资料来源：IDC，中银证券

图表 10. 2019 年中国安全内容管理硬件市场份额



资料来源：IDC，中银证券

图表 11. 2019 年中国入侵检测与防御硬件市场份额



资料来源：IDC，中银证券

等保 2.0 升级，政企网安需求趋于刚性。等保 2.0 是 2007 和 2008 年颁布实施的《信息安全等级保护管理办法》和《信息系统安全等级保护基本要求》的“升级版”。2019 年 12 月，国家市场监督管理总局发布《信息安全技术-网络安全等级保护基本要求》，即等保 2.0。等保 2.0 在 1.0 的基础上，将评级程序，评级流程等细化，为政企网络安全提供等级标准。对比以前落地的概念性和趋势性等保文件，升级的等保文件在管理细则和应用落地上面更加明确，对涉及网络应用企事业单位的架设硬件和系统有着五级等保要求，测评范围覆盖物理环境、通信环境、区域边界、计算环境以及管理中心等。等保 2.0 体系下，企事业单位整改和增配需求逐步凸显。

图表 12. 等保 2.0 要求更加细化

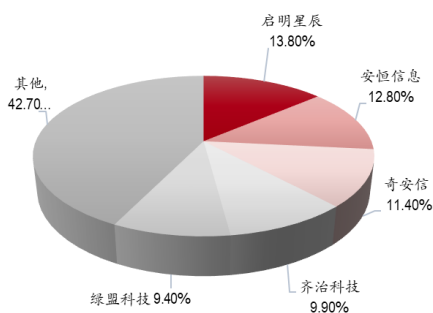
指标	等保 1.0	等保 2.0
依据标准	国务院 147 号令	《中华人民共和国网络安全法》
定级对象	信息系统	扩展至基础信息网络、工业控制系统、云计算平台、物联网、使用移动互联网技术的网络、其他网络以及大数据等多个系统平台
安全体系	被动防御	事前防御、事中相应、事后审计的动态保障体系
定级流程	自主定级	需要经过专家评审和主管部门审核

资料来源：公安部、国家市场监督管理总局，中银证券

新格局下网安“国家队”优势明显，行业集中度不断提升。在等保 2.0 中，信息安全等级保护分为五级，分别是第一级（自主保护级）、第二级（指导保护级）、第三级（监督保护级）、第四级（强制保护级）和第五级（专控保护级），一至五级等级逐级增高。最低的一级单位作为建议，而最高的五级系统涉及国家秘密，现阶段政府、金融、电信、能源等行业需要进行等保测评，且一般要求三级以上等保。如果测评机构发现被检对象等级不达标，则会向被检测单位提供特定品牌的物理防火墙或者网安堡垒机等产品，供被检对象整改使用。由于等保的专业性要求较高，企事业单位一般都会选择提供网络安全一体化解决方案供应商进行等保升级。而相比于腾讯、阿里等社会资本，国资入股的网安企业在政策理解上更加透彻，同时也更容易进入政府以及一些特殊行业领域。以堡垒机市场为例，市场份额排名前 5 的企业中启明星辰、奇安信、绿盟科技均具备国资背景。

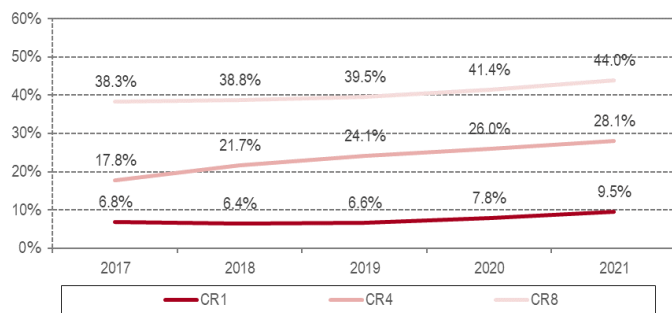
根据 CCIA 的统计，2022 年上半年我国共有 3256 家公司开展网络安全业务，同比减少 31%。与此同时，网安头部企业优势扩大。CR1、CR4、CR8 比例不断提升，2021 年 CR8 已经超过 40%，反映出我国网安市场已经由竞争性变为低集中寡占型，预计未来网安“国家队”的集中度将会进一步提升。

图表 13. 等保 2.0 体系下“国家队”优势突出



资料来源：IDC，中银证券

图表 14. 网安行业集中度提升



资料来源：CCIA，中银证券

国资加速入驻，公司有望坐稳寡头阵营

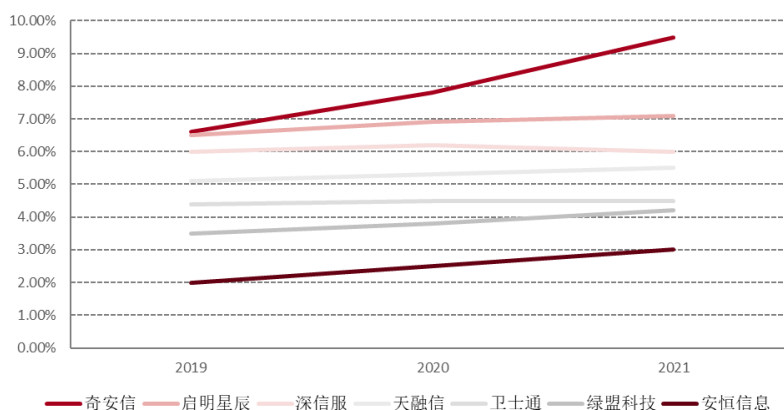
国资加速入股网安龙头，奇安信优势突出。自 2019 年以来，网安企业纷纷引入国资加持。根据国资入股的成分，网安企业大体上可分为以下几类：奇安信背靠中国电子；绿盟科技、天融信、卫士通的国资背景为中电科；启明星辰则引入中国移动作为战略股东。根据 CCIA 的研究，2019-2021 年市场份额排名前 7 的厂商未有变动，但是厂商之间的相对竞争优势有了较为明显的改变。市占率第一的奇安信增长势头强劲，加速拉大与其他厂商的差距。

图表 15. 网安厂商相对竞争优势比较

	近两年市占率增幅	国资背景	持股比例	国资入股时间	市占率排名
奇安信	2.9 pct	中国电子	20.2%	2019	1
启明星辰	0.6 pct	中国移动	23.1%	2022	2
深信服	0.0 pct				3
天融信	0.4 pct	中电科	4.9%	2019	4
卫士通	0.1 pct	中电科	32.9%	1998	5
绿盟科技	0.7 pct	中电科	0.1554	2019	6
安恒信息	1.0 pct				7

资料来源: CCIA、万得, 中银证券

图表 16. 奇安信市占率加速提升



资料来源: CCIA, 中银证券

公司在细分业务占据领先优势。公司依托自身八大平台, 针对网安行业“海量新场景、技术更新迭代快、新威胁不断增加”的特点, 重点推进“研发能力平台化”战略, 通过打造研发平台级能力来提升研发效率以及产品成熟度。公司多款产品获得市场广泛认可, 根据赛迪和 IDC 相关报告, 奇安信 2021 年在终端安全、2020 年在安全服务、安全资源池等多个细分领域市场份额位列第一。

图表 17. 公司在多个产品领域占据领先优势

品类	来源	排名及份额
终端安全	赛迪 2021	第一 (16.6%)
安全服务	赛迪 2020	第一 (6.3%)
安全资源池	IDC 2020	第一 (18.1%)
安全分析和威胁情报 (态势感知)	IDC 2020 H1	第一 (10.2%)
安全管理平台	赛迪 2020	第一 (23.9%)
UTM	赛迪 2021	第二 (18.9%)
Web 安全	赛迪 2021	第二 (18.9%)

资料来源: IDC、赛迪, 中银证券

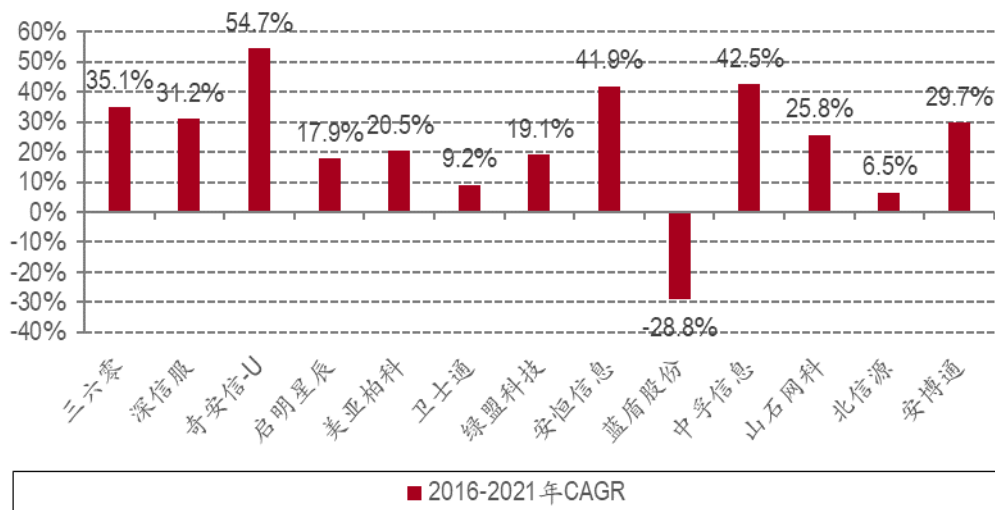
公司未来有望坐稳寡头阵营。从海外安全公司发展规律看, 网安产业成熟期市场呈现寡头格局, 即头部 3-5 家企业有望占据大部分市场份额。中国市场也将遵循海外市场规律演进。公司 5 年 CAGR 近 55%, 显著高于国内网安行业 23.5% 的水平。战略引入中国电子后, 公司市占率加速提升, 进一步拉大与竞争者之间的差距, 未来有望坐稳寡头地位。

图表 18. 2020 年海外网安企业营收及增速

	营收(亿美元)	增速(%)
Palo Alto Networks	37.82	21.1
Akamai	31.98	10.5
McAfee	29.06	10.3
Fortinet	25.94	20.3
NortonLifeLock	24.93	(31.9)
F5	24.06	6.1
Splunk	22.29	(5.5)
Check Point	20.65	3.5
Proofpoint	10.5	18.2
FireEye	9.41	5.8
CrowdStrike	8.74	81.6
Okta	8.35	42.6
SecureWorks	5.61	1.5
Zscaler	5.37	49.2
Mimecast	4.82	19.2

资料来源：安全内参，中银证券

图表 19. 2016-2021 年国内主要安全厂商增速



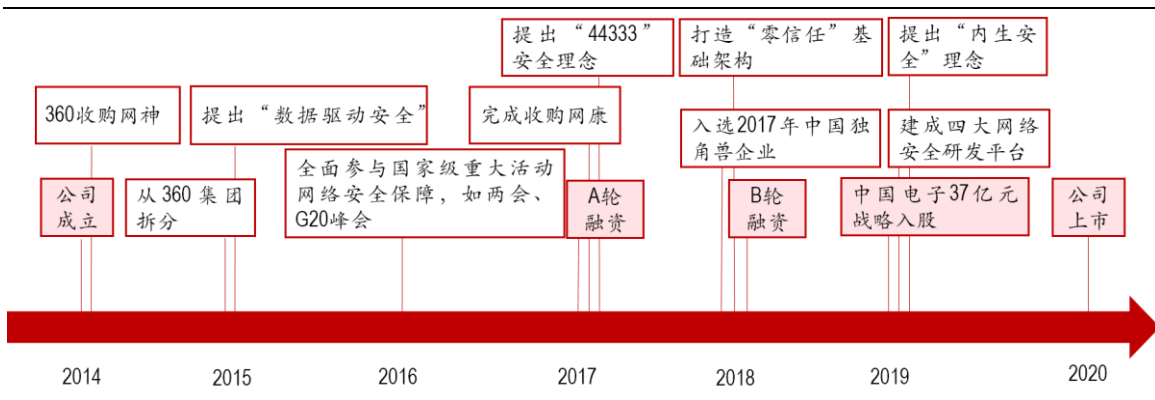
资料来源：万得，中银证券

身具互联网、“国家队”和新龙头多重标签的网安主力

具备互联网基因的网安“国家队”

360 安全+网神优势健全政企安全业务。奇安信原为 360 集团企业安全公司，2015 年 12 月，360 集团将公司的企业安全业务拆分，并于 2019 年 4 月出清所持有的奇安信股份。奇安信专注于企业类客户业务，打造 To B 组织团队，并依托 360 互联网基因以及子公司网神、网康公司的产品和渠道优势，逐步增强产品竞争力并扩大自身在市场中的影响力。2019 年 5 月，中国电子战略入股奇安信，公司成为网安“国家队”一员。2021 年，奇安信入选首批“隐形冠军”企业。

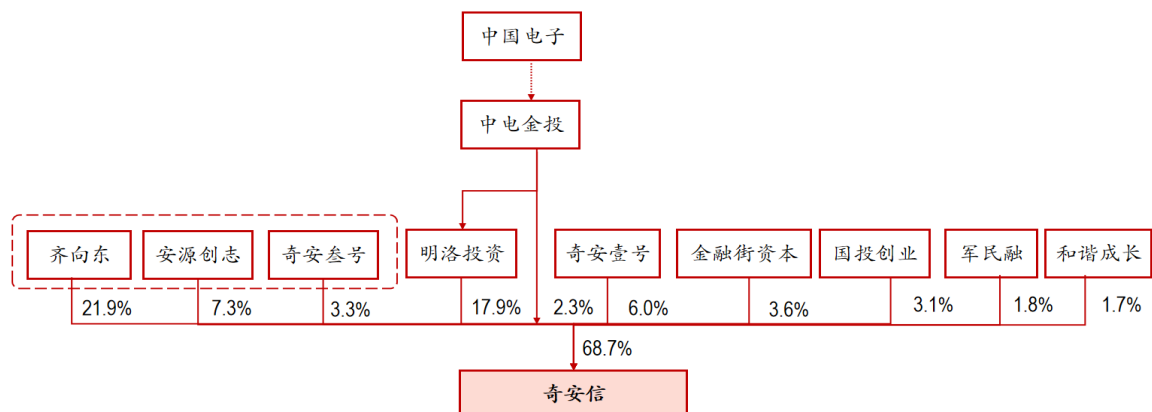
图表 20. 公司发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

股权结构稳定，获中国电子加持。董事长齐向东为公司实控人，通过安源创志和奇安叁号合计控制公司 32.5% 的股份。中国电子通过明洛投资和中电金投一致持有公司 20.2% 股份，为公司第二大股东。中国电子在信息产业领域具备雄厚积累，覆盖国防信息化、政府信息化、企业信息化建设的重点领域。引入中电子为公司带来“国家队”的身份资质以及客户协同方面的优势，同时完善了中电子 PKS 体系，即飞腾处理器（PHYTIUM）加麒麟操作系统（KYLIN）和安全（Security），实现了 CPU、操作系统、内存三位一体的内生安全。

图表 21. 公司主要股东



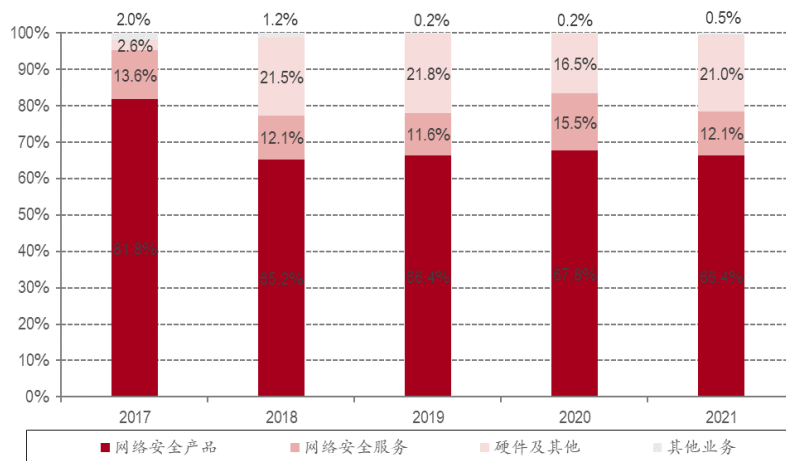
资料来源：万得，中银证券

注：日期截止至 2022 年 Q1

“奇安壹号”和间接持有“安源创志”合伙企业份额的部分有限合伙人重合；“国投创业”持有部分“奇安叁号”的合伙企业份额

公司业务结构较为稳定。公司主营业务分为安全产品、网络安全服务、硬件及其他。安全产品为公司主要业务，近4年收入占比维持在66%左右。安全产品主要分为终端安全、边界安全、数据安全和实战型态势感知四大类。产品具备软硬一体和纯软件两种形态。安全服务类包括安全咨询与规划、评估与测试、分析与响应、订阅式威胁情报与远程托管式安全运营等。硬件及其他涉及政企客户信息化配套改造类项目，主要是基于客户需求为客户外采第三方硬件。

图表 22. 公司各项业务占比



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 安全产品形态

产品分类	代表性软硬一体产品形态	代表性软件产品界面
基础架构安全产品	 <p>代码卫士 零信任身份安全</p>	 <p>代码卫士 日志收集与分析系统</p>
新一代IT基础设施防护产品	 <p>新一代智慧防火墙 安全隔离与信息交换系统 安全SD-WAN</p>	 <p>终端安全管理系统 虚拟化安全管理系统 云安全管理平台</p>
大数据智能安全检测与管控产品	 <p>态势感知/NGSOC/威胁感知(天眼)/威胁情报平台</p>	 <p>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)</p>

资料来源：公司招股说明书，中银证券

“研发能力平台化”满足客户定制化需求。由于攻击手段和客户需求的多样化，网络安全企业往往需要进行定制化开发新产品，然而，“重复造轮子”的问题制约了网络安全产业的发展。公司全面布局“研发能力平台化”战略，已打造8大研发平台，包括“鲲鹏”、“诺亚”、“雷尔”、“锡安”以及新发布的“川陀”、“大禹”、“玄机”、“千星”，平台为安全产品提供共性核心能力，再配合少量定制化特殊组件，能够高效、低成本地满足客户定制需求。

图表 24. 公司具备八大研发平台

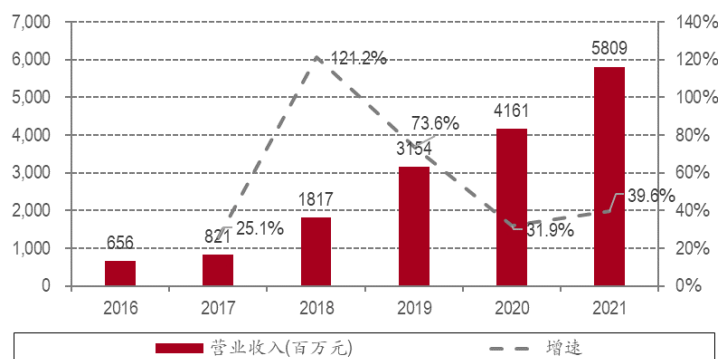
平台	功能
鲲鹏网络操作平台	提供了安全网关的数据通信和应用安全相结合、虚拟化安全网元的管理和流量编排以及网络安全的资源池化等能力, 可使产品具备开放式架构, 便于快速、按需部署, 以及能低成本扩展出不同的安全功能, 消除了对细分专用安全设备的依赖。
诺亚大数据操作平台	专注于简化大数据应用开发中的数据接入、数据处理、数据存储、资源调度等。该平台向安全产品提供数据收集、存储、计算、管理、建模等通用型便捷、高效、易用的大数据业务系统支撑环境, 可以实现大数据技术与业务解耦、业务无感知的底层技术迭代, 提供配置式大数据业务开发环境, 高效利用大数据资源的综合能力。
雷尔可视化操作平台	数据可视化, 可视分析, 图形渲染, 设计建模等技术领域的研发平台, 也是国内安全行业可视化及可视分析领军者。该平台以数据驱动安全为核心理念, 向各产品业务输出易用高效组件, 提供专业的可视化方案。
锡安云控操作平台	每天处理亿级文件与 URL 数据, 每日存储文件百万级, 域名千万级, 分析扫描安全数据在亿级以上。同时, “锡安”具有丰富的针对企事业单位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。
大禹平台	提供面向大数据安全的通用开发平台及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。
玄机平台	可持续运营的大数据平台, 提供多源异构数据源管理、统一数据资产管理、强大的元数据管理、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需求。
千星平台	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, 实现了产品间前端组件级复用, 前端研发效能提升 20%, 开发成本降低 10%。
川陀平台	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, 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。

资料来源: 公司 2021 年年报, 中银证券

互联网打法抢占市场, 规模化效应显现

公司收入长期领跑于行业, 采用互联网打法抢占市场。网安行业近 5 年处于高速发展阶段, 受益于主管部门“三化六防”的思想驱动, 政企客户需求从“被动合规”向“主动合法”逐渐转变, 近 5 年行业年复合增长率达 23.5%。公司采用互联网打法抢占市场, 长期领跑于行业, 2016-2021 年 CAGR 达 54.7%。其新赛道安全产品成为拉动公司业绩的主要驱动力: 2021 年新赛道产品收入占安全产品及服务的收入比例超过 70%, 其中数据安全与隐私保护产品收入增长率超过 50%; 终端安全产品收入超过 8 亿元, 在政企客户中拥有超过 5000 万点商业化部署, 市场占有率连续 4 年国内第一; 公司态势感知产品综合竞争力连续 4 年领跑国内市场, 且具备网信态势感知、公安态势感知、工信态势感知等多个细分产品种类。

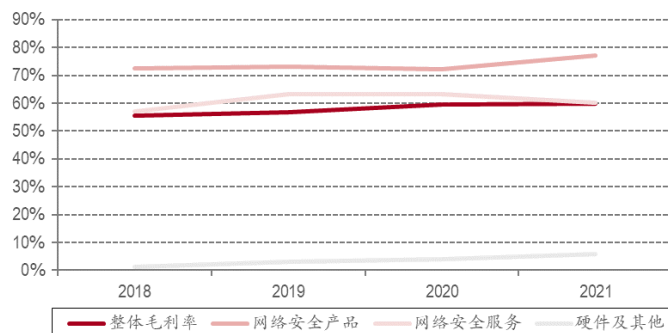
图表 25. 2016-2021 年公司营收持续高增



资料来源: 万得, 中银证券

公司毛利率连续 4 年稳步提升。在“研发平台化”的战略下，公司以标准化生产满足客户个性化需求，产品质量和竞争力全面提升。2021 年公司毛利率提升至 60.01%，相比 2018 年增加了 4.3 个百分点，与行业水平相当。各细分业务毛利率整体呈上升趋势，其中网络安全产品 2021 年毛利率为 77.0%，同比增加 4.8 个百分点，对整体毛利率增长贡献较大。

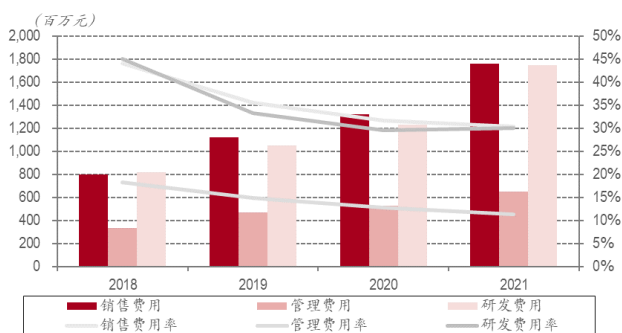
图表 26. 2017-2021 公司毛利率



资料来源：万得，中银证券

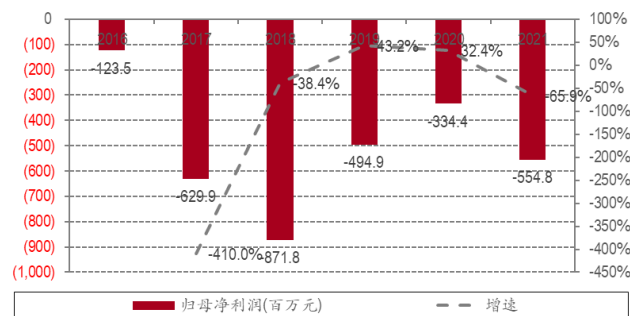
营运效率提升，净亏损程度可控。目前公司仍处于战略投入期，采用高研发投入和人员快速扩张的发展模式。受益于研发平台效能的逐步显现，公司研发费用边际改善，扣除股份支付费用后，2021 年研发费用率同比下降 1.4 个百分点，销售、管理费用率分别下降 2.9、2.2 个百分点。公司在加大投入的同时，对费用的管控能力增强，净利润亏损呈收窄趋势。2021 年公司归母净利润为-5.5 亿元，亏损较上年同期增加 65.9%，主要是由于公司 2020 年限制性股票激励计划在 2021 年产生的股份支付费用较 2020 年多 2.6 亿元，以及 2020 年公司因疫情享受社保减免费用 1.8 亿元，剔除上述因素后，净利润较去年同期减亏幅度超 40%。

图表 27. 2018-2021 年公司费用管控能力加强



资料来源：万得，中银证券

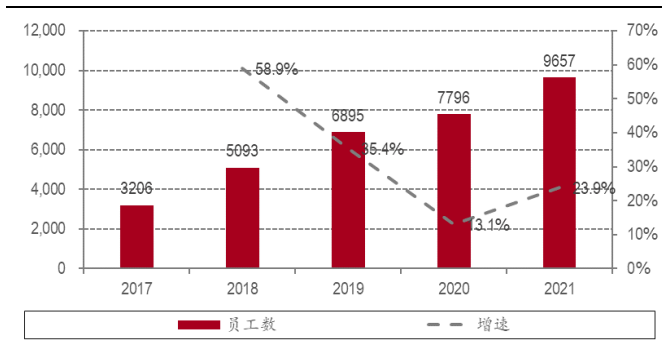
图表 28. 2017-2021 公司净利润亏损收窄



资料来源：万得，中银证券

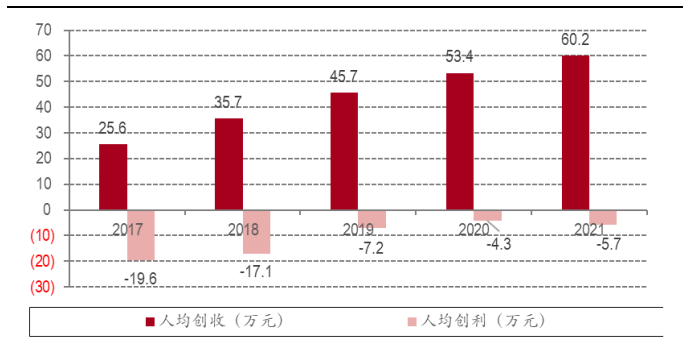
人均指标向好，规模化效应显现。互联网打法短期会带来压力，但前期的投入将会带来规模效应和人均效能的提升。2016-2021 年，公司员工数不断增加，增速开始趋于平缓。公司人均收入持续提升，由 2017 年的 25.6 万提升至 2021 年的 60.2 万，4 年 CAGR 达 23.8%。人均创利整体亏损收窄，由 2016 年-19.6 万缩小至 2021 年-5.7 万。剔除 2020 年限制性股票激励计划和疫情减免社保的因素后，2021 年人均创利为-1.2 万，同比减亏 72.3%。

图表 29. 公司员工增速趋缓



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 2018-2021 年人均指标持续增长



资料来源：万得，中银证券

高基数下有望实现高增长

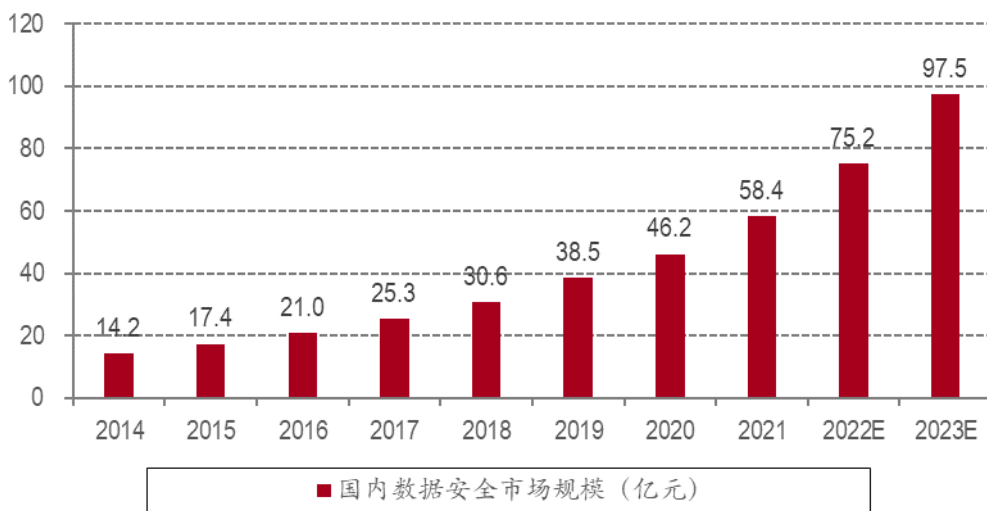
高基数客群数据安全需求旺盛。公司主要客户来自政府及关键信息基础设施等特定行业，2021 年来自政府、公检法司部门的收入占主营业务收入的比重超过 40%。国家“十四五”规划提出，要快速发展数字经济，加强数字政府建设。国务院《关于加强数字政府建设的指导意见》进一步强调了政务数据安全性的重要性。2021 年 9 月，我国第一部数据安全法《数据安全法》正式出台，建立了从数据分级分类到风险评估、身份鉴权到访问控制、行为预测到追踪溯源、应急响应到事件处置的全面数据防护机制。政策推动下，政府及关基行业数据安全需求大幅提升。信通院安全所信息安全部主任魏薇在 2021（第二十届）中国互联网大会数据安全论坛上表示，我国数据安全市场规模有望在 2023 年达到 97.5 亿，占整体网络安全市场的 12.1%，并且自 2017 年以来一直呈现增长态势。

图表 31. 政策落地推动关基客户数据安全需求提升

政策/规定/标准	发布时间	内容
《个人信息保护技术规范》	2020	将个人金融信息按敏感程度、泄露后造成的危害程度,从高到低分为 C3(鉴别信息,如银行账户、登录密码等)、C2(可识别特定主体的信息,如身份证号、用户名、交易流水等)、C1(机构的内部信息,如开户机构等)三个类别,对相关机构建立不同信息保护层级方面提出了更高的要求。
《汽车数据安全若干规定(征求意见稿)》	2021	明确汽车行业中重要数据的范围;对于汽车数据收集进行车内车外双场景的区分;强调最小必要原则和目的限制原则;提出数据全生命周期的处理要求;明确汽车行业数据本地化存储的原则要求和跨境数据传输的具体要求。
《(工业数据分级分类指南(试行))》	2020	提出工业数据的基本概念,明确适用范围和原则;明确企业为数据分类分级主体,承担开展数据分类分级、加强数据管理等主体责任;按照每类工业数据遭篡改、破坏、泄露或非法利用后可能带来的潜在影响,将数据划分为 3 个级别。
《关于加强网络安全和数据保护工作的指导意见》	2021	提出了加强医疗数据安全保护的相关要求,包括:实施数据全生命周期安全管理、实施分级分类管理、加强重要数据和敏感字段保护、强化数据安全审批管理、落实数据安全权限、推动数据共享和使用、建立健全数据安全风险评估机制。
《关于加快发展数字家庭提高居住品质的指导意见》	2021	在数字家庭系统方面,要求强化网络和数字安全保障,保障数字家庭系统安全稳定运行,防止信息泄露、损毁、丢失,确保收集、产生数据和个人信息安全。遵守密码应用规定,形成安全可控完整的产业生态系统。

资料来源：中国人民银行、网信办、工信部、国家医疗保障局、住房和城乡建设部、中银证券

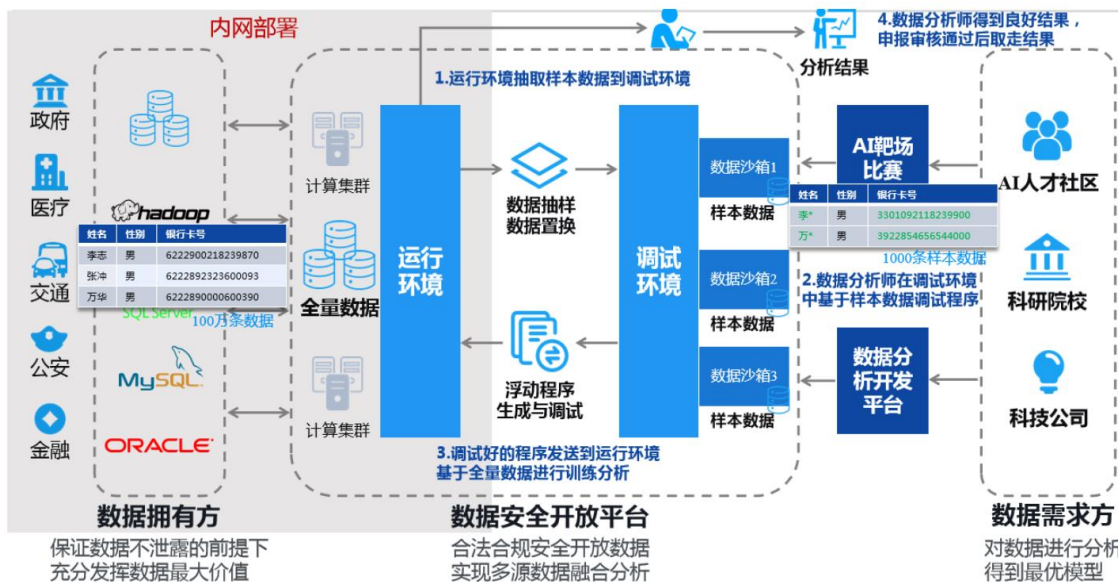
图表 32. 2014-2023 年国内数据安全市场规模



资料来源：头豹研究院，中银证券

全面布局数据安全业务打造新增长极。公司对数据安全与隐私保护领域已经进行全面布局。目前公司已发布数据安全创新产品五件套，包含特权卫士、权限卫士、API 卫士、隐私卫士和数据安全态势运营中心，分别从特权账号管理、动态访问权限控制、云场景 API 安全管理、APP 隐私检测及个人隐私防护以及数据安全态势感知运营方面，帮助客户构建“一中心四卫士”的全场景数据安全闭环体系。“大禹”和“玄机”大数据安全平台为产品的快速开发提供技术底座，2021 年公司实现多项数据安全产品的迭代更新。

图表 33. 奇安信数据安全开放平台



资料来源：公司官网，中银证券

图表 34. 公司对数据安全产品全面布局

时间	产品	功能
2021 年 3 月	数据安全交换平台	可满足隔离环境下跨网数据安全交换需求，可广泛适用于公安、政府、法院等行业
2021 年 4 月	数据防泄漏系统 V6.0	采用以数据为中心的安全架构并引入数据安全治理最佳实践的数据安全产品，利用先进内容识别分类技术实现可视化集中管理，对传统 DLP 系统“检测响应”架构模式进行了扩展，实现数据资产管理和分类保护。
2021 年 7 月	数据库审计与防护系统 V6.0 信创新型号	发布专门针对国产化数据库操作行为进行细粒度审计的合规性管理系统
2021 年 11 月	盘古隐私卫士软件 V2.0	基于《App 违法违规收集使用个人信息行为认定方法》以及工信部 164 号文要求进行的 APP 隐私合规检测与分析系统

资料来源：公司 2021 年年报，中银证券

高基数客群收入高速增长。公司对数据安全产品持续投入成效显著，数据安全与隐私保护产品收入突破 11 亿元，占网络安全产品收入的 28% 以上，收入同比增长超 50%。2021 年，在公司高基数客群中，政府客户收入同比增长 42% 以上，公检法司客户收入增长率为 45% 以上，两者收入占比之和达 45%，高基数客群收入实现高速增长。

图表 35. 2021 年关基客户实现高速增长

	收入占比(%)	收入增长率(%)
政府	29	42
公检法	16	45
企业级	54	36

资料来源：公司 2021 年年报，中银证券

盈利预测与投资分析

盈利预测

网络安全产品：受政策扶持和安全事件频发等多维度因素驱动下，政企客户需求从“被动合规”向“主动合法”转变，网安产业处于高速成长期。另一方面，公司进入规模化发展阶段，市占率相对竞争对手加速提升，高基数客群实现高速增长。随着公司安全产品矩阵的不断丰富，相关收入有望实现高速增长，预计2022、2023、2024年收入增速分别为46.3%、40.2%和37.1%。

安全服务业务：参考海外发达国家的安全产业特性，未来以安全服务带动产品方案的销售模式将成为产业发展的新业态，公司对咨询与规划、评估与测试、分析与响应、情报与运营等安全服务进行品类、技术和模式的持续创新，预计2022、2023、2024年收入增速分别为50.0%、44.8%和41.1%。

公司2022、2023、2024年收入增速预计为37.6%、35.2%、33.5%。公司加强对于费用的管控，三费营收占比有望下降，预计归母净利分别1.3、3.3、6.5亿元，对应EPS分别为0.20、0.48、0.96元。

图表 36. 主营业务收入预测

(人民币: 百万元)		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入	5,809.1	7,992.3	10,801.7	14,420.0
	YOY(%)	39.6	37.6	35.2	33.5
	成本	2,322.9	3,054.7	4,009.6	5,104.8
	毛利	3,486.2	4,937.6	6,792.2	9,315.1
	毛利率(%)	60.0	61.8	62.9	64.6
网络安全产品	收入	3,858.6	5,645.1	7,914.5	10,850.8
	YOY(%)	36.7	46.3	40.2	37.1
	成本	886.7	1,431.6	2,123.5	2,931.9
	毛利	2,971.9	4,213.5	5,791.0	7,918.9
	毛利率(%)	77.0	74.6	73.2	73.0
网络安全服务	收入	705.3	1,058.0	1,532.2	2,161.5
	YOY(%)	9.2	50.0	44.8	41.1
	成本	281.2	409.1	608.3	834.5
	毛利	424.1	648.9	923.9	1,327.0
	毛利率(%)	60.1	61.3	60.3	61.4
硬件及其他	收入	1,217.1	1,259.7	1,324.7	1,375.1
	YOY(%)	77.5	3.5	5.2	3.8
	成本	1,145.3	1,199.3	1,262.1	1,319.8
	毛利	71.8	60.4	62.6	55.3
	毛利率(%)	5.9	4.8	4.7	4.0
其他业务	收入	28.0	29.4	30.3	32.7
	YOY(%)	264.9	5.1	3.1	7.8
	成本	9.4	14.7	15.8	18.6
	毛利	18.6	14.7	14.5	14.1
	毛利率(%)	66.4	50.0	48.0	43.0

资料来源：万得，中银证券

图表 37. 公司费用率预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	30.31	29.18	30.43	31.87
管理费用率	11.23	8.57	6.75	5.56
研发费用率	30.10	25.27	24.91	24.55

资料来源：万得，中银证券

投资分析

我们采用可比公司估值法分析。考虑公司所处发展阶段和当前盈利情况，首先考虑 PS 估值。选取网络安全头部厂商深信服、安恒信息以及可采用 PS 估值方法的 SaaS 企业金山办公、广联达、用友网络作为比较对象。对应 2022 年预期业绩，公司 PS 为 4.3 倍，为可比公司平均水平的 50.6%。公司估值水平远低于行业。

同时，考虑公司有望实现盈利，进一步参考 PE 估值。2022-2024 年 PE 为 260、107 和 53 倍，可见在进入盈利周期后，公司 PE 水平也在快速消化。

综合以上，对公司首次覆盖并给予 **增持** 评级。

图表 38. 可比公司估值分析

公司名称	股票代码	股价 (元)	市值 (亿元)	营收 (亿元)				PS			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
深信服	300454.SZ	94.70	393.56	68.0	87.7	113.7	146.6	5.8	4.5	3.5	2.7
安恒信息	688023.SH	139.19	109.27	18.2	25.0	33.8	45.2	6.0	4.4	3.2	2.4
金山办公	688111.SH	184.57	851.28	32.8	43.4	56.4	72.7	26.0	19.6	15.1	11.7
广联达	002410.SZ	45.92	546.79	56.2	69.1	84.0	100.6	9.7	7.9	6.5	5.4
用友网络	600588.SH	20.98	720.43	89.3	116.5	157.9	215.4	8.1	6.2	4.6	3.3
平均				52.9	68.3	89.2	116.1	11.1	8.5	6.6	5.1
奇安信-U	688561.SH	50.76	346.22	58.1	79.9	108.0	144.2	6.0	4.3	3.2	2.4

资料来源：万得，中银证券

注：以 2022 年 8 月 4 日收市价为准；深信服、安恒信息营业收入来自万得一致预测

风险提示

1. **尚未盈利风险。**公司采用高研发投入的模式进行发展，且研发平台开发周期长、投入高。目前公司尚未实现扭亏，如果未来无法达到规模经营效益，公司盈利将会存在不确定性。
2. **应收账款风险。**公司应收账款占营收比重较大，近两年占比均在 50% 以上。如果应收账款不能及时收回或坏账比例增加，将会对公司运营产生负面影响。
3. **政策不及预期。**网安行业与产业政策息息相关，如果政策推进力度不及预期，主要产品市场需求将会出现持续下滑，公司亏损将进一步增加。
4. **技术研发风险。**网络安全行业具有碎片化、复杂化的特点，客户需求往往也趋于多样化。如果公司产品迭代不及预期，将会无法满足市场需求，从而对市场竞争造成不利影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	4,161	5,809	7,992	10,802	14,420
销售成本	(1,721)	(2,371)	(3,129)	(4,122)	(5,302)
经营费用	(2,733)	(3,639)	(4,552)	(6,182)	(8,456)
息税折旧前利润	(293)	(201)	311	498	662
折旧及摊销	(197)	(255)	(278)	(288)	(261)
经营利润(息税前利润)	(490)	(456)	33	210	401
净利息收入/(费用)	61	161	116	157	207
其他收益/(损失)	414	420	461	518	598
税前利润	(343)	(555)	133	326	657
所得税	2	1	(0)	(1)	(4)
少数股东权益	(6)	1	(0)	(0)	(1)
净利润	(334)	(555)	133	325	654
核心净利润	(334)	(555)	133	325	654
每股收益(人民币)	(0.490)	(0.813)	0.195	0.476	0.959
核心每股收益(人民币)	(0.490)	(0.813)	0.195	0.476	0.959
每股股息(人民币)	0.000	0.040	(0.005)	(0.018)	(0.030)
收入增长(%)	32	40	38	35	33
息税前利润增长(%)	(39)	(7)	(107)	538	91
息税折旧前利润增长(%)	(56)	(32)	(255)	60	33
每股收益增长(%)	(43)	66	(124)	144	101
核心每股收益增长(%)	(43)	66	(124)	144	101

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5,274	2,973	4,091	5,529	7,433
应收帐款	2,259	3,831	4,720	5,841	7,786
库存	605	815	1,032	1,271	1,536
其他流动资产	23	67	52	103	95
流动资产总计	8,664	8,297	10,452	13,328	17,420
固定资产	1,281	1,310	1,206	1,115	1,020
无形资产	81	149	106	62	18
其他长期资产	1,131	2,043	1,670	1,856	1,763
长期资产总计	2,493	3,502	2,982	3,033	2,802
总资产	12,424	13,483	15,060	17,945	21,806
应付帐款	1,055	1,423	1,719	2,532	3,114
短期债务	14	29	153	70	0
其他流动负债	1,164	1,522	1,832	2,538	4,040
流动负债总计	2,232	2,974	3,704	5,139	7,154
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	170	598	384	491	438
股本	682	682	682	682	682
储备	9,296	9,142	10,275	11,619	13,519
股东权益	9,978	9,824	10,957	12,301	14,201
少数股东权益	15	14	14	14	13
总负债及权益	12,424	13,483	15,060	17,945	21,806
每股帐面价值(人民币)	14.63	14.40	16.06	18.03	20.82
每股有形资产(人民币)	14.51	14.19	15.91	17.94	20.79
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.71)	(4.32)	(5.77)	(8.00)	(10.90)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	(343)	(555)	133	326	657
折旧与摊销	197	255	278	288	261
净利息费用	(33)	(96)	(60)	(81)	(104)
运营资本变动	(643)	(1,321)	44	244	200
税金	(4)	1	(0)	(1)	(4)
其他经营现金流	137	414	(362)	(383)	(415)
经营活动产生的现金流	(689)	(1,302)	33	392	594
购买固定资产净值	15	68	73	111	123
投资减少/增加	(33)	(435)	161	150	155
其他投资现金流	(605)	(438)	(145)	(221)	(245)
投资活动产生的现金流	(623)	(806)	88	39	33
净增权益	0	(28)	3	12	20
净增债务	14	123	16	(83)	(70)
支付股息	0	28	(3)	(12)	(20)
其他融资现金流	5,312	(332)	980	1,090	1,347
融资活动产生的现金流	5,325	(208)	996	1,007	1,277
现金变动	4,014	(2,316)	1,118	1,438	1,904
期初现金	1,258	5,274	2,973	4,091	5,529
公司自由现金流	(1,311)	(2,108)	121	431	626
权益自由现金流	(1,319)	(2,001)	86	276	455

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(7.0)	(3.5)	3.9	4.6	4.6
息税前利润率(%)	(11.8)	(7.8)	0.4	1.9	2.8
税前利润率(%)	(8.2)	(9.5)	1.7	3.0	4.6
净利率(%)	(8.0)	(9.5)	1.7	3.0	4.5
流动性					
流动比率(倍)	3.9	2.8	2.8	2.6	2.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.6	2.5	2.5	2.3	2.2
估值					
市盈率(倍)	(103.5)	(62.4)	259.8	106.5	52.9
核心业务市盈率(倍)	(103.5)	(62.4)	259.8	106.5	52.9
市净率(倍)	3.5	3.5	3.2	2.8	2.4
价格/现金流(倍)	(50.3)	(26.6)	1,037.1	88.3	58.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(100.2)	(157.9)	98.6	58.6	41.1
周转率					
存货周转天数	143.6	109.3	107.7	102.0	96.6
应收帐款周转天数	172.5	191.3	195.2	178.4	172.5
应付帐款周转天数	84.1	77.8	71.7	71.8	71.5
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	n.a.	(2.5)	(3.7)	(3.1)
净资产收益率(%)	(4.5)	(5.6)	1.3	2.8	4.9
资产收益率(%)	(5.0)	(3.5)	0.2	1.3	2.0
已运用资本收益率(%)	(1.1)	(1.4)	0.3	0.7	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371