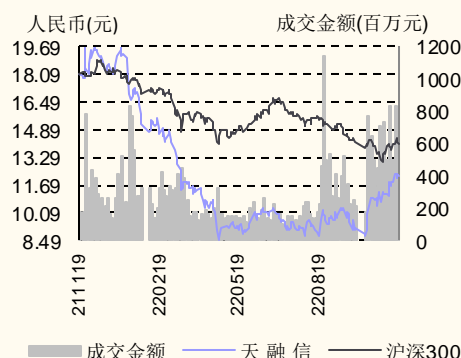


市场价格(人民币): 12.22元

目标价格(人民币): 13.63元

市场数据(人民币)

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 11.85 |
| 已上市流通A股(亿股) | 11.68 |
| 总市值(亿元) | 144.81 |
| 年内股价最高最低(元) | 19.71/8.49 |
| 沪深300指数 | 3802 |
| 深证成指 | 11180 |



国内防火墙龙头，云计算打开新增长空间

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,704 | 3,352 | 4,041 | 4,930 | 5,991 |
| 营业收入增长率 | -19.56% | -41.24% | 20.58% | 21.98% | 21.53% |
| 归母净利润(百万元) | 400 | 230 | 337 | 424 | 525 |
| 归母净利润增长率 | -0.21% | -42.52% | 46.56% | 25.66% | 23.90% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.341 | 0.194 | 0.284 | 0.357 | 0.443 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.17 | 0.14 | 0.14 | 0.34 | 0.48 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 4.17% | 2.43% | 3.28% | 3.97% | 4.71% |
| P/E | 61.53 | 98.84 | 42.96 | 34.19 | 27.59 |
| P/B | 2.57 | 2.40 | 1.41 | 1.36 | 1.30 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内防火墙龙头，防火墙市占率连续 22 年第一。安全硬件在我国网络安全行业中占比最高，在 40% 以上。根据 IDC 数据，安全硬件市场未来五年 CAGR 为 17%，预计 2026 年市场规模超过百亿美元，防火墙是安全硬件领域最大的一级子市场，在我国占比达到 63.93%，公司在防火墙领域竞争优势显著，连续 22 年市占率第一。此外作为成立最早的资深网络安全厂商，公司 VPN、WAF、网闸、安全管理等产品连续多年位居市场前三。
- 布局云计算与大数据，打开新增长空间。根据计世资讯数据，2020 年我国超融合市场规模为 105.9 亿元，同比增长 36.8%；2021 年桌面云软件规模为 46.2 亿元，同比增长 24.2%。公司在云业务领域推出多云融合的太行云 2.0、支持双栈融合的超融合 2.0、VDI+VOI+WDI 三引擎合一的桌面云 3.0 以及国产化桌面云产品，并与腾讯深度合作联合发布太行云一体机。大数据领域，公司动态态势分析与安全运营系统、威胁情报平台、数据安全智能管控平台 3 款产品入选 Gartner Toolkit 报告，其中数据安全智能管控平台通过了信通院数据安全能力产品测评。
- 信创产业进入快速发展期，公司信创安全产品布局全面。根据海比研究院数据，我国信创产业规模 2022 年达 9220.2 亿元，2021-2025 年的 CAGR 约为 35.7%。公司昆仑系列国产化产品具备 59 款 199 个型号，始终保持信创产品品类最全、型号最多的行业领先优势，并获得各类兼容性互认证书 1560 余项，在党政、金融、能源等 23 个行业实现了规模化应用。公司 2021 年国产化业务收入约 5.6 亿元，占比超过 15%，同比增长近 10 倍，2022 年上半年国产化业务收入同比增长 120.4%，信创从党政加速向全行业应用有望给公司带来显著增量空间。

投资建议

- 公司前三季度收入增速放缓，利润端亏损幅度同比扩大，考虑到公司四季度收入占比较高，叠加公司三季度部分订单延迟到四季度确认，利润有望在四季度充分释放。我们预计公司 2022-2024 年的收入分别为 40.41/49.3/59.91 亿元，净利润分别为 3.37/4.24/5.25 亿元，对应 EPS 0.28/0.36/0.44 元/股，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 43x/34x/28x，给予公司 2022 年 48 倍 PE，对应 2022 年目标价 13.63 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 网络安全市场竞争加剧风险；云计算、大数据等新业务拓展不及预期；信创向全行业应用进度不及预期；限售股解禁风险；股东减持/被动平仓风险。

纪超

联系人
jichao@gjzq.com.cn

孟灿

分析师 SAC 执业编号: S1130522050001
mengcan@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 网络安全资深厂商，布局新赛道打开成长空间..... | 3 |
| 1.1 公司是国内防火墙龙头，防火墙市占率连续 22 年第一..... | 3 |
| 1.2 布局云计算与大数据，打开新增长空间..... | 6 |
| 1.3 信创产业进入快速发展期，公司信创安全产品布局全面..... | 9 |
| 2. 安全业务收入持续增长，新业务规模化效果显现..... | 10 |
| 3. 盈利预测与投资建议..... | 13 |
| 4. 风险提示..... | 16 |

图表目录

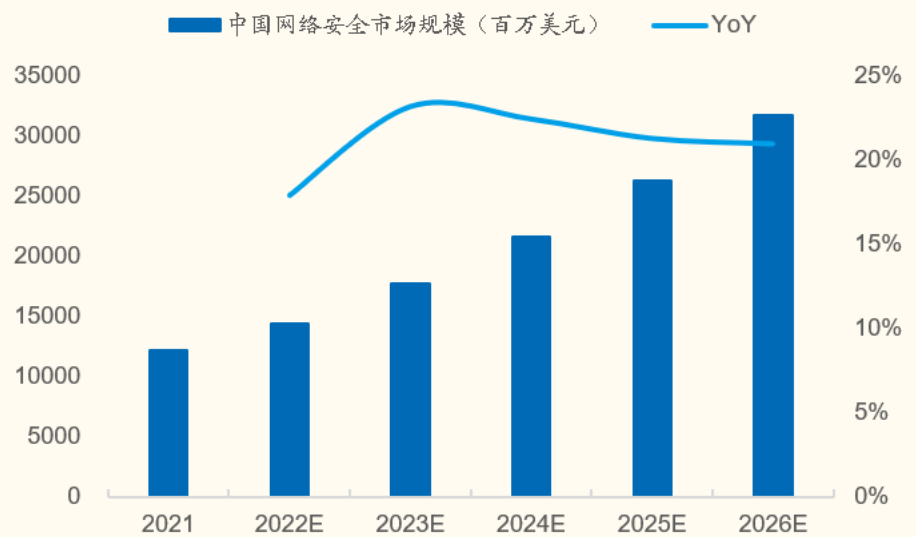
| | |
|--|----|
| 图表 1: 我国网络安全市场处于快速成长阶段..... | 3 |
| 图表 2: 我国安全硬件在行业中占比在 40%以上..... | 4 |
| 图表 3: 防火墙是我国安全硬件下最大的一级子市场..... | 4 |
| 图表 4: 2021 年公司在我国 UTM 防火墙硬件市场市占率第一..... | 4 |
| 图表 5: 公司具备完善的防火墙行业化布局..... | 5 |
| 图表 6: 公司核心产品位居市场前三..... | 5 |
| 图表 7: 超融合市场处于快速增长中..... | 6 |
| 图表 8: 桌面云整体解决方案销售量增速在 20%左右..... | 7 |
| 图表 9: 桌面云软件市场规模 2025 年将超过 100 亿元..... | 7 |
| 图表 10: 公司太行云满足各行业 IT 基础架构需求..... | 7 |
| 图表 11: 公司桌面云具备完整的端到端安全特性..... | 8 |
| 图表 12: 公司与腾讯联合推出太行云一体机..... | 8 |
| 图表 13: 我国大数据市场规模 2021-2026 年的 CAGR 约为 21.4%..... | 8 |
| 图表 14: 公司大数据安全产品在多行业广泛应用..... | 9 |
| 图表 15: 数据安全智能管控平台能够实现全域防护..... | 9 |
| 图表 16: 2022 年信创产业规模接近万亿元..... | 9 |
| 图表 17: 公司在信创产品入围中保持品类和型号数量领先..... | 10 |
| 图表 18: 公司已获得各类兼容性互认证书 1560 余项..... | 10 |
| 图表 19: 公司新业务规模化效果显现..... | 11 |
| 图表 20: 公司盈利模式分布相对稳定..... | 11 |
| 图表 21: 公司具备完善的平台能力..... | 11 |
| 图表 22: 公司 2021 年收入增速迎来拐点..... | 13 |
| 图表 23: 2021 年至今净利润有所下滑..... | 13 |
| 图表 24: 公司毛利率情况..... | 13 |
| 图表 25: 公司费用率情况..... | 13 |
| 图表 26: 公司连续四年发布股权激励..... | 13 |
| 图表 27: 核心估值假设..... | 15 |
| 图表 28: 可比公司估值比较（市盈率法）..... | 15 |

1. 网络安全资深厂商，布局新赛道打开成长空间

1.1 公司是国内防火墙龙头，防火墙市占率连续 22 年第一

- 我国网络安全行业增速是全球两倍。根据 IDC 数据，2021 年全球网络安全市场规模为 1687.7 亿美元，预计 2026 年增至 2875.7 亿美元，五年 CAGR 将达到 11.3%。预计我国网络安全市场 2026 年的市场规模将达到 318.6 亿美元，2022-2026 年的 CAGR 为 21.2%，是全球的两倍。与全球以及发达国家相比，我国网络安全投入占信息化比重相对较低，IDC 数据显示，2020 年全球网络安全投入占信息化比重为 5.43%，美国为 6.58%，而我国仅为 2.93%。网络安全与国家安全息息相关，随着网络安全重视程度的不断提升，我国网络安全市场存在广阔市场空间。

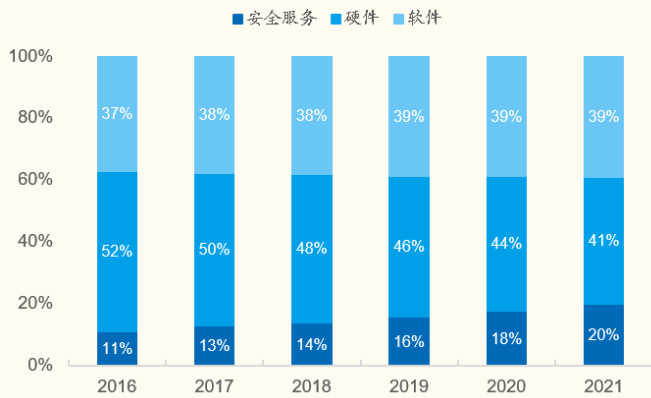
图表 1：我国网络安全市场处于快速成长阶段



来源：IDC，国金证券研究所

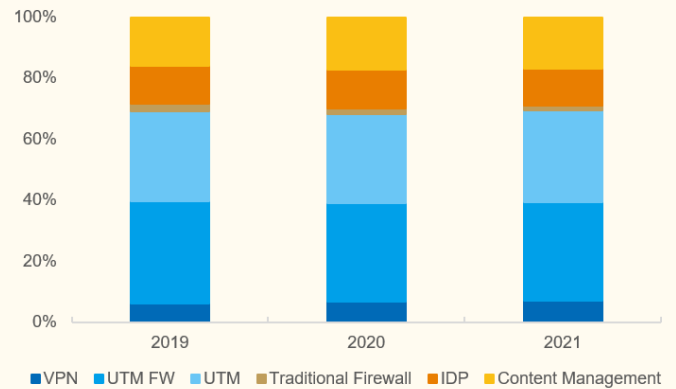
- 安全硬件占据了我国网络安全行业的大部分市场份额。从网络安全行业结构的视角来看，我国网络安全行业主要以安全硬件为主，尽管近年来安全硬件占比有所下滑，但仍保持在 40% 以上。此外，IDC 数据显示，未来五年安全硬件市场将以 17% 的五年 CAGR 逐步增长，预计 2026 年硬件市场规模将超百亿美元。
- 防火墙在全球和我国安全硬件领域皆为最大的一级子市场，并且是网络安全防御体系建设的刚需。根据 IDC 数据，2021 年防火墙在全球安全硬件市场中占比达到 76.48%，同年我国防火墙类产品（包括传统防火墙、基于 UTM 平台的防火墙、统一威胁管理）占安全硬件比例为 63.93%，亦是安全硬件下最大的单一子市场。防火墙作为计算机内、外之间的安全保护屏障，是网络安全防护的基础，更是网络安全建设的刚需。

图表 2: 我国安全硬件在行业中占比在 40%以上



来源: 观研天下, 国金证券研究所

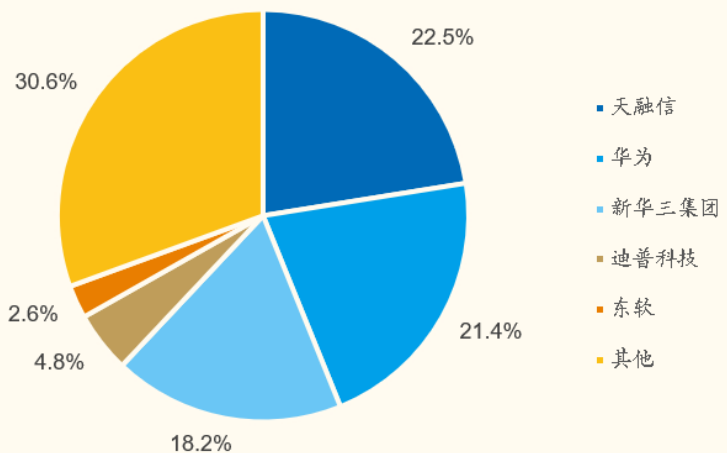
图表 3: 防火墙是我国安全硬件下最大的一级子市场



来源: IDC, 国金证券研究所

- 公司是防火墙领域领头羊, 连续 22 年市占率第一。公司于 1996 年发布了我国第一套具有自主知识产权的防火墙, 多年来公司对防火墙产品进行持续的更新迭代, 最新发布的一代防火墙系统融入了 AI 驱动一体化智能检测引擎, 并集 WAF、僵尸蠕、ADS、HTTPS 流量检测、高级威胁防护、异常行为分析、DLP 等多个安全模块, 并联动云管端多个网元, 能够为用户提供综合防护方案。根据 IDC 数据, 2021 年公司防火墙产品以 22.5% 的市占率位居榜首, 至此公司防火墙已连续 22 年市场排名第一。此外公司防火墙产品累计出货达 300000+, 在线运行数量达 150000+, 在防火墙领域竞争优势显著。

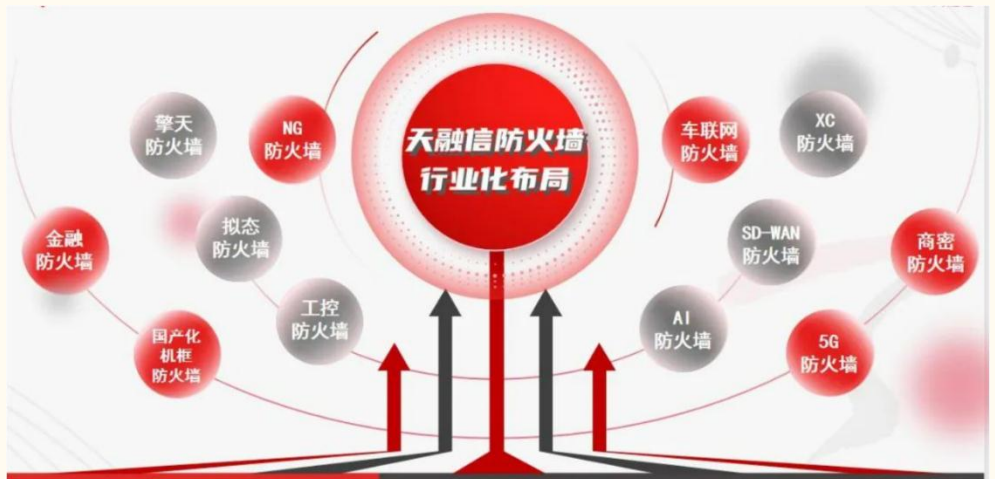
图表 4: 2021 年公司在我国 UTM 防火墙硬件市场市占率第一



来源: IDC, 国金证券研究所

- 深度融合行业与场景化需求, 推出多系列专用防火墙产品。在数字化转型高速发展的背景下, 新技术、新方向、新场景不断涌现, 公司基于多年来在防火墙领域的技术积累以及对行业需求的深度理解, 陆续推出了工控防火墙、车载防火墙、商密防火墙、5G 防火墙、金融防火墙、信创防火墙等系列专用防火墙产品, 与公司 IDS、APT、态势感知、EDR 等安全产品形成立体化整体安全方案, 为各行业数字化转型提供针对性防护。

图表 5: 公司具备完善的防火墙行业化布局



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **公司多款产品市占率领先。**公司作为成立最早的资深网络安全厂商，除防火墙产品以外在多个领域保持市占率领先。公司 VPN、安全咨询服务、WAF、网闸、安全管理等产品和服务连续多年位居市场前三，EDR、态势感知、工控防火墙、工控漏洞扫描、工控安全隔离与信息交换、工控主机卫士等 12 款产品位居领导者行列，IDPS、安全资源池等产品位居市场前列。

图表 6: 公司核心产品位居市场前三

| 产品/领域 | 市场排名/位置 | 数据来源 |
|-----------------|---------|------------------|
| 防火墙 | 第一 | IDC |
| VPN | 第三 | IDC |
| 安全咨询服务 | 第三 | IDC |
| 网闸 | 第三 | IDC |
| FW/VPN | 第一 | CCID |
| 终端安全 | 第三 | CCID |
| 安全服务 | 第三 | CCID |
| Web 应用防火墙 (WAF) | 第三 | Frost & Sullivan |
| EDR | 领导者 | IDC |
| 态势感知 | 领导者 | IDC |
| 工控防火墙系统 | 领导者 | CCID |
| 工控漏洞扫描系统 | 领导者 | CCID |
| 工控安全隔离与信息交换系统 | 领导者 | CCID |
| 工控主机卫士系统 | 领导者 | CCID |
| 工控入侵检测与审计系统 | 领导者 | CCID |
| 工控安全集中管理系统 | 领导者 | CCID |
| 工控安全服务 | 领导者 | CCID |
| 工控安全检测审计系统 | 领导者 | CCID |

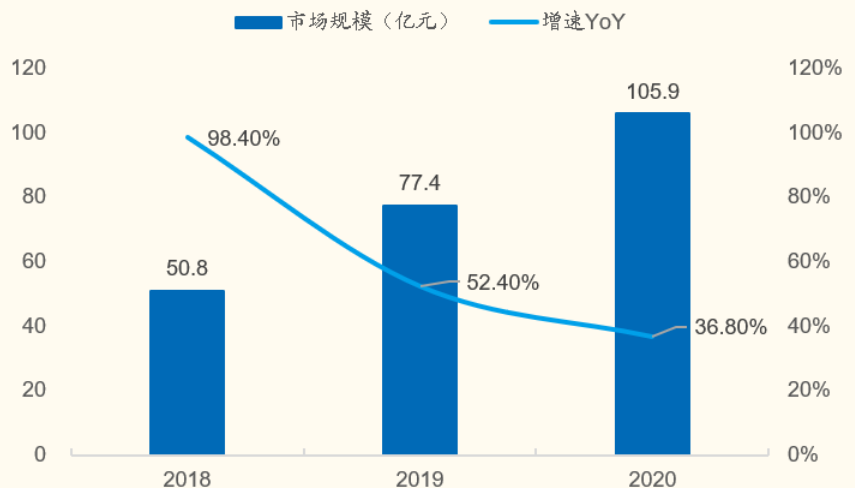
| | | |
|------------------|------|------|
| 工业互联网态势分析与安全管理系统 | 领导者 | CCID |
| 工业攻防演示试验箱系统 | 领导者 | CCID |
| 托管安全服务 | 主要厂商 | IDC |
| IDPS | 前列 | IDC |
| 安全资源池 | 前列 | IDC |
| 安全管理平台 | 前列 | CCID |

来源：公司 2022 年半年报，国金证券研究所

1.2 布局云计算与大数据，打开新增长空间

- 超融合架构（HCI）是一种全新的云计算架构解决方案。基于一套标准的服务器，以软件定义的方式将网络、存储、计算全部虚拟化。超融合借助软件定义和分布式存储技术，底层采用标准化 X86 硬件平台，上层采用软件定义，实现软件与硬件的解耦，仅需要通用的服务器和交换机硬件两种物理设备，即可满足传统的 IT 需求，实现基础架构的极简化的。
- 超融合是一种私有云建设方案，属于私有云中的 IAAS 服务层。作为企业客户，其核心业务系统上云可以租用公有云或者自建私有云。很多企业为了系统的安全与私密性，倾向选择私有云。而构建传统云数据中心需要花费高成本部署高端设备、实现冗余架构，并且还要容忍业务上线以后复杂的运维管理工作。超融合可以看作是一种私有云（基础设施层）建设方案，既可获得纵向及横向扩展弹性，保证性能水平，而且架构简单又相对节省建设与运营成本。
- 超融合市场空间超过百亿，未来有望持续保持快速增长。根据计世资讯数据，2020 年我国超融合市场规模为 105.9 亿元，同比增长 36.8%。近年来随着市场规模基数的增长，增速趋于放缓，但仍然保持快速增长。超融合作为企业云化的新型解决方案，对信创数据中心和私有云的落地有重要意义。此外，5G 时代边缘计算数据中心不断兴起，超融合不仅满足新边缘节点的定位和边缘计算的受限环境，而且具有极高的性价比，未来超融合市场将迎来更大的发展空间。

图表 7：超融合市场处于快速增长中

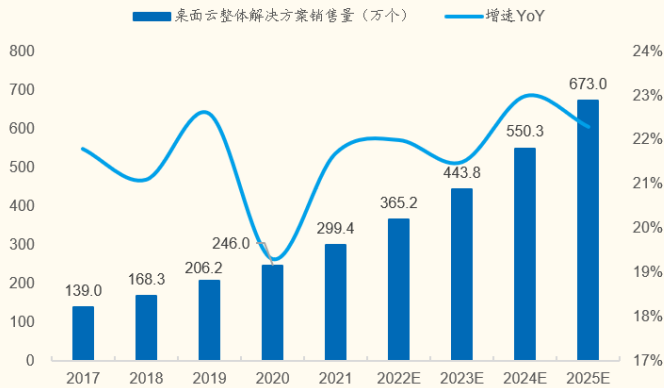


来源：CCW Research，国金证券研究所

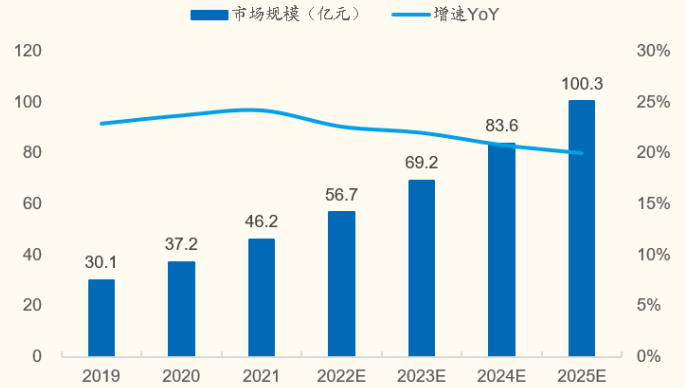
- 桌面云解决方案需求快速增长，桌面云软件市场规模持续上升。随着企业上云意愿的不断提升，桌面云产品普及率逐渐提高。企业对于远程办公、多场景办公的需求也加速了桌面云产品的渗透，桌面云解决方案整体需求不断攀升。根据计世资讯数据，2021 年我国桌面云整体解决方案销售量为

299.4 万个，同比增长 21.7%，近年来增速始终保持在 20%左右；此外，2021 年桌面云软件市场规模为 46.2 亿元，同比增长 24.2%，2019 至 2021 的 CAGR 为 24%，预计 2025 年市场规模将超过 100 亿元。

图表 8: 桌面云整体解决方案销售量增速在 20%左右



图表 9: 桌面云软件市场规模 2025 年将超过 100 亿元

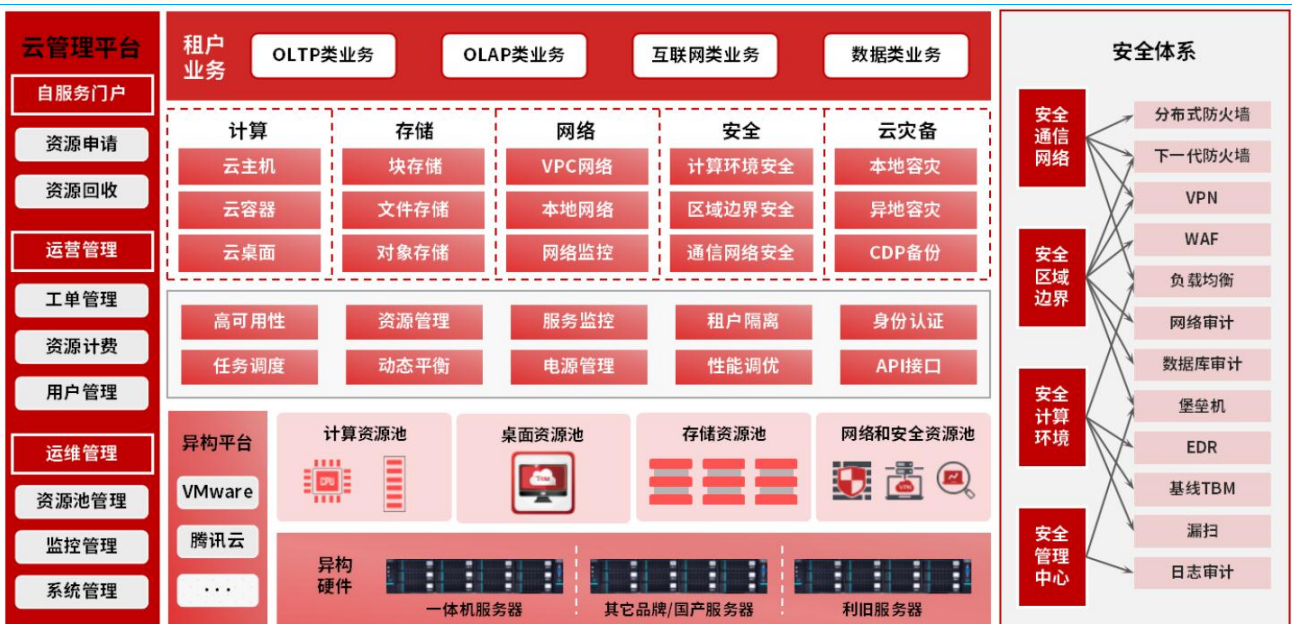


来源: CCW Research, 国金证券研究所

来源: CCW Research, 国金证券研究所

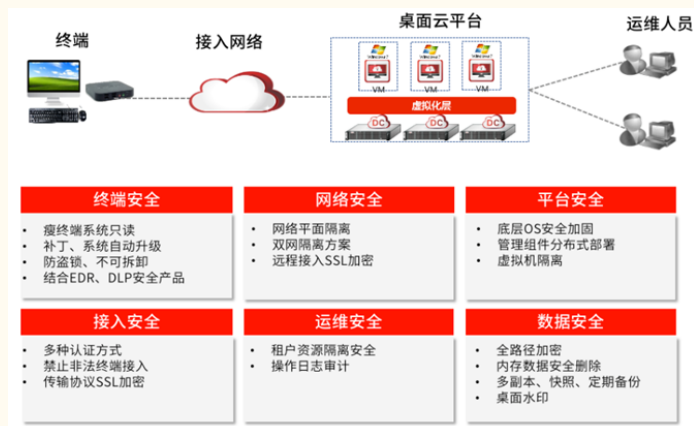
- 公司自 2019 年发布云计算产品以来，产品与解决方案持续完善，行业客户实现快速覆盖。公司持续加大分布式存储、服务器虚拟化、云容器、桌面虚拟化等核心技术研发，于 2021 年发布了多云融合的“天融信太行云” 2.0、支持双栈融合的超融合 2.0、VDI+VOI+WDI 三引擎合一的桌面云 3.0 以及国产化桌面云产品，并与腾讯深度合作联合发布太行云一体机，为客户提供集 IaaS、PaaS 于一体的综合私有云解决方案，为客户业务安全上云、数字化转型、敏捷交付奠定基础，现已在政府、医疗、教育、企业、运营等 10 余个行业形成规模化应用。此外，公司将自身安全基因融入云计算产品体系，在云计算平台上推出包括下一代防火墙、WAF、安全审计、漏洞扫描、基线管理、日志审计、安全策略管理等 11 类安全网元，保障云上业务安全运行。截至 2022 年上半年，公司已拥有云计算专利 38 项，参与 11 项国家标准、行业标准、白皮书编制，牵头或参与多项国家项目攻关。在国产化生态建设方面，公司云计算产品全面支持国内外主流服务器、操作系统、数据库、中间件等，目前已取得兼容性认证 70 余项。

图表 10: 公司太行云满足各行业 IT 基础架构需求



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 11: 公司桌面云具备完整的端到端安全特性



图表 12: 公司与腾讯联合推出太行云一体机

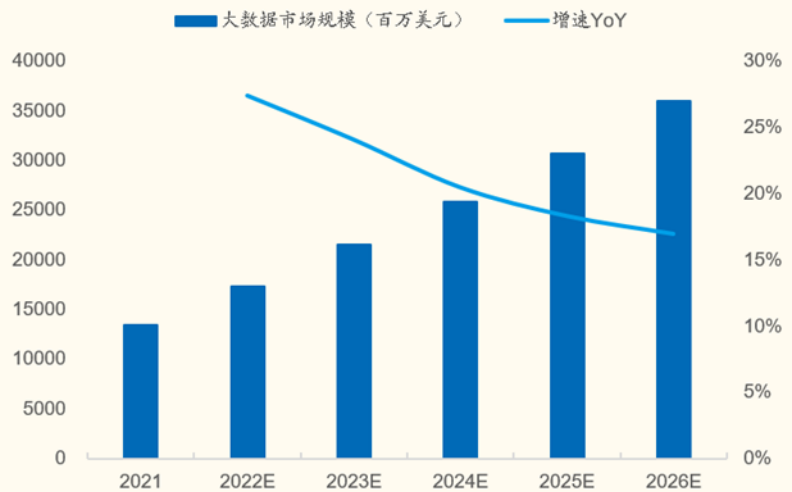


来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

- **大数据市场规模五年 CAGR 为 21.4%，大数据安全受重视程度日益攀升。**数据要素是数字经济的基础与核心，大数据资产中往往蕴含着丰富的使用价值。根据 IDC 数据，预计到 2025 年，我国产生的数据总量将达 48.6ZB，占全球的 27.8%，此外，我国大数据市场规模将在 2026 年达到 359.5 亿美元，市场规模位列单体国家第二，2021-2026 年五年 CAGR 约为 21.4%，位列全球第一。大数据安全是用以搭建大数据平台所需的安全产品和服务，以及大数据场景下围绕数据安全展开的大数据全生命周期的安全防护。随着大数据市场的快速增长，大数据的安全保障将成为数据创造价值的刚需。

图表 13: 我国大数据市场规模 2021-2026 年的 CAGR 约为 21.4%



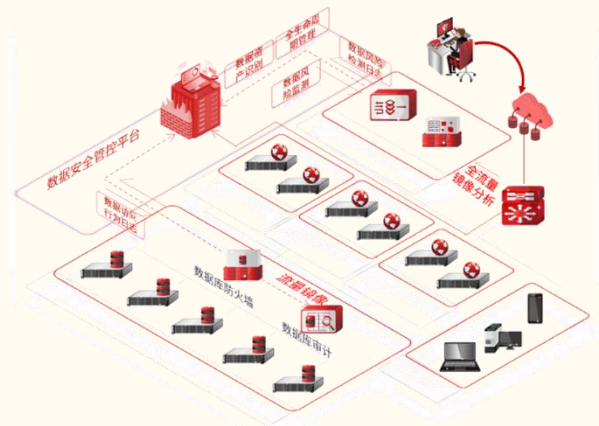
来源: IDC, 国金证券研究所

- 公司大数据业务覆盖大数据分析 with 态势感知、网络安全管理、数据安全运营、主动防御管理等四个方面，公司以安全数据中台为基础，形成了安全管理、态势感知、数据安全、零信任、工控安全等纵深一体化安全运营中心建设方案。公司深化 AI 分析、用户行为分析 (UEBA)、安全响应编排 (SOAR) 等关键技术 in 网络安全大数据中的应用，提升大数据安全整体技术水平，态势分析与安全运营系统、威胁情报平台、数据安全智能管控平台 3 款产品入选 Gartner Toolkit 报告。其中数据安全智能管控平台通过中国信息通信研究院数据安全能力产品测评，公司产品与解决方案已在航天、人社、水利、医疗、国资集团、城投、电子政务 7 个行业应用实践。

图表 14: 公司大数据安全产品在多行业广泛应用



图表 15: 数据安全智能管控平台能够实现全域防护



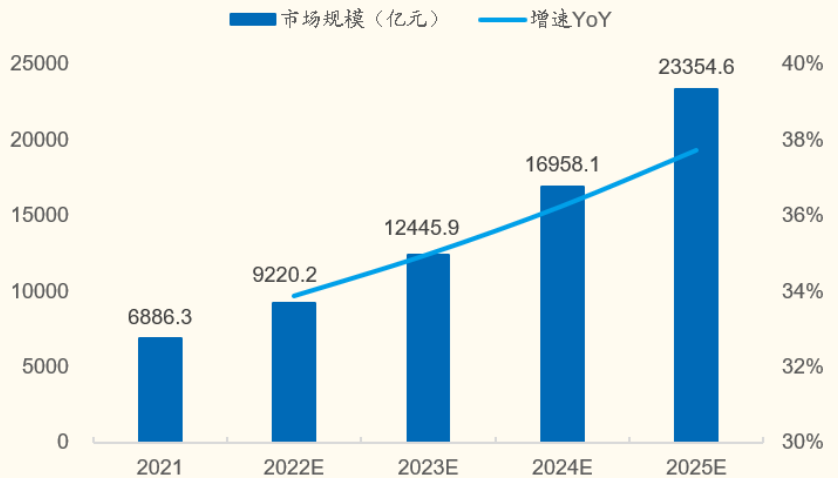
来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

1.3 信创产业进入快速发展期, 公司信创安全产品布局全面

- 信创加速向全行业应用, 信创产业规模快速增长。随着各行业“十四五”规划的出台、供应链安全事件频发以及国产核心软硬件技术的逐渐成熟, 信创产业进入从试点到规模化、从党政到全行业、从核心部件到全产业链的发展新阶段, 信创市场空间将快速释放, 网络安全在信创中的占比将进一步提升。根据海比研究院数据, 我国信创产业规模 2022 年达 9220.2 亿元, 2021-2025 年的复合增长率约为 35.7%, 预计 2025 年将突破 2 万亿元。

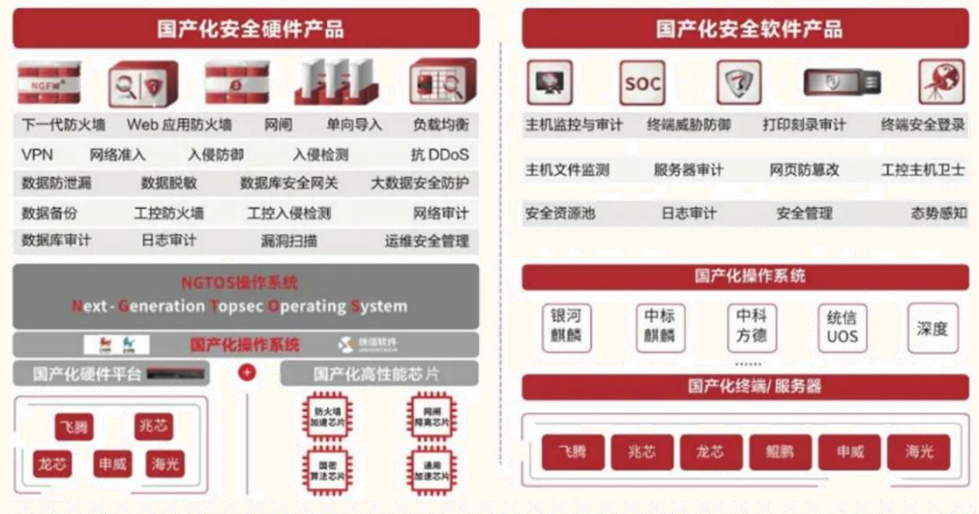
图表 16: 2022 年信创产业规模接近万亿元



来源: 海比研究院, 国金证券研究所

- 公司在信创网络安全领域拥有完善布局。公司于 2020 年发布基于国产软硬件的昆仑系列产品并持续丰富产品种类、更新迭代产品平台。截至 2022 年上半年, 公司昆仑系列国产化产品具备 59 款 199 个型号, 在信创产品入围中保持品类与型号数量领先, 同时公司昆仑系列产品和解决方案在党政、金融、能源、电信、交通等 23 个行业实现了规模化应用。

图表 17: 公司在信创产品入围中保持品类和型号数量领先



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

- 在生态合作方面, 公司与国产 CPU、操作系统、数据库、浏览器、中间件等信创产业链上下游厂商开展深度合作, 持续推进基于国产软、硬件架构的产品研发与适配工作, 加速推进行业领域布局。截至 2022 年上半年, 公司已获得各类兼容性认证证书 1560 余项。信创网络安全的市场格局与厂商的前期布局、生态建设、产品入围数量、客户基础等因素息息相关, 公司昆仑系列产品体系完善, 覆盖所有主流网络安全产品类别, 并且始终保持信创产品品类最全、型号最多的行业领先优势。根据公司 2021 年年报和 2022 年半年报, 公司 2021 年国产化业务收入约 5.6 亿元, 占比超过 15%, 同比增长近 10 倍, 2022 年上半年公司国产化业务收入同比增长 120.4%, 延续高速增长态势。我们认为, 在信创从党政加速向全行业应用的背景下, 公司在信创领域的领先优势有望给公司带来显著增量空间。

图表 18: 公司已获得各类兼容性互认证书 1560 余项



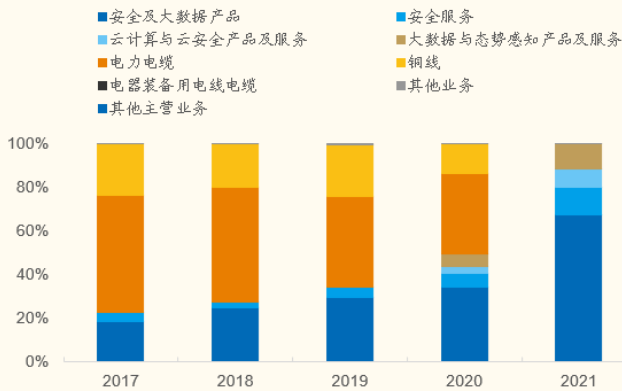
来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

2. 安全业务收入持续增长, 新业务规模化效果显现

- 剥离电线电缆业务, 聚焦网络安全。公司于 2020 年 9 月剥离了旗下的电线电缆业务, 将其以约 21 亿元的价格打包出售, 重新聚焦网络安全业务。目前, 公司云业务、大数据业务等新业务自 2020 年起开始放量, 若不考虑 2020 年的电力电缆、铜线业务的收入, 公司新业务收入占比从 2020 年 17.7% 增长到 2021 年的近 20%, 规模化效果逐步显现。

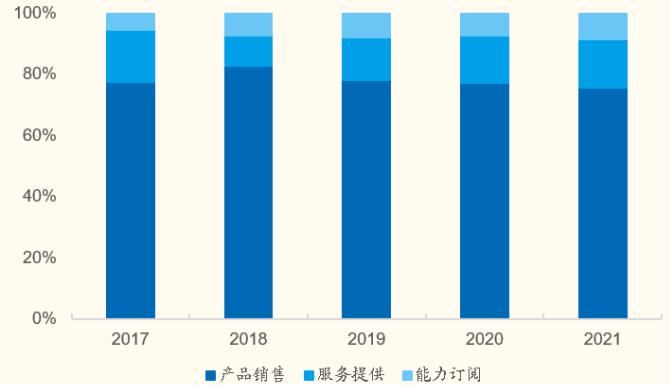
- 公司盈利模式分布相对稳定，近年来产品销售占比在 70%以上。公司盈利模式主要包括产品销售、服务提供、能力订阅三种，其中服务提供主要指为客户提供安全咨询与规划、安全评估与加固、安全运维等安全服务。能力订阅指面向已销售的安全产品提供以月、年计费的安全知识（包括威胁情报信息等），面向客户或合作伙伴提供以天、月、年和流量计费的云端检测和防护，以安全能力订阅模式实现公司营业收入。近年来公司盈利模式主要以产品销售为主，占比在 70%以上，服务提供和能力订阅占比略有提升。2021 年产品销售、服务提供和能力订阅占比分别为 75.6%、15.95%、8.45%。

图表 19: 公司新业务规模化效果显现



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 公司盈利模式分布相对稳定



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 公司具备坚实的平台能力。截至 2022 年上半年，公司具有基础硬件平台、基础软件平台、云服务平台、安全知识平台、安全策略管理平台、大数据分析平台、威胁情报平台、数据安全平台、云计算平台、工业互联网安全平台等十大平台。公司通过将基础性技术研究与业务模式平台化，使得产品研发与服务团队能够更聚焦于行业与客户需求，实现缩短研发周期，降低研发成本，快速响应市场。

图表 21: 公司具备完善的平台能力

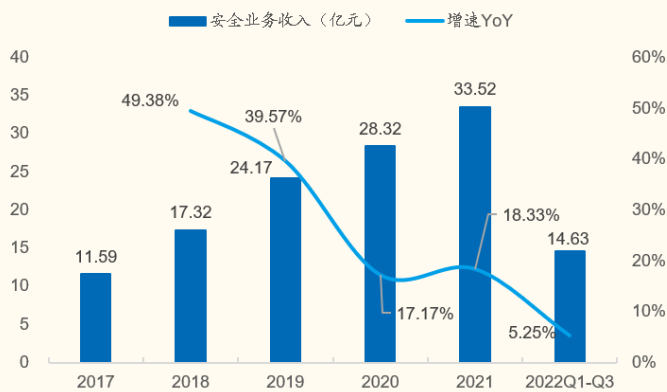
| 平台化能力 | 起始时间 | 能力概述 | 应用范围 |
|--------|--------|---|---------------------------------------|
| 基础硬件平台 | 1998 年 | 专用工控机、安全加速芯片、接口转换芯片、数据摆渡芯片、国密算法芯片、网络通信芯片的设计与研发。 | 公司所有硬件类产品 |
| 基础软件平台 | 2001 年 | TOS: 基于开放性系统架构和模块化设计思想开发设计的精简基础软件平台。 | 物联网、车联网、工业控制、边缘计算等轻量级安全产品。 |
| | 2012 年 | NGTOS: 采用 64 位高性能多核并行架构开发设计的下一代可扩展、高性能基础软件平台。 | 安全防护、安全检测、安全接入、数据安全、云安全等多功能、高性能的安全产品。 |
| 云服务平台 | 2004 年 | 云检测、云防护、云监测、能力订阅等一站式 SaaS 安全服务支撑平台。 | 网站监测、设备监测、资产测绘、安全运营、威胁情报订阅等服务。 |
| 安全知识平台 | 2006 年 | 各类安全产品的应用层安全引擎、指纹特征库等能力平台。 | 安全检测、安全防护、威胁情报、态势感知、云安全等安全产品。 |

| | | | |
|-----------|-------|--|----------------------------------|
| 安全策略管理平台 | 2004年 | TP: 自有安全产品的统一配置、安全监控和安全运维平台。 | 安全防护、安全检测、安全接入类等产品的集中策略管理。 |
| | 2013年 | NGTP: 主流安全产品在物理环境、云环境下的统一配置、统一管理、监测预警、安全运维和应急响应支撑平台。 | 多厂商、多类型安全产品的集中监测和管理。 |
| 大数据分析平台 | 2009年 | 海量安全事件信息的采集、存储、分析、展示等基础组件平台。 | 态势感知、安全运营、风险探知、数据安全等大数据技术类产品。 |
| 威胁情报平台 | 2016年 | 威胁信息的采集、处理、关联分析, 形成情报内容, 支持订阅、推送及主动获取模式。 | 安全检测、安全防护、态势感知、云安全、安全运营平台等产品。 |
| 数据安全管理平台 | 2017年 | 集数据采集、数据存储、数据分析、数据审计、安全管理于一体的安全分析、管控平台。 | 数据脱敏、数据防泄漏、数据库审计等产品的管控。 |
| 云计算平台 | 2019年 | 以超融合架构为基础, 提供多类型计算、统一存储、VPC网络、云安全、云桌面等能力以及各类云服务的统一监控和运维。 | 超融合一体机、超融合软件、桌面云一体机、桌面云软件等云计算产品。 |
| 工业互联网安全平台 | 2022年 | 工业领域行为分析、内容检测、风险预测、攻击推演等基础技术能力平台。 | 工业防火墙、工业监测审计、工业态势感知等面向工业领域的安全产品。 |

来源: 公司 2022 年半年报, 国金证券研究所

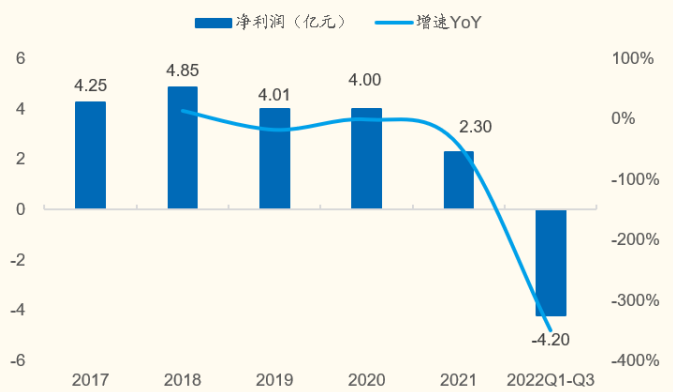
- **安全业务收入持续增长, 新业务规模化效果显现。**公司 2021 年实现收入约 33.52 亿元, 若不考虑 2020 年的电力电缆和铜线业务, 收入同比增长约 18.33%, 归母净利润有所下滑, 主要由于公司在数据安全、云业务等新方向和车联网、工业互联网等新场景业务加大投入并且深耕行业、渠道拓展, 2021 年公司在网络安全业务上的研发费用同比增加 47.35%, 销售费用同比增加 33.56%, 此外芯片等硬件产品原材料涨价以及毛利率较低的信创业务和云业务占比进一步增加也对公司利润端产生了一定的影响。公司 2022 年前三季度实现收入 14.63 亿元, 同比增长 5.25%, 归母净利润-4.20 亿元, 亏损幅度同比有所扩大。收入增速放缓主要系疫情影响了公司订单的签订和项目实施, 此外报告期内公司期间费用合计同比增加 16.22%, 高于收入增速进而导致利润端亏损幅度同比有所扩大。
- 值得注意的是, 随着近些年公司收入体量的不断扩大, 公司收入增速有所下滑, 但 2021 年公司收入增速相比 2020 年(剔除电力电缆和铜线业务)有所提升, 我们认为公司大数据、云计算等新业务规模化效应开始显现, 后续将成为驱动公司业绩提升的强大引擎。

图表 22: 公司 2021 年收入增速迎来拐点



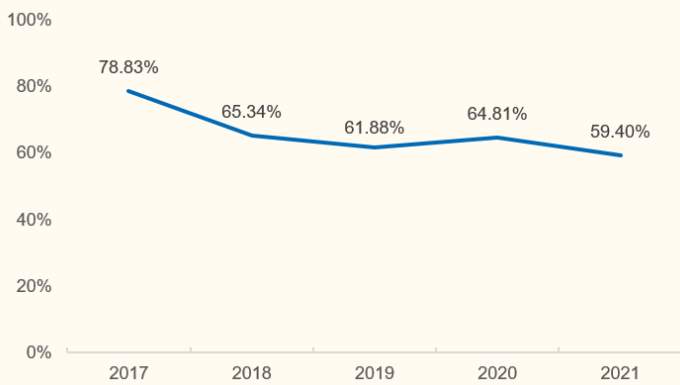
来源: Wind, 国金证券研究所 (历史年份剔除电力电缆和铜线业务)

图表 23: 2021 年至今净利润有所下滑



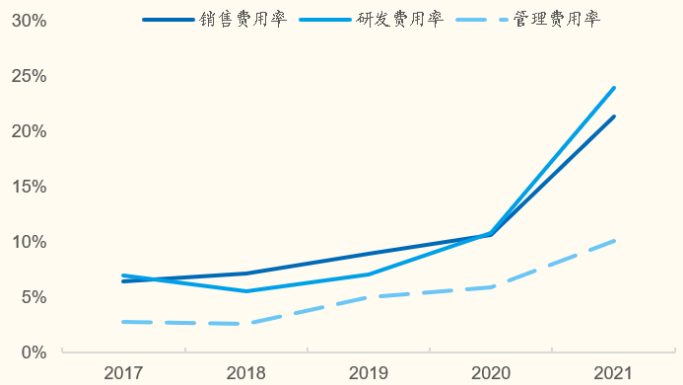
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 公司毛利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 公司费用率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

- 连续四年发布股权激励, 促进员工与公司长期成长价值的深度绑定。自 2019 年以来, 公司连续四年发布股权激励。在 2022 年的股权激励计划中, 公司拟向激励对象授予股票期权约 7127 万份, 占总股本的 6.01%。网络安全行业人才壁垒较高, 公司持续多年的激励机制有利于保持核心技术团队的稳定性, 强化公司长期竞争优势, 确保公司战略和长期经营目标的实现。

图表 26: 公司连续四年发布股权激励

| 年份 | 种类 | 详细方案 |
|--------|--------------------|--|
| 2019 年 | 2019 年限制性股票及股票期权计划 | 限制性股票: 授予数量约 2975 万股, 占总股本的 2.59%, 行权价格 6.51 元/股; 股票期权: 授予数量约 2994 万份, 占总股本的 2.61%, 行权价格 13.01 元/份 |
| 2020 年 | 2020 年限制性股票及股票期权计划 | 限制性股票: 授予数量约 1150 万股, 占总股本的 0.99%, 行权价格 11.98 元/股; 股票期权: 授予数量 699 万份, 占总股本的 0.6%, 行权价格为 17.96 元/份 |
| 2021 年 | 2021 年限制性股票及股票期权计划 | 限制性股票: 授予数量约 251 万股, 占总股本的 0.21%, 行权价格 9.75 元/股; 股票期权: 授予数量 383 万份, 占总股本的 0.32%, 行权价格 14.62 元/份 |
| 2022 年 | 2022 年股票期权计划 | 股票期权: 授予数量约 7127 万份, 占总股本的 6.01%, 行权价格 9.65 元/份 |

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

核心假设

1) 营收&毛利:

- **基础安全产品业务:** 公司产品体系丰富,在防火墙领域连续 22 年市占率第一,昆仑系列信创产品体系完善,在信创产品入围中保持品类与型号数量领先。在信创加速向全行业应用的背景下,预计公司基础安全产品业务将平稳增长,我们预计公司该业务 2022-2024 年的增速分别为 13.02%、13.13%、13.22%。2021 年公司该业务毛利率有所下滑系公司安全集成类项目收入占比有所提升,随着后续公司对集成类项目控制力度的加大,毛利率有望回归正常区间,预计该业务 2022-2024 年的毛利率分别为 59.08%、59.08%、59.08%。
- **安全服务业务:** 在云化、智能化、线上化的背景下,安全服务重视程度不断提升,安全服务市场呈现持续增长态势,我们预计公司该业务 2022-2024 年的增速分别为 23.87%、23.12%、22.88%,随着安全服务业务规模的扩大,对应的人力成本将有所提升,预计该业务 2022-2024 年的毛利率分别为 60.85%、60.85%、60.85%。
- **云计算与云安全业务:** 该业务是公司近年来发展的新业务,目前收入体量相对较小,处于快速发展中,参考该业务上半年约 111%的增速水平,我们预计该业务 2022-2024 年的收入增速分别为 74.05%、68.23%、50.73%。云计算相关产品毛利率相对较低,随着后续持续放量,该业务毛利率将有所下滑,预计该业务 2022-2024 年的毛利率分别为 50.5%、49.31%、48.22%。
- **大数据与态势感知业务:** 随着《数据安全法》、《数据出境安全评估办法》等相关政策条例的不断落地,下游客户对数据安全产品的需求将不断提升,我们预计该业务 2022-2024 年的收入增速分别为 22.81%、21.33%、20.56%。态势感知产品的定制化需求相对较高,随着业务规模的扩大,后续毛利率将有所下滑,我们预计该业务 2022-2024 年的毛利率分别为 72.18%、71.09%、70.11%。

2) 研发、销售、管理费用率:

- **研发费用率:** 公司 2021 年剥离电力电缆、铜线等业务后,研发费用率达到 20%以上,预计公司未来仍将在新业务的开拓方面保持一定的研发强度,我们预计公司 2022-2024 年的研发费用率分别为 21.45%、21.12%、20.45%。
- **销售费用率:** 今年以来公司在销售端加大了地市下沉和渠道拓展,以实现标杆产品和新产品的规模化推广,预计 2022 年销售费用率将有所提升,我们预计公司 2022-2024 年的销售费用率分别为 22.88%、21.72%、21.02%。
- **管理费用率:** 预计公司 2022-2024 年的管理费用率分别为 9.71%、9.63%、9.5%。

盈利预测

公司 2022 年前三季度实现收入 14.63 亿元,同比增长 5.25%,收入增速有所放缓,归母净利润-4.20 亿元,亏损幅度同比有所扩大。分季节来看,公司四季度收入占全年收入比例较高,存在明显的季节性收入差异,2021 年单四季度收入占全年收入比例达到约 59%。从费用端来看,预计今年全年保持相对平稳增长,叠加公司三季度部分订单延迟到四季度确认,我们认为公司利润有望在四季度得到充分释放。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 40.41、49.3、59.91 亿元,净利润分别为 3.37、4.24、5.25 亿元,现价对应 43、34、28 倍 PE。

图表 27: 核心估值假设

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入合计 (百万元) | 2456.92 | 2836.40 | 3351.57 | 4041.47 | 4929.71 | 5991.06 |
| yoy | 12.55% | -19.56% | -41.24% | 20.58% | 21.98% | 21.53% |
| 毛利率 | 61.10% | 64.80% | 59.41% | 59.85% | 59.13% | 58.40% |
| 基础安全产品业务 | | | | | | |
| 收入 (百万元) | 2078.46 | 1964.25 | 2251.60 | 2544.76 | 2878.89 | 3259.47 |
| yoy | 33.81% | 12.89% | 14.63% | 13.02% | 13.13% | 13.22% |
| 毛利率 | 61.32% | 61.84% | 55.62% | 59.08% | 59.08% | 59.08% |
| 安全服务业务 | | | | | | |
| 收入 (百万元) | 337.41 | 361.44 | 431.30 | 534.25 | 657.77 | 808.27 |
| yoy | 90.35% | 16.68% | 19.33% | 23.87% | 23.12% | 22.88% |
| 毛利率 | 65.30% | 61.07% | 62.19% | 60.85% | 60.85% | 60.85% |
| 云计算与云安全业务 | | | | | | |
| 收入 (百万元) | — | 180.26 | 276.49 | 481.23 | 809.57 | 1220.27 |
| yoy | — | 6.99% | 53.38% | 74.05% | 68.23% | 50.73% |
| 毛利率 | — | 76.99% | 55.51% | 50.50% | 49.31% | 48.22% |
| 大数据与态势感知业务 | | | | | | |
| 收入 (百万元) | — | 322.14 | 389.06 | 477.80 | 579.72 | 698.91 |
| yoy | — | 62.99% | 20.77% | 22.81% | 21.33% | 20.56% |
| 毛利率 | — | 80.33% | 80.99% | 72.18% | 71.09% | 70.11% |

来源: Wind, 国金证券研究所

投资建议及估值

我们采用市盈率法对公司进行估值, 预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 40.41、49.3、59.91 亿元, 对应 EPS 0.28、0.36、0.44 元/股, 对应 PE 43、34、28 倍。

公司在防火墙领域处于龙头地位, 并且核心安全产品市占率位居市场前列, 公司近年来持续拓展大数据、云业务等新业务领域, 市场空间进一步打开。我们选取深信服、启明星辰、山石网科作为可比公司, 给予 2022 年 48 倍 PE, 2022 年的目标价 13.63 元/股, 给予“增持”评级。

图表 28: 可比公司估值比较 (市盈率法)

| 代码 | 名称 | 股价 (元) | EPS | | | | | PE | | | | |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| | | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 300454.SZ | 深信服 | 119.60 | 1.96 | 0.66 | 0.75 | 1.47 | 2.40 | 126.80 | 291.00 | 159.28 | 81.58 | 49.83 |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 26.56 | 0.86 | 0.92 | 1.03 | 1.31 | 1.65 | 33.92 | 30.92 | 25.91 | 20.33 | 16.12 |
| 688030.SH | 山石网科 | 22.65 | 0.33 | 0.42 | 0.61 | 0.90 | 1.26 | 113.10 | 70.78 | 37.10 | 25.09 | 17.91 |
| 中位数 | | | | | | | | 113.10 | 70.78 | 37.10 | 25.09 | 17.91 |
| 002212.SZ | 天融信 | 12.22 | 0.34 | 0.19 | 0.28 | 0.36 | 0.44 | 61.53 | 98.84 | 42.96 | 34.19 | 27.59 |

来源: Wind, 国金证券研究所 (截至 2022 年 11 月 18 日)

4. 风险提示

■ 网络安全市场竞争加剧风险

近年来，网络安全市场竞争加剧，大量专攻细分领域的网络安全厂商不断涌入，可能对公司核心安全产品的市占率造成一定程度的冲击，公司市场份额可能有所下滑。

■ 云计算、大数据等新业务拓展不及预期

公司新拓展的云业务。大数据等新业务目前保持快速增长，但是要考虑到在这些领域的竞争对手不但包括众多的网络安全厂商，还包括众多的头部云厂商。若相关技术研发进展不及预期、不能形成差异化优势，公司新业务后续的拓展可能会受到一定程度的影响。

■ 信创向全行业拓展进度不及预期

目前信创整体节奏从党政向全行业加速拓展，但是要注意到，像金融、医疗等一些行业的数据敏感度相对较高，核心系统、软件的替换需要保证安全性，业务的稳态不中断等多个条件，信创节奏可能会有所放缓，从而对公司的国产化业务产生一定影响。

■ 限售股解禁风险

公司有 169.05 万股股权激励限售股份于 2022 年 11 月 11 日上市流通，占解禁前流通股的 0.14%，占解禁后流通股的 0.14%，占总股本的 0.14%，该解禁事项可能对公司股价表现产生影响。

■ 股东减持/被动平仓风险

自 2020 年公司剥离电缆业务以来，南洋股份创始人郑钟南陆续减持至 7.11%，但仍为公司第一大股东，后续存在一定的减持风险。此外，持有公司 6.24% 股份的第二大股东明泰汇金资本投资有限公司于 2021 年 3 月因为第三方主体的债务提供保证担保，所持公司股份被司法冻结，后续存在一定的被动平仓风险。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 主营业务收入 | 7,091 | 5,704 | 3,352 | 4,041 | 4,930 | 5,991 | 货币资金 | 719 | 1,383 | 914 | 1,292 | 1,408 | 1,649 |
| 增长率 | | -19.6% | -41.2% | 20.6% | 22.0% | 21.5% | 应收款项 | 1,852 | 2,702 | 3,120 | 3,179 | 3,382 | 3,599 |
| 主营业务成本 | -5,199 | -3,573 | -1,360 | -1,623 | -2,015 | -2,492 | 存货 | 1,023 | 431 | 509 | 635 | 739 | 848 |
| %销售收入 | 73.3% | 62.6% | 40.6% | 40.2% | 40.9% | 41.6% | 其他流动资产 | 710 | 506 | 114 | 176 | 202 | 232 |
| 毛利 | 1,892 | 2,131 | 1,991 | 2,419 | 2,915 | 3,499 | 流动资产 | 4,304 | 5,023 | 4,657 | 5,282 | 5,730 | 6,328 |
| %销售收入 | 26.7% | 37.4% | 59.4% | 59.8% | 59.1% | 58.4% | %总资产 | 38.7% | 44.4% | 40.2% | 42.4% | 43.7% | 45.5% |
| 营业税金及附加 | -34 | -37 | -35 | -42 | -52 | -63 | 长期投资 | 1,043 | 698 | 902 | 983 | 1,048 | 1,118 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.6% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 固定资产 | 560 | 288 | 383 | 433 | 474 | 520 |
| 销售费用 | -640 | -612 | -719 | -925 | -1,071 | -1,259 | %总资产 | 5.0% | 2.5% | 3.3% | 3.5% | 3.6% | 3.7% |
| %销售收入 | 9.0% | 10.7% | 21.4% | 22.9% | 21.7% | 21.0% | 无形资产 | 5,146 | 5,255 | 5,482 | 5,555 | 5,632 | 5,713 |
| 管理费用 | -354 | -339 | -337 | -392 | -475 | -569 | 非流动资产 | 6,810 | 6,301 | 6,939 | 7,186 | 7,376 | 7,580 |
| %销售收入 | 5.0% | 5.9% | 10.1% | 9.7% | 9.6% | 9.5% | %总资产 | 61.3% | 55.6% | 59.8% | 57.6% | 56.3% | 54.5% |
| 研发费用 | -502 | -614 | -803 | -867 | -1,041 | -1,225 | 资产总计 | 11,114 | 11,324 | 11,596 | 12,467 | 13,106 | 13,908 |
| %销售收入 | 7.1% | 10.8% | 24.0% | 21.5% | 21.1% | 20.5% | 短期借款 | 456 | 5 | 40 | 45 | 50 | 55 |
| 息税前利润 (EBIT) | 361 | 530 | 97 | 192 | 277 | 382 | 应付款项 | 1,004 | 927 | 1,212 | 1,252 | 1,429 | 1,641 |
| %销售收入 | 5.1% | 9.3% | 2.9% | 4.8% | 5.6% | 6.4% | 其他流动负债 | 619 | 705 | 744 | 778 | 853 | 962 |
| 财务费用 | -25 | -16 | 8 | 20 | 26 | 30 | 流动负债 | 2,078 | 1,637 | 1,997 | 2,075 | 2,331 | 2,658 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | -0.2% | -0.5% | -0.5% | -0.5% | 长期贷款 | 0 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -68 | -134 | -106 | -137 | -145 | -157 | 其他长期负债 | 130 | 79 | 121 | 109 | 101 | 96 |
| 公允价值变动收益 | 59 | 53 | 53 | 60 | 62 | 64 | 负债 | 2,208 | 1,730 | 2,117 | 2,184 | 2,433 | 2,754 |
| 投资收益 | -11 | -21 | 17 | 19 | 21 | 23 | 普通股股东权益 | 8,896 | 9,586 | 9,477 | 10,281 | 10,669 | 11,146 |
| %税前利润 | n.a | n.a | 6.4% | 5.1% | 4.4% | 3.9% | 其中：股本 | 1,158 | 1,172 | 1,186 | 1,185 | 1,185 | 1,185 |
| 营业利润 | 473 | 579 | 280 | 374 | 470 | 582 | 未分配利润 | 1,965 | 2,438 | 2,620 | 2,933 | 3,321 | 3,799 |
| 营业利润率 | 6.7% | 10.1% | 8.4% | 9.2% | 9.5% | 9.7% | 少数股东权益 | 10 | 8 | 2 | 3 | 5 | 8 |
| 营业外收支 | -1 | -4 | -19 | 2 | 3 | 4 | 负债股东权益合计 | 11,114 | 11,324 | 11,596 | 12,467 | 13,106 | 13,908 |
| 税前利润 | 472 | 574 | 261 | 376 | 473 | 586 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 6.7% | 10.1% | 7.8% | 9.3% | 9.6% | 9.8% | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | -69 | -177 | -35 | -38 | -47 | -59 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 14.6% | 30.9% | 13.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 每股收益 | 0.346 | 0.341 | 0.194 | 0.284 | 0.357 | 0.443 |
| 净利润 | 403 | 397 | 226 | 338 | 426 | 528 | 每股净资产 | 7.679 | 8.180 | 7.992 | 8.675 | 9.003 | 9.406 |
| 少数股东损益 | 2 | -4 | -4 | 1 | 2 | 3 | 每股经营现金净流 | 0.632 | 0.174 | 0.143 | 0.138 | 0.341 | 0.480 |
| 归属于母公司的净利润 | 401 | 400 | 230 | 337 | 424 | 525 | 每股股利 | 0.000 | 0.040 | 0.020 | 0.020 | 0.030 | 0.040 |
| 净利率 | 5.7% | 7.0% | 6.9% | 8.3% | 8.6% | 8.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 4.51% | 4.17% | 2.43% | 3.28% | 3.97% | 4.71% |
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 | 3.61% | 3.53% | 1.98% | 2.70% | 3.23% | 3.77% |
| 净利润 | 403 | 397 | 226 | 338 | 426 | 528 | 投入资本收益率 | 3.26% | 3.79% | 0.88% | 1.67% | 2.31% | 3.06% |
| 少数股东损益 | 2 | -4 | -4 | 1 | 2 | 3 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 210 | 277 | 292 | 255 | 293 | 327 | 主营业务收入增长率 | 12.55% | -19.56% | -41.24% | 20.58% | 21.98% | 21.53% |
| 非经营收益 | -44 | -61 | -98 | -119 | -88 | -93 | EBIT增长率 | -33.97% | 46.73% | -81.67% | 98.12% | 43.83% | 38.19% |
| 营运资金变动 | 163 | -409 | -251 | -311 | -226 | -192 | 净利润增长率 | -17.37% | -0.21% | -42.52% | 46.56% | 25.66% | 23.90% |
| 经营活动现金净流 | 733 | 204 | 170 | 163 | 404 | 569 | 总资产增长率 | 11.72% | 1.89% | 2.40% | 7.51% | 5.13% | 6.12% |
| 资本开支 | -219 | -334 | -517 | -239 | -265 | -295 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -454 | 687 | 715 | -21 | -3 | -6 | 应收账款周转天数 | 75.1 | 84.3 | 165.0 | 222.0 | 214.0 | 203.0 |
| 其他 | 4 | 21 | -296 | 19 | 21 | 23 | 存货周转天数 | 64.8 | 74.3 | 126.1 | 145.0 | 138.0 | 130.0 |
| 投资活动现金净流 | -669 | 374 | -99 | -241 | -247 | -278 | 应付账款周转天数 | 27.7 | 58.7 | 215.9 | 225.0 | 213.0 | 203.0 |
| 股权募资 | 194 | 179 | 182 | 490 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 28.7 | 13.7 | 24.9 | 39.1 | 35.1 | 31.7 |
| 债权募资 | -312 | -66 | -29 | 6 | 6 | 6 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -26 | -21 | -700 | -27 | -38 | -49 | 净负债/股东权益 | -8.35% | -18.39% | -9.22% | -12.13% | -12.72% | -14.29% |
| 筹资活动现金净流 | -145 | 92 | -547 | 470 | -32 | -43 | EBIT利息保障倍数 | 14.6 | 32.5 | -12.3 | -9.7 | -10.7 | -12.7 |
| 现金净流量 | -81 | 667 | -476 | 392 | 126 | 248 | 资产负债率 | 19.87% | 15.28% | 18.26% | 17.52% | 18.56% | 19.80% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 13 | 14 | 28 | 45 |
| 增持 | 1 | 4 | 5 | 6 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 2.00 | 1.24 | 1.26 | 1.18 | 1.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402