网安新思维，聚焦新赛道

买入|首次推荐

报告要点：

- **面向政企客户的网络安全国家队，营业收入高速增长**

公司成立于 2014 年，已经成长为网络安全行业的领军企业，专门为政府、军队、企业、教育、金融等机构和组织提供企业级网络安全技术、产品和服务。2019 年 5 月，中国电子战略入股，公司成功跻身“国家队”。2017-2019 年，公司营业收入呈现高增长态势，CAGR 达到 95.98%，显著高于同业公司。由于研发和营销体系的高投入，目前仍处于亏损状态。根据公司招股说明书，公司预计在收入达到 44-46 亿元时可实现盈亏平衡。

- **网络安全市场高景气快速成长，新赛道新机遇不断涌现**

受信息技术飞速发展和相关政策驱动，网络安全产业处于加速迭代创新的时期，各细分赛道精彩纷呈。我国把网络安全提升到国家安全战略高度，《网络安全法》、等保 2.0 等一系列法律法规和政策，为行业的发展营造了良好的环境。根据赛迪咨询的数据，2019-2021 年我国网络安全市场规模 CAGR 有望达到 23.24%，远超全球 9.10%的增速。公司董事长齐向东先生在 BCS 2020 上预测 2030 年的市场规模将是 2019 年的 10 倍，超过 6,000 亿元。

- **重金打造核心竞争力，为公司持续快速成长及盈利奠定坚实基础**

1）研发创新投入行业领先：公司 2017-2019 年研发投入合计占营业收入比重高达 41.54%，公司基于内生安全等安全理念，聚焦新赛道产品研发，重点建设四大研发平台，规模效应逐步显现。**2）产品与服务全面覆盖：**公司已形成包括终端安全、态势感知等在内的完整网络安全产品及服务体系，是入围安全牛第七版网络安全行业全景图细分领域最多的企业，作为终端安全市场的领跑者，市场份额由 2018 年的 22.9%提升到 2019 年的 23.5%。**3）用户与渠道优势突出：**公司长期覆盖优质政企客户，积累了深厚的产品、服务和交付经验以及品牌优势。公司 2019 年经销收入占比达 68.54%，过去两年经销商平均销售额 CAGR 达 71.53%，渠道建设处于行业领先水平。

- **投资建议与盈利预测**

公司选择了高研发投入的发展模式，致力于建设四大研发平台、积极布局新赛道产品，未来成长空间广阔。预计公司 2020-2022 年营业收入为 43.16、60.15、82.55 亿元，归母净利润为-1.48、0.77、5.42 亿元，EPS 为-0.22、0.11、0.80 元/股。不考虑低毛利业务（硬件及其他）的价值，预计公司 2021 年高毛利业务收入为 48.06 亿元，给予 20 倍的目标 PS，对应目标市值为 961.2 亿元，目标价为 141.43 元，首次推荐，给予“买入”评级。

- **风险提示**

新冠疫情影响；政策推进不及预期；新赛道产品拓展不及预期；商誉减值。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,816.77	3,154.13	4,316.20	6,014.52	8,254.82
收入同比(%)	121.22	73.61	36.84	39.35	37.25
归母净利润(百万元)	-871.76	-494.94	-148.32	76.74	541.72
归母净利润同比(%)	-38.41	43.22	70.03	151.74	605.94
ROE(%)	-20.29	-9.85	-1.44	0.74	4.96
每股收益(元)	-1.28	-0.73	-0.22	0.11	0.80
市盈率(P/E)	-83.25	-146.63	-489.32	945.78	133.97

资料来源：Wind，国元证券研究中心

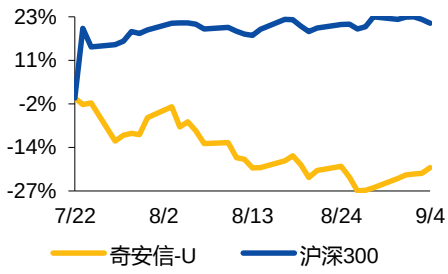
当前价/目标价：106.79 元/141.43 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	133.55 / 97.77
A 股流通股（百万股）：	69.24
A 股总股本（百万股）：	679.62
流通市值（百万元）：	7393.82
总市值（百万元）：	72576.19

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师　耿军军

执业证书编号　S0020519070002

电话　021-51097188-1856

邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南

邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1.快速成长中的网络安全龙头 4
1.1 网络安全行业领军者，跻身国家队行列 4
1.2 营业收入快速增长，高投入致短期亏损 7
1.3 主要产品全覆盖，拓展规划与运行服务 9
1.3.1 网络安全产品 9
1.3.2 网络安全服务 11
1.3.3 硬件及其他 12
2.行业快速发展，新赛道潜力大 13
2.1 网络安全技术加速创新，各细分领域有望迎爆发 13
2.2 国内市场增速远超全球，新兴赛道机会不断涌现 16
3.高研发布局新赛道，聚焦优质政企客户 21
3.1 贯彻安全理念，坚持研发创新 21
3.2 产品全面覆盖，新赛道高增长 23
3.3 用户规模优势，渠道能力突出 25
4.盈利预测与投资建议 28
5.风险提示 32

图表目录

图 1：发展历程 4
图 2：股权演变情况 5
图 3：股权结构 6
图 4：公司一级子公司结构 6
图 5：营业收入及毛利率情况（单位：亿元） 7
图 6：终端客户营业收入占比情况 7
图 7：归母净利润情况（单位：百万元） 8
图 8：期间费用率情况 8
图 9：研发投入情况 9
图 10：研发人员发展情况 9
图 11：公司网络安全产品体系 10
图 12：公司网络安全服务体系 12
图 13：网络安全行业发展的基本逻辑 13
图 14：网络安全产业链及特征 15
图 15：全球网络安全市场规模、增速及预测 17
图 16：2018 年全球网络安全市场构成（单位：亿美元） 17
图 17：中国网络信息安全市场规模、增速及预测 17
图 18：中国网络信息安全市场结构及预测 17
图 19：中国大数据安全市场规模、增速及预测 18
图 20：中国云安全市场规模、增速与预测 18

图 21：中国物联网安全市场规模、增速及预测 18
图 22：中国工业互联网安全市场规模、增速与预测 18
图 23：2018 年中国终端安全市场份额 20
图 24：2019 年中国终端安全市场份额 20
图 25：网络安全态势感知能力图 20
图 26：公司创新安全理念框架 21
图 27：支撑业务和客户的技术平台和能力中心 22
图 28：公司产品与服务体系 24
图 29：公司态势感知平台各产品收入及增速（单位：万元） 25
图 30：2019 年公司各行业收入与 2017-2019 年 CAGR 25
图 31：公司渠道销售模式 26
图 32：公司上市以来 PS-Band 31

表 1：主要产品与服务收入结构分析（单位：百万元） 8
表 2：行业内主要公司经营情况（单位：百万元） 9
表 3：公司软件及软硬一体代表性产品形态 11
表 4：网络安全领域近年来部分政策汇总 14
表 5：网络安全行业进入壁垒较高 16
表 6：部分国内网络安全厂商基本情况 19
表 7：公司 IPO 发行募集资金拟投项目 22
表 8：网络安全行业各公司业务布局与特点 23
表 9：公司产品及解决方案在各行业的实践案例 26
表 10：2017-2019 年公司收入按销售模式分类构成情况（单位：亿元） 27
表 11：2017-2019 年公司经销商数量与销售额情况 27
表 12：公司收入拆分（单位：百万元） 29
表 13：可比公司估值情况 30
表 14：可比公司销售净利率情况 30

1.快速成长中的网络安全龙头

1.1 网络安全行业领军者，跻身国家队行列

奇安信科技集团股份有限公司成立于 2014 年，专注于网络空间安全市场，向政府、企业等客户提供新一代企业级网络安全产品和服务。凭借持续的研发创新和以实战攻防为核心的安全能力，公司已发展成为国内领先的基于大数据、人工智能和安全运营技术的网络安全供应商。公司的愿景是“成为全球第一的网络安全公司”。

图 1：发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

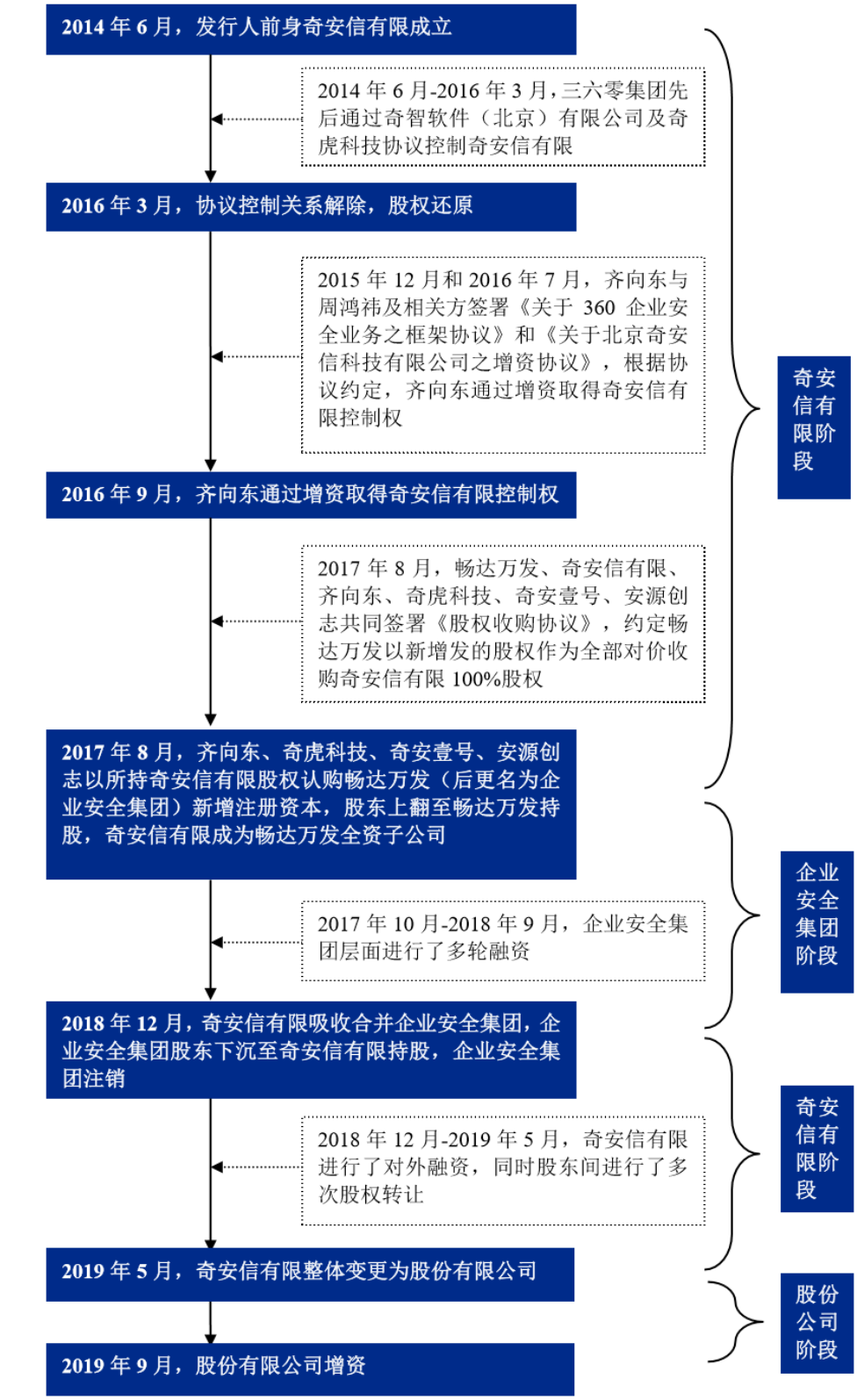
公司面向新型基础设施建设、面向数字化业务，运用系统工程的方法论，结合“内生安全”思想，将新一代网络安全框架作为顶层设计指导，以“数据驱动安全”为技术理念、以打造网络安全颠覆性和非对称性能力为目标、以“人+机器”协同运营为手段，创建了面向万物互联时代的网络安全协同联动防御体系。针对云计算、大数据、物联网、移动互联网、工业互联网和 5G 等新技术下产生的新业态、新业务和新场景，为政府与企业等用户提供全面、有效的网络安全解决方案。

公司作为新一代网络安全行业的领军者，在市场竞争中脱颖而出：

- **收入最大：**2019 年，公司实现营业收入 31.54 亿元，位居业内第一；
- **增速最快：**2017-2019 年，公司营业收入 CAGR 达 95.98%；
- **规模最大：**根据公司资料，目前公司员工人数超 7,000 人，规模位居行业第一；
- **产品最全：**入围安全牛第七版网络安全行业全景图细分领域最多的企业；

■ **投入最多：**公司技术研发投入、专利数量以及技术先进性行业领先。

图 2：股权演变情况

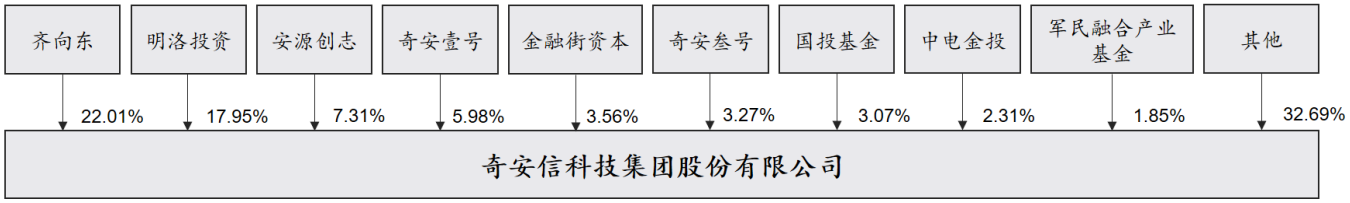


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据公司上市公告书，截至 2020 年 7 月 21 日，齐向东先生直接持有公司 22.01%的股份，通过其控制的安源创志、奇安叁号间接控制公司 10.58%的股份，合计控制公司 32.59%的股份，为控股股东、实际控制人。齐向东先生现任公司董事长，历任新华社通信技术局副局长、3721 公司总经理、雅虎中国区副总裁、三六零集团创始人及总裁，对网络信息安全产业有深刻的理解，有望带领公司不断取得新的突破。

2019 年 5 月 10 日，中国电子与公司签署战略合作协议，以 37.31 亿元战略入股。根据公司上市公告书，截至 2020 年 7 月 21 日，中国电子合计控制公司 20.26%的股权。公司成功跻身“国家队”行列，在未来发展中，国资股东背景有望使公司持续受益。

图 3：股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

截至 2020 年 4 月 29 日，公司及下属公司共拥有 56 家控股公司、26 家参股公司、11 家分公司，分散于全国各大省市，分布较为广泛。

图 4：公司一级子公司结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

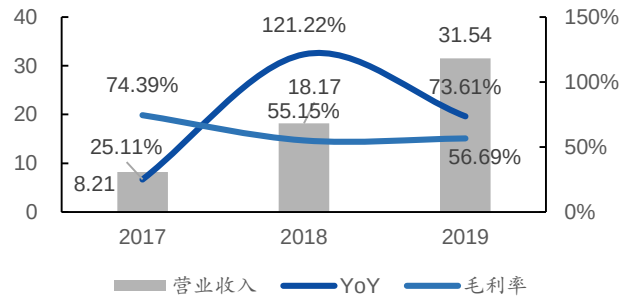
1.2 营业收入快速增长，高投入致短期亏损

近几年，公司呈现快速发展的势头。2019 年，公司实现营业收入 31.54 亿元，同比增长 73.61%。公司收入快速增长的主要原因是：1）产业规模扩大：我国整体信息化水平持续提升，国内网络安全产品及服务的需求持续增长；2）新赛道高增长：公司研发了众多大数据、云计算等前沿领域的新一代网络安全产品和服务，在网络安全的新兴领域更具竞争力，取得了比传统网络安全市场更大的市场份额；3）标杆客户认可：公司在安全服务和技术人员规模方面存在竞争优势，有效推动网络安全全方位能力的落地，赢得了监管部门、部委、央企等标杆客户对公司品牌和能力的认可，具有辐射效应；4）渠道合作成效显著：公司与渠道商的合作促进各领域网络安全产品及服务客户数量和销售收入持续增长。

2017-2019 年，公司主营业务毛利率分别为 74.39%、55.15%和 56.69%，呈下降趋势，主要原因是硬件及其他业务占比提升。2017-2019 年，公司硬件及其他业务毛利率分别为 4.92%、1.36%和 3.18%，业务收入分别为 0.21 亿元、3.90 亿元和 6.87 亿元，占主营业务收入的比重分别为 2.67%、21.72%和 21.83%。由于在进行系统集成性质的网络安全业务时需要大量采购第三方硬件等产品，该等第三方硬件的市场较为成熟、价格相对透明，因此毛利率较低。

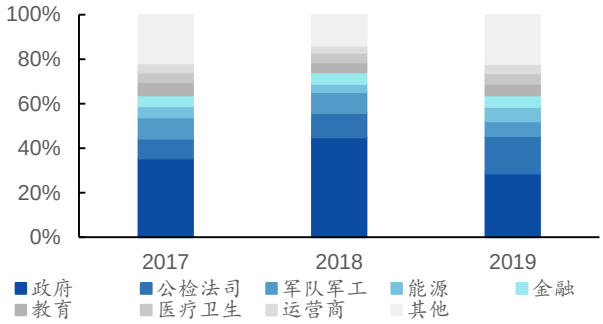
从终端客户结构来看，“党政军”（政府、公检法司、军队军工）为公司第一大收入来源，过去三年占公司主营业务收入的比例均超 50%。近年来，这几类行业客户网络安全需求持续加大，主要原因是：信息化投资加大、安全威胁加剧、网络安全监管趋严等。此类客户多为预算管理与集中采购制度，因此公司收入存在明显的季节性特征。2017-2019 年，公司第四季度收入占全年收入比例为别为 52.04%、60.92%和 54.51%。

图 5：营业收入及毛利率情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 6：终端客户营业收入占比情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

从产品类型来看，网络安全产品为公司收入的主要来源，2017-2019 年 CAGR 为 76.63%。2019 年，网络安全产品销售收入为 20.95 亿元，占营业收入比为 66.51%，同比增长 76.71%，三大类产品均取得较快发展：1）基础架构安全产品占主营业务收入比重为 4.49%，2017-2019 年 CAGR 达 120.01%；2）新一代 IT 基础设施防护产品占主营业务收入的比重为 43.26%，2017-2019 年 CAGR 达 66.80%；3）大数据智能安全检测与管控产品占主营业务收入的比重为 18.76%，2017-2019 年 CAGR 达 96.85%。

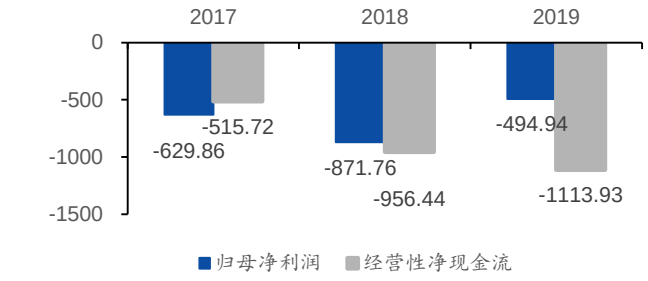
表 1：主要产品与服务收入结构分析（单位：百万元）

业务	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	YoY	金额	占比	YoY	金额	占比	YoY
网络安全产品	671.37	83.44%	-	1,185.32	66.04%	76.55%	2,094.59	66.51%	76.71%
基础架构安全产品	*29.19*	*3.63%*	-	*60.52*	*3.37%*	*107.35%*	*141.27*	*4.49%*	*133.44%*
新一代 IT 基础设施防护产品	*489.70*	*60.86%*	-	*804.88*	*44.84%*	*64.36%*	*1,362.41*	*43.26%*	*69.27%*
大数据智能安全检测与管控产品	*152.49*	*18.95%*	-	*319.92*	*17.82%*	*109.79%*	*590.91*	*18.76%*	*84.71%*
网络安全服务	111.77	13.89%	-	219.75	12.24%	96.62%	367.32	11.66%	67.15%
硬件及其他	21.48	2.67%	-	389.86	21.72%	1,714.71%	687.42	21.83%	76.32%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

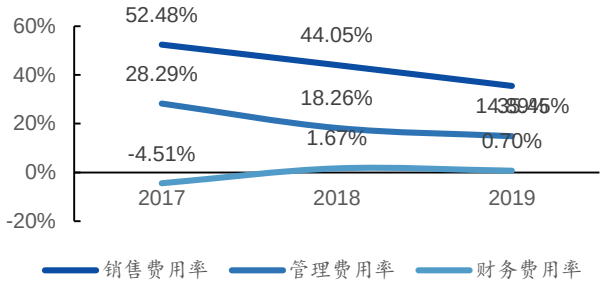
公司处于快速成长时期，销售及研发费用增长较快，目前尚未实现盈利。2017-2019 年，公司销售费用分别为 4.31 亿元、8.00 亿元和 11.18 亿元，CAGR 达 61.07%。由于营业收入增幅高于销售费用，销售费用率不断降低，分别 52.48%、44.05%和 35.45%。销售费用的快速增长主要原因是：1）品牌快速推广，提高公司市占率：公司加大市场拓展投入，销售人员数量持续增加；2）建立覆盖全国的应急响应服务体系：公司投入大量资金在全国各地设立应急响应团队，以形成公司大规模服务能力。我们认为，随着前期铺开的销售体系与应急响应服务体系建设的逐渐完成，规模效应将逐步显现，公司销售费用的增速有望放缓。

图 7：归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：期间费用率情况



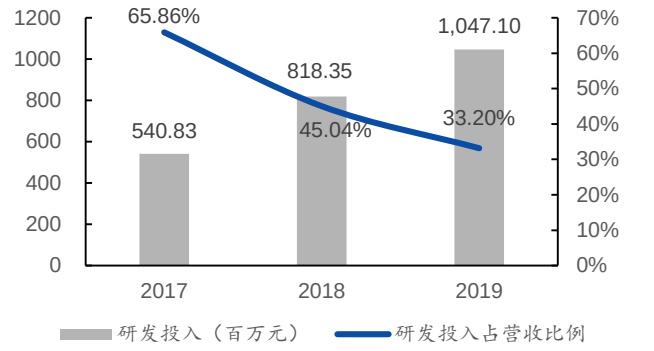
资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司 2017-2019 年研发投入合计 24.06 亿元，占累计营业收入比例达 41.54%。2019 年，公司研发投入为 10.47 亿元，同比增长 27.95%。2017-2019 年，公司研发投入 CAGR 达 39.14%，增速低于营业收入的增速。公司以技术立业，始终将产品视为核心竞争力，非常重视研发投入：1）公司重点建设了四大研发平台（鲲鹏网络操作平台、诺亚大数据操作平台、雷尔可视化操作平台、锡安云控操作平台），将核心技术能力平台化、模块化输出，有望极大降低未来新产品的研发成本及研发周期。2）公司目前核心产品为网络安全领域新赛道产品（泛终端、新边界、大数据和云计算等安全防护产品），开发这些产品要采用大量新技术，对研发人员能力要求高，投入高于传统网络安全公司的研发投入。

2019 年底，公司研发人员有 2,591 人，占员工总数的 37.58%。2017-2019 年，公司研发人员数量从 1,541 人持续增长至 2,591 人，CAGR 达 29.67%。公司在漏洞能力、攻击渗透、情报能力以及 API 能力方面均拥有规模与能力业内领先的技术团

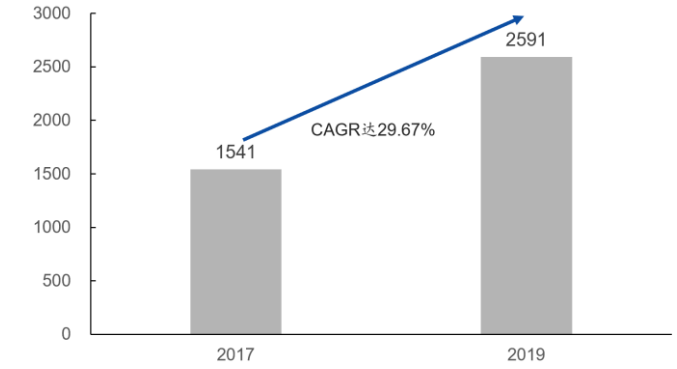
队，强大的人才支撑是公司在研发平台以及新产品的创新研发过程的强劲动力。

图 9：研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 10：研发人员发展情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

公司研发与销售投入行业大幅领先，驱动 2017-2019 年营业收入增速大幅超越行业平均水平。2017-2019 年，公司研发投入累计占营业收入比达 41.54%，显著高出行业同类公司的水平；销售费用累计占营业收入比 40.56%，高出行业平均水平 8.58pct，较高的研发、销售投入水平使得公司营业收入增速明显高于同业。我们认为，伴随着公司收入规模的快速增长，费用率有望逐步下降，公司有望在近两年实现盈亏平衡。

表 2：行业内主要公司经营情况（单位：百万元）

公司	营业收入		三年研发费用累计	三年销售费用累计	归母净利润		
	2019 年	2017-2019CAGR	占营业收入比例	占营业收入比例	2017 年	2018 年	2019 年
启明星辰	3,089.50	16.44%	20.19%	23.77%	451.89	568.95	688.28
深信服	2,843.72	36.83%	23.43%	35.45%	573.52	603.28	758.90
绿盟科技	1,671.09	15.39%	19.25%	35.69%	152.37	168.07	226.51
安恒信息	944.03	48.10%	22.61%	32.55%	52.14	76.87	92.22
山石网科	674.57	20.70%	28.51%	32.45%	60.05	68.91	91.05
平均	**1,844.58**	**27.49%**	**22.80%**	**31.98%**	**257.99**	**297.22**	**371.39**
奇安信	**3,154.13**	**95.98%**	**41.54%**	**40.56%**	**-629.86**	**-871.76**	**-494.94**

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3 主要产品全覆盖，拓展规划与运行服务

公司专注于政企网络安全市场，主营业务为向政府、企业客户提供新一代企业级网络安全产品和服务，业务线主要包括：网络安全产品、网络安全服务、硬件及其他等三部分。

1.3.1 网络安全产品

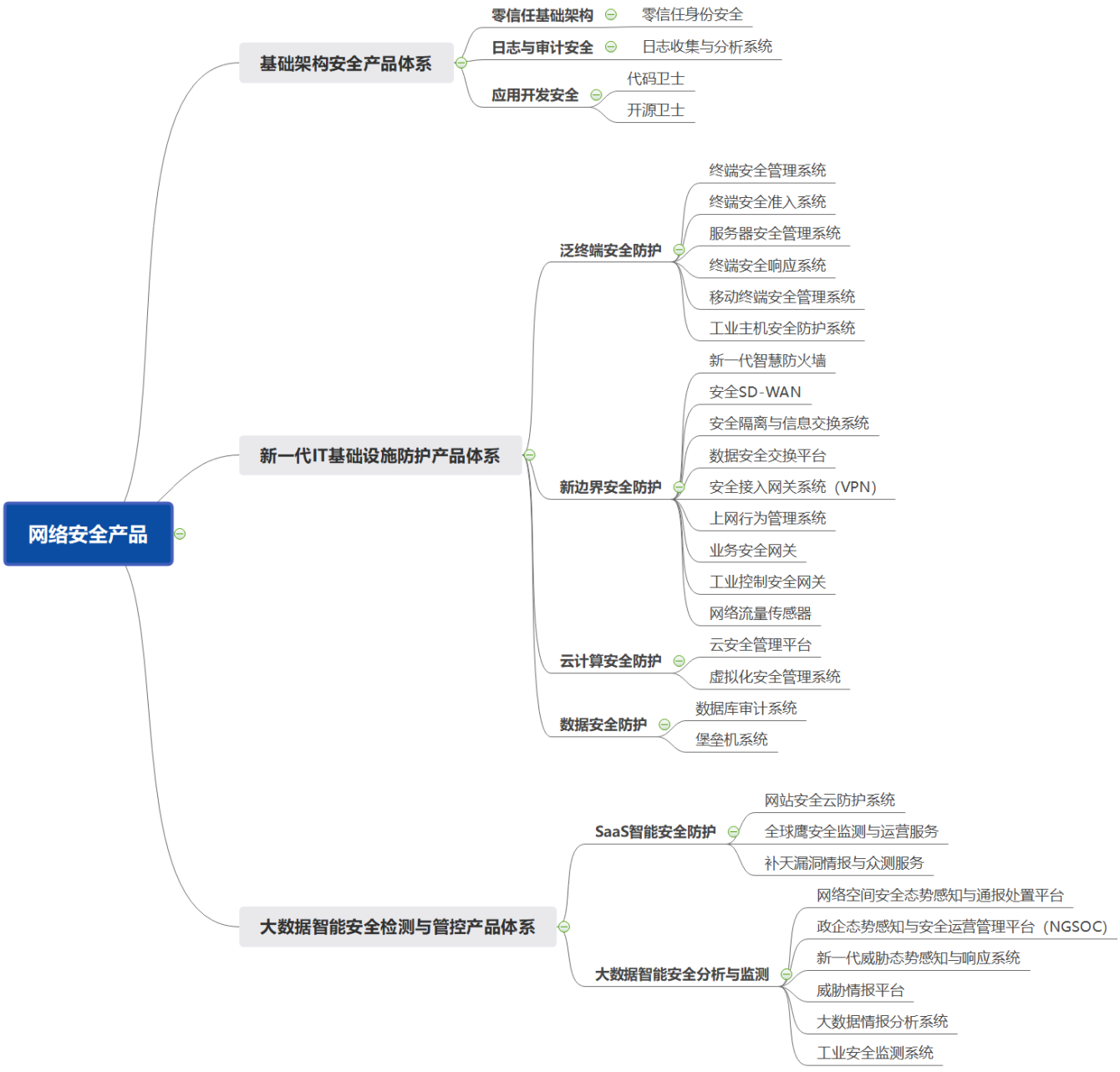
公司的安全产品体系和上信息化的发展和攻防技术的演进相伴相生，产品体系覆盖政企行业网络安全的细分领域，是综合性网络安全产品厂商，具体包括三大类别：

- **基础架构安全产品体系**：围绕身份、行为和应用构建防御体系。包括以身份为中心进行动态访问控制的零信任安全产品、针对行为进行日志与审计安全产品、

应用开发安全产品等；

- **新一代 IT 基础设施防护产品体系**：以泛终端、新边界、云计算、大数据为主要防护对象。包括：泛终端安全防护、新边界安全防护、云计算基础设施安全防护和大数据基础设施安全防护等；
- **大数据智能安全检测与管控产品体系**：采用大数据技术针对威胁进行检测和响应。包括威胁检测、态势感知和安全管理等，充分利用大数据分析与人工智能方法，为客户提供检测、感知、分析、响应等能力。

图 11：公司网络安全产品体系



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司网络安全产品分为纯软件和软硬一体两种形态。软硬一体形态的设备是将软件产品灌装到外购的硬件设备（工控机、服务器等）中形成的，采购的服务器、工控机等均为市场常见硬件设备或配件。

表 3：公司软件及软硬一体代表性产品形态

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	代码卫士		代码卫士	
	零信任身份安全		日志收集与分析系统	
新一代 IT 基础设施防护产品	新一代智慧防火墙		终端安全管理系统	
	安全隔离与信息交换系统		虚拟化安全管理系统	
	安全 SD-WAN		云安全管理平台	
大数据智能安全检测与管控产品	态势感知/NGSOC/威胁感知（天眼）/威胁情报平台		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）	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3.2 网络安全服务

以往国内网络安全厂商的服务主要集中在建设阶段，公司率先拓展规划和运行阶段。

政企客户一般把信息化过程分为规划、建设和运行三个阶段。以往，网络安全服务更多集中在建设过程：1）产品安装、产品售后等；2）为了应对合规检查所开展的系统评估、安全加固等服务。

随着网络安全产业进入安全应用场景爆发期和安全技术整体换代期，客户需求也呈现多样性的爆发。为了在不断完善的安全服务生态中获得更大的位置，公司创新发展了规划阶段的服务——“安全咨询与规划”，运行阶段的服务——“安全分析与响应”。

图 12：公司网络安全服务体系



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3.3 硬件及其他

硬件及其他业务是公司在为政企客户信息化改造等系统集成类项目中为客户配套外采第三方硬件产品（包括电脑、服务器、路由器等），将自身网络安全解决方案适配、整合后，销售给对方的业务。该类业务为网络安全市场上较为成熟的业务，价格较为透明，竞争较为激烈，因此毛利率较低。

硬件及其他业务对公司整体毛利率有一定影响。2017-2019 年，公司主营业务毛利率分别为 74.39%、55.15%、56.69%，呈下降趋势，原因就是毛利率较低的硬件及其他业务收入在 2018 年和 2019 年的增长幅度相对较高。

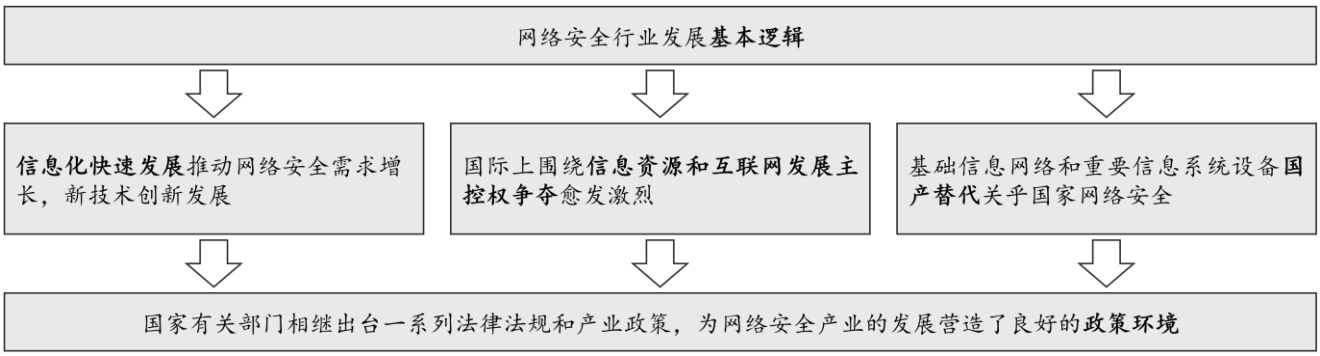
2.行业快速发展，新赛道潜力大

2.1 网络安全技术加速创新，各细分领域有望迎爆发

近年来，国内网络安全产业呈现快速发展的态势，根据我们的分析，其背后的发展逻辑主要包括：

- **信息化快速发展催生大量网络安全需求**：随着经济和社会对信息化依赖程度的日益提高，安全事件频繁发生，政府部门、企业、重点行业在网络安全产品和服务上的投入不断增加。同时，网络安全产品逐步升级，新技术的出现开辟出网络安全市场的新赛道。
- **国际市场的竞争和对抗态势加剧**：近年来，发达国家相继出台网络空间发展战略，给我国信息安全产业带来挑战，推动我国网络安全行业技术、产品以及服务模式的创新升级，提高信息安全防护支撑能力。
- **信创产业发展的内在需求**：2016 年 3 月 4 日，多家从事软硬件关键技术研究、应用和服务的单位发起建立“信息技术应用创新委员会”，信息技术应用创新产业迎来历史性机遇。目前，国内已经形成了以“国产 CPU+基于开源 Linux 的国产操作系统”的自主生态，并将信息基础设备国产化替代沿外围到核心、从特殊部门到消费者市场逐步展开，网络安全建设需求将不断提升，有望为网络安全带来新的市场空间。

图 13：网络安全行业发展的基本逻辑



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

国家相关政策推动和落地有力促进了产业全面快速发展。2014 年 2 月，中央网络安全和信息化领导小组正式成立，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平亲自担任组长，标志着我国已经把网络安全提升到国家安全战略高度。近年来，国家有关部门相继出台了《网络安全法》、《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》、《公共互联网网络安全威胁监测与处置办法》、等保 2.0 等一系列法律法规和产业政策，为网络安全产业的发展营造了良好的政策环境。

表 4：网络安全领域近年来部分政策汇总

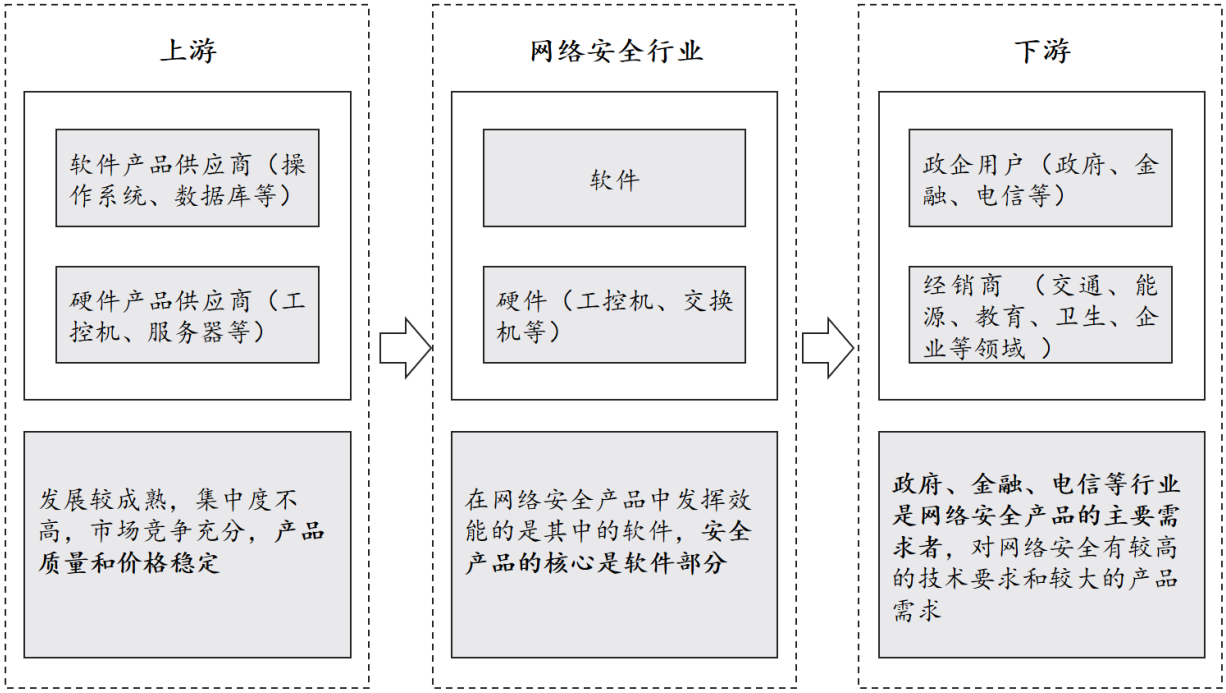
时间	政策名称	颁布单位	主要内容
2020 年 4 月	《网络安全审查办法》	国家互联网信息办公室等 12 部委	关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照《办法》进行网络安全审查。通常情况下，关键信息基础设施运营者应当在与产品和服务提供方正式签署合同前申报网络安全审查。
2019 年 9 月	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	工信部	到 2025 年，培育形成一批年营业收入超过 20 亿的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过 2,000 亿。
2019 年 8 月	《信息安全技术 大数据安全管理指南》	国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会	提出了大数据安全管理基本原则，规定了大数据安全需求、数据分类分级、大数据活动的安全要求、评估大数据安全风险，适用于各类组织进行数据安全管理。
2019 年 6 月	《国家网络安全产业园区发展规划》	工信部	工信部与北京市政府决定建设国家网络安全产业园区。根据规划，到 2020 年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过 1,000 亿元，拉动 GDP 增长超过 3,300 亿元，打造不少于 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业。到 2025 年，依托产业园建成我国网络安全产业“五个基地”。
2019 年 5 月	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全设计技术要求》国家标准	国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会	为了配合《网络安全法》的实施，同时适应新技术（移动互联、云计算、大数据、物联网等）、新应用情况下等保工作的开展，新标准针对共性安全保护需求提出安全通用要求，针对新技术（移动互联、云计算、大数据、物联网等）、新应用领域的个性安全保护需求，形成新的等保基本要求标准。调整各个级别的安全要求为安全通用要求、云计算安全扩展要求、移动互联安全扩展要求、物联网安全扩展要求和工业控制系统安全扩展要求。
2019 年 2 月	《2019 年教育信息化和网络安全工作要点》	教育部办公厅	编写《网络空间安全研究生核心课程指南》。加强对有关“双一流”建设高校的指导，继续加强网络空间安全、人工智能相关学科建设等。
2018 年 11 月	《具有舆论属性或社会动员能力的互联网信息服务安全评估规定》	公安部、网信办	明确了具有舆论属性或社会动员能力的互联网信息服务的具体情形，在信息服务功能、服务范围、软硬件设施、安全管理制度和技术措施落实、风险防控等方面，要求各互联网信息服务提供者自行或者委托第三方开展安全评估。
2018 年 9 月	《公安机关互联网安全监督检查规定》	公安部	规定明确公安机关依法对互联网服务提供者和联网使用单位履行法律、行政法规规定的网络安全义务情况进行的安全监督检查的对象、内容和程序以及互联网服务提供者和联网使用单位的法律责任。
2017 年 1 月	《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020）》	工信部	指导信息通信行业开展“十三五”期间网络信息安全工作，更好地服务网络强国建设和全面建成小康社会的目标要求，服务国家安全和社会稳定的大局。
2016 年 12 月	《国家网络安全战略》	国家互联网信息办公室	以总体国家安全观为指导，贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，增强风险意识和危机意识，统筹国内国际两个大局，统筹发展安全两件大事，积极防御、有效应对，推进网络空间和平、安全、开放、合作、有序，维护国家主权、安全、发展利益，实现建设网络强国的战略目标。
2016 年 11 月	《中华人民共和国网络安全法》	全国人大常委会	国家制定并不断完善网络安全战略，明确保障网络安全的基本要求和主要目标，提出重点领域的网络安全政策、工作任务和措施。

资料来源：公司公告，各部委官网，国元证券研究中心

在网络信息安全行业，网络安全产品主要由软件部分和硬件载体（工控机、交换机等）构成，在网络安全产品中发挥效能的是其中的软件，安全产品的核心是软件部分。

- **网络安全行业上游：**主要是硬件产品供应商（工控机、服务器等）及软件产品供应商（操作系统、数据库等）。目前，上游市场发展较成熟、竞争较充分，产品的质量和价格较稳定。
- **网络安全行业下游：**主要为政府、金融、电信等政企用户，并通过经销商逐步发展到交通、能源、教育、卫生、企业等各领域。随着互联网技术的发展和信息技术的不断进步，各类黑客技术和木马攻击不断出现，病毒攻击与网络威胁现象与日俱增，网络安全问题日益严峻，促使下游用户重视对 IT 系统建设和加强对网络安全方面的投入，对网络安全行业的发展具有一定促进作用。其中，政府、金融、电信等行业是国家重点支持发展信息化建设的行业，是网络安全产品的主要需求者。

图 14：网络安全产业链及特征



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

从潜在竞争者角度分析，想要入局网络安全行业存在以下难点：

- **技术门槛：**网络安全属于技术密集型产业，需要具有较高的技术层次；
- **运营能力：**网络空间安全中的攻防对抗时刻发生，需高质量的安全运营与应急响应来应对；
- **人才梯队：**网络安全属于智力密集型行业，高端人才稀缺；
- **品牌效应：**品牌是政企用户在判断供应商产品品质的重要标准之一；
- **资质要求：**通过各类严格的产品资质和服务资质认证一般需要几年的时间；
- **渠道优势：**基于网络安全产品的需求特征，渠道能力是决定企业市场竞争力的重要因素；

- **行业经验：**网络安全行业内的企业需要充分的行业经验积累以满足客户的真实需求。

表 5：网络安全行业进入壁垒较高

主要壁垒	内容	新进企业劣势
技术与数据	1）创新能力是推动企业取得竞争优势的关键因素；2）不同行业、不同政企用户对网络安全产品的技术需求有差异；3）攻防对抗过程中会形成海量数据与知识库，需要专门的技术研究团队和产品应用团队长时间积累。	新进企业缺乏网络空间安全相关的数据、信息与知识的有效积累，也缺乏安全数据的分析与挖掘技术，若不能在短时间内取得重大技术突破，在市场竞争中将处于劣势地位。
运营	1）需要大量的本地化安全运营人员对客户信息系统的安全架构等进行安全运营与管理以应对客户业务快速变更；2）安全事件的发现、分析、通报、处置、溯源、研判等需要一支高水平的安全分析师队伍开展日常运营工作。	新进企业在安全运营人员队伍的建立、安全运营工具和系统的搭建以及安全运营经验上都与客户的需求存在差距。
人才	目前国内的网络安全高端人才特点：1）数量稀少；2）聘用成本较高；3）普遍与原单位签署了保密和竞业禁止协议。	新进企业短期内难以获得一批了解市场需求、掌握核心技术的人才团队。
品牌	现有的网络安全企业凭借多年的积累，已经在行业用户中建立了良好的口碑与品牌认知，在技术、质量、服务等方面取得了政企用户的充分信任。	新进企业在一定时间内较难取得客户对其品牌的认可和接受。
资质	国家安全主管部门和行业主管部门制定了若干严格的产品资质和服务资质认证体系以规范市场，通过各类严格的资质认证一般需要几年的时间，大型行业用户在挑选厂商时会重点关注安全企业的相关资质取得情况。	新进企业难以在短期内获得相关市场的准入资格，无法参与市场竞争。
渠道	目前，网络安全产品呈现区域分布广、销售区域和用户分散的需求特征，行业内企业的渠道体系是否完善、营销网络的覆盖面是否广泛决定着企业的市场竞争力。	新进企业难以在短期内建立具有市场竞争力的渠道体系。
行业经验	网络安全企业只有在了解用户真实需求、理解应用场景和特征，同时满足政策要求和顺应技术趋势的情形下，才能为用户提供最优的网络安全解决方案，快速满足用户需求。	由于缺少长期而丰富的解决方案积累，新进企业在短期内难以推出对现有厂商构成实质性竞争的产品和解决方案。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

从技术角度来看，新兴产业的蓬勃发展驱动安全创新变革，网络安全产业正处于加速迭代创新的时期。目前，网络安全已经扩展至网络空间安全，5G、大数据、云计算、物联网、移动互联网、人工智能、工业自动化、区块链等前沿技术不断融合发展，传统发展架构都发生了显著改变，对网络及社会治理带来挑战。我们认为，新技术新业态伴生新的安全风险，云安全、威胁情报等新兴安全产品和服务加速落地，自适应安全、情境化智能安全等新的安全防护理念涌现，网络安全行业各细分市场都有望迎来爆发。

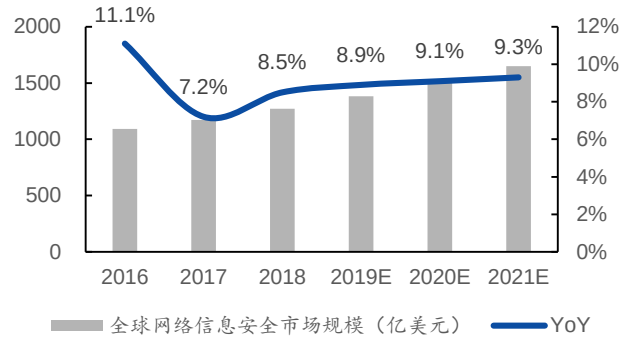
从客户需求角度来看，网络安全产业发展过程中，大多数是由合规需求驱动的，而近年来的灾难性攻击表明网络风险是重大威胁，企业开始把网络安全视为一项重要的商业风险，并且更看重网络安全服务的持续性。随着虚拟化及云服务理念的渗透，网络安全盈利模式将由软硬件产品向服务逐步转移。

2.2 国内市场增速远超全球，新兴赛道机会不断涌现

全球网络信息安全市场以约 9.1%的增速稳健增长，安全服务占六成以上。随着信息化演进过程中数据安全和隐私问题越来越重要，叠加 5G、物联网、人工智能等新技术的全面普及，全球网络安全市场有望保持稳健的上升趋势。根据赛迪咨询发

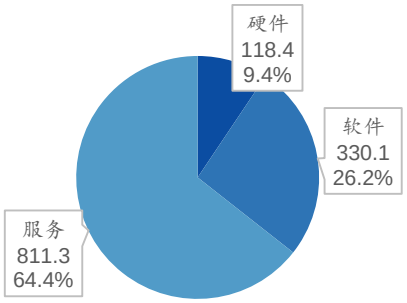
布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，预计到 2021 年，全球网络信息安全市场将达到 1,648.9 亿美元。随着网络攻击行为日趋复杂，防火墙、IDS 等传统网络安全设备并不能完全阻挡恶意的网络攻击，构建全面的安全防护体系和制定完善的安全管理策略显得尤为重要，风险评估、安全管理咨询、安全应急响应、安全托管服务的作用越来越受到用户重视。根据赛迪咨询发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，在全球市场中，网络安全市场以服务为主，2018 年，以安全服务市场份额最大，占市场的 64.4%；软件市场规模为 330.1 亿美元，占市场的 26.2%。

图 15：全球网络安全市场规模、增速及预测



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 16：2018 年全球网络安全市场构成（单位：亿美元）

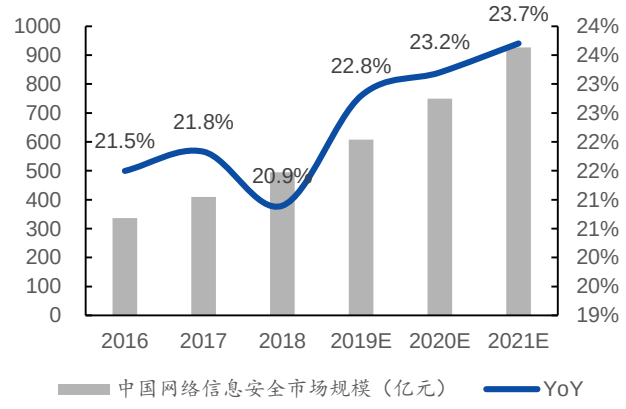


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据赛迪咨询发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2019 年中国网络安全市场规模同比增长 22.8%，达到 608.1 亿元，远高于全球 9%的平均增速。随着数字经济的发展，物联网建设的逐步推进，网络安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加，预计到 2021 年网络安全市场规模将达到 926.8 亿元，2019-2021 年 CAGR 达 23.24%。

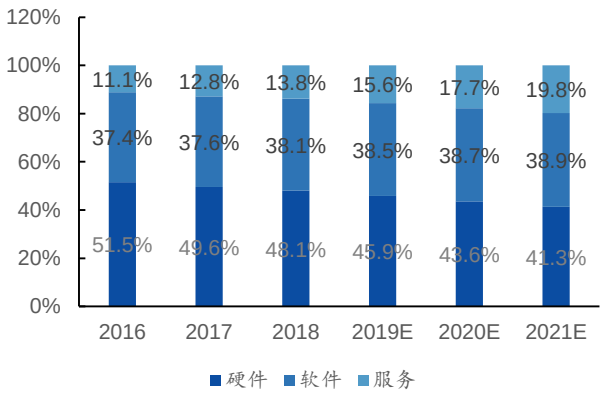
2020 年 8 月 13 日，公司董事长齐向东先生在北京网络安全大会上表示：随着新基建的加快推进，数字化应用场景的不断深化，为整个行业带来了巨大的市场增量，《关键信息基础设施安全保护条例》即将实施，安全服务越来越受到重视，2030 年的我国网络安全市场规模将是 2019 年的 10 倍，超过 6,000 亿元。

图 17：中国网络信息安全市场规模、增速及预测



资料来源：赛迪咨询，国元证券研究中心

图 18：中国网络信息安全市场结构及预测



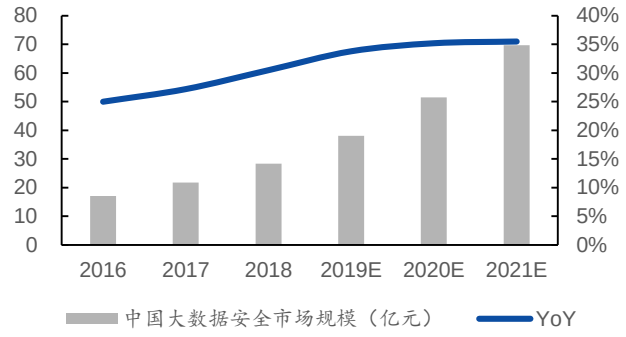
资料来源：赛迪咨询，国元证券研究中心

随着创新技术演进，网络安全逐步扩展至网络空间安全。我们认为，大数据安全、云安全、物联网安全、工业互联网安全、威胁情报等细分市场将迎来爆发。

大数据安全业务已被各大传统安全企业纳入战略布局重点和重要商业化盈利点，未来三年市场规模 CAGR 有望达 35.26%。根据赛迪咨询发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2018 年国内大数据安全市场规模达 28.4 亿元，同比增长 30.5%，未来增速有望稳步提升。

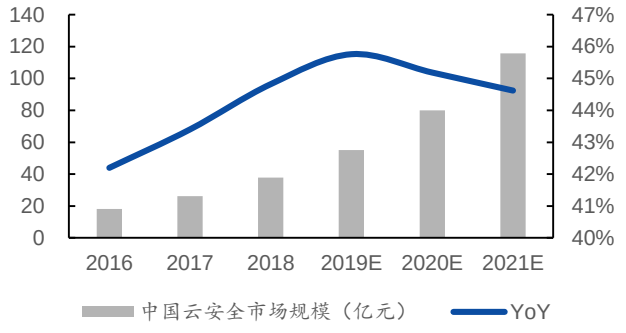
云安全随云计算产业快速发展成为焦点，尚处起步初期但空间巨大。根据赛迪咨询发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2018 年，中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，增速为 44.8%。

图 19：中国大数据安全市场规模、增速及预测



资料来源：赛迪咨询，国元证券研究中心

图 20：中国云安全市场规模、增速与预测

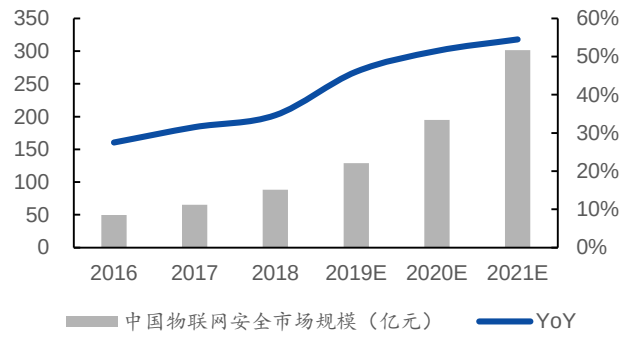


资料来源：赛迪咨询，国元证券研究中心

物联网设备规模呈现爆发性增长趋势，物联网安全将成为万物互联时代的蓝海。根据赛迪咨询发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2018 年，我国物联网安全市场规模达到 88.2 亿元，增速达到 34.7%。

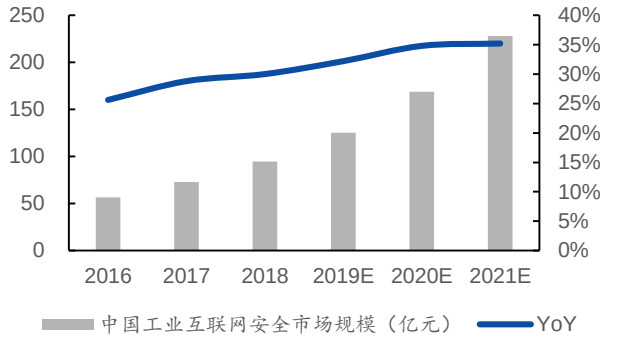
工业互联网安全产业有望保持超 30%的增长率，成为网络安全行业细分领域的高增长、高潜力市场。根据赛迪咨询发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2018 年我国工业互联网安全产业规模达到 94.6 亿元，2019 年产业规模预计达到 125.1 亿元，同比增长 32.2%。

图 21：中国物联网安全市场规模、增速及预测



资料来源：赛迪咨询，国元证券研究中心

图 22：中国工业互联网安全市场规模、增速与预测



资料来源：赛迪咨询，国元证券研究中心

随着各部门网络安全投入加大，对综合性安全防护体系、服务支持及应急响应能力要求与日俱增，行业呈现强者恒强局面。根据赛迪咨询的研究报告，2018 年行业排名前五名的网络安全厂商合计市场占有率为 21.9%左右，单一厂商的市场份额不超过 10%。政府部门与大中型企业网络安全需求推动行业内领先企业的技术创新力度、产品研发能力不断提升，网络安全主要市场的份额开始向具有一定技术实力和品牌知名度的厂商汇聚，市场集中度正逐步提高。在国内上市公司中，主要的网络安全厂商有：启明星辰、深信服、绿盟科技、天融信、安恒信息、山石网科、安博通等。

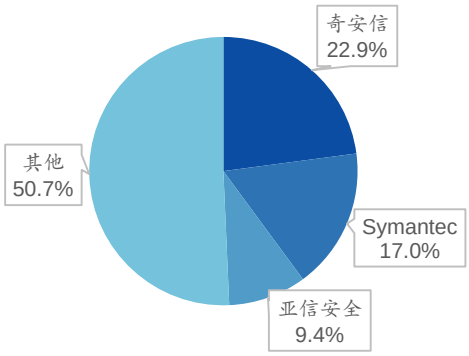
表 6：部分国内网络安全厂商基本情况

公司简称	介绍	业绩
启明星辰	成立于 1996 年，2010 年于深圳证券交易所创业板上市，股票代码为 002439，主营业务为信息网络安全产品的研发、生产、销售与提供专业安全服务及解决方案，在政府、电信、金融、能源、军队、交通、传媒、教育、军工等领域得到广泛运用。	2017-2019 年，营业收入为 22.79 亿元、25.22 亿元和 30.89 亿元，净利润为 4.43 亿元、5.60 亿元和 6.82 亿元。
深信服	成立于 2000 年，2018 年于深圳证券交易所创业板上市，股票代码为 300454，主营业务为向企业级用户提供信息安全、云计算、企业级无线相关的产品和解决方案，主要产品包括上网行为管理、VPN、下一代防火墙、应用交付等。	2017-2019 年，营业收入为 24.72 亿元、32.24 亿元和 45.90 亿元（安全业务收入为 15.19 亿元、18.92 亿元和 28.44 亿元），净利润为 5.74 亿元、6.03 亿元和 7.59 亿元。
绿盟科技	成立于 2000 年，2014 年于深圳证券交易所创业板上市，股票代码为 300369，主营业务为向政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业用户，提供全线网络安全产品、全方位安全解决方案和体系化安全运营服务。	2017-2019 年，营业收入为 12.55 亿元、13.45 亿元和 16.71 亿元，净利润为 1.53 亿元、1.67 亿元和 2.26 亿元。
天融信	2017 年通过与深交所中小板上市公司广东南洋电缆集团股份有限公司实施重组实现重组上市，股票代码为 002212，安全分部业务为向政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和安全服务。	2017-2019 年，网络安全分部营业收入为 11.59 亿元、17.32 亿元和 24.17 亿元。
安恒信息	成立于 2007 年，2019 年于上海证券交易所科创板上市，股票代码为 688023，主营业务为网络信息安全产品的研发、生产及销售，并为客户提供专业的网络信息安全服务。	2017-2019 年，营业收入为 4.30 亿元、6.27 亿元和 9.44 亿元，净利润为 5,210.69 万元、7,573.87 万元和 9,217.32 万元。
山石网科	成立于 2011 年，2019 年于上海证券交易所科创板上市，股票代码为 688030，主营业务为提供包括边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务。	2017-2019 年，营业收入为 4.63 亿元、5.62 亿元和 6.75 亿元，净利润为 6,005.22 万元、6,891.17 万元和 9,104.61 万元。
安博通	成立于 2007 年，2019 年于上海证券交易所科创板上市，股票代码为 688168，主营业务为提供包括安全网关、安全管理、下一代信息网络适用在内的网络安全产品及服务。	2017-2019 年，营业收入为 1.51 亿元、1.95 亿元和 2.49 亿元，净利润为 3,536.88 万元、5,964.39 万元和 7,306.87 万元。

资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

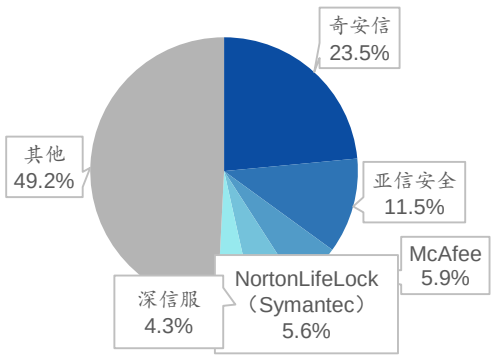
公司稳居国内终端安全市场龙头地位，2019 年市场份额高达 23.5%。2014 年，受“棱镜门”事件影响，公安部、中央国家机关政府采购中心等相继宣布外资安全软件厂商不得进入中国政府采购名单。根据 IDC 数据，公司作为终端安全市场的领跑者，市场份额由 2018 年的 22.9%提升到 2019 年的 23.5%，而赛门铁克则从 2018 年的 17.0%下滑到 2019 年的 5.6%。

图 23：2018 年中国终端安全市场份额



资料来源：IDC，国元证券研究中心

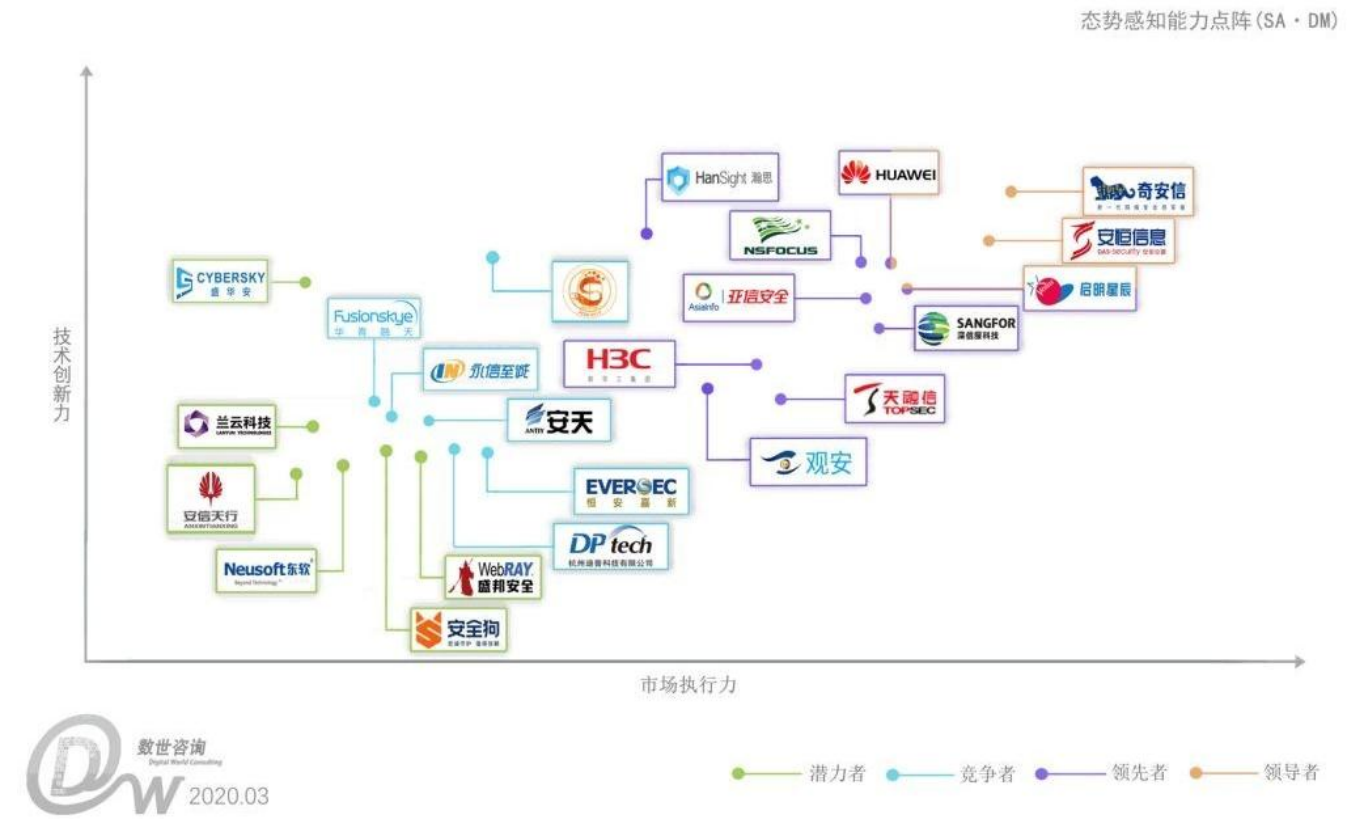
图 24：2019 年中国终端安全市场份额



资料来源：IDC，国元证券研究中心

在态势感知领域，奇安信与安恒信息引领行业发展。根据数世咨询的数据，2019 年国内态势感知市场规模约在 32 亿元左右，预计 2021 年将达到 54 亿元左右。

图 25：网络安全态势感知能力图



资料来源：安全内参，数世咨询，国元证券研究中心

3.高研发布局新赛道，聚焦优质政企客户

3.1 贯彻安全理念，坚持研发创新

凭借持续的创新研发和以实战攻防为核心的安全能力，公司已发展成为国内领先的基于大数据、人工智能和安全运营技术的网络安全供应商。基于对行业的深刻理解，公司提出了创新的安全理念。

图 26：公司创新安全理念框架



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

根据我们的分析，公司技术发展及战略布局的思想内核包括：

- **战略目标——内生安全：**所谓“内生”是指随着云计算、大数据、微服务架构等新的 IT 架构发展，信息化系统和安全系统的耦合度越来高，很难外挂式搭建安全体系，需要把安全体系设计和客户信息化业务系统的架构设计紧密融合起来。内生安全的理念由公司董事长齐向东先生在 2019 北京网络安全大会上首次公开提出，面对不断变化的网络威胁，网络安全需要依靠聚合，从信息化系统内不断生长出自适应、自主和自成长的安全能力。内生安全的框架得到业界及客户的一致认可。

- **方法论——四四三三三：**“四个假设”彻底推翻了传统网络安全通过隔离、修边界的技术方法。“四新战略”规划新战具、新战力、新战术以及新战法，“三位一体”打造高中低三位能力立体联动体系，“三同步”提供从顶层设计、部署实施到运营管理的一整套解决方案，“三方制衡”从最大程度上杜绝漏洞。

- **落地实践——数据驱动安全：**2015 年，公司在业内首次提出“数据驱动安全”的概念，使政企客户的网络安全防御体系从被动的威胁应对和标准合规走向动态的积极防御体系，以对抗多样化的安全威胁。

公司于 2020 年提出面向新基建的新一代网络安全框架体系，成为大中型政企机构开展十四五安全规划的系统方法论。公司提出的这些安全理念逐步成为国内安全产业发展的风向标。

四大研发平台模块化输出核心技术，未来有望形成规模效应。公司重点建设了四大研发平台，聚焦核心技术能力的平台化输出，避免新产品研发过程中核心能力的重复研发，将极大降低未来新产品的研发成本及研发周期。

图 27：支撑业务和客户的技术平台和能力中心

鲲鹏网络操作系统 国内第一网络操作系统	锡安安全云平台 云端安全能力国内领先	诺亚大数据平台 唯一基于大数据架构	雷尔可视化平台 国内首创大屏组件化	补天漏洞响应平台 国内最大漏洞响应平台
完全自主开发的网络操作系统。支持防火墙在多项测评中成绩第一；JD集采入围、第一个国产化项目、建行和恒丰银行。	数据能力达到业绩领先水平。全面支撑各产品线对安全方面的服务需求，包括云查服务、样本服务、运营服务、鉴定服务。	基于大数据架构，具有良好的扩展能力和可用性；为NGSOC、态势感知大数据产品提供架构支撑。	国内首创商用的、开源的能编辑大屏幕组件主题的在线平台，使用此平台从设计稿到生成主题代码仅需6H，较上年同期效率提升近30倍。	收录漏洞数量、注册白帽数量、注册机构数量、向国家漏洞库呈报漏洞数量均排名第一。

安全能力中心	安全数据、威胁情报和威胁分析能力等主要安全能力国内全面领先。
大数据中心	完整的大数据平台开发、运维、组件定制、安全建模、安全分析能力。

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

网络安全新兴领域市场规模快速扩大，公司聚焦新赛道打造强劲增长引擎。公司聚焦泛终端、新边界、大数据和云计算等安全防护，以及大数据安全智能分析等新赛道产品，同时创新发展了咨询与规划、分析与响应业务，并对评估与测试、情报与运营等安全服务进行了品类、技术和模式的创新，全面覆盖网络安全各领域。2020 年 7 月，公司成功在科创板上市，所募集资金将继续投向新兴安全领域。

表 7：公司 IPO 发行募集资金拟投项目

序号	募集资金使用项目	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	云和大数据安全防护与管理运营中心建设项目	84,925.75	84,925.75
2	物联网安全防护与管理系统项目	58,423.67	58,423.67
3	工业互联网安全服务中心建设项目	69,548.73	69,548.73
4	安全服务化建设项目	95,323.24	95,323.24
5	基于“零信任”的动态可信访问控制平台建设项目	31,441.32	31,441.32
6	网络空间测绘与安全态势感知平台建设项目	67,976.39	67,976.39
7	补充流动资金	42,360.91	42,360.91
合计		450,000.00	450,000.00

资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

3.2 产品全面覆盖，新赛道高增长

从产品和服务的角度来看，公司的网络安全产品及服务实现全领域覆盖。2020 年 3 月，国内网络安全权威机构安全牛发布了第七版中国网络安全行业全景图，共分为 16 类一级安全领域（实际收录 15 类），100 类二级细分领域（实际收录 88 类），共涉及 313 家国产网络安全企业和相关行业机构，完成实际收录 1,143 项。凭借领先的技术优势、服务能力和以及长时间的市场验证，公司共入选全部 15 个一类安全领域、71 个二级细分领域，成为入围本次全景图细分领域最多的企业。与国内竞争对手的重点产品布局相比，公司在终端安全、大数据态势感知、云安全、代码安全、SD-WAN、工业安全、身份安全、物联网安全等新兴领域及“新赛道”重点布局，与如今信息技术发展中重点的发展领域相互匹配，也是网络安全市场未来发展的“主航道”。

表 8：网络安全行业各公司业务布局与特点

公司简称	主要网络安全业务布局	产品与服务特点
奇安信	基础架构安全、新一代 IT 基础设施防护以及大数据智能安全检测与管控。	公司建立四大研发平台，聚焦核心技术能力的平台化、模块化输出，使得公司的安全产品具有通用的基础架构，形成全网“智能化、综合型”防护网络。
启明星辰	网关、检测、数据安全与平台、安全服务与工具等。	开拓性建立 SecaaS/SocaaS（安全即服务）全国业务平台和城市级安全运营中心。
深信服	IPSecVPN、SSLVPN、上网行为管理、下一代防火墙、终端安全、态势感知、云安全、安全服务等。	信息安全业务以包括智能、防御、检测、响应、运营五个维度在内的安全能力为模型，打造事前预警、事中防御、事后处置的安全闭环。
绿盟科技	安全评估、安全检测、安全防御、安全平台、安全服务等。	推进智慧安全 2.0 安全战略，安全防御体系从静态、被动、基于规则的防御，转变为主动、动态、自适应的弹性防御体系。
天融信	安全防护、安全检测、安全接入、数据安全、云安全、大数据、安全云服务等。	全面开展安全云服务业务，以“互联网+安全”模式，满足安全保障能力从“静态、基于威胁的保护”向“动态、基于风险的防护”转变的需求。
安恒信息	网络信息安全基础产品、网络信息安全平台以及网络信息安全服务。	围绕事前、事中、事后几个维度已形成覆盖网络信息安全生命全周期的产品体系。
山石网科	边界安全、内网安全（内网威胁感知系统）、云安全、数据安全、安全服务等。	专注于网络安全领域前沿技术的创新，致力于为用户提供全方位、更智能、零打扰的网络安全解决方案。
Palo Alto Networks	下一代防火墙、威胁情报云、终端安全产品等。	下一代安全平台包含的三项重要防护核心包括新一代防火墙、新一代云端威胁检测和新一代终端安全软件。
NortonLifeLock（原赛门铁克）	终端安全防护（反病毒、反恶意代码）等。	全球领先的解决方案提供商，为企业、个人用户和服务供应商提供广泛的内容和网络安全软件及硬件的解决方案。

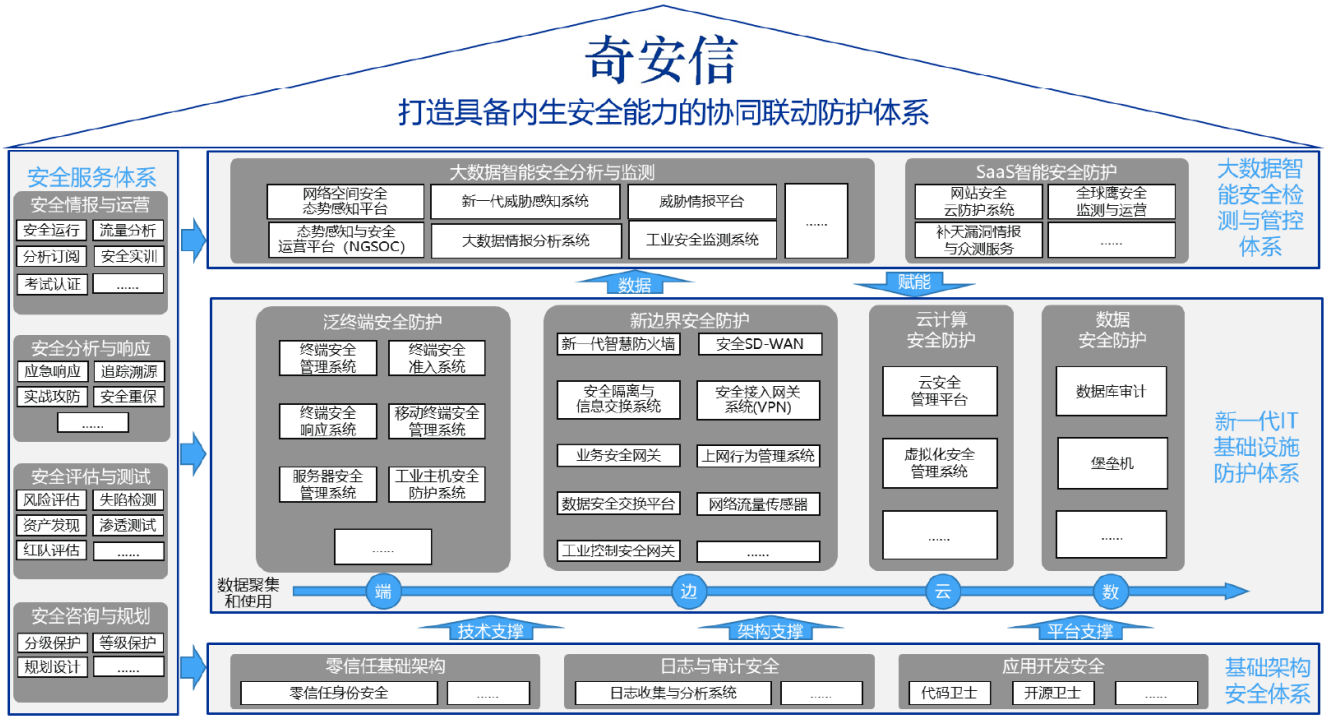
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司通过收购逐步丰富资质与产品线布局，扩充了边界安全等领域的相关能力。其中，较为重要的是收购网神信息技术（北京）有限公司，该公司成立于 2006 年，拥有军工、保密及各项信息安全领域的资质和证书。截至 2019 年末，网神股份的总资产共计 30.17 亿元，占公司总资产的 42.17%。2019 年，网神股份实现营业收入 28.21 亿元，占公司总收入的 89.43%，实现净利润 3,441.14 万元，已经成为公

司的核心支柱。公司的一系列收购，整合了网络安全领域的各类资源，为日后公司的高速发展铺平了道路。

公司基于多项核心技术实现网络安全产品服务全覆盖。公司目前已经形成了包括基础架构安全产品、新一代 IT 基础设施防护产品以及大数据智能安全检测与管控产品的产品体系，覆盖了咨询与规划、评估与测试、分析与响应、情报与运营在内的安全服务体系，有效满足政企客户的各种安全需求。

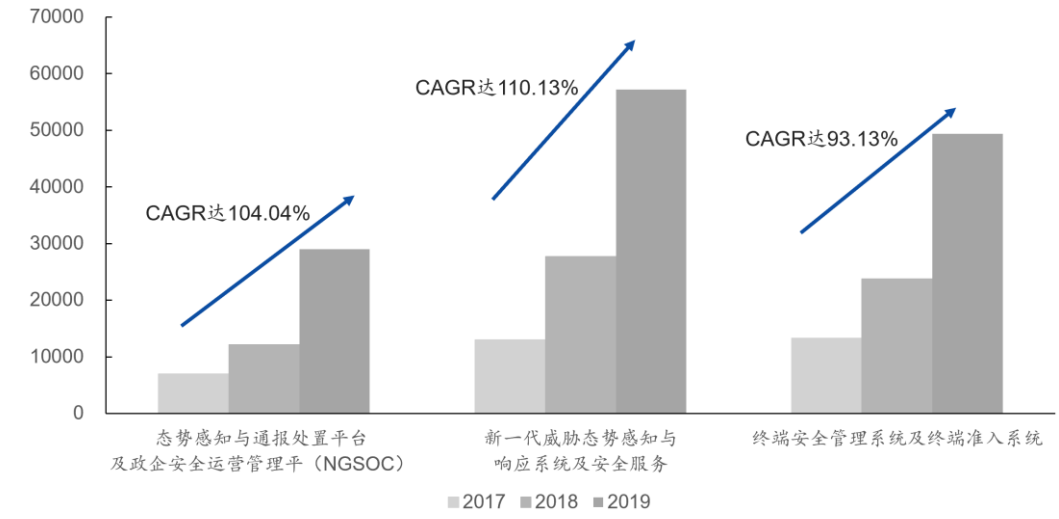
图 28：公司产品与服务体系



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司新赛道产品收入高速增长，打开广阔成长空间。根据赛迪咨询、IDC 等第三方机构的报告，公司在新一代 IT 基础设施防护产品体系中的终端安全领域、大数据智能安全检测与管控产品体系中的安全管理平台和云安全领域、安全服务市场份额第一，公司终端安全技术、第三代安全引擎技术、大数据安全分析技术、漏洞挖掘技术、软件定义安全技术、威胁情报技术等处于行业领先地位。2017-2019 年，网络空间安全态势感知与通报处置平台及政企安全运营管理平台（NGSOC）的营业收入分别为 6,977.21 万元、12,136.98 万元和 29,047.54 万元，年均复合增长率为 104.04%；新一代威胁态势感知与响应系统及安全服务的营业收入分别为 12,958.24 万元、27,658.32 万元和 57,219.33 万元，年均复合增长率为 110.13%；终端安全管理系统及终端准入系统的营业收入分别为 13,245.48 万元、23,750.85 万元和 49,402.68 万元，年均复合增长率为 93.13%。我们认为，边界安全等传统产品稳健增长，为公司贡献稳定的现金流；而终端安全、大数据安全、安全服务等新赛道产品与服务为公司打开广阔市场空间，并提供了强劲的增长动力。

图 29：公司态势感知平台各产品收入及增速（单位：万元）



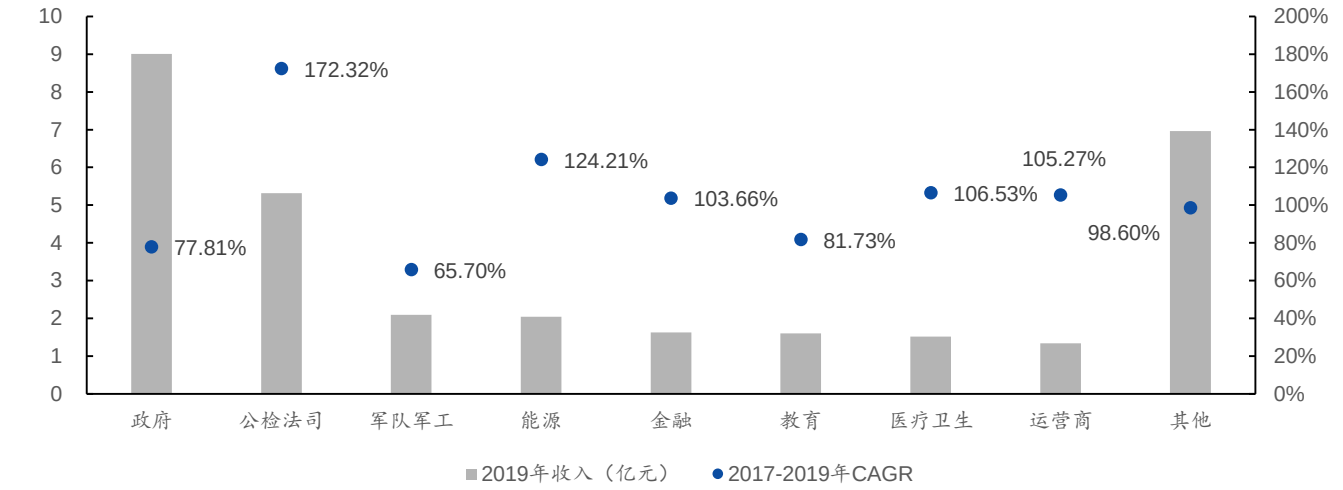
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

我们认为，新赛道产品作为公司如今的核心产品取得卓越表现，且公司布局与未来网络安全行业发展趋势相契合，未来空间广阔。

3.3 用户规模优势，渠道能力突出

自进军政企市场以来，公司为数万家客户提供了专业安全产品和服务，覆盖大多数中央政府部门、中央直属企业和大型银行等行业和领域，并获得客户一致好评。

图 30：2019 年公司各行业收入与 2017-2019 年 CAGR



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司强大的用户规模优势，为抢占市场奠定了先发优势。公司在长期为政企客户服务的过程中，深入了解客户的需求演变、不同行业的需求差异，积累了大量深厚的产品、服务和交付经验，为客户提供契合度高的网络安全解决方案。广泛而优质的客户群为公司新产品、新服务的推广和既有产品及服务向其他领域的覆盖提供了坚实的基础。

表 9：公司产品及解决方案在各行业的实践案例

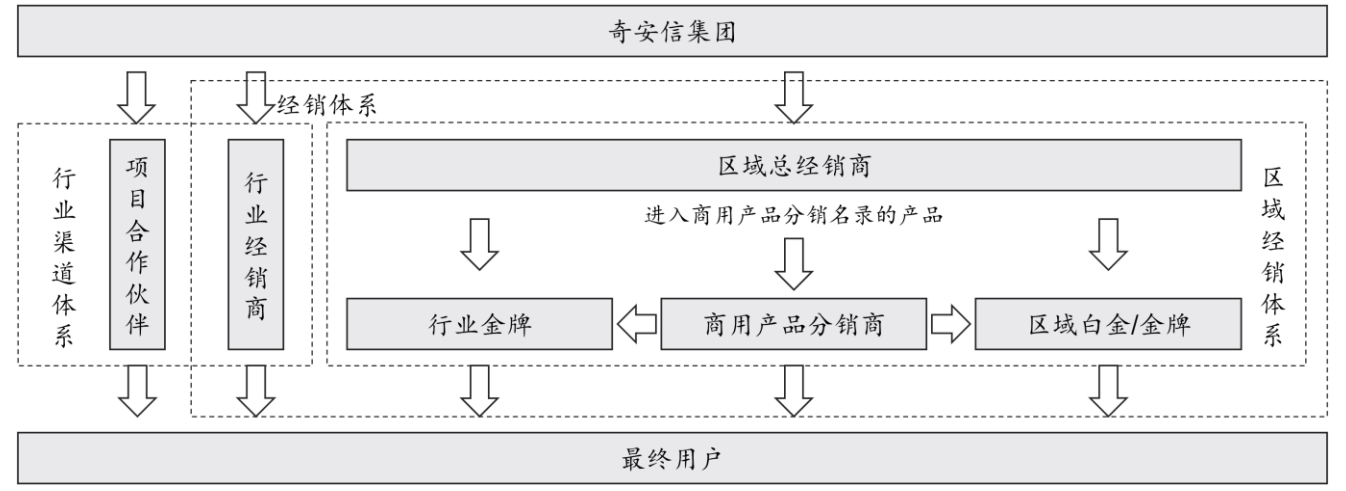
政府	运营商	金融	央企
外交部电子护照系统防护	某省移动木马和僵尸网络监测与处置案例	中国建设银行30万终端安全防护	神华集团网络安全威胁感知案例
沈阳智慧城市安全安全案例	某省移动天擎终端安全管理案例	中国人民银行支付系统安全保障	国航加强网络安全应急响应能力
打造安全可靠的公安部信息通信网	-	-	国家电网邮件防病毒案例
新华社下一代安全防御体系	-	-	国家核电网站安全综合防护

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

直销与经销模式相结合打造全市场客户覆盖。对于大中型政企客户，如政府、公安、军队、金融、互联网以及能源、电力、运营商、军工等央企和其他大型企业，公司一般采用直销的方式，安排专门的销售及技术团队为其服务。主要原因是该类客户一般有独特的安全需求，公司需要为其提供中长期的安全咨询规划、系统级解决方案和持续的安全运营，采用直销模式能更好地为客户创造价值，从而确保与客户持续、稳定的合作，为公司带来长期收益。

渠道合作模式是网络安全行业公司的常用模式，主要原因是：1）网络安全客户的行业和地域分布较为分散，渠道合作模式可以尽可能实现客户的全面覆盖，扩大市场占有率，并保障客户得到技术支撑服务；2）渠道合作模式可以在一定程度上加快项目资金回笼，规避资金风险。

图 31：公司渠道销售模式



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司的渠道模式采取了区域与行业相结合的模式，其中：

- **区域经销体系：**基于全国总经销商（目前为上海佳电，2017-2019 年累计销售收入占经销收入约 90%）的多层次区域经销体系。全国总经销商下设商用产品分销商、区域白金/金牌经销商、行业金牌经销商。
- **行业渠道体系：**行业渠道商主要覆盖政府、公检法司等重点行业客户，包括经销和项目合作两种模式。

项目合作伙伴、行业经销商和全国总经销商可向公司进行直接下单采购；商用产品分销商、区域白金/金牌、行业金牌等经销商可以向上海佳电签订订单并提货；特别的，对于进入商用产品分销名录的产品，区域白金/金牌、行业金牌等下级经销商则需通过商用产品分销商下单提货。

表 10：2017-2019 年公司收入按销售模式分类构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	2.28	28.39%	8.28	46.15%	9.91	31.46%
渠道	5.76	71.61%	9.67	53.85%	21.59	68.54%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

优化完善经销体系管理，公司渠道销售能力大幅提升。截至 2019 年末，公司经销商总数达 938 家，其中上海佳电下级经销商 639 家，占比 68.12%。公司精选市场能力强、技术水平高、合作关系良好的经销商，2017-2019 年经销商数量逐渐减少，分别为 1,339 家、1,028 家和 938 家，但平均单个经销商销售额有明显的提升，分别为 32.89 万元、56.17 万元和 96.77 万元，CAGR 高达 71.53%。

表 11：2017-2019 年公司经销商数量与销售额情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经销商数量（单位：家）	**1,339**	**1,028**	**938**
其中：上海佳电下级经销商	708	669	639
非上海佳电下级经销商	631	359	299
平均单个经销商销售额（单位：万元）	**32.89**	**56.17**	**96.77**
其中：上海佳电下级经销商	47.61	79.82	134.52
非上海佳电下级经销商	16.37	12.10	16.10

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4.盈利预测与投资建议

核心假设：

公司专注于网络空间安全市场，主营业务为向政府、企业客户提供新一代企业级网络安全产品和服务，凭借持续的研发创新和以实战攻防为核心的安全能力，公司已发展成为国内领先的基于大数据、人工智能和安全运营技术的网络安全供应商。目前，公司的收入主要由六大部分构成：基础架构安全产品、新一代IT基础设施防护产品、大数据智能安全检测与管控产品、网络安全服务、硬件及其他、其他业务收入。

1. **基础架构安全产品：**公司的基础架构安全体系围绕身份、行为和应用构建防御体系，包括以身份为中心进行动态访问控制的零信任安全产品、针对行为进行审计的日志与审计安全产品以及围绕应用开发的安全产品等。2018-2019 年，营业收入增速分别为 107.32%、133.44%，目前，零信任产品的市场渗透率不高，且公司发起的零信任首个国家标准已成功立项，公司领先优势较大，预测 2020-2022 年收入增速分别为 87.32%、85.47%、80.74%。毛利率方面，过去两年分别为 81.17%、81.30%，预测未来三年保持稳定，维持在 82-83%的区间。

2. **新一代 IT 基础设施防护产品：**公司新一代 IT 基础设施防护体系以泛终端、新边界、云计算、大数据为主要防护对象，包括泛终端安全、新边界安全、云安全和大数据安全等。2018-2019 年，营业收入增速分别 64.36%、69.27%，公司天擎终端安全、新一代防火墙以及云计算安全平台等技术先进，同时考虑到该业务的收入体量，预测 2020-2022 年该业务的收入增速分别为 26.48%、28.89%、28.11%。毛利率方面，过去两年分别为 70.16%、73.73%，预测未来三年小幅上升，维持在 74-75%的区间。

3. **大数据智能安全检测与管控产品：**公司大数据智能安全检测与管控体系采用大数据技术针对威胁进行检测和响应，包括威胁检测、态势感知和安全管理等。2018-2019 年，营业收入增速分别为 109.79%、84.71%，大数据安全平台（态势感知）是公司核心优势产品，我们认为未来依然会为公司收入增长贡献较大，预测 2020-2022 年该业务的收入增速分别为 45.77%、49.78%、46.71%。毛利率方面，过去两年分别为 76.68%、69.69%，预测未来三年保持稳定，维持在 70-72%的区间。

4. **网络安全服务：**公司网络安全服务覆盖规划阶段（安全咨询与规划）、建设阶段、运行阶段（安全分析与响应），并形成自有特色的安全评估与测试服务和安全情报和运营服务。2018-2019 年，营业收入增速分别为 96.62%、67.15%，公司拥有规模行业领先的安全服务团队，预测 2020-2022 年该业务将继续保持较快增长，增速分别为 45.18%、49.77%、46.95%。毛利率方面，过去两年分别为 57.06%、63.24%，预测未来三年保持 2019 年的水平，维持在 63-65%的区间。

5. **硬件及其他：**该业务是公司在为客户提供网络安全解决方案，特别是政企客户

信息化改造等系统集成类项目中为客户配套外采第三方硬件产品并销售给对方的业务，该类业务是网络安全市场上较为成熟的业务，价格较为透明，竞争较为激烈，因此毛利率较低。2018-2019 年，营业收入增速分别为 1,714.99%、76.32%，我们认为公司未来将更加聚焦高毛利业务，预测 2020-2022 年该业务将保持稳健增长，增速分别为 35.10%、30.11%、19.99%，毛利率仍然较低，维持在 2-4%的区间。

6. **其他业务收入：**该业务收入在公司收入中的占比较小，过去两年收入增速分别为：31.41%、-78.05%，预测未来三年收入增速保持在 5-10%的区间。毛利率维持在 2019 年的水平，维持在 79-81%的区间。

表 12：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
基础架构安全产品					
收入	60.52	141.27	264.63	490.80	887.08
增长率	107.32%	133.44%	87.32%	85.47%	80.74%
毛利率	81.17%	81.30%	82.65%	82.82%	82.43%
新一代 IT 基础设施防护产品					
收入	804.88	1,362.41	1,723.17	2,220.98	2,845.30
增长率	64.36%	69.27%	26.48%	28.89%	28.11%
毛利率	70.16%	73.73%	74.41%	74.51%	74.62%
大数据智能安全检测与管控产品					
收入	319.92	590.91	861.38	1,290.17	1,892.81
增长率	109.79%	84.71%	45.77%	49.78%	46.71%
毛利率	76.68%	69.69%	70.98%	71.21%	71.53%
网络安全服务					
收入	219.75	367.32	533.28	798.69	1,173.68
增长率	96.62%	67.15%	45.18%	49.77%	46.95%
毛利率	57.06%	63.24%	63.48%	63.84%	64.05%
硬件及其他					
收入	389.86	687.42	928.71	1,208.34	1,449.89
增长率	1,714.99%	76.32%	35.10%	30.11%	19.99%
毛利率	1.36%	3.18%	3.01%	2.82%	2.51%
其他业务收入					
收入	21.84	4.79	5.04	5.54	6.08
增长率	31.41%	-78.05%	5.21%	9.87%	9.62%
毛利率	100.00%	79.72%	79.76%	80.12%	80.48%
合计					
收入	1,816.77	3,154.13	4,316.20	6,014.52	8,254.82
增长率	123.08%	73.61%	36.84%	39.35%	37.25%
毛利率	55.15%	56.72%	57.52%	58.67%	60.59%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

可比公司估值：

公司选择了高研发投入且人员快速扩张的发展模式，与同行业公司有所区别，为建设四大研发平台、布局“新赛道”产品、提升攻防竞争力、建设覆盖全国的应急响应服务体系而进行了大量投入，因此目前收入处于高速成长期，但仍处于亏损状态，参照海外亏损公司的估值体系，我们认为采用 PS 估值法较为合理。在国内上市公司中，深信服、启明星辰、安恒信息与公司所从事的行业相同或相近，且均处于行业领先地位，因此我们选择这三家公司为可比公司。根据 Wind 一致预期，目前，公司的 PS 估值水平高于四家可比公司的平均水平，这可能与公司较快的收入增速有关，市场给予了较高的预期。考虑到公司研发投入规模行业领先，未来的成长潜力较大，我们认为公司目前的 PS 估值水平较为合理。

表 13：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	营业收入（亿元）				PS			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300454.SZ	深信服	223.23	913.04	45.90	59.65	80.80	108.44	19.89	15.31	11.30	8.42
002439.SZ	启明星辰	36.69	342.53	30.90	38.87	49.03	61.70	11.09	8.81	6.99	5.55
688023.SH	安恒信息	241.38	178.80	9.44	13.65	19.51	27.14	18.94	13.10	9.16	6.59
平均		-	-	-	-	-	-	**16.64**	**12.41**	**9.15**	**6.85**
688561.SH	奇安信-U	106.79	725.76	31.54	43.16	60.15	82.55	23.01	16.81	12.07	8.79

资料来源：Wind，国元证券研究中心　　注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 9 月 4 日

投资建议：

我们预计 2020-2022 年公司营业收入为 43.16 亿元、60.15 亿元、82.55 亿元，归母净利润为-1.48 亿元、0.77 亿元、5.42 亿元。

表 14：可比公司销售净利率情况

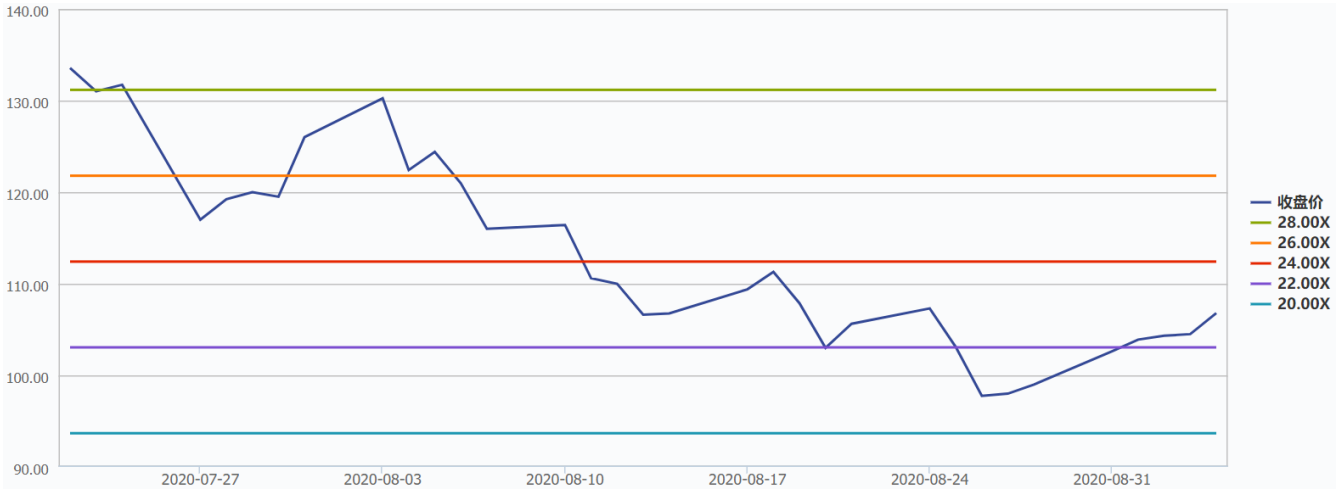
股票代码	公司简称	销售净利率			过去三年销售净利率均值
		2017 年	2018 年	2019 年	
300454.SZ	深信服	23.20%	18.71%	16.53%	19.48%
002439.SZ	启明星辰	19.43%	22.21%	22.07%	21.24%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

行业同类公司深信服与启明星辰过去三年的销售净利率保持在 20%左右。目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 81.4 倍，一般来说，PS=PE*净利润率，如果净利润率为 20%，则 81.4 倍的 PE 估值水平可以等同于 16.3 倍的 PS 估值水平。考虑到公司中长期发展战略清晰、营业收入呈现高增长态势、产品布局全面、政企客户关系稳定等优势，同时参考上市以来公司的 PS 估值水平，我们给予公司高毛利业务 20 倍的目标 PS（假设稳态净利润率为 20%，则 20 倍 PS 对应 100 倍 PE，高于计算机（申万）指数目前的 PE 估值水平）。

不考虑低毛利业务（硬件及其他）的价值，预计公司 2021 年高毛利业务的收入为 48.06 亿元，给予该部分收入 20 倍目标 PS，对应目标市值为 961.2 亿元，目标价为 141.43 元，首次推荐，给予“买入”评级。

图 32：公司上市以来 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究中心

5.风险提示

1. 新冠肺炎疫情影响下游客户需求释放：疫情可能影响下游政企客户的网络安全需求和支付能力，可能因此削减相应 IT 预算；
2. 产业政策推进不及预期：如果网络安全产业相关政策推进不及预期，下游客户的相关需求将无法释放；
3. 新赛道产品研发与销售不及预期：公司投入大量资金研发创新赛道核心产品，若研发、销售情况不及预期，会影响公司营业收入；
4. 商誉减值：公司账面有 12.21 亿元商誉，若后续发生商誉减值会影响公司盈利水平。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3990.93	3988.82	9739.41	10482.89	11891.35
现金	1645.93	1257.95	6055.50	5606.35	5581.26
应收账款	542.86	1297.30	1674.69	2151.40	2702.63
其他应收款	936.12	366.60	523.99	773.29	1085.51
预付账款	30.73	42.98	58.12	79.31	104.44
存货	610.60	749.16	996.72	1391.35	1865.02
其他流动资产	224.69	274.83	430.40	481.20	552.49
非流动资产	2791.34	3166.04	3177.26	3185.16	3198.82
长期投资	454.04	391.74	398.74	409.77	428.44
固定资产	99.79	195.24	379.53	515.06	611.58
无形资产	61.31	65.54	69.76	73.97	78.17
其他非流动资产	2176.20	2513.52	2329.23	2186.35	2080.63
资产总计	6782.26	7154.86	12916.67	13668.05	15090.17
流动负债	2395.57	1968.28	2463.89	3130.40	3956.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	543.65	861.67	1157.22	1568.95	2052.63
其他流动负债	1851.92	1106.61	1306.67	1561.44	1903.97
非流动负债	108.82	145.97	144.12	143.84	144.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	108.82	145.97	144.12	143.84	144.43
负债合计	2504.38	2114.24	2608.01	3274.24	4101.03
少数股东权益	-19.28	18.12	1.61	10.02	63.63
股本	149.45	577.67	679.62	679.62	679.62
资本公积	5817.23	6609.16	11940.19	11940.19	11940.19
留存收益	-1669.49	-2164.44	-2312.76	-2236.02	-1694.30
归属母公司股东权益	4297.16	5022.49	10307.05	10383.79	10925.51
负债和股东权益	6782.26	7154.86	12916.67	13668.05	15090.17

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-956.44	-1113.93	-902.79	-795.97	-441.52
净利润	-952.51	-552.97	-164.83	85.15	595.32
折旧摊销	0.00	0.00	14.74	23.69	30.86
财务费用	30.30	22.18	-73.13	-116.62	-111.88
投资损失	-77.43	-195.80	-205.55	-245.44	-327.42
营运资金变动	-258.86	-609.06	-472.12	-541.46	-623.03
其他经营现金流	302.06	221.72	-1.89	-1.29	-5.37
投资活动现金流	-154.02	-219.34	194.33	230.20	304.55
资本支出	99.77	283.01	0.00	0.00	0.00
长期投资	-56.03	13.45	7.00	11.03	18.67
其他投资现金流	-110.28	77.12	201.33	241.23	323.22
筹资活动现金流	1884.15	927.23	5506.01	116.62	111.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	127.23	428.23	101.94	0.00	0.00
资本公积增加	1790.89	791.93	5331.03	0.00	0.00
其他筹资现金流	-33.96	-292.93	73.04	116.62	111.88
现金净增加额	773.69	-406.04	4797.55	-449.15	-25.09

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1816.77	3154.13	4316.20	6014.52	8254.82
营业成本	805.10	1364.98	1833.37	2486.06	3253.50
营业税金及附加	35.98	32.84	44.89	63.75	86.68
营业费用	800.20	1118.05	1301.34	1755.64	2335.29
管理费用	331.76	469.73	597.79	740.39	920.41
研发费用	818.35	1047.10	1308.88	1596.83	1900.23
财务费用	30.30	22.18	-73.13	-116.62	-111.88
资产减值损失	-201.52	-3.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	77.43	195.80	205.55	245.44	327.42
营业利润	-953.00	-535.56	-164.94	85.01	595.60
营业外收入	0.58	1.78	1.10	1.85	2.01
营业外支出	0.56	4.83	1.07	1.67	1.99
利润总额	-952.98	-538.61	-164.91	85.19	595.62
所得税	-0.47	14.36	-0.08	0.04	0.30
净利润	-952.51	-552.97	-164.83	85.15	595.32
少数股东损益	-80.75	-58.02	-16.51	8.41	53.61
归属母公司净利润	-871.76	-494.94	-148.32	76.74	541.72
EBITDA	-922.70	-513.38	-223.34	-7.92	514.59
EPS(元)	-5.83	-0.86	-0.22	0.11	0.80

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	121.22	73.61	36.84	39.35	37.25
营业利润(%)	-35.07	43.80	69.20	151.54	600.65
归属母公司净利润(%)	-38.41	43.22	70.03	151.74	605.94
获利能力					
毛利率(%)	55.68	56.72	57.52	58.67	60.59
净利率(%)	-47.98	-15.69	-3.44	1.28	6.56
ROE(%)	-20.29	-9.85	-1.44	0.74	4.96
ROIC(%)	-42.64	-15.60	-6.18	-0.72	9.70
偿债能力					
资产负债率(%)	36.93	29.55	20.19	23.96	27.18
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.67	2.03	3.95	3.35	3.01
速动比率	1.41	1.64	3.54	2.90	2.53
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.45	0.43	0.45	0.57
应收账款周转率	4.73	3.43	2.90	3.14	3.40
应付账款周转率	1.91	1.94	1.82	1.82	1.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-1.28	-0.73	-0.22	0.11	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.41	-1.64	-1.33	-1.17	-0.65
每股净资产(最新摊薄)	6.32	7.39	15.17	15.28	16.08
估值比率					
P/E	-83.25	-146.63	-489.32	945.78	133.97
P/B	16.89	14.45	7.04	6.99	6.64
EV/EBITDA	-76.66	-137.77	-316.70	-8934.43	137.45

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188