

深信服(300454)

报告日期: 2023年08月07日

## 眼看别峰“云”雾起, 不知身也在“云”间

### ——深信服深度报告

#### 投资要点

□ 公司是国内网络安全市场的领军企业之一, 近年来深耕云计算市场, 持续推出云计算产品及解决方案, 并加快推动网络安全业务与云计算业务的协同发展。

□ 云计算业务是公司基于渠道优势打造的第二生长曲线

公司从 2012 年开始布局云计算业务, 陆续推出虚拟化产品、超融合 HCI 产品、企业级分布式存储 EDS、软件定义终端桌面云 aDesk 等多款产品, 并向用户提供托管云、私有云等云数据中心方案。

云计算收入占比持续提升, 从 2016 年占比 13% 提升至 2022 年占比 39%, 2019-2022 年对应收入 CAGR 为 33%, 是公司增长的重要支撑。

从公司的增长路径来看: 2012-2020 年, 公司增长逻辑为持续推出爆款单品, 并基于渠道优势快速扩张; 2021 年之后, 公司推进全面云化转型, 增长逻辑为平台+组件+服务的纵向深挖。

□ VMware 是公司云计算业务的海外对标

信服云是公司在云计算领域推出的云计算品牌, 主要的产品包括超融合、桌面云、分布式存储、托管云等。依托于公司 20 年安全产品和技术积累, 信服云构建了领先的内建安全体系, 可以为用户提供“上线即安全”、持续保护和运营的云安全能力。

VMware 是全球云基础架构和移动商务解决方案厂商, 产品结构与公司类似, 战略打法上从虚拟化云计算市场切入安全市场, 其中: 超融合 HCI 架构/云计算平台 VCF 可与公司超融合产品 HCI/云计算平台 SCP 对标; 云原生端点防护平台 CBC 可与公司 EDR/XDR 产品对标; 网络虚拟化 NSX 可与公司虚拟防火墙、VPN、应用交付等产品对标; 数字工作空间 Workspace ONE 可与公司桌面云产品对标; 云原生应用平台 Tanzu 可与公司容器云产品对标; VMware 专用云可与公司托管云产品对标。

从估值层面来看, 2006-2012 年为 VMware 的高速增长阶段, 对应营收 CAGR 为 37%, PE/PS-band 中枢约为 92/12 倍; 2013-2022 年为 VMware 的稳定增长阶段, 对应营收 CAGR 为 11%, PE/PS-Band 中枢约为 34/6 倍。

□ 盈利预测与估值

我们调整此前预测, 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 87.78/110.43/136.37 亿元, 归母净利润分别为 5.87/10.29/14.47 亿元。我们采用分部估值法进行估值, 其中网络安全业务和无线业务采用 PE 估值法, 云计算业务采用 PS 估值法, 预测公司目标市值为 591 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 101、57、41 倍, 对应目标价为 141.9 元, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

下游客户预算复苏不及预期; 公司新业务拓展不及预期; 毛利率持续波动; 市场竞争加剧。

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,412.88	8,777.97	11,042.97	13,636.88
(+/-) (%)	8.93%	18.42%	25.80%	23.49%
归母净利润	194.17	587.17	1,029.07	1,447.22
(+/-) (%)	-28.84%	202.40%	75.26%	40.63%
每股收益(元)	0.47	1.41	2.48	3.48
P/E	251.27	83.09	47.41	33.71

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: S1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 刘静一

执业证书号: S1230523070005

liujingyi@stocke.com.cn

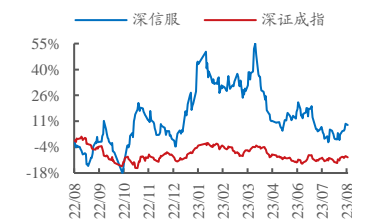
#### 基本数据

收盘价 ¥116.55

总市值(百万元) 48,587.42

总股本(百万股) 416.88

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《秉持 AI First 战略, GPT 助力安全领先一步》 2023.05.19
- 《盈利能力改善, 可持续收入占比提升》 2023.04.26
- 《Q4 业绩超预期, 多信号预示 2023 利润释放可持续》 2023.04.15

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们调整此前预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 87.78/110.43/136.37 亿元，归母净利润分别为 5.87/10.29/14.47 亿元。预测公司目标市值为 591 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 101、57、41 倍，对应目标价为 141.9 元，维持“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) VMware 的产品矩阵和发展路径可对公司云计算业务的发展起到一定借鉴作用
- 2) 数字经济建设以及“东数西算”工程有望推动云计算产业快速发展
- 3) 公司多款云计算产品的市场领先地位有望维持

### ● 我们与市场的观点的差异

【市场认为】公司整体估值水平与同行业公司相比处于较高位置。

【我们认为】

一方面，公司的估值水平是对多个业务分别估值后的综合结果，而不同业务的定价逻辑不尽相同：

- 1) 对于安全业务和无线业务而言，我们采用 PE 估值方法进行估值，估值水平与可比公司基本一致；
- 2) 对于云计算业务而言，公司的云计算业务具有较大的增长弹性，公司的海外对标公司 VMware 在高速增长期时也被市场赋予了较高的估值水平，其中隐含了对于云计算业务未来保持高速增长的预期。

另一方面，公司的估值水平在一定程度上也反映了对于未来几年业绩快速增长的预期。根据我们的盈利预测，公司 2023-2025 年有望进入利润快速修复期，三年归母净利润 CAGR 有望达到 95%，

【市场认为】公司云计算业务未来持续保持高速增长存在不确定性。

【我们认为】

从需求侧来看，考虑到 2022 年国家发改委等部门联合印发通知，正式全面启动“东数西算”工程，推动云计算业务的快速发展，同时在“十四五”数字经济规划中提到“重点布局 5G、物联网、云计算、大数据、人工智能、区块链等领域”，我们认为各行业在云计算领域的投入仍将保持高增态势。

从供给侧来看，以 VMware 为对标，公司的 XaaS 化战略有望持续推进，加深与下游客户的绑定，并以平台化的方式持续为下游用户提供增值服务。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) 安全业务增速修复超预期
- 2) 公司 XaaS 化转型进展超预期
- 3) 公司控费超预期，进一步释放利润空间

### ● 风险提示

下游客户预算复苏不及预期；公司新业务拓展不及预期；毛利率持续波动；市场竞争加剧。

## 正文目录

<b>1 云计算业务：基于渠道优势打造的第二生长曲线</b>	<b>5</b>
1.1 云计算收入占比持续提升，是公司增长的重要支撑	5
1.2 2012-2020年：基于渠道优势快速扩张，增长逻辑为持续推出爆款单品	5
1.3 2021年之后：推进云化转型，增长逻辑为平台+组件+服务的纵向深挖	6
<b>2 云计算业务海外对标：VMware，从云走向安全</b>	<b>7</b>
2.1 云计算软硬一体解决方案	8
2.1.1 深信服：超融合、桌面云、软件定义存储	8
2.1.2 VMware：云计算解决方案对标	11
2.2 云计算 SaaS 解决方案	14
2.2.1 深信服：托管云	14
2.2.2 VMware：专用云对标	15
2.3 财务表现与估值对比	16
<b>3 盈利预测与估值分析</b>	<b>18</b>
<b>4 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 深信服云计算业务发展历程.....	5
图 2: 深信服基于渠道和推出爆款单品的增长路径.....	6
图 3: 深信服四大安全平台.....	7
图 4: 深信服“平台+组件+服务”架构.....	7
图 5: 深信服云计算业务架构全景.....	8
图 6: 传统架构 vs 超融合架构.....	8
图 7: 深信服桌面云 aDesk 产品组件.....	10
图 8: VMware 发展历程.....	11
图 9: VMware 与深信服云计算产品矩阵对比.....	12
图 10: VMware Cloud Foundation 架构.....	12
图 11: vSAN 与 vSphere 集成架构.....	13
图 12: Carbon Black Cloud 架构.....	13
图 13: NSX 网络虚拟化和安全性平台.....	13
图 14: VMware 2018-2022 年（对应 2019-2023 财年）收入及毛利率（亿美元）.....	16
图 15: VMware 2018-2022 年（对应 2019-2023 财年）净利润及净利率（亿美元）.....	16
图 16: VMware 高速增长阶段 PE-Band.....	16
图 17: VMware 高速增长阶段 PS-Band.....	16
图 18: VMware 稳定增长阶段 PE-Band.....	17
图 19: VMware 稳定增长阶段 PS-Band.....	17
表 1: 深信服产品市占率排名变化.....	6
表 2: 深信服超融合 HCI 产品优化历程.....	9
表 3: 主流桌面云技术对比分析.....	9
表 4: 公有云、私有云、混合云对比分析.....	14
表 5: 专有云的自建模式与专用模式对比.....	15
表 6: 公司 2023-2025 年收入预测（单位：百万元）.....	18
表 7: 公司 2023-2025 年三大费用与归母净利润预测（单位：百万元）.....	19
表 8: 网络安全业务可比公司估值分析（参考 2023 年 8 月 4 日数据）.....	19
表 9: 云计算及 IT 基础设施业务可比公司估值分析（参考 2023 年 8 月 4 日数据）.....	20
表 10: 基础设施及物联网业务可比公司估值分析（参考 2023 年 8 月 4 日数据）.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

## 1 云计算业务：基于渠道优势打造的第二生长曲线

公司从 2012 年开始布局云计算业务，自 2013 年开始，公司云计算及 IT 基础设施业务陆续推出虚拟化产品、超融合 HCI 产品、云计算平台 SCP、企业级分布式存储 EDS、软件定义终端桌面云 aDesk、数据库管理平台 DMP 等多款创新产品，并向用户提供托管云、私有云等云数据中心方案。

图1：深信服云计算业务发展历程



资料来源：雷峰网、深信服科技公众号、浙商证券研究所

### 1.1 云计算收入占比持续提升，是公司增长的重要支撑

深信服 2022 年云计算收入 28.59 亿元，同比增长 20.17%。一方面，云计算业务收入增速相较于安全业务而言呈现出更高的增长势能，2019-2022 年对应收入 CAGR 为 33%，高于对应区间安全业务收入 CAGR（11%），对公司收入增长起到一定支撑作用；另一方面，随着云计算收入的增长持续快于公司平均收入增速，云计算收入占比持续提升，从 2016 年占比 13%提升至 2022 年占比 39%。

### 1.2 2012-2020 年：基于渠道优势快速扩张，增长逻辑为持续推出爆款单品

公司 2013 年推出桌面云、2014 年推出 aSV 服务器虚拟化产品、2015 年推出超融合、2019 年发布企业级分布式存储 EDS 产品：

一方面，公司持续推出新的产品品类，提高市场天花板。根据计世资讯、IDC、赛迪顾问数据，桌面云、超融合、分布式存储 2022 年中国市场的市场规模分别为 24.70 亿元、140.06 亿元、104.20 亿元；

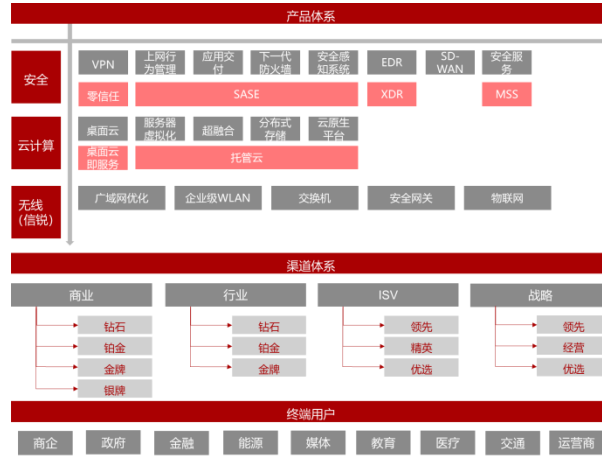
另一方面，通过强大的渠道体系快速实现产品的推广以及市场区域的下沉，提高产品市占率。根据 IDC 数据，公司桌面云终端、超融合产品 2022 年市占率分别为 31.5%、13.6%，稳定位于市场前三。

表1: 深信服产品市占率排名变化

产品	2017	2018	2019	2020	2021	2022
桌面云终端	2	2	2	2	1	1
云桌面软件	3	3	2	前三	3	2
超融合	3	3	3	3	3	3

资料来源: 公司公告、深信服公众号、IDC 咨询、浙商证券研究所

图2: 深信服基于渠道和推出爆款单品的增长路径



资料来源: 深信服官网、浙商证券研究所

### 1.3 2021 年之后: 推进云化转型, 增长逻辑为平台+组件+服务的纵向深挖

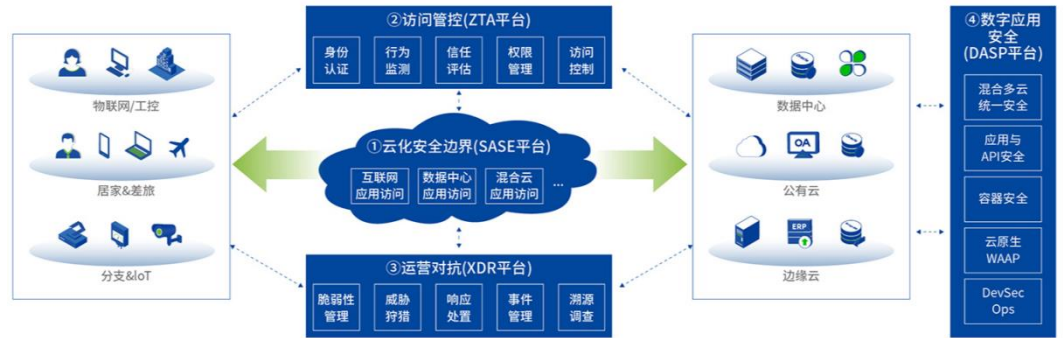
公司自 2021 年首次在年报中提出 XaaS (一切皆服务, X-as-a-Service) 战略, 开启全面云化转型, 安全业务和云计算业务转型并进:

- **安全业务云化转型: 围绕 SASE 产品展开。**2020 年公司推出基于 SASE 模型的安全访问服务平台 Sangfor Access; 2021 年对该云安全服务平台进行云原生技术升级, 并推出云交付 SASE 微服务架构, 支持在原有全网行为管理、数据防泄密、NTA、终端安全等基础上, 推出零信任接入方案; 2022 年推出 SASE 3.0 战略升级版本, 同时发布 IPS、威胁情报等能力, **基本覆盖办公场景所需全栈安全能力。**
- **云计算业务云化转型: 围绕托管云产品展开。**公司通过托管云业务实现以线上服务化来拓展客户, 并将云计算品牌升级为“信服云”; 2021 年推出专属主机、专属集群等服务, 完成与数据库管理平台 DMP 的对接; 2022 年持续完善托管云服务目录, 提供云容灾、WAF、网页防篡改、大数据 aBDI、边缘计算、DaaS 等增值服务, 并开放信创适配能力。

在 XaaS 化转型的过程中, “平台+组件+服务”的架构成为公司“可持续”增长的重要驱动力: 一方面, 公司通过打造四大开放平台实现安全能力和组件的汇聚, 另一方面, 与云端服务的对接让能力与时俱进持续生长。

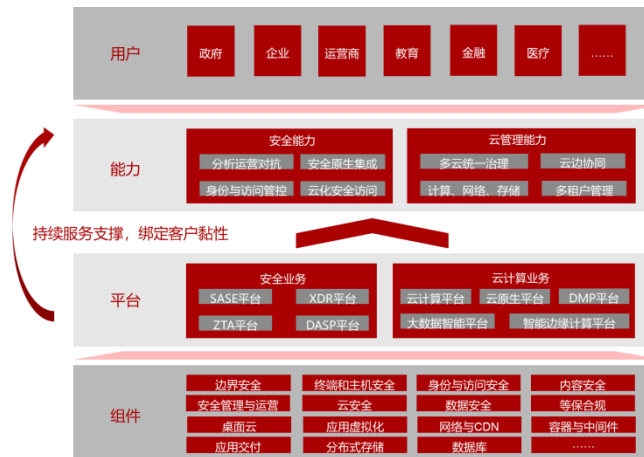


图3：深信服四大安全平台



资料来源：深信服官网、浙商证券研究所

图4：深信服“平台+组件+服务”架构

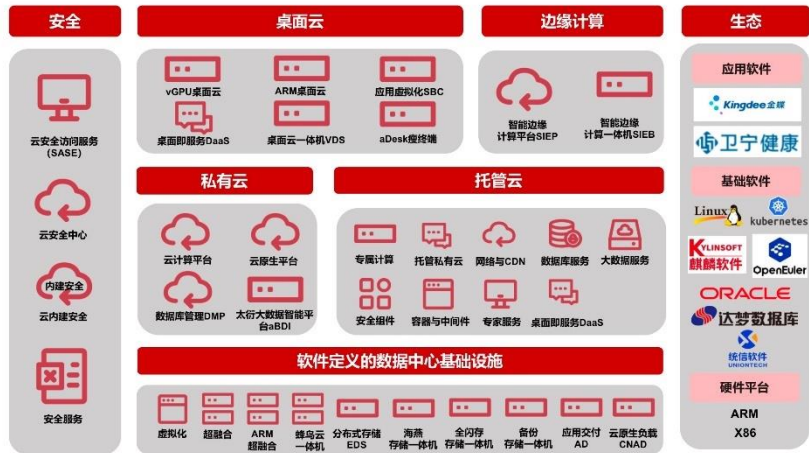


资料来源：深信服官网、IDC 资讯网、浙商证券研究所

## 2 云计算业务海外对标：VMware，从云走向安全

信服云是公司在云计算领域推出的云计算品牌，致力于以领先的技术为用户提供超融合、分布式存储、私有云、桌面云和托管云等产品以及更简单、更安全的解决方案和服务。一方面，信服云构建了安全、稳定、可靠的云平台产品体系，其中超融合、桌面云、应用交付等产品连续数年保持行业领先的市场占有率；另一方面，依托于公司 20 年安全产品和技术积累，信服云构建了领先的内建安全体系，可以为用户提供“上线即安全”、持续保护和运营的云安全能力。

图5: 深信服云计算业务架构全景



资料来源: 深信服官网、浙商证券研究所

## 2.1 云计算软硬一体解决方案

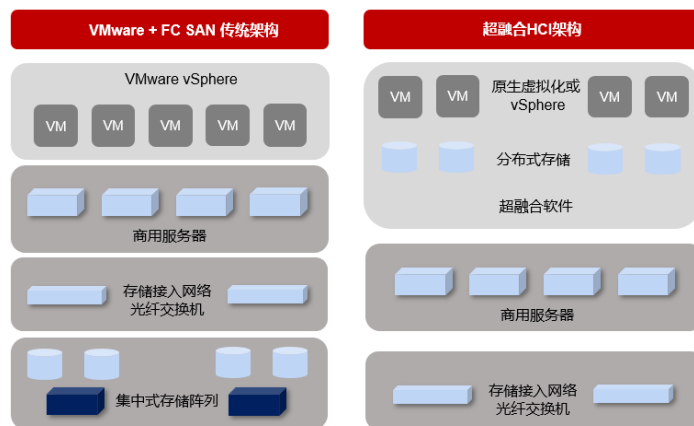
云计算软硬一体解决方案主要指以标准化形式交付的软硬一体化设备产品，主要包括超融合、桌面云、软件定义存储三类产品。

### 2.1.1 深信服：超融合、桌面云、软件定义存储

#### 1) 超融合

传统 IT 基础架构是使用专有硬件和网络的控制器集中架构，而超融合通过“分布式存储+虚拟化融合部署”实现多方面性能提升，具体表现为：1) 提升云计算中心的存储能力；2) 所有工作统一管理，实现业务快速部署，按需付费实现成本降低；3) 针对海量数据存储应用，可以实现大规模通用集群存储；4) 支撑虚拟桌面、私有云等虚拟化计算应用。

图6: 传统架构 vs 超融合架构



资料来源: 南京鹿膺科技公众号、浙商证券研究所

深信服的超融合产品以软件定义为中心基础架构，以分布式存储、计算虚拟化、网络虚拟化、安全虚拟化等软件能力为核心。根据中国政府采购网信息，公司超融合产品售价通常在5—20万元左右。

基于研发的持续投入和技术的不断发展，深信服的超融合 HCI 产品能力不断增强、应用场景逐渐变广。目前，公司以超融合架构为基础的私有云业务已发展到相对成熟阶段，



并在此基础上不断探索新行业和新场景应用，如轻量型蜂鸟超融合一体机、托管云等；同时加快网络安全业务和云计算业务的协同。

表2：深信服超融合 HCI 产品优化历程

时间	产品优化内容
2015年	推出包含计算、网络、存储虚拟化的数据中心超融合架构
2016年	发布“一套架构，共享一切”的SDDC/超融合解决方案，为用户提供超融合数据中心、桌面云等解决方案
2017年	在深信服创新技术论坛中配备8台桌面云超融合一体机，硬件上安装了桌面云解决方案所需要的所有组件，软件上简化控制平台的联动和规划，大大提升交付效率
2018年	推出“1+1+N新型智慧城市解决方案”，通过“一个超融合的数据计算与汇聚平台”建设新型智慧城市的基石
2018年	超融合新版本再次突破分布式存储性能瓶颈，实现3节点超融合一体机存储性能突破44W IOPS
2019年	与英伟达对接，在超融合管理平台实现GPU资源配额管理、用户自服务及计费等功能，对GPU资源实现全生命周期管理
2020年	超融合6.0版本推出全新三副本，除了进一步提高数据可靠性之外同时具备低门槛、省容量两点独特优势
2021年	超融合6.7.0版本发布，最新升级中合入了Linux社区最新最稳定的内核版本
2022年	超融合HCI正式发布6.8.0版本，进一步优化了热升级、热迁移机制，进一步增强运维能力和易用性
2022年	正式推出信创超融合sCloud 6.8.1版本，支持全面的信创生态适配，支持国密算法的加密卡方案、承载国产VDI、国产GPU、国产数据库等等，实现了与X86芯片架构下的产品能力保持一致，保证了客户业务平滑过渡

资料来源：深信服科技公众号、公司公告、浙商证券研究所

**在市场占有率方面**，超融合产品自2017年起连续五年市占率稳居市场前列，2022年超融合中国市场占有率13.6%，位列第三，我们测算对应收入规模约为19.05亿元。此外，公司超融合产品在2016年、2019年、2020年与2021年分别入围了Gartner《X86服务器虚拟化基础架构魔力象限》《超融合基础设施魔力象限》和《超融合基础设施软件魔力象限》；2020年至2022年连续三年入选Gartner超融合基础软件“客户之声”报告；2022年入选Gartner《2022存储与数据保护技术成熟度曲线报告》，公司系该报告中超融合领域唯一入选的中国厂商。

## 2) 桌面云

桌面云是一种基于虚拟化技术的终端操作系统交付与管理方案。用户可使用瘦客户端或其他任何与网络相连的设备，通过专用的程序或浏览器访问部署在云数据中心的客户桌面与各种应用。在传统IT架构无法满足大规模远程移动办公需求的情况下，桌面云凭借较高的数据安全性、管理便捷性和运维效率，日渐成为企业“宠儿”，为数字化办公提供了有力支撑。现在市场上主流的桌面云技术分别有虚拟桌面基础架构（VDI）、智能桌面虚拟化（IDV）和虚拟操作系统基础架构（VOI）三种类型，公司的桌面云产品以VDI技术路径为主。

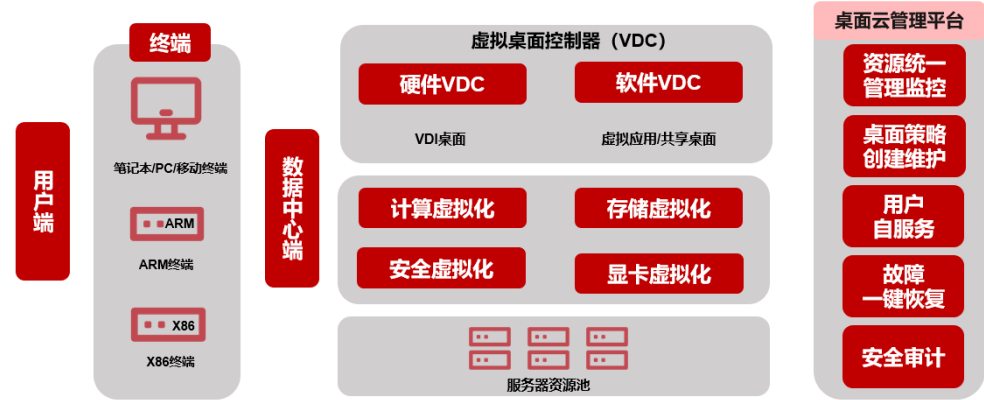
表3：主流桌面云技术对比分析

	VDI	IDV	VOI
技术架构	集中管理和计算	集中管理、分布计算	集中管理、分布计算
硬件虚拟化层	虚拟化层在服务器端	硬件虚拟化层在用户端	无虚拟化技术应用
桌面类型	虚拟桌面	虚拟桌面	实体机桌面
按需分配	灵活	不支持	不支持
交付速度	慢	中	快
终端类型	丰富	单一	单一
断网运行	不支持	支持	支持

资料来源：CSDN、浙商证券研究所

深信服桌面云 aDesk 将操作系统、应用程序和数据全部集中到服务器端进行统一管理，帮助用户实现云上办公。通过对桌面云的各项内容进行统一整合，深信服桌面云包括服务器虚拟化管理平台 VMS、桌面接入控制器 VDC 和 aDesk 瘦终端三大组件。其中，VMS 主要承担服务器底层的虚拟化，在 VMS 上可以根据客户需求，自行加载需要的桌面系统版本（windows 7、windows XP）等；VDC 承担用户账号管理和资源分配，通过 VDC 的一个 WEB 控制台，就可以把握每个用户的所分配的桌面资源，还可以进行对应的权限控制；aDesk 是用户前端的神器，用于替代传统的物理主机。

图7：深信服桌面云 aDesk 产品组件



资料来源：深信服官网、浙商证券研究所

根据中国政府采购网信息，公司桌面云一体机售价约为 5-15 万元，云桌面终端每台售价约为 2000 元左右。在客户方面，IDC 报告显示桌面云终端市场具有行业细分特点，其中 2021 年政教占比 44%，企业和制造业占比 41%，金融和医疗都保持了正增长。根据公司披露信息，公司桌面云突破 1000 个端点的大项目已经达到 200 余个，服务客户包括富士康、海信集团、中国银行、招商银行、中国广东核电集团有限公司、江西省检察院、北京大学等众多大型企事业单位。

2023 年 3 月，公司桌面云迎来 5.5.6 版本发布，产品通过结合 AI 知识图谱、应用全生命周期管理等，提升桌面运维能力及企业软件管理，并且在新版本中为信创新增多个安全能力。

根据 IDC 报告，公司桌面云终端（原 VDI）产品 2017 年至 2022 年连续 6 年保持中国云终端市场占有率前二；云桌面软件 VCC 类（桌面虚拟化、应用虚拟化）产品 2017 年至 2021 年中国市场占有率保持前三。据 IDC 发布的《2022 年 Q4 中国云终端市场追踪报告》显示，公司桌面云终端全年以 31.5% 的市占率，再次位居第一。根据我们测算，公司 2022 年桌面云产品收入规模约为 7.8 亿元。

### 3) EDS 存储

深信服 EDS 是一款软件定义的分布式存储产品，2013 年开始作为底层存储模块支撑深信服桌面云/超融合，2018 年 EDS 开始作为独立存储产品上市。2022 年，公司推出自研凤凰分布式文件系统，消除了元数据高并发下的瓶颈问题，在元数据性能方面相对以前版本实现性能的大幅度提升。

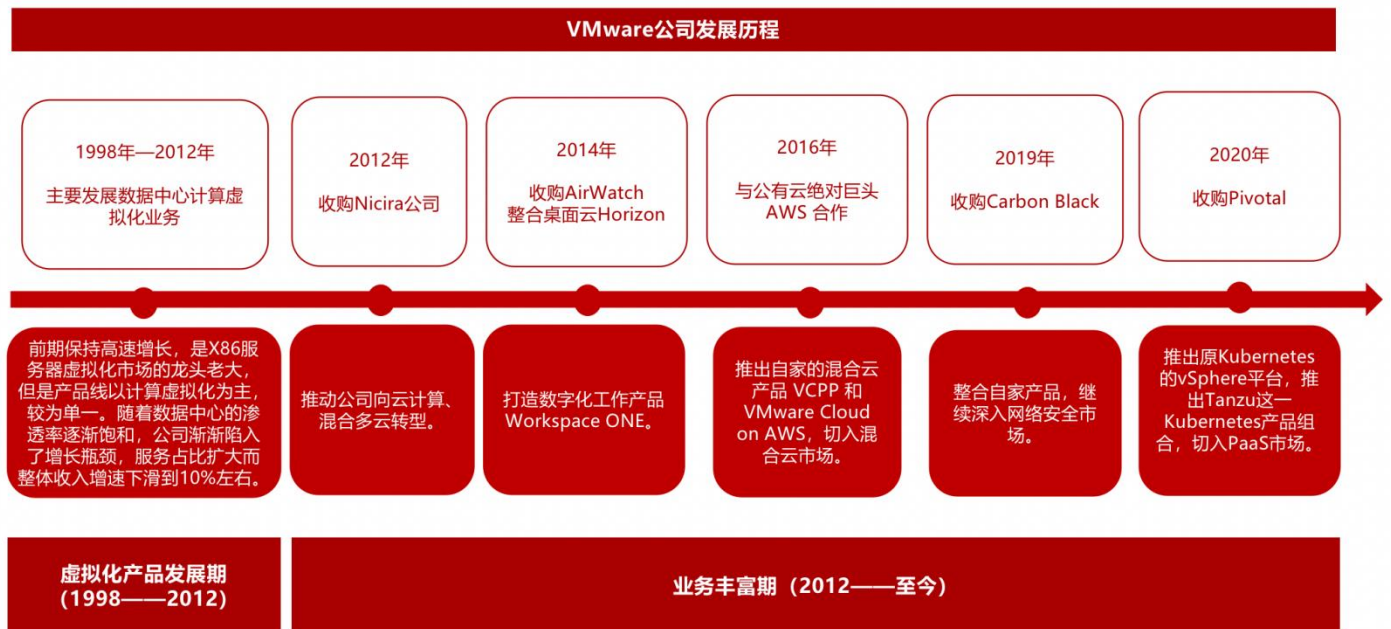
该产品现已累计参与交付超过 20000 个客户和 300+ 例的 PB 级项目。根据中国政府采购网信息，深信服企业级分布式存储系列产品售价约为 5-40 万元。

分布式存储 EDS 可与公司超融合产品搭配使用。与超融合 HCI 产品相比，分布式存储 EDS 的共同点为两者都是分布式架构，且具备横向扩展能力；最大区别在于超融合属于计算存储一体化方案，承载企业关键业务，而 EDS 企业级分布式存储是独立的存储方案，虽没有计算功能，但能够兼容不同形态的计算方式，比如虚拟化、容器、物理机等。

### 2.1.2 VMware: 云计算解决方案对标

VMware 是全球云基础架构和移动商务解决方案厂商，通过改造数据中心和整合公有云业务，提供基于虚拟化软件的解决方案，同时借助企业安全转型维系客户信任，实现任意云端和设备上运行、管理、连接及保护任意应用。VMware 于 1998 年成立，并于 2007 年公开上市。

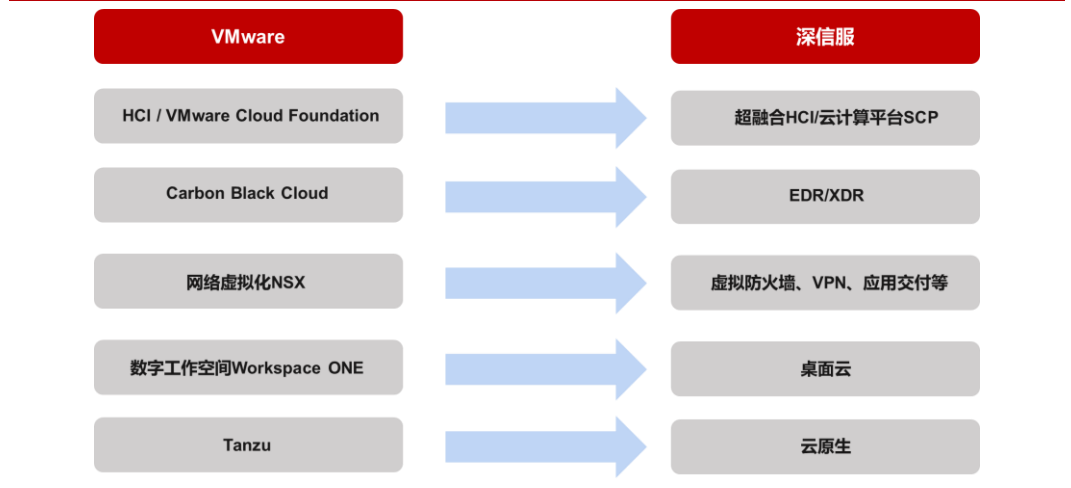
图8: VMware 发展历程



资料来源: VMware 中国公众号、浙商证券研究所

**产品矩阵方面**，目前 VMware 形成了几大支柱产品线: VMware 超融合架构、VMware Cloud Foundation、安全平台 Carbon Black Cloud、网络虚拟化 NSX、数字工作空间 Workspace ONE、专门给 DevOps 开发人员准备的 Tanzu。

图9: VMware 与深信服云计算产品矩阵对比



资料来源: VMware 官网、深信服官网、浙商证券研究所

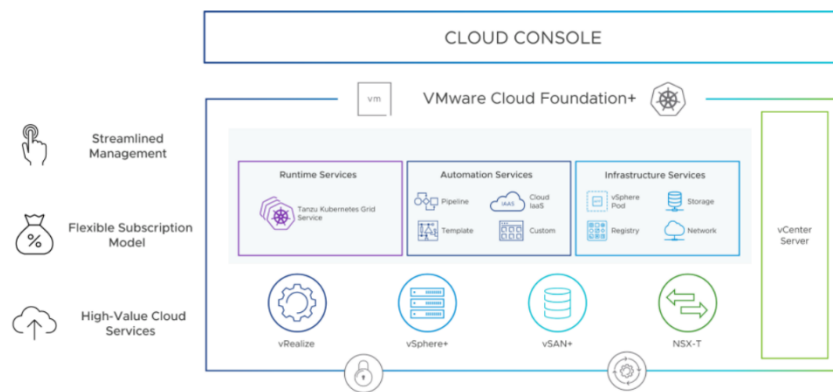
具体而言:

### 1) HCI/VCF (对标超融合/SCP)

VMware Cloud Foundation 是 VMware 在 2016 年全新推出的新一代云计算平台, 将计算虚拟化 vSphere、网络虚拟化 NSX、软件定义存储 vSAN 整合到一个原生集成体系中, 实现跨各种云环境的一致运维体验。此外, 该产品启用了嵌入内核中的原生 Kubernetes 的能力并且切入了公有云/混合云的领域, 即比普通超融合可以搭售更多产品和服务。

vSAN 是超融合的核心之一, 与 vSphere 紧密集成, 可与深信服分布式存储 EDS 软件产品对应: vSAN 内置在 vSphere 内核中, 可以优化数据 I/O 路径, 从而提供最高级别的性能, 同时最大限度地减少对 CPU 和内存的影响。

图10: VMware Cloud Foundation 架构

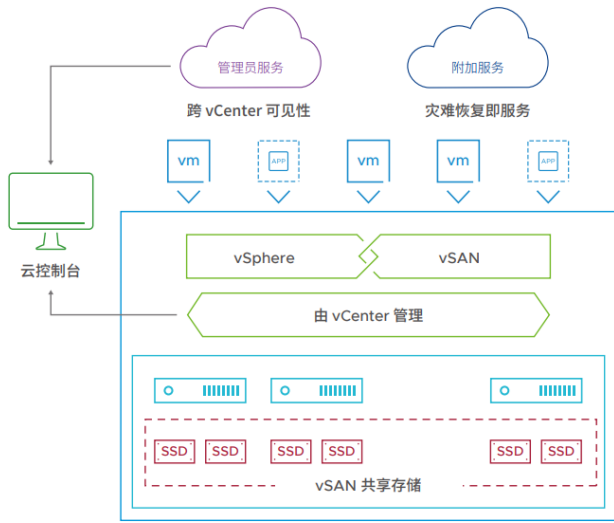


资料来源: VMware 官网、浙商证券研究所

### 2) Carbon Black Cloud (对标 EDR/XDR)

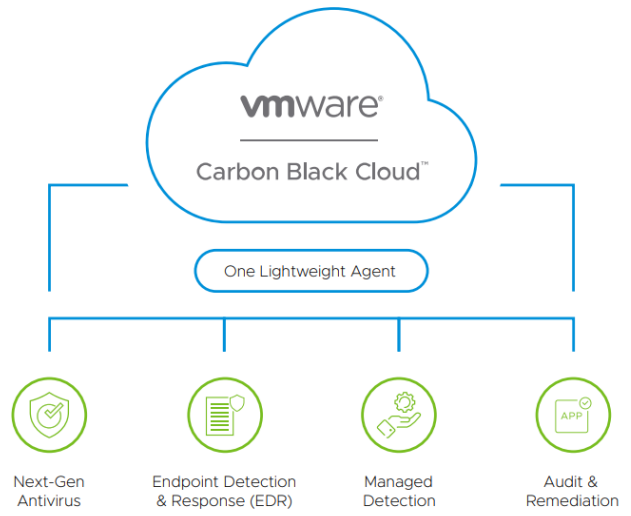
该产品是一个云原生的端点防护平台产品 (EPP), 借助在终端部署的轻量级的代理, 与云端安全分析产生联动, 对未知威胁进行阻止和防范。VMware 于 2019 年收购 CarbonBlack, 并在 2020 年的 RSA 信息安全大会上, 发布对 VMware Carbon Black Cloud 的多项改进, 比如与 MITER ATT&CK 框架的自动关联, 以及扩展到 Linux 机器的预防保护等。

图11: vSAN 与 vSphere 集成架构



资料来源: VMware 官网、浙商证券研究所

图12: Carbon Black Cloud 架构

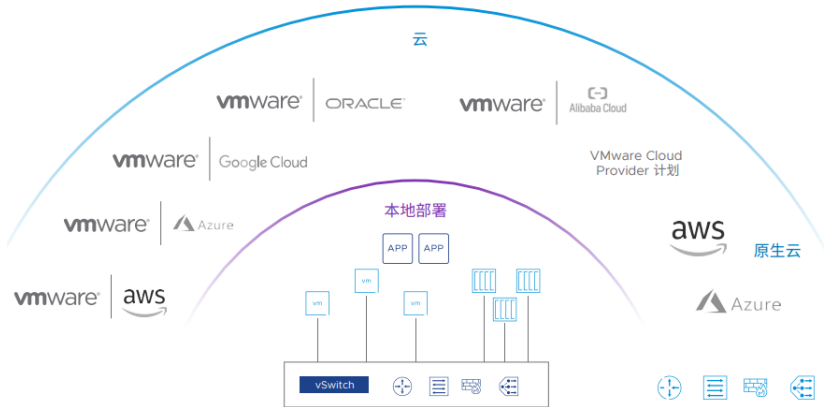


资料来源: VMware 官网、浙商证券研究所

### 3) 网络虚拟化 NSX (对标虚拟防火墙、VPN、应用交付等)

VMware 的网络虚拟化技术经历了 vSwitch, VDS, vCNS, 收购 Nicira, 到最终 2013 年发布 NSX。早期的 vSwitch 就是一个虚拟交换机, 其主要功能就是实现数据包的交换, vCNS 主要解决的是云环境中的网络和安全问题, 其可提供的服务包括虚拟防火墙、VPN、负载均衡等。而目前的 NSX 则是在收购 Nicira 公司之后由 VMware 推出的 SDN 产品平台, 是软件定义数据中心的解决方案的构成之一, 也是一个可以提供从完整的从 L2-L7 层的网络虚拟化和安全功能的平台。

图13: NSX 网络虚拟化和安全性平台



资料来源: VMware 官网、浙商证券研究所

### 4) 数字工作空间 Workspace ONE (对标桌面云)

Workspace ONE 产品 2016 年发布, 以平台形式整合了 (VDI) 桌面虚拟化产品 Horizon、多终端管理 (AirWatch 实现)、app 级别管理、访问控制、应用虚拟化等等, 产品部署模式可分为本地部署和云端部署 (SaaS 模式)。根据 VMware, Workspace ONE 包括 Standard、Advanced 和 Enterprise 三种版本, 按月订阅价格从 3.78 美元/月到 15 美元/月不等, 用户可以根据需求选择按设备数或按用户数订阅。



## 5) Tanzu (云原生)

Tanzu 于 2019 年 8 月在 VMware 大会上正式推出，旨在快速构建、运行和管理现代应用，通过开源 Kubernetes 让整个开发环境拥有一致性体验。

VMware Tanzu 适用于任何应用、任何云以及任何集群。通过 VMware Tanzu Mission Control，用户可控制整个 Kubernetes 平台，管理数百位用户并跨数千个集群应用策略。而通过 VMware Enterprise PKS，用户可深入集成到 vSphere、NSX 和 vSAN 中，将 Kubernetes 容器和虚拟机一起在现有 SDDC 基础架构上运行，并且在专家的指导和支持下跨任何云环境构建自定义 Kubernetes 平台。

## 2.2 云计算 SaaS 解决方案

### 2.2.1 深信服：托管云

随着云计算产业的成熟，越来越多的企业用户认可云服务模式，基本形成了公有云、私有云和混合云三种类型。此外，由于企业上云用云的程度持续加深，用户在服务形态、平台性能等方面的需求层出不穷，市场又催生出了托管云等新型部署模式。其中，深信服推出的信服云托管云是托管云领域的代表产品，以租用的方式为用户提供计算、存储、网络、安全资源和全生命周期的业务托管服务。

兼具公有云和私有云优势，托管云可以将企业部分应用、业务的运维和运营托管给云服务商，满足企业对近地存储计算和系统安全的需求，帮助企业实现轻资产上云、低成本用云。据 IDC 报告，2022 下半年专属托管云服务市场同比增长 26%，规模达到 162.4 亿元。我们认为，随着客户用云程度加深以及合规监管趋严，托管云的市场需求将进一步得到释放，服务主体也将进一步拓宽。未来，托管云有望逐渐成为中小企业和非科技型企业，尤其是自身云化能力较弱的传统企业上云的新选择。

表4：公有云、私有云、混合云对比分析

	公有云	私有云	混合云
模式	所有硬件、软件和其他支持性基础结构都是云厂商的，用户共享使用硬件、存储和网络设备，使用浏览器访问服务和管理账户	设备既可位于企业内部，也可由第三方服务商托管，但服务和基础结构始终通过私有网络进行维护，硬件和软件属专供使用	通过安全连接（如 VPN 连接或租用线路）组合成公有云和私有云混合的环境，数据和应用环境可在私有云和公有云之间移动，从而提供更大灵活性和更多部署选项
应用场景	电子邮件、在线办公应用、存储以及测试和开发环境等	政府机构、金融机构以及其他对数据安全和环境安全需要更大控制权的中、大型公司和组织	数据备份和灾难恢复、大数据处理、应用程序开发和测试、边缘计算等
优势	成本低、无需维护、高可靠性、提供按需	安全性高、灵活性高	控制力强、灵活性高、成本效益好、可轻松使用
劣势	安全性有限	价格高	需要更高的技术和管理水平

资料来源：CSDN、浙商证券研究所



## 2.2.2 VMware: 专用云对标

我们认为深信服托管云可与部分云厂商的专有云对标。专有云相当于将企业的私有云建立在云服务企业的数据中心，在公有云架构上开辟出符合自身业务架构与安全性要求的云平台系统，具有以下优势：1) 相比于传统私有云自建数据中心，具有更优的成本和更短的建设周期；2) 云服务商提供运维，降低企业负担；3) 采用公有云的技术体系架构，数据迁移便捷；4) 对部署在公有云的业务、数据进行特殊的隔离措施，安全性能较好。专有云具有自建模式和专用模式两种基本模式。

表5: 专有云自建模式与专用模式对比

	自建模式	专用模式
资产归属	私有化部署，用户买断形式，物理资源损耗由用户承担	本地部署，租用的方式提供，基础资源损耗由服务提供商负责
云管理服务	服务提供商部署本地的云管平台	服务提供商通过中心云或数据中心提供统一的远程云管平台
运维主体	用户指定运维团队以驻场方式提供本地运维，责任主体在用户侧	服务提供商通过中心云的云管理服务提供远程运维，责任主体在提供商
高阶能力	服务提供商一次性交付完成，按用户要求提供周期性升级服务	可按用户需要自主实时部署更多扩展服务
容灾	项目规划阶段，需要用户明确容灾能力要求，由服务提供商规划部署相应服务	容灾能力有服务提供商统一考虑，用户选择对应服务即可
安全	服务提供商一次性交付完成部署包括安全基线、平台安全和用户选用的安全服务，按照需求定期升级	借助服务提供商原有的平台安全和安全基线能力，并按照用户需要自主实时部署更多安全服务

资料来源：中国信通院 CAICT 公众号、浙商证券研究所

其中，自建模式可以理解为自建专用，使用经受过大规模实践验证的云计算框架，私有化部署在客户身边。专用模式可以理解为公有云的延伸，可以分为专区和一体机两种形式，代表产品分别是 VMware 专用云和 Azure 专用主机。其中，专区和一体机的区别是：前者是将云数据中心隔离成一个个“专区”租给每个用户，后者则是将由公有云统一运营的硬件“一体机”租给每个用户。

### 1) VMware 专用云

专用云是通过将公有云或数据中心资源进行物理隔离，保障其安全性，但同时又接受统一管理。VMware 于 2015 年推出 VMware vCloud Air（以前称为 vCHS）混合网络服务，其中包含 VMware 专用云选项。VMware 专用云的客户可以完全控制 CPU 资源和内存，并为特定的虚拟机（VM）保留存储。专用云还可以提供多个互联网网关，使得创建的每个虚拟数据中心都有自己的网络和防火墙配置。VMware vCloud Air 业务于 2017 年被云服务商 OVH 收购。

### 2) Azure 专用主机 (Azure Dedicated Host)

专用主机是将公有云拉到用户身边的一种方式，天然具有边缘的特性，接受公有云或数据中心的统一运营管理。微软于 2019 年 8 月 1 日正式开放 Azure 专用主机 (Azure Dedicated Host) 的公共预览版。用户可以在单租户物理服务上运行虚拟机，即不需要与其他人共享该服务器上的任何资源，并且可以完全控制该主机运行的所有内容。专用主机与数据中心使用的物理服务器相同，不过是作为一种可直接访问的硬件资源提供。相比于计算共享服务，Azure 专用主机提高了可见性和控制力，满足企业用户更加严格的合规及监管要求，可以根据实际场景，灵活选择。

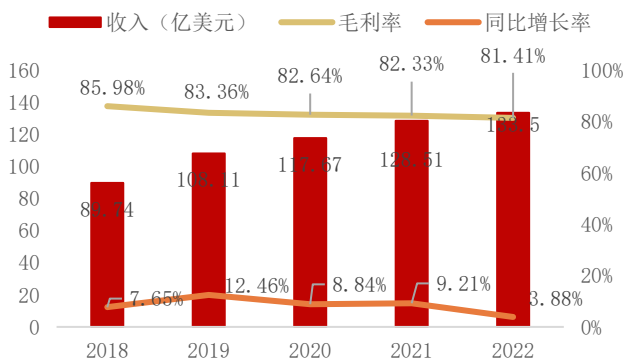
我们对比信服云托管云、VMware vCloud Air、Azure Dedicated Host 模式发现三者都是**独享集群、以服务形式交付、租用设备、按月订购的付费模式**。作为具有较强服务属性的

产品类型，我们认为未来托管云、专有云将面临进一步创新和成长的压力，具体表现在以下两个方面：1) 面向未来行业愈加复杂的应用场景和多样的个性化需求，应充分发挥自身技术优势不断完善产品，打破技术同质化壁垒；2) 随着数据安全政策法规的不断出台以及合规监管的不断加强，以“租用”模式提供服务的云厂商应更加重视安全问题，构建完整的安全管理模式。

### 2.3 财务表现与估值对比

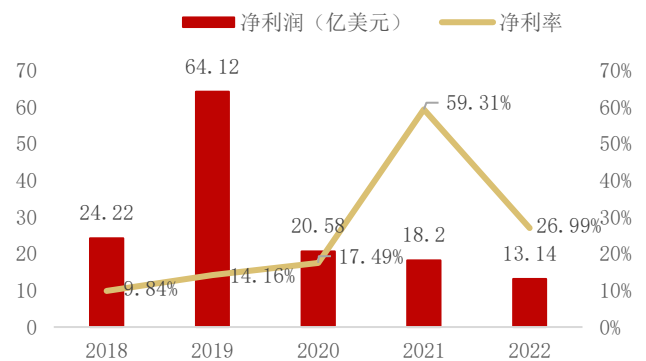
财务表现层面，2018-2022年（对应2019-2023财年）VMware营业收入分别为89.74、108.11、117.67、128.51、133.50亿美元，毛利率基本维持在80%左右水平，高于深信服云计算的毛利率水平，主要原因为VMware收入结构中以软件收入为主（包括授权费、SaaS以及订阅费）。

图14: VMware 2018-2022年（对应2019-2023财年）收入及毛利率（亿美元）



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图15: VMware 2018-2022年（对应2019-2023财年）净利润及净利率（亿美元）

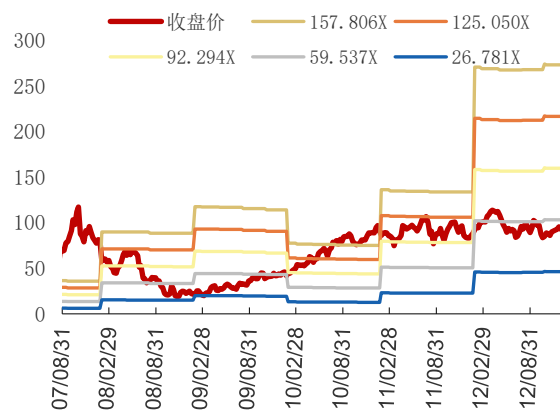


资料来源: Wind、浙商证券研究所

估值层面，分两个阶段来看：

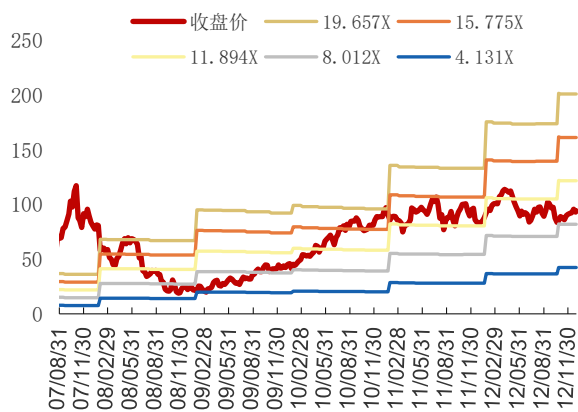
1) 高速增长阶段（2006-2012年）：此阶段营收CAGR约37%，对应PE-Band中枢值约为92倍，PS-Band中枢值约为12倍；

图16: VMware 高速增长阶段 PE-Band



资料来源: Wind、浙商证券研究所

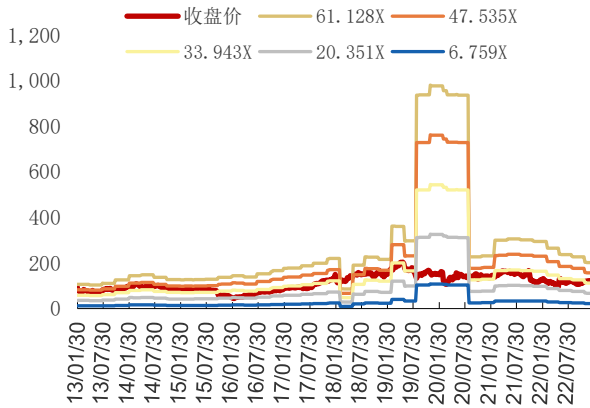
图17: VMware 高速增长阶段 PS-Band



资料来源: Wind、浙商证券研究所

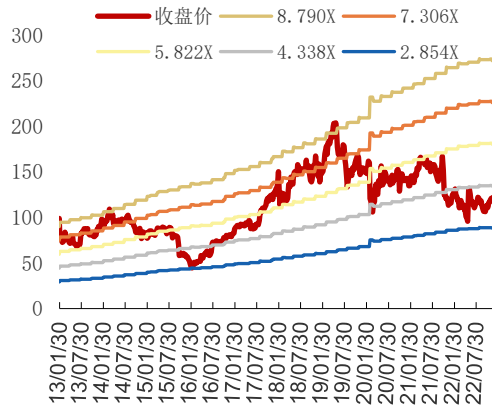
2) 稳定增长阶段（2013-2022年）：此阶段营收CAGR约11%，对应PE-Band中枢值约为34倍，PS-Band中枢值约为6倍。

图18: VMware 稳定增长阶段 PE-Band



资料来源: wind、浙商证券研究所

图19: VMware 稳定增长阶段 PS-Band



资料来源: wind、浙商证券研究所

从 VMware 的发展历程来看,我们认为对于深信服云计算业务的发展有以下几点启发:

**1) 收入增速随着云计算市场渗透率的提升逐步放缓:**

VMware 营收增速在 2011 财年达到高峰 (32%) 后开始呈现放缓趋势 (2023 财年营收增速仅为 4%), 我们认为主要原因一方面为公司所处的虚拟化软件市场渗透率达到较高水平, 另一方面为公有云竞争对手 (AWS 和微软 Azure 等) 增长强劲, 公司产品竞争优势逐渐减弱。

**2) 中国市场市占率降低, 存在被国内云计算厂商替代的可能:**

根据 IDC 在 2023 年 6 月发布的《软件定义计算软件市场半年跟踪报告》显示, 2022 年中国软件定义计算软件市场的市场规模达到了 17.3 亿美元 (122.9 亿元人民币), VMware 市占率为 16.6%, 其中在虚拟化市场 (软件定义计算子赛道) 中 VMware 占据 36.8% 的份额, 位列第一, 但市场份额在逐年减少。我们认为考虑到深信服在超融合市场占据 13% 左右的市场份额, 若假设对 VMware 的部分现有份额进行替代, 则仍有较大的增长空间。

**3) 业务布局由云走向安全, 体现云与安全相伴相生的产业趋势:**

VMware 于 2019 年收购 Carbon Black, 并在 2020 年的 RSA 信息安全大会上, 发布对 VMware Carbon Black Cloud 的多项改进, 推出云原生的端点防护平台产品 (EPP), 将安全应用于云计算场景。

**4) SaaS 收入占比持续提升, 预示深信服转云战略的可行性:**

VMware 的认购型 SaaS 业务占比从 2019 年至 2022 年分别为 17.36%、21.99%、24.94%、30.05%, 比例逐渐增加, 体现了 SaaS 业务广阔的市场前景, 我们认为在未来深信服的 SaaS 业务也有望迎来稳定高速增长阶段。

### 3 盈利预测与估值分析

收入层面，我们分别对公司的网络安全、云计算及 IT 基础设施、基础网络及物联网三项业务进行预测：

- 1) 网络安全业务：**考虑到《网络安全法》等法规的相继落地以及数字化转型和智能进程加快的持续推进，用户面临日益严峻的网络安全威胁态势以及更加严格的合规建设要求，我们认为中国网络安全市场有望保持高速增长。同时考虑到公司多年深耕网络安全市场具有一定市场优势，2017-2022 年五年间网络安全业务收入增速 CAGR 为 21%，我们预测公司网络安全业务 2023-2025 年收入增速分别为 15%/25%/20%。
- 2) 云计算及 IT 基础设施业务：**考虑到 2022 年国家发改委等部门联合印发通知，正式全面启动“东数西算”工程，推动云计算业务的快速发展；同时考虑到 2017-2022 年五年间云计算及 IT 基础设施业务收入增速 CAGR 为 39%，我们预测公司 2023-2025 年云计算及 IT 基础设施业务增速分别为 25%/30%/30%。
- 3) 基础设施及物联网业务：**考虑到《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》和中国的数字化转型，网络建设有望迎来大量建设机会和资金投入，同时考虑到公司以无线为核心的网络业务已进入成熟发展阶段，参考 2017-2022 年五年间基础设施及物联网业务收入增速 CAGR 为 15%，我们预测公司 2023-2025 年基础设施及物联网业务增速分别为 10%/10%/10%。

表6：公司 2023-2025 年收入预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>6804.90</b>	<b>7412.88</b>	<b>8777.97</b>	<b>11042.97</b>	<b>13636.88</b>
YOY	24.67%	8.93%	18.42%	25.80%	23.49%
毛利率	65.49%	63.82%	65.66%	65.42%	65.70%
<b>其中：</b>					
<b>网络安全业务</b>					
收入	3,688.67	3,897.64	4482.29	5602.86	6723.43
YOY	17.76%	5.66%	15.00%	25.00%	20.00%
毛利率	81%	81%	81%	81%	81%
<b>云计算业务</b>					
收入	2,379.49	2,859.47	3574.34	4646.64	6040.63
YOY	49.53%	20.17%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	44%	44%	49%	49%	51%
<b>无线业务</b>					
收入	736.74	655.77	721.35	793.48	872.83
YOY	42.15%	-10.99%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	58%	53%	55%	54%	55%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

费用层面，考虑到在经济复苏趋于缓慢、整体经济形势不确定性加剧的背景下，公司持续实施降本增效措施，我们预测公司 2023-2025 年研发费用增速为 10%/15%/18%，销售

费用增速为 15%/20%/20%，管理费用增速为 5%/10%/20%，同时伴随收入增长费用率有望进一步摊薄。

表7：公司 2023-2025 年三大费用与归母净利润预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
研发费用	2087.90	2247.78	2472.55	2843.44	3355.25
研发费用率	30.68%	30.32%	28.17%	25.75%	24.60%
YOY	38%	8%	10%	15%	18%
销售费用	2,316.56	2,410.99	2772.64	3327.17	3992.61
销售费用率	34.04%	32.52%	31.59%	30.13%	29.28%
YOY	28%	4%	15%	20%	20%
管理费用	391.52	389.88	409.37	450.31	540.37
管理费用率	5.75%	5.26%	4.66%	4.08%	3.96%
YOY	44%	0%	5.00%	10.00%	20.00%
<b>净利润</b>	<b>272.86</b>	<b>194.17</b>	<b>587.17</b>	<b>1029.07</b>	<b>1447.22</b>
<b>归母净利润</b>	<b>272.86</b>	<b>194.17</b>	<b>587.17</b>	<b>1029.07</b>	<b>1447.22</b>
归母净利润率	4.01%	2.62%	6.69%	9.32%	10.61%
YOY	-66.29%	-28.84%	202.40%	75.26%	40.63%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

综合以上，我们调整此前预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 87.78/110.43/136.37 亿元，归母净利润分别为 5.87/10.29/14.47 亿元。

我们采取分部估值的方法，分别对公司网络安全业务、云计算业务和无线业务进行估值。其中：

- 1) **网络安全业务**：采用 P/E 估值方法，考虑到公司属于网络安全行业公司，我们选取天融信、绿盟科技及亚信安全作为可比公司，给予公司网络安全业务 36 倍 PE；

表8：网络安全业务可比公司估值分析（参考 2023 年 8 月 4 日数据）

公司名称	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE		
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
天融信	35.43	46.05	58.56	73.47	-0.96	4.37	6.00	7.83	27	20	15
绿盟科技	26.29	31.57	37.96	45.39	1.21	3.10	4.35	6.20	32	23	16
亚信安全	17.21	21.35	26.64	33.34	-0.67	1.64	2.39	3.33	48	33	24
<b>均值</b>									<b>36</b>	<b>25</b>	<b>18</b>

资料来源：Wind、浙商证券研究所  
 参考 Wind 一致预期

- 2) **云计算业务**：采用 P/S 估值方法，主要考虑云计算及 IT 基础设施业务增长尚未达到稳定利润率水平。我们参考云计算业务海外对标公司 VMware 业务高速增长阶段 12 倍 PS

以及国内对标公司青云科技 6 倍 PS 的估值水平，给予公司云计算业务 8 倍 PS（考虑到跨市场的估值水平差异，基于审慎性考虑，给予 PS 估值一定折价）；

表9：云计算及 IT 基础设施业务可比公司估值分析（参考 2023 年 8 月 4 日数据）

公司名称	营业收入 (VMware 单位亿美元, 青云科技单位亿元)				归母净利润 (VMware 单位亿美元, 青云科技单位亿元)				PS		
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
VMware	133.50	140.41	147.89	155.82	13.14	15.77	19.29	22.67	业务高速增长阶段对应 PS 为 12 (参考图 17)		
青云科技	3.05	3.54	3.97	4.41	-2.56	-1.84	-1.35	-0.96	2023E	2024E	2025E
									6	5	5
<b>均值</b>									<b>9</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>

资料来源：Bloomberg、Wind、浙商证券研究所  
 参考 Wind 一致预期

3) **无线业务**：采用 P/E 估值方法，考虑到公司业务类型，我们选取紫光股份及星网锐捷作为可比公司，给予公司基础设施及物联网业务 24 倍 PE。

表10：基础设施及物联网业务可比公司估值分析（参考 2023 年 8 月 4 日数据）

公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
紫光股份	740.58	850.49	978.66	1,125.06	21.86	26.91	32.92	39.69	31	25	21
星网锐捷	157.41	187.17	217.51	250.58	6.16	7.45	9.22	10.72	17	14	12
<b>均值</b>									<b>24</b>	<b>19</b>	<b>16</b>

资料来源：Wind、浙商证券研究所  
 参考 Wind 一致预期

综合以上，我们预测公司目标市值为 591 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 101、57、41 倍，对应目标价为 141.9 元，**维持“买入”评级。**



## 4 风险提示

### 1) 下游客户预算复苏不及预期

考虑到经济复苏趋缓，可能影响公司下游客户对于网络安全以及云计算基础设施建设的资金投入，存在下游客户预算规划资金不足导致公司收入增长不及预期的风险。

### 2) 公司新业务拓展不及预期

公司自 2021 年开始全面推进 XaaS 转云战略，2021 年推出 DaaS 桌面即服务，2022 年推出零信任平台、XDR 平台、DASP 平台，2023 年发布安全 GPT 产品。公司新兴业务的拓展有望增强客户黏性，推动公司收入持续高速增长。但考虑到下游用户对于 SaaS 模式以及新产品的接受程度存在一定不确定性，公司新业务拓展存在不及预期的风险，从而导致公司收入增长不及预期。

### 3) 毛利率持续波动

公司 2022 年综合毛利率相较于 2021 年下降 1.67pct，主要原因为毛利率较低的云计算业务收入占比逐步提升，而毛利率较高的网络安全业务增速较慢。2022 年以来，公司加强供应链管理，同时叠加 2022 年服务器市场价格下降，2022Q4 单季度云计算及 IT 基础设施业务毛利率上升至约 48%，带动公司整体毛利率较年初有所回升。长期来看，受到公司收入结构变化以及上游原材料价格波动的影响，公司毛利率存在持续波动的风险。

### 4) 市场竞争加剧

近几年，国内网络安全市场整体保持较快增长，吸引了越来越多的传统 IT 巨头和互联网公司进入网络安全领域。同时，行业内企业数量较多，已有多家公司在国内 A 股上市，并且在某些细分领域市场领先者不断涌现，网络安全行业存在竞争进一步加剧的风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6,009	6,896	8,500	10,692
现金	1,406	2,060	3,044	3,969
交易性金融资产	1,496	1,600	1,800	2,500
应收账款	821	826	969	1,136
其它应收款	50	60	75	93
预付账款	23	26	33	40
存货	274	277	332	407
其他	1,939	2,047	2,247	2,547
<b>非流动资产</b>	6,174	6,167	6,098	6,057
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	394	394	394	394
固定资产	377	649	533	605
无形资产	275	263	244	227
在建工程	325	42	114	21
其他	4,804	4,819	4,814	4,809
<b>资产总计</b>	12,183	13,063	14,599	16,749
<b>流动负债</b>	3,908	3,963	4,407	5,039
短期借款	791	500	300	100
应付款项	741	872	1,035	1,305
预收账款	1,178	1,317	1,546	1,841
其他	1,198	1,274	1,525	1,793
<b>非流动负债</b>	555	661	725	795
长期借款	0	0	0	0
其他	555	661	725	795
<b>负债合计</b>	4,463	4,624	5,131	5,834
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7,720	8,439	9,468	10,915
<b>负债和股东权益</b>	12,183	13,063	14,599	16,749

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	746	966	1,496	2,066
净利润	194	587	1,029	1,447
折旧摊销	214	205	262	308
财务费用	(195)	(205)	(244)	(292)
投资损失	(27)	(39)	(44)	(37)
营运资金变动	(51)	307	442	601
其它	610	111	50	39
<b>投资活动现金流</b>	(424)	(357)	(555)	(1,234)
资本支出	(216)	(160)	(180)	(250)
长期投资	(29)	0	0	0
其他	(179)	(197)	(375)	(984)
<b>筹资活动现金流</b>	495	46	44	92
短期借款	764	(291)	(200)	(200)
长期借款	0	0	0	0
其他	(269)	337	244	292
<b>现金净增加额</b>	817	654	984	925

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7,413	8,778	11,043	13,637
营业成本	2,682	3,015	3,818	4,678
营业税金及附加	71	90	109	135
营业费用	2,411	2,773	3,327	3,993
管理费用	390	409	450	540
研发费用	2,248	2,473	2,843	3,355
财务费用	(195)	(205)	(244)	(292)
资产减值损失	39	36	52	64
公允价值变动损益	16	31	14	20
投资净收益	27	39	44	37
其他经营收益	394	395	404	398
<b>营业利润</b>	204	652	1,149	1,619
营业外收支	15	9	10	11
<b>利润总额</b>	219	661	1,159	1,630
所得税	25	74	130	183
<b>净利润</b>	194	587	1,029	1,447
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	194	587	1,029	1,447
EBITDA	239	662	1,179	1,646
EPS (最新摊薄)	0.47	1.41	2.48	3.48

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.93%	18.42%	25.80%	23.49%
营业利润	-18.14%	219.82%	76.09%	40.91%
归属母公司净利润	-28.84%	202.40%	75.26%	40.63%
<b>获利能力</b>				
毛利率	63.82%	65.66%	65.42%	65.70%
净利率	2.62%	6.69%	9.32%	10.61%
ROE	2.58%	7.27%	11.49%	14.20%
ROIC	0.25%	4.21%	7.73%	10.04%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.63%	35.40%	35.15%	34.83%
净负债比率	18.89%	11.95%	6.87%	2.61%
流动比率	1.54	1.74	1.93	2.12
速动比率	1.47	1.67	1.85	2.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.70	0.80	0.87
应收账款周转率	10.92	10.80	12.20	12.43
应付账款周转率	5.69	5.10	5.49	5.51
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.47	1.41	2.48	3.48
每股经营现金	1.79	2.32	3.60	4.97
每股净资产	18.58	20.30	22.78	26.26
<b>估值比率</b>				
P/E	251.27	83.09	47.41	33.71
P/B	6.32	5.78	5.15	4.47
EV/EBITDA	189.11	69.98	38.18	26.27

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>