

## 网络信息安全龙头，云计算业务未来可期

深信服 (300454.SZ)

未评级 首次覆盖

### 核心观点：

- **网络信息安全整体市场增长较为稳健，公司龙头地位稳固。**根据 IDC 预测，我国网络信息安全市场未来还将保持 20% 左右的增速，细分领域的增速也基本相同，下游需求较为旺盛。公司是网络信息安全领域龙头之一，多项产品国内市占率第一。网络信息安全业务是公司目前的核心业务，近三年保持 20% 以上的收入增长，毛利率稳中有升，近两年保持在 88% 以上。公司在上网行为管理和 VPN 网络安全细分领域中是绝对的龙头，依托强大的品牌和渠道，产品市占率常年保持第一。其中，上网行为管理产品 2016Q4 的市场份额超过第二、三、四、五名总和；根据 IDC 报告，公司下一代防火墙在 2016 年 UTM 类别中，国内市占率第二，并连续两年入围 Gartner 魔力象限；公司应用交付解决方案目前国内市占率第二，在国家倡导自主可控的背景下，公司产品性价比较高并且作为国内品牌的代表，有望缩小与 F5 的差距。公司坚持渠道化战略，注重用户的体验，龙头地位进一步巩固。与同业相比，公司下游涵盖较多中小企业，单一自建营销网络难以覆盖全面，所以公司一直坚持渠道化战略实现更广覆盖，2017 年渠道代理销售占比达到 97.01%。同时，公司对用户意见反馈和产品需求的快速响应也有助于加强差异化竞争，巩固龙头地位。我们认为，网络安全市场，渠道为王，公司龙头效应显著，未来信息安全业务将保持稍快于行业整体增速增长。
- **云计算业务增长迅速，超融合市场前景广阔。**公司连续两年云计算业务收入增速超过 100%，且在 2016 年入围了 Gartner X86 服务器虚拟化基础魔力象限。IDC 预测中国云计算整体市场将保持 17% 左右的复合增长，而细分领域的融合市场的年复合增长率为 48%，公司产品未来市场空间广阔。根据 IDC 报告，2017 年公司在超融合架构市场的市占率为 13%，国内第三。公司超融合架构采用 KMV+GlusterFS 结构，具有一定的竞争力。
- **募集资金投入信息安全和云计算业务，未来实现双轮驱动。**本次募投项目主要在产品的基础上进行升级改造，实现技术升级和产品更新换代，符合公司信息安全+云计算的双轮驱动发展方向。
- **投资建议：**我们预计，公司 18-20 年 EPS 分别 1.88/2.48/3.16 元，对应发行价市盈率分别为 16/12/10 倍，鉴于新股上市，不予评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；政策推进不及预期

### 主要财务指标（估值按发行价计算）

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2472.47	3281.67	4222.30	5137.51
增长率%	41.28%	32.73%	28.66%	21.68%
净利润(百万元)	573.52	753.58	993.80	1264.61
增长率%	122.67%	31.40%	31.88%	27.25%
每股收益 EPS(元)	1.43	1.88	2.48	3.16
净资产收益率 ROE	32.95%	21.59%	23.14%	23.81%
市盈率 PE	20.97	15.96	12.10	9.51
市净率 PB	6.91	3.45	2.80	2.26

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

### 分析师

钱劲宇

☎：021-20252621

✉：qianjinyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517110002

### 市场数据 2018-05-14

总股本(亿股)	4.00
实际流通 A 股(亿股)	0.40
限售的流通 A 股(亿股)	3.60

### 相关研究

1. 启明星辰 (002439.SZ)：业绩稳定增长，关注城市安全运维及工业互联网安全业务进展
2. 2018 年度计算机投资策略报告：浪潮之巅，18 年继续看好人工智能 2018-01-12
3. 美亚柏科 (300188.SZ)：政策推动电子数据取证发展，“四加四”业务体系齐头并进 2017-12-01

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

信息安全整体市场增长较为稳健，公司龙头地位稳固。根据 IDC 预测，我国网络信息安全市场未来还将保持 20% 左右的增速增长，细分领域的增速也基本相同，下游需求较为旺盛。

公司是网络信息安全领域龙头之一，多项产品国内市占率第一。坚持渠道化战略，注重用户的体验，龙头地位进一步巩固。与同业相比，公司下游涵盖较多中小企业，单一自建营销网络难以覆盖全面，所以公司一直坚持渠道化战略实现更广覆盖，2017 年渠道代理销售占比达到 97.01%。同时，公司对用户意见反馈和产品需求的快速响应也有助于加强差异化竞争，巩固龙头地位。我们认为，网络安全市场，渠道为王，公司龙头效应显著，未来信息安全业务将保持稍快于行业整体增速增长。

云计算业务增长迅速，超融合市场前景广阔。公司云计算业务近两年云计算业务收入增速连续超过 100%，且在 2016 年入围了 Gartner X86 服务器虚拟化基础魔力象限。IDC 预测中国云计算整体市场将保持 17% 左右的复合增长，而细分领域的融合市场的年复合增长率为 48%，公司产品未来市场空间广阔。我们认为公司云计算业务未来还将保持较快增速。

### 我们与市场不同的观点：

我们预测，公司传统网络信息安全业务未来增速较为稳定，出现爆发性增长的可能性较小。重点关注云计算业务出现突破，有可能成为公司未来业绩高增长的主要贡献点。

### 估值与投资建议：

投资建议：我们预计，公司 2018-2020 年 EPS 分别 1.88/2.48/3.16 元，对应发行价市盈率分别为 16/12/10 倍，鉴于新股上市，不给评级。

### 股价表现的催化剂：

网络信息安全威胁加剧；国家进一步加强自主可控。

### 主要风险因素：

技术发展或不及预期；行业竞争加剧；政策推进不及预期。

## 目 录

一、公司发展迅速，坚持渠道化战略.....	4
（一）公司发展历程，股权结构清晰.....	4
（二）坚持渠道化战略，全面覆盖中小企业.....	6
二、信息安全领域龙头，多项产品国内市占率第一.....	7
（一）信息安全领域布局较全，各项产品市场竞争力强.....	7
（二）信息安全整体市场增长较为稳健，公司龙头地位稳固.....	11
三、云计算业务增长迅速，超融合市场前景广阔.....	14
四、企业无线业务收入增长较快，增值丰富可拓展性强.....	16
五、募集资金投入网络安全和云计算，实现双轮驱动.....	17
六、投资建议.....	18
七、风险提示.....	18

## 一、公司发展迅速，坚持渠道化战略

### (一) 公司发展历程，股权结构清晰

公司成立于2000年，主营业务为向企业级客户提供信息安全、云计算、企业级无线相关产品和解决方案。公司致力于让企业级用户的IT更简单、更安全、更有价值，凭借十余年的持续创新、优秀的产品和服务，现已发展成国内网络信息安全市场龙头企业之一。

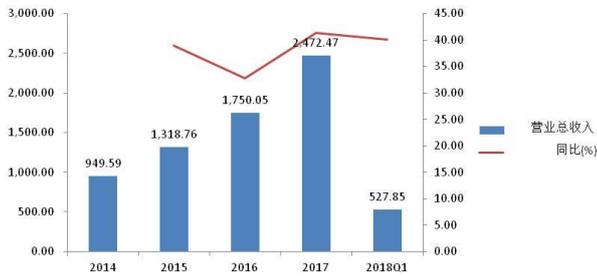
图1：业务发展历程



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

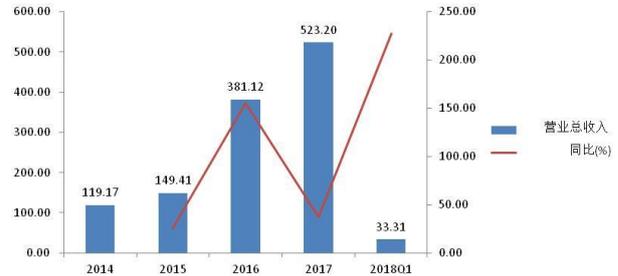
近几年来，公司的收入和利润增长非常迅速，收入每年同比增长40%左右，扣非净利润更是保持迅速增长。从18Q1来看，18年收入和利润稳定增长的态势还将延续。

图 2： 公司近年营收情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 3： 公司近年扣非净利润情况

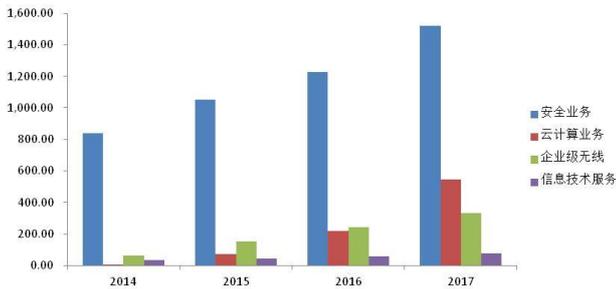


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

公司主要有信息安全、云计算、企业级无线和信息技术服务四项业务。其中，信息安全业务保持稳健增长的态势，而公司 13 年大力推行的云计算业务，近几年来，保持每年同比翻番的迅速增速。

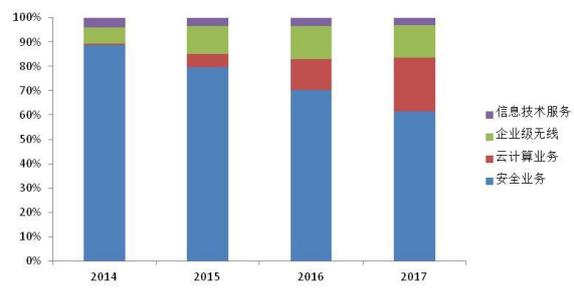
从各项业务结构占比来看，由于云计算业务的发力和前期收入基数较小，其占比从 15 年的 5% 左右提高到 17 年 22% 左右。

图 4： 公司各项业务增长情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

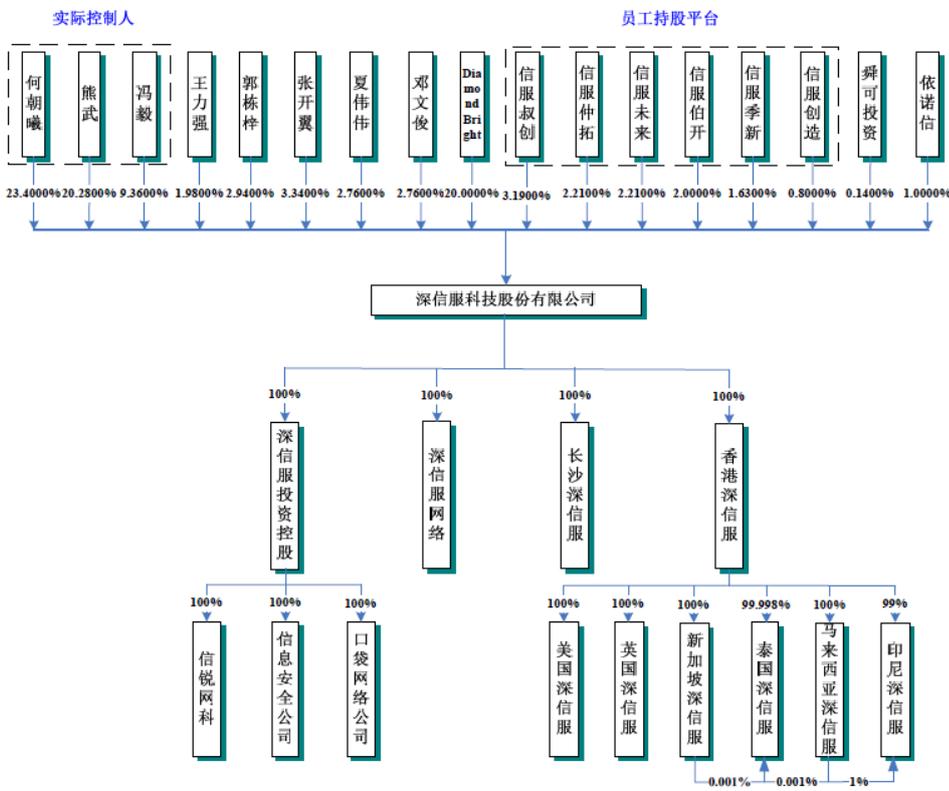
图 5： 公司产品收入结构情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

公司前身为深圳市深信服电子科技有限公司，成立于 2000 年 12 月 25 日，由何朝曦、熊武、冯毅共同出资设立。截止公司招股说明书签署之日，何朝曦、熊武、冯毅为公司的控股股东、实际控制人，三人分别持有公司 23.4%、20.28% 和 9.36% 的股份，分列公司的第一、二、四大股东，三人合计持有公司 53.04% 的股份。三人为公司创始人，一直担任公司董事、管理层重要职务，对公司经营决策具有重大影响，且三人已于 2017 年 6 月 13 日签订《一致行动协议》，为公司的实际控制人。

图 6：公司股权结构



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

## (二) 坚持渠道化战略，全面覆盖中小企业

企业级 IT 市场用户广泛，单一企业难以通过自建的营销体系实现用户的全面覆盖。公司秉承以渠道为核心的市场战略，借助渠道合作伙伴的营销网络，实现在不同行业和地区的用户覆盖以及快速的产品导入，提升公司产品的市场占有率。公司已建立了一套完善的渠道管理体系，在渠道能力提升、认证培训、技术支持、营销支持等方面形成了成熟的经验，有助于双方共同开拓企业 IT 市场，实现共赢。

图 7：公司渠道建设体系



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

截止 2017 年 12 月 31 日，公司与国内数千余家渠道代理商建立了合作关系，分布于全国 32 个省（直辖市/自治区），同时在香港、马来西亚、印尼、新加坡等国家和地区设立了子公司，形成了覆盖全国市场及部分海外市场的营销网络。

对比一些竞争对手，公司的渠道代理销售占比达到 97.01%。

**表 1：公司与竞争对手销售特点分析**

厂商	销售模式	客户特点
绿盟科技	采用直销与渠道代理销售相结合的方式，其重点领域客户采取直销方式，其他客户一般采用渠道代理	2012 年营业收入中，来自政府、电信运营商、金融用户的占比分别为 25.92%、29.17%、15.39%。
启明星辰	采用直销与代理销售相结合的方式，对于政府、军队等重点行业客户，通常采取直销模式，对于广大地市市场，采用分销模式	2017 年来自华北地区收入占比 43.09%。
北信源	采用直销和经销相结合的方式，2012 年直销、分销占比为 51.03%、48.97%	2017 年，来自金融、军工、能源、政府行业的收入占比 12.02%、12.50%、9.92%、27.75%。
任子行	采用直销、分销相结合的方式，对于政府、军队运营商等通常采用直销模式，对于广大非政府直接管理的市场，主要采用经销模式	与深信服相比，任子行收入主要来源于公安领域
蓝盾股份	一般直接向客户开展业务，部分安全产品则是由公司系统集成商客户采购后用于其系统集成项目或销售给其他客户	2017 年收入中，政府客户收入占比 26.15%，系统集成商占 34.48%
深信服	渠道代理为主；2017 年渠道代理与直销占比分别为 97.01%、2.99%	2017 年最终客户中，企业、教育、金融等众多行业的企业级用户占比超过 60%；用户类型更分散，区域覆盖面更广

资料来源：Wind，招股说明书，中国银河证券研究部

由此可见，公司非常重视销售渠道的建设，不仅如此，对比其它竞争对手，公司对用户意见反馈和产品需求的快速响应也是差异化竞争的手段之一。比如公司研发人员每月都会进行例行的客户拜访以收集产品需求，每年收集上千条有效需求，并根据市场需求进行产品的升级或更新换代，保持产品的可靠性；公司在全球各办事处均设有本地原厂服务人员，安全服务范围覆盖公司主要业务区域。同时，公司在深圳、长沙、吉隆坡三地设有超过 100 坐席的 CTI 中心，提供 7X24 小时的 400 电话咨询和远程调试的服务，为用户提供快速的服务响应。

## 二、信息安全领域龙头，多项产品国内市占率第一

### （一）信息安全领域布局较全，各项产品市场竞争力强

信息安全业务是公司自成立以来的核心业务，也是公司目前收入占比最大的业务。主要产品包括上网行为管理、VPN、下一代防火墙、应用交付等。2015 年，公司在信息安全领域的市场份额占中国信息安全硬件、软件市场前三名。

表 2: 公司网络信息安全产品概览

产品	主要用途	市场排名/权威认可
上网行为管理	了解网络使用情况, 构建一个有序的、健康的上网环境, 提高工作效率, 有序降低非工作上网行为, 保障网络资源合理使用; 合理分配贷款, 保障重要应用的访问速度	2015、2016 年国内市占率第一; 2012 至 2016 年入选 Gartner 国际魔力象限
下一代防火墙	实现 L2-L7 层全面的安全防护, 低于来源更广泛、攻击更容易、危害更明显的应用层攻击。具备安全可视、持续检测、快速响应、简单易用的特性, 为用户提供安全威胁可防御、异常行为可监控、安全态势可感知、安全价值可呈现的价值	根据 IDC 报告, 公司下一代防火墙在 2016 年 UTM 类别中, 国内市占率第二; 14 年获 NSSLABs “Web 攻击防护” 最高评价 “推荐” 单位; 15-16 年入选 Gartner 国际魔力象限; 16 年 NGFW 获得国际权威安全检测机构 ICSA 防火墙认证
VPN	为分支、PC 及智能终端远程安全接入数据中心提供认证、加密、授权和审计服务	根据 IDC 报告, 公司 VPN 在 15-16 年保持国内市占率第一
应用交付	提供链路负载、服务器负载、全局负载等, 保障业务的高可靠性、高稳定	与深信服相比, 任子行收入主要来源于公安领域
广域网加速	部署在数据中心和分支机构的广域网出口, 通过流削减、流压缩、流缓存和协议加速等技术, 最终实现应用性能和广域网速度的提升	2011、2012 年国内市占率第二, 2013 年市占率第一; 13-16 年连续 4 年入围 Gartner 国际魔力象限
云安全产品	包括云安全资源池、云 WAF、云端安全智能服务等, 提供云安全解决方案及服务	

资料来源: Wind, 招股说明书, 中国银河证券研究部

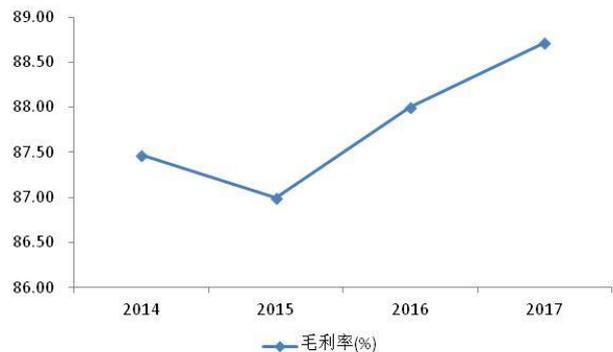
网络信息安全业务整体增速也很快, 近三年保持 20% 以上的收入增长; 毛利率稳中有升, 近两年保持在 88% 以上。

图 8: 公司网络信息安全业务情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 9: 公司网络信息安全业务综合毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

公司在上网行为管理和 VPN 网络安全细分领域中是绝对的龙头, 依托强大的品牌和渠道, 市占率常年保持第一。其中根据 IDC 报告, 公司上网行为管理在 2016Q4 的市占率为 29.4%, 超出第二、三、四、五名的总和。

图 10： 公司上网行为管理产品架构



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

图 11： 公司上网行为管理产品样例



资料来源：Zol，中国银河证券研究部

上网行为管理产品单价根据连接的用户规模数和其他参数的不同，价格范围在 1.2 万-18 万。

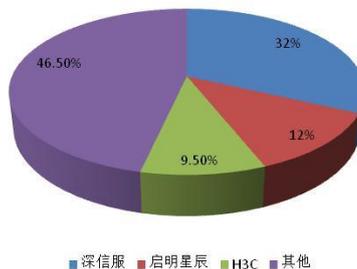
公司在 VPN 领域具有明显的技术优势和市场领先优势，是我国 IPSecVPN 和 SSLVPN 两项密码行业标准的主要定制单位。

图 12： 公司 VPN 产品



资料来源：百度，中国银河证券研究部

图 13： 公司 VPN 市占率（2016 年）



资料来源：IDC，中国银河证券研究部

公司的下一代防火墙（NGFW）具有硬件、NFV、云化等多种产品形态，可满足用户在传统 IT 和云计算等多种业务场景下的安全需求。NGFW 可识别业务、用户、数据、漏洞等安全要素，实现漏洞扫描、L2-7 层攻击、敏感数据识别、应用/用户识别等安全功能，并且可利用自动和人工两种分析方式，核查基于风险和异常行为的事件模型，最终以决策者视角提供整体风险评级、攻击有效性分析、高危系统综合排名等情报的综合风险报表。此外，NGFW 安全检测采取本地和云端联动的模式，实时进行全生命周期检测，可及时发现 APT、窃取数据等隐蔽性极强的安全事件，并通过云安全服务提供 7X24 小时安全分析、问题定位、快速响应的技术服务，利用工具化手段进行威胁处理和情报传递。

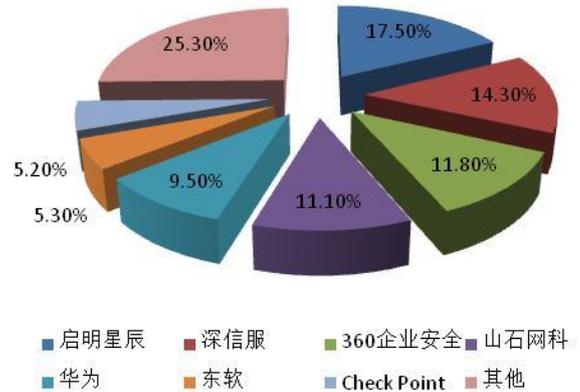
公司的 NGFW 在 17 年也成功入围 Gartner 魔力象限，在象限中领先于山石网科、新华三等竞争对手。国内防火墙整体市场集中度较为分散，但相较于前几年，集中度有所提高。

图 14：企业防火墙 Gartner 魔力象限（2017 年 7 月）



资料来源: Gartner, 中国银河证券研究部

图 15：公司 VPN 市占率（2016 年）



资料来源: IDC, 中国银河证券研究部

公司应用交付（AD）解决方案是对应用数据进行端到端的分析、调度、保护、加密和优化，通过多达 20 种应用探测机制，能够探测应用交付过程中的故障，并毫秒级切换，保障应用稳定。

图 16：公司应用交付技术优势



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部

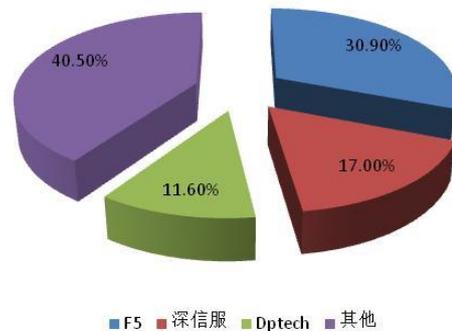
公司致力于提供稳定、安全、快速的应用交付解决方案，在众多功能细节中都体现出了对不同地域、不同用户群市场需求的深刻理解。根据 IDC 报告，2017 年公司 AD 产品国内市场占有率为 17%，仅次于 F5，为国内品牌第一。

图 17: 公司应用交付在各行业中的案例



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部

图 18: 公司应用交付市占率 (2017 年)



资料来源: IDC, 中国银河证券研究部

我们认为, AD 产品的成功主要归结于 1) 优秀的渠道建设和亲民价格, 覆盖了大量中小企业; 2) 国产品牌、自主可控的标签让其政府在行业落地毫无压力。这两点让深信服成为政府行业应用交付第一品牌。随着国产替代化的加速, 公司有望继续在国内市场对 F5 产生冲击, 夺取第一指日可待。

公司的广域网优化 (WOC) 产品可以部署在数据中心和分支机构的广域网出口, 通过流削减、流压缩、流缓存和协议加速等技术, 削减 70% 的冗余流量, 将丢包率降低至 1%, 节省 50% 的链路费用, 3-10 倍提升应用速度, 最终实现应用性能或广域网速度的提升。

目前, 公司广域网优化产品中国地区市场排名第一, 并且三度入围 Gartner 的 WOC 魔力象限, 已为全球 10 多个国家和地区用户提供服务, 用户囊括政府、金融、运营商、能源、教育、企业等各行业客户, 覆盖世界 500 强中 70% 的中国企业。

## (二) 信息安全整体市场增长较为稳健, 公司龙头地位稳固

政策是信息安全板块的驱动因素之一。“棱镜门事件”后, 国家增加了对信息安全, 自主可控的重视程度, 相关政策不断落地, 推升行业需求。2017 年 6 月《中华人民共和国网络安全法》的实施, 是网络信息安全史上的里程碑。

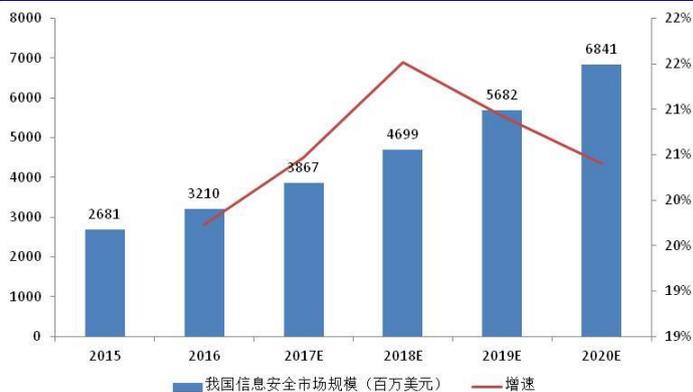
表 3: 近年来网络信息安全政策一览

时间	政策	主要内容
2016 年	《十三五国家科技创新规划》	提出对信息安全要重点建设
2016 年	《关于加强国家网络安全标准化工作的若干意见》	提出建立统一权威的国家标准工作机制, 探索建网络安全行业标准联络员和会商机制
2017 年	《公共互联网网络安全突发事件应急预案》	明确了事件分级、监测预警、应急处置、事后总结、预防和应急准备、保障措施等内容
2017 年	《中华人民共和国网络安全法》	进一步界定了关键信息基础设施的范围, 以及相对应破坏、攻击的惩治措施等

资料来源: 公开资料整理, Wind, 招股说明书, 中国银河证券研究部

近年来，我国信息安全市场保持 20% 左右的速度增长，根据 IDC 预测，未来 20% 增速还将持续，到 2020 年，我国整体信息安全市场规模有望达到 68.41 亿美元。

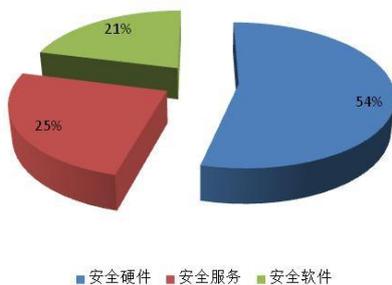
图 19：我国信息安全市场规模预测



资料来源：IDC，中国银河证券研究部

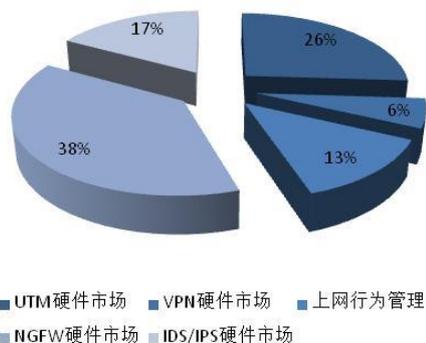
目前，信息安全市场中，安全硬件、安全软件、安全服务的占比分别为 54%，21%，25%。而在安全硬件中，防火墙和统一威胁管理又是占比最大的两个子版块，分别为 38% 和 26%。

图 20：信息安全市场构成



资料来源：IDC，中国银河证券研究部

图 21：硬件安全市场构成



资料来源：IDC，中国银河证券研究部

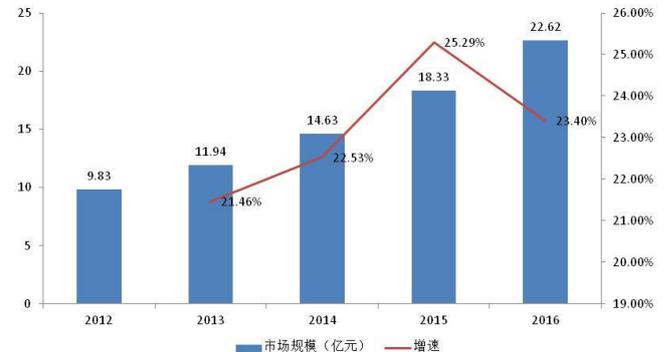
根据 IDC 和 F&S 的报告，从硬件安全细分市场的历史增速来看，公司所从事的各项信息安全产品市场规模增长非常稳定，各细分市场的增速都接近行业整体增速。

图 22: 防火墙/VPN 近五年市场规模



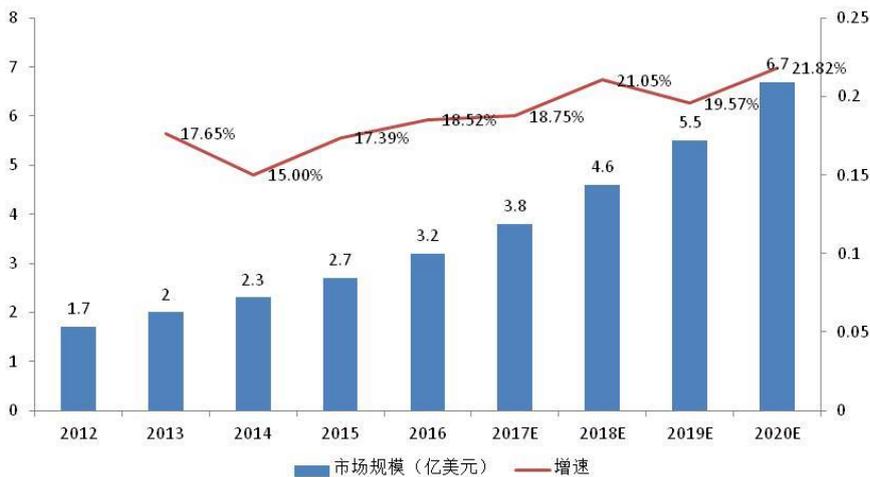
资料来源: IDC, 中国银河证券研究部

图 23: UTM 近五年市场规模



资料来源: IDC, 中国银河证券研究部

图 24: 应用交付市场预测



资料来源: F&S 咨询, 中国银河证券研究部

综上, 我们认为, 网络信息安全市场, 渠道为王, 只要技术不发生重大变革, 市场不出现重大变化, 公司信息安全业务的增速水平将保持稍快于行业整体增速, 龙头地位稳固。这也与公司近几年业务增长情况相吻合。

### 三、云计算业务增长迅速，超融合市场前景广阔

公司云计算业务主要有企业云和桌面云两款解决方案。面向企业云，主要有云管平台、超融合架构两款产品。

表 4: 公司云计算业务概览

解决方案	产品	概述
企业云	云管平台	公司的云管平台，是以超融合架构构建 IT 基础设施架构，在云平台上实现了软件定义数据中心，用户通过云管平台，能够轻松的管理云数据中心的 IT 资源，大幅提升管理效率从而降低成本
	超融合架构	公司的超融合架构通过虚拟化技术，将计算、存储、网络和网络功能深度融合到一台 X86 服务器中，轻松实现 Scale-Out
桌面云		公司的桌面云解决方案基于前后端、软硬件深度融合，可实现数据集中管控、桌面及终端统一运维、多桌面类型支持等功能，提升企业在数据安全建设、终端用户体验等方面的价值

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

公司自 13 年大力推进云计算业务（14 年营收基数较小故略去），近两年来，连续增长超过 100%。由于业务仍在开拓阶段，且上游硬件成本较高，毛利率存在一定的波动，但仍然保持 50% 以上。

图 25: 云计算业务增长情况



资料来源:Wind, 中国银河证券研究部

图 26: 云计算毛利率情况



资料来源:Wind, 中国银河证券研究部

从超融合架构产品市场前景角度来看，IDC 预测中国云计算整体市场将保持 17% 左右的复合增长；Gartner 最新发布的《Hype Cycle For ICT in China, 2017》中提到，在应用场景方面，除了类似服务器虚拟化等常见的场景，超融合也正在成为构建企业私有云基础架构的选项。2016 到 2021 年超融合市场的年复合增长率为 48%，而中国则有可能超越这个步伐。

从公司产品来看，2016 年入围了 Gartner X86 服务器虚拟化基础魔力象限；同时根据 IDC 报告，2017 年公司超融合架构市占率为 13%，竞争力显著。

图 27: 国内超融合市场规模 (季度)



资料来源:Gartner, 中国银河证券研究部

图 28: 2017 年公司超融合架构市占率情况



资料来源:IDC, 中国银河证券研究部

从技术层面来看, 超融合架构的核心是分布式存储, 公司超融合分布式存储 aSAN 是基于开源的分布式文件系统 GlusterFS, 进行深度的优化改进, 开发的面对存储虚拟化的一套软件定义存储解决方案。其虚拟化平台 Hypervisor 是基于 KVM。

图 29: 各家超融合厂商分布式存储对比

厂商	Nutanix	VMware	EMC	SmartX	华为	H3C	Sangfor
软件定义存储	NDFS	VSAN	VSAN	ZBS	Fusion Storage	基于 Ceph	基于 Gluster FS

资料来源:CNBLOG, 深信服超融合架构技术白皮书, 中国银河证券研究部

公司超融合架构采用 KVM+GlusterFS 方案, 存储服务运行在 Hypervisor 外部, 与 Hypervisor 隶属于同一个软件栈, 优势在于 1) 存储或者 Hypervisor 出现故障互不影响, 性能比虚拟存储设备架构好; 2) 解决方案成型快, 能利用公司强大的渠道优势迅速展开销售; 3) 保持开源模式有强大的社区支持; 4) 公司作为信息安全厂商, 超融合方案中最大的亮点是虚拟网络 aNET 集成虚拟化防火墙、应用防火墙 WAF 等。

公司云管平台是基于 OpenStack 开发的, 主要基于 Web 管理 UI, 同时 Web 管理服务也是超融合服务的一种, 具有管理控制台的高可用性。

图 30: 各家超融合厂商云管平台对比

厂商	Nutanix	VMware	EMC	SmartX	华为	H3C	Sangfor
管理运维平台	Prism	vCenter	vCenter	Fisheye	Fusion Cube Center	CAS	OpenStack Horizon

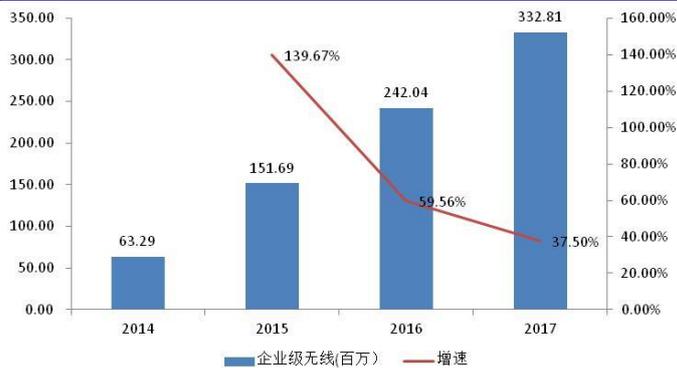
资料来源:深信服超融合架构技术白皮书, CNBLOG, 中国银河证券研究部

综上, 我们认为公司的云计算业务在良好的市场前景下, 将继续保持较强的竞争力, 在未来还将延续高增长态势。

## 四、企业无线业务收入增长较快，增值丰富可拓展性强

公司下属子公司信锐网科推出的 WLAN 产品无线控制器，具有灵活性强，部署速度快等优点，有效负担用户密集地点 3G、4G 的带宽压力。2017 年实现收入 3.32 亿元，同比增速为 37.50%。近几年来，企业无线收入规模一直保持 9000 万左右的绝对值逐年增长。

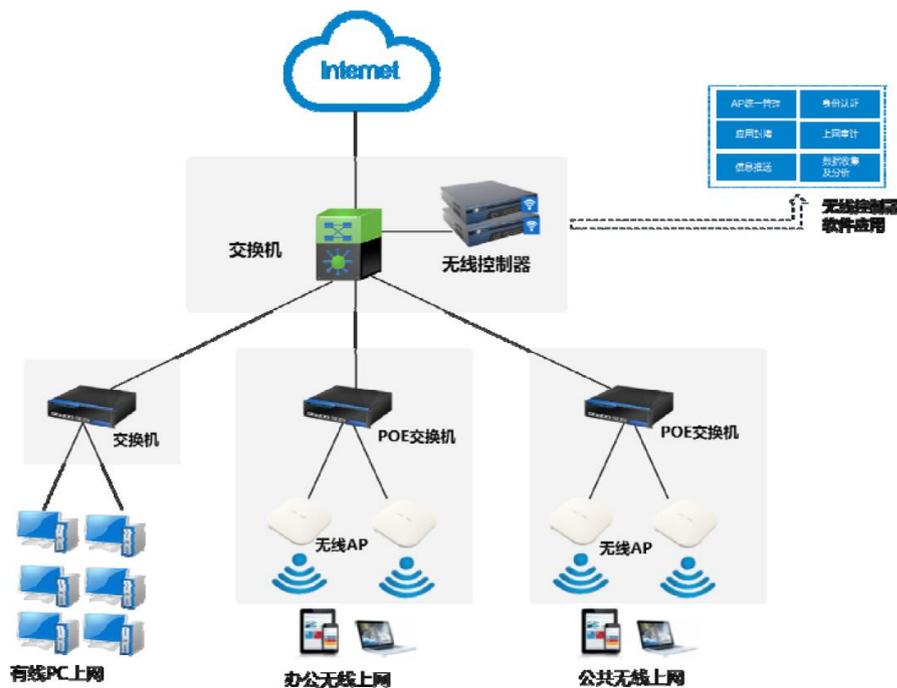
图 31：公司企业无线业务收入增长情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

信锐网科的无线控制、用户认证、营销推送、客流分析、上网行为管理、流量控制、上网行为审计、防火墙、网络管理于一体，能简化网络结构，降低企业建设和运维成本。

图 32：无线控制器集成功能较为丰富



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

## 五、募集资金投入网络安全和云计算，未来实现双轮驱动

公司拟用募集资金 11.55 亿元，投入网络安全系列产品研发项目和云计算系列产品研发项目，建设期为 24 个月。

随着本次募集资金投资项目的顺利实施，网络安全系列产品研发项目将在公司已有技术、产品的基础上进行升级改造，实现技术升级和产品更新换代，是现有业务的延伸和拓展。公司拟对已有设备平台进行升级，兼具对算法、模型、各类库做持续优化。与此同时，公司拟借助于云端、机器学习、大数据安全分析等层面的进一步开发保证技术壁垒和先进性。此外，公司将利用“千里目”安全实验室的研究成果，依托公司不断引入的顶尖安全技术人才和博士团队资源，进一步加大网络安全产品开发投入。网络安全系列产品研发项目将会覆盖公司已有的目标客户，以全系列产品给所有政府、金融、教育、企业等各类目标客户提供智能、可视可控的实用网络安全解决方案，为客户带来更大价值，巩固公司在网络安全领域的领先地位，进一步提高市场占有率。

本次募集资金投资项目体现了公司经营战略的发展方向，是公司未来业务发展目标的重要组成部分。本次募集资金投资项目将进一步增强公司在所属行业的竞争优势，增加公司的盈利增长点，进一步提高本公司的核心竞争力。

**表 5：公司募投项目概览**

项目名称	项目建设内容
网络安全系列产品研发项目	本项目基于网络安全新形势及新需求，对已有网络安全产品进行升级改造。公司拟采用新的网络行为和应用识别技术、云端检测、智能联动、高速检测和超高性能的防护检测技术等新一代技术，提供新一代网络安全和信息基础设施整体解决方案，实现满足用户 IT 业务的多样化需求。
云计算系列产品研发项目	本项目基于网络基础设施趋势变化及市场需求，对已有云计算产品进行升级和改造。公司拟采用超融合一体机 HCI、桌面云、虚拟存储、服务器虚拟化等平台型整合方案，实现云数据中心和软件定义数据中心 SDDC 的基础架构建设，为用户提供整体数据中心的超融合方案，最终实现混合云架构的统一管理。

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

## 六、投资建议

我们预计,公司 18-20 年 EPS 分别 1.88/2.48/3.16 元,对应发行价市盈率分别为 16/12/10 倍,鉴于新股上市,不给予评级。

## 七、风险提示

行业竞争加剧;政策推进不及预期

## 附：财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2472.47	3281.67	4222.30	5137.51	净利润	573.52	753.58	993.80	1264.61
营业成本	605.87	870.39	1178.27	1446.72	折旧与摊销	55.76	27.94	27.94	27.94
营业税金及附加	34.99	47.48	60.70	73.82	财务费用	-42.38	-0.38	1.40	5.51
销售费用	867.94	1115.77	1393.36	1644.00	资产减值损失	11.66	9.09	9.38	10.04
管理费用	586.90	738.37	907.80	1078.88	经营营运资本变动	-194.86	278.48	149.67	75.88
财务费用	-42.38	-0.38	1.40	5.51	其他	361.73	-337.26	-431.61	-523.79
资产减值损失	11.66	9.09	9.38	10.04	<b>经营活动现金流净额</b>	765.43	731.45	750.58	860.18
投资收益	6.75	328.17	422.23	513.75	资本支出	-43.82	-33.00	-33.00	-33.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-581.57	1180.55	321.14	516.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-625.39	1147.55	288.14	483.07
<b>营业利润</b>	636.60	829.10	1093.63	1392.29	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.44	13.20	17.18	21.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	641.05	842.31	1110.81	1413.50	股权融资	25.10	1151.21	0.00	0.00
所得税	67.53	88.73	117.01	148.90	支付股利	-64.51	-143.66	-188.76	-248.93
净利润	573.52	753.58	993.80	1264.61	其他	-108.67	3.50	17.78	18.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-148.08	1011.06	-170.98	-230.61
归属母公司股东净利润	573.52	753.58	993.80	1264.61	<b>现金流量净额</b>	-15.28	2890.06	867.74	1112.65
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	215.63	3105.69	3973.43	5086.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	272.93	420.45	498.41	618.95	销售收入增长率	41.28%	32.73%	28.66%	21.68%
存货	87.65	122.22	166.56	204.85	营业利润增长率	477.67%	30.24%	31.91%	27.31%
其他流动资产	1510.77	847.84	1028.40	1284.10	净利润增长率	122.67%	31.40%	31.88%	27.25%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	483.03%	31.80%	31.09%	26.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	143.75	118.78	93.81	68.85	毛利率	75.50%	73.48%	72.09%	71.84%
无形资产和开发支出	5.32	36.87	68.41	99.95	三费率	57.13%	56.49%	54.53%	53.11%
其他非流动资产	675.09	708.22	807.79	803.95	净利率	23.20%	22.96%	23.54%	24.62%
<b>资产总计</b>	2911.14	5360.06	6636.81	8166.72	ROE	32.95%	21.59%	23.14%	23.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.70%	14.06%	14.97%	15.48%
应付和预收款项	817.60	1227.48	1578.14	1933.56	ROIC	614.17%	604.91%	-6907.97%	-2547.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.29%	26.10%	26.60%	27.75%
其他负债	353.01	642.10	763.14	921.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1170.61	1869.57	2341.28	2855.52	总资产周转率	0.99	0.79	0.70	0.69
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	20.29	25.00	39.72	63.17
资本公积	715.95	1827.15	1827.15	1827.15	应收账款周转率	12.65	11.85	12.01	11.64
留存收益	653.41	1263.33	2068.37	3084.05	存货周转率	8.72	8.29	8.16	7.79
归属母公司股东权益	1740.54	3490.49	4295.52	5311.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1740.54	3490.49	4295.52	5311.20	资产负债率	40.21%	34.88%	35.28%	34.97%
负债和股东权益合计	2911.14	5360.06	6636.81	8166.72	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.00	2.60	2.60	2.69
					速动比率	1.91	2.53	2.52	2.62
					股利支付率	11.25%	19.06%	18.99%	19.68%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	649.98	856.67	1122.97	1425.74	每股收益	1.43	1.88	2.48	3.16
PE	20.97	15.96	12.10	9.51	每股净资产	4.35	8.73	10.74	13.28
PB	6.91	3.45	2.80	2.26	每股经营现金	1.91	1.83	1.88	2.15
PS	4.86	3.67	2.85	2.34	每股股利	0.16	0.36	0.47	0.62
EV/EBITDA	15.31	9.60	6.46	4.31					
股息率	0.54%	1.19%	1.57%	2.07%					

数据来源: wind, 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 业务发展历程	4
图 2: 公司近年营收情况	5
图 3: 公司近年扣非净利润情况	5
图 4: 公司各项业务增长情况	5
图 5: 公司产品收入结构情况	5
图 6: 公司股权结构	6
图 7: 公司渠道建设体系	6
图 8: 公司网络信息安全业务情况	8
图 9: 公司网络信息安全业务综合毛利率	8
图 10: 公司上网行为管理产品架构	9
图 11: 公司上网行为管理产品样例	9
图 12: 公司 VPN 产品	9
图 13: 公司 VPN 市占率 (2016 年)	9
图 14: 企业防火墙 Gartner 魔力象限 (2017 年 7 月)	10
图 15: 公司 VPN 市占率 (2016 年)	10
图 16: 公司应用交付技术优势	10
图 17: 公司应用交付在各行业中的案例	11
图 18: 公司应用交付市占率 (2017 年)	11
图 19: 我国信息安全市场规模预测	12
图 20: 信息安全市场构成	12
图 21: 硬件安全市场构成	12
图 22: 防火墙/VPN 近五年市场规模	13
图 23: UTM 近五年市场规模	13
图 24: 应用交付市场预测	13
图 25: 云计算业务增长情况	14
图 26: 云计算毛利率情况	14
图 27: 国内超融合市场规模 (季度)	15
图 28: 2017 年公司超融合架构市占率情况	15
图 29: 各家超融合厂商分布式存储对比	15
图 30: 各家超融合厂商云管平台对比	15
图 31: 公司企业无线业务收入增长情况	16
图 32: 无线控制器集成功能较为丰富	16

## 表格目录

表 1: 公司与竞争对手销售特点分析 .....	7
表 2: 公司网络信息安全产品概览 .....	8
表 3: 近年来网络信息安全政策一览 .....	11
表 4: 公司云计算业务概览 .....	14
表 5: 公司募投项目概览 .....	17

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**钱劲宇，计算机行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)