

网络安全龙头不止于安全，云计算开辟高速新航道

首次覆盖报告

田杰华(分析师)

tianjiehua@xsdzq.cn

证书编号: S0280517050001

刘航(联系人)

liuhang1@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020016

湛普江(联系人)

chenpujiang@xsdzq.cn

证书编号: S0280117120014

● 典型的产品创新型公司，从安全起家，扩展进入云计算和企业级无线业务

公司从网络安全业务起家，通过专注于技术创新和市场服务，成长为国内一线网络安全厂商。2012年开始拓展云计算和企业级无线业务，2014-2017年云计算和企业级无线业务营收年复合增长率分别为310%和74%。非安全业务拓展非常顺利，2017年营收占比达到38.57%，并有望超过安全业务。公司研发、渠道、服务、品牌、薪酬等竞争优势突出，具备行业领先的盈利能力和营运能力。2014-2017年营业收入年复合增长率达到37.57%，全部依靠内生增长。

● 网安事件频发和重要法规落地，促网安业务加速成长

近几年，国内外网络安全事件频繁发生，促进全社会网络安全意识逐步提高，越来越多的企业级用户自发认识到网络安全对自身发展的重要性，安全成为内在需求。同时《网络安全法》已经正式实施，执法趋严将倒逼企业级用户加大安全投入。公司专注安全产业近二十年，安全产品竞争优势突出。公司安全业务有望持续受益用户的自发安全需要和执法压力，业绩继续保持较快增长。

● 云计算业务高速发展，开辟成长新航道

国内外云计算产业正处于快速发展期，公司成功进入该领域并迅速成为强有力竞争者，在四年的时间里云计算业务营收由2014年的不到800万元，快速提升到2017年的5.45亿元。2017年公司从企业云和桌面云开始进军公有云和混合云，构建更加完善的云计算生态体系，我们看好公司云计算继续保持高速增长，并在未来有望超过安全业务。

● 看好公司未来业绩持续高增长，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

我们预计公司2018-2020年净利润分别为7.54、10.12、13.08亿元，对应EPS分别为1.89、2.53和3.27元。考虑到公司安全业务、云计算业务、企业级无线业务均保持良好的增长势头，将继续受益于行业规模扩大和市占率提升，看好公司未来业绩持续高增长，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 人才和技术流失，云计算和企业级无线业务进展和业绩不达预期，行业竞争加剧

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1750	2,472	3,571	5,124	7,403
增长率(%)	32.7	41.3	44.4	43.5	44.5
净利润(百万元)	257.6	574	754	1,012	1,308
增长率(%)	-22.0	122.7	31.5	34.2	29.2
毛利率(%)	78.7	75.5	72.7	70.3	68.0
净利率(%)	14.7	23.2	21.1	19.7	17.7
ROE(%)	21.3	33.0	29.8	28.5	26.9
EPS(摊薄/元)	0.64	1.43	1.89	2.53	3.27
P/E(倍)	89.50	40.2	30.6	22.8	17.6
P/B(倍)	19.04	13.2	9.1	6.5	4.7

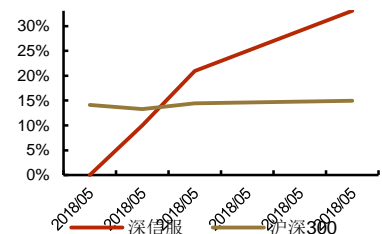
强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.05.21

收盘价(元):	57.63
一年最低/最高(元):	36.08/57.63
总股本(亿股):	4.0
总市值(亿元):	230.53
流通股本(亿股):	0.4
流通市值(亿元):	23.06
近3月换手率:	0.17%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	87.39	92.81	76.45
绝对	91.65	91.65	91.65

相关报告

投资要件

关键假设

- 1、公司所处的国内外环境没有发生重大变化；国家的网络安全战略和相关产业政策未发生重大变化，相关政策持续有效并得到执行；
- 2、国内 IT 产业持续发展，IT 云化建设浪潮没有因外在原因停滞；
- 3、公司管理层和核心骨干人员不发生重大变化。

我们区别于市场的观点

1、市场对于深信服的认识更多停留在这是一家网络安全公司的阶段，我们认为公司已经不止于在网络安全领域继续深耕发展，而是同时跨入了一个更广阔的云计算市场，同时还在开辟企业级无线和物联网市场，公司未来的市场空间变得更加广阔，公司未来“云计算企业”标签会更加凸显；

2、市场认为网络安全行业集中度太低，竞争过于激烈，难以形成较强的龙头企业。我们认为这恰恰是深信服这种专注于技术和市场、执行力强的公司的机会，国家现在高度重视和扶持网络安全产业，中国也必将出现世界级的网络安全企业；

3、市场担心深信服作为后入者进入到云计算领域，对公司云计算业务开拓和未来增速存疑。我们认为从公司以往在多个网络安全细分市场成功开拓并取得市占率前列的经历来看，公司是经过充分的战略考虑和技术积累才正式踏入云计算领域的，并精准地找到着手点超融合和桌面云等切入市场，公司进入云计算领域之后的优异经营业绩足已证明公司已经成为企业云和桌面云市场一个强有力的参与者，并将有望在后续几年保持高速增长。

股价上涨的催化因素

- 1、公司作为一家产品创新型企业，未来新产品推出；
- 2、公司超融合和桌面云等云计算业务继续保持快速增长；
- 3、企业级无线市占率进一步提高，物联网业务开拓顺利。

估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 7.54、10.12、13.08 亿元，对应 EPS 分别为 1.89、2.53 和 3.27 元。考虑到公司安全业务、云计算业务、企业级无线业务均保持良好的增长势头，将继续受益于行业规模扩大和市占率提升，未来看好公司未来业绩持续高增长，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

投资风险

人才和技术流失，云计算和企业级无线业务进展和业绩不达预期，行业竞争加剧。

目 录

1、 内生成长动力强，业绩持续高增长.....	5
1.1、 从 VPN 创业起家，到企业级 IT 基础设施解决方案提供商.....	5
1.3、 三大业务同时发力，业绩持续高增长.....	10
1.4、 主营业务毛利率维持高位，销售费用率和管理费用率整体呈下降趋势.....	11
1.5、 研发与市场并重，竞争优势明显.....	13
1.6、 公司处于快速扩张期，2014-2017 年员工人数三年翻倍。.....	15
2、 网安事件频发和重要法规落地，促网安业务加速成长.....	17
2.1、 全球信息安全市场保持稳定增长，中国市场增速高于全球平均.....	17
2.2、 网络安全事件频发，催升全社会自发安全需求.....	17
2.3、 网络安全重要法规落地，倒逼全社会加大安全投入.....	19
2.4、 公司安全业务将充分受益用户的自发安全需要和执法压力.....	20
3、 云计算业务高速发展，开辟成长新航道.....	21
3.1、 全球云计算产业规模大，市场总体保持较快增长.....	21
3.2、 国内云计算行业快速发展，广阔天地大有可为.....	22
3.3、 2012 年成功切入云计算市场，保持高速增长势头.....	23
3.4、 2017 年云计算全业务链布局，打开云计算业务成长空间.....	25
4、 企业级无线行业黑马，战略布局物联网.....	26
4.1、 2014 年正式踏入企业级无线市场，迅速成为行业黑马.....	26
4.2、 企业级无线业务高速增长，成为公司又一新引擎.....	26
4.3、 战略布局物联网领域，开辟新战场.....	28
5、 投资建议.....	29
附：财务预测摘要.....	30

图表目录

图 1： 公司产品线发展历程.....	5
图 2： 深信服智安全品牌.....	5
图 3： 深信服云 IT 品牌.....	5
图 4： 2014-2017 年各业务收入占比情况.....	7
图 5： 深信服初创团队.....	8
图 6： 2005 年公司部分员工合影.....	8
图 7： 2010 年公司全家福.....	8
图 8： 2015 年公司全家福.....	8
图 9： 截至招股说明书签署日公司的股权结构.....	8
图 10： 公司组织结构图.....	9
图 11： 2014-2017 年营业收入及同比.....	10
图 12： 2014-2017 年归母净利润及扣非净利润.....	10
图 13： 2015-2017 年各业务营业收入同比增速.....	11
图 14： 2014-2017 年销售净利率.....	11
图 15： 2014-2017 年各业务毛利率.....	12
图 16： 2014-2017 年可比上市公司安全业务毛利率.....	12
图 17： 2014-2017 销售费用和管理费用.....	13
图 18： 2014-2017 销售费率和管理费率（扣除股份支付）.....	13
图 19： 2016 年同行业研发投入对比.....	13
图 20： 2016 年同行业销售投入对比.....	14

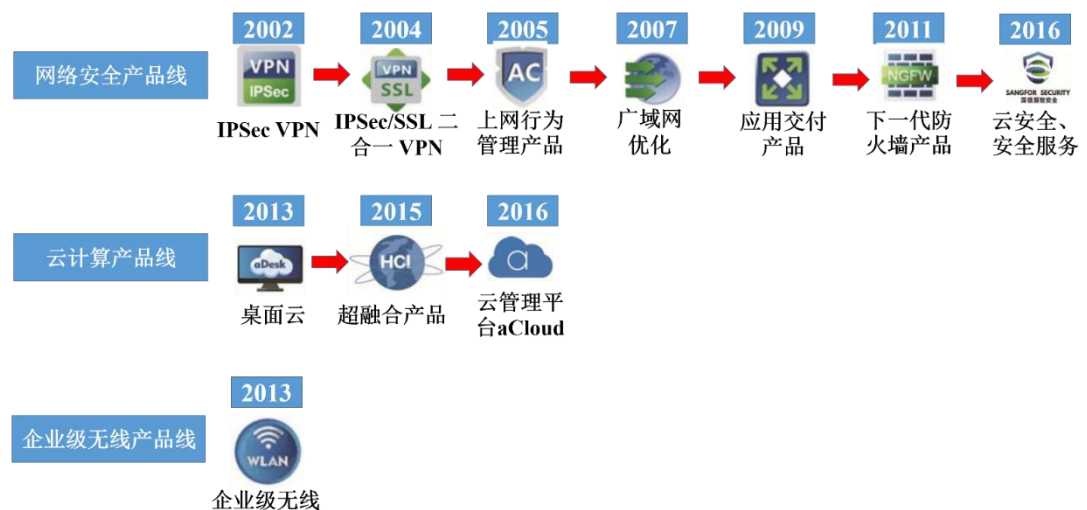
图 21: 2016 年同行业应收账款周转率对比.....	15
图 22: 2014-2017 年员工总人数和平均工资.....	15
图 23: 公司 2017 年秋季招聘计划.....	16
图 24: IDC: 2015-2020 我国信息安全市场规模.....	17
图 25: 公司 2014-2017 年安全业务营业收入及同比增速.....	21
图 26: 全球云计算市场规模 (单位: 亿美元)	21
图 27: 全球云计算市场格局.....	22
图 28: 2015-2020 年中国云计算市场规模 (单位: 百万美元)	23
图 29: 深信服-基于超融合架构的企业级云服务.....	24
图 30: 深信服桌面云两大核心组件.....	24
图 31: 公司 2014-2017 年云计算业务营业收入和同比增速.....	25
图 32: 2015 年第二季度中国无线市场占有率.....	26
图 33: 2014-2017 年企业级无线业务营收及同比.....	26
图 34: 2014-2017 年企业级无线业务毛利率.....	27
图 35: 信锐技术客户案例 (金融、酒店)	27
图 36: 信锐技术关注的尚未被满足的物联网建设需求.....	28
表 1: 深信服产品线矩阵及产品用途.....	6
表 2: 2014-2017 年各业务营业收入及占比.....	7
表 3: 三位创始人背景.....	7
表 4: 2017 年报道的国内外重大网络安全事件一览.....	17
表 5: 近几年网络安全相关重要法律法规.....	19

1、内生长动力强，业绩持续高增长

1.1、从 VPN 创业起家，到网络安全、云计算、企业级无线三大业务线

从 VPN 产品创业起家，逐渐拓展到网络安全、云计算、企业级无线三大业务线。公司成立于 2000 年，2002 年推出自主开发的 IPSec VPN 产品正式涉足网络安全产业，而后陆续推出 IPSec/SSL 二合一 VPN 网关(2004)、上网行为管理(2005)、广域网优化(2007)、应用交付(2009)、下一代防火墙产品(2011)，每一个产品均很快做到行业前列。依靠强大的研发实力和营销服务优势，逐渐成长为国内一线网络安全厂商。2012 年，公司紧跟全球信息技术发展趋势，从用户需求角度出发，陆续推出云计算、企业级无线相关产品和解决方案，进一步丰富产品线，拓宽业务范围。公司每一次跨越的脚步都能抓住企业级市场的发展机遇和用户诉求，并通过扎实稳健的研发策略，以优异的产品性能和卓越的服务品质赢得用户的信赖和市场的肯定。

图1：公司产品线发展历程



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

智安全+云 IT，公司两大子品牌战略。2016 年 11 月，公司正式对外发布两大子品牌：深信服智安全与深信服云 IT。这两个子品牌将承载公司在安全和云计算领域的价值主张，也将代表深信服在企业级安全和企业级云计算领域成为第一的决心。随着 IT 发展呈现互联网化、移动化和云化的趋势，安全和 IT 基础设施都在发生重要变化。业务需要快速适应外部的变化，而云化 IT 架构可以承担起这个新时期的任务。公司认为，为用户打造更简单稳定、安全易用的云化 IT 新架构，才能为 IT 带来更大创造力，从而帮助用户实现更大价值。

图2：深信服智安全品牌



资料来源：公司网站，新时代证券研究所

图3：深信服云 IT 品牌



资料来源：公司网站，wind，新时代证券研究所

企业级无线业务由全资子公司信锐技术独立运营。2014年2月成立全资子公司深圳市信锐网科技术有限公司（以下简称“信锐技术”），独立运营公司企业级无线业务。有别于其他传统硬件无线厂家只关注无线连通性、天线等，信锐技术定位为应用层的无线厂家。

企业愿景：承载每一个用户的 IT 业务。公司致力于向广大企业级用户提供简单易用、安全可靠的 IT 基础架构，让用户的 IT 部门和 IT 设施发挥更大价值。未来较长一段时间内，公司将围绕“让 IT 更简单、更安全、更有价值”制定经营方针和发展计划，努力实现“承载每一个用户的 IT 业务”的愿景。

表1：深信服产品线矩阵及产品用途

产品分类	产品	主要用途
一、信息安全业务		
网络安全	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，有效降低非工作上网行为，保障网络资源合理使用；合理分配网络带宽，保障重要应用的访问速度
	下一代防火墙	实现 L2-L7 层全面的安全防护，抵御来源更广泛、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
	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
	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、高稳定
	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，最终实现应用性能或广域网速度的提升
	云安全产品及服务	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
二、云计算业务		
企业云	云管平台	实现 IT 资源服务化运营，构建 PAAS 级服务平台
	超融合一体机及超融合软件	集成深信服企业云平台软件，通过软硬件一体化或纯软件，构建企业云平台
桌面云	瘦终端机	桌面虚拟化瘦客户端
	桌面云一体机及软件	集成深信服桌面云平台软件，通过软硬件一体化，开机即可部署构建桌面云平台
三、企业级无线业务		
企业级无线	无线控制器	负责统一管理整个网络的无线 AP，对所有 AP 进行射频调节、无线配置的功能，同时提供身份上网认证、终端准入、上网行为管控和审计、在线营销推广、数据收集及分析、物联网应用拓展等用途
	无线接入点	负责发射无线射频信号，用于数据的无线接收和发送，同时将无线数据转换成有线数据传输到核心骨干网中，由无线控制器统一管理

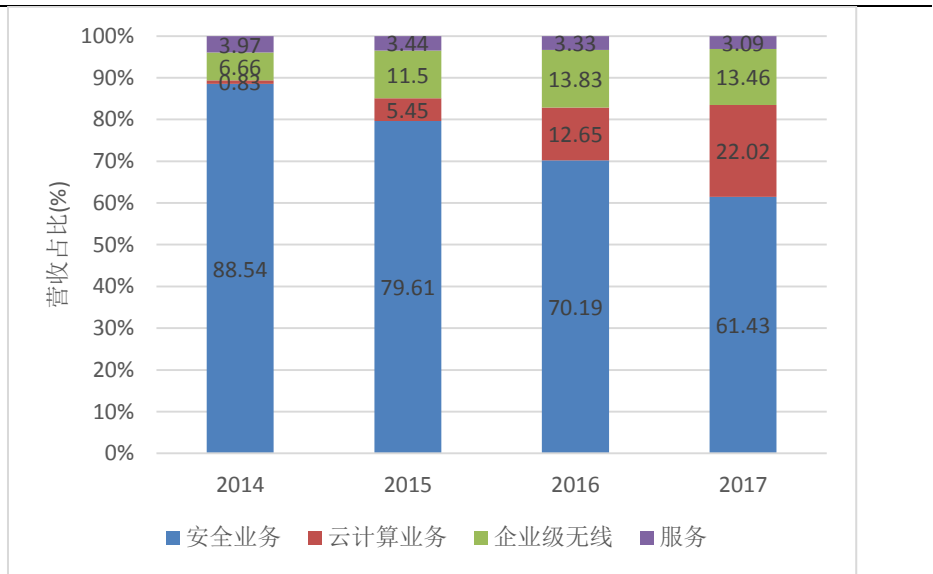
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

从公司产品收入结构和增速来看，目前安全业务占比最高、其次云计算、再次企业级无线，云计算和企业级无线业务增速高于安全业务增速。从 2017 年的收入结构看，目前安全业务占比 61.43%，云计算业务占比 22.02。企业级无线占比 13.46%。近几年，非安全业务发展迅猛，占比从 2014 年的 11.46% 迅速提升到 2017 年的 38.57%，年均提升 9 个百分点。其中云计算业务增长速度最为突出，营收占比从 2014 年的 0.83% 跃升至 2017 年的 22.02%。

表2: 2014-2017 年各业务营业收入及占比

项目	2017 年度		2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
安全业务	151,879.20	61.43%	122,829.22	70.19%	104,974.18	79.61%	84,064.81	88.54%
云计算业务	54,455.64	22.02%	22,139.89	12.65%	7,193.33	5.45%	791.60	0.83%
企业级无线	33,281.19	13.46%	24,203.79	13.83%	15,168.50	11.50%	6,328.59	6.65%
服务	7,631.43	3.09%	5,831.78	3.33%	4,539.82	3.44%	3,774.15	3.97%
合计	247,247.46	100%	175,004.68	100%	131,875.83	100%	94,959.15	100%

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

图4: 2014-2017 年各业务收入占比情况

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

1.2、创始团队结构稳固, 员工持股计划占比 12%

公司三位创始人从大学同窗到创业至今精诚合作二十余载, 控股结构稳定。公司控股股东及实际控制人为何朝曦、熊武、冯毅。IPO 发行后, 何朝曦、熊武、冯毅分别持有公司 21.06%、18.25%和 8.42%的股份, 三人合计持有公司 47.73%的股份。公司三位创始人经历十分相似, 同一年毕业于中国科学技术大学获自动控制和管理双学士学位, 1998 年至 2000 年分别在华为和中兴从事研发或市场工作。2000 年 12 月共同创业至今, 何朝曦担任董事长、总经理, 熊武和冯毅均担任董事、副总经理。2017 年 6 月 13 日, 三人签署《一致行动协议》, 公司股权结构稳固。

表3: 三位创始人背景

姓名	职务	背景经历
何朝曦	董事长、总经理	1974 年生, 中国国籍, 无永久境外居留权, 1998 年毕业于中国科学技术大学, 获自动控制和经济管理双学士学位。1998 年至 2000 年担任华为技术有限公司研发人员。自 2000 年 12 月公司

姓名	职务	背景经历
		设立以来担任董事长、总经理。
熊武	董事、副总经理	1976年生，中国国籍，无永久境外居留权，1998年毕业于中国科学技术大学，获自动控制和经济管理双学士学位。1998年至2000年担任华为技术有限公司市场部员工。自2000年12月公司设立以来担任董事、副总经理。
冯毅	董事、副总经理	1974年生，中国国籍，无永久境外居留权，1998年毕业于中国科学技术大学，获自动控制和经济管理双学士学位。1998年至2000年于中兴通讯股份有限公司从事研发工作。自2000年12月公司设立以来先后担任董事、管理工程部总监等，现任公司董事、副总经理。

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图5：深信服初创团队



资料来源：公司网站，新时代证券研究所

图6：2005年公司部分员工合影



资料来源：公司网站，wind，新时代证券研究所

图7：2010年公司全家福



资料来源：公司网站，新时代证券研究所

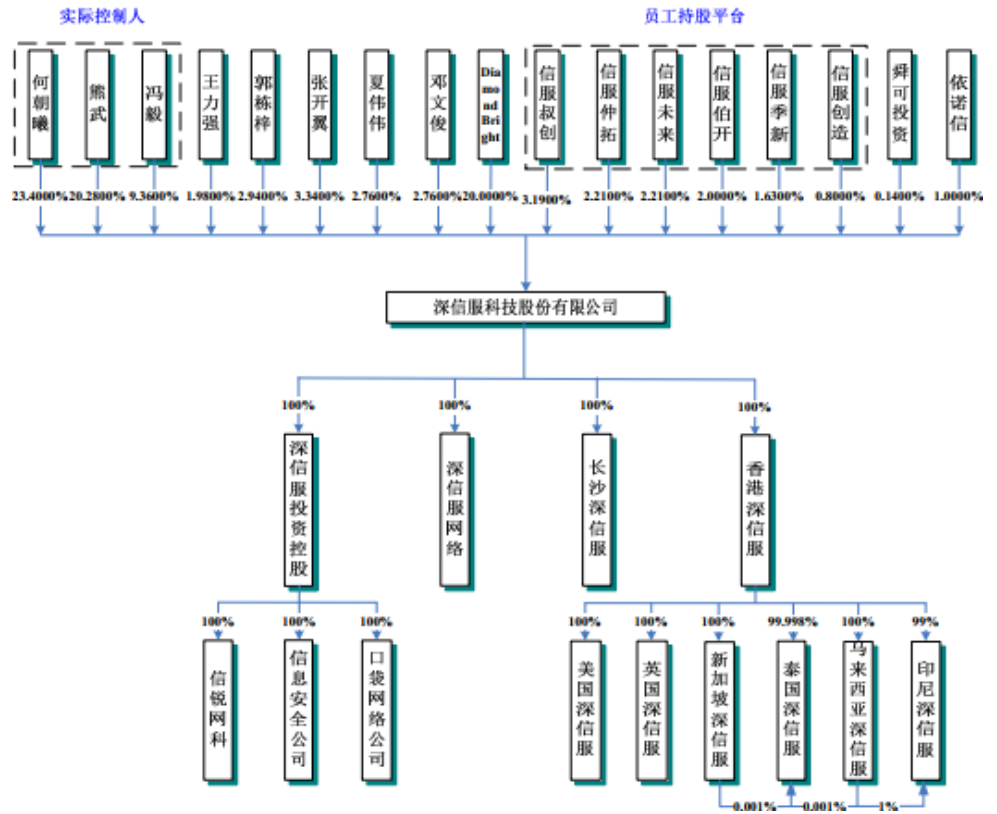
图8：2015年公司全家福



资料来源：公司网站，wind，新时代证券研究所

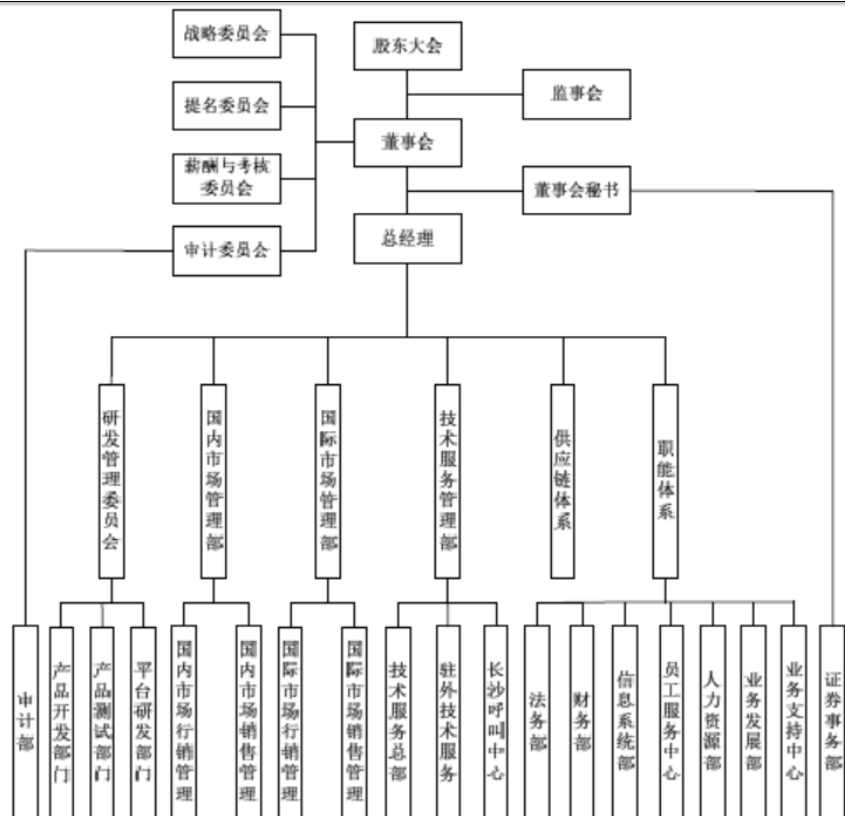
公司近 200 名核心员工参与员工持股。公司于 2015 和 2016 年分别设立六个员工持股平台，共计 191 名员工参与，占 2017 年员工总人数（3538 人）的 5.4%，主要为管理、研发和销售核心员工，平均工作年限 10.5 年，六个员工持股平台合计持股占比 12.04%（IPO 前），激励力度非常大。员工持股平台将公司、股东、管理层、核心员工利益深度绑定，将有效提升公司战斗力。

图9：截至招股说明书签署日公司的股权结构



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图10： 公司组织结构图

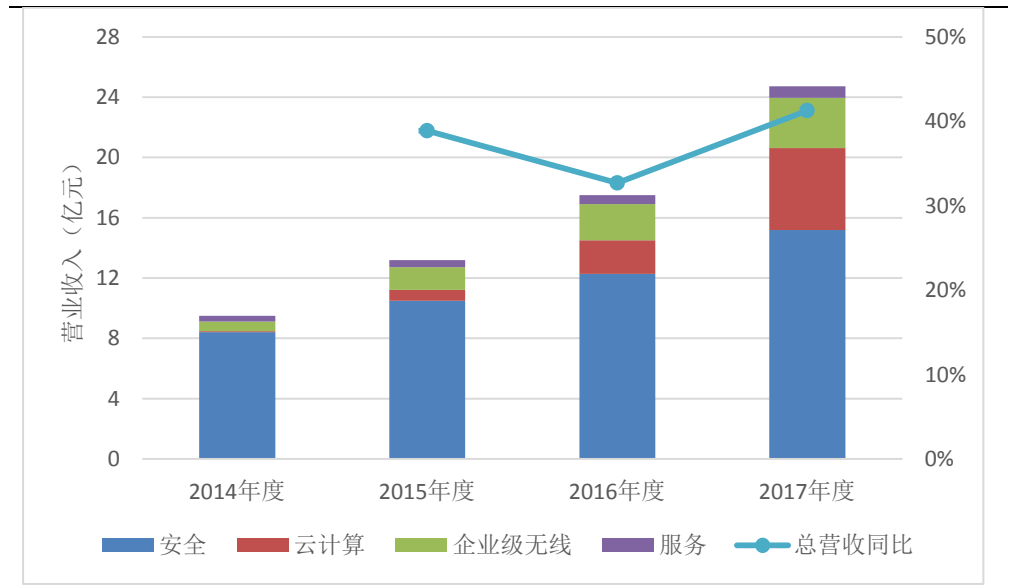


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.3、三大业务同时发力，业绩持续高增长

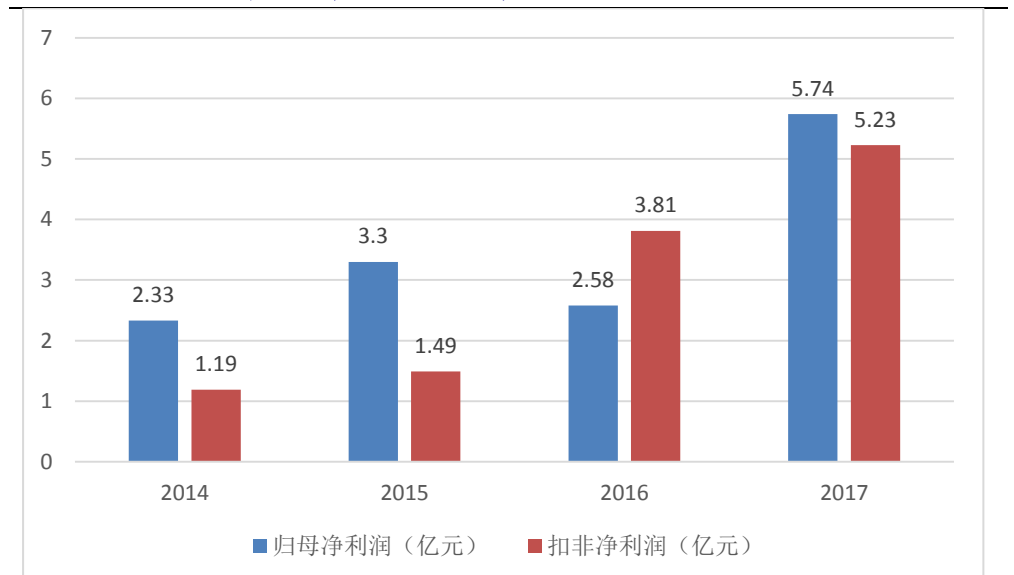
公司营业收入和净利润持续高增长。公司 2014-2017 年实现营业收入 9.50 亿元、13.19 亿元、17.50 亿元、24.72 亿元，年复合增长率达到 37.57%；归母净利润分别为 2.33 亿元、3.44 亿元、2.43 亿元、6.00 亿元，年复合增长率为 37.09%，2016 年净利润同比下降主要是因为股份支付费用一次性摊销 1.40 亿元。公司营业收入的快速增长主要来自于：一方面作为营收主要来源的安全业务持续保持较快增长，2014-2017 年营收复合增长率 21.80%；另一方面公司云计算和企业级无线业务保持高速增长，2014-2017 年营收复合增长率分别达到 309.74% 和 73.90%。

图 11： 2014-2017 年营业收入及同比

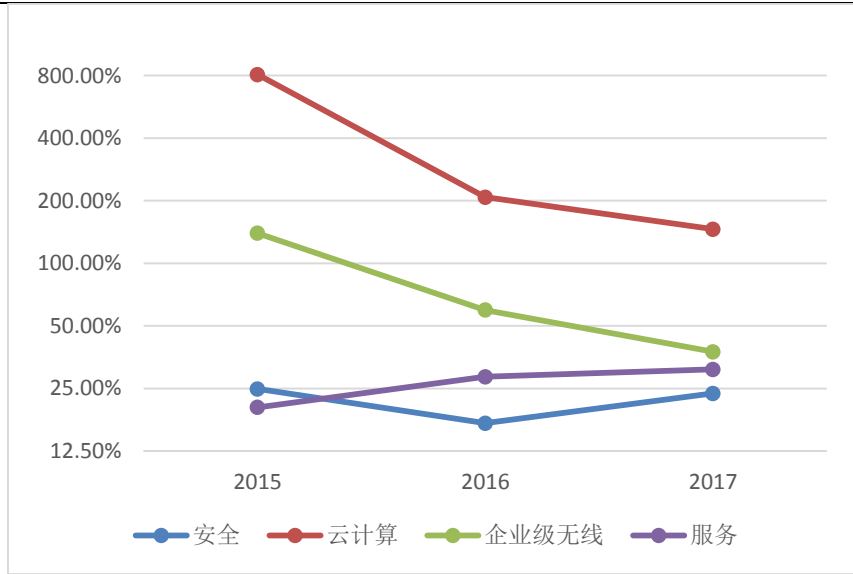


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图 12： 2014-2017 年归母净利润及扣非净利润

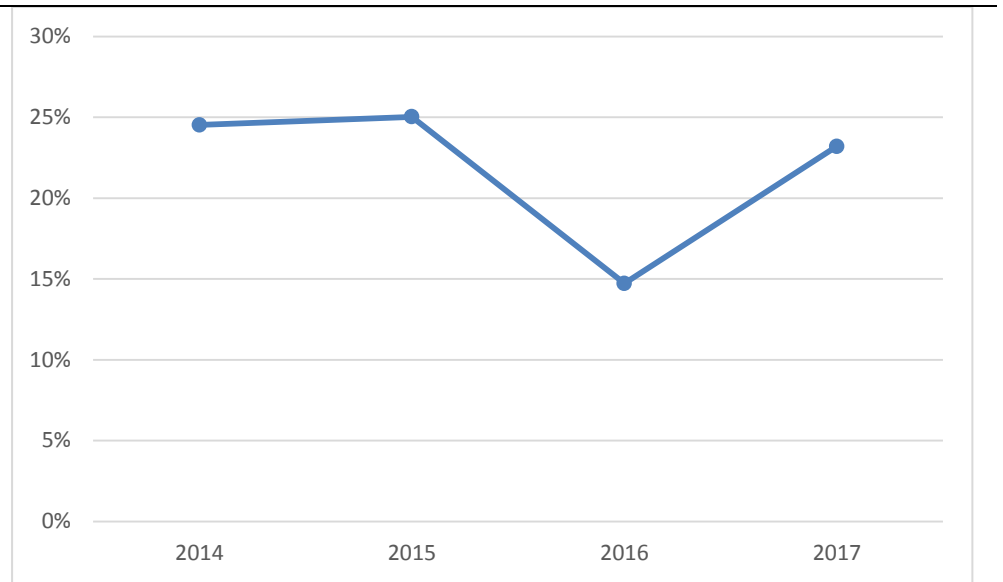


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图13： 2015-2017年各业务营业收入同比增速

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

销售净利率维持超过 20%。公司 2014-2017 年销售净利率分别为 24.52%、25.03%、14.72%、23.20%，除去 2016 年股份支付一次性摊销影响，近 4 年公司销售净利率均超过 20%。

图14： 2014-2017年销售净利率

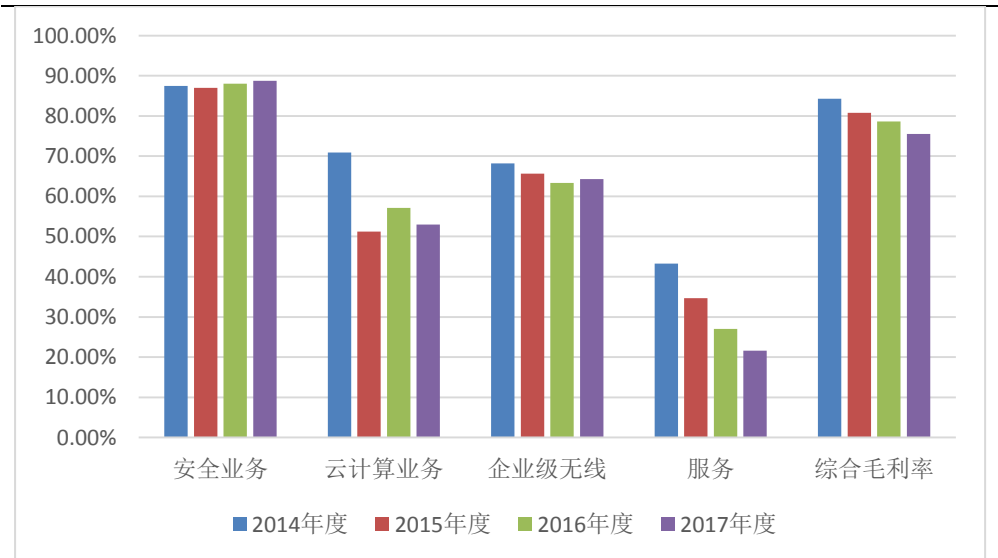
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.4、 主营业务毛利率维持高位，销售费用率和管理费用率整体呈下降趋势

三大主营业务毛利率均维持高位。在研发和市场的高投入，保障了公司各项主

营业务毛利率维持较高水平。公司 2014-2017 年安全业务、云计算业务、企业级无线三大业务毛利率分别在 87.00%-88.72%、51.23%-70.92%、63.36%-68.17% 范围，并趋于稳定水平。公司 2014-2017 年综合毛利率分别为 84.29%、80.80%、78.66%、75.50%，逐年下降因为云计算和企业级无线业务占比逐年提升，云计算和企业级无线业务毛利率低于安全业务毛利率。

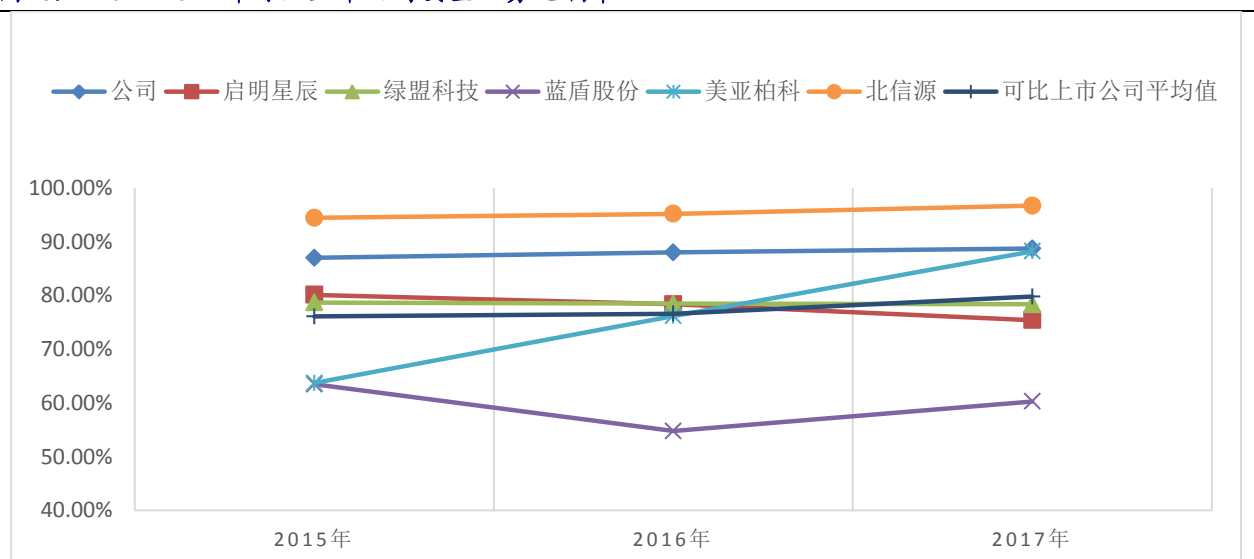
图15: 2014-2017 年各业务毛利率



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

安全业务和云计算业务毛利率高于可比同行业上市公司。公司 2015-2017 年安全业务毛利率分别是 87.00%、88.00%、88.72%，可比网络安全上市公司（启明星辰、绿盟科技、蓝盾股份、美亚柏科、北信源）平均毛利率在 76.81%~83.29%。公司 2015-2017 年云计算业务毛利率分别是 51.23%、57.15%、53.00%，高于光环新网 2017 年年报中披露的“云计算及相关服务”业务毛利率 17.44%和太极股份 2017 年年报中披露的“云服务”业务毛利率 34.48%。

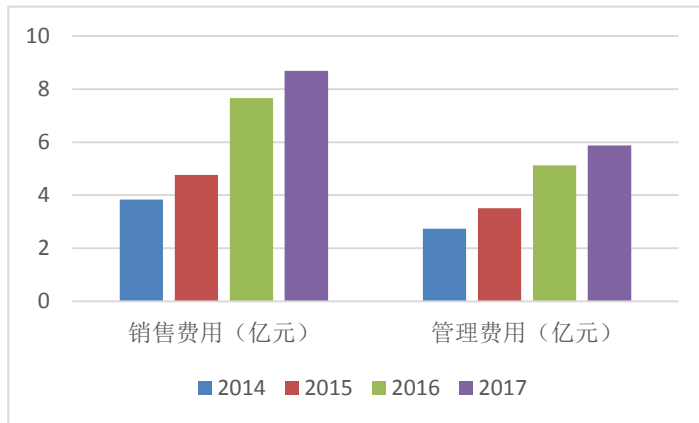
图16: 2014-2017 年可比上市公司安全业务毛利率



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

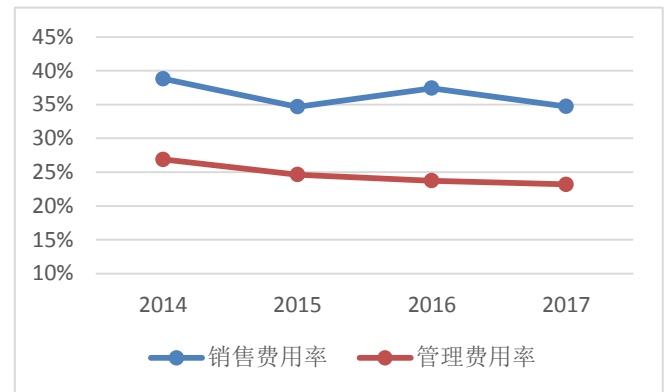
销售费用率和管理费用率整体呈略微下降趋势。2017 年销售费用率和管理费用率分别为 35.10% 和 23.74%，均低于 2015 和 2016 年。公司 2017 年销售和管理费用增速分别为 13.32% 和 14.37%，低于 2015 和 2016 年的同比增速。如果去除销售费用和管理费用中的股份支付费用影响，公司销售费用率和管理费用率整体呈略微下降趋势。

图17： 2014-2017 销售费用和管理费用



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图18： 2014-2017 销售费率和管理费率(扣除股份支付)

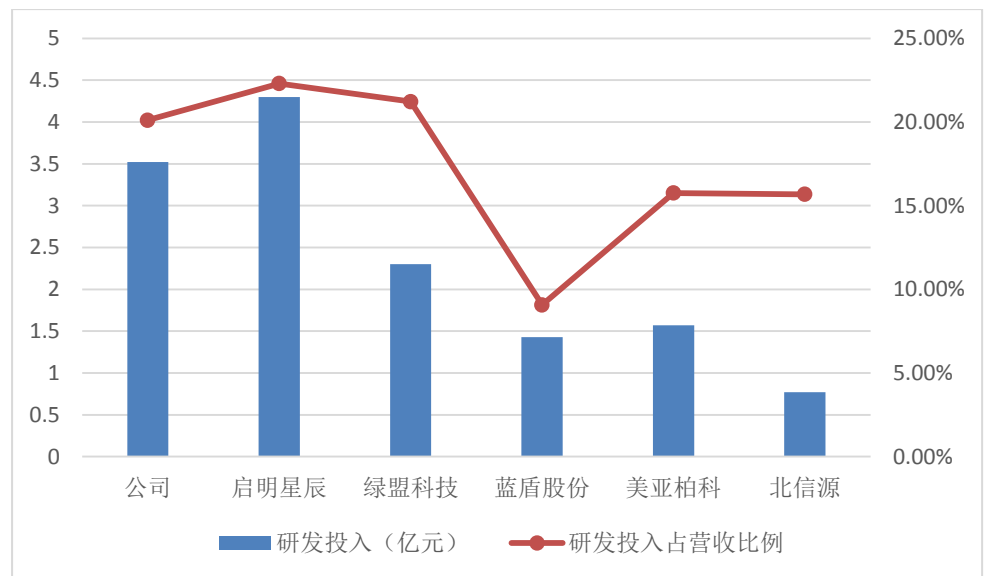


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.5、研发与市场并重，竞争优势明显

研发费用过去三年在营收的 20% 左右，研发投入力度行业前列，保障产品强大竞争力。公司 2015-2017 年研发费用（扣除股份支付费用后）分别为 2.81 亿元、3.52 亿元、4.78 亿元，占同期营业收入的比例分别为 21.34%、20.10%、19.34%。公司自成立以来始终坚持持续技术创新的发展战略，紧跟信息技术发展趋势和用户需求，不断在行业内率先推出创新产品，更新迭代既有产品和解决方案，并孵化培育新产品，提升市场竞争力。截至 2017 年 12 月末，公司拥有研发类人员 1,192 名，占员工总人数的比例达 33.69%，涉及攻防研究、应急响应、安全咨询、病毒木马研究、漏洞研究、产品研发、技术服务等。公司在北京、深圳、长沙设立了研发中心，并拥有领先的测试平台，测试设备超过 3,000 台。

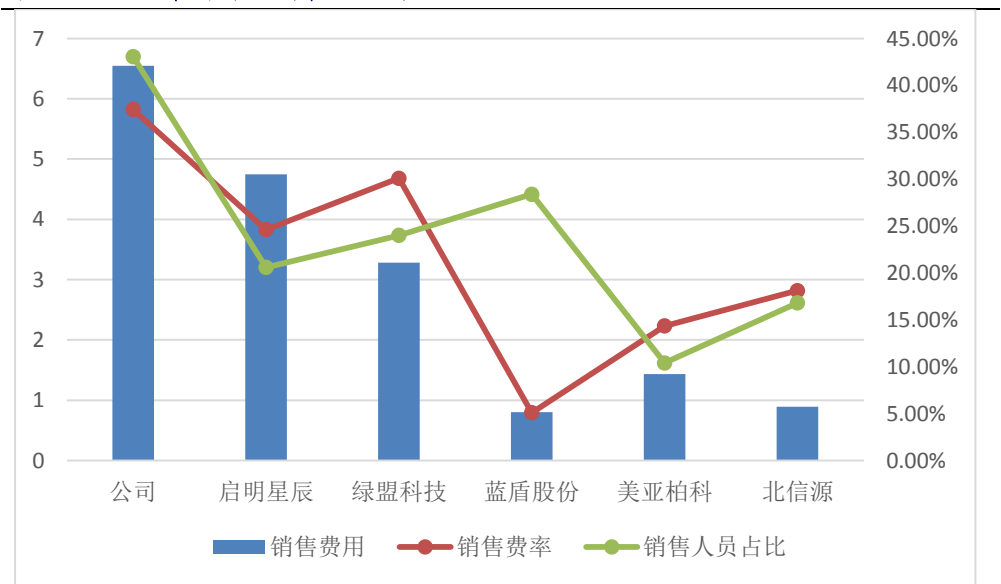
图19： 2016 年同行业研发投入对比



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

销售投入力度行业领先, 抢占市场优势地位。公司面向的企业级 IT 用户数量多、分布广, 市场竞争激烈, 公司高度重视市场营销, 实行全业务、全产品在全行业、全区域进行覆盖, 销售投入远高于同行业上市公司。公司 2014-2017 年销售费用(扣除股权支付)分别为 3.68 亿元、4.57 亿元、6.55 亿元、8.58 亿元, 年复合增长率 32.60%, 销售费率(扣除股权支付)分别为 38.81%、34.68%、37.42%、34.71%。公司近几年营业收入的快速增长, 得益于销售的高投入。随着公司各项产品市占率的提升, 用户粘性随之增强, 销售费率存在下降空间, 将有助于提升公司盈利能力。

图20: 2016年同行业销售投入对比

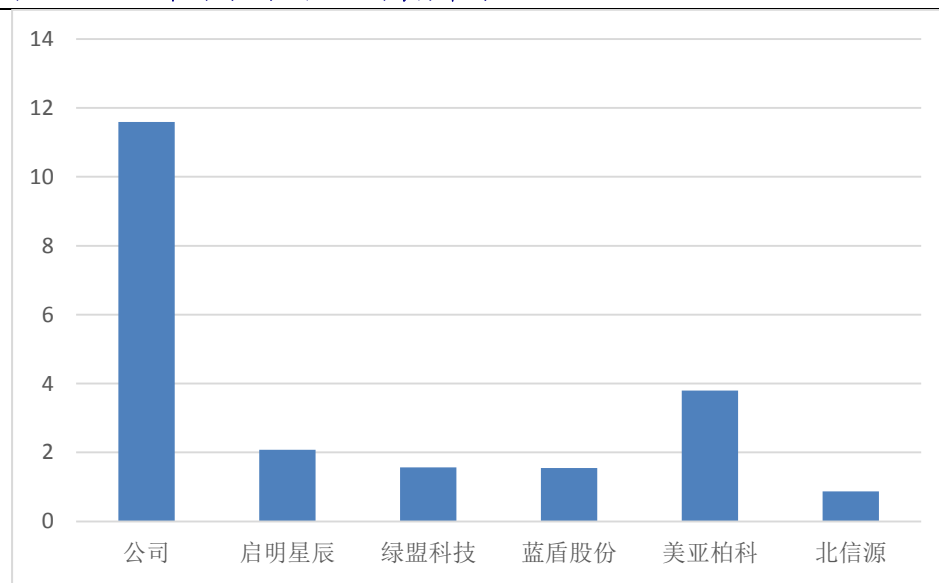


资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

公司应收账款周转率显著优于同行公司。作为 ToB 业务的公司, 应收账款周转率考验公司的营运能力, 与同行业上市公司相比, 公司在这方面表现突出。2016 年末公司的应收账款只有 1.44 亿元, 应收账款周转率为 11.59, 显著高于其他可比

网络安全上市公司，这意味着公司具有很强的回款能力，坏账率低。我们认为，公司高应收账款周转率与公司的客户结构有一定关系，公司平均订单金额低、客户数量多，2017年5万以下订单数量多达3.94万个，占当年订单数量的76.87%，公司具有很强的回款能力。

图21： 2016年同行业应收账款周转率对比



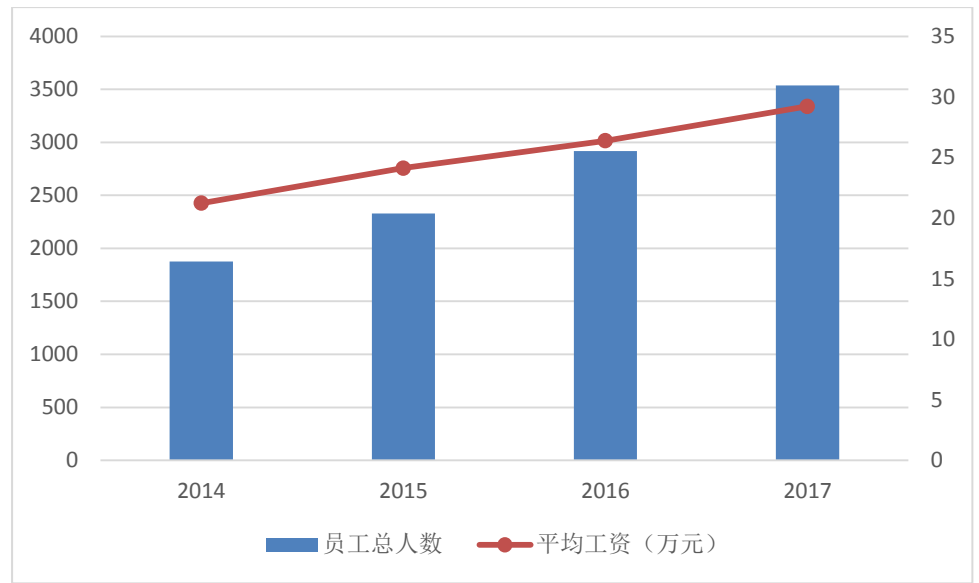
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.6、公司处于快速扩张期，2014-2017年员工人数三年翻倍。

公司处于快速扩张期，员工人数三年翻一倍。公司自成立以来一直快速发展，近几年继续保持着高速增长势头，2014-2017年三年间公司员工总人数从2014年底的1875增长到2017年底的3538人，接近翻倍。同时员工平均工资也保持较快增长，从2014年约21万元增长到2017年的近30万元，年均增幅约11%。

2017年秋季招聘岗位总需求900余人，保障公司业务加速拓展。从公司2017年秋季招聘计划可以看到，随着公司业务领域和规模的扩大，公司人才需求量也急剧增加，2017年秋季招聘岗位总需求达900余人，覆盖研发、销售、技术服务和职能四大体系，同时还对博士/博士后高端人才提供特殊的招聘渠道，人才的大量引进有助于保障公司未来各项业务的高速增长。

图22： 2014-2017年员工总人数和平均工资



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图23: 公司 2017 年秋季招聘计划

研发体系 岗位薪酬

特别优秀者，薪酬可面议

- 软件开发类岗位**
本科及以上学历，专业不限 招聘人数：270人
- C/C++ 开发工程师 iOS开发工程师
安全攻防研究工程师 算法工程师
Android开发工程师 交互设计师
Windows开发工程师 视觉设计师
Web前端开发工程师 产品培训师
Web后台开发工程师
年薪：本科16万起，硕士19万起
- 软件测试类岗位**
本科及以上学历，专业不限 招聘人数：80人
- 软件测试工程师
年薪：本科15万起，硕士16万起

市场体系 岗位薪酬

特别优秀者，薪酬可面议

- 销售经理、售前产品经理(网络安全、云计算方向)**
工作地点：全国各主要大中城市，服从公司分配 招聘人数：240人
- 本科及以上学历，销售经理不限专业，售前产品经理岗以计算机、通信、网络、软件、电子信息等专业优先
年薪：本科16万起，硕士19万起
- 销售经理、售前产品经理(无线、物联网方向)**
工作地点：全国各主要大中城市，服从公司分配 招聘人数：55人
- 本科学历优先，销售经理不限专业，售前产品经理岗以计算机、通信、网络、软件、电子信息等专业优先
年薪：本科16万起，硕士19万起
- 海外销售经理**
工作地点：海外国家，服从公司分配 招聘人数：10人
- 硕士学历，专业不限，英语口语优秀，可作工作语言
年薪：硕士26万起

深信服科技 岗位薪酬

特别优秀者，薪酬可面议

- 销售经理、售前产品经理(无线、物联网方向)**
工作地点：全国各主要大中城市，服从公司分配 招聘人数：60人
- 本科及以上学历，销售经理不限专业，售前产品经理岗以计算机、通信、网络、软件、电子信息等专业优先
年薪：本科16万起，硕士19万起
- 网络技术工程师/系统工程师(无线、物联网方向)**
工作地点：全国各主要大中城市，服从公司分配 招聘人数：30人
- 本科学历优先，计算机相关专业；具备实际的网络维护和管理的实践经验者优先。
年薪：本科14万起，硕士16万起
- 软件测试工程师**
工作地点：深圳 招聘人数：30人
- 熟练使用熟悉C/C++/JAVA/PYTHON/RUBY/SHELL其中之一；
年薪：本科15万起，硕士16万起

技服体系 岗位薪酬

特别优秀者，薪酬可面议

- 安全服务工程师**
工作地点：北上广深、杭州、南京等一线城市 招聘人数：20人
- 年薪：本科16万起，硕士19万起
- 云计算交付工程师**
工作地点：北上广深、杭州、南京等一线城市 招聘人数：20人
- 年薪：本科16万起，硕士19万起
- 网络技术/系统工程师(网络安全、云计算方向)**
工作地点：全国各主要大中城市 招聘人数：70人
- 年薪：本科14万起，硕士16万起
- 网络技术/系统工程师(无线、物联网方向)**
工作地点：全国各主要大中城市 招聘人数：15人
- 年薪：本科14万起，硕士16万起
- 项目/渠道管理经理**
工作地点：全国各主要大中城市 招聘人数：10人
- 年薪：本科16万起，硕士19万起
- 以上岗位专业需求：本科及以上学历，计算机、通信、网络、软件、电子信息等专业优先

职能体系 招聘岗位

特别优秀者，薪酬可面议

- 具体岗位**
- 人力资源专员 财务管理培训生
计划交付工程师 品牌营销专员
知识产权专员 政府关系专员
法务专员 税务专员
- 岗位要求**
- 本科及以上学历，人力资源管理、法学、财会、税务、知识产权、新闻、广告、计算机类专业优先，优秀者可不受专业限制
- 福利待遇**
- 基本工资+年终奖，根据面试情况提供有竞争力的薪酬，公司提供3个月免费过渡宿舍

博士/博士后 招聘岗位

- 研发技术专家(限博士/博士后)** 招聘人数：20
- 工作地点：深圳
- 负责虚拟化、系统结构、操作系统及内核、网络、大数据技术、人工智能、云安全、终端安全、安全攻防、加密技术、算法、移动计算及其安全、IoT及其安全、威胁情报等某一技术领域的前沿性研究，引领公司的技术发展。
- 云计算/安全战略研究专家(限博士/博士后)** 招聘人数：8人
- 工作地点：深圳
- 负责云计算、网络安全领域的产品未来规划、发展路径演进等
- 市场产品解决方案专家(限博士/博士后)** 招聘人数：8人
- 工作地点：深圳
- 负责公司云计算、网络安全产品针对客户需求的解决方案的设计，充当咨询专家角色，保证产品在市场端的落地。
- 深信服博士引进政策：**
- 年薪 40-60万，(极具优秀的应届博士、有优秀企业优秀经验的往届博士、高校老师，薪资不设限)；
- 除以上年薪外，还将获得：
 - 博士安家费10万
 - 博士后创新基地津贴24万
 - 博士后留任津贴 10万
 - 满两年享免息购房贷款 35万
- 在中国大陆以外，在世界排名150名内的高校取得博士学位者到深圳就业时，将获得深圳市政府提供的160万的博士“孔雀计划”津贴。如果是在以上高校留学超过1年，也有机会获得孔雀计划津贴。

资料来源：“深信服招聘”微信公众号，新时代证券研究所

员工平均工资行业领先，保持优秀人才吸引力。公司 2016 和 2017 年公司全部

员工的年平均工资估算约为 26 万元和 30 万元，高于大部分同行业上市公司。具有市场竞争力的薪酬水平有助于保持公司持续吸引优秀人才加入，不断强化公司市场竞争优势，强者恒强。

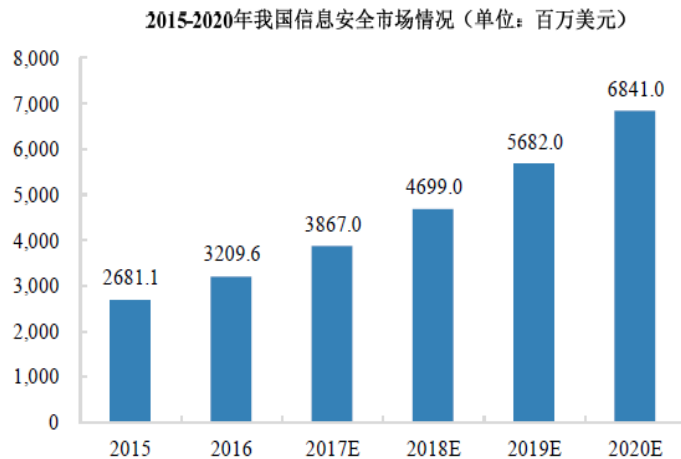
2、网安事件频发和重要法规落地，促网安业务加速成长

2.1、全球信息安全市场保持稳定增长，中国市场增速高于全球平均

Gartner: 2016-2021 年全球信息安全市场预计将以 8.1% 的复合年增长率增长。 2017 年全球信息安全产业规模达到 989.86 亿美元，较 2016 年增长 7.9%，2018 年预计增长至 1060 亿美元。从增速看，全球信息安全产业增速在 2015 年达到历史高位 17.3%，回落至 7.9% 的增长水平。Gartner 预测，2016-2021 年全球信息安全市场预计将以 8.1% 的复合年增长率增长，到 2021 年将达到 1330.2 亿美元。

IDC: 2015-2020 年的我国信息安全市场复合增长率将达到 20.60%。 在信息安全政策和新兴技术的驱动下，我国信息安全行业仍将保持较快的增长。根据 IDC 研究报告，预计到 2020 年，我国信息安全市场规模将达到 68.41 亿美元，2015 年至 2020 年的复合增长率将达到 20.60%。我国信息安全产业产品和服务的市场构成与全球市场构成差异较大。

图24: IDC: 2015-2020 我国信息安全市场规模



资料来源：招股说明书，IDC 测算，新时代证券研究所

2.2、网络安全事件频发，催升全社会自发安全需求

网络安全事件频发引发全社会高度关注。 随着信息技术的快速发展，互联网已经深入社会生产生活的各个方面，由此带来的网络安全隐患问题也日渐凸显。在刚刚过去的 2017 年，国内外网络安全事件频发，其中倍受关注且影响巨大的诸如央视报道的网上贩卖信息新网和 5 月 12 日爆发的 wannacry 勒索病毒等事件，引发了全社会的高度关注。从政府到企业到个人，全社会网络安全意识正在迅速提高，网络安全已经不再是一个遥远的话题。

表4: 2017 年报道的国内外重大网络安全事件一览

时间	事件	简述
2月	央视曝光个人信息泄露网上贩卖新闻	央视曝光了一则关于个人信息泄露网上贩卖的新闻。只要提供一个人的手机号码，就能查到个人隐私信息，包括身份户籍、婚姻关联、名下资产、手机通话记录等等，甚至可以通过三网定位实时定位这些手机用户的位置，这不禁掀起了广大市民对个人隐私被泄露的担忧。
3月	58同城招聘信息公开售卖	58同城被爆700元即可采集全国简历信息。由于全国58同城招聘网对求职者简历毫无防护，平台存在多个漏洞，黑客通过采集工具就能轻易获取后台数据，甚至有商家在网上出售700元一套的爬虫软件，可采集全国430多个城市，以及464个职业的简历数据。
4月	上亿优酷信息数据在暗网售卖	据外媒hackread爆料，一个名为CosmicDark的供应商在暗网售卖优酷的数据库，该数据库包括了100759591条优酷用户账户信息。据悉该数据库在2016年泄露，今年暴露在互联网上，目前并不清楚这个数据库是如何被盗走的
9月	Reaper僵尸网络病毒每天可感染1万台IoT设备	据研究机构透露，今年9月份发现的基于IoT的僵尸网络日渐浮出水面，截止10月底为止，这个名为Reaper的恶意软件已经感染了超过两百万台设备，包括路由器、摄像头等，其中受感染最严重的国家是中国，每天感染超过1万台设备，速度十分惊人。
12月	腾讯安全通报一起大范围钓鱼邮件攻击事件	腾讯安全监测到一起大范围的钓鱼邮件攻击事件，52个国家的网站被利用。受攻击的企业、单位对象范围钓鱼邮件攻击事件中，70%来自中国，包括比亚迪、京东、南京大学、江南大学等多家知名企业、单位。据监控数据显示，此类型钓鱼邮件工作日传播量大，峰值能达到将近6万次日传播量。
5月	WannaCry勒索攻击	2017年5月12日，WannaCry勒索病毒事件全球爆发，以类似于蠕虫病毒的方式传播，攻击主机并加密主机上存储的文件，然后要求以比特币的形式支付赎金。WannaCry爆发后，已波及99个国家7.5万台电脑被感染，有99个国家遭受了攻击，其中包括英国、美国、中国、俄罗斯、西班牙和意大利。
4月	洲际酒店信用卡数据泄露	2017年4月，据BBC新闻报道，洲际酒店超过1000家旗下酒店遭遇支付卡信息泄露的问题，这是今年2月洲际酒店宣布遭遇黑客影响后再次受到相同的攻击。受影响的品牌包括洲际旗下的假日酒店、皇冠假日酒店、英迪格酒店和伍德套房酒店。
2月	Cloudflare流量泄露	著名的网络服务商CloudFlare又曝出“云出血”漏洞，导致用户信息在互联网上泄露长达数月时间。经过分析，CloudFlare漏洞是一个HTML解析器惹的祸。由于程序员把>=写错，仅仅一个符号之差，就导致出现内存泄露的情况。就如同OpenSSL心脏出血一样，CloudFlare的网站客户也大面积遭殃，包括优步（Uber）、密码管理软件1password、运动手环公司FitBit等多家企业用户隐私信息在网上泄露。
6月	1.98亿美国选民信息泄露	在共和党国家委员会签约的一家营销公司本月泄漏了超过1.98亿美国公民的政治数据。数据泄露包含大约61%的美国人大量个人信息。除了家庭地址，出生日期和电话号码之外，这些记录还包括政治团体采用的先进情绪分析来预测个人选民如何处理热门问题，如枪支所有权，干细胞研究和堕胎权，以及宗教信仰和种族。
11月	Mac曝出低级漏洞	苹果公司最新的macOS系统出现严重漏洞，用户仅输入“root”作为用户名即可进入系统，这意味着你不需要密码即可解锁进入一台安装了macOS High Sierra系统的苹果电脑。
9月	Equifax数据库泄露	据外媒报道，今年9月份，美国三大信用评级机构之一的Equifax公司数据库被黑！多达1.43亿名用户的数据和信息（你的姓名、生日、地址、SSN社安号，信用卡号、驾驶证号码.....）全部外泄！
6月	Petya勒索病毒变种肆虐	2017年6月，Petya勒索病毒的变种开始从乌克兰扩散。与5月爆发的Wannacry相比，Petya勒索病毒变种的传播速度更快。它不仅使用了NSA“永恒之蓝”等黑客武器攻击系统漏洞，还会利用“管理员共享”功能在内网自动渗透。
9月	AWSS3服务器18亿用户信息泄露	网络安全公司UpGuard研究人员Chris Vickery于今年9月中旬发现美国五角大楼托管的3台亚马逊AWSS3服务器“centcom-backup”、“centcom-archive”与“pacom-archive”因配置错误，导致任何未经授权的用户均可公开访问。
10月	雅虎30亿用户账号信息泄露	2017年10月，雅虎公司证实，其所有30亿个用户账号可能全部受到了黑客攻击的影响，公司已经向更多用户发送“请及时更改登录密码以及相关登录信息”的提示。其实此次事件发生在2013年8月，黑客入侵雅虎导致所有用户受到影响。
11月	五千万名Uber客户信息泄露	优步（Uber）承认2016年发生信息泄露事件，包括姓名、邮箱地址及手机号码在内的个人信息遭泄露，在英国有270万人受到影响。在隐瞒信息泄露事件一年多后，优步还透露全球有5700万人受到影响。

6月	Verizon 用户数据泄露	据国外媒体报道，2017年6月份，Verizon有600万用户的数据被泄露。
10月	WPA 2 协议漏洞	2017年10月16日，外媒Ars Technica首次爆出，有研究人员发现了Wi-Fi安全漏洞，并包含WPA2安全协议中的几个关键管理漏洞。
7月	HBO 泄密事件	在2017年7月和8月，HBO遭遇大规模数据泄露事件，一些尚未放映的剧集被散布到了网络上，包括大热的电视剧《权力的游戏》、《抑制热钱》和《不安感》等。
6月	勒索软件 NotPetya	NotPetya是源自类似Petya的全新形式勒索软件，可以将硬盘整个加密和锁死，从内存或者本地文件系统里提取密码，在2017年6月瞄准了乌克兰企业。多家大型跨国企业成为其受害者，这包括英国广告公司WPP、美国联邦快递、丹麦航运公司马士基以及俄罗斯石油公司Rosneft。
3月	54小时的DDoS攻击	2017年3月，美国的一所大学官方以及相关系统遭到了持续54个小时的拒绝服务(DDoS)攻击。在攻击中，攻击者使用了一个新的变种Mirai恶意软件僵尸网络。在攻击过程中，平均每秒的峰值达到了30,000个请求(RPS)，最高值曾一度达到3700ROS高价值。
9月	清理工具CCleaner被植后门	全球最大的计算机安全厂商之一的Avast透露，其子公司CCleaner遭到黑客入侵。合法软件CCleaner被植入恶意后门，受到影响的用户达到227万。
12月	NiceHash 被黑	在2017年12月7日，加密货币挖矿平台NiceHash的网站因存在安全漏洞而遭到黑客入侵。超过价值7000万美元的比特币被窃取。
8月	Taringa 数据泄露	2017年8月，拉丁美洲社交媒体巨头Taringa遭遇数据泄露，超过2800万个账户信息遭到窃取。数据包括用户名、电子邮箱地址和哈希密码。
5月	加州选民信息泄露	2017年5月31日，研究人员发现，1900多万美国加利福尼亚州选民的详细资料被暴露在了一个不安全的MongoDB数据库中。另外，该数据库还遭到了黑客的赎金勒索。

资料来源：搜狐网、Freebuf网站、“黑客视界”微信公众号，新时代证券研究所

用户自发安全需求不断提升。当前信息化、互联网化已经成为现代企业必然选择，企业面临的网络安全的威胁日益加剧，越来越多的企业自发认识到网络安全对企业发展的重要性，逐步加大对网络安全的投入力度。

2.3、网络安全重要法规落地，倒逼全社会加大安全投入

《网络安全法》明确网络产品和服务提供者的网络安全主体责任。近几年多部关于网络安全的重量级法律法规相继出台，其中《网络安全法》的出台最具有里程碑式的意义，它是我国第一部网络安全的专门性综合性立法，显示了党和国家对网络安全问题的高度重视，是我国网络安全法治建设的一个重大战略契机。网络安全有法可依，信息安全行业将由合规性驱动过渡到合规性和强制性驱动并重。《网络安全法》对网络产品和服务提供者的安全义务有了明确的规定，强化了依托互联网开展业务的企业的网络安全主体责任。

表5：近几年网络安全相关重要法律法规

发布时间	发布部门	文件名称	主要内容
2018年4月	中央网信办和 中国证监会	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	全面贯彻落实党的十九大精神，充分发挥资本市场在资源配置中的重要作用，规范和促进网信企业创新发展，推进网络强国、数字中国建设。
2017年7月	国家互联网 信息办公室	《关键信息基础设施安全保护条例(征求意见稿)》	明确了关键信息基础设施的范围、各监管部门的职责、运营者的安全保护义务以及安全检测评估制度
2016年11月	全国人大常委会	《中华人民共和国网络安全法》	以网络运营者为主要规范对象，对网络运营者的网络运行安全、网络信息安全提出了若干制度性管理要求，重点包括网络信息内容管理制度、网络安全等级保护制度、关键信息基础设施的安全保护制度、个人信息

和重要数据保护制度、网络产品和服务管理制度、网络安全事件管理制度等

2016年9月	工信部	《互联网信息安全管理系统使用及运行维护管理办法（试行）》	指导各省、自治区、直辖市通信管理局以及经营互联网数据中心（含互联网资源协作服务）、互联网接入服务、内容分发网络服务等业务的互联网接入类企业规范做好互联网信息安全管理系统的使用与运行维护管理工作；保障各单位系统安全可靠运行，有效发挥系统作用。
2016年8月	中央网信办等四部门	《关于加强国家网络安全标准化工作的若干意见》	明确了网络安全国家标准的统一归口和协调一致问题，能够避免不同部门、不同行业甚至地方发布的标准各自不统一的问题，提高国家安全保障能力，减轻企业实施标准的负担，提高其参与标准制定的积极性。
2012年12月	全国人大常委会	《全国人民代表大会常务委员会关于加强网络信息保护的决议》	网络服务提供者应当加强对其用户发布的信息的管理，发现法律、法规禁止发布或者传输的信息的，应当立即停止传输该信息，采取删除等处置措施，保存有关记录，并向有关主管部门报告。
2011年1月	国务院	《互联网信息服务管理办法》	为了规范互联网信息服务活动，促进互联网信息服务健康有序发展。
2011年1月	国务院	《计算机信息网络国际联网安全保护管理办法》	对中国境内的计算机信息网络国际联网安全保护管理的相关问题做出了相关规定。
2010年1月	工信部	《通信网络安全防护管理办法》	加强对通信网络安全的管理，提高通信网络安全防护能力，保障通信网络安全畅通

资料来源：政府网站，新时代证券研究所

网络安全执法趋严，倒逼运营企业加大网络安全投入。《网络安全法》于2017年6月1日正式实施以来，截止到3月初，据不完全统计，目前各地已公开的执法案例共30例左右，涉及关键信息基础设施的网络运营者、直接负责的主管人员、网络产品或服务提供者等责任主体。处罚行为包括不履行网络安全保护义务、侵犯个人信息等，其中新浪微博、腾讯被处以最高罚款。2017年8至10月，十二届全国人大常委会对“一法一决定”（《网络安全法》和《全国人民代表大会常务委员会关于加强网络信息保护的决议》）的实施情况进行了执法检查，开创了法律制定不到一年就进行执法检查的先例，凸显了国家对网络安全的高度重视。可以预见，网络安全执法将日趋常态化，有助于倒逼相关单位、企业加大网络安全投入力度，促进网络安全产业的发展。

2.4、公司安全业务将充分受益用户的自发安全需要和执法压力

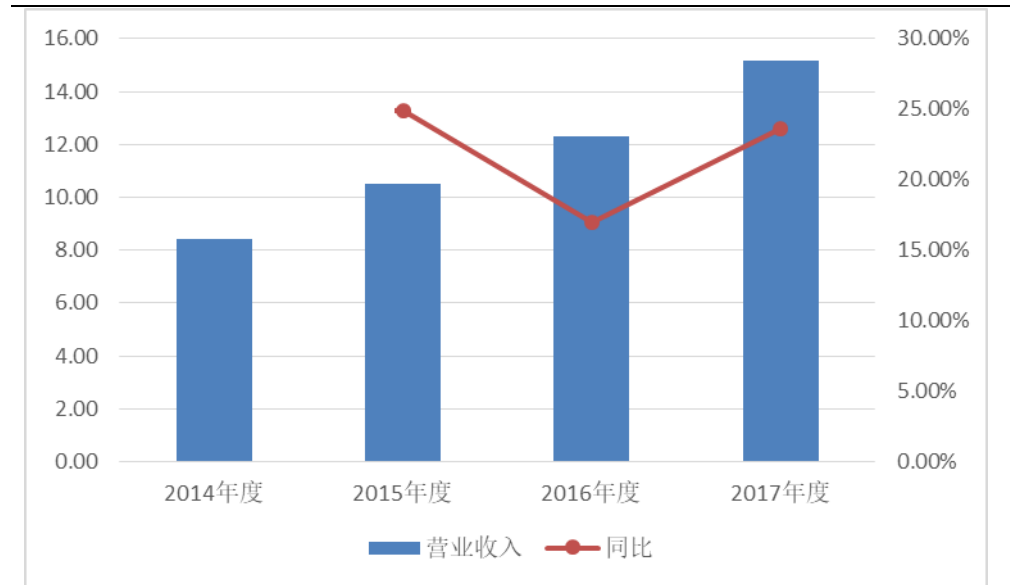
公司网络安全产品竞争优势明显。公司作为国内最早进入网络安全领域的企业之一，一直专注于几款网络安全细分产品。从2002年推出IPSec VPN产品并在三年之内迅速做到行业第一，后陆续推出多款网络安全产品，依靠公司持续高强度的研发投入，公司网络安全产品具有很高的技术附加值，并在细分领域做到了行业前列。其中，根据IDC研究报告，公司VPN、上网行为管理产品2015年、2016年保持国内市场市占率第一，公司下一代防火墙在2016年统一威胁管理类别中国国内市场占有率第二。根据Frost&Sullivan研究报告，公司SSL VPN从2008年到2014年保持中国市场占有率第一，应用交付2014-2016年连续三年国内市场占有率第二，国产品牌市场份额排名第一。此外，公司上网行为管理、SSLVPN、下一代防火墙、广域网优化、应用交付等5款信息安全核心产品入围Gartner国际魔力象限，核心产品的前瞻性和影响力获得国际权威机构认可。

安全业务贴近市场需求。企业级用户业务系统中的高价值信息资产越来越多，

一旦泄露，组织将会遭受严重的名誉、经济等损失，公司 VPN 网关、上网行为管理、下一代防火墙、云安全等产品主要关注并解决此类隐患。另外，越来越多的企业业务趋向互联网化和移动化，其业务连续性和可靠性尤为关键，公司广域网优化和应用交付类产品关注此类问题。公司安全业务将充分受益企业级用户的自生安全需求。

安全业务有望加速发展。公司 2014-2017 年安全业务营收分别是 8.41 亿元、10.50 亿元、12.28 亿元、15.19 亿元，2015-2017 年同比增速分别为 24.87%、17.01%、23.65%，2017 年 6 月 1 日正式实施的《网络安全法》以及相关法律法规的落地，叠加公司十余年积累形成的品牌优势、渠道优势、研发实力等竞争优势，有望加速公司安全业务的发展。

图25： 公司 2014-2017 年安全业务营业收入及同比增速



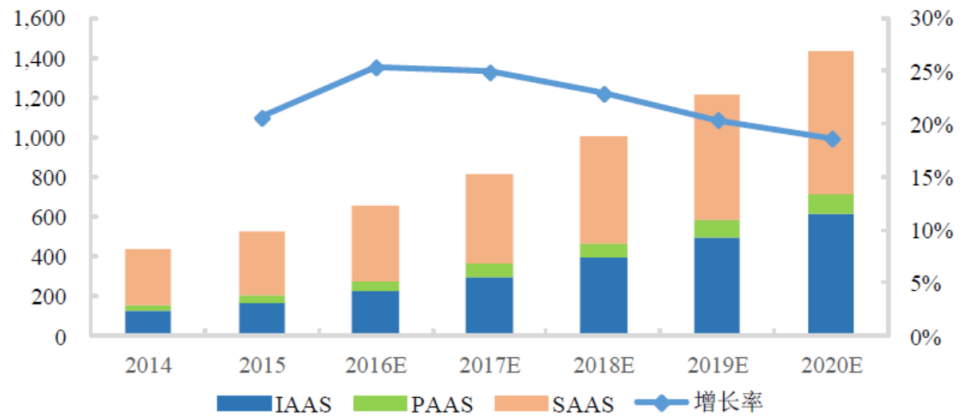
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3、云计算业务高速发展，开辟成长新航道

3.1、全球云计算产业规模大，市场总体保持较快增长

预计 2020 年，全球云服务市场规模将达到 1,435.3 亿美元，年复合增长率达 22%。云计算已经成为全球信息产业界公认的发展重点，各国政府积极通过政策引导、资金投入等方式加快本国云计算的战略布局和产业发展，全球信息产业企业不断加快技术研发、企业转型以抢占云计算市场空间。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书（2016 年）》，2015 年全球以 IaaS、PaaS、SaaS 为代表的典型云服务市场规模达到 522.40 亿美元，同比增长 20.6%。预计 2020 年，全球云服务市场规模将达到 1,435.3 亿美元，年复合增长率达 22%。

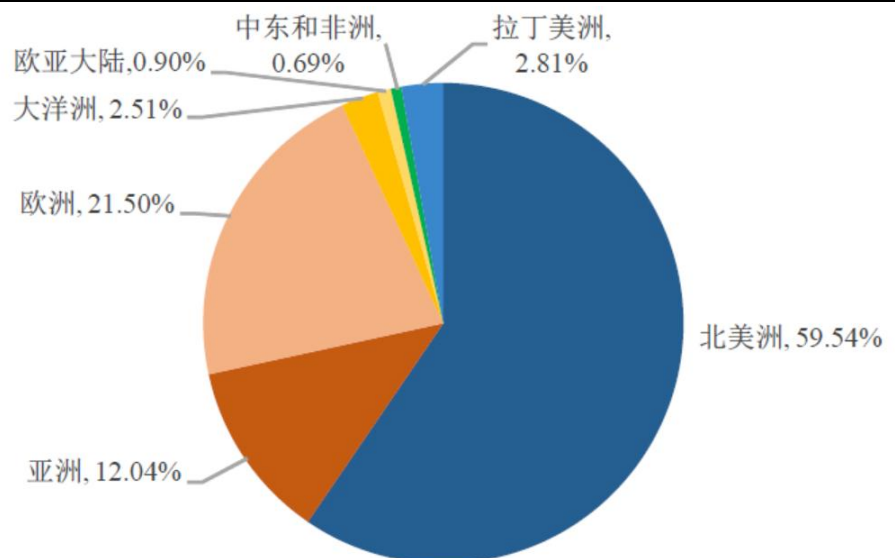
图26： 全球云计算市场规模（单位：亿美元）



资料来源：招股说明书，Gartner 测算，新时代证券研究所

美国在全球云计算市场处于领导地位，以中国、印度为代表的云计算新兴国家高速增长。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书（2016年）》，作为云计算的先行者，北美地区占据云计算市场的主导地位，2015年美国云计算市场占据全球56.5%的市场份额，增速达19.4%，预计未来几年仍以超过15%的速度快速增长。欧洲作为云计算市场的重要组成部分，以英国、德国、法国等为代表的西欧国家占据了21%的市场份额，近两年增长放缓，2015年增速仅4.2%。2015年日本云计算市场全球占比4.2%，增速7.9%，预测未来几年增速会小幅上升，但仍低于北美国家。预计未来美国与欧洲、日本云计算市场差距将进一步扩大。2015年亚洲云计算市场全球占比12%，保持快速增长，其中印度增速达35%，中国市场全球占比已由2012年的3.7%上升到5%，市场发展潜力较大。

图27：全球云计算市场格局



资料来源：招股说明书，Gartner 测算，新时代证券研究所

3.2、国内云计算行业快速发展，广阔天地大有可为

我国云计算产业得到国家政策大力支持，正处于快速发展期。2017年工业和

信息化部颁布了《云计算发展三年行动计划（2017-2019年）》，《计划》显示2015年我国云计算产业规模已达1500亿元，产业发展势头迅猛、创新能力显著增强、服务能力大幅提升、应用范畴不断拓展。《计划》要求，到2019年，中国云计算产业规模达到4300亿元，年均复合增速达到30%，并且要突破一批核心关键技术，云计算服务能力达到国际先进水平，对新一代信息产业发展的带动效应显著增强。

IDC预计到2020年，我国公有云、私有云建设市场规模将达到46.98亿美元、52.98亿美元，年复合增长率将分别达到15.00%、19.46%。我国云计算应用逐渐从互联网行业向传统行业融合，市场前景广阔在政府积极引导和企业战略布局等推动下，目前我国云计算产业保持了较好的发展态势，创新能力显著增强、服务能力大幅提升、应用范畴不断拓展，已成为提升信息化发展水平、打造数字经济新动能的重要支撑。根据IDC研究报告，2015年我国公有云平台建设市场规模达到23.36亿美元，同比增长37.7%，我国私有云平台建设市场规模达到21.77亿美元，同比增长30.3%，预计到2020年，我国公有云、私有云建设市场规模将达到46.98亿美元、52.98亿美元，年复合增长率将分别达到15.00%、19.46%。

图28： 2015-2020年中国云计算市场规模（单位：百万美元）



资料来源：招股说明书，IDC测算，新时代证券研究所

私有云市场空间广阔，正向政府、金融、交通、医疗等传统行业融合。据中国信息通信研究院《中国私有云发展调查报告（2017年）》统计显示，2016年，中国私有云市场规模达到344.8亿元，相比2015年增长25.1%。预计2017~2020年中国私有云市场仍将保持稳定增长，到2020年市场规模将达到762.4亿元，年复合增速22%。当前，云计算的应用正从游戏、电商、移动、社交等互联网行业向制造、政府、金融、交通、医疗等传统行业融合。随着云计算应用向企业级用户的融合，以及企业级用户对可控性、安全性的偏好，云计算产业的发展为国内提供私有云解决方案的厂商提供了良好的发展机遇。

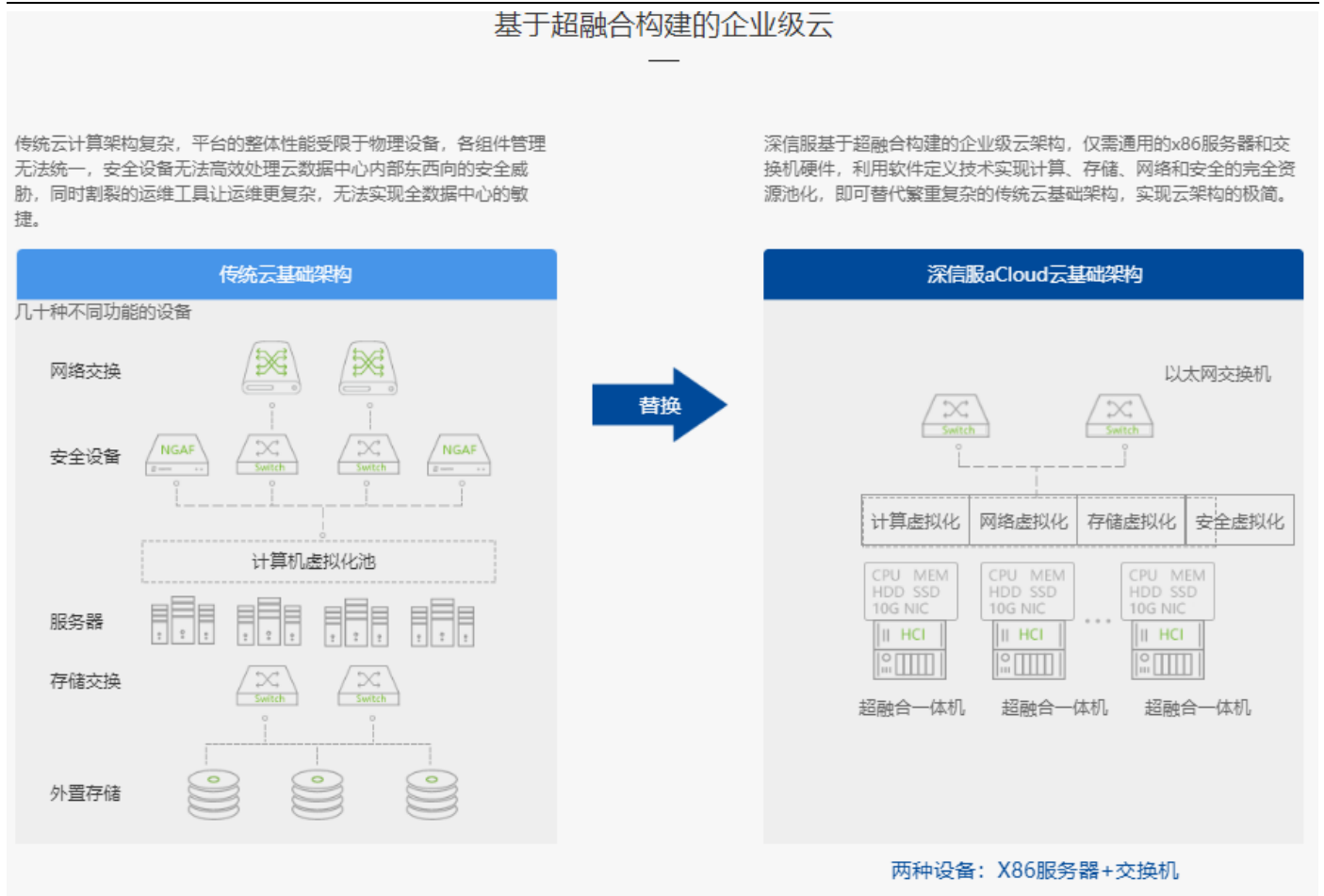
3.3、2012年成功切入云计算市场，保持高速增长势头

云计算产品快速导入市场。凭借十余年深厚的IT技术积累和对企业级市场的深刻认识，公司从2010年开始技术研发储备，2012年扩宽产品范围，顺利推出云计算、企业级无线相关产品和解决方案。凭借十余年深厚的信息技术积累和对企业级

市场的深刻认识，2016年公司云计算的核心产品超融合在国内市场占有率排名第四，2016年入围GartnerX86服务器虚拟化基础架构魔力象限，国内仅两家入围。

超融合基础架构 (Hyper-Converged Infrastructure, 或简称“HCI”) 也被称为超融合架构，是以软件为核心定义数据中心，在同一套单元设备 (x86 服务器) 中不仅仅具备计算、网络、存储和服务器虚拟化等资源和技术，而且还包括缓存加速、重复数据删除、在线数据压缩、备份软件、快照技术等元素，而多节点可以通过网络聚合起来，实现模块化的无缝横向扩展 (scale-out)，形成统一的资源池。

图29: 深信服-基于超融合架构的企业级云服务



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

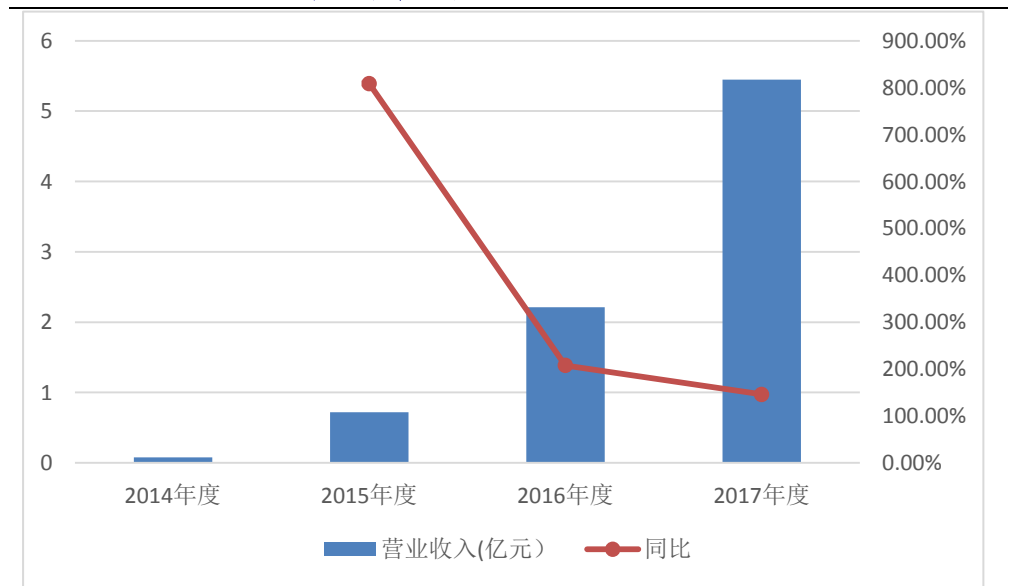
图30: 深信服桌面云两大核心组件



资料来源：公司网站，新时代证券研究所

超融合和桌面云业务发展迅猛，云计算业务有望再造一个深信服。2014-2017年云计算业务营业收入分别为0.08亿元、0.72亿元、2.21亿元、5.45亿元，2015-2017年同比增长率分别808.71%、207.78%、145.96%，年复合增长率为310%。营收占比迅速提升，从2014年的0.83%迅速增长到2017年的22.02%。云计算是公司目前重点发展的业务方向，有望继续保持快速增长势头。

图31： 公司 2014-2017 年云计算业务营业收入和同比增速



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3.4、2017 年云计算全业务链布局，打开云计算业务成长空间

拓展云计算业务范围，进军公有云和混合云。公司当前云计算业务主要包括企业级云和桌面云业务，随着公司技术能力和市场空间的不断开拓，公司从2017年开始大力拓展云计算业务范围，形成了以网络安全技术为基因，超融合架构为基石的企业级云、桌面云、分支云、公有云的四朵云业务布局，为政府及企事业单位提供从数据中心、分支网络到桌面终端一整套完整云计算产品、解决方案及服务。这极大地拓宽了云计算业务的成长空间，业绩有望持续保持高速增长势头。

广泛合作，搭建生态。2017年深信服云计算已经与Intel、英伟达、用友等众

多行业翘楚达成战略合作，覆盖主流硬件、基础软件、通用软件、行业软件等厂商，在对主流硬件兼容以及软件承载与对接方面，公司云计算表现出优秀的开放性与稳定性。2018年1月26日在深信服2018合作伙伴大会上，公司与全球领先的显卡芯片厂商英伟达（NVIDIA）达成战略合作，共同发布中国首款基于KVM技术的vGPU虚拟桌面解决方案，标志着在公司桌面云业务将更加适用于Win10、linux、国产操作系统（中标麒麟等）、3D图形设计、多媒体、广域网办公、呼叫中心、语音教室、医院PACS、气象GIS、视频监控、涉密网等场景。

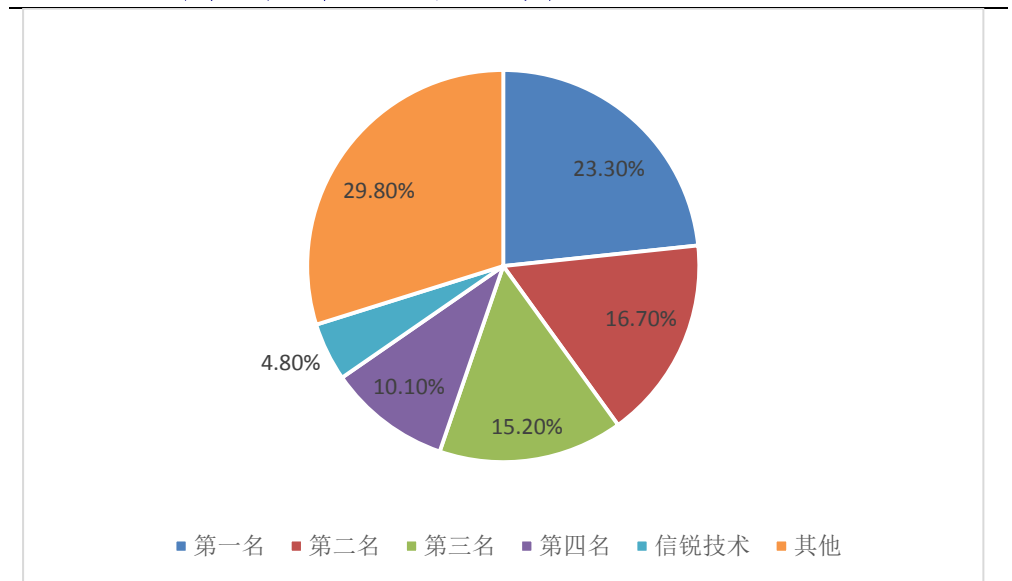
4、企业级无线行业黑马，战略布局物联网

4.1、2014年正式踏入企业级无线市场，迅速成为行业黑马

信锐技术定位于应用层无线厂家。2014年2月成立全资子公司深圳市信锐网络科技有限公司（以下简称“信锐技术”），独立运营公司企业级无线业务。有别于其他传统硬件无线厂家只关注无线连通性、天线等，信锐技术定位为应用层的无线厂家，对标惠普旗下的Aruba Networks。

信锐技术成立一年即跃居国内无线市场占有率第五名。IDC发布的《2015年第二季度中国网络设备市场跟踪报告》显示，在企业级无线市场领域，信锐技术一举超越多家此前排名靠前的传统无线设备厂商，跃居中国市场整体前五位，国产厂商第三位，市场占有率为4.8%。

图32： 2015年第二季度中国无线市场占有率

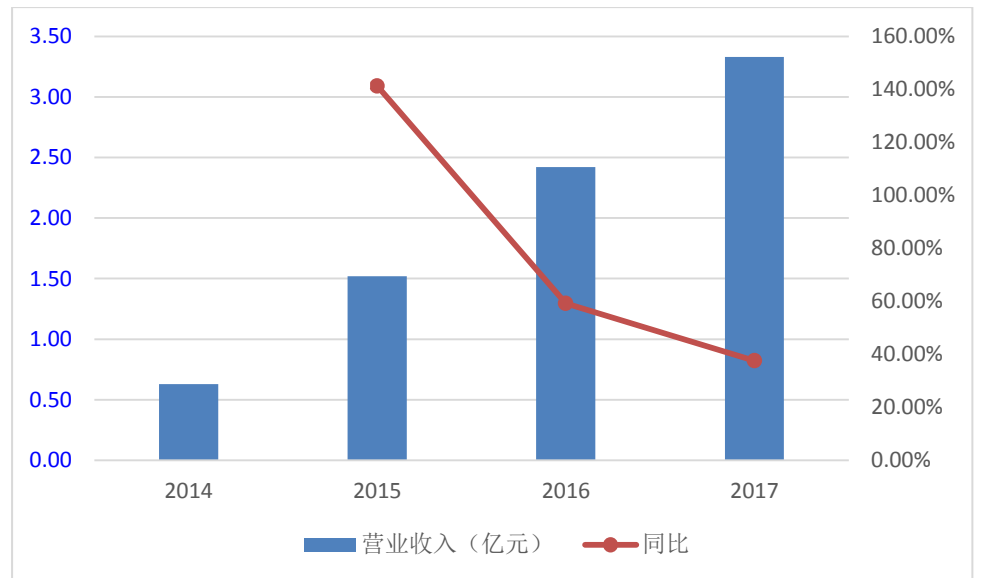


资料来源：IDC 测算，新时代证券研究所

4.2、企业级无线业务高速增长，成为公司又一新引擎

公司企业级无线业务营业收入近三年复合增长率74.2%。信锐技术成立当年（2014年）公司企业级无线业务即实现6329万元的营收，体现出公司极强的业务拓展能力。在随后的三年2015-2017年，企业级无线业务保持高速增长势头，营业收入分别为1.52亿元、2.42亿元、3.33亿元，年复合增长率为74.2%。

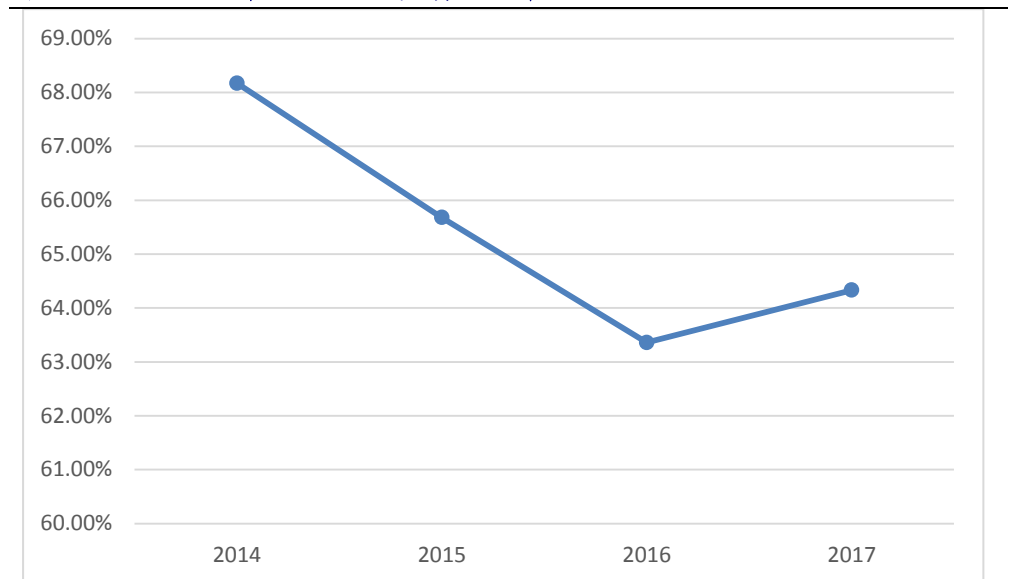
图33： 2014-2017年企业级无线业务营收及同比



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

企业级无线业务毛利率变化趋势稳定在64%左右。深信服2014-2017年企业级无线业务的毛利率分别为68.17%、65.68%、63.36%、64.33%，保持较高水平，高于2017年星网锐捷年报中披露的“企业级网络设备”的毛利率（50.91%）。

图34： 2014-2017年企业级无线业务毛利率



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

服务客户超45000家。据信锐技术官网介绍，信锐技术已为金融、景区、集团企业、教育、医疗、政府单位等超过45000家行业用户提供了高品质服务。客户包括：招商银行、太平人寿、峨眉山景区、张家界景区、吉利汽车、中国红牛、北京科技大学、上海国家会计学院、北京疾控中心、深圳统计局。

图35： 信锐技术客户案例（金融、酒店）



资料来源：信锐技术公司网站，新时代证券研究所

4.3、战略布局物联网领域，开辟新战场

信锐企业级物联网方案让企业运维管理极简极易。信锐技术在2017年开始涉足企业级物联网领域，推出信锐物联网平台+智能物联网终端产品，包括了智能的用电管控(比如智能插座、智能开关)、智能的恒温管控(比如智能的空调面板、温湿度新锐传感器)、工业场景的智能管控(例如工业采集器、物联网网关设备等)。信锐技术物联网业务可以与企业级无线业务产生非常好的协同效果，信锐的物联网产品可通过信锐的无线网络进行联接和管理。同时，信锐物联网设备并不完全依赖于WIFI网络,信锐物联网终端还可以通过专门的LORA网关进行信号覆盖，一栋楼只需部署一台网关，就可以把所有的物联网设备统一接管进来。

图36： 信锐技术关注的尚未被满足的物联网建设需求



资料来源：信锐技术网站，新时代证券研究所

搭建物联网平台构建物联网生态圈。物联网核心是平台，信锐技术同时推出了基于公有云的，和本地化的双物联网平台，来满足不同用户的需求。同时，信锐物联网平台开放第三方接口，允许其他厂商的物联网设备接入进来，是一个智能的开放平台。信锐老用户，可以通过升级控制器固件就可以免费实现物联网管理功能。

5、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 7.54、10.12、13.08 亿元，对应 EPS 分别为 1.89、2.53 和 3.27 元。考虑到公司安全业务、云计算业务、企业级无线业务均保持良好的增长势头，将继续受益于行业规模扩大和市占率提升，未来看好公司未来业绩持续高增长，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士。曾先后任职于交通银行总行、中国银河证券投资研究总部。2017年加入新时代证券研究所。2016年新财富最佳分析师计算机第7名团队核心成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：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。

推荐：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：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：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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>