深 信 服(300454)/计算机

安全业务稳步增长，云计算值得期待

评级：买入(首次)

市场价格：118.01

分析师：谢春生

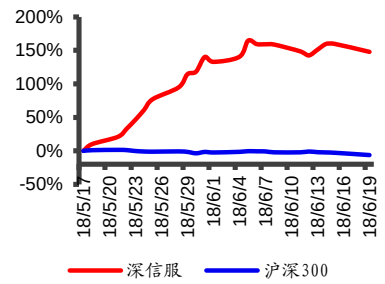
执业证书编号：S0740518010002

Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	40
市价(元)	118.01
市值(亿元)	472
流通市值(亿元)	47.22

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,750.0	2,472.5	3,629.9	5,349.1	7,730.0
增长率 yoy%	32.7%	41.3%	46.8%	47.4%	44.5%
净利润（百万元）	257.6	573.5	748.4	1,058.6	1,357.7
增长率 yoy%	-22.0%	122.7%	30.5%	41.5%	28.3%
每股收益（元）	0.64	1.43	1.87	2.65	3.39
每股现金流量	0.29	-0.04	4.81	2.36	3.40
净资产收益率	21.3%	33.0%	20.3%	22.3%	22.3%
P/E	183.3	82.3	63.1	44.6	34.8
PEG	3.0	2.5	2.0	0.7	1.0
P/B	39.0	27.1	12.8	10.0	7.7
备注：					

投资要点

- **深耕信息安全行业，业绩增长迅速。**2014-2017 年，公司营收年复合增长率达 38%，归母净利润年复合增长率达 35%，扣非归母净利润年复合增长率达 64%，业绩增长迅速。2014-2017 年公司云计算业务营收年复合增长率高达 310%，业绩爆发式增长，营收占比逐步提升。2017 年深信服销售净利率高达 23.2%，净利率远超行业内其他公司，公司盈利能力强。从股权结构来看，上市前，公司员工持股平台共持有深信服 12.04%的股份，员工持股比例高，我们认为，这极大促进了员工的工作积极性。

- **安全业务：综合实力强劲。**通过市占率、盈利能力、研发创新能力、产品市场认可度等四个维度的分析，我们认为：1）公司市占率高。深信服在我国信息安全行业市占率 5.9%，市场份额位居行业前三名，从细分子领域的市占率看，在安全内容管理硬件和 VPN 硬件领域，深信服市占率都排名全国第一，防火墙硬件领域，公司市占率排名第五；2）公司盈利能力强。2014-2017 年，深信服毛利率均值高达 87.8%，远超启明星辰、绿盟科技、天融信等同业公司的毛利率，盈利能力强。3）公司研发创新能力强。2017 年，深信服研发投入占营收比例接近 20%，研发投入高达 4.9 亿，研发投入行业最高。截止到 2018 年 4 月 23 日，深信服专利数量累计已达到 378 件，技术创新实力强劲。4）公司产品市场认可度高。上网行为管理、VPN、应用交付、广域网优化、防火墙产品均入围了 Gartner 国际魔力象限，主要产品已得到国际权威咨询机构认可。综上所述，深信服安全业务综合实力行业领先。

- **云计算业务：爆发式增长，超融合获市场认可。**2014-2017 年公司云计算业务营收年复合增长率高达 310%，业绩爆发式增长。公司云计算业务的核心产品为超融合，超融合已得到国际知名 IT 调研与咨询服务公司的认可，2016 年入围了 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限。2017 年，国内超融合市场规模高达 3.79 亿美元，同比增长 115%。深信服同比增长 277%，远超行业内其他公司。我们认为，依托超融合的技术优势，公司云计算业务未来发展可期，将成为盈利的另一核心增长点。

- **企业级无线业务：产品市场关注度高，持续创新能力强。**企业级无线业务是公司近年来拓展的新业务。该业务处于成长阶段，企业级无线业务的核心产品无线控制器 2016 年国内市占率第四，产品获市场广泛认可。根据 IDC 数据，2018 年 Q1 信锐（深信服子公司）中国企业级 WLAN 市场份额已上升至第三位（市占率 13%），企业级无线业务发展迅速。

- **盈利预测与投资建议。**我们认为，深信服是国内信息安全行业领导者之一，上网行为管理、VPN、下一代防火墙、应用交付等安全业务的领先优势将有望继续保持。云计算是计算机行业 2018 年投资的主线之一，作为云计算业务的核心产品，超融合在国内市占率逐步提升，未来有望带来新的增量市场，成为公司的盈利增长点。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.48 亿元/10.59 亿元/13.58 亿元，EPS 分别为 1.87 元/2.65 元/3.39 元，目前股价对应的 PE 分别为 63 倍、45 倍、35 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示事件：**政府对信息安全行业投入不及预期；云计算业务拓展不及预期；研发风险；企业级无线市场竞争加剧风险。

内容目录

1、深耕信息安全行业，业绩增长迅速 - 5 -
1.1 业绩增长迅速 - 5 -
1.2 主营信息安全业务，云计算营收占比逐步提升 - 6 -
1.3 毛利率高，盈利能力强 - 7 -
1.4 员工持股释放股权核能 - 9 -
2、安全业务：综合实力强劲，客户覆盖面广 - 10 -
2.1 "政策+技术"双轮驱动，安全行业生态向好 - 10 -
2.2 安全行业细分领域龙头，综合实力行业领先 - 16 -
2.3 积极布局云安全领域，客户覆盖面广 - 20 -
3、云计算业务：爆发式增长，超融合获市场认可 - 24 -
3.1 政府高度重视云计算行业发展 - 24 -
3.2 云计算业务爆发式增长 - 26 -
3.3 超融合市场规模持续扩张，产品市场认可度高 - 30 -
4、企业级无线业务：产品市场关注度高，持续创新能力强 - 32 -
5、盈利预测与投资建议 - 34 -
6、风险提示 - 36 -
政府对信息安全行业投入不及预期 - 36 -
云计算业务拓展不及预期 - 36 -
研发风险 - 36 -
企业级无线市场竞争加剧风险 - 36 -

图表目录

图表 1：营收增长迅速 - 5 -
图表 2：归母净利润增长迅速 - 5 -
图表 3：扣非归母净利润增长迅速 - 6 -
图表 4：公司业务架构 - 6 -
图表 5：公司业务结构变化历程 - 7 -
图表 6：公司四大业务 2014-2017 年营收 GAGR - 7 -
图表 7：公司毛利率高 - 8 -
图表 8：公司三大主营业务毛利率差别大 - 8 -
图表 9：公司期间费用率 - 9 -
图表 10：净利率行业最高 - 9 -
图表 11：员工持股比例高 - 10 -
图表 12：政策红利不断释放 - 12 -
图表 13：信息安全发展阶段 - 13 -
图表 14：物联网设备迅速增加 - 14 -
图表 15：10·21 美国网络瘫痪事件 - 15 -
图表 16：2017-2021 年国内信息安全市场规模 CAGR=23.4% - 15 -
图表 17：公司在信息安全行业市占率高 - 17 -
图表 18：2015 年信息安全行业细分板块市占率排名 - 17 -
图表 19：安全业务毛利率高于行业均值 - 17 -
图表 20：研发投入占营收比例高 - 18 -
图表 21：2017 年研发投入金额（亿元） - 18 -
图表 22：累计专利数量（件） - 19 -
图表 23：公司主要产品市场认可度高 - 19 -
图表 24：五款产品入围 Gartner 国际魔力象限 - 20 -
图表 25："云-管-端"信息服务新架构 - 21 -
图表 26：云安全产品——信服云盾 - 22 -
图表 27：信服云盾四大特点 - 22 -
图表 28：深信服助力广东省公安厅"护城河"项目 - 23 -
图表 29：可比公司客户特点 - 23 -
图表 30：政策高度重视云计算行业 - 25 -
图表 31：阿里云爆发式增长 - 25 -
图表 32：全球云计算市场规模快速扩大 - 26 -
图表 33：国内云计算市场未来三年 CAGR=25% - 26 -

图表 34：云计算业务爆发式增长 - 27 -
图表 35：云计算业务的主要产品 - 27 -
图表 36：深信服企业级云产品组件 - 28 -
图表 37：桌面云两大核心组件 - 29 -
图表 38：分支云架构 - 29 -
图表 39：2017 年中国超融合市场竞争格局 - 30 -
图表 40：超融合增速远大于行业均值 - 30 -
图表 41：基于超融合架构的企业级云 - 31 -
图表 42：核心产品“超融合”解决了用户痛点 - 31 -
图表 43：超融合 2016 年入围 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限 - 32 -
图表 44：企业级无线业务营收高速增长 - 32 -
图表 46：2016 年上半年国内企业级无线市场品牌关注度比例 - 33 -
图表 45：企业级无线业务持续创新能力强 - 33 -
图表 47：2018 年 Q1 国内企业级无线市场竞争格局 - 34 -
图表 48：收入拆分 - 35 -
图表 49：可比公司估值表 - 36 -
图表 50：公司主要财务指标 - 37 -

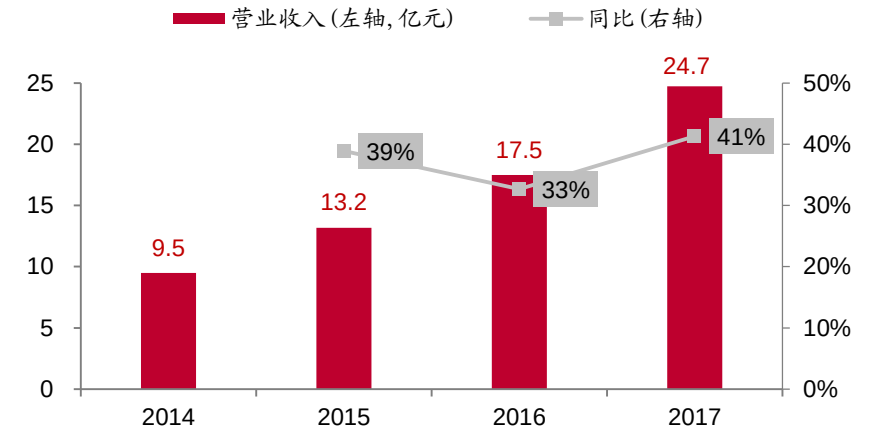
1、深耕信息安全行业，业绩增长迅速

- 深信服科技股份有限公司（300454.SZ）专注于软件和信息技术服务行业，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。是国内较早从事信息安全领域的企业。

1.1 业绩增长迅速

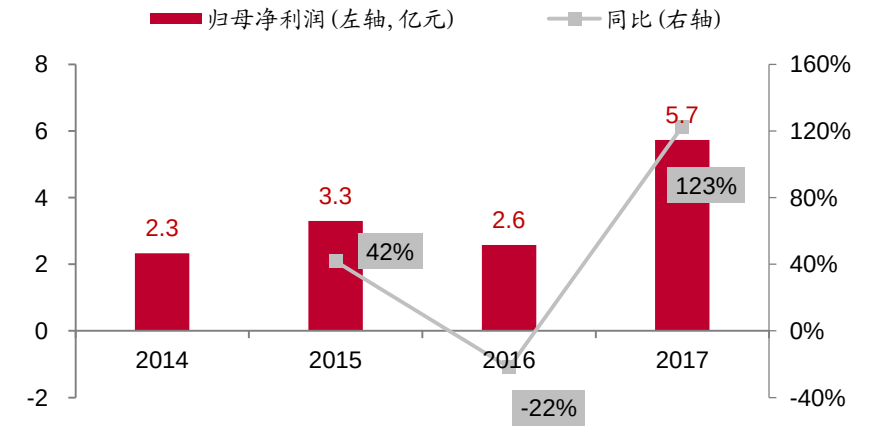
- 2014-2017 年，公司营收增长迅速，4 年年复合增长率高达 38%，归母净利润年复合增长率高达 35%，扣非归母净利润年复合增长率高达 64%。其中 2017 年营收同比增长 41%，归母净利润同比增长 123%，业绩高速增长。
- 2016 年，公司归母净利润出现负增长。主要原因在于，公司实施股权激励，股权激励计划加速行权和股份支付费用一次性摊销共产生-1.69 亿元的非经常性损益。扣除非经常性损益后，扣非归母净利润增速高达 155%。因此 2016 年，公司盈利能力并未出现重大问题。

图表 1：营收增长迅速



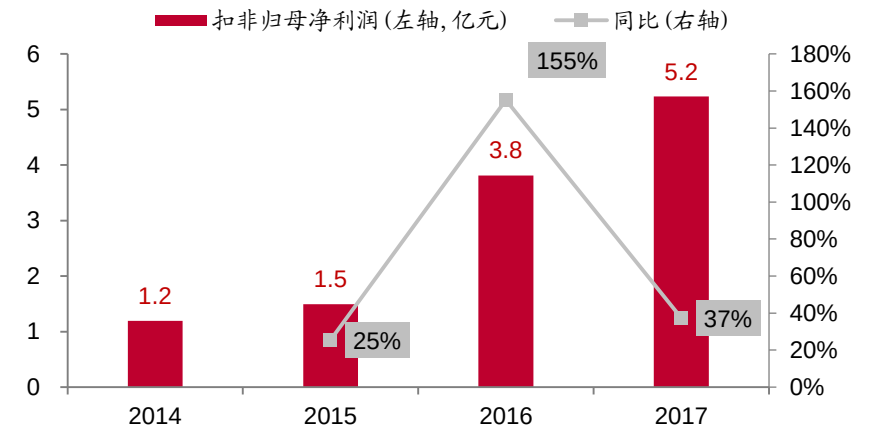
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：归母净利润增长迅速



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：扣非归母净利润增长迅速

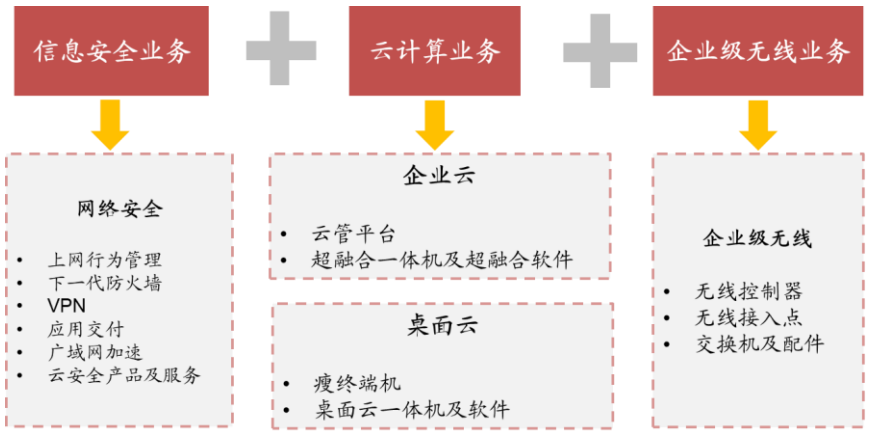


来源：Wind、中泰证券研究所

1.2 主营信息安全业务，云计算营收占比逐步提升

- 深信服主营业务为信息安全业务、云计算业务、企业级无线业务和信息技术服务业务解决方案。

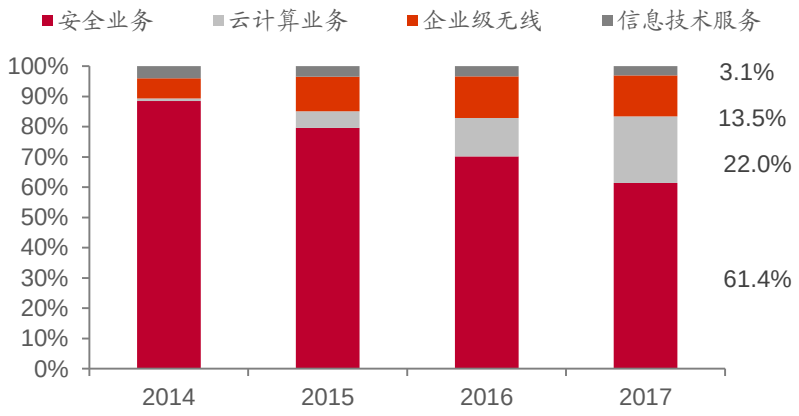
图表 4：公司业务架构



来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 从四大业务收入占营收的比例来看：**信息安全业务是公司的核心业务，营收占 61.43%，是收入的主要来源**；云计算业务主要包括企业云和桌面云，近年来收入占比逐步提升，2014 年营收占比仅为 0.83%，到 2017 年已超过 22%。企业级无线业务主要包括无线控制器和无线接入点，营收占比 13.46%；信息技术服务业务营收占比 3.09%，并非公司的主要收入来源。

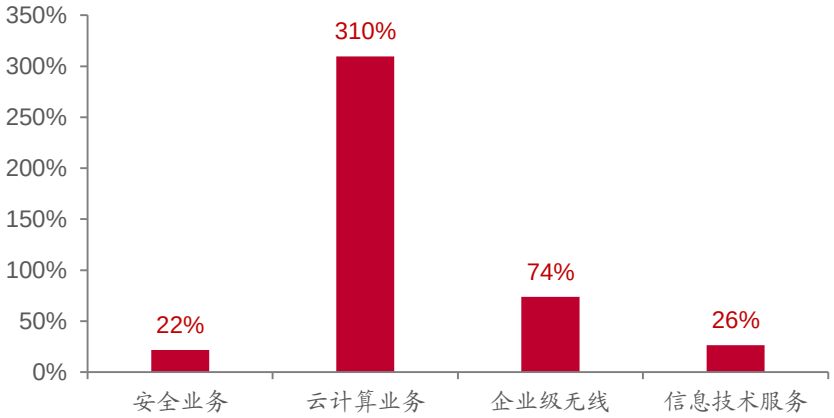
图表 5：公司业务结构变化历程



来源：Wind、中泰证券研究所

- 从四大业务营收的年复合增长率来看：2014-2017 年公司**云计算业务营收年复合增长率高达 310%，业绩爆发式增长**；企业级无线业务营收年复合增长率达 74%，业绩高速增长；信息安全业务营收年复合增长率为 22%，业绩快速增长；信息技术服务业务营收年复合增长率达 26%。

图表 6：公司四大业务 2014-2017 年营收 GAGR

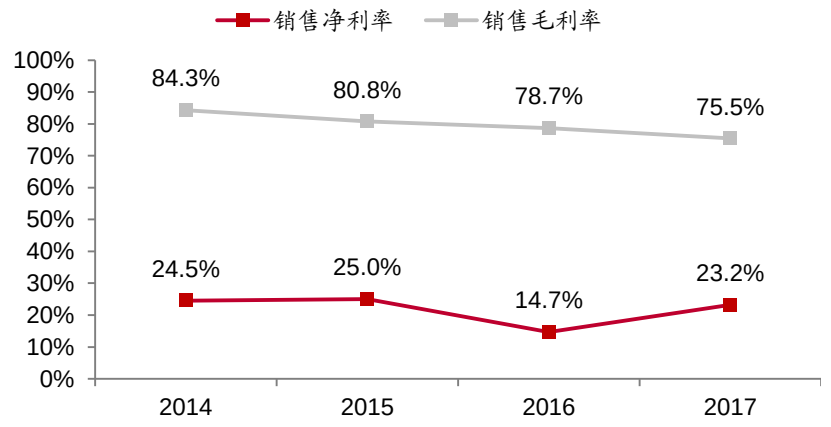


来源：Wind、中泰证券研究所

1.3 毛利率高，盈利能力强

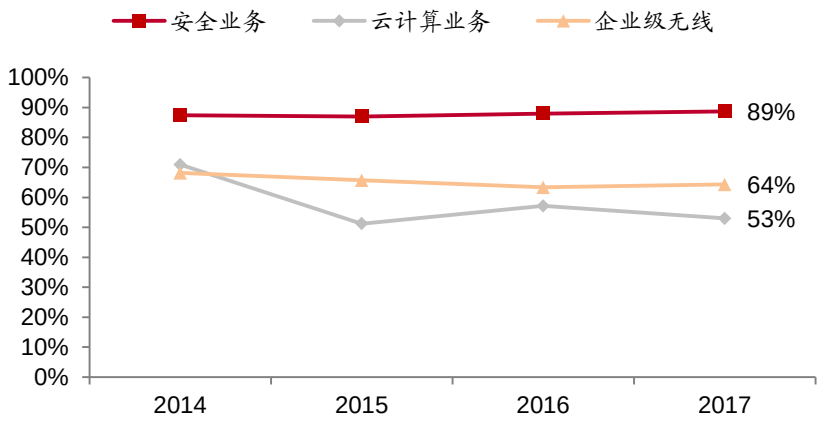
- **2017 年，深信服综合毛利率高达 75.50%**，2014-2017 年公司综合毛利率缓慢下降，主要原因在于营收结构发生变化，导致毛利率高的信息安全业务营收占比逐年下降。
- 从三大主营业务的毛利率看，各业务毛利率较为稳定。其中信息安全业务毛利率约 89%；云计算业务毛利率约 53%；企业级无线业务毛利率约 64%。因此，云计算业务和企业级无线业务营收占比提升反而降低了公司的综合毛利率。

图表 7：公司毛利率高



来源：Wind、中泰证券研究所

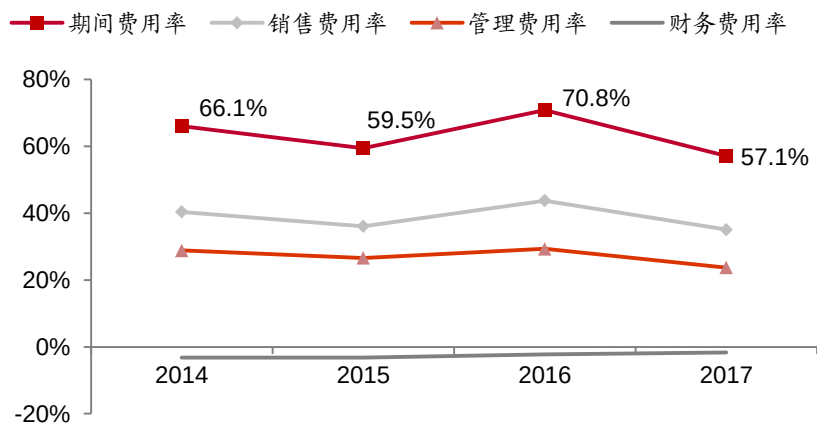
图表 8：公司三大主营业务毛利率差别大



来源：Wind、中泰证券研究所

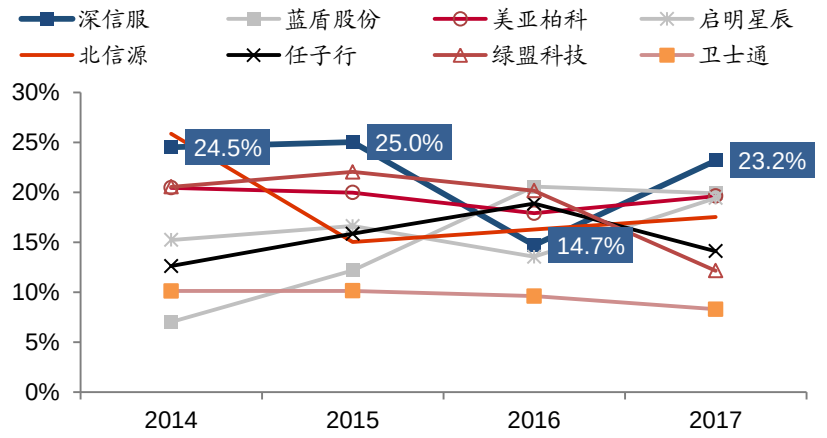
- **2014-2017 年，公司净利率均超过 20%。**其中 2016 年净利率仅 14.7%，主要原因如下：
  1）2016 年销售费用率提升。2016 年，公司调整股权激励、授予部分员工新权益工具，股份支付费用同比增加 488%；随着公司经营规模的扩大，公司销售人员数量增加，员工薪酬较 2015 年增长 35%。因此销售费用较 2015 年增长 61%。
  2）2016 年管理费用率提升。在公司调整股权激励授予部分员工新权益工具，股份支付费用同比增加 276%，因此管理费用同比增长 46%。
  3）2016 年，在股权激励政策的大背景下，公司期间费用率大幅上升导致净利率较低。
- 2017 年，公司期间费用率恢复正常，净利率恢复为 23.2%，说明公司盈利能力未发生实质性改变。
- 对比行业内其他上市公司，我们发现，深信服销售净利率远超行业均值，剔除 2016 年股权激励的影响，深信服 2014-2017 年净利率均值为 24.2%，净利率最高，盈利能力行业最强。

图表 9：公司期间费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 10：净利率行业最高

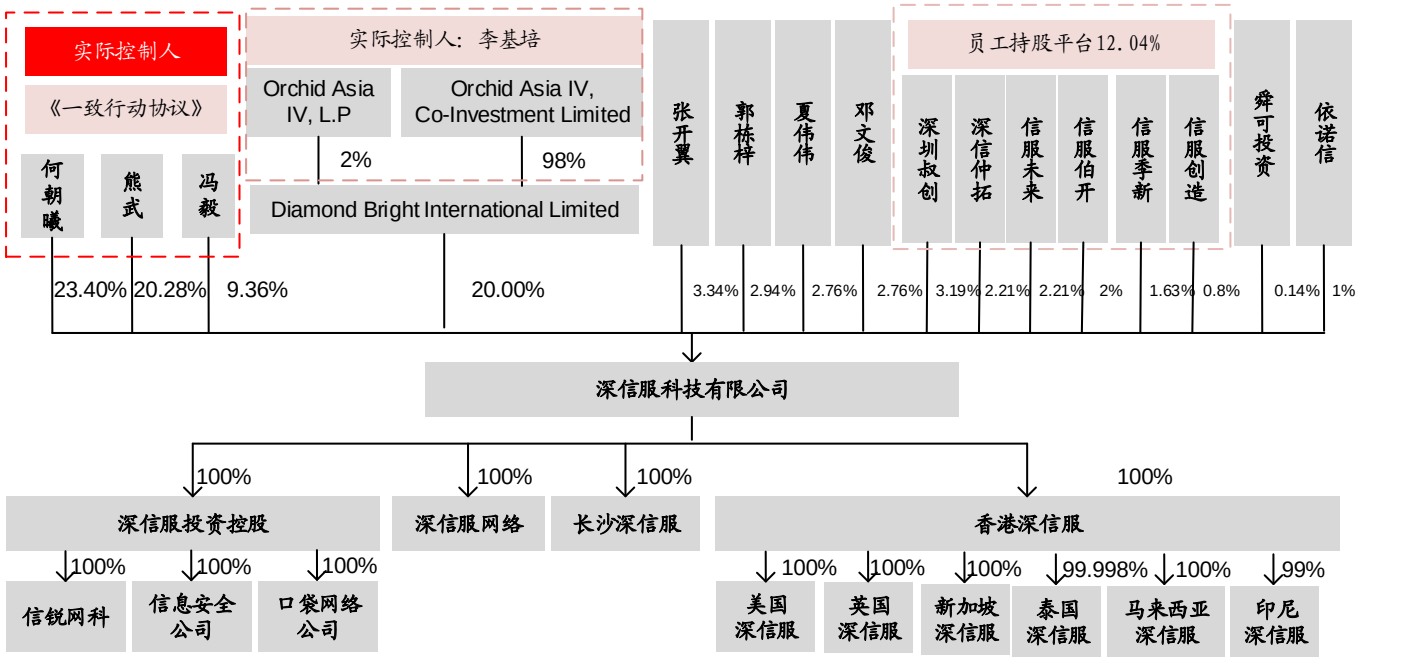


来源：Wind、中泰证券研究所

1.4 员工持股释放股权核能

- 何朝曦、熊武、冯毅分别持有深信服 23.40%、20.28%和 9.36%的股份。2017 年 6 月 13 日，**何朝曦、熊武、冯毅三人签署《一致行动协议》，三人合计持股 53.04%，是公司的实际控制人。**
- Diamond Bright International Limited 持有深信服 20%的股份，Diamond Bright 的控股股东是兰馨亚洲四期基金，其持有 Diamond Bright98%股权；兰馨亚洲四期基金为专业投资基金，其合伙人出资比例分散，经营决策均由普通合伙人兰馨亚洲第四控股有限合伙企业作出；兰馨亚洲第四集团有限公司的全资子公司兰馨亚洲第四集团管理有限公司是兰馨亚洲第四控股有限合伙企业的普通合伙人，兰馨亚洲第四控股有限合伙企业的经营决策均由其普通合伙人作出；李基培是兰馨亚洲第四集团有限公司的实际控制人。因此，李基培是 Diamond Bright 的实际控制人，李基培也是深信服董事会董事。
- 公司员工通过内部**员工持股平台共持有深信服 12.04%的股份**，员工持股比例高，因此也极大促进了员工的工作积极性。

图表 11：员工持股比例高



来源：招股说明书、中泰证券研究所

2、安全业务：综合实力强劲，客户覆盖面广

2.1 “政策+技术”双轮驱动，安全行业生态向好

2.1.1 政策红利不断释放

- 2014 年 2 月，中央网络安全和信息化领导小组正式成立，政府重要领导亲自担任组长。**政府重要领导在讲话中指出：没有网络安全就没有国家安全**，中央网络安全和信息化领导小组要发挥集中统一领导作用，统筹协调各个领域的网络安全和信息化重大问题，制定实施国家网络安全和信息化发展战略、宏观规划和重大政策，不断增强安全保障能力。政府着力推进信息安全行业的发展，**确定了信息安全行业的核心战略地位**。
- 2016 年 7 月和 12 月，国务院分别发布《国家信息化发展战略纲要》和《“十三五”国家信息化规划》，强调**信息安全等级保护和信息安全信息通报预警机制的重要性**，着力完善相关制度。
- 2017 年 1 月，工信部发布《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》、《大数据产业发展规划（2016－2020 年）》、《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）和《信息通信网络与信息安全规划（2016－2020）》，分别**从新兴重点领域（云计算、物联网等）的网络安全防护、大数据安全技术产品研发、用户个人信息保护等方面为行业指明了发展方向**。
- 此外，信息通信行业、大数据产业、软件和信息技术服务业和信息通信网络与信息安全行业都从各自角度阐述了信息安全在本行业的重要性，表明信息安全的战略地位空前提高。
- 2016 年 11 月 7 日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十四次

会议通过了我国信息安全行业的基本法——《中华人民共和国网络安全法》。**网络安全法已于 2017 年 6 月正式实施，《网络安全法》的出台具有里程碑式的意义**，显示了政府对网络安全问题的高度重视。它是我国第一部网络安全的专门性综合性立法，提出了应对网络安全挑战这一全球性问题的中国方案。

- 据全国人大常委会法工委经济法室副主任杨合庆称，《网络安全法》主要有 6 方面亮点：
  1）明确网络空间主权的原则；
  2）明确网络产品和服务提供者的安全义务；
  3）明确网络运营者的安全义务；
  4）完善个人信息保护规则；
  5）建立关键信息基础设施安全保护制度；
  6）确立关键信息基础设施重要数据跨境传输的规则。
- 《网络安全法》的出台，顺应了网络空间安全化、法制化的发展趋势，**信息安全行业自此将由合规性驱动过渡到合规性和强制性驱动并重。**

图表 12：政策红利不断释放

时间	部门	政策	主要内容
2014 年 2 月	/	/	中央网络安全和信息化领导小组成立。**政府重要领导亲自担任组长**。
2016 年 7 月	国务院	《国家信息化发展战略纲要》	健全**信息安全等级保护**制度。建立完善国家网络安全技术支撑体系，推进网络安全标准化和认证认可工作。提升全天候全方位感知网络安全态势能力，做好**等级保护、风险评估、漏洞发现**等基础性工作，完善**网络安全监测预警**和网络安全重大事件应急处置机制。
2016 年 12 月	国务院	《"十三五"国家信息化规划》	健全完善国家网络与**信息安全信息通报预警机制**，健全网络安全标准体系。落实国家**信息安全等级保护**制度，全力保障国家关键信息基础设施安全。
2016 年 12 月	中央网络安全和信息化领导小组	《国家网络空间安全战略》	以企业为主体，**产学研用相结合**，协同攻关、以点带面、整体推进，尽快在核心技术上取得突破。重视软件安全，加快安全可信产品推广应用。做好等级保护、风险评估、漏洞发现等基础性工作，**完善网络安全监测预警和网络安全重大事件应急处置机制**。
2017 年 1 月	国家工信部	《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》	大力提升网络与信息安全保障能力，突破网络与信息安全核心技术并加强安全管理，全天候全方位感知网络安全态势。**加强针对云计算、物联网等新兴重点领域的网络安全防护。**
2017 年 1 月	国家工信部	《大数据产业发展规划（2016－2020 年）》	针对网络信息安全新形势，**加强大数据安全技术产品研发**，利用大数据完善安全管理机制，构建强有力的大数据安全保障体系
2017 年 1 月	国家工信部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）》	支持面向"云管端"环境下的基础类、网络与边界安全类、终端与数字内容安全类、安全管理类等信息安全产品研发和产业化，**加强个人数据保护**，到 2020 年，**信息安全产品收入达到 2000 亿元**，年均增长 20%以上
2017 年 1 月	国家工信部	《信息通信网络与信息安全规划（2016－2020）》	大力强化**网络数据和用户信息保护**，重点从建立网络数据安全管理体系、强化用户个人信息保护、建立完善数据与个人信息泄露公告和报告机制三个方面展开
2017 年 2 月	国家互联网信息办公室	《网络产品和服务安全审查办法（征求意见稿）》	国家互联网信息办公室会同有关部门**成立网络安全审查委员会**。关系国家安全和公共利益的信息系统使用的重要网络产品和服务，应当经过网络安全审查，**重点审查网络产品和服务的安全性、可控性**
2017 年 6 月		**《中华人民共和国网络安全法》**	**网络安全基本法正式施行**
2018 年 3 月	/	/	中央网络安全和信息化领导小组更名为中国共产党中央网络安全和信息化委员会。

来源：公开资料、中泰证券研究所整理

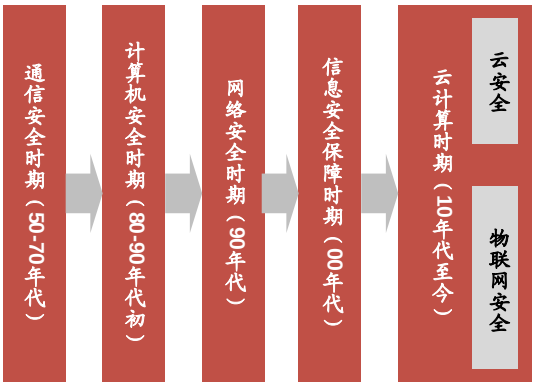
2.1.2 技术进步带来新的需求

- 根据中投顾问发布的《2016-2020 年中国信息安全产业投资分析及前景预测报告》，信息安全随着信息技术的发展而发展，总体来说大致经历了 4 个时期：
- 第一个时期是通信安全时期，其主要标志是 1949 年香农发表的《保密通信的信息理论》。这个时期通信技术还不发达，电脑只是零散地位于不同的地点，信息系统的安全仅限于保证电脑的物理安全以及通过密码解决通信安全的保密问题，密码技术获得发展，**欧美国家有了信息安全产业的萌芽**。
- 第二个时期为计算机安全时期，以二十世纪 70-80 年代《可信计算机评估准则》（TCSEC）为标志。半导体和集成电路技术的飞速发展推动了计算机软、硬件的发展，计算机和网络技术的应用进入了实用化和规模

化阶段。人们对安全的关注已经逐渐扩展为以保密性、完整性和可用性为目标，**中国信息安全开始起步，关注物理安全、计算机病毒防护**等。

- 第三个时期是在二十世纪 90 年代兴起的网络时代。由于互联网技术的飞速发展，信息无论是企业内部还是外部都得到了极大的开放，而信息安全的焦点已经从传统的保密性、完整性和可用性三个原则衍生为诸如可控性、抗抵赖性、真实性等其他的原则和目标。**中国安全企业研发的防火墙、入侵检测、安全评估、安全审计、身份认证与管理等产品与服务百花齐放**，百家争鸣。
- 第四个时期是进入二十一世纪的信息安全保障时代，其主要标志是《信息保障技术框架》（IATF）。面向业务的**安全防护已经从被动走向主动**，安全保障理念从风险承受模式走向安全保障模式。不断出现的安全体系与标准、安全产品与技术带动信息安全行业形成规模，入侵防御、下一代防火墙、APT 攻击检测、MSS/SaaS 服务等新技术、新产品、新模式走上舞台。
- 我们认为，**自 2010 年至今信息安全行业正在步入第五个发展阶段：云计算时期。云计算时期尤为关注云安全和物联网安全。**

图表 13：信息安全发展阶段



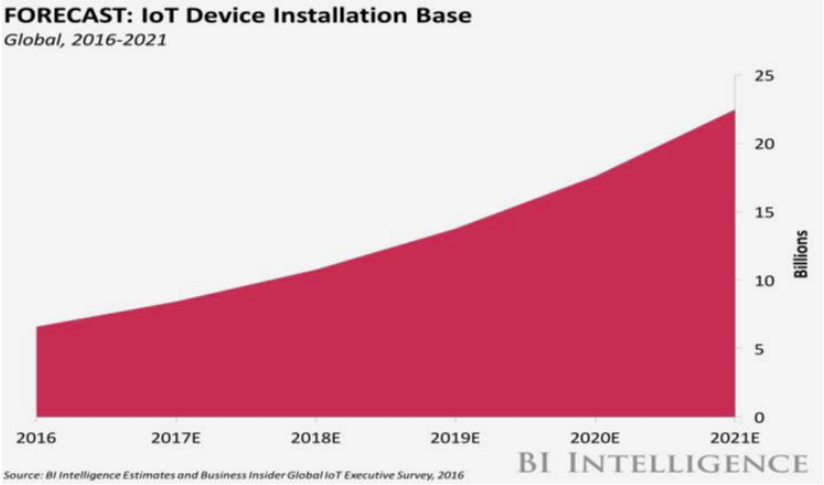
来源：中投顾问、中泰证券研究所

- **1）云安全：**
- 2006 年 8 月 9 日，Google 首席执行官埃里克·施密特在搜索引擎大会（SES San Jose 2006）首次提出“云计算”的概念。自此，谷歌和亚马逊等大公司开始使用“云计算”，用以描述一种新的示例，即人们越来越多地通过网络，而非自己的台式电脑，来使用软件、计算机效能以及文件。一般而言，云计算是指一种基于互联网的计算方式，通过这种方式，共享的软硬件资源和信息可以按需提供给计算机和其他设备。
- **传统的信息安全防护都是针对端（狭义的计算机、手机、PAD 等）和管（宽带接入网、移动通信接入网）的安全防护。随着云计算的蓬勃发展，越来越多的资源从端侧往云侧汇集，但云侧往往缺乏安全防护策略，因此云计算时期亟需新的产品和服务模式保证云安全。**
- **2）物联网安全：**
- 美国早在 2000 年就提出了物联网的概念，当时叫传感网，其定义是：通过射频识别（RFID）、红外感应器、全球定位系统、激光扫描器等信息传感设备，按约定的协议，把任何物品通过物联网域名相连接，进行

信息交换和通信，以实现智能化识别、定位、跟踪、监控和管理的一种网络概念。物联网的核心和基础仍然是互联网，是在互联网基础上的延伸和扩展的网络，其用户端延伸和扩展到了任何物品与物品之间，进行信息交换和通信。国内于 2009 年 8 月正式提出“感知中国”，物联网被列入我国五大战略性新兴产业之一，物联网开始受到中国政府的重视。

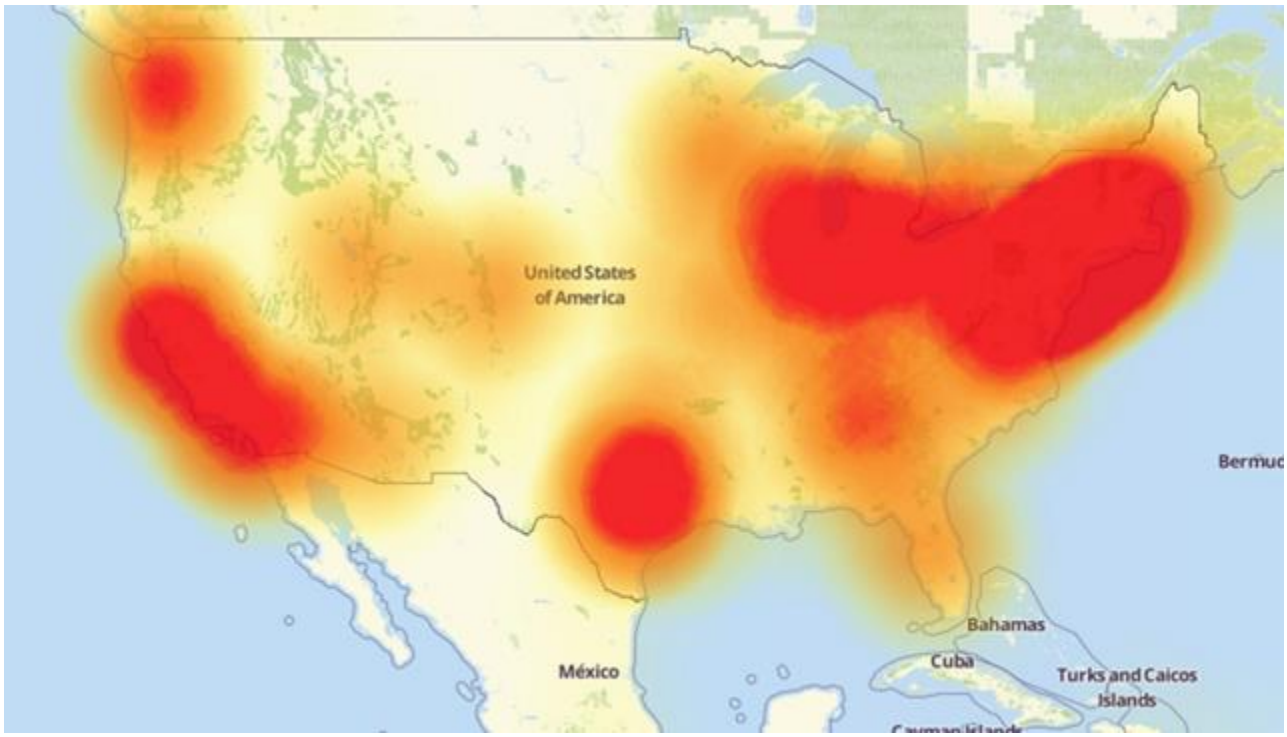
- 2016 年 10 月，美国最主要的 DNS 服务商 Dyn 遭遇大规模 DDoS 攻击，导致 Twitter、Spotify、Netflix、AirBnb、CNN、华尔街日报等数百家网站无法访问，被称为“史上最严 DDoS 攻击”。攻击行为来自超过一千万 IP 来源，黑客利用了大量的物联网设备进行网络攻击。物联网安全问题开始引起各国重视。
- 根据 BI Intelligence 发布的《Internet of everything 2016》，2016 年全球已有 66 亿个物联网设备，2020 年全球物联网设备使用数将高达 240 亿。如此众多的物联网设备往往缺乏安全防护策略。因此云计算时期也亟需新的产品和服务模式保证物联网安全。
- 2017 年 1 月，工信部发布《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》、《大数据产业发展规划（2016－2020 年）》、《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020 年）和《信息通信网络与信息安全规划（2016－2020）》，分别**从新兴重点领域（云计算、物联网等）的网络安全防护、大数据安全技术产品研发、用户个人信息保护等方面为行业指明了发展方向**。
- 随着大数据、物联网、云计算等技术的快速发展，随之带来的信息安全问题也亟需解决。虽然这是一个挑战，但也是重要的机遇，技术进步为信息安全行业带来的新的盈利增长点。

图表 14：物联网设备迅速增加



来源：BI Intelligence、中泰证券研究所

图表 15：10·21 美国网络瘫痪事件

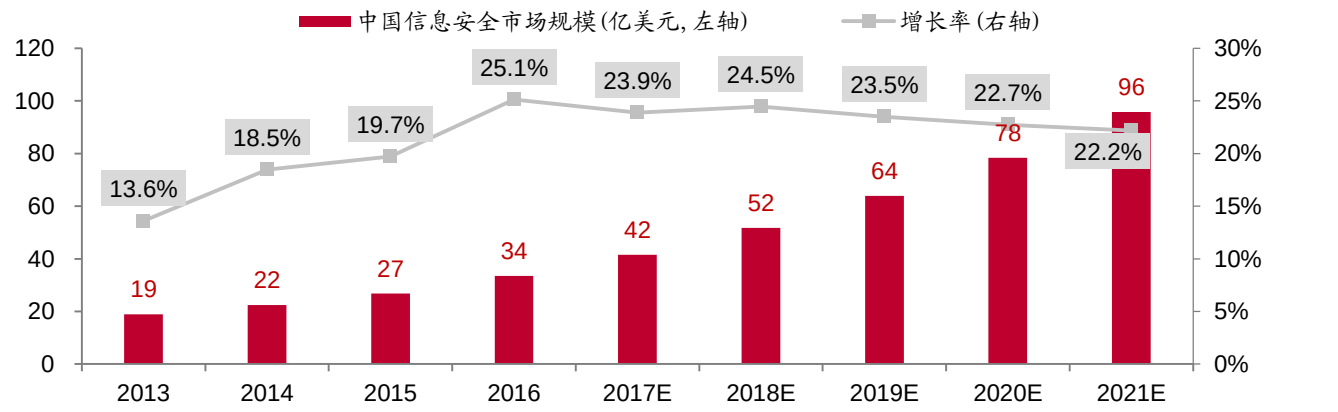


来源：网络资料、中泰证券研究所

2.1.3 信息安全市场空间广阔

- 政策红利不断释放，大数据、物联网、云计算等新兴技术带了新的市场和盈利增长点。**“政策+技术”双轮驱动，信息安全市场空间广阔**。
- 根据 IDC 发布的《中国 IT 安全市场预测：2017–2021》，到 2021 年，我国信息安全市场规模将达到 95.80 亿美元，**2017-2021 年我国信息市场规模年复合增长率高达 23.4%**，行业市场逐步扩大，行业生态不断向好。

图表 16：2017-2021 年国内信息安全市场规模 CAGR=23.4%



来源：IDC、中泰证券研究所

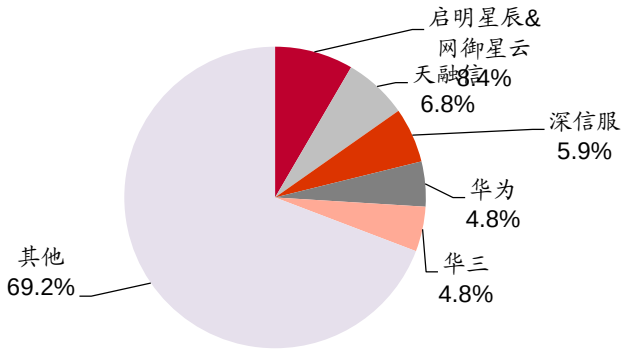
2.2 安全行业细分领域龙头，综合实力行业领先

- 信息安全业务是深信服自成立以来的核心业务，营收占比 61.43%，是收入的主要来源。
- **信息安全行业销售收入存在较明显的季节性特征。**其中，第一季度的销售收入占比最小，第四季度的销售收入占比最高。一般而言，上半年销售收入不超过 40%，下半年实现的销售收入超过 60%。信息安全行业营收存在季节性特征的主要原因跟下游用户的采购特点密切相关：信息安全产品的主要用户以企业、政府、金融、电信运营商为主，上述用户通常采取预算管理制度和集中采购制度，一般为下半年制订次年年度预算和投资采购计划，审批通常集中在次年上半年，设备采购招标一般则安排在次年年中或下半年。因此，公司在每年上半年销售、订单相对较少，年中订单开始增加，产品交付则集中在下半年尤其是第四季度。因此以下分析均采用年度数据，未采用 2018 年 Q1 数据。
- 以下将从市占率、盈利能力、研发创新能力、产品市场认可度等四个维度深入分析深信服的安全业务。

2.2.1 从市占率维度看

- 根据 2015 年 IDC 发布的《中国网络安全市场份额，2015: IT 安全硬件、软件、服务》，国内信息安全行业市场规模 27 亿美元，深信服市占率 5.9%，市场份额位居行业前三名。在信息安全行业，深信服领先优势明显。
- 从细分子领域的市占率看，深信服安全内容管理硬件和 VPN 硬件市占率都排名全国第一名，防火墙硬件领域市占率排名第五。通过对比绿盟科技、天融信、启明星辰、深信服四家公司的市占率，我们认为：
  1）绿盟科技的优势领域在于安全性与漏洞管理软件、入侵检测防御硬件和安全内容管理硬件，其中安全性与漏洞管理软件领域行业最强。
  2）天融信的优势领域在于防火墙硬件、入侵检测防御硬件和 VPN 硬件，其中防火墙硬件领域行业最强。
  3）启明星辰的优势领域在于入侵检测防御硬件、统一威胁管理硬件、安全性与漏洞管理软件、VPN 硬件和防火墙硬件，其中入侵检测防御硬件和统一威胁管理硬件领域行业最强。
  4）深信服的优势领域在于安全内容管理硬件、VPN 硬件和防火墙硬件，其中安全内容管理硬件和 VPN 硬件领域行业最强。
- 信息安全行业细分子领域众多，四家公司拥有各自擅长的领域，进行差异化竞争，不存在绝对龙头。

图表 17：公司在信息安全行业市占率高



来源：IDC、中泰证券研究所

图表 18：2015 年信息安全行业细分板块市占率排名

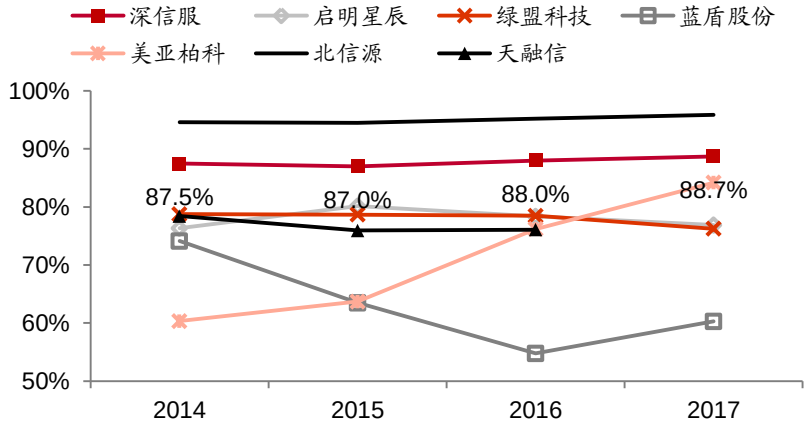
信息安全行业细分板块	市占率排名				
	1	2	3	4	5
安全性与漏洞管理软件	绿盟科技	启明星辰	IBM	Qualys	惠普
防火墙硬件	天融信	华为	启明星辰	新华三	深信服
入侵检测防御硬件	启明星辰	绿盟科技	天融信	新华三	东软集团
统一威胁管理硬件	启明星辰	山石网科	新华三	华为	东软集团
安全内容管理硬件	深信服	网康科技	Blue coat	绿盟科技	东软集团
VPN 硬件	深信服	启明星辰	天融信	新华三	Array Networks

来源：IDC、中泰证券研究所

2.2.2 从盈利能力维度看

- 深信服近四年毛利率分别为 87.5%、87.0%、88.0%和 88.7%，2014-2017 年启明星辰、绿盟科技、天融信毛利率均值分别为 77%、78%、77%。深信服安全业务毛利率仅次于北信源（95%），行业排名第二。从毛利率看，深信服盈利能力强，竞争优势明显。

图表 19：安全业务毛利率高于行业均值

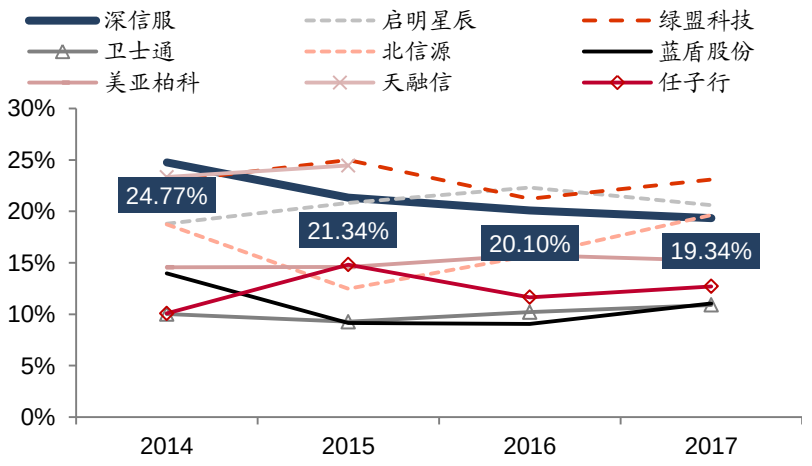


来源：Wind、中泰证券研究所（上述公司已剔除其他业务，天融信 2016 年已退市毛利率为 2016 年半年报数据）

2.2.3 从研发创新能力维度看：

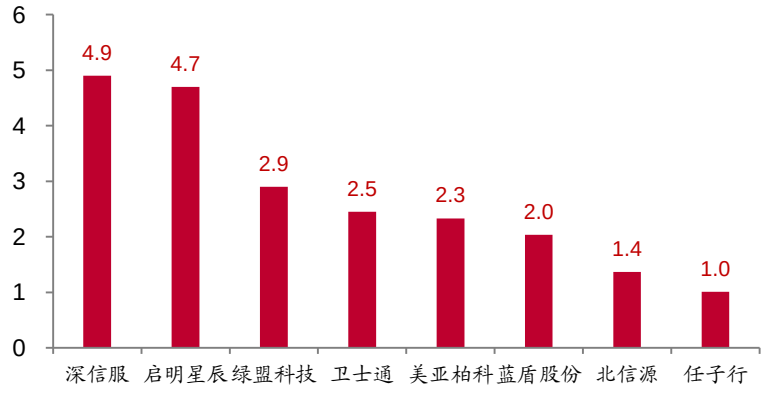
- 就研发投入相对值而言，2014-2017 年，国内信息安全行业研发投入占营收比例超过 20%的公司依次为：天融信（已退市，2014-2105 年均值 23.9%）、绿盟科技（23.0%）、深信服（21.4%）和启明星辰（20.6%）。
- 就研发投入绝对值而言，**2017 年，深信服研发投入达 4.9 亿，研发投入行业最高，远超行业内其他公司**。
- 截止到 2018 年 4 月 23 日，**公司专利数量累计已达到 378 件，仅次于美亚柏科**，国内信息安全上市公司排名第二名，技术创新实力强劲。
- 深信服坚持持续创新的发展战略，重视研发投入，同时紧跟全球信息技术发展趋势、贴近用户需求，不断更新迭代既有产品和解决方案，孵化培育新产品，创新能力强。

图表 20：研发投入占营收比例高



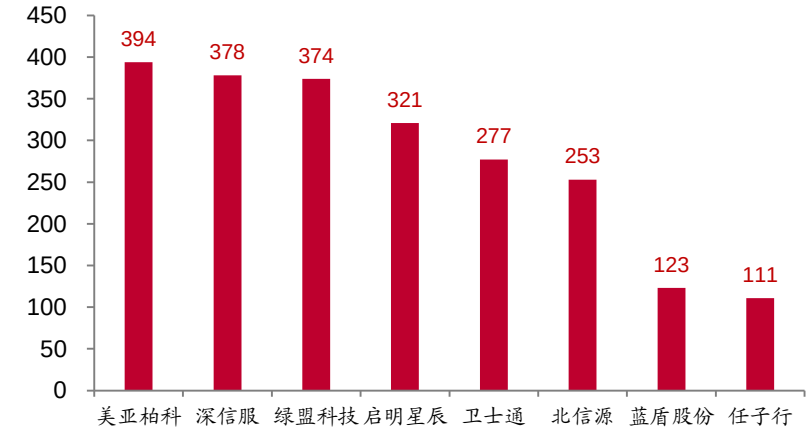
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 21：2017 年研发投入金额（亿元）



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 22：累计专利数量（件）



来源：Wind、中泰证券研究所（（截止到 2018 年 4 月 23 日））

2.2.4 从产品市场认可度维度看：

- 深信服安全业务历史悠久，覆盖范围广，其下一代防火墙、上网行为管理、硬件 VPN、广域网优化等成熟业务通过广泛的渠道体系已覆盖全国信息安全市场。根据行业客户的需求，深信服可制定契合用户各种需求的解决方案。其中，上网行为管理、VPN、应用交付、广域网优化、防火墙产品均入围了 Gartner 国际魔力象限，主要产品已得到国际认可。

图表 23：公司主要产品市场认可度高

业务板块	主要产品	市场排名/权威认可
信息安全业务	上网行为管理	根据 IDC 研究报告，公司上网行为管理 2015 年、2016 年保持**国内市场占有率第一**；2012 年至 2016 年连续 5 年**入围 Gartner 国际魔力象限**；
信息安全业务	VPN	根据 Frost&Sullivan 研究报告，公司 SSL VPN 从 2008 年至 2014 年保持中国市场占有率第一；根据 IDC 研究报告，公司 VPN2015 年、2016 年保持**国内市场占有率第一**；2011 年 SSLVPN **入围 Gartner 国际魔力象限**；
信息安全业务	应用交付	根据 Frost&Sullivan 研究报告和 IDC 研究报告，公司应用交付 2014 年、2015 年、2016 年连续三年**国内市场占有率第二**；2012 年至 2016 年连续 5 年**入围 Gartner 国际魔力象限**；
信息安全业务	广域网优化	2011 年、2012 年中国地区市场占有率第二，2013 年中国地区**市场占有率第一**；2013 年至 2016 年连续 4 年**入围 Gartner 国际魔力象限**；
信息安全业务	防火墙	根据 IDC 研究报告，公司下一代防火墙在 2016 年统一威胁管理类别中的**国内市场占有率第二**；2014 年获 NSSLabs“Web 攻击防护”最高评价“推荐”的单位；2015 年、2016 年**入围 Gartner 国际魔力象限**；2016 年下一代防火墙获得国际权威安全检测机构 ICSA 的防火墙认证；

来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 24：五款产品入围 Gartner 国际魔力象限

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 通过市占率、盈利能力、研发创新能力、产品市场认可度等四个维度的分析，我们认为：
  1）**公司市占率高。**深信服在我国信息安全行业市占率 5.9%，市场份额位居行业前三名，从细分子领域的市占率看，在安全内容管理硬件和 VPN 硬件领域，深信服市占率都排名全国第一，防火墙硬件领域，公司市占率排名第五；
  2）**公司盈利能力强。**2014-2017 年，深信服毛利率均值高达 87.8%，远超启明星辰、绿盟科技、天融信等同业公司的毛利率，盈利能力强；
  3）**公司研发创新能力强。**2017 年，深信服研发投入占营收比例接近 20%，研发投入高达 4.9 亿，研发投入行业最高。截止到 2018 年 4 月 23 日，深信服专利数量累计已达到 378 件，技术创新实力强劲；
  4）**公司产品市场认可度高。**上网行为管理、VPN、应用交付、广域网优化、防火墙产品均入围了 Gartner 国际魔力象限，主要产品已得到国际认可。
- **综上所述，深信服综合实力行业领先。**

2.3 积极布局云安全领域，客户覆盖面广

- 在 2010 中国国际信息通信展览会上，华为提出了“云管端”的概念：“云，指业务的 IT 化，造成的主要矛盾是海量信息的处理问题。由此，新一代数据中心和新一代业务平台成为关键。管，指网络 IP 化，造成的主要矛盾是海量信息的传送问题，需要运营商以 ALLIP 技术为基础，以 HSPA/LTE、FTTx、IP+光、NG-CDN 构建新一代的网络基础架构。端，指终端的智能化，关键是信息的多媒体呈现。只有多样化的终端才能支撑海量的多媒体应用和行业应用。而只有实现“云-管-端”的信息服务的新

架构，才能实现运营转型。”

- 我们认为，简单而言，云是指云服务（应用云、存储云等）,管是指互联通道（宽带接入网、移动通信接入网等）,端是指智能终端设备（计算机、手机、物联网设备等）。

图表 25：“云-管-端”信息服务新架构

来源：网络资料、中泰证券研究所

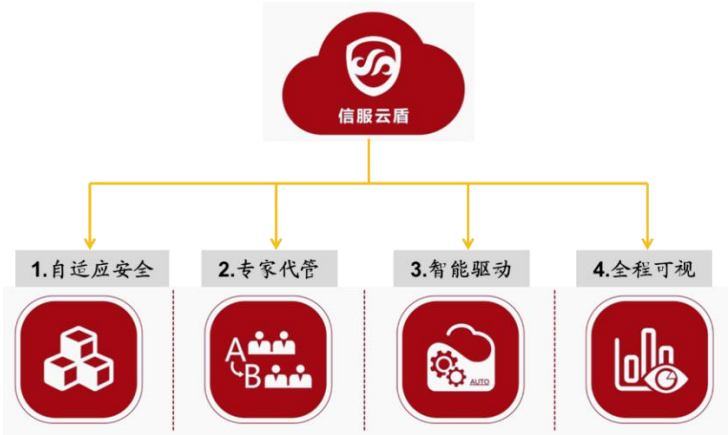
- 传统的信息安全防护都是针对端和管的安全防护。随着云计算的蓬勃发展,越来越多的资源从端侧往云侧汇集,**但云侧往往缺乏安全防护策略**,因此云计算时期亟需新的产品和服务模式保证云安全。
- **在此背景下，深信服推出针对云安全的云防护服务产品——信服云盾。**利用云计算技术融合评估、防护、监测和响应四个模块，打造由多引擎智能驱动，围绕业务生命周期，深入黑客攻击过程的自适应安全防护平台，帮助用户全面代管业务安全问题，交付全程可视的安全服务。
- **信服云盾特点 1：基于自适应安全的方案设计。**
  1）**主动评估风险，防患于未然。**分布式扫描系统在业务上线时会对业务进行一次全面评估，同时每天监测业务变化情况，分析引入的新风险问题，实现对风险变化的快速感知。
  2）**还原攻击行为，联动防护。**基于黑客攻击过程的完整 WEB 系统安全防护，通过威胁情报共享机制全球联动封锁攻击源，有效避免出现第二个受害者。
  3）**实时监测，在线响应。**对安全事件进行 7*24H 的全面监测，实现分钟级发现篡改、网马、黑链等安全事件，并及时在线进行响应处置，通过微信告知用户。
- **信服云盾特点 2：专家代管。**
  系统在线发掘业务风险研判攻击趋势，防御专家持续对抗攻击，选择最优防护策略，处置专家在线实时响应及时处置安全事件，全面帮助用户代管业务安全问题。
- **信服云盾特点 3：智能驱动。**
  利用机器学习、安全大数据等智能技术，不断挖掘威胁情报和隐蔽攻击，以集成联动的方式运行评估、防护和监测三大引擎，结合分布式架构，可以快速应对各种攻击威胁，并持续完善防护功能。

- **信服云盾特点 4：服务过程可视化，掌握业务安全。**
利用机器学习、安全大数据等智能技术，不断挖掘威胁情报和隐蔽攻击，以集成联动的方式运行评估、防护和监测三大引擎，结合分布式架构，可以快速应对各种攻击威胁，并持续完善防护功能。

图表 26：云安全产品——信服云盾

来源：公司官网、中泰证券研究所

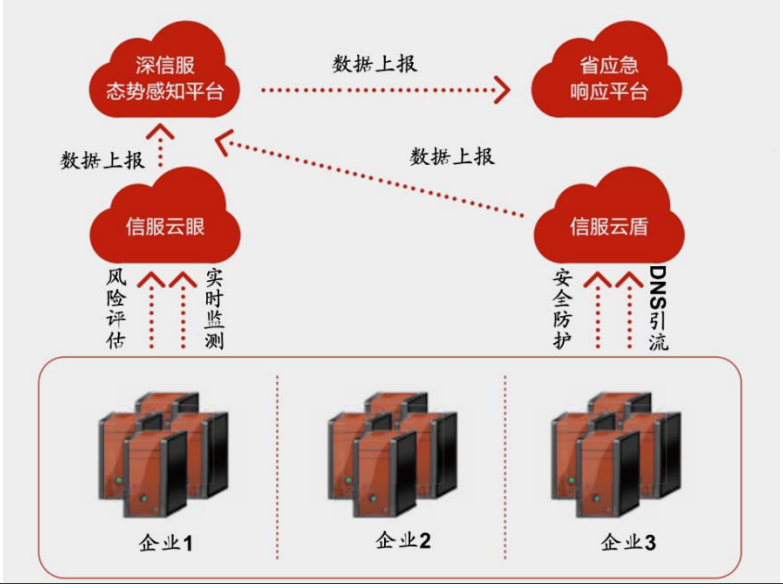
图表 27：信服云盾四大特点



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 深信服安全云为广东省公安厅的“护城河”项目提供技术支撑，依托信服云眼和信服云盾两大安全组件，以及在线安全专家，帮助广东省公安厅实现对广东全省重点的互联网业务进行统一防护，产品已得到用户认可。
- 行业内其他公司的下游客户以党政军为主，客户分布区域较为集中。根据深信服 2017 年的相关数据，公司的下游客户中，企业、教育、金融等企业级用户占比超过 60%。产品销售覆盖全国市场，2017 年来自华东、华北、华南市场销售占比分别为 31.21%、21.08%、20.52%，在全国分布较为均衡，**用户类型更加分散、区域覆盖面更广**。

图表 28：深信服助力广东省公安厅“护城河”项目



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 29：可比公司客户特点

公司名称	销售模式	客户类型	客户特点
深信服	渠道代理为主、直销为辅：2017 年渠道代理销售占比 97.01%	企业、教育、金融等众多行业的企业级用户占比超过 60%	用户类型分散、区域覆盖面更广
绿盟科技	采用直销与渠道代理销售相结合的方式，其中重点领域客户采取直销方式，其他客户一般采取渠道代理方式	2012 年营业收入中，来自政府、电信运营商、金融用户占比分别为 26%、29%、15%	收入来自政府、金融、运营商占比高，且主要集中华北市场
启明星辰	采取直销与代理销售相结合的方式，其中对于政府、军队、重点行业客户，通常采取直销模式，对于广大的地市市场，主要采取代理销售模式	政府占 40%，军队占 15%-20%，党政军大概占 60%。电信占 10%左右	收入主要来自华北地区
北信源	采取直销与经销相结合的方式。2012 年 1-6 月，直销、经销的销售额占比分别为 51.03%、48.97%	2016 年营业收入中，来自政府、能源、军工占比分别为 22%、19%、13%	收入主要来自华东地区
任子行	采取直销、渠道销售相结合的方式，对于政府、军队、运营商等通常采取直销模式，对于广大非政府直接管理的市场，主要采取经销模式	2016 年营业收入中，来自公安占比 41%	收入主要来自公安领域
蓝盾股份	一般直接面向客户开展业务，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	2016 年营业收入中，来自政府机关占 23%、系统集成商占 31%	收入主要来自政府机关、系统集成，且主要集中华南市场
美亚柏科	均采取直销的销售模式	2016 年营业收入中，来自司法机关及行政执法部门占比达 59%，企业类占比 39%	收入主要来自司法机关及行政执法部门，且主要集中华东和华南市场
天融信	直销为主，渠道代理销售为辅的方式	客户主要集中于政府及军队、金融、能源等	客户主要集中于政府及军队、金融、能源等，客户主要集中在华北、华东

来源：招股说明书、中泰证券研究所

3、云计算业务：爆发式增长，超融合获市场认可

3.1 政府高度重视云计算行业发展

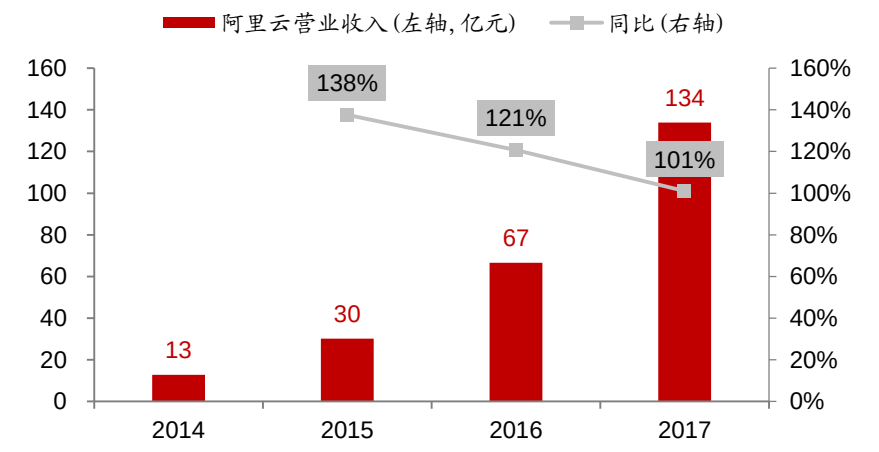
- 2015 年 1 月国务院印发《关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》（以下简称意见），指出将建立适应云计算发展的市场准入、经营资质环境。中国信通院认为，意见**夯实了云计算向行业领域拓展的技术、产业、政策基础。**
  1）**从技术方面看，**拥有安全可靠的云计算技术是云计算在各行业领域得到进一步推广并保障安全的重要前提。意见提出"提升云计算自主创新能力"，要求"加强云计算相关基础研究、应用研究、技术研发、市场培育和产业政策的紧密衔接与统筹协调"，推动安全可靠的云计算产品和解决方案在各领域的应用。
  2）**从产业方面看，**增强云计算服务能力，建立产业生态是云计算在行业领域应用推广的基础。意见还重点提出了"增强云计算服务能力"的任务，通过大力发展各类公共云服务，充分满足企业、政府、行业部门对于信息化资源各个层面的需求，以期培育新业态、新模式。
  3）**从政策方面看，**适应产业发展情况的法规、政策环境是云计算行业应用发展的基本保障。意见在政策方面提出了市场管理、隐私保护、财税扶持、安全保障等几方面的考虑。
- 意见是指导我国云计算发展最重要的政策依据，实现我国自主云计算产业的快速有序发展是其最终目标，其中包含了三个方面的重要部署：
  1）一是以公共服务为先导，形成产业生态，带动技术创新。意见中第一个任务就是"增强云计算服务能力"，并提出"鼓励大企业开放平台资源，打造协作共赢的云计算服务生态环境"、"大力发展面向云计算的信息系统规划咨询、方案设计、系统集成和测试评估等服务"等任务要求，意在以骨干云服务企业为核心，构建云计算产业生态。
  2）二是以电子政务为牵引，带动云计算产业快速发展。意见提出了通过政府信息化建设的投入带动云计算产业、市场发展的思路，这不仅是国际上许多国家的通行做法，也能够实现政府和产业的双赢。
  3）**三是以布局优化为目标，实现云计算健康有序发展。**意见不仅提出"加强全国数据中心建设的统筹规划"的要求，还提出"结合云计算发展布局优化网络结构，加快网络基础设施建设升级，优化互联网网间互联架构，提升互联互通质量，降低带宽租费水平"等任务，从数据中心、网络等基础设施的层面保障了云计算的健康发展。
- 2014-2017 年，阿里云营业收入年复合增长率高达 119%，2017 年同比翻番，云计算业务收入高达 134 亿元，营收占比 5.35%。在意见的指导下，我国部分优质的云计算企业快速发展。
- 2017 年工信部印发《云计算发展三年行动计划（2017-2019）》，指出到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4300 亿元（2016 年仅 2000 亿），突破一批核心关键技术。**我们认为，这表明政府近三年将大力发展云计算行业，发展速度将逐步加快，市场规模将迅速扩大。**

图表 30：政策高度重视云计算行业

时间	部门	政策	主要内容及点评
2015 年 1 月	国务院	《关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》	指导我国云计算发展最重要的政策依据，实现我国自主云计算产业的快速有序发展是其最终目标。**夯实了云计算向行业领域拓展的技术、产业、政策基础**。
2015 年 5 月	中央网络安全和信息化领导小组办公室	《关于加强党政部门云计算服务网络安全管理的意见》	**为我国党政部门开展云计算应用的安全管理奠定了政策基础。**明确指出中央网信办会同有关部门建立云计算服务安全审查机制，统一组织党政部门云计算服务网络安全审查。为党政部门云计算服务网络安全管理提供了政策指导，**从政策上解决了党政部门采购云计算服务设备的后顾之忧**。安全审查不仅将成为云服务商进入政务行业的敲门砖，也将为**其他行业领域的云计算服务安全管理提供良好的参照和示范**。
2015 年 7 月	国务院	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	**指明了云计算与传统行业结合的方向。**一是在工业领域，通过云计算推动工业生产的智能化升级。二是在金融领域，利用云计算提供的新型平台和技术，实现金融产品和服务的创新。三是在社会化服务领域，无论是医疗、物流还是教育，都可以与云计算相结合衍生新型业务模式。
2015 年 11 月	工信部	《云计算综合标准化体系建设指南》	提出了由**“云基础”、“云资源”、“云服务”和“云安全”**4 个部分组成的云计算综合标准化体系框架。在此基础上，通过研究分析信息技术和通信领域已有标准，《指南》还明确提出了有效解决应用和数据迁移、服务质量保证、供应商绑定、信息安全和隐私保护等问题的 29 个标准研制方向。
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	提出将出台党政机关和重点行业采购使用**云计算服务、大数据相关规定**。
2017 年 4 月	工信部	《云计算发展三年行动计划（2017-2019）》	提出“到 **2019 年，我国云计算产业规模达到 4300 亿元**，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”的总体目标，并将“持续提升关键核心技术能力”、“加快完善云计算标准体系”和“深入开展云服务能力测评”等作为主要任务。同时，该规划提出**“完善云计算网络安全保障制度”、“推动云计算网络安全技术发展”和“推动云计算安全服务产业发展”**等多项支持云计算的建议。

来源：公开资料、中泰证券研究所整理

图表 31：阿里云爆发式增长



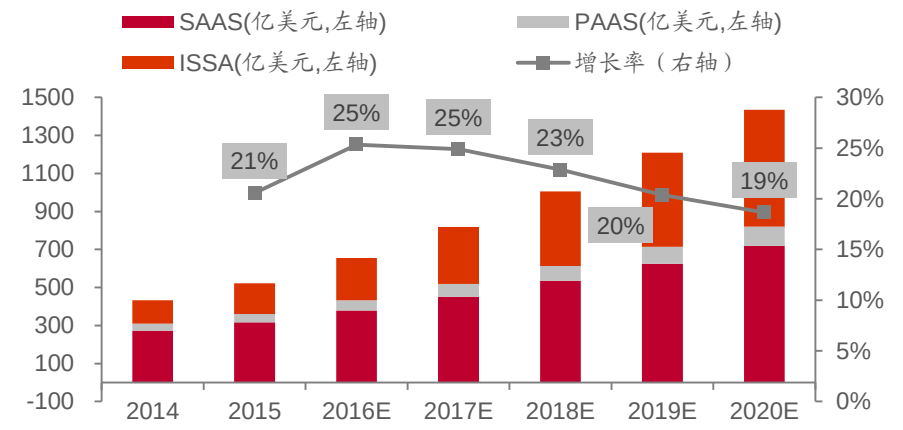
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 根据 Gartner 的预测，2020 年，全球云计算市场规模将达到 1435 亿美元，2017-2020 年市场规模年复合增长率高达 21%。**全球云计算市场蛋**

糕逐步做大。

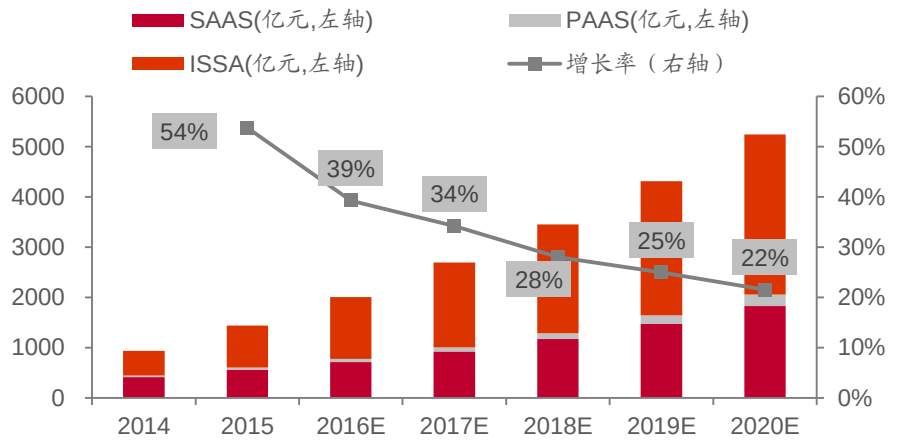
- 根据智研咨询发布的《2017-2022 年中国云计算市场深度调查报告》，2017-2020 年**国内云计算市场规模年复合增长率高达 25%，高于世界平均水平**，到 2020 年，市场规模将达到 5242 亿元，国内云计算市场空间逐步扩大。从细分领域来看，未来三年，国内基础设施即服务(IaaS)领域 CAGR=24%；软件即服务 (SaaS)领域 CAGR=26%；平台即服务(PaaS)领域增速最快，CAGR=41%。

图表 32：全球云计算市场规模快速扩大



来源：Gartner、中泰证券研究所

图表 33：国内云计算市场未来三年 CAGR=25%

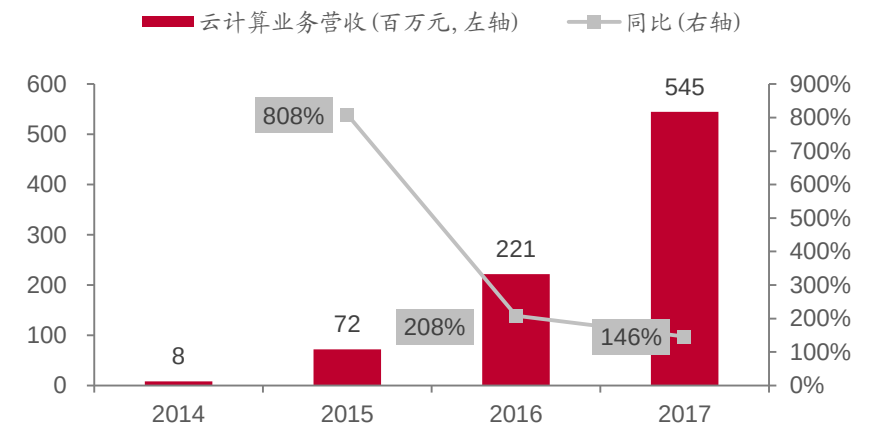


来源：智研咨询、中泰证券研究所

3.2 云计算业务爆发式增长

- 近年来，公司云计算业务爆发式增长，2014 年云计算业务营收仅 0.08 亿元，2017 年营收已超过 5.45 亿元，2014-2017 年**云计算业务年复合增长率高达 310%**。
- 深信服的云计算业务的产品主要包括 1）企业云、2）桌面云以及围绕云服务相关一系列安全组件，提供涵盖数据中心、分支、终端桌面云化的完整产品、方案和服务，打造简单、稳定、安全、易用的云 IT 新架构。

图表 34：云计算业务爆发式增长



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 35：云计算业务的主要产品

产品类别	产品	主要用途
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
企业云	**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	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

来源：招股说明书、中泰证券研究所

1）云计算业务的主要产品——企业云

- ①云管平台
- **背景：**随着互联网产业的兴起和组织业务面向信息化、互联网化的不断转型，数据中心基础架构从传统的集成数据中心向云数据中心转型，但企业和机构在建设云计算数据中心的过程中面临许多挑战。云计算平台需要满足业务快速增长的要求，为业务提供可靠、性能充足、可扩展和统一管理等基础能力。云计算软件作为云数据中心的基础，用户期望通过自服务的形式更简单的获得 IT 资源，实现资源的统一管理和调度、资源的弹性灵活使用、更高效的管理大规模数据中心，并有效降低 IT 基础设施的建设投资成本和运维成本。
- **产品特点：**深信服基于云管平台构建的云计算平台，以公司的超融合架构构建 IT 基础设施架构，兼容主流服务器，在云平台上实现了软件定义的数据中心，集成计算虚拟化、存储虚拟化、网络虚拟化、安全虚拟化和链路负载均衡与应用交付虚拟化设备。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管理成本。云管平台的灵活性，使得用户可以通过云管平台的操作界面，随时随地申请资源，通过图形化的方式编排业务资源的真实拓扑环境，并通过平台内置的计量和计费功能，了解 IT 资源使用成本。
- ②超融合架构

- **产品特点：**深信服的超融合架构是基于软件定义数据中心理念下的一套非常成熟的解决方案，超融合架构通过虚拟化技术，将计算、存储、网络和网络功能（安全及优化）深度融合到一台标准 X86 服务器中，形成标准化的超融合单元，多个超融合单元通过网络方式汇聚成数据中心整体 IT 基础架构，并通过统一的 WEB 管理平台实现可视化集中运维管理，帮助用户打造极简、稳定、安全、易用的 IT 新架构。
- **根据 IDC 研究报告，深信服科技的超融合架构 2016 年中国市场占有率排名第四，且 2016 年入围 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限。**

图表 36：深信服企业级云产品组件

来源：公司官网、中泰证券研究所

2）云计算业务的主要产品——桌面云

- **背景：**企业信息化建设过程中，以传统 PC 为主的办公桌面模式，操作系统、应用程序及数据都与每台硬件设备紧密关联，即各组件绑定于每台用户 PC 上，只要其中一个环节出现问题，桌面将无法正常使用。长期以来，新桌面上线、软件的安装与管理、安全补丁的复杂部署、系统升级的版本冲突等问题已成为桌面 PC 面临的最大挑战。同时随着 PC 需求量不断增加，桌面管理复杂度呈指数级增长，还会引发更多的终端安全隐患，这就需要投入大量精力及成本加以解决。
- **产品特点：**公司推出的桌面云解决方案，对 IT 桌面基础架构进行变革，基于前后端、软硬件深度融合的桌面架构，提升了企业在数据安全建设、终端用户体验、业务连续性等方面的价值。公司的桌面云解决方案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、多网隔离等功能。
- 具体而言，公司的桌面云方案只需 aDesk 云终端、VDS 桌面云一体机两种硬件，即可快速搭建 VDI 平台。一站式的桌面云方案可有效提升部

署效率，简化桌面运维工作量，同时还可保障信息安全，并实现流畅的移动办公。

图表 37：桌面云两大核心组件

来源：公司官网、中泰证券研究所

3）云计算业务的主要产品——分支云

- 深信服分支云是新一代分支机构 IT 基础设施解决方案，借助全新的软件定义广域网技术，帮助集团型企业对各地分支机构的 IT 集中管控、业务快速部署，实现分支零 IT 运维，总部管理更敏捷。
- **产品特点：**相较传统分支机构 IT 建设方案，深信服分支云解决方案将数据中心的超融合技术应用于分支机构，不仅实现分支机构 IT 云化，更是实现分支 IT 运维的云化。通过全新的分支云技术，实现企业分支 IT 自动化部署，为企业打造便捷、快速的 IT 基础设施。同时提高分支访问总部业务体验性，实现总部对分支可视化管理。

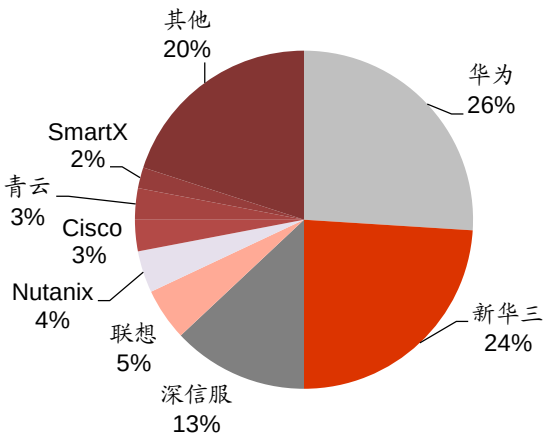
图表 38：分支云架构

来源：公司官网、中泰证券研究所

3.3 超融合市场规模持续扩张，产品市场认可度高

- **公司超融合市占率和排名同时提升。**随着超融合越来越受到行业客户的认可，国内超融合市场快速发展。根据 IDC 的数据，2016 年公司在国内超融合领域营收 1288 万美元，市占率 7.30%，排名第四。2017 年，公司在国内超融合领域营收 4855 万美元，市占率 12.8%，仅次于华为和新华三，位居国内前三。
- **公司超融合营收增速远超行业均值。**2017 年，国内超融合市场规模高达 3.79 亿美元，同比增长 115%。深信服同比增长 277%，远超行业内其他公司。
- **公司超融合市场规模扩张持续加速。**根据 IDC 最新发布的《中国超融合市场跟踪研究报告，2017Q4》，深信服超融合在 2017 年 Q4 市场份额为 19%，同比增长 343%。公司 2017 年 Q4 市场份额超过 2017 年均值，2017 年 Q4 营收增速大于 2017 年全年增速，超融合市场规模扩张持续加速。
- **超融合收入是云计算业务的主要收入来源。**根据公司的市场份额，我们估算，2017 年深信服超融合产品收入为 4855 万美元（约 3.15 亿元），2017 年深信服云计算业务营收 5.45 亿元，即超融合产品收入约占云计算业务营收 58%。

图表 39：2017 年中国超融合市场竞争格局



来源：IDC、中泰证券研究所

图表 40：超融合增速远大于行业均值

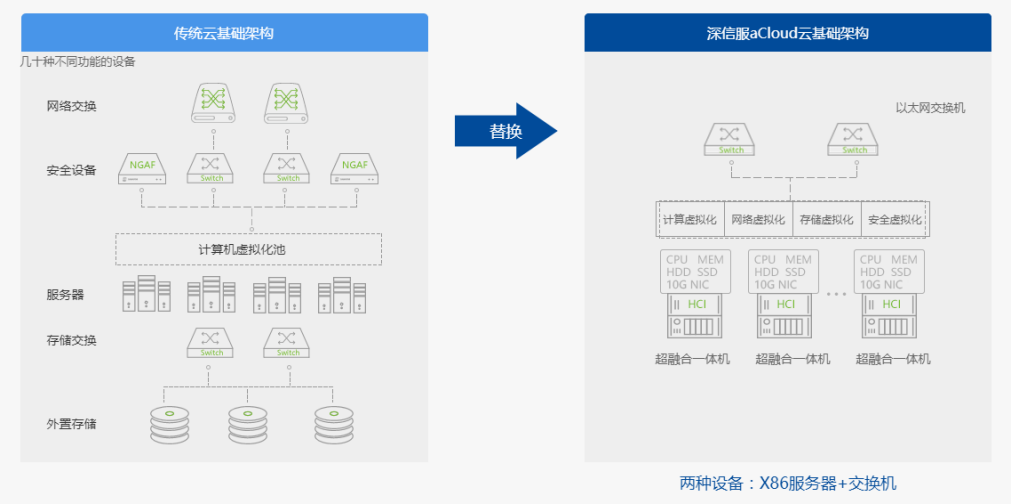
时间	国内超融合市场规模(亿美元)	行业规模增速	公司市占率	公司超融合营收(百万美元)	公司超融合增速
2016	1.76		7.3%	12.88	
2017	3.79	115%	12.8%	48.55	277%

来源：IDC、中泰证券研究所

- **传统云计算架构复杂，平台的整体性能受限**于物理设备，各组件管理无法统一，安全设备无法高效处理云数据中心内部东西向的安全威胁，同时割裂的运维工具让运维更复杂，无法实现全数据中心的敏捷。
- **基于超融合的优势，深信服构建了企业级云架构。**仅需通用的 x86 服务

器和交换机硬件，利用软件定义技术实现计算、存储、网络和安全的完全资源池化，即可替代繁重复杂的传统云基础架构，实现云架构的极简。

图表 41：基于超融合架构的企业级云



来源：公司官网、中泰证券研究所

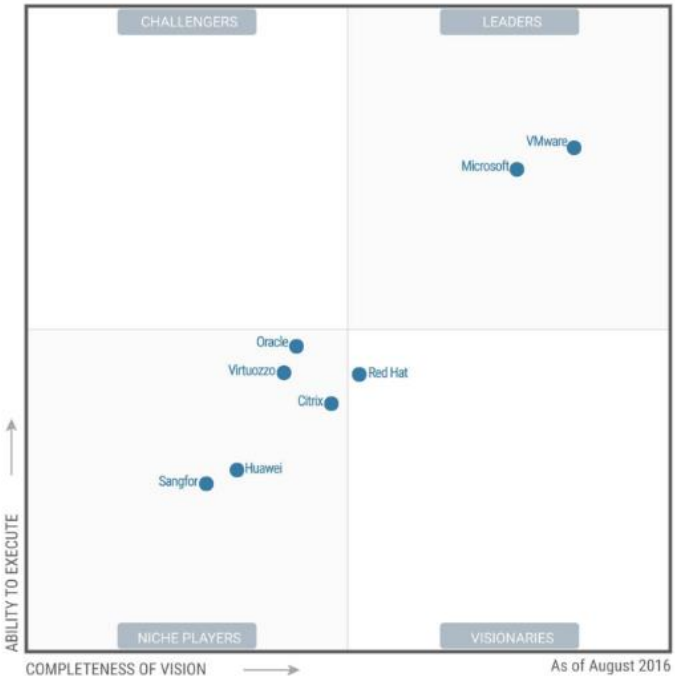
- 深信服的超融合架构是通过虚拟化技术，将计算、存储、网络和网络功能（安全及优化）深度融合到一台标准 X86 服务器中，形成标准化的超融合单元，多个超融合单元通过网络方式汇聚成数据中心整体 IT 基础架构，并通过统一的 WEB 管理平台实现可视化集中运维管理，帮助用户打造极简、随需应变、平滑演进的 IT 新架构。

图表 42：核心产品“超融合”解决了用户痛点

来源：公司官网、中泰证券研究所

■ 公司云计算业务的核心产品超融合，已得到国际知名 IT 调研与咨询服务公司的认可，2016 年入围了 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限。

图表 43：超融合 2016 年入围 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限

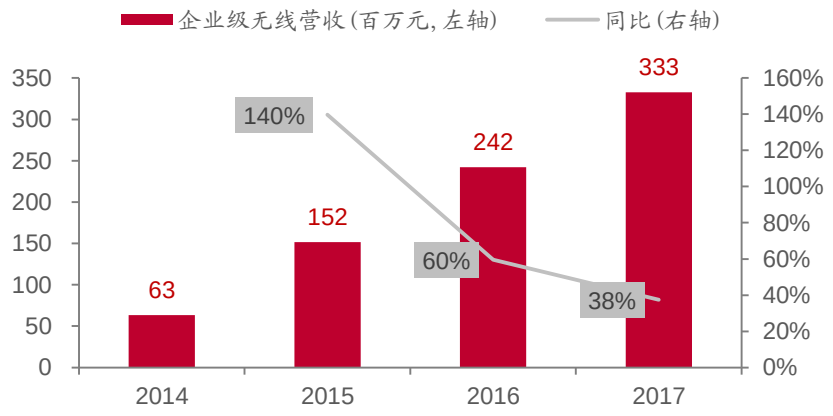


来源：Gartner、中泰证券研究所

4、企业级无线业务：产品市场关注度高，持续创新能力强

■ 企业级无线业务是公司近年来拓展的新业务。该业务处于成长阶段，收入基数较小，因此表现出较高的收入增速。相比于我国企业级无线行业的市场容量，公司目前的收入规模占行业现有市场容量的比例不大。

图表 44：企业级无线业务营收高速增长

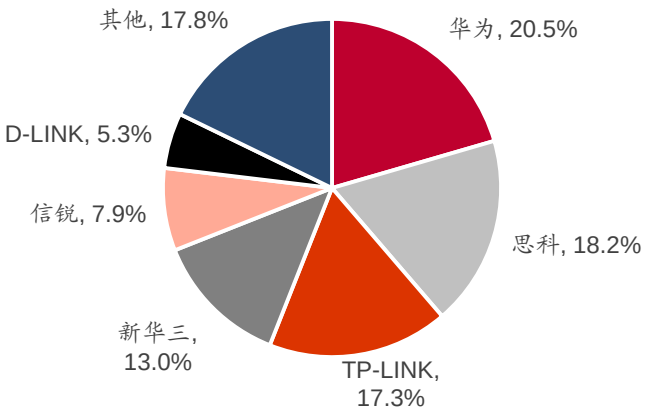


来源：Wind、中泰证券研究所

■ 深信服子公司信锐网科主营公司企业级无线业务，经历前两年的高速发

展，2016 年上半年，公司企业级无线市场品牌关注度比例已达 7.9%，市场关注度高。

图表 45：2016 年上半年国内企业级无线市场品牌关注度比例



来源：中关村在线、中泰证券研究所

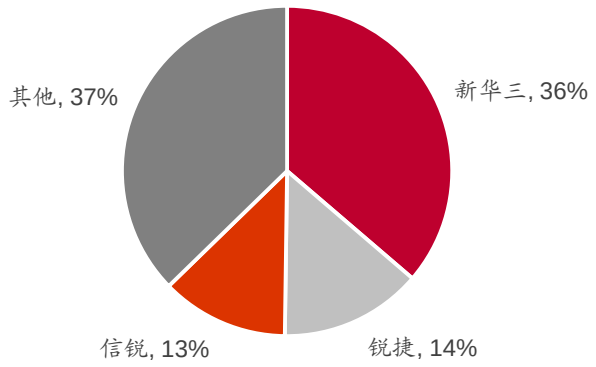
图表 46：企业级无线业务持续创新能力强

时间	持续创新的产品
2011 年 4 月	无线产品研发团队成立
2012 年 7 月	发布第一款应用层无线网络产品
2013 年 10 月	推出支持广告营销推送功能的企业级无线产品
2014 年 2 月	推出支持微信关注认证的无线上网方式
2014 年 6 月	全面融合深信服上网行为管理功能
2014 年 11 月	加入热点地图、客流分析统计等增值营销功能
2015 年 1 月	支持有线无线一体化认证、上网审计等更多安全功能
2015 年 6 月	新增接入点 VPN、控制器 VPN 功能
2015 年 11 月	发布集结号一体化组网方案， 支持控制器集群管理、分级分权管理
2016 年 2 月	正式进入企业级无线物联网设备市场
2016 年 3 月	推出基于云平台管理的云控制器版本
2016 年 4 月	推出基于应用软件使用行为的精准营销
2016 年 12 月	正式推出企业物联网设备，包括 Wi-Fi 智能插座以及物联网控制器
2017 年 3 月	推出将无线控制器和物联网控制器合二为一版本的控制器
2017 年 5 月	推出 Lora 智能插座
2017 年 6 月	推出 Lora 网关和 Lora 空调面板
2017 年 09 月	入选深圳德勤高科技、高成长企业 TOP20 榜单，位列第 2
2017 年 11 月	入选德勤高科技、高成长全国 TOP50 榜单，位列第 20
2017 年 12 月	发布可有无线控制器统一管控、具备安全特性的智能交换机新产品，进入交换机市场
2018 年 3 月	发布基于深信服 HCI 架构的超体 XAC 无线集中控制平台，简化无线管理运维
2018 年 4 月	发布完善的机房动环、智慧空间以及节能减排物联网解决方案
2018 年 5 月	母公司深信服打包信锐企业级无线业务整体上市
2018 年 6 月	IDC 数据显示，2018 年 Q1 信锐技术中国企业级 WLAN 市场份额已上升至第三

来源：公司官网、中泰证券研究所

- **信锐网科的企业级无线业务具有较强的持续创新能力，产品本身具有较强的市场竞争力。**面对企业级无线市场广阔的市场需求，公司在企业级无线业务领域持续创新，推出适应市场需求的产品，信锐网科推出的WLAN 产品无线控制器，集无线控制器、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，降低了企业的建设成本和运维成本。
- 根据公司招股说明书的信息，企业级无线业务的核心产品无线控制器2016 年国内市占率第四，产品获市场广泛认可。根据 IDC 数据，2018 年 Q1 信锐技术国内企业级 WLAN 市场份额已上升至第三，业务发展十分迅速。

图表 47：2018 年 Q1 国内企业级无线市场竞争格局



来源：IDC、公司官网、中泰证券研究所

5、盈利预测与投资建议

- **核心假设：**

1）安全业务：IDC 预测，2018-2020 年中国安全行业市场规模增长率分别为 24.47%、23.49%和 22.73%。公司下游客户覆盖面广，研发投入高，作为安全行业领导者之一，我们假设安全业务增速略高于行业增速 1%。

2）云计算业务：Gartner 最新发布的《Hype Cycle For ICT in China, 2017》中提到。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。国内 2017 年市场规模增长率为 115%，假设未来三年国内超融合市场规模同比增长 80%、60%和 50%。公司超融合架构市场认可度高，假设未来三年超融合市占率分别为 18.30%、23.80%和 29.30%。超融合收入占云计算收入比例为 67.04%、72.04%和 77.04%。

3）企业级无线业务：2014-2016 年该业务处于成长期表现出较高的收入增速，近几年收入增速逐步放缓，假设 2018-2020 年营收增长率分别为 30%、25%和 20%。

4）信息技术服务业务：2014-2017 年该业务收入占比为 3-4%，不是公司的核心业务。假设 2018-2020 年营收增长率分别为 30%、28%和 25% 。

- 因此，根据上述假设，我们预测 2018-2020 年，公司营收增速分别为 46.8%、47.4%和 44.5%。

图表 48：收入拆分

收入（百万元）	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
安全业务	1049.74	1228.29	1518.79	1905.64	2372.33	2935.25
同比增长（%）	24.87%	17.01%	23.65%	25.47%	24.49%	23.73%
收入占比（%）	79.60%	70.19%	61.43%	52.50%	44.35%	37.97%
云计算业务	71.93	221.40	544.56	1192.36	2308.95	3987.07
同比增长（%）	808.21%	207.80%	145.96%	118.96%	93.65%	72.68%
收入占比（%）	5.45%	12.65%	22.02%	32.85%	43.17%	51.58%
企业级无线	151.69	242.04	332.81	432.65	540.82	648.98
同比增长（%）	139.67%	59.56%	37.50%	30.00%	25.00%	20.00%
收入占比（%）	11.50%	13.83%	13.46%	11.92%	10.11%	8.40%
信息技术服务	45.40	58.32	76.31	99.20	126.98	158.72
同比增长（%）	20.30%	28.46%	30.85%	30.00%	28.00%	25.00%
收入占比（%）	3.44%	3.33%	3.09%	2.73%	2.37%	2.05%
合计	1318.76	1750.05	2472.47	3629.86	5349.07	7730.03
同比增长（%）	38.88%	32.70%	41.28%	46.81%	47.36%	44.51%

来源：Wind、中泰证券研究所

- 我们认为，深信服是国内信息安全行业领导者之一，上网行为管理、VPN、下一代防火墙、应用交付等安全业务的领先优势将有望继续保持。云计算是计算机行业 2018 年投资的主线之一，作为云计算业务的核心产品，超融合在国内市占率逐步提升，未来有望带来新的增量市场，成为公司的盈利增长点。
- 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.48 亿元/10.59 亿元/13.58 亿元，EPS 分别为 1.87 元/2.65 元/3.39 元，目前股价对应的 PE 分别为 63 倍、45 倍、35 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49：可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价（元）	市值(亿元)	EPS（元）			PE（倍）			CAGR(17-20E)（%）	PEG
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
绿盟科技	300369.SZ	9.42	75.7	0.32	0.41	0.56	29.8	23.0	16.7	43.7%	0.68
北信源	300352.SZ	3.61	52.3	0.10	0.13	0.18	36.9	27.5	20.1	41.8%	0.88
卫士通	002268.SZ	22.20	186.1	0.28	0.38	0.51	78.7	59.0	43.1	36.6%	2.15
任子行	300311.SZ	10.91	48.9	0.40	0.49	0.58	27.4	22.5	18.7	20.5%	1.34
美亚柏科	300188.SZ	14.41	114.5	0.46	0.63	0.85	31.1	23.0	16.9	35.6%	0.87
启明星辰	002439.SZ	20.30	182.0	0.65	0.84	1.06	31.3	24.3	19.2	27.5%	1.14
平均				0.37	0.48	0.62	39.2	29.9	22.5	34.3%	1.18
深信服	**300454.SZ**	118.01	472.1	1.88	2.66	3.42	62.8	44.4	34.5	33.3%	1.89

来源：Wind、中泰证券研究所，股价为 2018 年 6 月 19 日收盘价

6、风险提示

政府对信息安全行业投入不及预期

- 信息安全行业具有强政策导向性特点，如果政府对信息安全行业投入不足或者重视程度降低，将可能导致行业市场规模增速放缓，深信服作为信息安全行业领导者之一，业绩可能会受到影响。

云计算业务拓展不及预期

- 2014-2017 年，深信服的云计算业务爆发式增长，带动公司业绩快速增长。如果未来市场竞争加剧，云计算业务盈利能力下降或者超融合市占率降低，公司盈利能力将不可避免的受到影响。

研发风险

- 2014-2017 年，深信服研发投入占营收比例在 20%附近，2017 年研发投入高达 4.9 亿元，远高于行业内其他公司研究投入金额。但由于产品技术转化存在不确定性，公司新产品的研发存在不能按时完成的风险。其次，假设产品可以按时交付和量产，新的产品在初始投入阶段也存在工作性能不稳定的风险。

企业级无线市场竞争加剧风险

- 经前期高速发展，公司企业级无线业务在国内企业级 WLAN 市场份额已上升至第三位。未来如果竞争加剧，竞争对手为强占市场份额发起价格战，产品价格将持续下降。如果深信服不能充分控制成本或者通过差异化竞争规避风险，将可能对公司的盈利能力产生不良影响。

图表 50：公司主要财务指标

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**2,472.5**	**3,629.9**	**5,349.1**	**7,730.0**
减:营业成本	605.9	1,006.9	1,616.0	2,536.5
营业税费	35.0	53.2	77.3	111.5
销售费用	867.9	1,191.6	1,750.8	2,477.8
管理费用	586.9	818.6	1,187.7	1,687.6
财务费用	-42.4	-176.6	-391.9	-565.3
资产减值损失	11.7	9.1	9.4	10.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-
投资和汇兑收益	6.7	5.2	6.0	6.0
营业利润	**636.6**	**732.4**	**1,105.7**	**1,477.9**
加:营业外净收支	4.4	109.2	102.9	72.2
利润总额	**641.0**	**841.7**	**1,208.7**	**1,550.1**
减:所得税	67.5	93.3	150.1	192.4
净利润	**573.5**	**748.4**	**1,058.6**	**1,357.7**

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	215.6	2,139.6	3,085.7	4,451.3
交易性金融资产	-	-	-	-
应收帐款	261.4	697.8	536.2	1,177.8
应收票据	3.7	25.5	14.4	39.4
预付帐款	7.8	33.2	29.3	63.0
存货	87.7	146.6	225.1	360.0
其他流动资产	1,510.8	1,116.6	1,116.7	1,248.0
可供出售金融资产	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	143.7	137.1	130.4	123.8
在建工程	-	500.0	1,000.0	1,155.0
无形资产	5.3	3.7	2.1	0.5
其他非流动资产	675.1	624.7	693.5	657.1
资产总额	**2,911.1**	**5,424.9**	**6,833.5**	**9,275.9**
短期债务	-	-	-	-
应付帐款	399.9	739.4	1,024.4	1,735.0
应付票据	-	-	-	-
其他流动负债	644.2	905.1	964.7	1,333.5
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	126.5	99.5	104.9	110.3
负债总额	**1,170.6**	**1,744.0**	**2,094.0**	**3,178.8**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	360.0	400.0	400.0	400.0
留存收益	1,369.4	3,280.8	4,339.4	5,697.1
股东权益	**1,740.5**	**3,680.8**	**4,739.4**	**6,097.1**
负债和股东权益合计	**2,911.1**	**5,424.9**	**6,833.5**	**9,275.9**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	573.5	748.4	1,058.6	1,357.7
加:折旧和摊销	55.8	8.3	8.3	8.3
资产减值准备	11.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	-32.2	-176.6	-391.9	-565.3
投资收益	-6.7	-5.2	-6.0	-6.0
少数股东损益	-	-	-	-
营运资金的变动	93.5	121.5	429.5	239.1
经营活动产生现金流量	**765.4**	**696.3**	**1,098.5**	**1,033.8**
投资活动产生现金流量	**-625.4**	**-221.5**	**-515.4**	**-225.9**
融资活动产生现金流量	**-148.1**	**1,449.3**	**362.9**	**557.7**
现金净流量	**-15.3**	**1,922.5**	**944.0**	**1,362.0**

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	41.3%	46.8%	47.4%	44.5%
营业利润增长率	477.7%	15.1%	51.0%	33.7%
净利润增长率	122.7%	30.5%	41.5%	28.3%
EBITDA增长率	298.0%	34.7%	28.0%	27.5%
EBIT增长率	426.7%	49.5%	28.4%	27.9%
净资产增长率	43.8%	111.5%	28.8%	28.6%
利润率				
毛利率	75.5%	72.3%	69.8%	67.2%
营业利润率	25.7%	20.2%	20.7%	19.1%
净利润率	23.2%	20.6%	19.8%	17.6%
EBITDA/营业收入	16.9%	15.5%	13.5%	11.9%
EBIT/营业收入	15.0%	15.3%	13.3%	11.8%
运营效率				
固定资产周转天数	18	14	9	6
流动资产周转天数	238	310	308	288
应收帐款周转天数	31	48	42	40
存货周转天数	10	12	13	14
总资产周转天数	365	413	413	375
投资资本周转天数	-20	13	21	14
投资回报率				
ROE	33.0%	20.3%	22.3%	22.3%
ROA	19.7%	13.8%	15.5%	14.6%
ROIC	-217.9%	-1328.2%	206.5%	245.8%
费用率				
销售费用率	35.1%	32.8%	32.7%	32.1%
管理费用率	23.7%	22.6%	22.2%	21.8%
财务费用率	-1.7%	-4.9%	-7.3%	-7.3%
三费/营业收入	57.1%	50.5%	47.6%	46.6%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。