

深信服 (300454)

网络安全新贵诞生，安全为基云计算则是其战略方向

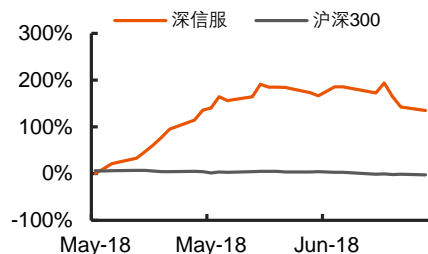
推荐 (首次)

现价: 101.60 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.sangfor.com.cn
大股东/持股	何朝曦/21.06%
实际控制人	何朝曦
总股本(百万股)	400
流通 A 股(百万股)	40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	406.41
流通 A 股市值(亿元)	40.65
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	34.30

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

研究助理

付强 一般从业资格编号
S1060118050035
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

陈苏 一般从业资格编号
S1060117080005
010-56800139
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **A 股新晋网络安全龙头，销售模式独到且研发投入大：**深信服主营业务最初为网络安全，后续拓展到云计算和企业无线。2018 年公司在创业板上市后，成为 A 股新晋网络安全龙头。相比其他网络安全企业，公司产品毛利率高，客户广泛且更加依托渠道，97%左右的收入来源于代理商，目前公司同渠道合作非常顺畅。同时，公司研发投入强度大，研发投入占营业收入比重持续保持在 20%左右，2017 年研发投入规模居网络安全上市企业首位。
- **网络安全业务布局完整，多个子领域处行业领跑地位：**网络安全业务是公司自成立以来核心基础业务，涵盖了上网行为管理、下一代防火墙、VPN、应用交付、广域网优化等多个领域。2017 年，网络安全业务收入为 15.19 亿元，同比增长 23.65%，占公司营业收入的比重为 61%；公司网络安全业务盈利能力强劲，近四年来的毛利率都处于 88%左右的高水平。该业务各子领域竞争力强劲，上网行为管理、VPN 业务国内市场份额第一，下一代防火墙国内市场份额第二，其中上网行为管理和 VPN 均进入 Gartner 魔力象限。
- **云计算业务成长迅速，已成为公司战略业务方向：**凭借着网络安全领域的品牌和渠道优势，加上在虚拟化技术领域的持续投入，公司顺势进入云计算并将其作为投入重点和战略方向。2017 年，公司云计算业务收入达到 5.45 亿元，同比增长 145%。公司云计算业务最大的特点是发力基于超融合架构的企业云，可以实现极简部署、平滑演进和硬件解耦等特色功能，2017 年全年公司超融合国内市场占有率为 13%，其中 2017 年 4 季度市场份额达到了 20%的高位，市场扩张明显。
- **企业无线业务持续拓展，有望成为公司增长新引擎：**公司企业无线业务是网络安全业务（主要是广域网优化业务）衍生发展而成的独立业务模块，

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1750	2472	3423	4732	6479
YoY(%)	32.7	41.3	38.4	38.3	36.9
净利润(百万元)	257.6	574	764	1024	1361
YoY(%)	-22.0	122.7	33.2	34.1	32.9
毛利率(%)	78.7	75.5	73.6	71.9	70.6
净利率(%)	14.7	23.2	22.3	21.6	21.0
ROE(%)	21.3	33.0	20.6	21.6	22.3
EPS(摊薄/元)	0.64	1.43	1.91	2.56	3.40
P/E(倍)	157.79	70.9	53.2	39.7	29.9
P/B(倍)	33.57	23.3	11.0	8.6	6.7

运营主体为子公司信锐技术。2017年，公司企业无线业务实现收入3.33亿元，同比增长37.6%。2018年1季度，据IDC统计数据显示，公司企业级WLAN产品国内市场份额已经从第四跃升至第三位。相比国内排名靠前的新华三和华为，信锐技术产品更侧重于应用层，而新华三和华为则更侧重于底层。2017年，信锐技术开始进入物联网领域，针对智能空间、智能机房以及节能减排进行了优先拓展，目前已经形成了较为完整的产品线和解决方案。同时，未来随着5G的发展，传统WLAN在接入速率上的优势将完全丧失，而公司的新推产品则已经能够打破现有产品的速率瓶颈，将缩小与5G无线接入速度差距，改善用户体验。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2018-2020年的EPS分别为1.91元、2.56元、3.40元，对应6月25日收盘价的PE分别约为53.2、39.7、29.9倍。公司作为A股市场上新晋的网络安全龙头企业，在上网行为管理、VPN、下一代防火墙等多个领域都处于行业领先地位，未来将在国家网络安全产业发展和企业信息化建设中充分受益。此外，公司在超融合领域有着独特的竞争优势，未来高速增长的趋势有望延续。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险：网络安全行业作为国家重点发展的信息技术产业，也是网络强国建设的重要支撑，未来从产业政策的角度考虑，国家可能将鼓励更多有实力的企业进入该领域。同时，网络安全、云计算等领域需求的增长，可能受到宏观经济走势、政企信息化投入强度等因素影响，需求增长可能不及预期，行业企业竞争可能加剧，企业毛利率将有下降的风险；(2) 新业务增长不及预期：相比公司传统的网络安全领域，云计算、企业无线都是公司在近年来新发展起来的业务单元，虽然增长较为迅猛，但是在各自板块中都存在着类似于新华三、华为等竞争对手，未来如果企业不能够保持持续的创新和开拓能力，相关板块的业务高速增长的趋势可能被打断；(3) 国家政策可能出现调整带来的税收优惠减少等风险：目前国家对国内网络安全产业在立法、技术发展、财政税收、投融资等多个领域都给予了政策扶持。但未来如果国家政策支持力度和方向出现调整，行业和企业的发展将受到影响。

正文目录

一、 A 股新晋网络安全龙头，产品竞争力强且研发投入大	6
1.1 公司由企业级信息安全业务起家，后续拓展到云计算和企业级无线	6
1.2 股权结构清晰稳固，控股股东对公司经营治理拥有较大话语权	7
1.3 公司整体业绩增长迅速	8
1.4 公司研发投入规模领先竞争对手，上网行为管理等技术优势明显	10
二、 网络安全业务布局完整，多个子领域处行业领跑地位	11
2.1 网络安全业务板块业务竞争力较强，收入持续增长、毛利润率高	11
2.2 上网行为管理业务进入 Gartner 魔力象限，国内连续 10 年处于市场领先	13
2.3 下一代防火墙业务相对传统技术优势明显，市场表现较为强劲	14
2.4 虚拟专用网络（VPN）持续处领先地位，移动端方案健全用户体验良好	15
2.5 国际、国内网络安全产品需求持续增长，深信服安全业务增长前景广阔	16
三、 云计算业务成长迅速，已定为公司未来战略业务方向	21
3.1 安全业务为云计算发展铺平道路，助推云计算业务收入高速增长	21
3.2 企业云超融合架构竞争力快速提升，桌面云政企市场具有较大的市场优势	22
3.3 国内外云计算市场将保持较快增长势头，公司市场份额有望继续扩大	24
四、 企业无线业务持续拓展，有望成为公司增长新引擎	26
4.1 企业无线业务增长快速，1 季度 WLAN 产品市场份额已经进入全国前三	26
4.2 企业级无线业务已延伸到物联网管理，未来还将关注 5G 背景下的应用拓展	27
4.3 全球企业级 WLAN 将呈温和增长态势，公司企业级无线业务仍有较大空间	28
五、 盈利预测与投资建议	29
5.1 盈利预测	29
5.2 估值分析	29
5.3 投资建议	29
六、 风险提示	29

图表目录

图表 1	公司发展历程简介	6
图表 2	公司主营业务构成	7
图表 3	公司股权结构	7
图表 4	2015-2017 年公司营业收入及同比增速	8
图表 5	2017 年公司分板块营业收入构成	8
图表 6	2015-2017 年主要网络安全企业收入及增速对比 (亿元)	8
图表 7	2015-2017 年深信服公司直销和渠道代销收入占比	9
图表 8	2015-2017 年深信服公司毛利及毛利率	10
图表 9	2015-2017 年深信服公司归母净利润及同比增速	10
图表 10	2015-2017 年同行业上市公司毛利率水平比较	10
图表 11	2015-2017 年公司研发支出及同比增速	11
图表 12	2015-2017 年同行业上市公司研发支出情况	11
图表 13	2014-2017 年公司网络安全业务收入及同比增速	12
图表 14	2014-2017 年公司网络安全业务毛利率	12
图表 15	公司网络安全产品结构	12
图表 16	深信服上网行为管理设备产品样图	13
图表 17	深信服重点关注的用户上网要素	13
图表 18	Gartner2017 年上网行为管理魔力象限	13
图表 19	传统防火墙缺乏事前和事后管理能力	14
图表 20	传统防火墙安全认知碎片化且防御手段割裂	14
图表 21	深信服下一代防火墙安全防护理念	14
图表 22	Gartner 2017 年企业防火墙魔力象限	15
图表 23	2016 年中国统一威胁管理 (UTM) 市场格局	15
图表 24	2016 年中国 VPN 市场格局	16
图表 25	全球网络安全市场规模将持续增长	17
图表 26	近年来我国支持信息安全相关政策及措施	18
图表 27	我国网络安全漏洞数量	19
图表 28	主要国家消费者因网络犯罪损失额	20
图表 29	2015-2018 年我国网络安全产业市场规模及同比增速	20
图表 30	2018-2020 年深信服网络安全业务收入及增速预测	21
图表 31	2014-2017 年深信服云计算业务收入	22
图表 32	2014-2017 年深信服云计算业务毛利率	22
图表 33	传统云基础架构与深信服 aCloud 云基础架构对比	22
图表 34	2017 年中国超融合架构市场竞争格局	23
图表 35	深信服超融合业务竞争优势	23
图表 36	公司 aDesk 桌面云架构	24

图表 37	2017-2020 年全球云计算市场规模预测	25
图表 38	2012 年以来国家支持云计算相关政策	25
图表 39	2018-2020 年公司云计算业务收入及增速预测	26
图表 40	2014-2017 年公司企业级无线业务收入	27
图表 41	2014-2017 年深信服公司企业级无线业务毛利率	27
图表 42	信锐技术智慧空间物联网产品	28
图表 43	2018-2020 年深信服企业无线业务收入预测	28
图表 44	深信服同行业可比公司估值比较	29

一、A 股新晋网络安全龙头，产品竞争力强且研发投入大

1.1 公司由企业级信息安全业务起家，后续拓展到云计算和企业级无线

公司成立于 2000 年 12 月 25 日，主营业务为企业级信息安全、云计算、企业级无线相关产品和解决方案。经过十余年的发展，公司在其主营业务领域，都形成了较强的核心竞争力，市场地位领先。2018 年 5 月 16 日，公司在深交所创业板上市。

公司业务起源于网络安全，后续拓展到云计算和企业级无线业务。2012 年之前，公司业务主要集中在网络安全产品及服务，主要产品包括 VPN、上网行为管理、下一代防火墙等。2012 年起，公司在信息安全业务的基础上，陆续推出了云计算、企业级无线相关产品和解决方案，进一步丰富了产品线、拓宽了业务范围。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。

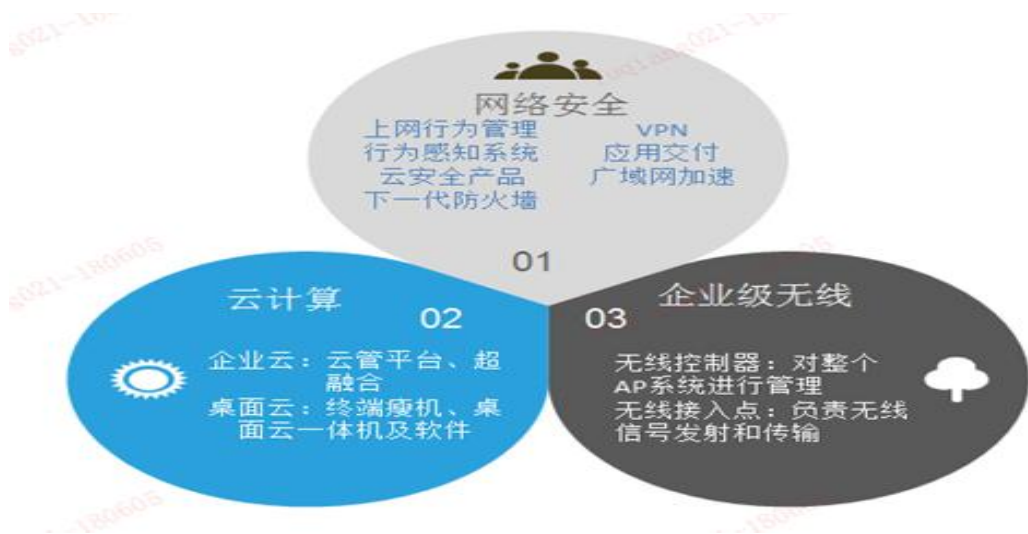
目前，公司已为全球近 40000 家企业级用户提供了产品和服务，包括 80% 的中国进入世界 500 强企业、90% 的中国政府部委级单位、中国三大电信运营商以及中国规模最大的前 10 家银行等高端客户。同时，凭借优秀的产品和服务，公司多款产品入围了包括国家税务总局、国家电网、中国建设银行、中国工商银行、中国移动、中国电信等政府单位或大型企业的集中采购。2017 年 6 月，公司被中国电子信息行业联合会评定为“2017 中国软件和信息技术服务综合竞争百强企业”。

图表1 公司发展历程简介



资料来源：深信服公司招股说明书、平安证券研究所

图表2 公司主营业务构成

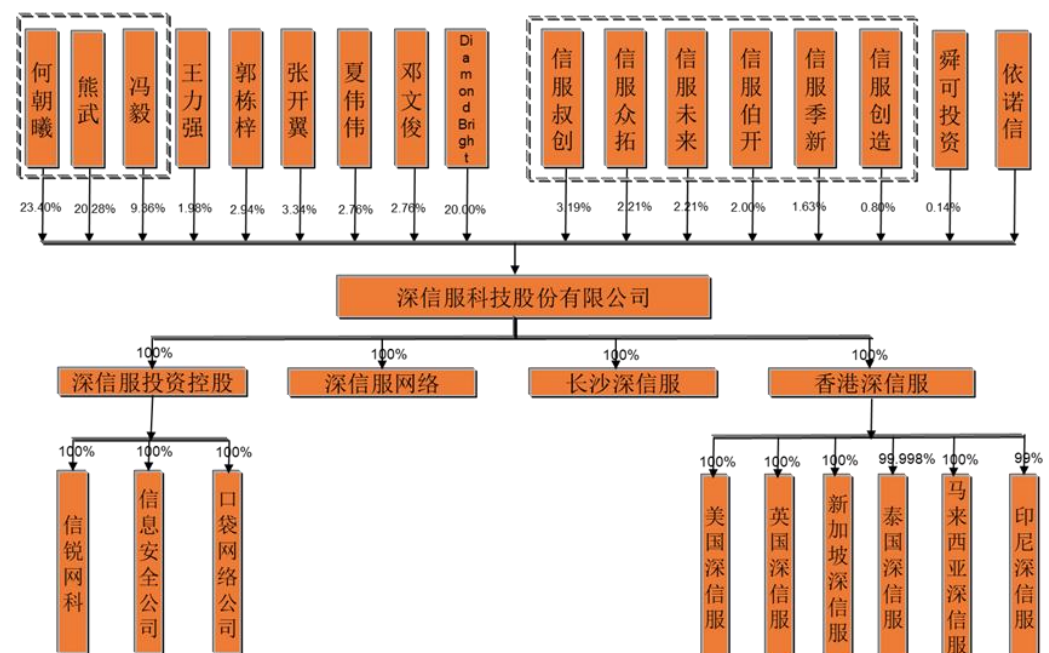


资料来源：深信服公司官网、深信服公司招股说明书、平安证券研究所

1.2 股权结构清晰稳固，控股股东对公司经营治理拥有较大话语权

公司的控股股东及实际控制人为何朝曦、熊武、冯毅。本次发行前，何朝曦、熊武、冯毅分别持有公司 23.40%、20.28%和 9.36%的股份，三人合计持有公司 53.04%的股份。三人均于 1998 年毕业于中国科学技术大学，自 2000 年 12 月公司成立以来一直担任重要职务，对公司经营治理具有重大的话语权。2017 年 6 月 13 日，三人签署了《一致行动协议》，并承诺自公司发行上市起三十六个月内不得退出一致行动或解除《一致行动协议》。

图表3 公司股权结构



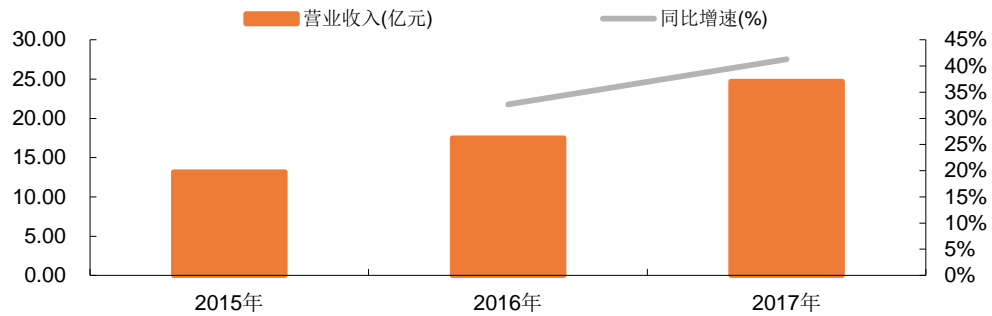
资料来源：深信服公司招股说明书、平安证券研究所

1.3 公司整体业绩增长迅速

公司整体业务规模扩张迅速

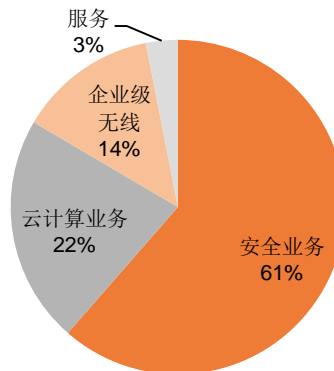
近年来，公司主营业务收入实现快速增长，而且增速呈现出加快态势。2015年-2017年三年间，公司的总收入分别为13.19亿元、17.50亿元、24.72亿元，年复合增长率为36.93%，其中2017年公司主营业务收入增速达到41.26%，较2016年上升8.58个百分点。

图表4 2015-2017年公司营业收入及同比增速



资料来源:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

图表5 2017年公司分板块营业收入构成



资料来源:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

图表6 2015-2017年主要网络安全企业收入及增速对比(亿元)

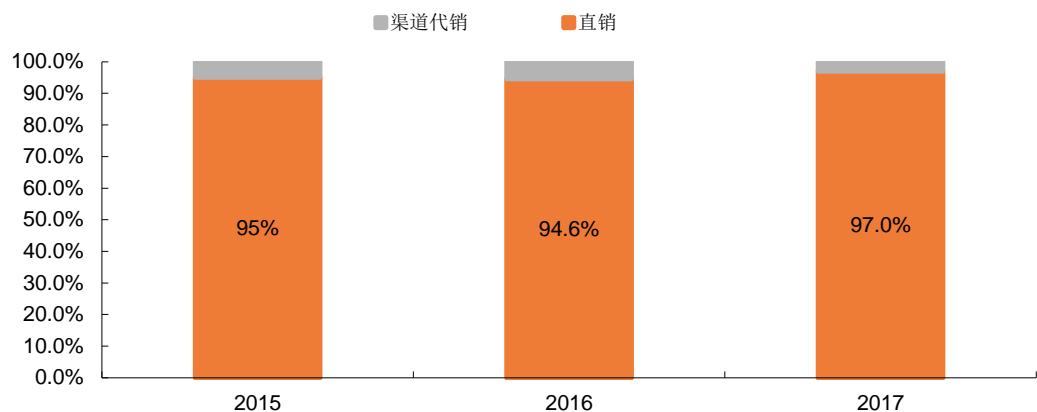
代码	企业	2015年		2016年		2017年	
		收入	增速(%)	收入	增速(%)	收入	增速(%)
300454.SZ	深信服	13.19	38.88	17.5	32.7	24.72	41.28
002439.SZ	启明星辰	15.34	28.29	19.27	25.65	22.79	18.22
300297.SZ	蓝盾股份	10.01	90.69	15.74	57.21	22.16	40.86
300188.SZ	美亚柏科	7.63	26.54	9.98	30.76	13.37	33.94
300369.SZ	绿盟科技	8.78	24.9	10.91	24.27	12.55	15.07
300311.SZ	任子行	3.6	21.27	6.63	84.17	10.77	62.46
300352.SZ	北信源	4.7	78.89	4.92	4.74	5.15	4.58

数据来源:wind、平安证券研究所

渠道建设助力加上品牌效应显现，为业绩增长提供有力支撑

差异化的渠道建设成为公司业绩增长的重要助力。公司选择了“渠道代理”为主的销售模式，其中2017年公司收入中，通过销售代理实现的业务收入占营业收入的比重达到97%。公司之所以选择“渠道代理”为主的销售模式，主要原因在于公司的产品线特点所致。公司产品线具有广泛的适用性，差别于同行业内的其他企业，用户更加分散、区域覆盖面更广，公司如果完全通过自身的销售能力难以实现全行业、全领域覆盖。另外，公司通过近年来的积累，已经不开展集成业务，交付客户的主要是标准化的产品和解决方案，渠道代理销售企业能够很快学习掌握，并能够快速实现销售。截至2017年年末，公司已经与国内数千家渠道代理商建立了合作伙伴关系，覆盖了全国32个省(市、自治区)。

图表7 2015-2017年深信服公司直销和渠道代销收入占比



资料来源:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

品牌和稳定的企业级用户群是业绩增长的主要支撑。公司经过多年的培育，深信服品牌已经得到企业级客户的认可，在政府、金融、运营商、教育等重点行业以及广大企业级市场拥有了广泛和优质的用户群体。目前，公司在为4万家企业级客户提供产品和服务，包括90%的国家部委、三大运营商、国内大型银行。其中，公司多款产品入围了国家税务总局、国家电网、建设银行、工商银行、中国移动、中国电信等政府单位或大型企业的集中采购。

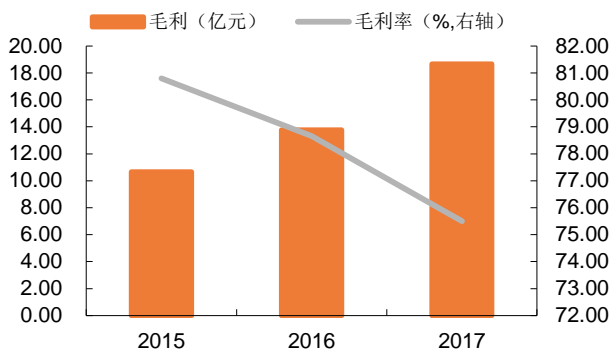
公司业务竞争力强劲，毛利率和净利率均处于高位

公司由于在安全产品和服务方面的强大优势，盈利能力行业居前。2017年，公司实现毛利润18.67亿元，同比增长35.6%，毛利润率达到75.50%。2017年，公司归属母公司净利润达到5.74亿元，同比增长122.67%，上年增速下滑的局面得到逆转；净利润率高达23.20%，较上年同期提高8.48个百分点。

与同行业上市公司相比，公司具有较高的毛利率水平，体现出了公司较强的行业竞争力。具体原因看，由于公司产品以自主研发的安全软件产品为主，硬件载体主要为工控机等一般硬件设备，材料成本占比相对较低，且公司不从事系统集成业务，交付给客户的是单一产品，属于被集成的对象，呈现出自主研发的软件产品特征，因此公司毛利率水平较高。

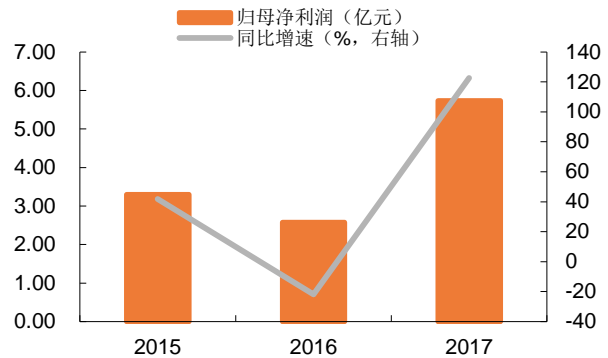
公司毛利率近年来有所下降，主要是公司快速发展的云计算、企业无线业务拖累所致。云计算、无线业务硬件成本相对较高，且处在业务拓展阶段，2017年毛利率分别为53.00%和64.33%，毛利率明显低于安全领域88%的利润水平。

图表8 2015-2017年深信服公司毛利及毛利率



资料来源: wind、平安证券研究所

图表9 2015-2017年深信服公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind、平安证券研究所

图表10 2015-2017年同行业上市公司毛利率水平比较

	2015 年度	2016 年度	2017 年度
启明星辰	68.50%	66.81%	65.91%
绿盟科技	78.31%	77.81%	79.26%
美亚柏科	65.49%	65.39%	63.54%
蓝盾股份	38.06%	52.40%	54.64%
任子行	65.27%	57.80%	45.81%
北信源	54.37%	62.91%	70.98%
行业平均 (综合毛利率)	61.67%	63.85%	63.36%
深信服科技	80.80%	78.66%	75.50%

资料来源: 深信服公司招股说明书、平安证券研究所

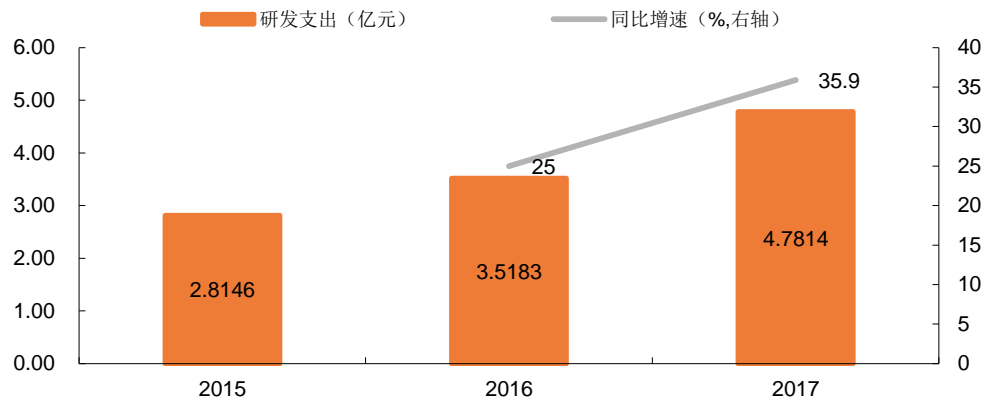
1.4 公司研发投入规模领先竞争对手，上网行为管理等技术优势明显

公司重视研发投入，研发支出高且占比稳定。2017年，公司研发费用继续保持在较高水平，研发支出高达4.78亿元，支出额较上年实现了大幅上升（同比增长35.9%），且占同期营业收入的比例稳定在20%左右。同竞争对手相比，公司研发支出规模处于第一位。

通过多年的研发，公司已经同主要网络安全企业形成了差异化的竞争优势。从整个国内网络安全技术竞争力格局看，启明星辰的优势在于入侵检测、UTM、SOC，绿盟科技技术优势是漏扫、抗DDOS。深信服的技术优势是上网行为管理、VPN。由于长期深耕上述两个市场，深信服的上网行为管理、SSL、VPN三款产品长期保持市场占有率第一。此外，深信服的其余产品应用交付、下一代防火墙等网络安全产品市场占有率也能保持前三，技术优势也较为明显。

截至2017年12月末，公司拥有研发类人员1192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3000台。2015年，公司获得美国软件工程学会颁发的CMMI5权威认证，标志着公司在软件开发过程的改善能力、质量管理水平、软件开发的整体成熟度居于行业前列。目前，公司及其子公司拥有专利190项、计算机软件著作权188项，已形成了自主知识产权的核心技术群及知识产权体系。

图表11 2015-2017 年公司研发支出及同比增速



资料来源: wind、平安证券研究所

图表12 2015-2017 年同行业上市公司研发支出情况

同类企业	研发支出	研发支出占营业收入比重		
		2015	2016	2017
深信服	4.78	21.34	20.1	19.34
启明星辰	4.7	20.81	22.3	20.61
绿盟科技	2.9	24.99	21.22	23.1
蓝盾股份	2.45	9.14	9.07	11.06
卫士通	2.33	9.26	10.2	10.9
美亚柏科	2.03	14.59	15.76	15.22
任子行	1.37	14.82	11.64	12.71
北信源	1.01	12.47	15.68	19.63

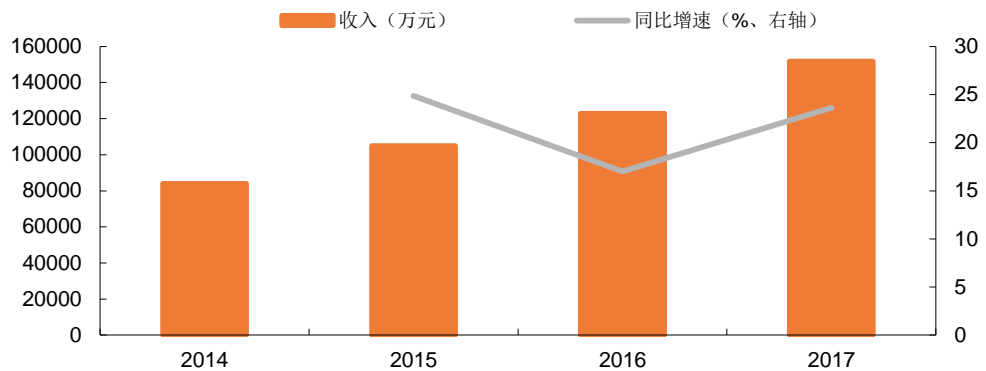
资料来源: wind、平安证券研究所

二、网络安全业务布局完整，多个子领域处行业领跑地位

2.1 网络安全业务板块业务竞争力较强，收入持续增长、毛利润率高

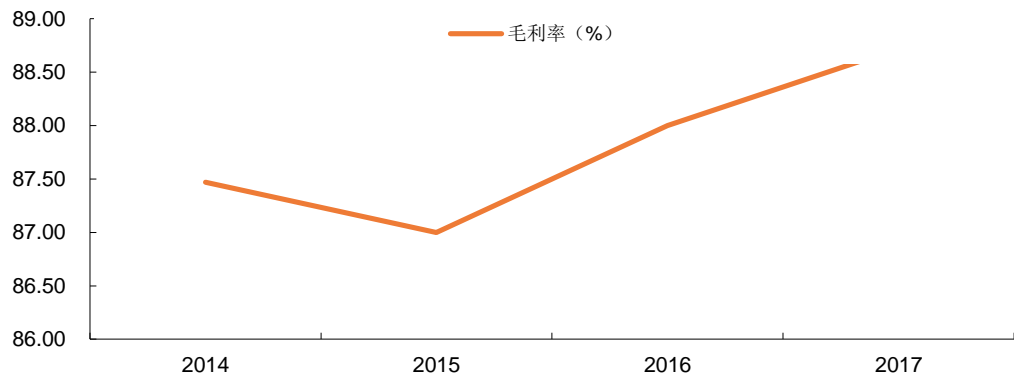
信息安全业务是公司自成立以来以来的核心业务，也是公司目前营业收入占比最大的业务。2017 年，网络安全业务收入为 15.19 亿元，同比增长 23.65%，占公司营业收入的比重为 61%；公司网络安全业务盈利能力强劲，近四年来的毛利率都处于 88%左右的高水平。公司网络安全主要产品包括上网行为管理、VPN、下一代防火墙、应用交付、广域网加速、云安全产品及服务等。

图表13 2014-2017 年公司网络安全业务收入及同比增速



资料来源:wind、深信服公司招股说明书、平安证券研究所

图表14 2014-2017 年公司网络安全业务毛利率



资料来源:wind、深信服公司招股说明书、平安证券研究所

图表15 公司网络安全产品结构

产品	主要用途
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, 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
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, 保障业务的高可靠性、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, 最终实现应用性能和广域网速度的提升
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:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

2.2 上网行为管理业务进入 Gartner 魔力象限，国内连续 10 年处于市场领先

上网行为管理是指帮助互联网用户控制和管理对互联网的使用，其包括对网页访问过滤、网络应用控制、带宽流量管理、信息收发审计、用户行为分析。

公司是国内较早进入上网行为管理行业的企业。早在 2005 年，国内互联网发展迅猛，电子商务、网络游戏等网络服务兴起，企业出现了宽带不够用，员工在上班时间刷网页购物等现象，为此，深信服率先推出上网行为管理，实现了应用封堵/流控/审计 3 大核心基础功能，有效帮助企业进行上网出口合理管控。随着企业需求的不断变化，上网行为管理也不断地推出了新的功能，比如无线有线统一管理、微信认证、IPv6 全支持等。

近几年，高校校园网贷频酿悲剧，企业内部泄密事件也层出不穷。为此深信服上网行为管理创新推出行为感知系统，基于海量上网日志，对用户行为特征进行深度建模分析，通过对超过 13 个场景的分析应用，提前感知网贷、泄密、离职等各种用户行为风险，产品上市之后，受到用户高度认可。

同时，深信服面向当前的移动互联网、以及未来的云和大数据时代，都进行了前瞻性的部署，并持续处于业界领先地位。2017 年，深信服公司作为唯一的一家中国企业，连续第四年进入 Gartner 上网行为管理魔力象限。在国内市场上，深信服的优势更为明显，公司已经持续 10 年作为国内上网行为管理领域的领头羊企业，据 IDC 统计数据显示，2017 年深信服在上网行为管理市场上的份额为 27.5%，超过第二、三、四名的总和。

图表16 深信服上网行为管理设备产品样图



资料来源：深信服公司官网、平安证券研究所

图表17 深信服重点关注的用户上网要素



资料来源：深信服公司官网、平安证券研究所

图表18 Gartner2017 年上网行为管理魔力象限



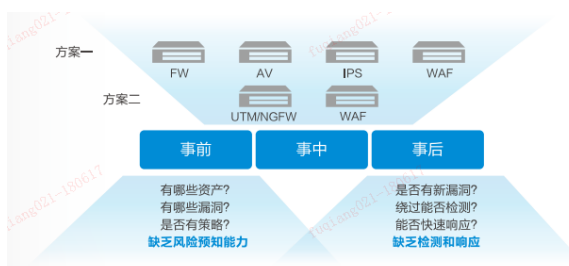
资料来源:Gartner、平安证券研究所

2.3 下一代防火墙业务相对传统技术优势明显，市场表现较为强劲

随着企业信息化、数字化步伐的加快，新型安全事件也层出不穷，如网站被篡改，被挂黑链，0day 漏洞利用，数据窃取，僵尸网络，勒索病毒等等，传统安全建设模式已经捉襟见肘，面临着巨大的挑战。传统信息安全建设，以事中防御为主，缺乏事前的风险预知，事后的持续检测及响应能力。同时，传统安全建设是拼凑的事中防御，缺乏有效的联动分析和防御机制。针对传统防火墙存在的问题，2011年7月，深信服首次发布了首款下一代防火墙。经过多年的发展，深信服下一代防火墙目前已经具备硬件、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，具有“全程防护、全程可视”的特点。

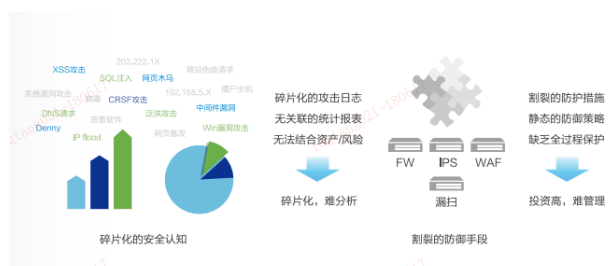
事前预知方面，深信服下一代防火墙能够对内部的服务器进行自动识别，并且还能自动识别服务器上开放端口和存在的漏洞，弱密码等风险，同时还能判断识别出的资产是否有对应的安全防护策略以及是否生效。事中防御层面，深信服NGAF融合了多种安全技术，提供了L2-7层完整的安全防御体系，确保安全防护不存在短板，同时还能通过安全联动功能加强防御体系的时效性和有效性，包括模块间的联动封锁，同云端安全联动，策略的智能联动等。事后检测与响应层面，深信服NGAF融合了事后检测及快速响应技术，即使在黑客入侵之后，也能够帮助用户及时发现入侵后的恶意行为，如检测僵尸主机发起的恶意行为，网页篡改，网站黑链植入及网站Webshell后门检测等，并快速推送告警事件，协助用户进行响应处置。

图表19 传统防火墙缺乏事前和事后管理能力



资料来源：深信服公司官网、平安证券研究所

图表20 传统防火墙安全认知碎片化且防御手段割裂



资料来源：深信服公司官网、平安证券研究所

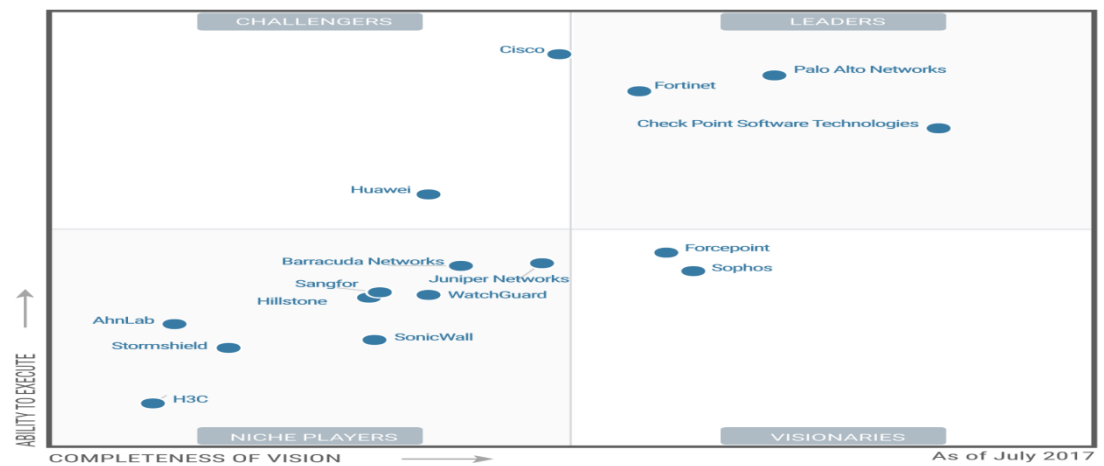
图表21 深信服下一代防火墙安全防护理念



资料来源：深信服公司官网、平安证券研究所

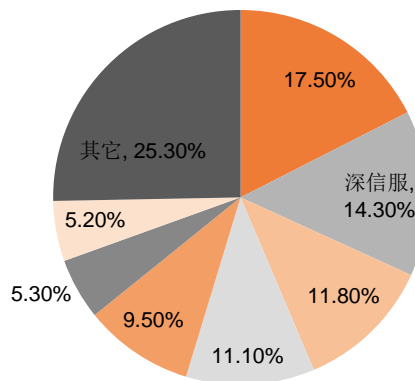
深信服下一代防火墙自发布以来，在市场上表现较为强劲。据 IDC 统计数据显示，2016 年，我国统一威胁管理（UTM）市场规模为 4.77 亿美元，同比增长 26.8%。其中，深信服凭借着下一代防火墙单品占据了统一威胁管理市场的第二位，收入规模为 6820 万美元，市场份额为 14.3%。2017 年深信服在下一代防火墙市场上表现依然亮眼，同年 7 月再次进入 Gartner 企业防火墙的魔力象限，在防火墙方面的市场地位仅次于华为。

图表22 Gartner 2017 年企业防火墙魔力象限



资料来源:Gartner、平安证券研究所

图表23 2016 年中国统一威胁管理（UTM）市场格局



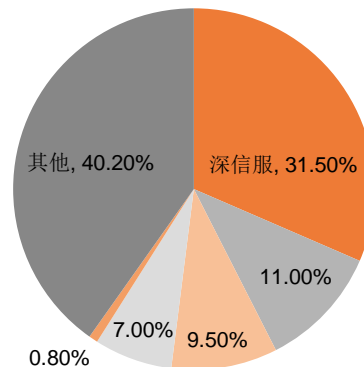
资料来源: IDC、平安证券研究所 注: 其他友商未披露。

2.4 虚拟专用网络（VPN）持续处领先地位，移动端方案健全用户体验良好

公司在国内 VPN 市场上领先地位稳固。据 IDC 2016 年全年数据显示，在虚拟专用网络（Virtual Private Network）领域，深信服以 31.5% 的市场份额排名第一，在 VPN 市场连续 9 年强势蝉联第一，而且市场份额远超竞争对手，也是国内唯一入围 Gartner SSL VPN 魔力象限的企业。深信服 SSL VPN 产品，入围中央政采、国税总局、四大银行、招商银行、联通集团、移动集团等行业客户的采购清单，拥有超过 18000 家用户，囊括政府、金融、运营商、能源、教育、企业等各行业用户。

传统的 SSL VPN 市场已经逐渐成熟，市场竞争激烈。深信服凭借着深厚的技术实力，在 HTP 高速传输协议、多线路智能选路、企业应用商店封装等技术方面有了很大的提升。深信服也是国内首家实现 SSL/IPSec 二合一 VPN 网关的厂商，一台安全网关里面实现了 IPSec 和 SSL 两套主流 VPN 技术的完美结合，用户既能很好的解决网间互连，又能便捷的实现移动办公应用，帮助企业节省大量的 IT 建设开支。同时，为了改善用户接入体验，深信服推出了 EasyConnect(应用虚拟化)、EasyApp (App 安全接入)、EMM(企业移动管理)等多种移动终端的安全接入方式，这是其他厂商没有的。

图表24 2016年中国VPN市场格局



资料来源：IDC、平安证券研究所 注：其他友商未披露。

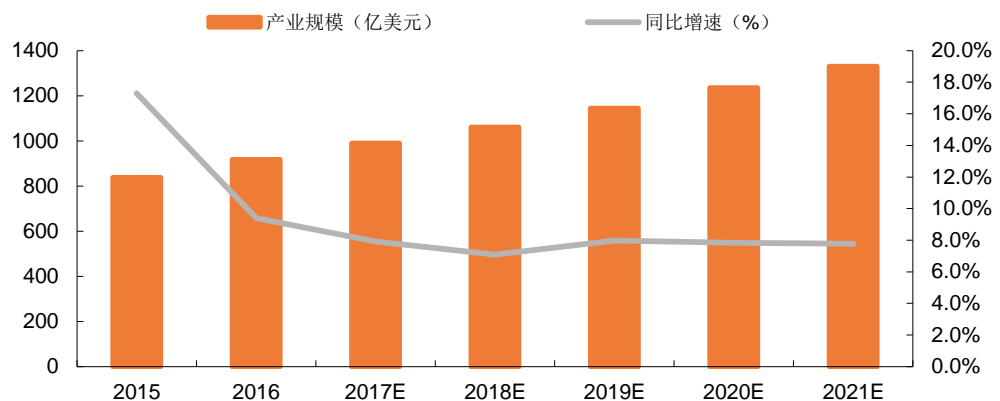
2.5 国际、国内网络安全产品需求持续增长，深信服安全业务增长前景广阔

未来五年全球网络犯罪破坏性将继续扩大，将催生超过 1300 亿美元的网络安全市场

网络安全环境的恶化和强大的破坏性将倒逼网络安全产业的发展。随着未来物联网等领域的发展，信息网络对社会、个人生活的影响将更为深刻，网络犯罪的风险也会急剧上升。根据 Cybersecurity Ventures 测算，网络犯罪预计造成的损失将从 2015 年的 3000 亿美元蹿升至 6000 亿美元。这些网络犯罪包括破坏数据结构、摧毁生产能力、盗取知识产权及财务数据、欺诈等。即便网络安全环境恶劣，但信息化带来的便利和高效远远超越了信息安全的威胁，人们对信息安全产品和服务的需求有增无减，涉足信息安全的企业越来越多，网络安全行业市场规模也随着逐年攀升。

据 Gartner 最新预测数据显示，2021 年网络安全市场规模将从 2017 年的 990 亿美元上升至 1330 亿美元，2018-2021 年近平均增速为 7.7%。按照 Gartner 的预测，除了入侵防御系统未来可能出现负增长之外，网络安全产业其他各个子领域的增速多数处在 7%-12% 的区间内，其中网络安全检测工具预计增长最快，增速接近 15%。安全服务领域的未来占比未来预计将继续增加，尤其是近期的个人用户数据被滥用的问题，已经受到美国、欧盟等国家和地区的关注，相关的监管将更为严格，互联网等应用服务企业在该领域的服务需求将显著增加。

图表25 全球网络安全市场规模将持续增长



资料来源:Gartner、平安证券研究所

国内政策和市场双轮驱动，未来几年国内网络安全市场将保持较快增长

➤ 党中央高度重视网络安全事业发展，顶层设计及政策、法规体系日趋完善

首先，国家安全委员会、中央网络安全和信息化委员会等管理和协调机构相继建立。“十八大”以来，网络安全一直是党中央国务院关注的重点，相关顶层设计、政策法规等制度建设日趋完善。2013年底，国家安全委员会成立，习近平任主席，其中网络安全、信息安全都是国家安全的重要组成部分。2014年2月，中央网络安全和信息化领导小组，2018年3月该小组改革为“中国共产党中央网络安全和信息化委员会”，习近平任组长，李克强和王沪宁任副组长。加上原有的，国家层面的网络安全管理和协调机制搭建完毕。

◇ 《网络安全法》正式实施，网络安全产业法治环境建设开始起步

我国网络安全法制建设一直处于探索阶段，在《网络安全法》出台之前，我国网络安全相关的法律条文多分散在行政法规、司法解释、部委规章以及中央或者国务院发布的各类决定之中，内容虽然也涵盖较广，但由于政出多门，还缺乏上位法和体系架构设计，造成整个网络安全领域还是重管理轻治理的不利局面。“十八大”四中全会就明确提出，要加强互联网领域立法，完善网络信息服务、网络安全保护、网络社会管理等方面的法律法规，依法规范网络行为。此后我国网络安全立法推进速度呈现出明显加快态势。

2016年11月，全国人大常委会通过了《网络安全法》，该法于2017年6月正式实施。这是我国第一部网络安全管理的基础性法律，该法明确了我国网络安全管理的一般原则和目标，重点强化了网络运行安全，尤其是关键信息基础设施的保护，要求运营者要承担更多的网络安全责任，确保信息基础设施的安全。除了《网络安全法》之外，和网络安全相关的《密码法》，目前正处在意见征集阶段，预计未来两年内将正式出台。未来关于数据保护等方面的立法工作还将加快。

◇ 国家持续出台网络安全产业扶持政策，提升下一代网络、关键基础设施等安全防护能力

提升网络安全水平是我国建设“网络强国”的重要内容，党中央、国务院通过不同会议场合或者政策措施来持续支持该领域的发展。2016年4月19日，习近平同志主持召开全国网络安全和信息化工作座谈会并发表重要讲话。习总书记称，建设网络强国，首先就是要建立其良好的治理体系，维护网络信息安全。2016年12月底，国家互联网信息办公室发布《国家网络空间安全战略》，是我国第一次向全世界系统、明确地宣示和阐述对于网络空间发展和安全的立场和主张。2017年1月，

工业和信息化部制定印发了《信息通信网络与信息安全规划（2016-2020年）》，紧扣“十三五”期间行业网络与信息安全工作面临的重大问题，对“十三五”期间行业网络与信息安全工作进行统一谋划、设计和部署。

2018年2月，工信部等主管部门透漏，将在2018年年内出台《网络强国建设三年行动计划》，其中网络安全依然是计划支持的重点。预计，未来我国将做好两个方面的工作：一是对下一代网络、云计算、端计算等新兴领域的防控，尤其是针对网络防护、入侵检测、身份管理等信息安全关键技术的研发，加强数据安全保护，特别是针对数据采集、传输、存储、使用和开放等环节的安全保护。二是加强关键基础设施保护工作，对政府、军队及相关机构积极推广信息安全等级保护和风险评估，对重点行业、重点地区、重要信息系统条块融合的联动安全保障机制，切实加强对重点领域工业控制系统的信息安全管理，加强关键信息基础设施核心技术装备威胁感知和持续防御能力建设，建设军民一体、平战结合、攻防兼备的网络安全体系。

图表26 近年来我国支持信息安全相关政策及措施

时间	政策名称	主要内容
2013年11月	-	国家安全委员会成立，习近平任主席。
2014年2月	-	中央网络安全和信息化领导小组成立，习近平任组长。
2014年8月	工信部《加强电信和互联网行业网络安全工作指导意见》	意见称将研究制定移动互联网应用安全管理办法，探索建立移动应用程序第三方安全检测机制等；加强对云计算、大数据、物联网、移动互联网以及下一代互联网新技术、新业务网络安全业务的跟踪研究，加快推进相关网络安全标准研制；对涉及提供公共电信和互联网服务的基础设施和业务系统，都将纳入工信部网络安全防护管理体系进行监管
2015年3月	-	政府采购名单调整，将一些全球知名技术品牌从名单中删除，其中包括苹果、英特尔旗下安全软件公司 McAfee 和思科，同时又增加了上千种本土产品。
2016年1月	中央军委《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》	意见指出，要推进国产自主化建设应用，发展信息安全技术防护体系，抓好信息安全防护人才力量建设，实施信息安全综合管控，确保重要人员、核心数据和关键设备安全。
2016年3月	-	国务院在十三五规划纲要“拓展网络经济空间”一篇中，重点阐述十三五网络安全体系建设任务。
2016年4月	-	习近平主持召开全国网络安全和信息化工作座谈会，提出依法治理网络空间，构建关键信息基础设施安全保障体系，构建具有全球竞争力的人才制度体系。
2016年11月	人大常委会通过《网络安全法》	该法已于2017年6月正式实施。该法对网络运营安全、网络信息安全、监测预警与应急处置等方面做了严格的规定。
2016年12月	国务院发布《十三五国家信息化规划》	规划提出建设军民一体、平战结合、攻防兼备的网络安全体系，提升网络安全保障能力；实施大数据安全保障工程，加强数据资源在采集、传输、存储、使用和开放等环节的

		安全保护。制定实施国家网络空间安全战略，构建关键信息基础设施安全保障体系，强化网络安全科技创新能力。
2016年12月	国家互联网信息办公室发布《国家网络空间安全战略》	该文件是我国第一次向全世界系统、明确地宣示和阐述对于网络空间发展和安全的立场和主张，明确了维护网络空间主权、维护国家安全、保护关键信息基础设施、加强网络文化建设、夯实网络安全基础等九项战略任务。
2017年1月	工信部发布《信息通信网络与信息安全规划(2016-2020年)》	确定了到2020年建成“责任明晰、安全可控、能力完备、协同高效、合作共享”的网络安全建设目标，提出了立法制度建设、治理体系完善、提升安全技术保障水平、构建关键基础设施安全保障体系、强化网络数据和用户信息保护、推动安全服务市场发展等九项任务。
2018年2月	工信部《网络强国建设三年行动计划》	工信部称该行动计划有望在年内出台。主要针对网络基础设施建设、网络安全等重要领域做出规划。

资料来源:政府网站、平安证券研究所

➤ 我国作为网络犯罪的重灾区，网络安全产业基础较为薄弱、相关产业需求提升空间大

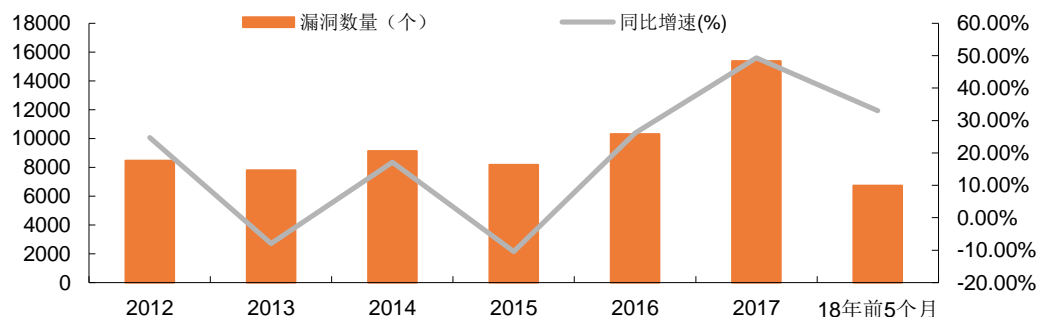
◇ 国内网络安全形势严峻，网络攻击和恶意软件的影响依然严重

虽然国家对网络安全重视程度较高，但是由于我国网络安全产业基础较为薄弱，安全检测和防护能同西方发达国家存在较大差距。因此，虽然我国《网络安全法》已经实施了接近一年，但是国内网络安全漏洞数量依然处于高位，面临的网络攻击居高不下。

2018年前5个月,我国上报的应用漏洞数量达到6760个,相比上年同期高1661个,同比高出33%。其中,应用程序、Web应用、操作系统是当前我国互联网漏洞影响最大的领域,应用程序漏洞占有发现的漏洞数量的57%,Web应用漏洞占18%,操作系统漏洞占12%。

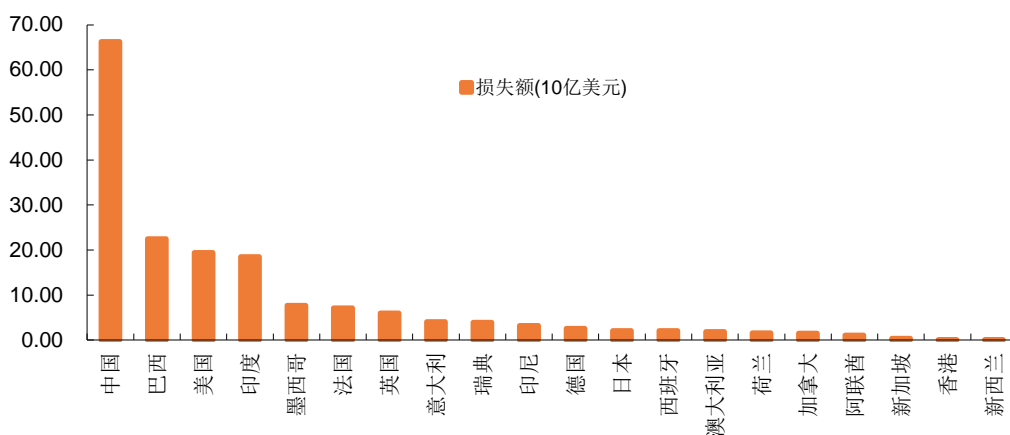
我国每年面临的网络攻击频次高和遭受损失大,网络安全环境较其他国家治理压力更大。据绿盟科技最新发布的报告显示,中国是全球最大的IP攻击源,2017年发起的IP攻击量超过800万次,但同时,中国也承受了来自全球密集的网络攻击。同样在2017年,我国遭受的IP攻击数量达到103.84万次,仅次于美国排在全球第二位。包括网络攻击在内的网络犯罪,也给中国造成了巨大的经济损失。据诺顿发布的报告显示,2017年中国消费者因为网络犯罪遭受到的损失达到663亿美金,占到全球网络犯罪损失额的40%,远高于其他国家。

图表27 我国网络安全漏洞数量



资料来源:国家信息安全漏洞信息共享平台、平安证券研究所

图表28 主要国家消费者因网络犯罪损失额



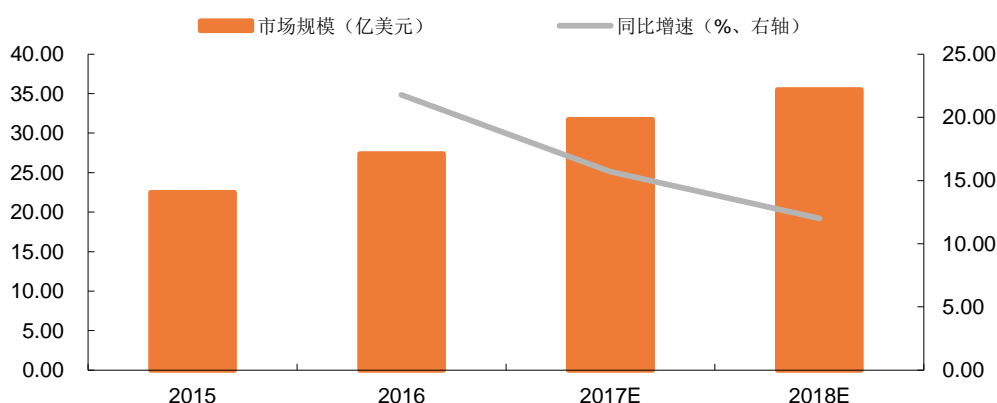
资料来源:《2017 Norton Cyber Security Insights Report》、平安证券研究所

◇ 我国网络安全产业成长迅速，具有较大成长空间

虽然近年来，在《网络安全法》的推动下，我国网络安全产业增长较快，市场规模年增速快于全球平均水平。根据 Gartner 数据,2017 年中国网络安全产业规模约为 31.7 亿美元,同比增速为 15.7%。其中，防火墙设备、咨询、实施和 IT 外包占据中国四分之三的市场。

虽然从增速上看，我们网络安全产业在全世界算是比较领先的，增速高于全球 8%左右的水平。但是全社会网络安全建设的历史投入不够，“欠账”太多，产业规模还很小。预计未来随着国内信息化水平的持续提升，国家对网络安全基础设施建设要求的提高和重视，国内网络安全市场预计将保持 10%-15%之间较快速度增长。

图表29 2015-2018 年我国网络安全产业市场规模及同比增速



资料来源:Gartner、平安证券研究所

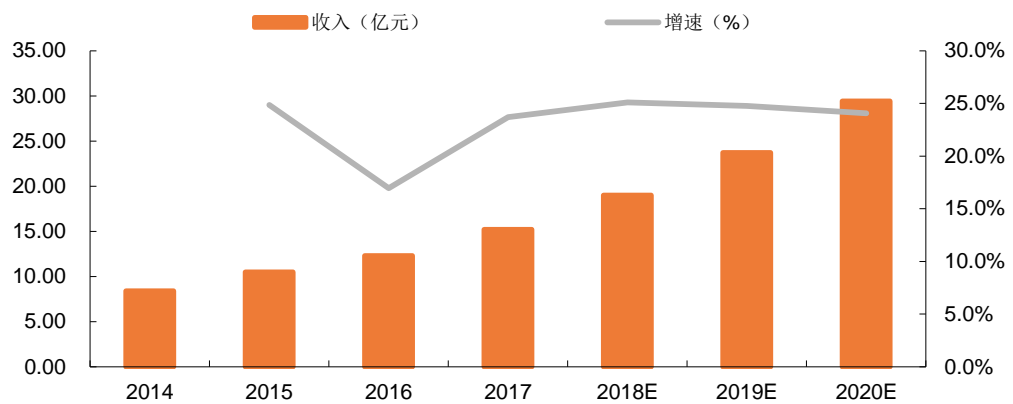
公司加大对网络安全领域的项目投资，有利于稳固企业在网络安全领域的竞争力

公司本次公开发行人民币普通股(A股)4001万股,发行募集资金扣除发行费用后,募集资金 11.55 亿元,其中 6 亿元投资于网络安全产品系列研发项目。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。预计 2018、2019、2020 年，公司网络安全业务收入将分别达到 19.00 亿元、23.71 亿元、29.41 亿元，同比分别将增长 25.10%、24.76%、24.07%。

图表30 2018-2020 年深信服网络安全业务收入及增速预测



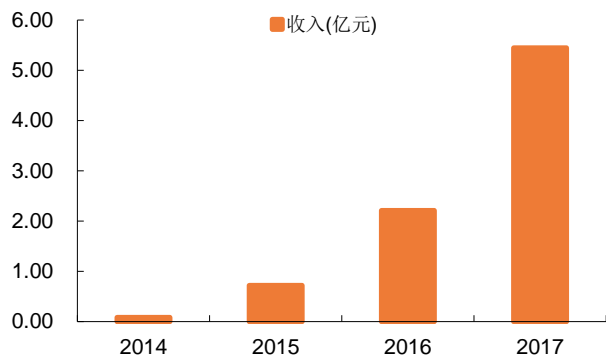
资料来源:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

三、 云计算业务成长迅速，已定为公司未来战略业务方向

3.1 安全业务为云计算发展铺平道路，助推云计算业务收入高速增长

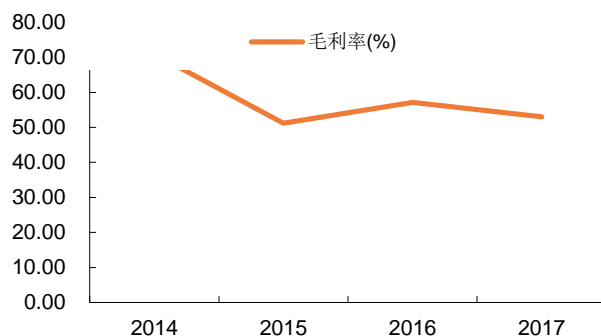
深信服的云计算业务是在安全业务已经形成的品牌、研发实力、渠道、用户群等竞争优势的基础上发展起来的，具有较高的发展起点和较好的发展基础。2015 年、2016 年、2017 年，公司云计算业务收入分别为 7193.33 万元、22139.89 万元、54455.64 万元，2016 年较 2015 年增长 207.78%、2017 年较 2016 年增长 145.96%。公司云计算产品主要包括企业云和桌面云，目前该领域是公司发展的重要战略方向。

图表31 2014-2017年深信服云计算业务收入



资料来源：深信服公司招股说明书、平安证券研究所

图表32 2014-2017年深信服云计算业务毛利率



资料来源：深信服公司招股说明书、平安证券研究所

3.2 企业云超融合架构竞争力快速提升，桌面云政企市场具有较大的市场优势

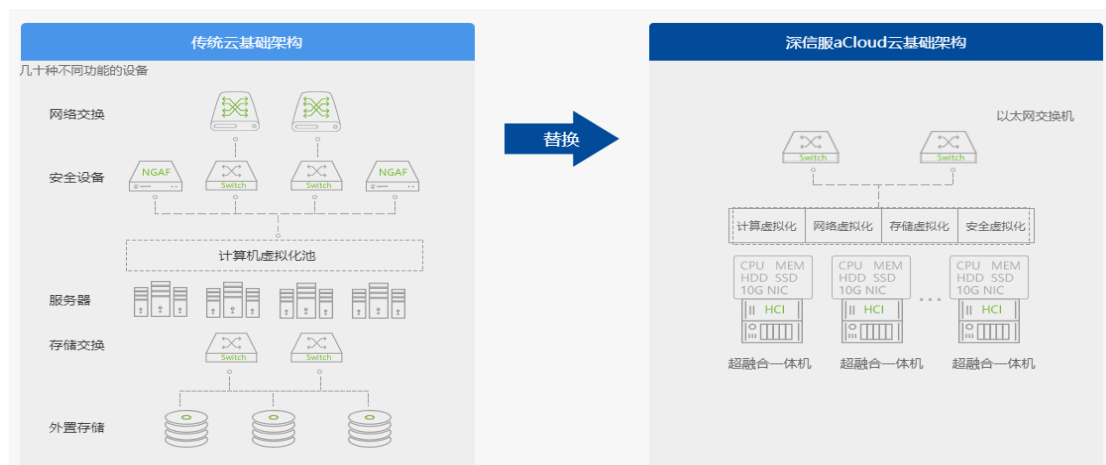
企业云重点发力超融合领域，“极简”、平滑演进、硬件解耦是该业务最大的优势

深信服企业云是新一代的云IT架构，基于创新的超融合技术构建，具备完整的IT基础设施服务能力和运维管理服务能力，并能承载核心数据库、ERP、财务系统、生产系统等企业关键业务应用。相比传统企业云优势明显。

传统的企业云有很多缺点，其架构复杂，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性。

深信服企业级云完全有别于传统企业云，它只是基于超融合构建，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、网络和安全资源的完全资源池化，替代繁重复杂的传统云基础架构，实现了极简部署。目前，深信服的企业级云用户已经超过了1000家，覆盖政府、金融、教育等行业，以及大中型企业用户。

图表33 传统云基础架构与深信服aCloud云基础架构对比



资料来源：深信服公司官网，平安证券研究所

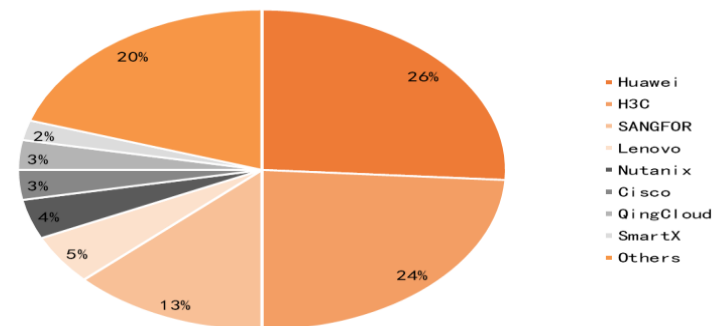
深信服的超融合架构于 2016 年入围 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限，且公司在中国的市场占有率正在不断提高。根据 IDC 研究报告，2016 年公司的超融合架构中国市场占有率为 7.3%，排名第四位；而 2017 年公司的超融合架构中国市场占有率为 13%，排名跃升至第三位；其中 2017 年 Q4 公司的市场占有率更是达到了 19%，体现出了强劲的增长态势。相比其他超融合供应商，深信服在以下三个方面具有明显优势：

首先，深信服超融合架构非常简单易用，真正能够做到“极简”部署。深信服“所画即所得”“所见即所得”“一键故障定位”等特色功能使得平台和业务上线后期的运维和管理变得极其简单，无需更多 IT 运维资源的投入。而这背后，是深信服在 2009 年以来长期在虚拟化领域的持续投入。目前，公司有 50%的员工在进行虚拟化研究，积累了 600 万行虚拟化代码，60 余项虚拟化专利。

其次，平滑演进使得用户能够以更低的成本，更简单的方式进行云数据中心建设。随着业务需求推动以及新技术的成熟发展，超融合构建 IT 新架构能够平滑兼容 Docker、桌面虚拟化等，并可灵活向私有云、混合云方向平滑演进。

最后，解耦化也是深信服领先市场的重要特点。从当前超融合的交付来看，主要是一体机交付，然而从市场趋势看，随着超融合软件对硬件兼容性的提升，软件交付正在成为趋势。而深信服超融合架构既可以作为一体机进行交付，也可以作为超融合软件进行交付。换句话说，深信服超融合架构对硬件完全实现了“解藕化”，这对很多用户利旧设备有非常大的好处，大大节约了其硬件设备的再次投入。

图表34 2017 年中国超融合架构市场竞争格局



资料来源：IDC，平安证券研究所

图表35 深信服超融合业务竞争优势



资料来源：存储在线，平安证券研究所

桌面云应用高效、用户访问灵活，已经在政务办公等多个场景得到广泛应用

深信服 aDesk 桌面云方案，是基于融合架构的新型桌面模式，通过深度整合服务器虚拟化、桌面虚拟化及存储虚拟化，只需桌面云一体机和云终端两种设备，即可实现云平台的快速交付，为用户提供操作体验及软硬件兼容性媲美 PC，更安全、更高效的云桌面。

深信服桌面云将原来绑定在 PC 上的桌面、应用和数据全部集中到数据中心，然后通过 SRAP 桌面交付协议，将操作系统界面以图像的方式传送给前端的接入设备，包括云终端、笔记本、普通 PC、智能终端等，只要网络是可达的，用户就可以通过各种类型的终端去访问位于服务器上的个人桌面，让数据保护更安全，桌面管理更高效，用户访问更灵活。

图表36 公司 aDesk 桌面云架构



资料来源：深信服公司官网，平安证券研究所

公司的桌面云产品解决了传统 PC 办公的 IT 模式下，PC 硬件易损坏、系统多故障、软件更新繁琐等带来的巨大的管理工作量和高昂的 IT 运维费用问题，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，可以实现有效提升部署效率，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。

目前，公司的桌面云产品可以应用于政务办公、多网隔离、软件开发、呼叫中心等应用场景，已经成功交付超过 30 万+台云终端，拥有数十个大型客户案例，客户包括中国文化部、国家文物局、黑龙江省监狱管理局、中国人民银行、黑龙江省分行、富士康科技、顺丰速运、北京大学、武汉大学、衡水中学、贵州贵阳市南明区教育局等；公司的 aDesk 桌面云采用的服务器虚拟化，入围 2016 Gartner《x86 Server Virtualization Infrastructure》魔力象限。总的来说，公司的桌面云发展已经取得了一定的成果，具有较大的市场优势。

3.3 国内外云计算市场将保持较快增长势头，公司市场份额有望继续扩大

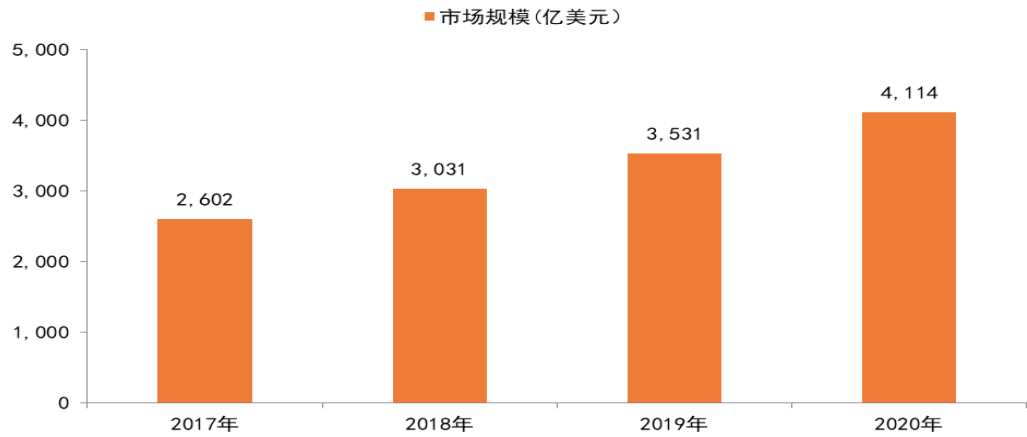
全球公有云业务增长快速，国内公有云建设也将取得长足发展

全球公有云市场保持平稳快速增长。根据 Gartner 的报告，2017 年全球公有云计算营收预计为 2602 亿美元，同比增长 18.5%；预计到 2020 年时，全球公有云服务营收将增长至 4114 亿美元，年复合增速达到 18.5%。预计未来美国与欧洲、日本云计算市场差距将进一步扩大。而以中国、印度为代表的云计算国家则体现出高速增长态势。同样，咨询机构 IDC 对未来全球云计算市场也保持乐观态度。据 IDC 预计，全球公有云服务和基础设施支出预计在 2018 年达到 1600 亿美元，比 2017 年增长 23.2%，2018-2021 年符合增长率将达到 21.9%。

国内云计算产业已经取得了快速的发展。政策扶持和信息化需求的双重推动下，国内云计算尤其是公有云取得了长足的进步。IDC 数据显示，2016 年，我国公有云平台建设市场约为 35.97 亿美元，同比增长 54%；同时，私有云平台建设市场规模达到 45.9 亿美元。根据 IDC 预测，未来五年中国公有云平台建设市场仍将保持快速增长，市场规模将在 2021 年达到 86.6 亿美元，复合增长率

将达到 19.8%。其中，硬件市场规模将达到 68.6 亿美元，占比为 79.3%；软件市场规模将达到 5.3 亿美元，占比为 6.1%；服务市场规模将达到 12.6 亿美元，占比为 14.6%。到 2021 年，私有云平台将达到 130.2 亿美元的市场规模，实现 23.2% 的年复合增长率。

图表37 2017-2020 年全球云计算市场规模预测



资料来源: Gartner, 平安证券研究所

图表38 2012 年以来国家支持云计算相关政策

时间	部门	政策
2012年	国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》
2013年	工信部	《关于数据中心建设布局的指导意见》
2013年	工信部	《基于云计算的电子政务公共平台顶层设计指南》
2014年	发改委	《深入推进重点领域创新助力高技术产业和战略新兴产业平稳健康发展》
2015年	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》
2015年	中网办	《关于加强党政部门云计算服务网络安全管理的意见》
2015年	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》
2015年	国务院	《促进大数据发展行动纲要》
2016年	国务院	《“十三五”国家信息化规划》
2017年	工信部	《云计算发展三年行动计划(2017-2019年)》
2017年	国务院	《政务信息系统整合共享实施方案》

资料来源: 政府网站, 平安证券研究所

软件定义数据中心理念将延续，公司超融合业务顺应技术趋势、影响力将提升

未来，软件定义数据中心将继续成为云计算部署的主流，其中超融合架构就是未来主流模式，未来增长快速。按照 Gartner 的预测，2016 到 2021 年超融合市场的年复合增长率为 48%，中国市场增长将更为快速。从未来超融合的趋势来看：

首先，软件交付的比重会扩大，未来“超融合软件+标准硬件”将成为市场的主流，并逐步过渡到纯软件交付，其中 2018 年将成为全球超融合业务软件交付的元年。

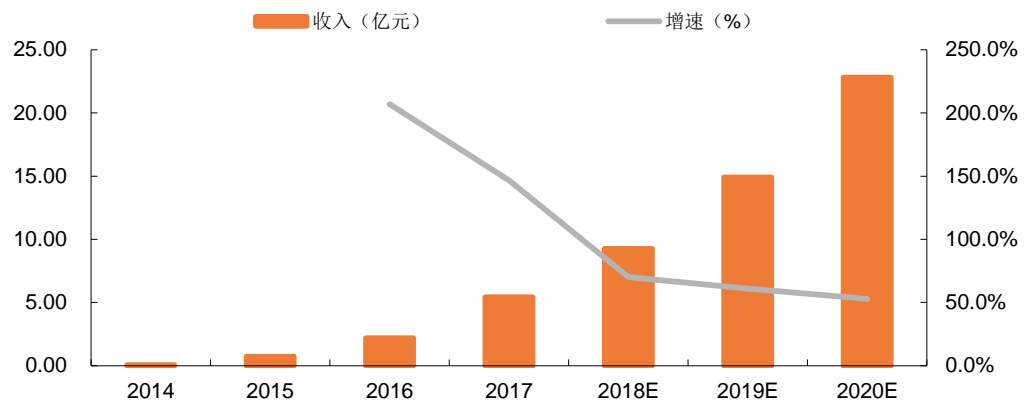
其次，超融合应用场景将从企业边缘业务向核心业务渗透。超融合最初主要应用于桌面虚拟化、企业测试研发场景和边缘生产系统等领域，在这些相对边缘的场景中，超融合的稳定性和可靠性得到非常好的验证。未来，包括数据库、ERP 等关键系统也将逐步向超融合迁移。

最后，超融合可用、易用性将成为超融合最关键的指标。此前，用户对于超融合关注的重点在于产品的性能和可靠性。但是随着硬件差异的缩小，客户一般都会认为业内的企业硬件性能都是达标的，

未来关注的重点将更高层面的诉求会逐渐转移到管理运维的效率。管理平台设计的合理性和易用性，决定了 IT 运维管的效率和成本，也将成为用户购买的决定性因素。

深信服在上述三个方向上都进行了前瞻性的部署，其中软件交付和管理平台方面优势更为明显。深信服的超融合业务可以实现一体机和超融合软件的灵活交付，而且其超融合管理平台上的极简化和效率方面处于业界领先地位。受益于国内外超融合业务的发展，以及公司在超融合领域强劲的市场竞争力，预计 2018 年、2019 年、2020 年公司云计算业务收入将分别达到 9.27 亿、14.91 亿、22.81 亿元，同比分别增长 70.00%、60.88%和 53.00%。

图表39 2018-2020 年公司云计算业务收入及增速预测



资料来源:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

四、企业无线业务持续拓展，有望成为公司增长新引擎

4.1 企业无线业务增长快速，1 季度 WLAN 产品市场份额已经进入全国前三

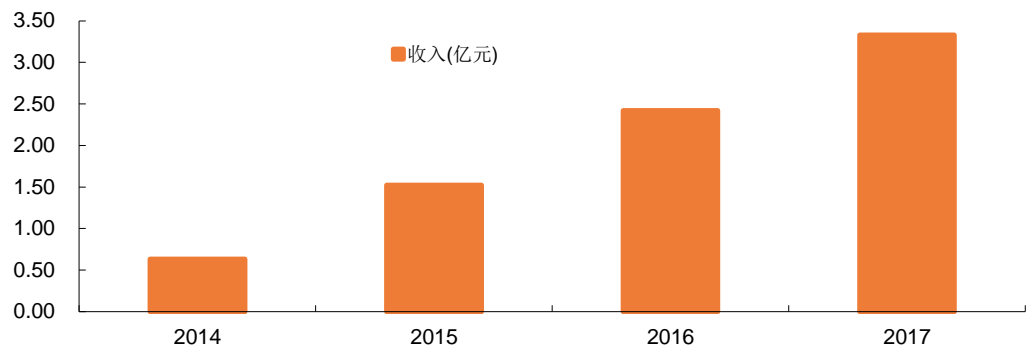
企业无线业务也是公司网络安全业务(主要是广域网优化业务)衍生发展而成的独立业务模块。2014 年，公司为发展企业无线业务设立全资子公司信锐技术，上市公司所指的企业无线业务全部来源于信锐科技。目前，信锐技术主要产品包括无线控制器、无线接入点以及交换机等产品。

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；无线接入器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。

信锐技术的 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，降低企业的建设成本和运维成本。信锐技术的无线控制器具有突出的技术和应用优势，面向市场以来取得了较好的市场业绩，2016 年，据市场调查公司 IDC 数据显示，公司 WLAN 产品市场据国内第四位。2017 年，深信服公司企业无线业务实现收入 3.33 亿元，同比增长 37.6%。

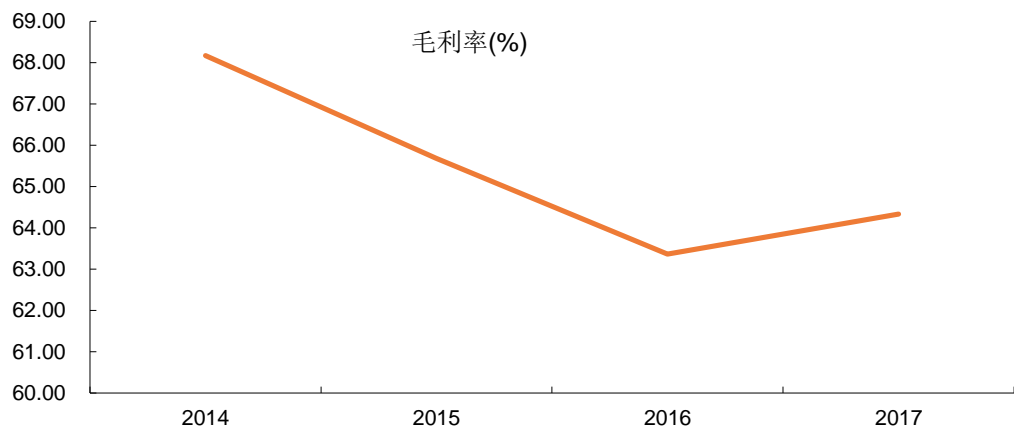
2018 年 1 季度，据 IDC 统计数据显示，公司企业级 WLAN 产品国内市场份额已经从第四跃升至第三位。相比国内排名靠前的新华三和华为，信锐技术产品更侧重于应用层，新华三和华为则更侧重于底层。

图表40 2014-2017 年公司企业级无线业务收入



资料来源:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

图表41 2014-2017 年深信服公司企业级无线业务毛利率



资料来源:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

4.2 企业级无线业务已延伸到物联网管理,未来还将关注 5G 背景下的应用拓展

2017 年,信锐技术将企业级无线业务进行拓展,进入物联网领域,针对智能空间、智能机房以及节能减排进行了优先拓展,目前已经形成了较为完整的产品线和解决方案。同时,公司也正在积极拓展物联网技术在地下管廊、智慧消防、车位管理等方面的应用。智慧空间管理方面的产品线最为丰富,2017 年以来,公司相继推出了包括智能开关、红外人体感应、智能插座、智能中央空调面板等产品;在智能机房建设方面,公司推出了液体泄漏检测、烟雾传感器等产品。

2018 年,公司“企业级无线+物联网”技术在智慧管廊等领域都得到了较好的应用,未来随着智慧城市建设的加快,公司的综合解决方案将有着更大的发展空间。目前,信锐技术已助力十堰地下管廊建设,该管廊全长 51.15 公里,实现了全管廊的无线覆盖。另外,南宁市新邕路地下管廊也采用了信锐技术的无线设备进行部署,目前已实现 15 公里左右的无线覆盖。其中,公司的物联网尤其是传感器设备在数据采集、检测方面都起到了重要作用。

未来随着 5G 网络的发展，公司企业级 WLAN 产品仍有较大的增长空间。由于 5G 理论传输速度将达到 10Gbps，而 WLAN 产品的传输速度都被限制在百兆左右，用户体验差距较为明显。深信服已经针对这一需求进行了前瞻性部署。2018 年以来，已经针对性的开发了室外无线 AP 接入点 8100 系列和室内无线 AP——NAP-3700(D)，都采用了千兆接入端口，彻底突破了有线接入百兆的限制，未来在高密度场景下如体育馆、大型会议厅等，都适合进行部署。

图表42 信锐技术智慧空间物联网产品

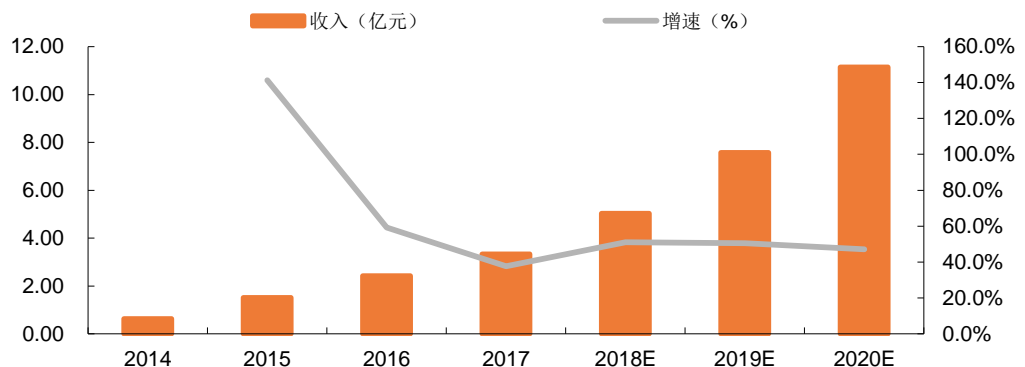


资料来源:深信服公司官网、平安证券研究所

4.3 全球企业级 WLAN 将呈温和增长态势，公司企业级无线业务仍有较大空间

IDC 最新发布的报告显示，2017 年，全球企业 WLAN 收入为 57 亿美元，同比增长 5.7%。其中拉美和亚太地区正在 WLAN 市场保持增长步伐，因为这些地区继续升级到 802.11ac 基础设施，不同地区处于技术成熟度的不同阶段。IDC 发现，全球的企业组织正在认识到通过更新和改进 WLAN 网络，可以实现的好处和新的商业机会，这为全球厂商和网络解决方案提供商提供了机会，预测未来几年整个企业 WLAN 市场将呈现温和增长态势。深信服作为国内企业级 WLAN 供应商之一，未来将继续在这一波市场增长中受益，同时由于物联网和高速 WLAN 的部署，公司企业级无线仍将实现较快增长。预计 2018 年、2019 年、2020 年公司企业级无线业务收入将分别达到 5.03 亿、7.57 亿、11.14 亿元，同比增长 51.00%、50.57%、47.19%。

图表43 2018-2020 年深信服企业无线业务收入预测



资料来源:深信服公司招股说明书、平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计公司 2018–2020 年营业收入分别为 34.23 亿元、47.32 亿元、64.79 亿元，同比增长 38.4%、38.3%、36.9%；归母净利润分别为 7.64 亿元、10.24 亿元、13.61 亿元，同比增长 33.2%、34.1%、32.9%；EPS 分别为 1.91 元、2.56 元、3.40 元，对应 6 月 25 日收盘价的 PE 分别约为 53.2、39.7、29.9 倍。

5.2 估值分析

公司属于信息安全行业，其相对估值可参照 A 股中其他同属于信息安全行业的企业，如启明星辰、绿盟科技、卫士通、北信源等。

图表44 深信服同行业可比公司估值比较

股票代码	证券简称	收盘价	总市值(亿元)	2018PE	2019PE	2020PE
002439.SZ	启明星辰	19.65	176.20	30.0	22.9	17.6
300369.SZ	绿盟科技	9.44	75.82	29.9	23.1	16.8
002268.SZ	卫士通	18.95	158.86	67.2	50.4	36.8
300352.SZ	北信源	3.73	54.08	38.1	28.4	20.8
	平均值	-	116.24	41.3	31.2	23.0
300454.SZ	深信服	101.60	406.41	53.2	39.7	29.9

资料来源：WIND、平安证券研究所

注：收盘价取 2018 年 6 月 25 日收盘价，总市值以 2018 年 6 月 25 日收盘价计算，绿盟科技、卫士通、北信源 2018-2020 年的 PE 取自 Wind 一致预期。

根据以上的估值分析，公司的市盈率水平稍高于同行业可比公司均值水平。考虑到公司在信息安全领域的领头羊地位(参考图表 6, 公司 2017 年收入规模在 A 股主要信息安全上市企业中排名第一)，以及公司在云计算领域取得的成就(参考图表 34, 公司在国内超融合架构市场占有率排名第三，仅次于华为和新华三)，我们认为公司应享有更高的溢价空间，公司的市盈率仍有上升空间。

5.3 投资建议

公司作为 A 股市场上新晋的网络安全龙头企业，在上网行为管理、VPN、下一代防火墙等多个领域都处于行业领先地位，未来将在国家网络安全产业发展和企业信息化建设中充分受益。此外，公司在超融合领域有着独特的竞争优势，未来高速增长的势头有望延续。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

1、行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险

网络安全行业作为国家重点发展的信息技术产业，也是网络强国建设的重要支撑，未来从产业政策的角度考虑，国家可能将鼓励更多有实力的企业进入该领域。同时，网络安全、云计算等领域需求的增长，可能受到宏观经济走势、政企信息化投入强度等因素影响，需求增长可能不及预期，行业企业竞争可能加剧，企业毛利率将有下降的风险。

2、新业务增长不及预期

相比公司传统的网络安全领域，云计算、企业无线都是公司在近年来新发展起来的业务单元，虽然增长较为迅猛，但是在各自板块中都存在着类似于新华三、华为等竞争对手，未来如果企业不能够保持持续的创新和开拓能力，相关板块的业务高速增长的势头可能被打断。

3、国家政策可能出现调整带来的税收优惠减少等风险

目前国家对国内网络安全产业在立法、技术发展、财政税收、投融资等多个领域都给予了政策扶持。但未来如果国家政策的支持力度和方向出现调整，行业和企业的发展将受到影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2087	4340	5817	7719
现金	216	2356	3609	5284
应收账款	247	294	454	570
其他应收款	15	27	31	48
预付账款	8	17	17	30
存货	88	119	186	252
其他流动资产	1514	1525	1521	1535
非流动资产	824	832	845	867
长期投资	0	0	0	0
固定资产	144	158	177	200
无形资产	5	6	6	6
其他非流动资产	675	668	661	661
资产总计	2911	5171	6662	8587
流动负债	1044	1337	1804	2368
短期借款	0	0	0	0
应付账款	187	235	386	505
其他流动负债	857	1103	1417	1862
非流动负债	127	127	127	127
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	127	127	127	127
负债合计	1171	1464	1930	2494
少数股东权益	0	0	0	0
股本	360	400	400	400
资本公积	716	1879	1879	1879
留存收益	653	1417	2441	3802
归属母公司股东权益	1741	3708	4732	6092
负债和股东权益	2911	5171	6662	8587

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	765	900	1166	1544
净利润	574	764	1024	1361
折旧摊销	56	50	66	81
财务费用	-42	-88	-158	-228
投资损失	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	139	181	241	337
其他经营现金流	46	0	0	0
投资活动现金流	-625	-50	-72	-97
资本支出	38	7	13	23
长期投资	-624	0	0	0
其他投资现金流	-1211	-43	-59	-74
筹资活动现金流	-148	1291	158	228
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	25	1163	0	0
其他筹资现金流	-173	88	158	228
现金净增加额	-15	2141	1252	1675

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2472	3423	4732	6479
营业成本	606	902	1329	1907
营业税金及附加	35	48	67	92
营业费用	868	1164	1562	2073
管理费用	587	787	1065	1425
财务费用	-42	-88	-158	-228
资产减值损失	12	16	22	31
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	7	7	7
营业利润	637	600	853	1185
营业外收入	6	255	294	338
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	641	854	1145	1521
所得税	68	90	121	160
净利润	574	764	1024	1361
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	574	764	1024	1361
EBITDA	690	865	1121	1468
EPS (元)	1.43	1.91	2.56	3.40

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	41.3	38.4	38.3	36.9
营业利润(%)	477.7	-5.7	42.1	39.0
归属于母公司净利润(%)	122.7	33.2	34.1	32.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	75.5	73.6	71.9	70.6
净利率(%)	23.2	22.3	21.6	21.0
ROE(%)	33.0	20.6	21.6	22.3
ROIC(%)	31.3	19.3	19.7	20.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	40.2	28.3	29.0	29.0
净负债比率(%)	-12.4	-63.6	-76.3	-86.7
流动比率	2.0	3.2	3.2	3.3
速动比率	1.9	3.2	3.1	3.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	12.7	12.7	12.7	12.7
应付账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.91	2.56	3.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	2.25	2.92	3.86
每股净资产(最新摊薄)	4.35	9.27	11.83	15.23
估值比率	-	-	-	-
P/E	70.86	53.20	39.68	29.87
P/B	23.35	10.96	8.59	6.67
EV/EBITDA	58.7	44.3	33.1	24.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033