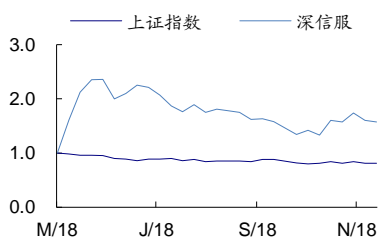


证券研究报告—深度报告
信息技术
通信
深信服(300454)
买入

合理估值: 96~105 元 昨收盘: 82 元 (首次评级)

2018年12月07日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	403/40
总市值/流通(百万元)	33,057/3,281
上证综指/深圳成指	2,588/7,682
12个月最高/最低(元)	134.88/36.08

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师: 李亚军

电话:

E-MAIL: liyajun1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518060001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

信息安全为基, 超融合为翼

● 多项产品市占率排名前列, 财务数据优秀

公司在上网行为管理、VPN 等多个细分领域多年保持国内市场占有率第一。2014-2017 年营业收入 CAGR 为 37.5%, 归母净利润 CAGR 为 35%, 高毛利率、高净利率, 与同行相比, 应收账款占营收比重少, 经营性现金流净额超过净利润水平, 并且公司鼓励内部创新, 内生式增长强劲, 近年来商誉一直为零。

● 完善的员工激励和福利、贴近需求的研发大投入、广泛的渠道资源

创始人华为出身, 非常重视员工激励, 员工持股平台合计持股比例达到 10.8%, 团队稳定, 核心员工如研发部门年离职率不到 5%; 研发投入高于同行, 人数占比 40%, 投入占比在 20% 左右, 并且快速响应需求, 研发经理、主管等每人每月必须拜访客户三次; 渠道广泛, 拥有 32 个省 1000 余家渠道代理商。

● 信息安全市场空间广阔, 产品壁垒深, 格局稳定

信息安全市场产品壁垒深, 格局稳定, 随着国家政策的推进和企业重视程度的提高, 安全行业有望稳定增长, 并由现有的边界安全转向全面的业务安全以及更深层次的数据安全, 云计算时代的到来也将给安全带来新的机遇和挑战。

● 超融合有望成为云基础设施大趋势

超融合市场快速发展, 2017 年国内市场增长 115% 到 3.7 亿美元。超融合把传统的服务器和存储融合成为一体, 大大方便了用户的使用和管理, 并且能够随着业务扩展而灵活扩容。深信服实现了全融合的云基础架构, 并且更专注于中小企, 有望迅速崛起。

● 风险提示

超融合行业竞争过于激烈, 长时间不能盈利; 公司渠道管控力度减弱带来的经营风险; 上市之后奋斗精神懈怠, 研发投入转化成果不达预期; 市场风险

● 公司 2019 年市值合理估值区间在 385~421 亿, 给予“买入”评级

深信服是国内最优秀的信息安全公司, 产品竞争力强和优秀的财务表现背后是公司注重激励、持续重点投入研发和广泛的渠道体系, 并且十分注重内部孵化内生式增长, 有望在信息安全领域继续保持龙头地位, 并且借助现有机制+研发+渠道优势, 在超融合领域中迅速崛起。我们认为 2019 年公司合理市值估值区间在 385 亿~421 亿, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,750	2,472	3,434	4,623	5,964
(+/-%)	32.7%	41.3%	38.9%	34.6%	29.0%
净利润(百万元)	258	574	711	904	1159
(+/-%)	-22.0%	122.7%	24.0%	27.1%	28.2%
摊薄每股收益(元)	0.64	1.42	1.78	2.26	2.90
EBIT Margin	15.2%	24.2%	22.6%	21.1%	20.8%
净资产收益率(ROE)	21.3%	33.0%	31.3%	30.7%	30.4%
市盈率(PE)	128.3	57.6	40.2	31.6	24.7
EV/EBITDA	110.7	52.3	38.0	30.8	24.7
市净率(PB)	27.3	19.0	12.59	9.71	7.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们预计 2018 年-2020 年营业收入分别为 34.3 亿、46.2 亿和 59.6 亿，增速分别为 38.9%、34.6%和 29%，净利润分别为 7.11 亿、9.04 亿和 11.59 亿。综合绝对估值和相对估值，我们认为 2019 年公司合理市值估值区间在 385 亿~421 亿，相比较现在市值有 11%~22%的空间，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

(1)公司信息安全业务市场地位和优势继续保持，国内增速高于全球市场增速，不含外延的基础上，信息安全业务 2019 年增长率为 20%；(2)公司对超融合业务重点投入，超融合业务逐渐被市场接受，市场份额继续提升，超融合业务 2019 年增长率为 70%；(3)企业级无线业务保持稳定增长。

与市场预期的差异之处

市场认为信息安全行业同质化严重，行业占企业 IT 支出比重不高，没有深刻理解深信服的价值，我们认为深信服不同于一般信息安全公司，内生增长强劲，盈利能力强，内部鼓励创新和孵化，员工激励到位，渠道广泛，创始人“华为”出身赋予公司不一样的气质。

市场尚未认识到超融合的重要价值，我们认为超融合适合那些需要虚拟化、不需要云管平台、运维能力差的中型企业，有望成为云基础设施大趋势，深信服重点投入此领域，市占率迅速提升，由 2015 年 3.3%上升到 2017 年 19%，预计上升势头仍将继续保持。

股价变化的催化因素

信息安全行业发展超预期，事件或者政策促使企业加强投入；超融合业务发展超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、超融合业务行业竞争过于激烈，长时间不能盈利，拖累公司整体业绩；
- 2、渠道过多造成管控力减弱，公司目前拥有 32 个省 1000 余家渠道代理商，过多的渠道容易出现产品投标差错，给公司带来经营上的风险；
- 3、上市之后员工股权财富增值，奋斗精神懈怠，同时核心研发积淀不够，投入转化成果不达预期；
- 4、市场风险，公司 2018 首次登陆资本市场，所处次新股板块整体估值偏高；

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值法	6
估值的敏感性分析	6
相对法估值	7
投资建议	7
公司基本情况	8
信息安全龙头，多项业务市占率第一	8
财报亮眼，内生式增长强劲	11
追本溯源，三大核心竞争力解析	14
“以人为本”，完善的员工激励和福利	14
研发贴近需求，快速响应市场	16
渠道为王，广覆盖筑起坚实壁垒	17
信息安全市场空间广阔，产品壁垒深，格局稳定	20
全球信息安全发展不平衡，国内增速较快	20
产品壁垒高，横向拓展难，并购是主流扩张方式	22
超融合潮流下迅速崛起	23
位居国内超融合业务市场前三，未来市场想象空间充足	23
他山之石，Nutanix 营收增速迅猛尚未盈利	26
企业级无线业务稳健增长	26
盈利预测	27
风险提示	29
附表：财务预测与估值	30
国信证券投资评级	31
分析师承诺	31
风险提示	31
证券投资咨询业务的说明	31

图表目录

图 1: 深信服公司发展历程	8
图 2: 公司三大主营业务对应的主要产品	8
图 3: 深信服 6 款产品入围 Gartner 国际魔力象限 (国际认可)	9
图 4: 深信服业务收入结构 (2017 年)	10
图 5: 深信服业务毛利贡献结构 (2017 年)	10
图 6: 深信服参控股公司	11
图 7: 2014 年-2017 年深信服营业收入及同比	12
图 8: 2014 年-2017 年深信服归母净利润及同比	12
图 9: 深信服业务结构变化	12
图 10: 2015-2017 年深信服各业务增长率	13
图 11: 2014 年-2017 年深信服毛利率和净利率	13
图 12: 2014 年-2017 年深信服三费占收入比率	13
图 13: 深信服内生式增长有质量	14
图 14: 同行上市公司应收账款占营收比重与深信服对比情况	14
图 15: 同行上市公司经营性现金流净额占净利润比重与深信服对比情况	14
图 16: 同行上市公司商誉与深信服对比情况	14
图 17: 同行上市公司资产减值损失与深信服对比情况	14
图 18: 深信服前十大股东 (2018 年中报)	15
图 19: 深信服员工构成 (按专业构成) (截止至 2017 年 12 月 31 日)	15
图 20: 2014-2017 年深信服研发费用 (亿元) 及其增速和占营收比例	16
图 21: 深信服与同行研发投入对比情况	16
图 22: 深信服与同行人均研发投入对比情况	16
图 23: 深信服的销售模式	17
图 24: 深信服 2017 年销售区域分布	19
图 25: 深信服 2017 年最终用户行业分布	19
图 26: 深信服毛利率高于同行	20
图 27: 深信服与同行销售人数对比情况	20
图 28: 深信服与同行人均销售费用对比情况	20
图 29: 全球安全产业各区域增长情况	21
图 30: 中国信息安全市场规模及增速	21
图 31: 我国信息安全行业构成	21
图 32: 信息安全产业链结构图	22
图 33: 信息安全产品种类繁多	22
图 34: 我国信息安全硬件市场份额	23
图 35: 我国信息安全软件市场份额	23
图 36: 绿盟科技并购项目汇总	23
图 37: 启明星辰并购项目汇总	23
图 38: 2014-2017 年安全业务收入及增速	23
图 39: 传统云基础架构向企业级云基础架构演进	24
图 40: 中国超融合市场空间预测	24

图 41: 中国超融合市场结构一览.....	24
图 42: Wikibon 对未来存储市场的预判.....	25
图 43: 深信服超融合产品与其他竞争对手对比情况.....	26
图 44: Nutanix 在超融合领域排名情况.....	26
图 45: Nutanix 营收高增长但依然亏损.....	26
图 46: 2014-2017 年深信服企业级无线业务收入及增速.....	27
图 47: 深信服无线控制器架构.....	27
表 1: 估值假设.....	6
表 2: FCFF 估值表.....	6
表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析.....	7
表 4: 信息安全行业可比公司估值水平.....	7
表 5: 公司主要产品用途及其市场排名.....	9
表 6: 公司募集资金使用.....	10
表 7: 深信服 2017 年年报参控股公司基本情况 (单位: 万元).....	11
表 8: 深信服不同级别员工薪酬水平及比较情况 (人均月薪酬) 单位: 万元.....	16
表 9: 深信服主要核心技术情况.....	17
表 10: 公司 2017 年前十大渠道商明细.....	18
表 11: 公司 2017 年前十大直销客户明细.....	18
表 12: 深信服与同行业可比上市公司的销售风格对比.....	19
表 13: 法律法规的发布.....	21
表 14: 华为在超融合市场的发展路径.....	25
表 15: 深信服收入拆分 (百万).....	28
表 16: 深信服财务表现预测及汇总.....	28
表 17: 深信服财务情景假设.....	28

估值与投资建议

我们拟采用绝对估值法（FCFF）和相对法估值。绝对估值法中无风险利率我们选取十年期国债利率，相对估值法方面，对于深信服的信息安全业务，我们选取同类可比上市公司进行比较，超融合业务由于短期尚未盈利，但年复合增长率很快，拟参考国外可比公司采用市销率估值法。

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 96.22 元，对应市值 385 亿。

表 1: 估值假设

	合理值		合理值
无杠杆 Beta	0.85	Kd	5.30%
无风险利率	3.70%	T	10.53%
股票风险溢价	6.50%	Ka	8.55%
公司股价	89.48	Ke	8.55%
发行在外股数	400	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E)	35792	Kd	5.30%
债务总额(D)	0	T	10.53%
D/(D+E)	0.00%	Wacc	8.55%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

表 2: FCFF 估值表

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	774.5	973.3	1,238.0	1,701.6	1,971.3	2,421.1	2,831.8	3,300.5	3,845.1
所得税税率	10.53%	10.53%	10.53%	10.53%	10.53%	10.53%	10.53%	10.53%	10.53%
EBIT*(1-所得税税率)	692.9	870.8	1,107.6	1,522.3	1,763.7	2,166.1	2,533.5	2,952.9	3,440.0
折旧与摊销	17.2	20.1	23.3	26.6	29.4	31.4	32.9	34.0	34.7
营运资金的净变动	204.2	78.1	175.7	(17.4)	280.0	7.6	214.6	(53.8)	263.5
资本性投资	(80.0)	(82.5)	(85.1)	(45.1)	(31.9)	(22.6)	(16.1)	(11.6)	(8.4)
FCFF	834.3	886.5	1,221.4	1,486.4	2,041.2	1,832.3	2,355.2	2,444.0	3,173.6
PV(FCFF)	763.9	743.0	937.4	1,044.4	1,313.0	1,079.1	1,269.9	1,206.5	1,434.3
核心企业价值	28,255.3								
减：净债务	(10,234)								
股票价值	38,489.3								
每股价值	96.22								

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 0.5%，则我们计算得出公司股价区间在 80.47-128.01 元/股，估值中枢为 96.22。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

	折现率	8.2%	8.7%	9.23%	9.7%	10.2%
永续增长率	96.22	8.2%	8.7%	9.23%	9.7%	10.2%
3.5%	3.5%	128.01	117.21	108.32	100.88	94.56
3.0%	3.0%	120.67	111.40	103.64	97.05	91.40
2.5%	2.5%	114.62	106.52	99.66	93.76	88.65
2.0%	2.0%	109.54	102.37	96.22	90.89	86.23
1.5%	1.5%	105.21	98.80	93.24	88.37	84.09
1.0%	1.0%	101.48	95.68	90.61	86.14	82.18
0.5%	0.5%	98.24	92.95	88.29	84.16	80.47

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

相对法估值

目前深沪证券市场信息安全上市公司有启明星辰、美亚柏科、南洋股份、北信源、绿盟科技等, 我们选取与公司有可比性的 5 家公司进行比较。

表 4: 信息安全行业可比公司估值水平

	收盘价		EPS			PE	
	(2018/11/30)	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
启明星辰	20.56	0.6	0.7	0.95	32	28	21
绿盟科技	8.91	0.29	0.31	0.48	32	30	19
南洋股份	10.49	0.45	0.51	0.74	24	21	15
北信源	3.21	0.07	0.1	0.15	51	36	24
美亚柏科	13.58	0.43	0.5	0.79	33	29	18
平均数					35	29	19

资料来源: WIND 一致预期、国信证券研究所预测

超融合业务, 我们选取可比公司美股 Nutanix, 2009 年成立, 目前尚未盈利。

我们预计 2018 年-2020 年营业收入分别为 34.3 亿、46.2 亿和 59.6 亿, 增速分别为 38.9%、34.6%和 29%, 净利润分别为 7.11 亿、9.04 亿和 11.59 亿。2019 年信息安全净利润 9 亿, 给予 29 倍 pe, 对应 261 亿市值; 企业级无线净利润约为 0.6 亿元, 给予 20 倍 PE, 对应市值为 12 亿元; 云计算业务收入 18.3 亿元, 超融合业务目前主要竞争对手为华为、华三, 参考国外 Nutanix 估值, 给予 8 倍 PS, 对应 148 亿市值, 相对估值为 421 亿。综合绝对估值和相对估值, 我们认为 2019 年公司合理市值估值区间在 385 亿~421 亿, 相比较现在市值有 11%~22%的空间。

投资建议

深信服是国内最优秀的信息安全公司, 产品竞争力强和优秀的财务表现背后是公司注重激励、持续重点投入研发和广泛的渠道体系, 并且十分注重内部孵化内生式增长, 有望在信息安全领域继续保持龙头地位, 并且借助现有机制+研发+渠道优势, 在超融合领域中迅速崛起。我们认为 2019 年公司合理市值估值区间在 385 亿~421 亿, 相比较现在市值有 11%~22%的空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

公司基本情况

信息安全龙头，多项业务市占率第一

深信服科技是国内较早从事信息安全领域的企业，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。公司成立于 2000 年 12 月，从最初单一产品 VPN 开始不断拓展信息安全领域，经过十余年的发展，上网行为管理、广域网优化和 SSL VPN 等多项业务市占率第一，应用交付业务 2014-2016 年连续三年国内市占率第二。2012 年开始陆续推出云计算、企业级无线相关产品和解决方案，进一步丰富产品线，2016 年公司云计算的核心产品超融合的国内市占率排名第四，入围 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限。

图 1：深信服公司发展历程



资料来源：深信服官网、国信证券经济研究所分析师整理

图 2：公司三大主营业务对应的主要产品



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

多年来公司产品迭代更新升级速度较快，也在原有的产品矩阵中不断拓宽覆盖面。其中，上网行为管理、下一代防火墙和 SSL VPN 三款产品是公司的“爆款产品”，在国内市场占据领先优势。

图 3：深信服 6 款产品入围 Gartner 国际魔力象限（国际认可）



资料来源：深信服官网、国信证券经济研究所分析师整理

表 5：公司主要产品用途及其市场排名

	主要产品	主要用途	市场排名及权威认可
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	连续 9 年中国市场排名第一，超过第二名和第三名的总和；2012 年至 2016 年连续 5 年入围 Gartner 国际魔力象限；
	下一代防火墙	实现 L2-L7 层全面的安全防护，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	根据 IDC 研究报告，公司下一代防火墙在 2016 年统一威胁管理类中的国内市场占有率第二；2014 年获 NSSLabs“Web 攻击防护”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；用户数超过 1 万家，年平均增长率超过 60%，领跑国内安全市场
	VPN	为分支、PC 及智能终端远程安全接入数据中心提供认证、加密、授权和审计服务	根据 Frost&Sullivan 研究报告，公司 SSL VPN 连续八年保持国内市占率第一，市占率高达 58.7%；根据 IDC 研究报告，公司 VPN 2015 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；
	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	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；
企业云	广域网优化	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，真正实现应用性能或广域网速度的提升	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；
	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	
	云管平台	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。	2016 年入围 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限。市场占有率 7.30%，市场排名第三。
桌面云	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	
企业级无线	瘦终端机	桌面虚拟化瘦客户端	
	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	
	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	2016 年中国市场占有率排名第四
	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：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

目前，公司已为全球近 4 万家企业级用户提供产品和服务，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 家银行等高端用户。

公司聚焦信息安全、云计算、企业级无线三类业务，不断进行技术创新、产品升级和新产品孵化。目前安全业务营收占比达 61%，毛利贡献占比 72%，其次分别是云计算业务营收占比 22% 和企业级无线业务营收占比 14%，云计算业务和企业级无线业务毛利贡献分别为 16% 和 11%。

图 4: 深信服业务收入结构 (2017 年)

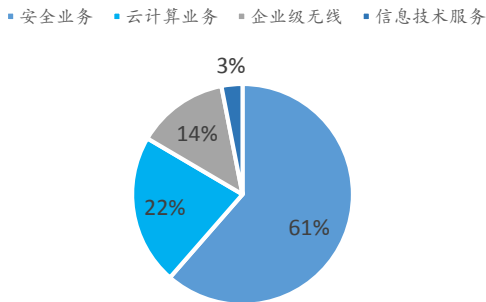
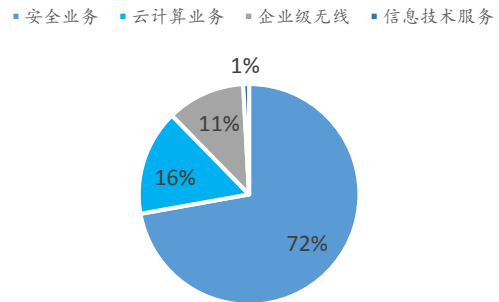


图 5: 深信服业务毛利贡献结构 (2017 年)



资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师整理

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师整理

凭借精准的布局眼光和持续研发创新，公司在多个细分领域多年保持国内市场占有率第一。2018 年公司成功登陆资本市场，此次公司募集资金将主要投资于网络安全系列产品研发项目和云计算系统产品项目研发，这两项也是公司发展的重中之重。

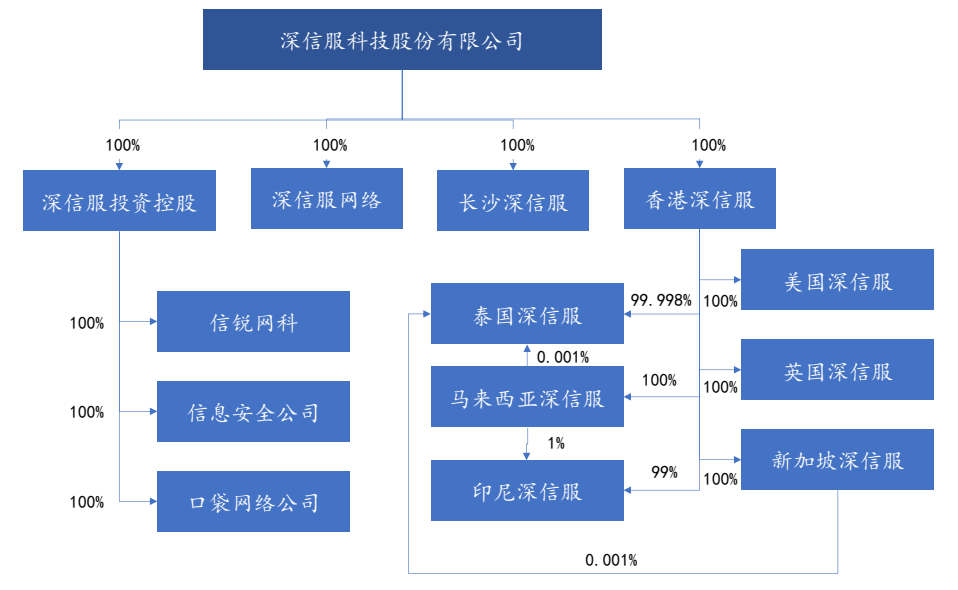
表 6: 公司募集资金使用

序号	募集资金使用项目	项目投资总额 (亿元)	拟用募集资金投资额 (亿元)	募集资金投入完成时间
1	网络安全系列产品研发项目	6	6	24 个月
2	云计算系列产品研发项目	7	5.55	24 个月
	合计	13	11.55	

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

截至 2018 年中报，深信服控股子公司有 13 个，6 个在国内，7 个在国外。深信服科技的子公司主要是上市公司在 2016 年和 2017 年初进行同一控制下企业收购后所形成的的局面。公司 2017 年归母净利润 5.74 亿元，其中，2017 年净利润贡献最大的子公司分别是深信服科技(香港)有限公司、深圳市信锐网科技术有限公司和深信服网络科技(深圳)有限公司，分别盈利 1.17 亿元，5363.59 万元和 1023.95 万元。

图 6: 深信服参控股公司



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

表 7: 深信服 2017 年年报参控股公司基本情况 (单位: 万元)

序号	被参控公司	直接持股比例	总资产	营业收入	净利润	主营业务或成立目的
1	深圳市深信服投资控股有限公司	100.00	2558.36		-0.55	作为企业级无线业务公司的持股主体
2	长沙深信服信息科技有限公司	100.00	2762.91		-105.54	信息系统集成服务;计算机技术开发等(研发和客服业务)
3	深信服网络科技(深圳)有限公司	100.00	20081.22	8490.42	1023.95	软件产品,计算机网络产品的研发、销售自主研发的产品等
4	深圳市信锐网科技术有限公司	100.00			5,363.59	研发销售计算机网络产品和无线网络产品等
5	深圳市深信服信息安全有限公司	100.00	723.24	10.94	-75.15	计算机网络产品,信息安全产品等(研发平台)
6	深信服科技(泰国)有限公司	100.00	64.36		-240.18	业务咨询服务等
7	深信服科技(印度尼西亚)有限公司	99.00	240.67		-179.92	批发业务,进口电信设备
8	深圳市口袋网络科技有限公司	100.00	875.71	606.63	-51.82	计算机软硬件的技术开发,销售;经营电子商务
9	深信服科技(马来西亚)有限公司	100.00	587.41	920.63	-128.96	提供与网络行业相关的服务(拓展马来西亚市场)
10	深信服科技(新加坡)有限公司	100.00	148.93	324.70	-15.40	提供技术支持和服务(拓展新加坡市场)
11	深信服科技(英国)有限公司	100.00	1.43		-7.84	网络解决方案供应商(拓展欧洲市场)
12	深信服(美国)有限公司	100.00	219.40	1089.89	45.30	营销,产品规划和研发(拓展美国市场)
13	深信服科技(香港)有限公司	100.00	12422.97	6480.19	11700.96	软硬件销售

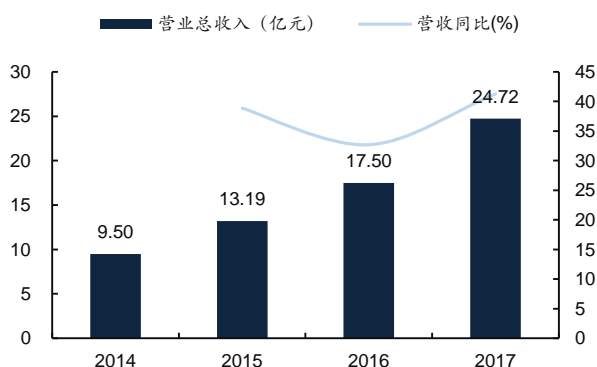
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

财报亮眼, 内生式增长强劲

公司近年业务高速增长, 2014-2017 年公司营业收入年复合增速为 37.54%, 归母净利润年复合增速为 35.05%, 其中 2016 年由于大额的股权激励股份支付费用, 公司净利润出现下滑, 同比下降 22%。业绩大幅增长主要得益于云计算业

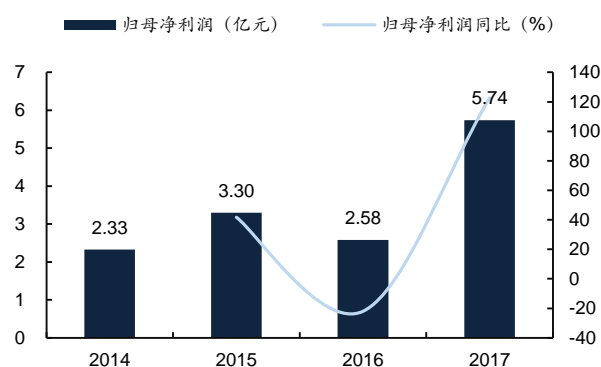
务的快速增长,而传统信息安全业务也持续稳健增长,表现出较强的盈利能力。

图 7: 2014 年-2017 年深信服营业收入及同比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

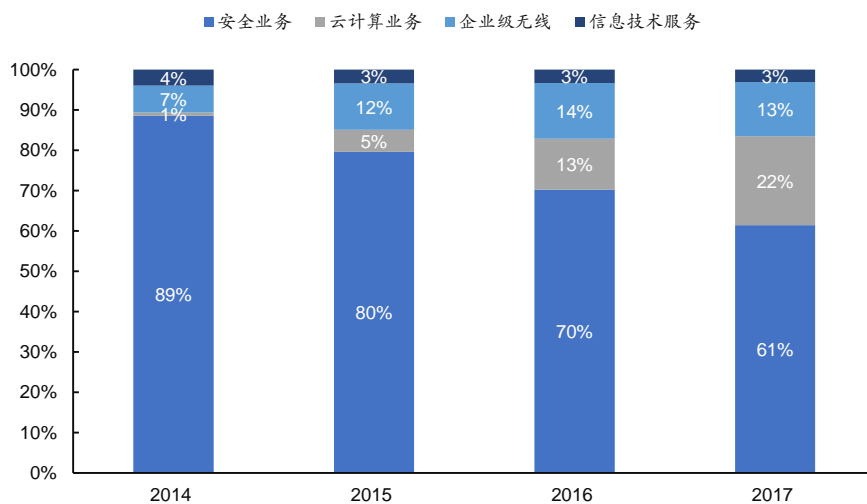
图 8: 2014 年-2017 年深信服归母净利润及同比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

业务结构方面,公司深耕信息安全业务,并积极拓展云计算,自 2012 年开始逐步推出云计算、企业无线相关产品,其业务收入的比重不断提升,从 2014 年的 1% 的占比迅速提升至 2017 年的 22%。

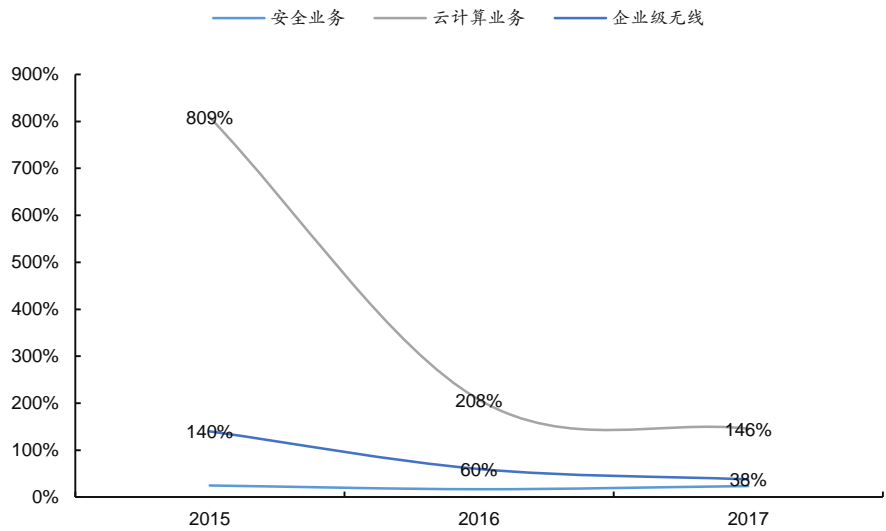
图 9: 深信服业务结构变化



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

2015 年-2017 年,深信服云计算业务收入增速分别达到 809%、208%和 146%,增长亮眼,未来几年将成为公司增长的强劲动力。公司推出企业级无线业务后取得显著成效,对应的 2015-2017 年收入增速分别为 140%、60%和 38%。可见,公司在新业务拓展初期业务收入短期内翻番增长,现在增速逐渐趋近于平稳,并保持稳步高速增长。

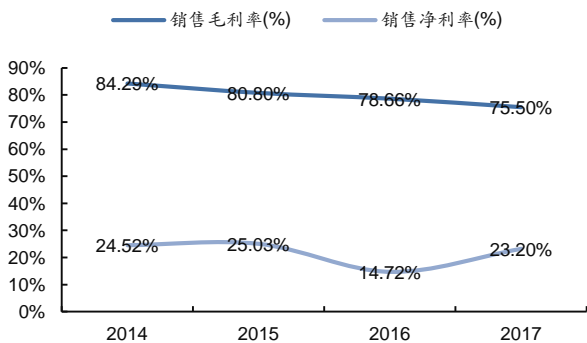
图 10: 2015-2017 年深信服各业务增长率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

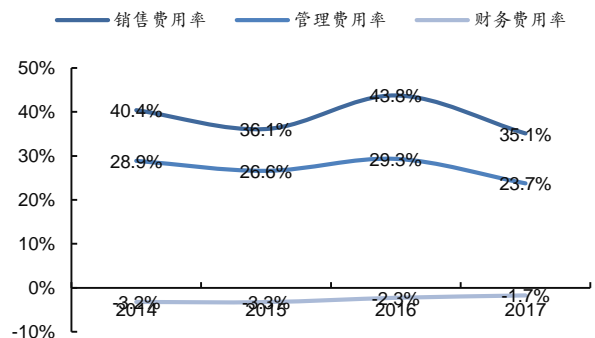
因为公司目前尚需从浪潮信息采购服务器硬件+安装自研软件,且目前仍处于市场开拓阶段,云计算业务毛利率较低。随着云计算业务收入在总营收中的结构比例上升,公司的综合毛利率也出现一定幅度下滑。2017年在毛利率持续下滑的情况下,净利率出现上升,主要因为公司加强成本管控,销售费用和管理费用率明显下降。2017年行业内可比公司的平均销售费用率为24.81%,公司35.10%,高于行业平均水平的原因是公司实行全业务、全产品在全行业、全区域进行覆盖。

图 11: 2014 年-2017 年深信服毛利率和净利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

图 12: 2014 年-2017 年深信服三费占收入比率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

从应收账款及经营性现金流净额来看,公司应收账款数值较小,占营收总比重一直处在20%以内的水平,并且经营性现金流量净额占净利润比重超过100%,表明公司产品标准化程度较高,议价权较强。

图 13: 深信服内生式增长有质量

	2014年	2015年	2016年	2017年
应收账款占营收比重	9%	12%	12%	16%
经营性现金流净额占利润比重	173%	122%	189%	133%
商誉	0	0	0	0
资产减值损失	0.06	0.08	0.07	0.12

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

在商誉及资产减值损失方面,公司连续多年鼓励内部创新、内部孵化,外延并购战略并未实施,商誉数字为零,并且资产减值损失也处于千万元级别,综上所述,深信服多年以来保持高速的内生式增长,并且增长质量有保证。此外,这几项数值与 A 股同行上市公司相比较,也处在优异水准。

图 14: 同行上市公司应收账款占营收比重与深信服对比情况

	2014	2015	2016	2017
A	50%	42%	48%	54%
B	53%	63%	64%	61%
深信服	9%	12%	12%	16%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

图 15: 同行上市公司经营性现金流净额占净利润比重与深信服对比情况

	2014	2015	2016	2017
A	202%	163%	36%	100%
B	69%	70%	43%	50%
深信服	173%	122%	189%	133%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

图 16: 同行上市公司商誉与深信服对比情况

	2014	2015	2016	2017
A	2.4	2.4	2.9	7.1
B	0	4.2	4.2	4.2
C	0	0	45.8	45.9
D	0	0	0	0
E	0	0.8	0.8	0.8
深信服	0	0	0	0

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

图 17: 同行上市公司资产减值损失与深信服对比情况

	2014	2015	2016	2017
A	0.29	0.27	1.12	1.09
B	0.15	0.11	0.19	0.23
C	0.16	0.63	0.49	0.3
D	0.48	0.42	0.47	0.75
E	0.24	0.29	0.32	0.55
深信服	0.06	0.08	0.07	0.12

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

追本溯源,三大核心竞争力解析

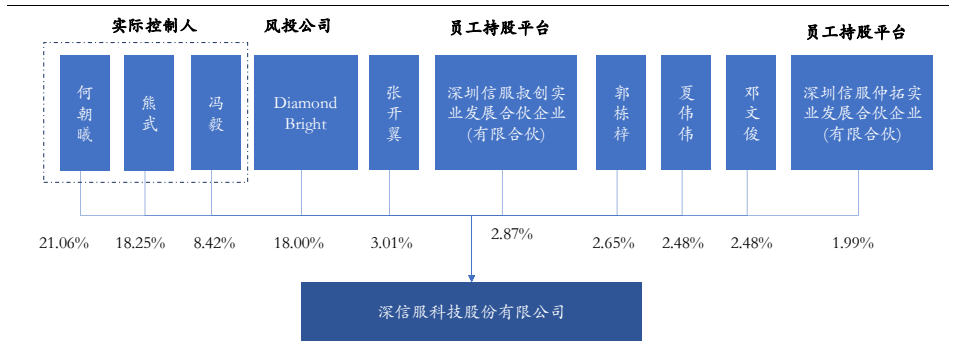
“以人为本”,完善的员工激励和福利

股权结构方面,何朝曦、熊武、冯毅为公司的实际控制人,也是公司的创始人。截至 2018 年 6 月 30 日,三人合计持股比例为 47.73%。公司三位实际控制人都是 1998 年毕业于中国科学技术大学,后来分别在华为和中兴通讯从事 2-3 年的研发工作,而后一起创立了公司。

公司非常重视员工激励,上市之前公司的员工持股平台合计持股比例达到 10.84%。DiamondBright International Limited 是公司 2011 年引入的风投公司,曾分别投资特灵空调中国公司、携程旅游网、易趣网、智联招聘网、齐心文具、汽车之家、房天下等知名公司。2018 年上市以后,也于近期开启了新一轮的限

制性股票和股票期权激励计划。

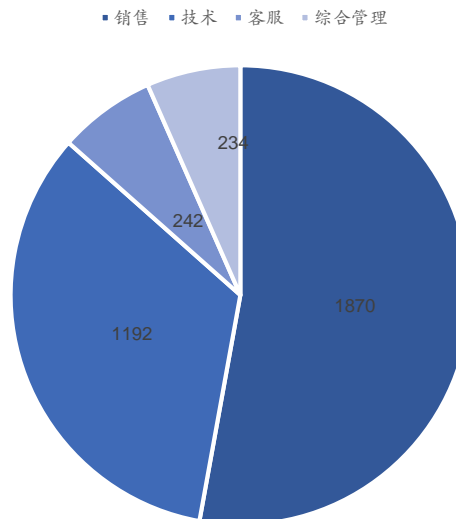
图 18: 深信服前十大股东 (2018 年中报)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

员工人员构成方面,截止至 2017 年底,公司总员工 3538 人,其中,销售人员和技术人员占比最高,比例分别为 52.9%和 33.7%,员工年轻人居多,30 岁及以下的员工人数占总人数的 78.55%。

图 19: 深信服员工构成 (按专业构成) (截止至 2017 年 12 月 31 日)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

福利待遇方面,公司员工薪酬水平高于深圳地区同类型行业的工资指导价位平均值,并且公司提供员工购房贷款,据 2017 年年报显示,长期应收款中员工房屋贷款 3600 万。良好的员工激励和福利带来的是公司团队稳定,离职率低,正式员工的年离职率不到 10%,而核心员工如研发部门年离职率还不到 5%。深信服曾获得《财富》杂志授予的卓越雇主奖,公司被评为“2009 年中国最适宜工作的公司”。

表 8: 深信服不同级别员工薪酬水平及比较情况 (人均月薪) 单位: 万元

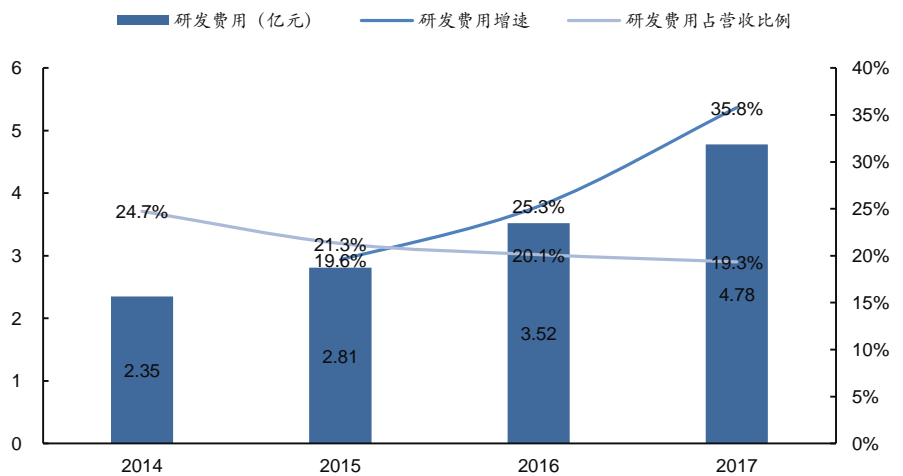
岗位类别	2017 年	2016 年	2015 年
普通员工	1.40	1.36	1.28
中层员工	4.56	4.09	4.09
深圳地区软件和信息技术服务业工资指导价位平均值	1.02	0.99	0.90
高层员工	9.62	9.32	9.37
深圳地区软件和信息技术服务业工资指导价位平均值	4.40	4.24	3.90

资料来源: 公司招股说明书、深圳市人力资源和社会保障局公开数据、国信证券经济研究所整理

研发贴近需求, 快速响应市场

持续创新和研发投入是公司产品迭代升级的动力源泉。公司在北京、深圳、长沙设立研发中心, 近三年深信服的研发费用加速增长, 在公司营业收入中占比接近 20%。2017 年研发人员达到 1192 名, 占员工总人数的 33.69%。研发费用增速达到 35.6%, 从 2016 年的 3.52 亿元, 上升至 2017 年的 4.78 亿元。

图 20: 2014-2017 年深信服研发费用 (亿元) 及其增速和占营收比例



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

与同行信息安全上市公司相比, 深信服的研发投入 (含资本化) 最大, 并且人均投入也显著领先, 表明公司对高端核心研发人才的重视, 不追求人海战术, 2018 年最新一期员工股票期权激励显示, 公司对一名核心技术和业务人员授予 36 万份期权。

图 21: 深信服与同行研发投入对比情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
A	1.6	2.2	2.3	2.9
B	2.2	3.2	4.3	4.7
C	0.5	0.6	0.8	1
深信服		2.8	3.5	4.8

图 22: 深信服与同行人均研发投入对比情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
A	18	22	20	22
B	14	18	21	20
C	8	8	9	11
深信服				40

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师整理

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师整理

持续研发，深信服通过多年积累已形成了几大核心技术，主要集中于信息安全和云计算领域，为公司未来增长奠定了坚实的基础。公司主要核心技术包括网络行为和网络应用识别技术、基于人工智能的安全风险监测、分析和响应技术、加解密技术、数据传输和处理优化技术和网络产品架构设计。

表 9：深信服主要核心技术情况

序号	技术名称	技术概要	技术来源	相关产品	所处阶段
1	网络行为和网络应用识别技术	通过独创的算法，对接收到的网络行为、各类网络应用和数据等进行分析 and 精准识别	自主研发	信息安全产品	已投入使用并持续优化
2	基于人工智能的安全风险监测、分析和响应技术	利用机器深度学习，通过独创的算法和规则，对接收到的各类行为自动进行安全风险分析	自主研发	信息安全产品	已投入使用并持续优化
3	加解密技术	通过独创的算法和协议，对数据和应用的封装、传输等进行加解密技术	自主研发	信息安全产品和云计算产品	已投入使用并持续优化
4	数据传输和处理优化技术	自创的包含数据压缩、缓存、单边加速、传输协议优化等在内的数据传输优化技术和包含备份、容灾备灾、数据分层、消除冗余等数据处理技术	自主研发	云计算产品	已投入使用并持续优化
5	网络产品架构设计	针对上网行为管理、防火墙、应用交付和桌面云、企业云等大型网络产品和解决方案所独创的架构设计，保证了处理海量数据的稳定性和可靠性	自主研发	信息安全产品和云计算产品	已投入使用并持续优化

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所分析师整理

深信服的研发不仅投入大，而且贴近客户需求，不是空中楼阁闭门造车。公司硬性要求研发经理、主管等中高层管理人员每人每月必须拜访客户三次，完成客户拜访之后，由高层、产品经理和研发经理一起确定客户需求的变化方向，这样既可以更好地了解客户不断提出新的需求，同时也为下一版本产品的功能及性能规划打下了良好的数据基础。

渠道为王，广覆盖筑起坚实壁垒

信息安全行业的销售模式是渠道代理销售和直销并存，深信服采取“全渠道”战略。随着企业信息化水平的提升、信息安全威胁的复杂化和多样化，渠道代理模式因其覆盖用户范围广，成为信息安全行业的主流销售模式，面对政府、金融、电信等重点企业也会采取直销模式。2017 年深信服的渠道收入占比超过 97%。目前公司的渠道体系覆盖了 200 多个细分行业，覆盖了 40000 多家客户，基本做到了全面的覆盖，这种模式使深信服的产品推出后能在市场上大面积铺货。

图 23：深信服的渠道体系



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师整理

2015-2017 年，前五大渠道代理客户的销售收入分别占当期营业总收入的 11.17%、12.18%、13.75%，呈轻微上升趋势。2015-2017 年，前五大直销客户的销售收入分别占当期营业总收入的 1.63%、1.69%、1.36%，有轻微下降。无论是渠道代理客户还是直销客户，公司对于单一客户的依赖性低，受单一客户需求量变动所带来的营收变动风险较小。

表 10: 公司 2017 年前十大渠道商明细

渠道商客户	2017		2016		2015	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
深圳市众安在线科技有限公司	11,129.08	4.50%	6,550.75	3.74%	4,166.43	3.16%
广州市天齐科技实业有限公司	7,142.51	2.89%	3,778.79	2.16%	2,034.82	1.54%
浙江高驰科技有限公司	6,110.67	2.47%	3,566.55	2.04%	2,571.89	1.95%
上海钧派商贸有限公司	4,881.62	1.97%	3,423.02	1.96%	3,138.03	2.38%
北京基业傲腾科技发展有限公司	4,743.55	1.92%	/	/	/	/
河北讯联电子科技有限公司	4,367.44	1.77%	2,148.13	1.23%		
山东弘锐信息科技有限公司	3,964.00	1.60%	/	/	/	/
河北汇友网络科技有限公司	3,751.31	1.52%	2,662.31	1.52%	2,222.64	1.69%
河南软云电子科技有限公司	3,549.94	1.44%	2,081.34	1.19%	1,418.64	1.08%
苏州工业园区嘉华计算机系统工程技术有限公司	3,351.15	1.36%	2,930.65	1.67%	2,140.56	1.62%

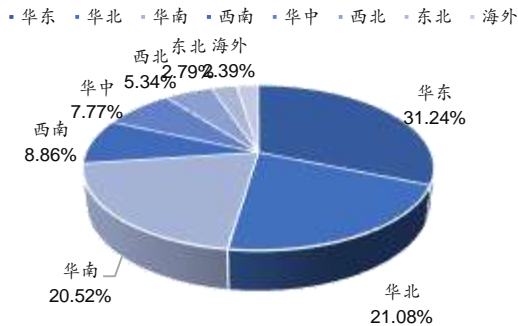
资料来源：深信服、国信证券经济研究所分析师整理

表 11: 公司 2017 年前十大直销客户明细

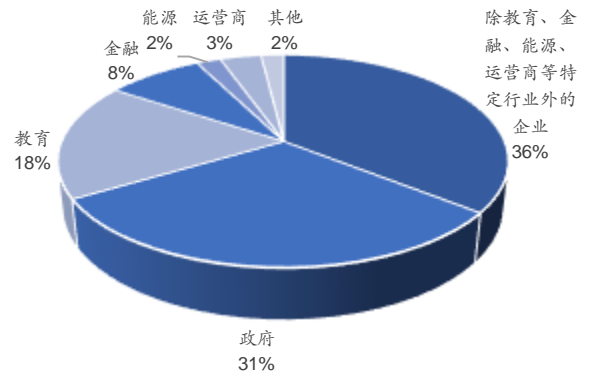
直销客户	2017		2016		2015	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
山东浪潮云服务信息科技有限公司	1,007.78	0.41%	335.98	0.19%	/	/
中国电信股份有限公司	699.69	0.28%	752.47	0.43%	548.68	0.42%
招商银行股份有限公司	669.23	0.27%	372.55	0.21%	126.42	0.10%
中国移动通信集团	514.76	0.21%	644.72	0.37%	324.32	0.25%
国家计算机网络与信息安全管理中心	476.96	0.19%	/	/	/	/
比亚迪股份有限公司	416.61	0.17%	547.41	0.31%	210.80	0.16%
中国联合网络通信有限公司	341.59	0.14%	460.31	0.26%	413.08	0.31%
贵州省广播电视信息网络股份有限公司	208.71	0.08%	/	/	/	/
淘宝(中国)软件有限公司	145.26	0.06%	/	/	203.42	0.15%
中兴通讯股份有限公司	140.58	0.06%	423.98	0.24%	432.97	0.33%

资料来源：深信服、国信证券经济研究所分析师整理

深信服的在用户类型、销售区域覆盖面等方面，与同行业可比上市公司存在一定差异，一方面，公司的用户类型更加分散、区域覆盖面更广。另一方面，公司的销售区域中华东偏多，客户以企业、教育、金融等行业的企业级用户为主。

图 24: 深信服 2017 年销售区域分布


资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

图 25: 深信服 2017 年最终用户行业分布


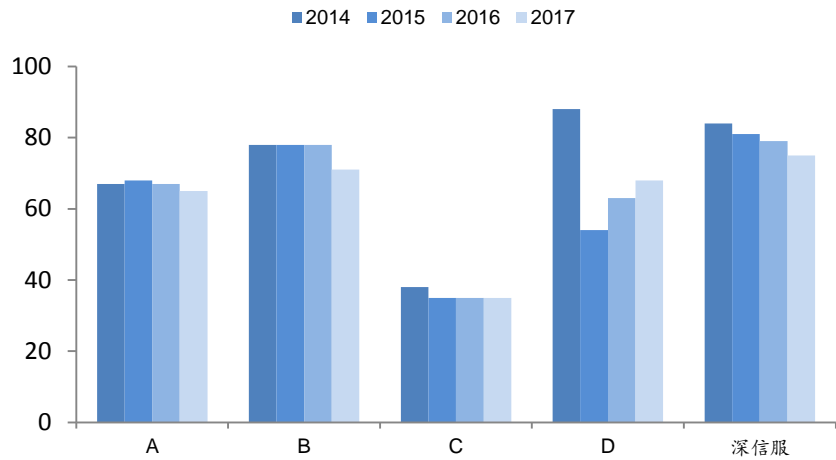
资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

表 12: 深信服与同行业可比上市公司的销售风格对比

名称	销售模式	客户类型	销售区域	总结与深信服的差异
深信服	渠道代理为主、直销为辅; 2017 年, 直销占比 2.99%、渠道代理销售占比 97.01%	2017 年最终用户中, 企业、教育、金融等众多行业的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%, 分布均衡	—
绿盟科技	采取直销与渠道代理销售相结合的方式。2012 年, 直销占比 41.93%, 代理销售占比 58.07%	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 25.92%、29.17%、15.39%	2016 年, 华北地区销售占比 51.80%	收入主要来自政府、电信运营、金融用户, 且主要集中于华北地区
启明星辰	采取直销与经销相结合的方式。	未披露	2016 年, 华北地区销售占比 44.71%	华北地区销售占比份额更高
北信源	采取直销与经销相结合的方式。2012 年上半年, 直销、经销的销售占比分别为 51.03%、48.97%	2016 年营业收入中, 来自政府、能源、军工占比分别为 22.28%、19.08%、13.49%	2016 年, 华东、华北市场销售占比分别为 47.12%、26.45%	收入主要来自华东地区
任子行	采取直销与渠道销售相结合的方式	2016 年营业收入中, 公安占比 41.17%	2016 年, 华北、华东、华中、华南市场销售占比分别为 18.91%、28.11%、12.83%、12.91%	收入主要来自公安领域
蓝盾股份	一直直接面向客户开展业务, 部分安全产品则是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, 政府机关占比 23.34%、系统集成商占比 31.12%	2016 年, 华南市场销售占比 77.23%	收入主要来自政府机关、系统集成商, 且主要是华南市场
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 39.05%	2016 年, 华东及华南市场销售占比 54.75%	收入主要来自司法机关及行政执法部门, 且主要集中于华东及华南市场

资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所分析师整理

图 26: 深信服毛利率高于同行



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

与同行相比,深信服的销售人数较多,2017年销售人员1870人,是同行人数的两倍左右,但人均销售费用对比来看,深信服这一项的数据是同行的一半,原因在于公司大量招收本科应届生,进行渠道维护、协助渠道招投标,并及时反馈客户需求,并且公司要求销售人员不允许在老家、学校所在地工作,广泛的渠道资源+销售自身能力确保公司产品及时满足客户的需求。此外,销售策略方面,公司积极推动老客户复购新产品,购买超融合架构产品18个月以上的老客户,70%会有重复购买的需求,包括维护、更新、升级等等,复购金额会是首次采购产品时的4.8倍。

图 27: 深信服与同行销售人数对比情况

	2013	2014	2015	2016	2017
A	572	642	603	707	788
B	447	453	498	465	579
深信服					1870

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

图 28: 深信服与同行人均销售费用对比情况

	2013	2014	2015	2016	2017
A	56	58	77	67	72
B	36	42	51	71	73
深信服					46

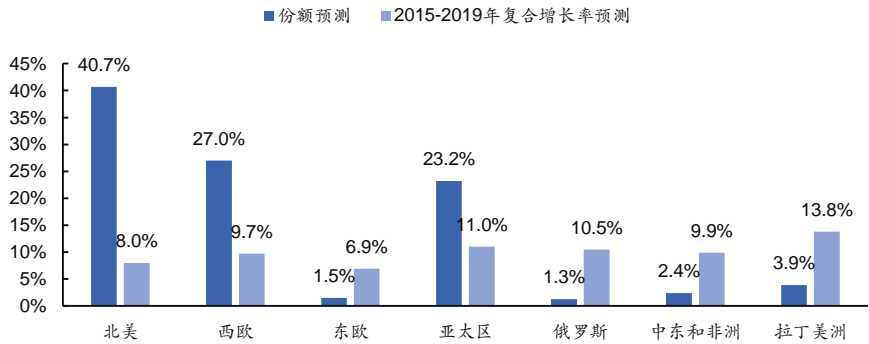
资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

信息安全市场空间广阔,产品壁垒深,格局稳定

全球信息安全发展不平衡,国内增速较快

全球信息安全行业市场空间广阔,未来将保持稳步增长,其中,北美市场规模领先,拉丁美洲和部分亚太新兴地区增速较快。根据信通院发布的《网络与信息安全产业白皮书(2015年)》,2015年,北美地区信息安全产业规模预计达到339.38亿美元,占全球市场规模的40.70%,亚太国家占比23.2%。2015-2019年,巴西、墨西哥、阿根廷等拉丁美洲地区的信息安全产业复合年均增长率将达到13.8%,中国、印度、泰国等新兴地区将达到13.40%。

图 29: 全球安全产业各区域增长情况



资料来源: BI Intelligence、国信证券经济研究所分析师整理

我国现处于信息安全发展初期, 发展较快, 加之近些年安全事故频发, 国家部委强制重点单位和部门安装国产软件, 令国产软件得到长足的发展。

表 13: 法律法规的发布

时间	政策	内容
2010 年	中华人民共和国保守国家秘密法	规定国家秘密的范围和秘级、保密制度、监管要求
2010 年	通信网络安全防护管理办法	要求加强对网络安全的管理, 提高网络安全的防护能力
2011 年	十二五规划	要求加强网络与信息安全的保障, 健全网络与信息安全法律法规。实施信息安全等级保护, 风险评估制度。
2011 年	关于大力推进信息化和切实保障信息安全的若干意见	加强政府对涉密系统安全管理, 严格政府信息技术外包的安全管理, 加强安全与保密防护检测
2016 年	《中华人民共和国网络安全法》	保障网络安全, 维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益, 保护公民、法人和其他组织的合法权益, 促进经济社会信息化健康发展

资料来源: 互联网信息中心、国信证券经济研究所分析师整理

信息安全产品和解决方案已经成为与基础网络、计算和存储一样重要的基础需求。根据 IDC 数据, 中国 2015-2020 年信息安全的符合增速预计达到 20.6%, 预计到 2020 年, 我国信息安全市场规模将达到 68.41 亿美元。2018 年后国内信息安全市场增速逐渐放缓, 说明将逐渐从发展期步入成熟期, 这一期间行业增速仍维持在较高的水平稳步发展, 深信服作为先发进入行业并在多细分领域具备绝对优势的龙头公司, 未来几年仍将受益于行业发展红利。

图 30: 中国信息安全市场规模及增速

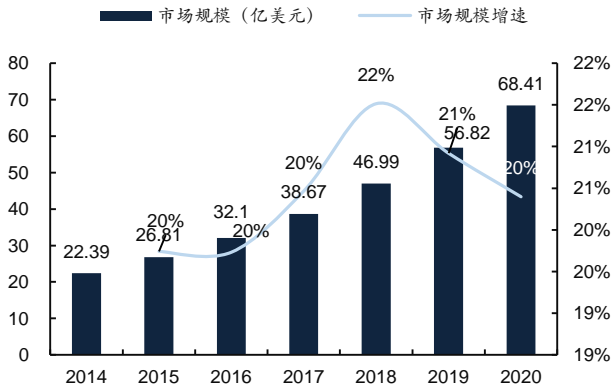
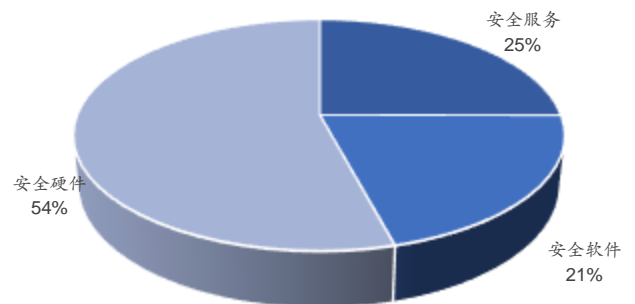


图 31: 我国信息安全行业构成



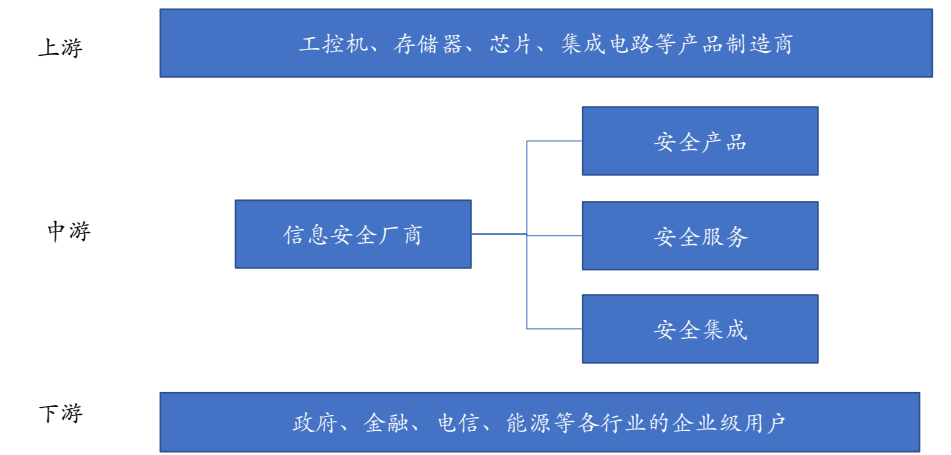
资料来源：IDC、国信证券经济研究所分析师整理

资料来源：中国信通院、国信证券经济研究所分析师整理

产品壁垒高，横向拓展难，并购是主流扩张方式

信息安全行业下游主要是渠道代理商（面向各领域的企业级用户）和政府、金融、电信等企业级用户。其中，政府、金融、电信行业是国家重点支持发展信息化建设的行业，对信息安全的需求较高，是行业重点下游客户。

图 32：信息安全产业链结构图



资料来源：国信证券经济研究所分析师整理

信息安全行业下游覆盖面广，产品种类繁多，单个产品壁垒高，公司难以靠内生进行产品线横向拓展，并且客户黏性较大，现有的商业关系下不出严重的问题不会轻易更换供应商。

图 33：信息安全产品种类繁多

硬件	安全认证	令牌、智能卡、生物认证
	安全应用	安全监测、网关、安全平台、安全审计
软件	访问控制	公钥基础事实、高级认证管理、单点登录、保留系统、服务开通
	脆弱性管理	事件管理、脆弱性管理、合规管理
	内容与威胁管理	网络安全、终端安全、消息安全、Web 安全
服务	咨询服务、实施服务、维护	
	服务、培训服务	

资料来源：中国信通院、国信证券经济研究所分析师整理

信息安全行业自身的竞争格局较为分散，涉及的细分领域众多，但市场集中度不断提升。涉及领域包括安全内容管理、VPN、防火墙、入侵检测与防御等多个产品类型。全球信息安全产业以服务 and 软件为主，中国市场目前以硬件为主。行业内的公司主要包括启明星辰、蓝盾股份、绿盟科技、美亚柏科、天融信科技、任子行、北信源和 Cisco 等，从特定产品线起家，各有自己的优势，横向拓展难，并购是较为主流的市场扩张方式。

图 34: 我国信息安全硬件市场份额

硬件	市场份额				
	天融信	华三	启明	华为	思科
防火墙	18.9	18.5	11.7	11.4	8
统一威胁管理	15.5	12	10.9	9.5	8.9
入侵检测系统	39.8	23	9.6	7.6	8.7
入侵防御系统	21.7	17.9	10.6	10	9.2
安全管理平台	22	22	19.8	8	7
VPN	42	15.7	11	10	5

资料来源: Gartner、国信证券经济研究所分析师整理

图 35: 我国信息安全软件市场份额

软件	市场份额				
	Symantec	Trend	瑞星	Kaspersky	冠群
安全内容	25.8	11.6	10.7	6.5	4.3
身份管理	23.7	15.8	11.2	6.8	5.7
漏洞管理	23.6	22.1	13.2	9.2	4.9

资料来源: Gartner、国信证券经济研究所分析师整理

图 36: 绿盟科技并购项目汇总

首次披露日	交易标的	收购股权比例	交易总价	标的方所在行业
2016-4-1	逸得	15.00%	600	互联网软件与服务
2016-4-1	NopSec	9.57%	1491.34	互联网软件与服务
2016-3-4	阿波罗云	15.89%	850	信息科技咨询与其它服务
2015-6-4	杭州邦盛	11.56%	2200	信息科技咨询与其它服务
2015-5-20	金山安全	19.91%	4450	电子元件
2015-3-23	力控华康	11.63%	515	应用软件
2014-11-7	敏讯科技	55.00%	990	互联网软件与服务
2014-10-16	安华金和	25.00%	970	信息科技咨询与其它服务
2014-10-16	深之度	10.00%	2000	互联网软件与服务
2014-9-30	亿赛通	100.00%	49800	互联网软件与服务

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

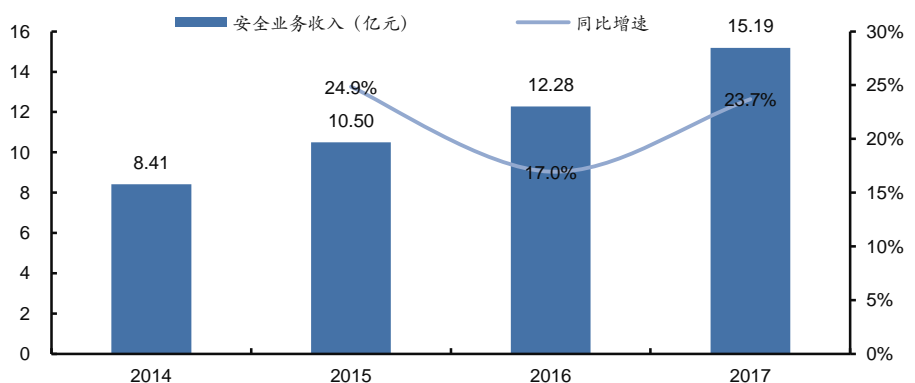
图 37: 启明星辰并购项目汇总

首次披露日	交易标的	收购股权比例	交易总价值(万)	标的方所在行业
2016-7-1	书生电子	0.25	6600	数据处理与外包服务
2016-6-22	川陀大匠	0.85	2700	电脑存储与外围设备
2016-6-3	赛博兴安	1	63706	信息科技咨询与其它服务
2015-6-26	书生电子	0.24	5202	数据处理与外包服务
2015-3-12	安方高科	1	37620	信息科技咨询与其它服务
2015-3-12	合众数据	0.49	(同上一起)	
2014-9-19	合众信息	0.51	17850	信息科技咨询与其它服务
2014-7-15	赛贝卡	部分资产	1600	网镜与内控服务
2014-6-18	书生电子	1	25180	数据处理与外包服务
2014-5-23	SK Spruce公司	0.0499	265万美元	信息科技咨询与其它服务
2011-5-12	网御星云	1	32440	信息科技咨询与其它服务

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

随着国家政策的推进和企业重视程度的提高,信息安全行业有望实现稳定增长,此外,未来安全服务比重将会提升,维度也有望得到扩充,由现有的边界安全转向全面的业务安全以及更深层次的数据安全,云计算时代的到来也将给安全带来新的机遇和挑战。相比同行业公司,深信服的优势主要体现在信息安全领域已经形成的品牌优势和市场领先优势,以及持续不断的高研发投入带来的产品高速更新迭代。

图 38: 2014-2017 年安全业务收入及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师整理

超融合潮流下迅速崛起

位居国内超融合业务市场前三,未来市场想象空间充足

超融合系统把传统的服务器和存储融合成为一体，大大方便了用户的使用和管理，并且能够随着业务扩展而灵活扩容。超融合能否成为“私有云”的主要路线目前仍存在争议，但是随着超融合相关核心技术的不断升级，超融合架构在适用性、兼容性、数据效率、连续性、可扩展性方面持续快速提升。此外，超融合以分布式架构实现线性拓展，方便部署管理，有效满足了用户需求，成为云计算独具潜力的实现方式。

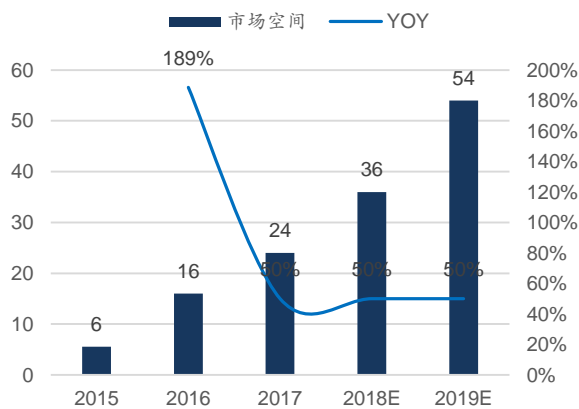
图 39：传统云基础架构向企业级云基础架构演进



资料来源：《转型中的企业云服务》、国信证券经济研究所分析师整理

过去几年超融合市场快速发展，2017年中国超融合市场增长高达115.3%，规模增长到3.79亿美元。根据IDC最新发布的《IDC中国超融合市场跟踪报告，2017Q4》，华为以26%的份额位居第一，新华三和深信服位居第二、第三。根据IDC报告显示，2017年，华为超融合业务增速高达220.7%。

图 40：中国超融合市场空间预测



资料来源：IDC、国信证券经济研究所分析师整理

图 41：中国超融合市场结构一览

公司	市场份额	2017 YOY
华三	25.00%	114.00%
华为	22.00%	312.00%
深信服	19.00%	344.00%
青云	4.00%	-
联想	4.00%	97.00%
Nutanix	4.00%	114.00%

资料来源：Flurry、国信证券经济研究所分析师整理

华为在超融合领域高速发展以及其超融合解决方案的实际应用案例说明了赛道的优质。在云计算和大数据时代，企业的IT设施不再仅仅是支撑系统，也成为新竞争力的引擎，这种趋势下云化和超融合是必由之路。

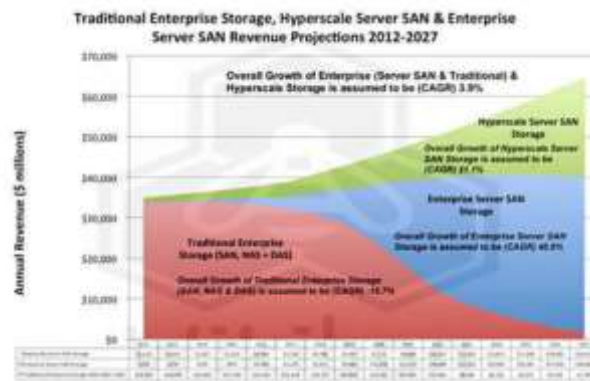
表 14: 华为在超融合市场的发展路径

年份	事件
2012 年	华为超融合基础设施 FusionCube 首次进入大众视野
2014 年	华为入围 Gartner 超融合基础设施魔力四象限; 根据 Gartner, 华为以 13.2% 的市场份额进入全球前三, 与 Nutanix 和 DELL&EMC 一起构成超融合的全球第一集团
2016 年	华为首次参与全球权威的 IT 研究与顾问咨询公司 Forrester 的超融合基础设施调查, 就作为唯一的中国厂家获得“强劲表现者 (Strong Performers)”称号
2017 年	国内市场份额占比 26%, 领先市场
2018 年	进入 Gartner 超融合基础设施挑战者象限

资料来源: CTR、国信证券经济研究所分析师整理

Wikibon 预测, 4 年后分布式存储将超过传统存储, 10 年后传统存储基本消亡。未来的存储市场 30% 是类似于 Facebook、BAT 为代表的超大规模云存储, 70% 则是企业级的分布式存储, 而其中超过一半以上将是超融合架构。IDC 预测全球超融合市场将达到 60% 的年复合增长率, 在 2019 年将达到近 40 亿美元的规模。目前超融合市场仍处于起步阶段, 未来市场规模和市场格局仍存在不确定性, 建议积极关注。

图 42: Wikibon 对未来存储市场的预判



资料来源: Wikibon、国信证券经济研究所分析师归纳整理

深信服的超融合产品已经到了第三代, 第一代是计算和存储融合, 第二代是计算、存储、网络融合, 第三代是计算、存储、网络和安全融合, 深信服实现了全融合的新型云基础架构。

相比华为和新华三两大强势的竞争对手, 深信服更专注于中小企业的云计算业务, 避免与其直接竞争。在安全技术领域, 公司处于行业领先地位。因此, 若能在广阔的云计算市场中建立独特的竞争优势, 公司有望在细分领域中保持持久竞争力。

图 43: 深信服超融合产品与其他竞争对手对比情况

	主业	技术实力	销售模式	客户	产品特征
华为	否	强	直销、高举高打	政府、企业	
华三	否	强	直销+渠道，半 高举高打	政府、企业	
深信服	是	中	渠道	教育、政府	界面好，行业优化好
SmartX	是	强	销售能力差	金融、运营商	性能好

资料来源: Strategy、国信证券经济研究所分析师归纳整理

他山之石，Nutanix 营收增速迅猛尚未盈利

Nutanix 是美国超融合领域的标杆型企业，在全球最早发布了超融合的产品。根据 IDC 发布的超融合企业竞争力排名，Nutanix 在超融合领域竞争力在全球排名第一，Nutanix 将超融合软件与现成的 x86 服务器相结合，以直销的方式对外出售。此外 Nutanix 与戴尔、联想、IBM 均建立了 OEM 合作伙伴关系，将自己的软件及硬件与戴尔联想等公司的产品设备一起打包，通过 OEM 合作伙伴以集成设备的形式对外出售。

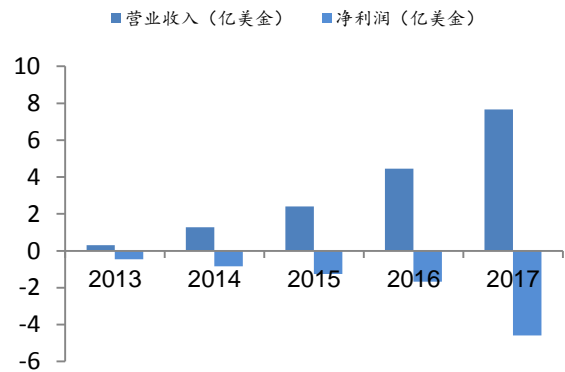
从 2011 年发布第一款超融合产品到 2016 年上市，Nutanix 仅用了五年时间。上市以后，2015 财年，2016 财年和 2017 财年 Nutanix 的总收入分别为 2.41 亿美元，4.449 亿美元和 7.669 亿美元，GAGR 高达 47%，市值 62 亿美金，尚未实现盈利。

图 44: Nutanix 在超融合领域排名情况



资料来源: Nutanix、国信证券经济研究所分析师整理

图 45: Nutanix 营收高速增长但依然亏损

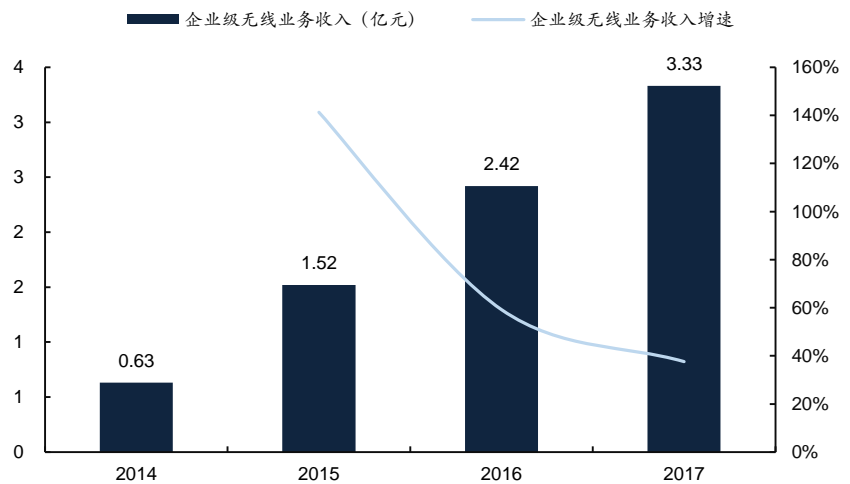


资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

企业级无线业务稳健增长

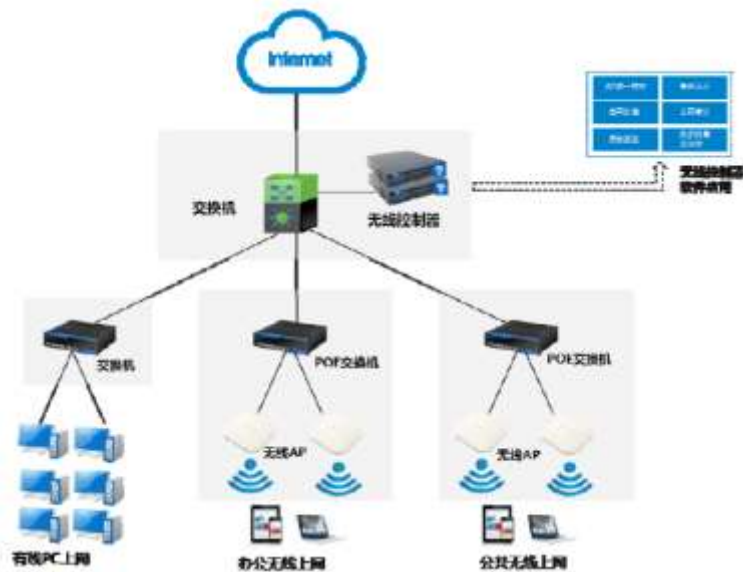
随着移动互联网的快速发展，无线终端和无线应用快速普及，极大推动了无线网络的发展，无线已经成为终端接入的主导力量。公司的企业级无线业务运营主体主要是信锐网科，其推出的 WLAN 产品无线控制器，集无线控制器、用户认证、营销推送、客流分析、上网行为管理、流量控制、上网行为审计、防火墙、网络管理于一体，能简化网络结构，降低企业的建设成本和运维成本。

图 46: 2014-2017 年深信服企业级无线业务收入及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 47: 深信服无线控制器架构



资料来源: 深信服官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

信锐网科的无线控制器具有突出的技术和应用优势，面向市场以来取得较好的市场业绩，2017 年公司的无线控制器在国内市场率排名第四，发展迅速。

盈利预测

核心假设

(1) 公司信息安全业务市场地位和优势继续保持，市占率持续领先，国内增速高于全球市场增速，安全服务占比提升，不含外延的基础上，信息安全业务 2019 年增长率为 20%，2020 年增长率为 20%，并且未来三年市场份额保持稳定增长；

(2) 公司对超融合业务重点投入, 超融合业务逐渐被市场接受, 市场份额继续提升, 业务快速增长, 超融合业务 2019 年增长率为 70%, 2020 年增长率为 45%;

(3) 企业级无线业务未来三年保持稳定增长, 2019 年增长率为 10%, 2020 年增长率为 10%;

表 15: 深信服收入拆分 (百万)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1749.00	2473.00	3434.59	4623.52	5965.48
增速	32.60%	41.40%	38.88%	34.62%	29.02%
毛利率	79.88%	76.81%	74.57%	72.25%	70.46%
安全业务	1228	1519	1898.75	2278.50	2734.20
增速	16.95%	23.70%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	88.00%	88.72%	88.72%	88.72%	88.72%
云计算业务	221.00	545.00	1079.10	1834.47	2659.98
增速	206.94%	146.61%	98.00%	70.00%	45.00%
毛利率	57.15%	53.00%	54.00%	54.00%	53.00%
企业级无线	242.00	333.00	366.30	402.93	443.22
增速	59.21%	37.60%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	63.36%	64.33%	64.33%	64.33%	64.33%
信息技术服务	58.00	76.00	90.44	107.62	128.07
增速	28.89%	31.03%	19.0%	19.0%	19.0%
毛利率	63.36%	64.33%	64.33%	64.33%	64.33%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

表 16: 深信服财务表现预测及汇总

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入 (百万)	2472	3434	4623	5964
增速	41.3%	38.9%	34.6%	29%
净利润 (百万)	574	711	904	1159
毛利率	122.7%	24%	27.1%	28.2%
每股收益 (元)	1.59	1.78	2.26	2.90

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

表 17: 深信服财务情景假设

乐观情况	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入 (百万)	3530	4874	6430
增速	42.8%	38.1%	31.9%
净利润 (百万)	987	1315	1732
毛利率	72.2%	33.2%	31.7%
每股收益 (元)	2.47	3.29	4.33
中性情况			
营业收入 (百万)	3434	4623	5964
增速	38.9%	34.6%	29%
净利润 (百万)	711	904	1159

	24%	27.1%	28.2%
每股收益 (元)	1.78	2.26	2.90
悲观情况			
营业收入 (百万)	3338	4378	5521
	35%	31.2%	26.1%
净利润 (百万)	455	538	667
	-20.7%	18.4%	24%
每股收益 (元)	1.14	1.35	1.67

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师归纳整理

风险提示

- 1、超融合业务行业竞争过于激烈，长时间不能盈利，拖累公司整体业绩；
- 2、渠道过多造成管控力减弱，公司目前拥有 32 个省 1000 余家渠道代理商，过多的渠道容易出现产品投标差错，给公司带来经营上的风险；
- 3、上市之后员工股权财富增值，奋斗精神懈怠，同时核心研发积淀不够，投入转化成果不达预期；
- 4、市场风险，公司 2018 首次登陆资本市场，所处次新股板块整体估值偏高；

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	216	873	1548	2511	营业收入	2472	3434	4623	5964
应收款项	265	332	496	576	营业成本	606	705	949	1224
存货净额	88	120	160	206	营业税金及附加	35	45	42	54
其他流动资产	632	687	925	1193	销售费用	868	1126	1535	1998
流动资产合计	2087	2898	4014	5373	管理费用	587	783	1123	1450
固定资产	144	170	196	222	财务费用	(42)	(14)	(30)	(51)
无形资产及其他	5	35	65	95	投资收益	7	7	7	7
投资性房地产	675	675	675	675	资产减值及公允价值变动	(12)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	20	40	60	其他收入	222	0	0	0
资产总计	2911	3799	4991	6424	营业利润	637	790	1006	1291
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	4	5	5	5
应付款项	187	181	239	310	利润总额	641	795	1011	1296
其他流动负债	857	1215	1669	2163	所得税费用	68	84	106	136
流动负债合计	1044	1396	1909	2473	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	574	711	904	1159
其他长期负债	127	132	137	142					
长期负债合计	127	132	137	142	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1171	1528	2045	2614	净利润	574	711	904	1159
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	4	2	1	2
股东权益	1741	2271	2945	3810	折旧摊销	47	17	20	23
负债和股东权益总计	2911	3799	4991	6424	公允价值变动损失	12	5	5	5
					财务费用	(42)	(14)	(30)	(51)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(10)	204	78	176
每股收益	1.59	1.78	2.26	2.90	其它	(4)	(2)	(1)	(2)
每股红利	0.41	0.45	0.57	0.74	经营活动现金流	622	938	1007	1363
每股净资产	4.83	5.68	7.36	9.52	资本开支	(82)	(80)	(83)	(85)
ROIC	43%	89%	125%	176%	其它投资现金流	(482)	0	0	0
ROE	33%	31%	31%	30%	投资活动现金流	(565)	(100)	(103)	(105)
毛利率	75%	79%	79%	79%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	23%	21%	21%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	23%	21%	21%	支付股利、利息	(148)	(181)	(230)	(295)
收入增长	41%	39%	35%	29%	其它融资现金流	224	0	0	0
净利润增长率	123%	24%	27%	28%	融资活动现金流	(72)	(181)	(230)	(295)
资产负债率	40%	40%	41%	41%	现金净变动	(15)	657	675	963
息率	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	231	216	873	1548
P/E	44.9	40.2	31.6	24.7	货币资金的期末余额	216	873	1548	2511
P/B	14.8	12.6	9.7	7.5	企业自由现金流	292	834	886	1221
EV/EBITDA	63.5	38.0	30.8	24.7	权益自由现金流	516	846	914	1267

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032