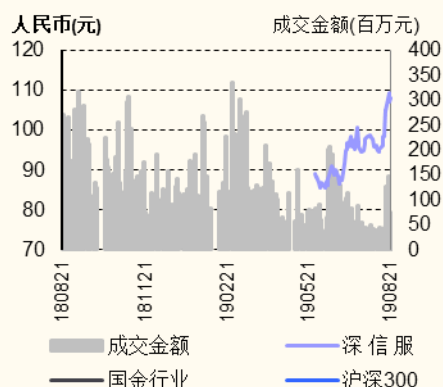


深信服 (300454.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

 市场价格 (人民币): 118.53 元
 目标价格 (人民币): 140.69-140.69 元

市场数据 (人民币)

 已上市流通 A 股 (百万股) 209.07
 总市值 (百万元) 43,536.10
 年内股价最高最低 (元) 109.44/94.70
 沪深 300 指数 3781.76


中国“威睿”在路上

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.593	1.496	1.681	2.187	2.439
每股净资产(元)	4.83	8.53	9.91	11.22	12.69
每股经营性现金流(元)	2.06	2.34	2.42	2.59	2.78
市盈率(倍)	0.00	59.87	70.53	54.20	48.59
净利润增长率(%)	122.67%	5.19%	12.29%	30.14%	11.53%
净资产收益率(%)	32.95%	17.55%	16.96%	19.49%	19.23%
总股本(百万股)	360.00	403.13	403.11	403.11	403.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

从安全立业到三箭齐发, 安全和云计算业务迎来新发展。公司安全业务起家, 通过差异化聚焦细分领域, 压强投入做到细分市场第一再迅速扩大业务领域。目前已配齐安全+云计算+基础架构 3 大板块, 其中安全是现金牛, 贡献主要利润; 云是未来, 未来三年云营收有望实现 60% 复合增长。随着等保 2.0 落地, “云大物智工” 为新兴安全市场扩容, 公司提前卡位云和物联网安全市场, 安全业务未来三年有望保持 20%+ 增长。云巨头拉力战由公有云转攻混合云, 激发超融合增量市场。预计 20 年采用混合云企业将从 17 年的 67% 提升至 90%。国内超融合竞争格局未定, 深信服快速赶超稳居三甲, 市占率有望从 15.5% 提升至 20%+。

核心竞争优势体现为文化+研发+渠道的一体两翼。强大的文化基因保证了公司从战略到执行体系的运作效率和效果, 并转化为长期竞争力; 坚持研发高投入, 研发支出营收占比近四年保持在 20% 左右, 2018 年提升至 25%, 通过研发销售协同, 实现产品高效迭代与交付; 全面化渠道销售实现产品到客户的快速全面触达, 渠道占比超 97%, 新产品上市后平均 3 年成为细分市场第一。

好赛道好公司, 验证投资逻辑三看。一看产品, 产品矩阵扩张能否持续推出爆款, 即在安全和云等领域能否持续推出新产品做到细分市场 TOP 2; 二看增长, 营收能否保持 30% 左右增速, 同时经营现金流保持稳定增长; 三看费用, 公司所在行业具备高毛利、高费用特点, 关注研发投入、管理和销售费用变化对公司净利润的弹性影响。

投资建议

深信服作为信息安全行业龙头, 跨界生长至云计算和 IT 基础架构市场, 产品矩阵持续扩张, 受益于等保 2.0 落地和混合云发展, 有望延续高速增长。预计公司 19-21 年归母净利润 6.8/8.8/9.8 亿元, EPS 1.68/2.19/2.44 元。采用 SOTP 对公司进行估值, 公司 2020 年总体合理目标市值 567 亿, 目标价 140.69 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 云计算市场拓展不达预期; 行业竞争加剧; 核心人才团队流失风险; 解禁股风险。

罗露

 联系人
 luolu@gjzq.com.cn

唐川

 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、深信服：中国“威睿”在路上.....	4
1.1 业务演进：就近生长，成为多个细分领域龙头.....	4
1.2 核心优势：一体两翼，文化+研发+销售构建核心竞争力.....	6
1.2.1 文化：优秀的企业文化是深信服的巨大生产力.....	6
1.2.2 研发：持续高投入，实现技术与产品高效转化.....	7
1.2.3 销售：全面化渠道销售，全市场覆盖.....	8
1.3 未来展望：云领未来，中国“威睿”在路上.....	9
二、信息安保 2.0 安全要求全面升级，行业领导者先发制人.....	10
2.1 等保制度上升到法律层面，公司掌握安全行业话语权.....	10
2.2 等保监管要求多方位革新，政策变更为安全行业扩容.....	10
2.3“云大物智工”扩展要求，公司提前布局新兴领域抢占先机.....	11
2.4 等保技术要求升级，细分领域领导者获益.....	12
三、信息安全厂商业务转型，深信服抢占云计算快车道.....	13
3.1 安全行业内公司业务分化，多元化经营成为趋势.....	13
3.2 安全与超融合助力，切入政务云及企业级云.....	14
3.3 私有云与公有云联动，进一步攻克混合云市场.....	14
四、混合云成为重要趋势，超融合架构有望成为核心竞争力.....	16
4.1 混合云规模扩大，提振虚拟化需求.....	16
4.2 超融合竞争格局未定，深信服逐渐强化竞争优势.....	17
4.3 新增软件定义存储产品，覆盖超融合盲点.....	20
五、企业级无线业务稳定增长.....	21
六、深信服营收规模预测.....	22
七、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：深信服业务边界拓展历程（2000-2019 年）.....	4
图表 2：深信服的业务演进 S 曲线.....	5
图表 3：深信服营收中高速增长（2015-2018 年）.....	5
图表 4：深信服 2015 年后利润逐步释放.....	5
图表 5：公司细分业务产品及品牌实力.....	6
图表 6：公司研发支出高于同行业公司（亿元）.....	7
图表 7：公司研发支出营收占比高于行业平均水平（%）.....	7
图表 8：公司核心技术情况（2018）.....	7
图表 9：深信服销售全区域覆盖（2017 年）.....	8
图表 10：深信服客户主要为政府及企业.....	8
图表 11：海外区域营收增速提升（2015-2018 年）.....	8
图表 12：云计算与企业级无线收入占比逐年上升（%）.....	9

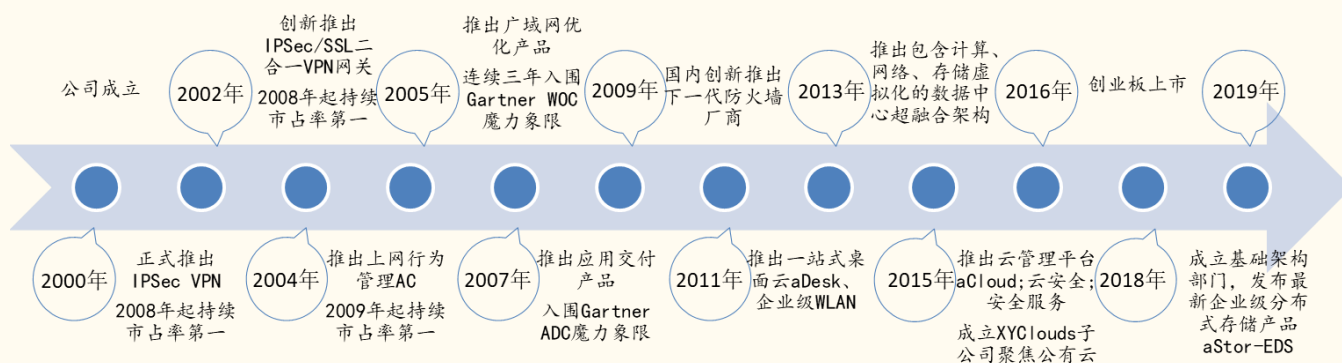
图表 13: 深信服云计算业务爆发式增长 (2015-2018 年)	9
图表 14: 等级保护发展历程 (1994-2016 年)	10
图表 15: 等保 2.0 要求升级	11
图表 16: 2017 年全球云安全市场规模 58 亿美金, 预计 2022 年翻一番 (单位: 亿美金)	11
图表 17: 2017 年全球物联网安全市场规模 12 亿美金, 预计到 2020 年翻一番 (单位: 百万美金)	11
图表 18: 深信服安全行业客户渗透率高	12
图表 19: 物联网安全扩展要求	12
图表 20: 信息安全行业公司安全业务收入占比 (%) 出现分化	13
图表 21: 数据中心上云三阶段平滑演进	14
图表 22: 深信服云业务与安全基因的融合	14
图表 23: 深信服 XYClouds 运营模式	15
图表 24: 2017 年采用混合云的企业较 2015 年上升了 9%	16
图表 25: 全球混合云市场 2023 年将达到 1400 亿美元	16
图表 26: 云计算占全球 IT 基础架构支出份额提升	17
图表 27: 超融合具备低成本优势	17
图表 28: 中国超融合市场 2023 年预计将达 35 亿美元	17
图表 29: 全球超融合占融合系统总收入份额超 45%	18
图表 30: 中国超融合市场高增速成长	18
图表 31: 国内超融合市场华为、新华三、深信服鼎立局面稳定 (2018)	18
图表 32: 国内超融合市场前三甲华为、新华三、深信服差距缩小 (2015-2018)	18
图表 33: 深信服超融合市场增速高于华为、新华三 (2017-2018 年)	19
图表 34: 深信服超融合产品在政务云上占有率最高 (2018)	19
图表 35: 深信服产品及技术演进 (2000-2019)	20
图表 36: Nutanix 产品及技术演进 (2009-2023)	20
图表 37: China SDS Block Level Market Overview, 2018Q4, (Total: 35.03M)	21
图表 38: China SDS Object Level Market Overview, 2018Q4, (Total: 35.3M)	21
图表 39: 企业级无线业务稳定增长 (2015-2018)	21
图表 40: 2018 年信锐在国内企业级 WLAN 市场位居第四	21
图表 41: 深信服收入拆分与预测	22
图表 42: A 股可比信息安全上市公司 PE	22

一、深信服：中国“威睿”在路上

1.1 业务演进：就近生长，成为多个细分领域龙头

深信服是一家全球信息技术基础设施解决方案供应商。公司成立于 2000 年，前十年深耕于信息安全领域，VPN、上网行为管理、广域网优化等多项业务的市占率第一。2011 年布局云计算，五年内推出超融合架构和企业云、桌面云、分支云三朵“云”解决方案。2019 年初公司成立新部门基础架构，形成全新的三大业务品牌：智安全、云计算、新 IT，分别聚焦于企业级安全、云计算、基础架构三个领域。目前公司已配齐安全+云计算+基础架构 3 大业务板块，另子信锐网科和口袋助理涉足企业级无线和移动办公市场。

图表 1：深信服业务边界拓展历程（2000-2019 年）



来源：公司公告，分析师整理，国金证券研究所

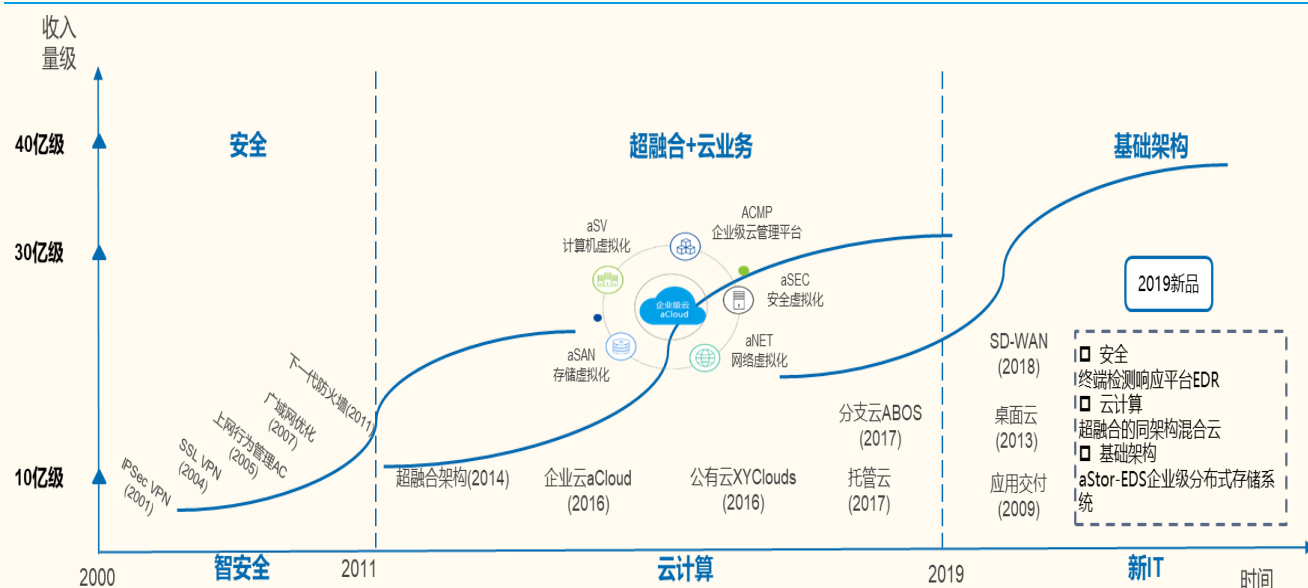
深信服的业务演进和发展方向可以用 3 条 S 曲线清晰的诠释，三大业务板块既层层递进，又相互协同。

第一条曲线，安全是先发优势。深信服安全业务已建立完整布局，涵盖云网端的安全及安全服务，在上网行为管理、VPN、应用支付、广域网优化等多个细分市场市占率持续第一。深信服安全业务开拓的历史经验是着力于细分市场，投入资源开发竞品，全面化渠道铺货，力争市场第一的位置。拿到领先优势后，进入其他前沿市场，开发新的产品。

第二条曲线，云计算是平台效应。深信服云计算业务以应用虚拟化为起点，与自身安全基因高度融合形成合力，基于超融合构建的底层基础设施，形成桌面云、企业云、分支云的“三朵云”整体解决方案。2015 年成立的子公司 XYClouds 专注于专属云和托管云服务，2019 年公司将 XYClouds 纳入云计算，将桌面云划分到新业务板块基础架构中。未来云计算致力于为用户提供超融合、私有云、托管云和混合云产品与服务。2019 年云计算业务推出基于超融合的新品“同架构混合云”，实现资源在私有云和专属云之间的灵活调度。

第三条曲线，基础架构致力于用软件定义重塑未来 IT 基础设施。2019 年初公司宣布将原有超融合部分产品(桌面云 aDesk、应用交付 AD、组网 SD-WAN)独立出来，加上 2019 年推出的新品 aStor-EDS，组建基础架构业务。新产品分布式存储 EDS 的推出，弥补了超融合产品在非结构化数据场景下的欠缺，并且在多项存储服务中融入了人工智能技术，向智能化迈进。

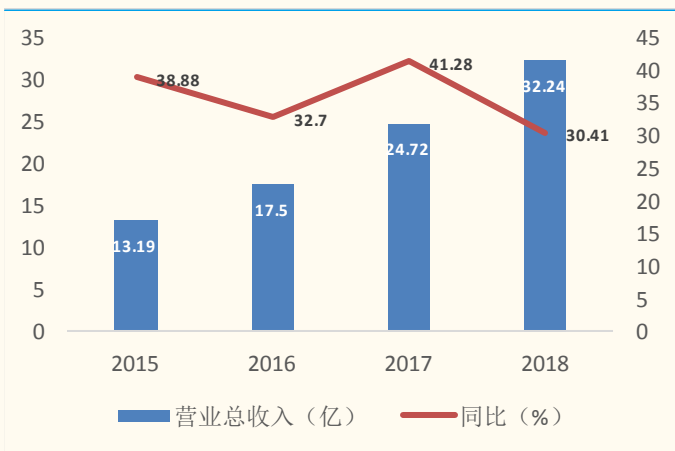
图表 2：深信服的演进 S 曲线



来源：公司公告，分析师整理，国金证券研究所

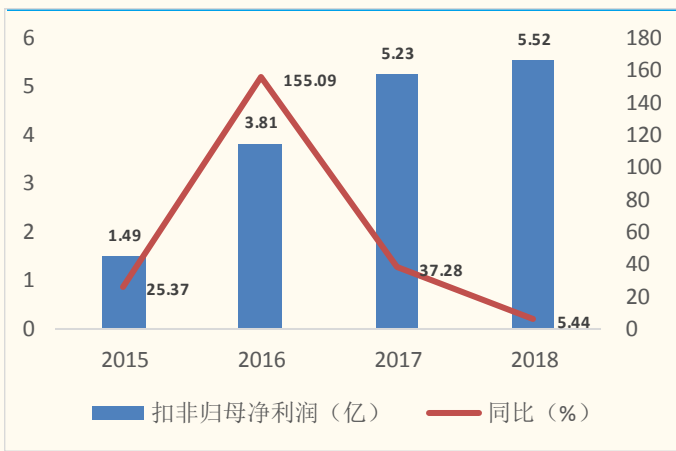
从公司经营结果看，近四年来，营收保持了 30% 以上中高速增长，利润 2015 年后逐步释放，扣非归母净利润实现 39% 的复合增速。公司 18 年利润增速下滑主要与费用率大幅提升 5 个点有关，根因是研发费用率从 19.8% 提升至 24.2%。

图表 3：深信服营收中高速增长（2015-2018 年）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：深信服 2015 年后利润逐步释放



来源：Wind，国金证券研究所

公司 8 月 22 日发布 2019 年半年报，2019 年上半年实现营业收入 15.59 亿元，同比增长 32.27%；实现归属上市公司股东净利润 6685 万元，同比减少 46.46%。三大业务板块中，信息安全业务好于预期，2019H1 营收达到 9.76 亿元，同比增长 29.58%。云计算业务增速有所放缓，收入为 3.96 亿元，同比增长 36.73%，同时由于交付硬件占比提升毛利率下滑至 50.49%。基础网络和物联网业务实现营收 1.86 亿元，同比增长 37.7%。总体毛利率由于相对低毛利业务如云计算占比提升，综合毛利润同比下降 2.8 个百分点。公司投入较大影响短期利润，上半年营业成本同比增长 46.64%，销售费用同比增长 33.40%，研发投入增长 53.43%，营收占比提升至 32.14%。

坚持战略聚焦、战略投入、战略耐性，辅之以高效执行，深信服的产品在多个细分领域都位列第一。在巨头林立的企业 IT 市场，公司的做法是采取差异化战略，聚焦前沿细分领域，高强度投入，做到细分市场第一再迅速扩大业务领域。

管理大师迈克尔·波特曾经指出，规模较小的企业，在资源有限的情况下，可以采用目标集中的方式，服务于特定的客户群，提供他们需要的优质产品和服务，从而超越在更广阔范围的竞争对手。

深信服的成功是对迈克尔·波特理论的最好诠释。公司成立至今围绕三大方向，共推出约 20 款产品，平均每 1-2 年推出一款新产品，平均 3 年即成为每个细分市场第一。上网行为管理连续 9 年成为市场第一，VPN 连续 8 年市场占有率第一，应用交付连续 3 年市场第一。同时，SSL VPN、上网行为管理、下一代防火墙、广域网优化、应用交付、超融合架构等 6 款产品入榜 Gartner 魔力象限。

图表 5：公司细分业务产品及品牌实力

主营业务	细分业务	品牌实力
智安全	上网行为管理	连续 9 年中国市场占有率第一（IDC）
	下一代防火墙	创新推出，获 NSS Labs “Web 应用防护”高度认可
	VPN	连续 8 年中国市占率第一（Frost & Sullivan、IDC）
	广域网优化	中国市场占有率第一（Frost & Sullivan）
云计算	企业云	基于超融合技术构建，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
	分支云	借助全新的软件定义广域网技术，帮助集团型企业实现对各地分支机构的 IT 集中管控、自动化部署，以及分支零运维，
	超融合架构	2018 年深信服超融合软件市占率 17.4%，排名第二；超融合整体市场（软件+硬件）占有率 15.5%，排名前三（IDC, 2018）
	XYClouds	已运营及规划中的云数据中心节点达 15 个
基础架构	分布式存储 EDS	试点短时间内获得几十家用户，2019 年任务目标是营收达到近亿元的规模，希望未来几年保持营收翻番增长
	应用交付	连续 3 年市占率第一（Frost & Sullivan、IDC）
	桌面云	桌面云终端出货排名第二，在线用户 75 万+，aDesk 桌面云入围 Gartner 魔力象限

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2 核心优势：一体两翼，文化+研发+销售构建核心竞争力

经过近二十年的发展，深信服逐步构建起了文化+研发+销售一体两翼的核心竞争力。文化为体，即优秀的文化基因；研发、销售为两翼，即高研发投入和技术优势以及强大的销售渠道能力。

1.2.1 文化：优秀的企业文化是深信服的巨大生产力

文化无形，却是公司战略、业务、流程、组织、管理、执行等各个方面的粘合剂，形成巨大生产力。深信服业务的成功离不开文化上的成功，而公司文化很大程度上是创始人的文化。无论是海外的科技巨头亚马逊、谷歌、苹果、脸书，还是国内的华为、阿里、腾讯，公司的文化无不打上创始人的深深烙印。

公司三位创始人中有两位创业前就职于华为，分别从事研发和市场工作。深信服所倡导的“客户导向、持续创新、集体奋斗、成就员工、利益共享”的企业文化，与华为的核心价值观：“以客户为中心，以奋斗者为本，长期坚持艰苦奋斗，坚持自我批判”在内容实质上不谋而同。

深信服的文化基因打上很多华为的烙印，但也在生产经营中演化出自己的特色。比如，与华为的“奋斗者”需主动放弃年休假不同，在深信服工作一年以上享有 5-15 天带薪年假。公司曾两度被财富杂志评为“中国卓越雇主”称号。积极正面的文化氛围保证了公司核心团队的稳定，根据财富杂志披露，深信服的正式员工离职率不到 10%，核心研发员工离职率不到 5%。

强大的文化基因赋予了公司旺盛的生命力，并保证了公司从战略到执行（DSTE, Develop Strategy To Execution）体系的运作效率和效果。科技公司尤其是上市高科技企业容易犯的一个错误在于，过早或者过度的追求利润最

大化，获取短期利益牺牲长期发展，伤害公司的战略地位。

自成立以来，公司始终围绕目标客户的 IT 需求制定战略并落地，坚持快速响应客户需求与诉求，想客户之所想、及客户之所急；深信服深知 IT 行业的唯一不变就是变化，因此，公司坚持高研发投入，根据行业发展趋势和客户需求变化不断改进产品、不断推出新的产品，不断改进内部管理。

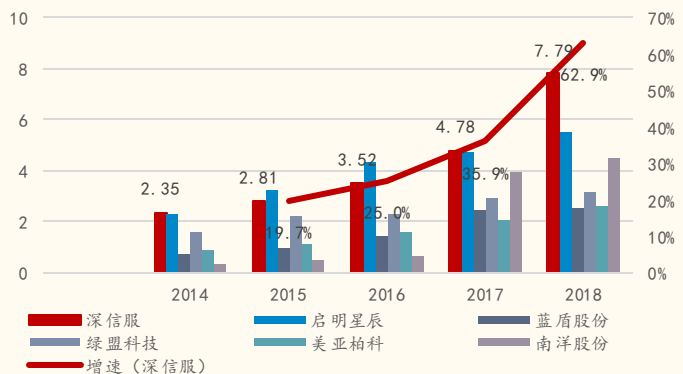
深信服坚持客户导向，把客户利益而不是股东或者员工利益放在第一位，有助于公司在高速成长的信息安全和云计算赛道构筑长期核心竞争力。公司连续八年入围德勤“高增 500 强”企业，新产品平均 3 年即成为每个细分市场第一，正是公司长期竞争力的具体体现。

1.2.2 研发：持续高投入，实现技术与产品高效转化

研发支出成果转化显著。公司在硅谷、北京、深圳、长沙设立全球四大研发中心，拥有测试设备超过 3000 台。深信服研发支出占营收比例近四年稳定保持在 20%左右，高于行业平均水平，并且持续加大研发支出力度，2018 年研发支出同比增长 62.9%。研发支出主要用来招聘新的研发人才，2015-2017 年员工薪酬占研发费用的比例分别为 78.5%、67.6%和 82.6%，公司研发人员占总员工的 40%，测试和研发人员比例为 1:2。通过持续的研发投入，公司在应用层信息安全管理技术、云计算领域底层的虚拟技术方面有深厚的积累，累计申报超过 750 项专利，累计授权专利超过 220 项。

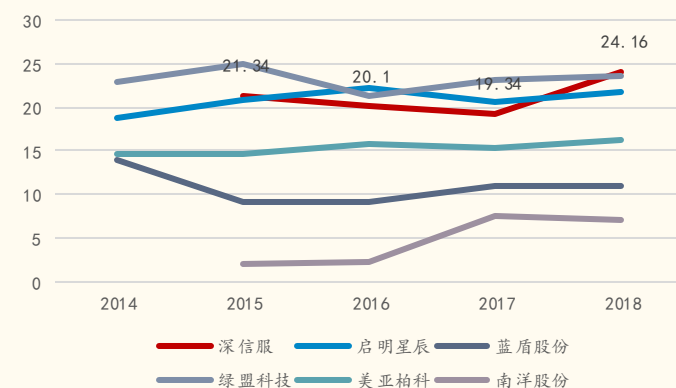
研发销售协同，产品高效迭代与交付。公司在管理架构上打通了研发和销售等资源，研发人员每月例行拜访客户，每年收集有效市场需求超过 1000 条，研发部门能够快速响应市场需求，将技术高效转化为产品版本。充分的研发投入和紧密的市场联系，造就了深信服推陈出新的企业基因，公司每 1-2 年推出 1 款新产品，每季度更新 1 个版本，且 95%的订单能够在两天内完成发货。

图表 6：公司研发支出高于同行业公司（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：公司研发支出营收占比高于行业平均水平（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：公司核心技术情况（2018）

序号	技术名称	技术概要	技术来源	相关产品	所处阶段
1	网络行为和网络安全应用识别技术	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并精准识别	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控、分析和响应技术	利用机器学习，通过独创的算法和规则，对接收到各类行为自动进行安全风险分析	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
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、容灾备份、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	信息安全和云计算产品	已投入使用并持续优化

来源：招股说明书，国金证券研究所

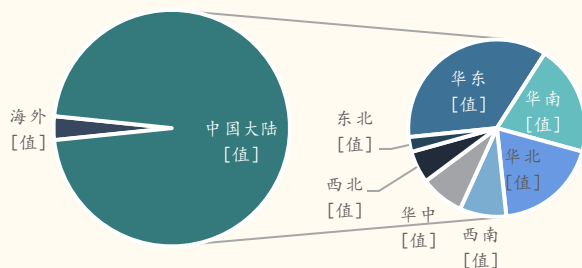
1.2.3 销售：全面化渠道销售，全市场覆盖

公司创始人何朝曦认为：“企业要获得持续增长，有两种办法，一是向客户销售更多产品，二是向更多客户销售产品。”

为了满足用户“提升带宽价值”的终极需求，深信服安全、云计算、企业级无线业务，围绕用户的信息安全和基础网络架构设计，推出了**大量业务场景下全系列产品**。全产品的目标客户包含企业、政府、教育、金融、运营商等大行业及各细分行业客户，企业级用户占比超过 60%，本土市场深入到国家级、省级、地市级、区县级市场全区域覆盖，海外市场业务也在逐步扩张。

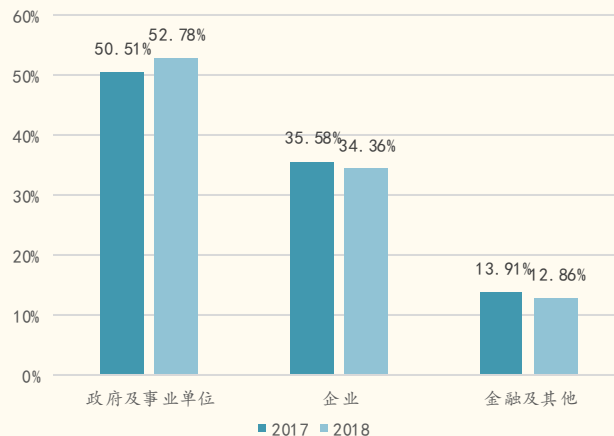
为实现在不同行业和地区的用户广泛覆盖以及快速的产品导入，公司采取**全面化渠道销售战略**，2017 年渠道代理销售占比高达 97%。公司会根据产品推广计划、区域市场情况，综合考察渠道资源、市场信誉、销售实力等情况，选择合作的渠道代理商。公司总部的国内市场部制定营销总战略，市场行销部负责品牌推广和定价，各省份的渠道代理商根据公司战略根据不同省情进行适应性调整，充分满足全区域客户的个性化需求。

图表 9：深信服销售全区域覆盖（2017 年）



来源：公司年报，国金证券研究所

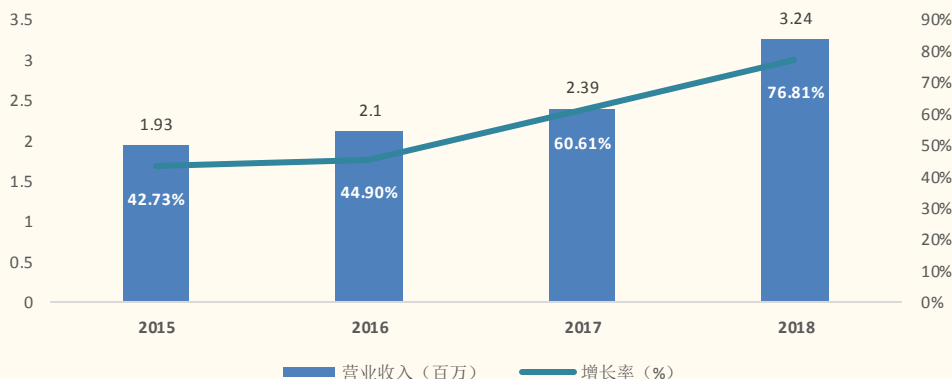
图表 10：深信服客户主要为政府及企业



来源：公司年报，国金证券研究所

在渠道销售的管理上，公司要求渠道对公司产品投入专门的销售人员，包括至少一个售前和两个售后人员，且需要通过公司的高级认证方可下单。同时，公司也非常注重销售渠道的赋能，提供定期的培训和指导，提高渠道销售人员的技术服务和项目实施能力。公司销售和渠道形成紧密的合作伙伴关系，同时覆盖客户，实现对客户的深度互动和需求的精细化管理。

图表 11：海外区域营收增速提升（2015-2018 年）



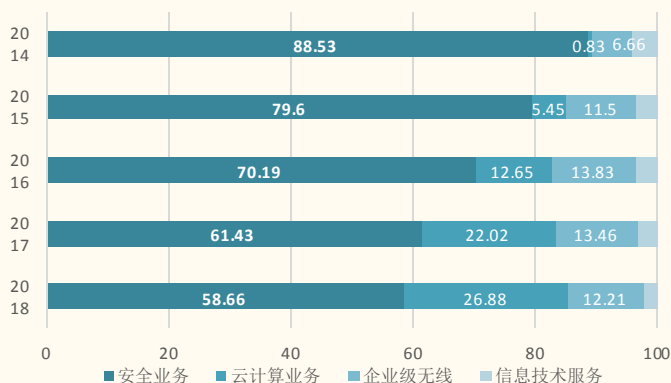
来源：公司年报，国金证券研究所

在海外市场上，公司采取农村包围城市策略，逐步扩张渗透。深信服以东南亚相关国家和地区作为国际市场拓展的桥头堡，国际巨头往往不重视东南亚市场，公司能提供更好的服务占据市场份额。之后通过完善国际市场的渠道建设，不断渗透中东、非洲、南美等新兴市场，继续尝试北美、欧洲等高端国际市场区域。2018 年海外市场实现营收 324 万，总体营收占比为 3.24%，高于国内东北地区占比；增速高达 76.81%，优于国内业绩增速。海外市场是公司的长期战略目标，目前产品销售初步起量，优质分销渠道的建设，有望帮助深信服优质的产品与服务赢得海外市场。

1.3 未来展望：云领未来，中国“威睿”在路上

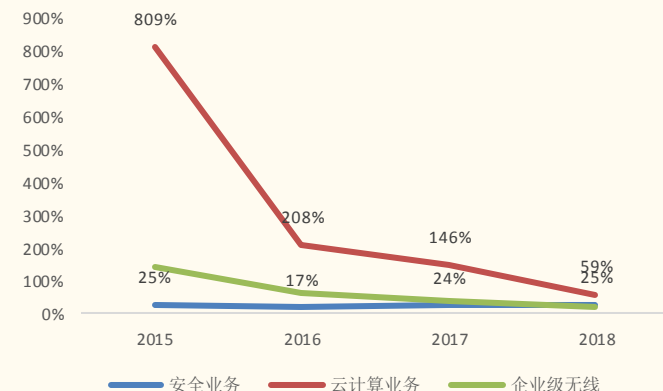
营收高速增长，新老业务交替发力。2018 年深信服营业总收入约为 32.24 亿元，同比增长 30.41%，近四年深信服总体营收增长率一直保持 30% 以上的中高速增长。业务结构出现分化，云计算实现爆发式增长，营收占比从 2014 年 1% 提升到 2018 年的 26.88%，实现 8.67 亿元的营收。企业级无线业务增速企稳，营收占比从 2014 年的 7% 增长到 2018 年的 12.21%。安全业务作为公司的根基业务，营收占比依然超过 50%，同比增长率也保持在 20% 以上。预计未来新业务增长势头依然强劲，公司业务收入结构会发生新老接替，云计算将发展成为公司下一个业绩增长引擎。

图表 12：云计算与企业级无线收入占比逐年上升（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 13：深信服云计算业务爆发式增长（2015-2018 年）



来源：公司年报，国金证券研究所

“安全+云+基础架构”三箭齐发，物联网+移动互联定点布局。目前深信服的核心业务包括安全、云和基础架构，安全为云和基础架构赋能，云业务为安全和基础架构提供平台效应，板块间相互促进形成协同优势，驱动公司从十亿级市场向万亿级市场进发。子公司信锐网科专攻企业级无线业务，探索物联网应用方向；口袋助理主营移动办公领域，布局移动互联网时代。

物联网、移动互联定点布局。子公司信锐网科是下一代企业级无线、物联网及交换机解决方案厂商。IDC 数据显示，2018 年 1 季度信锐无线在中国企业级 WLAN 市场排名第三，2018 年 11 月信锐技术行业客户总量突破 55000 家。子公司口袋助理是移动办公/客户 CRM 领导者，200 万+家企业的共同选择。

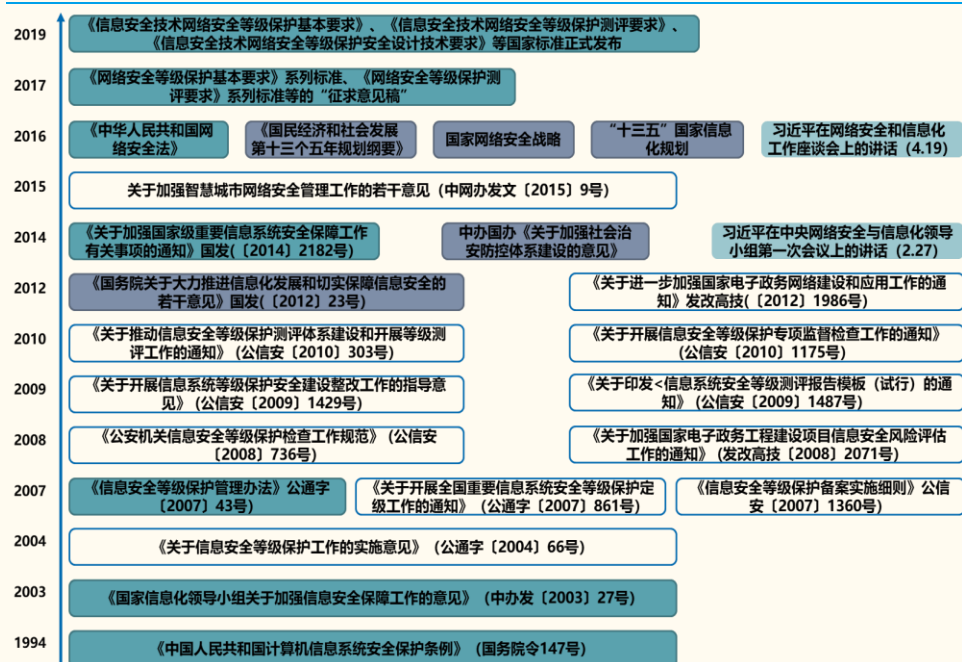
云领未来，中国“威睿”在路上。虽然目前深信服近 60% 的营收和几乎所有的利润都来自信息安全业务，信息安全业务也将长期成为公司的现金牛业务，但公司未来最大的看点将来自云计算。一方面，公司的信息安全业务将与公司的云计算业务深度融合，成为公司差异化的竞争优势；另一方面，公司云计算业务将保持高速增长，预计未来三年 CAGR 在 50% 以上，以云计算为主的非云业务营收在 2021 年将超越信息安全业务。从这个意义上说，公司的未来将越来越像威睿（VMWARE）公司——全球虚拟化和云基础架构解决方案提供的领导者。

二、信息等保 2.0 安全要求全面升级，行业领导者先发制人

2.1 等保制度上升到法律层面，公司掌握安全行业话语权

等保制度上升到法律层面。我国信息安全等级保护工作始于 1994 年，国务院发布“147 号令”，首次提出了分等级保护国家信息安全系统。直至 2007 年，公安部正式发布《网络安全管理办法》，明确了等级保护所有相关的工作以及各种参与决策的职责分工等，等级保护这项工作从此正式开始实施。2016 年发布的《网络安全管理办法》，第二十一条明确国家实行等级保护制度，**落实等级保护制度上升到法律层面，等级保护制度进入 2.0 时代。**2017 年 1 月至 2 月，全国信息安全标准化技术委员会发布《网络安全等级保护基本要求》系列标准、《网络安全等级保护测评要求》系列标准等的“征求意见稿”。2019 年 5 月 13 日，国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会召开新闻发布会，等保 2.0 相关的《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全技术要求》等国家标准正式发布，**将于 2019 年 12 月 1 日开始实施。**

图表 14：等级保护发展历程（1994-2016 年）



来源：深信服官网、公开资料、分析师整理、国金证券研究所

公司参与制定安全行业标准。身为行业技术领先者，深信服参与信息安全行业多个细分板块标准制定，掌握了一定行业话语权。深信服作为唯一厂商，参与国家公共安全行业标准 GA/T 1348-2017《桌面云系统安全技术要求》部分的编写并正式发布。另外公司还参与国家相关主管单位发起并制定的 IPSEC VPN、SSL VPN 国家标准、信息系统安全审计产品技术要求和测试评价方法国家标准、上网行为管理系统安全评价规范、第二代防火墙安全技术要求和网络信息审计产品技术要求。

2.2 等保监管要求多方位革新，政策变更为安全行业扩容

等保制度范围更广要求更高。等级保护制度的变更，主要体现在安全行业范围广泛化和安全要求深入化两个方面。

范围广：1）监管对象由企业的信息系统扩散到全社会；2）保护场景在传统的网络和信息系统基础上，扩展了云计算、大数据、移动互联、物联网、工控新兴领域；3）保护内容除等保 1.0 时代的五个规定动作外，还将风险评估、安全监测、通报预警等措施纳入等级保护制度中。

要求高：1) 等保控制措施由旧标准的 10 个分类合并为 8 个分类；2) 定级程度升级；3) 测评由 4 级半年测评一次更换成 3 级及以上系统每年一次；4) 测评分数由 60 分及格上升到 70 分及格。

据 IDC 预测，2019 年中国安全解决方案总体支出将达到 69.5 亿美元，2018-2022 年预测期内 CAGR 为 25.6%，到 2022 年市场规模将增长至 137.7 亿美元。

图表 15：等保 2.0 要求升级

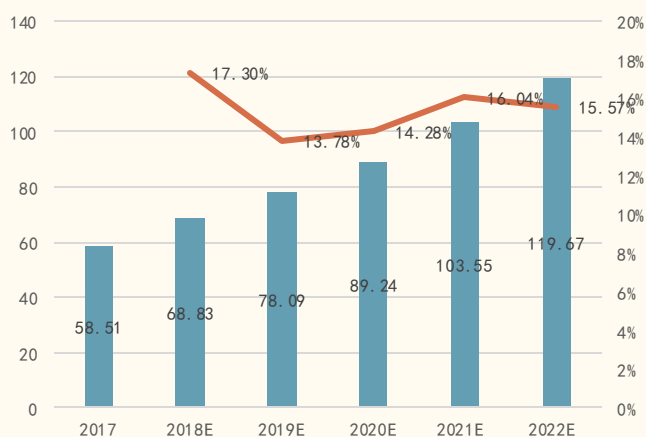
变化	等保 1.0	等保 2.0
地位	部门规范性文件	国家法律法规
监管对象	信息系统	全社会
保护场景	传统的网络和信息系统	云计算、大数据、移动互联、物联网、工控扩展要求
保护内容	定级、备案、安全建设和整改、等级测评和监督检查	风险评估、安全监测、通报预警、案事件调查、数据防护、灾难备份、应急处置、自主可控、供应链安全、效果评价、综合考核等
安全通用要求	技术要求	物理安全、网络安全、主机安全、应用安全、数据安全及备份恢复
	管理要求	物理和环境安全、网络和通信安全、设备和计算安全、应用和数据安全
定级程度	提高了对公民、法人和其他组织的合法权益这一侵害客体的侵害程度定级，其中特别严重损害程度由从原来的第二级升级为第三级	安全策略和安全制度、安全管理机构和人员、安全建设管理、安全运维管理
测评周期	3 级系统每年一次，4 级系统半年测评一次	3 级及以上系统每年一次
测评分数	60 分及格	75 分及格

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.3 “云大物智工”扩展要求，公司提前布局新兴领域抢占先机

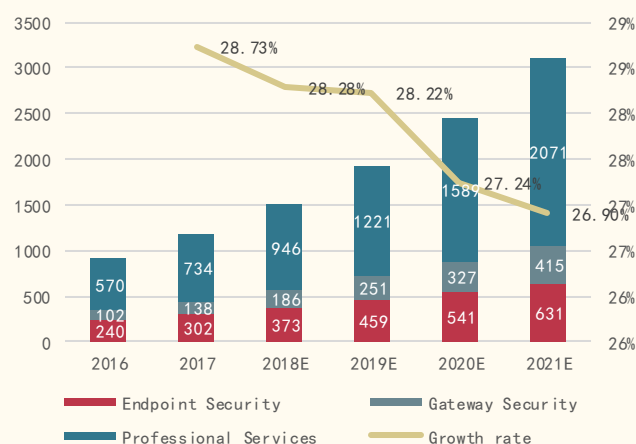
“等级保护 2.0”时代，监管对象由传统信息系统扩展到云计算、大数据、移动互联、物联网、工控等领域。实际监管范围的拓宽，对新兴领域安全保护提出细化的标准，未来市场规模巨大。据 Gartner 报告，2017 年全球云安全市场规模为 58 亿美金，物联网安全市场规模为 12 亿美金，预计到 2020 年两细分安全市场规模翻一番。

图表 16：2017 年全球云安全市场规模 58 亿美金，预计 2022 年翻一番（单位：亿美金）



来源：Gartner，国金证券研究所

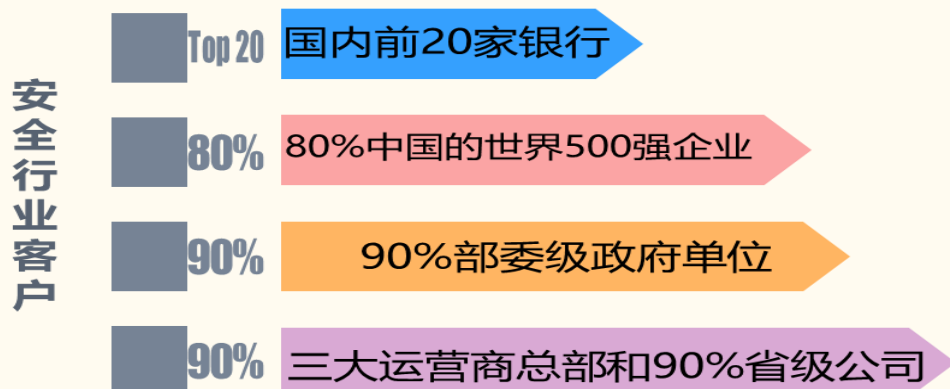
图表 17：2017 年全球物联网安全市场规模 12 亿美金，预计到 2020 年翻一番（单位：百万美金）



来源：Gartner，国金证券研究所

深信服提前布局云安全和物联网安全领域。公司前几年快速切入云计算和企业级无线业务，两业务营收占比总和已超过 40%，围绕两大业务形成了内容安全、边界安全、移动安全、云安全、传输安全、网络空间安全六大业务安全体系。深信服安全业务为用户打造持续进化、有效保护的安全架构；在网、端、云，三个点上为用户提供持续进化和有效保护的安全产品和方案，赢得广大用户的认可与信赖。安全业务客户广泛覆盖在政府、金融机构、运营商及大型企业，受益于新兴安全领域市场的激发，深信服在未来三年云安全和物联网安全业务规模增长确定性强。

图表 18：深信服安全行业客户渗透率高



来源：深信服官网、公开资料、分析师整理、国金证券研究所

2.4 等保技术要求升级，细分领域领导者获益

扩展要求对安全厂商解决方案和技术提出挑战。新兴安全场景“云大物移控”的扩展要求分为技术要求和管理要求两部分。以物联网为例，等保 2.0 物联和环境、网络和通信安全、设备和计算安全、应用和数据安全五个方面做了扩展要求。标准强调物联网系统定级的整体性，要求物联网作为一个整体对象定级，大部分细则是针对感知节点。据物联网技术扩展要求推断，帮助企业完成等保 2.0 的建设，要求安全厂商具有提供完整性解决方案的能力，以及在关键性技术方面有所积累。

图表 19：物联网安全扩展要求

	物理和环境安全	网络和通信安全	设备和计算安全	应用和数据安全	安全建设管理	安全运维管理
第一级基本要求	1) 终端感知节点设备（包括RFID标签）的物理和环境安全	1) 数据源认证 2) 异构网安全接入		1) 访问控制 2) 数据完整性 3) 数据可用性	1) 自行研发感知节点设备（包括RFID） 2) 外包研发感知节点设备（包括RFID）	1) 感知节点设备（包括RFID）环境管理 2) 感知节点设备（包括RFID）备份与恢复管理
第二级基本要求	2) 感知网关节点设备（包括RFID读写器）的物理和环境安全	3) 感知节点设备访问控制		4) 数据保密性		
第三级基本要求			1) 终端感知节点设备（包括RFID标签）的设备安全 2) 感知网关节点设备（包括RFID读写器）的设备安全	5) 资源控制 6) 在线更新 7) 抗数据重放		3) 感知节点设备（包括RFID）备份与恢复管理
第四级基本要求						

来源：《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求 第4部分：物联网安全扩展要求》、国金证券研究所

行业领导者更能满足等保升级的要求。对于等保 2.0 要求的升级，中小型安全厂商提供解决方案的能力有限，难以具备敏捷的反响速度，细分领域的领导者有望填补合规性要求所扩充的市场空间。据 IDC 数据，深信服在 UTM、内容

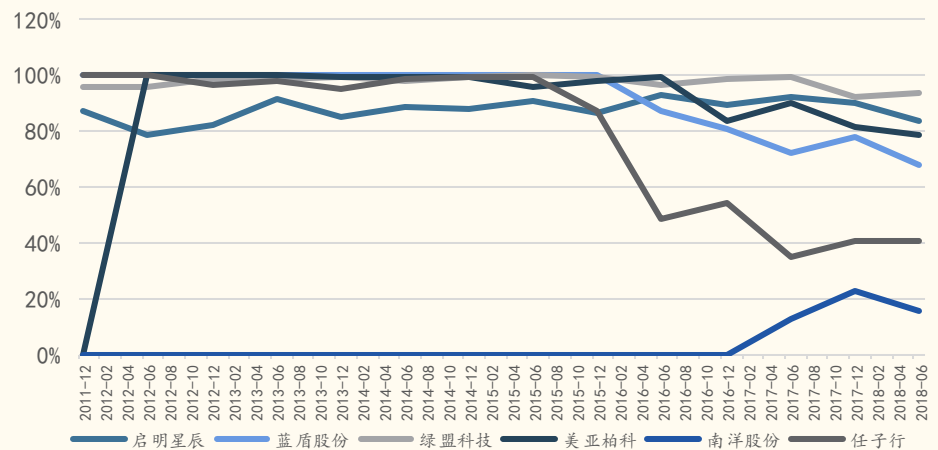
管理、VPN、ADC 领域排名领先，市占率分别为 14.12%，25.53%，30.64%，16.59%。在安全牛 2018 年 7 月发布的网络安全行业全景图中，深信服在防火墙、上网行为管理/Web 安全网关、UTM、VPN、移动终端安全、视频专网、态势感知等领域榜上有名。等保 2.0 落地之后，细分领域的竞争优势有利于深信服进一步攫取市场份额。

三、信息安全厂商业务转型，深信服抢占云计算快车道

3.1 安全行业内公司业务分化，多元化经营成为趋势

信安厂商延伸到游戏、电商、大数据领域。在 2015 年国务院积极推进“互联网+”的背景下，信息安全行业内主要公司也在开始了业务多元化的脚步，互联网、电子商务、大数据成为当时传统企业业务延伸的绝佳落点。任子行 2014 年开始进入游戏领域，蓝盾股份 2016 年涉足电子商务服务领域，美亚柏科 2016 年建造大数据信息平台。

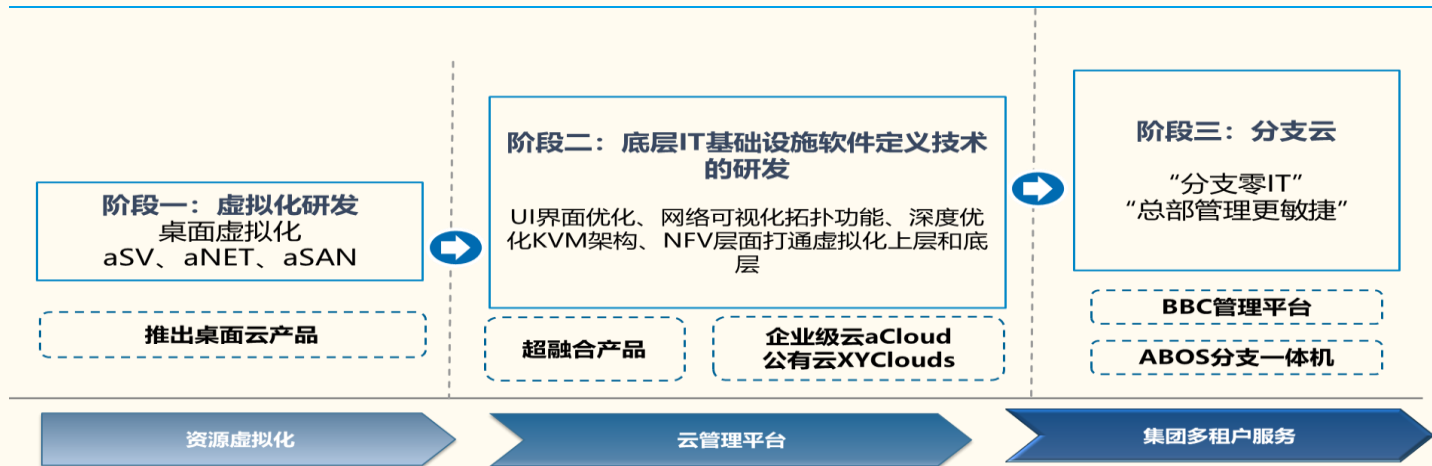
图表 20：信息安全行业公司安全业务收入占比（%）出现分化



来源：Wind、国金证券研究所

深信服抢占云计算快车道，跃升至万亿级市场。深信服的云数据中心建设按照客户的需求可以分为三个阶段：1) 利用超融合技术作为数据中心的基础架构，实现整个数据中心的所有资源虚拟化；2) 做整个云管理平台的建设，在企业进行复杂业务布局时交付云服务；3) 基于整个集团的机构和业务布局交付面向多租户的服务。事实上深信服云化之路也是按照这三个阶段平滑演进的，2010 年开始进行虚拟化研发，2015 年推出超融合基础架构，基于此架构陆续推出桌面云 aDesk、企业云 aCloud 和分支云 aBos 一体机和集中管理平台 BBC。2018 年深信服云计算总营收 8.67 亿元，与鹏博士、浪潮云体量相当。2019 年将原来的公有云子公司 XYClouds 纳入到云计算业务中，未来的战略是探索混合云解决方案。

图表 21：数据中心上云三阶段平滑演进

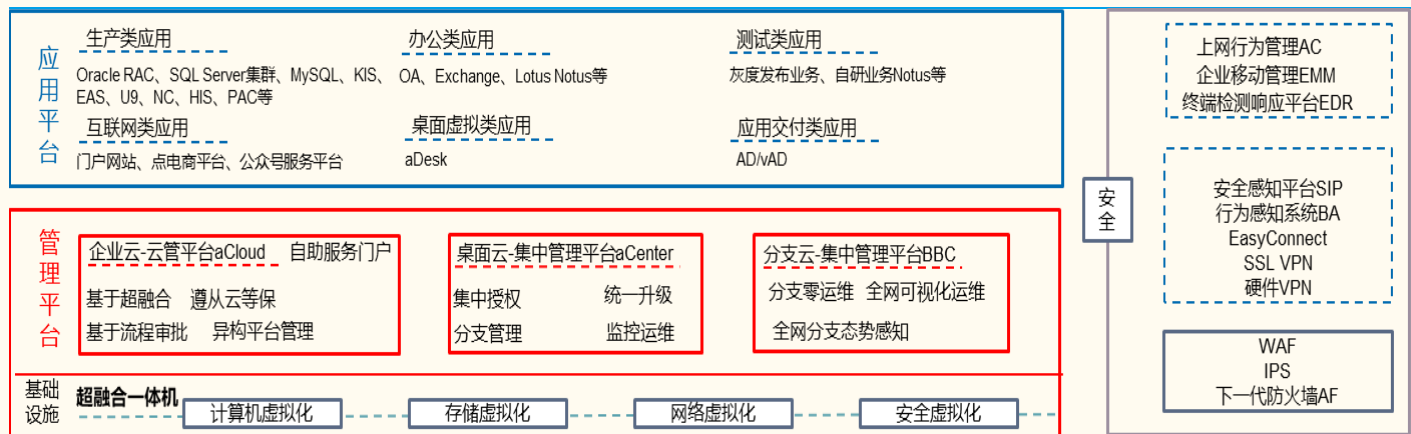


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 安全与超融合助力，切入政务云及企业级云

超融合架构与安全基因形成组合优势。私有云的主流建设路线有三种：1) 专业厂商自主研发的虚拟化和超融合产品和解决方案；2) 基于 OpenStack 的完全开源版本和做了修改加固的产品；3) 参考公有云技术，以 PaaS 为切入点，以应用的需求为中心的从上往下的设计方案。第三种设计在用户应用层面体验良好，但是底层的虚拟化和存储用的是最通用的技术，难以经受生产环境的检验。深信服的研发则是从底层往上设计的，基于计算机虚拟化、存储虚拟化、网络虚拟化及安全虚拟化的底层超融合架构，构建企业级云管理平台，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。区别于其他企业级云厂商，深信服独特的优势在于其与生俱来的安全基因，具备云端全堆栈安全组件，并且使得云产品由始至终的遵从云等保安全建设从终端应用与数据的安全访问。

图表 22：深信服云业务与安全基因的融合

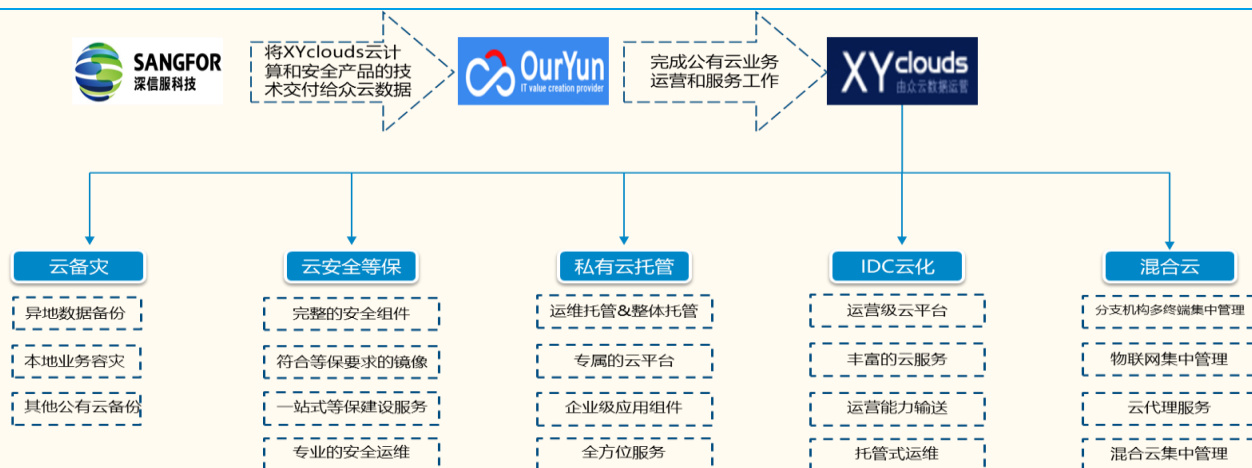


来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 私有云与公有云联动，进一步攻克混合云市场

私有云与 XYClouds 架构，向混合云平滑演进。云计算目前主要有四种业态，最早出现公有云，后来在客户自主可控的需求下又出现了自建的私有云和行业云，有客户因为业务需要将私有云和公有云混合使用，就出现了混合云，后来公有云为安全性要求高的客户专门划出片物理资源来，就是托管云。我们认为多种云的形态都会长期并存，并且融合、长期发展，共同替代传统的基础设施市场。用户根据自己各种业务的特点和场景，来选择使用哪种类型的云计算。

图表 23：深信服 XYClouds 运营模式



来源：公司公告，国金证券研究所

XYClouds 是依托深信服软件技术的公有云平台，深信服将 XYclouds 云计算和安全产品的技术交付给众云数据，由众云数据技术有限公司完成公有云业务运营和服务工作，为用户提供本地化的一站式企业级公有云服务体验。多重联动措施——可以与公有云 XYClouds 进行联动，以更好的保障业务连续性，对于关键性业务做到 RTO 和 RPO 为零，既可以做到云灾备也可以做到混合互联。

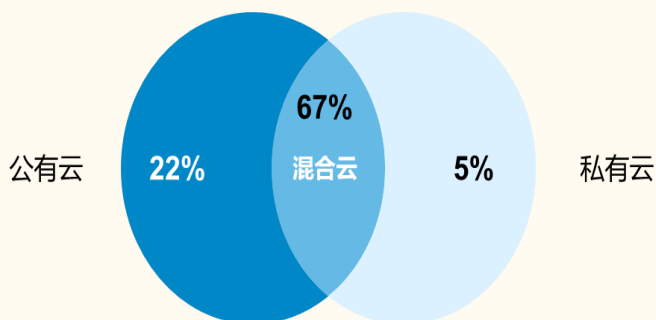
四、混合云成为重要趋势，超融合架构有望成为核心竞争力

4.1 混合云规模扩大，提振虚拟化需求

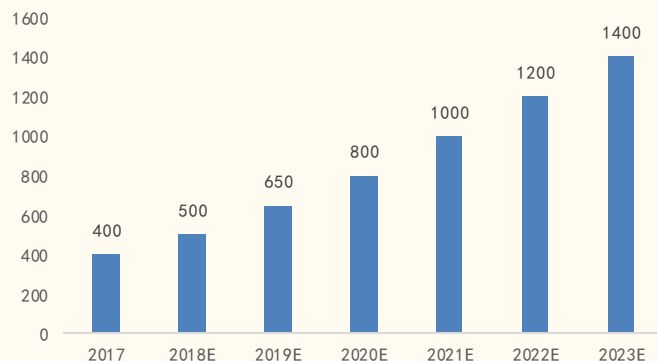
混合云规模和增速明显上升。RightScale 调查报告显示，2017 年采用混合云的企业较 2015 年上升了 9%，达到 67%。Gartner 预计，到 2020 年，90% 的组织将使用混合云管理基础设施，市场对混合云模式的接受程度日益上升。另 Market Research Future 预计未来我国混合云有望进入快速增长期，2017 年全球混合云市场规模约 400 亿美元，预计 2023 年将达到 1400 亿美元，复合增长率达 24%。混合云数倍于私有云市场规模，进一步提振虚拟化需求。

图表 24：2017 年采用混合云的企业较 2015 年上升了 9%

图表 25：全球混合云市场 2023 年将达到 1400 亿美元



来源：RightScale，国金证券研究所



来源：Market Research Future，国金证券研究所

云巨头拉力战转攻混合云，激发超融合架构增量市场。据 IDC 调研数据显示，2014-2018 五年时间内公有云头部玩家出现 5 次更迭，云计算巨头间角逐激烈，转而布局混合云市场。2018 年 4 月，谷歌发布了第一个大型混合云服务平台 Anthos；2018 年 10 月，IBM 收购开源软件和技术主要供应商红帽；亚马逊 AWS 宣布了最新的混合云计划，推出了 AWS Outposts 服务。巨头推动下，混合云成为未来重要趋势。IDC 报告显示云计算占全球 IT 基础架构支出份额不断增加，预测中国云 IT 基础架构支出占全球市场份额将从 2018 年的 12% 上升到 2023 年的 25%，届时将成为全球私有云 IT 基础架构支出第一大市场。在业务上云时，目前国内大部分企业级用户仍然将主要数据和核心业务保存在本地私有云中，而将不涉及核心数据的业务、创新业务放在公有云端，因此，目前私有云在我国云计算产业中占有重要地位。

我们判断根据业务特性提供相应 IT 承载资源的混合云架构将是企业级用户 IT 基础架构的主流。而超融合架构作为多云管理的重要一环，与传统架构相比具有降低运营成本的优势，借着云 IT 基础架构持续投资的东风，有望成为核心竞争力，市场增量空间大。

从技术上看，超融合架构的优点非常明显：1) 按需横向扩展，用户如因业务需要配置更高的计算能力、更大的存储容量，只需横向扩展更多的 X86 服务器；2) 分布式架构，软件分布在每一台主机上，数据被复制多份并跨主机保存，利用虚拟机 HA 技术和虚拟负载均衡等技术提供高可靠性；3) 交付简单，开箱即用，设备插电即可进行业务部署；4) 资源统一管理，简化了运维工作，基于可视化管理平台，对计算、存储、网络、安全等资源进行统一管理；5) 超融合架构可以实现更好的多节点并发性能，采用分布式存储作为 IO 支撑，部分平台采用数据本地化设计，单业务系统可实现高速 IO 吞吐，多业务并发时的总体性能远超传统 IT 架构。

超融合架构也有其自身的一些缺点：1) 不支持数据中心原有外部存储，大部分不同 HCI 之间无法整合和互操作，形成新的数据孤岛；2) 超融合计算、存储能力扩容是同步的，无法实现单项能力扩展；3) 系统架构复杂性在集群到达一定规模后会非线性增加，大大增加了集群管理的难度，硬件故障和自修复发生概率加大，同时发生故障后的跟踪分析和诊断变得更加困难；4) 与高端存储系统相比，超融合架构在承载核心关键应用的某些指标能力还有待验证，包括数据的保护、迁移、备份，以及 Qos 控制、高性能的一致性等等。

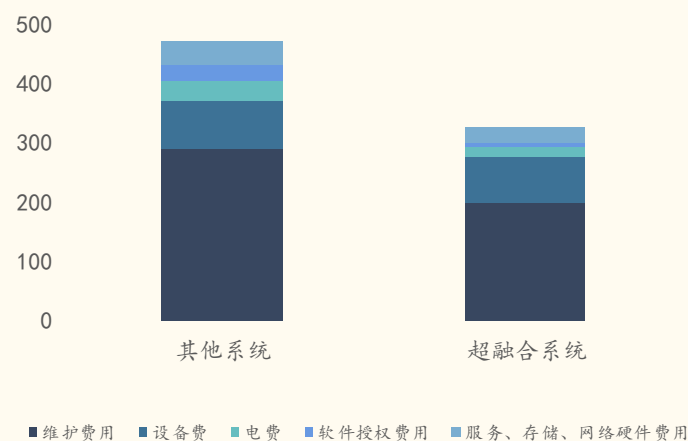
没有完美的架构，市场和客户的需求说明一切。虽然还存在一些问题，也很难说超融合架构就是数据中心的终极目标架构，但海内外市场近年来的高速增长已充分说明了超融合架构旺盛的生命力。以中国市场为例，2018 年中国市场超融合架构市场规模已超过 8 亿美金，预计未来还将高速增长，2023 年市场规模达到 35 亿美元。

图表 26：云计算占全球 IT 基础架构支出份额提升



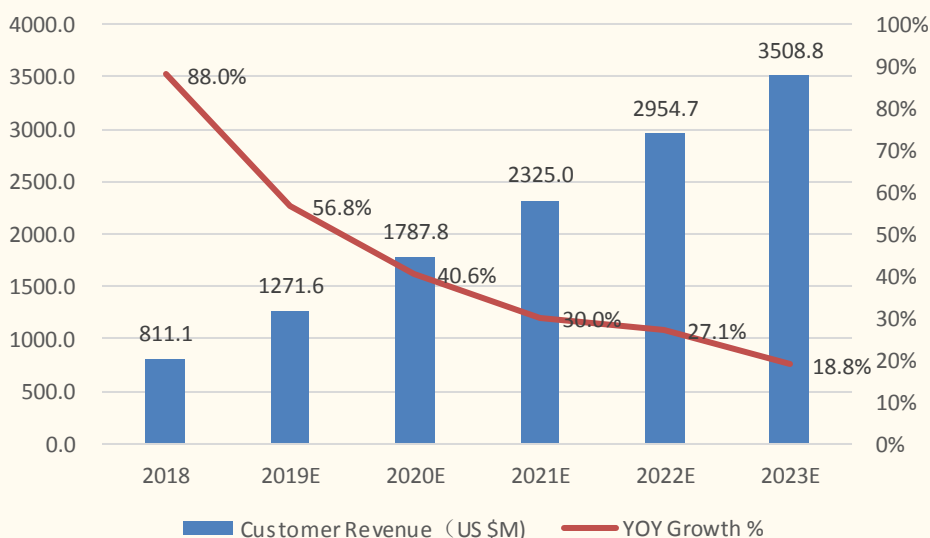
来源：IDC，国金证券研究所

图表 27：超融合具备低成本优势



来源：IDC，国金证券研究所

图表 28：中国超融合市场 2023 年预计将达 35 亿美元



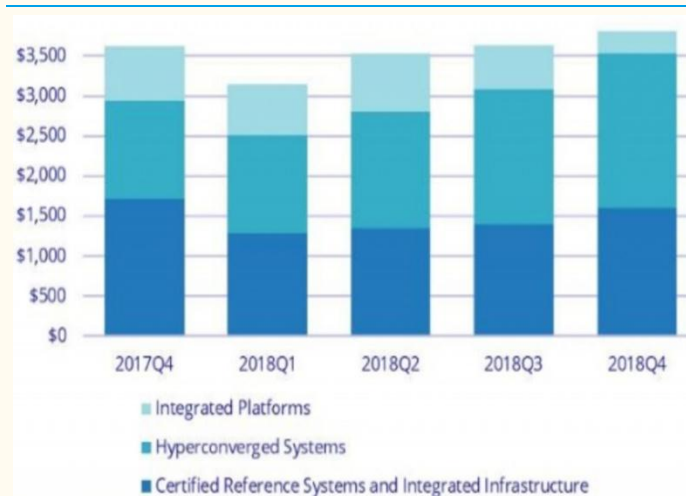
来源：IDC，国金证券研究所

4.2 超融合竞争格局未定，深信服逐渐强化竞争优势

国内超融合格局未定，深信服占据有力席位。最早的超融合产品由 Nutanix 于 2011 年推出，之后联想、新华三、SmartX、华云网际、VMware、华为、深信服陆续推出超融合产品。据 2018 年第四季度 IDC 报告，全球超融合系统销售额同比增长 57.2%，收入为 19 亿美金。2018 年中国超融合系统全年销售额为 716.9 百万美元，同比增长 88.2%。超融合在国际上已成为主流，国内超融合市场还处于蓝海阶段，各路玩家纷纷布局，市场体量还未爆发，竞争格局未定。超融合领域的玩家主要有三类：1) 传统的 IT 基础设施厂商，如华为、新华三；2) 资深超融合玩家，如 Nutanix、VMware；3) 初创的云存储公司，如青云、道瀚、易捷行云、XSKY。作为传统的信息安全厂商转型的超融合新秀，深信

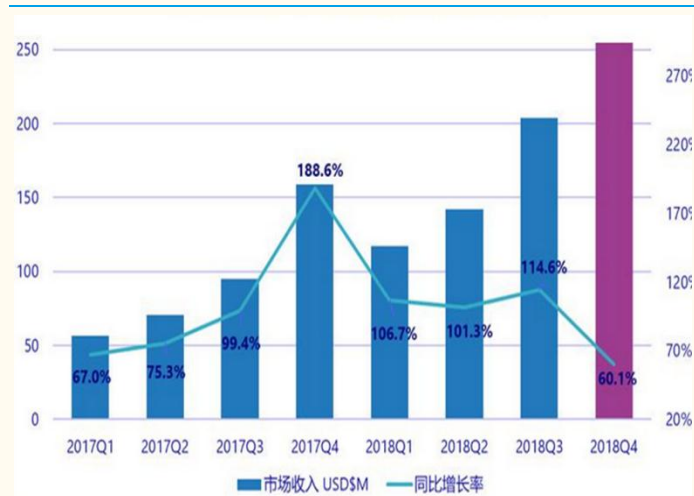
服在与各类玩家的角逐中未落下风，逐渐显现出优势。

图表 29：全球超融合占融合系统总收入份额超 45%



来源：IDC，国金证券研究所

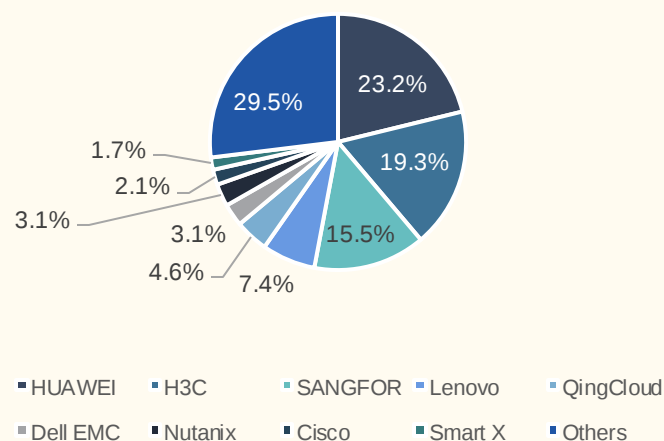
图表 30：中国超融合市场高速增长



来源：IDC，国金证券研究所

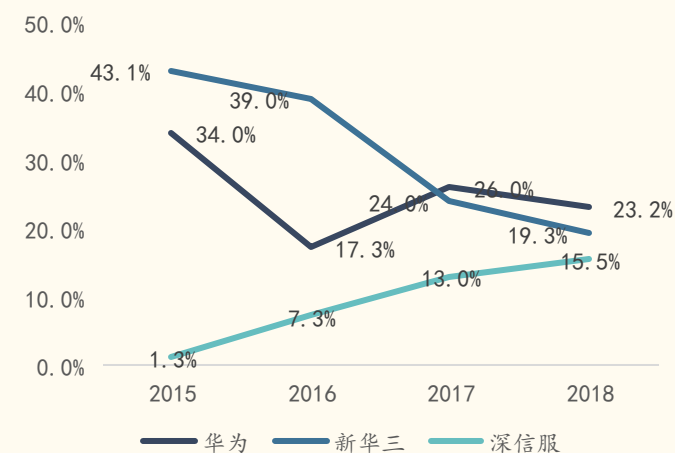
与传统 IT 基础设施厂商争夺国内市场，前三甲差距缩小。国内超融合市场竞争者众多，破局者不断涌现，但前三甲的位置稳定在华为、新华三、深信服中。华为、新华三进军超融合市场时间较早，前后于 2012 年、2013 年推出各种超融合产品 FusionCube 和 UIS。深信服第一款超融合产品在 2015 年推出，市占率不足 2%，当时华为和新华三的市占率总和达到 77.1%。经过短短三年的研发销售，深信服的市占率提升到 15.5%，华为和新华三的份额被新进入的初创企业瓜分，总计已低于 45%。在国内前五大超融合厂商中，深信服增长率为 128.5%，联想为 200.1%，青云为 162.0%，均高于行业平均增速 88.2%。华为、新华三的增长率虽保持较高水平，分别为 69.6%和 48.8%，低于行业平均水平，与后面强劲增长的竞争对手相比稍显后劲不足，存在被赶超的风险。

图表 31：国内超融合市场华为、新华三、深信服鼎立局面稳定 (2018)



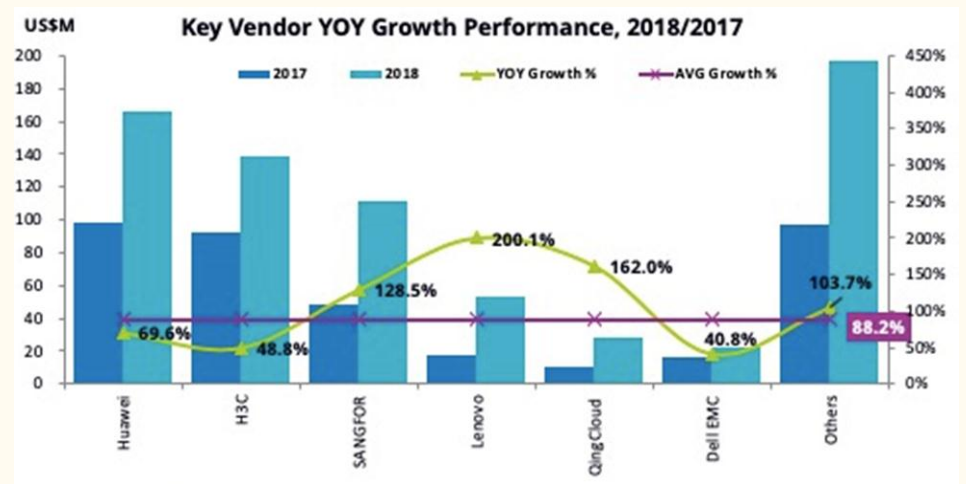
来源：IDC，国金证券研究所

图表 32：国内超融合市场前三甲华为、新华三、深信服差距缩小 (2015-2018)



来源：IDC，国金证券研究所

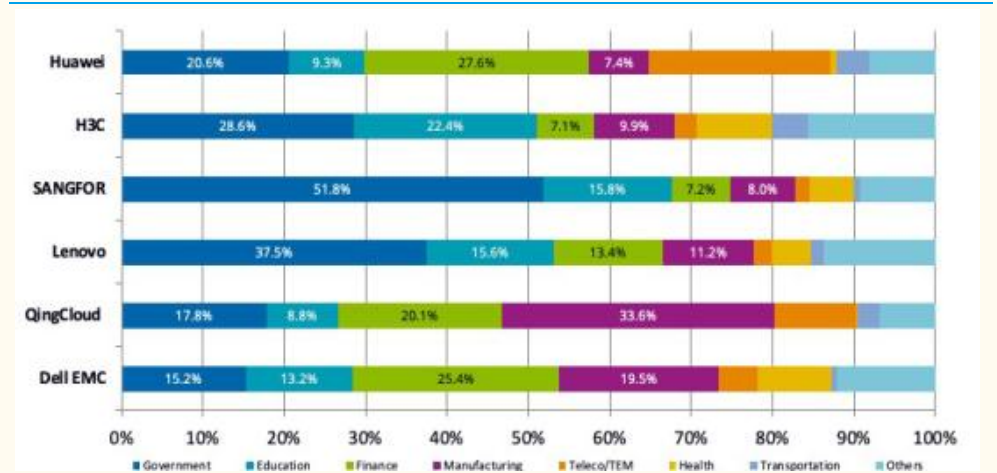
图表 33：深信服超融合市场增速高于华为、新华三（2017-2018 年）



来源：IDC，国金证券研究所

深信服与华为、新华三的优势在于政务云。国内超融合产品渗透到了政府、教育、金融、制造、通信、健康和交通等多个行业，深信服客户中来自政府的比例高达 51.8%。目前超融合市场是一个新兴的低饱和领域，各厂商均在安营扎寨，获取新客户，还未跨越到各厂商市场份额此消彼长的竞争阶段。在这一阶段，渠道和销售是制胜法宝。深信服在信息安全领域耕耘的十几年来，90%的部委级政府单位都采购了深信服的产品，安全可靠的产品建立了良好的品牌形象。深信服向云计算转型，恰好迎合了政府上云的客观性需求，将安全产品的政府客户转换到超融合产品上是自然过渡的过程。

图表 34：深信服超融合产品在政务云上占有率最高（2018）



来源：IDC，国金证券研究所

超融合与云计算合作生态壁垒显现，巨头联盟巨头，新秀合作新秀。青云与炎黄盈动深度合作；VMware 与腾讯云携手推出黑石 Stack-V 混合云解决方案，与阿里云达成战略合作共同提供混合云解决方案以及引领企业数字化转型，与 AWS 合作推出 VMware Cloud on AWS 服务。Nutanix 与谷歌合作布局混合云市场，与浪潮信息推出浪潮 inMerge1000 超融合一体机，携手 IBM 共同构建超融合云硬件。深信服与灵雀云联合推出超融合+PaaS 一体化解决方案，与华为共同打造“华为 FusionCloud+深信服 OpenAD 解决方案”，联合浪潮共建计算生态。巨头们合纵连横，超融合新秀要在巨头联盟的压力下突出重围，要靠本土化的渠道优势以及自身技术硬实力。

对标国际超融合资深玩家，迅速掌握产品迭代的创新力。Nutanix 以超融合设备起家，2012 年推出第一款超融合系统 AOS，商业模式有两种：

1) OEM——Nutanix 提供软件，与一些厂商（Dell；Lenovo）的硬件包装在一

起组装超融合产品；

2) ELA——与终端客户直接签订仅限软件的企业许可协议 (ELA)。

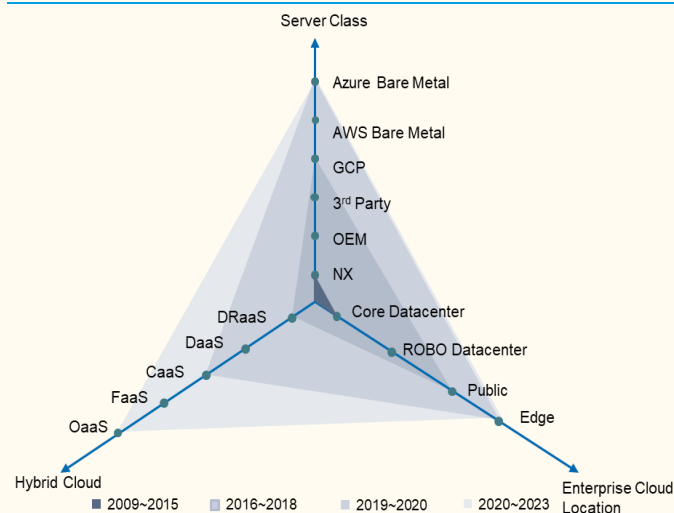
2018 年 Nutanix 由软硬一体产品和软件产品并行的销售模式向纯软件销售的商业模式转型，并在企业云方向研发布局。从 Nutanix 的产品及技术演进的过程中来看，2019-2023 年 Nutanix 将开展公有云、边缘计算、以及云安全（灾难恢复即服务 DRaaS、FaaS 函数即服务、OaaS 运维即服务）、云服务（数据即服务 DAAS、CaaS 通讯即服务）等方面应用研发。深信服安全厂商出身，在云安全方面经验丰富，领先于单纯的超融合厂商，研发重点集中在混合云上。

图表 35：深信服产品及技术演进（2000-2019）



来源：深信服官网，分析师整理，国金证券研究所

图表 36：Nutanix 产品及技术演进（2009-2023）



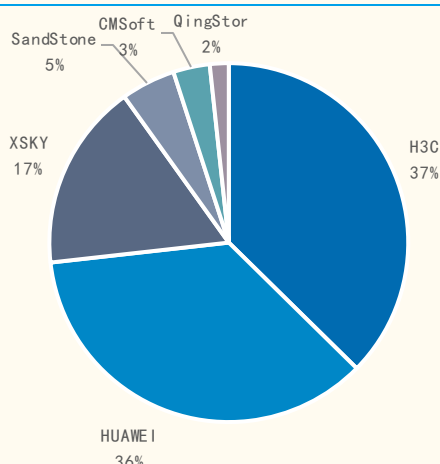
来源：Nutanix 官网，分析师整理，国金证券研究所

4.3 新增软件定义存储产品，覆盖超融合盲点

中国海量数据增长迅速，深信服推出分布式存储新品。根据 IDC 最新的《2025 年中国将拥有全球最大的数据圈》报告，2018 年到 2025 年全球数据圈将增长 5 倍，达到 175ZB；其中，中国数据圈的增长速度将高于全球，且占比将从 2018 年的 23.4% 增长到 2025 年的 27.8%，增长至 48.6ZB。从中长期来看，未来很长时间依然有大量用户的数据中心中采用 SAN 架构，客户同时也将面临一系列的存储挑战，包括数据存储、数据管理复杂、数据孤岛等等，而这是传统存储架构无法满足的，给分布式存储带来很大的机会。深信服在这个时间节点推出分布式存储 EDS 产品，也是看到了超融合在结构化数据场景中的局限性，想要在存储市场上有所作为。

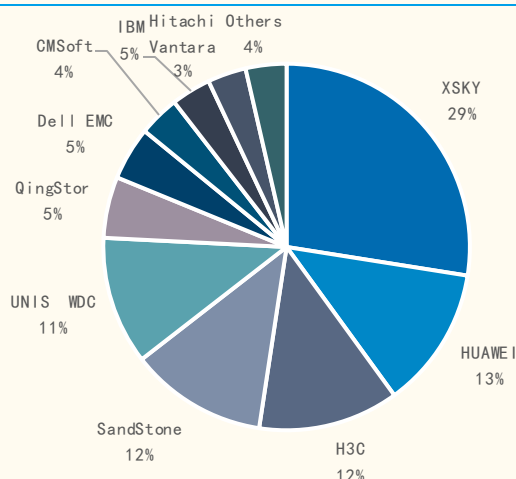
融合厂商有技术优势，以及铺垫的客户和渠道资源。据 IDC 发布的《2018 年第四季度中国软件定义存储及超融合市场跟踪报告》，在 Block Level 和 Object Level 的软件定义存储市场中，前三甲除了 XSKY 都是融合厂商（华为、新华三）。深信服自身在超融合中积累了非常丰富和成功的块存储经验，并且超融合产品已经积累了超过 1 万家用户，这部分已培养起来的用户对于软件定义存储的接受度会很高。2018 年试点短时间内就获得了几十家用户，2019 年任务目标是营收达到近亿元的规模，并且希望在未来几年保持营收翻番的增长。

图表 37: China SDS Block Level Market Overview, 2018Q4, (Total: 35.03M)



来源: IDC, 国金证券研究所

图表 38: China SDS Object Level Market Overview, 2018Q4, (Total: 35.3M)

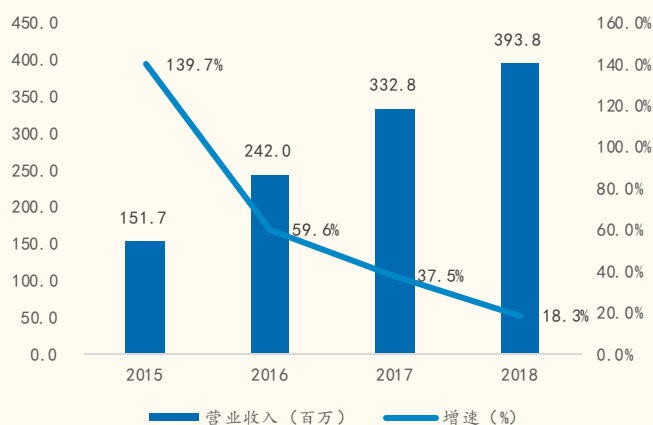


来源: IDC, 国金证券研究所

五、企业级无线业务稳定增长

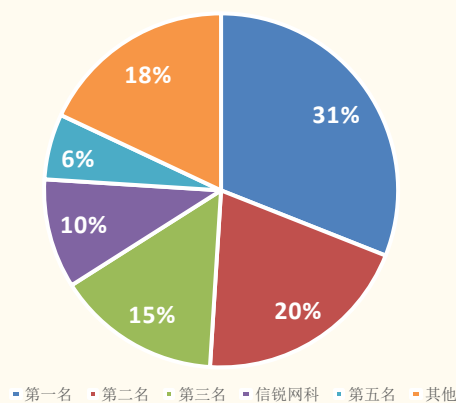
作为当下互联网流量的重要入口, Wi-Fi 已成为各行业实现“互联网+”转型配套建设的热点, 顾客以及电子系统对 Wi-Fi 的依赖性越来越强。公司的企业级无线业务由子公司信锐网科运营, 提供全场景无线接入、无线网络安全、无线大数据分析等, 安视交换机业务提供从接入、汇聚到核心、数据中心(云计算)等数字化升级改造的全场景有线安全接入, 企业级物联网业务提供物联网校园、泛机房动环监测、智慧办公等智能化服务。目前子公司信锐网科的相关产品和解决方案已经广泛应用于智慧办公、智慧教育、智慧政务、智慧医疗、智慧金融、智慧旅游和智慧城市等场景。IDC 年度报告显示, 2018 年信锐在国内企业级 WLAN 市场以 10.4% 的份额占比位居第四。

图表 39: 企业级无线业务稳定增长 (2015-2018)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 2018 年信锐在国内企业级 WLAN 市场位居第四



来源: Wind, 国金证券研究所

总体上看, 企业级无线市场竞争比较充分, 产品差异化程度不大, 公司依托 5000 多家渠道合作伙伴优势, 有望实现市场份额的持续稳定提升。

六、深信服营收规模预测

收入假设：1) 公司在传统信息安全领域优势不断巩固和提升，在未来三年云安全和物联网安全业务规模增长确定性强。同时考虑到信息安全行业已进入相对成熟期，行业增速稳中略降，预计 19-21 年公司安全业务增速分别为 25%/23%/20%；2) 公司云业务仍处高速增长期，由于近几年超融合市场保持高速增长，同时公司市场份额将稳步扩大，预计 19-21 年云计算业务增速分别为 55%、60%、60%；3) 公司企业级无线和信息技术服务业务增速保持相对稳定，预计未来三年的增速分别为 15%和 10%。

基于上述假设，我们预测公司 19-21 年营收分别为 42.4/56.7/76.3 亿元，由于相对低毛利的云计算业务占比不断加大，公司总体毛利率将缓步走低，分别为 73.2%/72.2%/69.9%。

图表 41：深信服收入拆分与预测

收入单位：百万元		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
安全业务	安全业务	1228.29	1518.79	1891.58	2364.48	2908.30	3489.97
	yoy	17.01%	23.65%	24.55%	25.00%	23.00%	20.00%
	毛利率	88.00%	88.72%	88.46%	88.32%	88.50%	88.34%
云计算	云计算	221.40	544.56	866.79	1343.52	2149.64	3439.42
	yoy	207.78%	145.96%	59.17%	55.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	57.15%	53.00%	53.82%	53.50%	54.20%	53.84%
企业级无线	企业级无线	242.04	332.81	393.77	452.84	520.76	598.87
	yoy	59.57%	37.50%	18.32%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	63.36%	64.33%	61.92%	62.05%	63.30%	62.40%
信息技术服务	信息技术服务	58.32	76.31	72.31	79.54	87.50	96.24
	yoy	28.46%	30.86%	-5.25%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	27.01%	21.58%		22.30%	24.50%	23.60%
合计	总收入	1750.05	2472.47	3224.45	4240.38	5666.20	7624.51
	毛利	1376.56	1866.61	2364.28	3105.81	4090.03	5331.23
	总成本	373.48	605.87	860.17	1134.56	1576.17	2293.28
	毛利率	78.66%	75.50%	73.32%	73.24%	72.18%	69.92%

来源：wind，分析师预测，国金证券研究所

预计公司 19-21 年归母净利润 6.8/8.8/9.8 亿元，EPS 1.68/2.19/2.44 元。采用分部估值法对公司进行估值，我们判断云业务目前尚未盈利或盈利较少，假设公司全部利润来自安全和其它非云业务。预计 2020 年非云业务贡献利润 8.8 亿，参照 A 股可比信息安全公司估值情况，给予 40 倍 PE，估值 352 亿；云计算业务 20 年收入 21.5 亿，给予 10 倍 PS，估值 215 亿，2020 年公司总体合理目标市值 567 亿，目标价 140.69 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 42：A 股可比信息安全上市公司 PE

序号	股票代码	股票名称	收盘价 (20190820)	EPS (万得一致预测均值, 2019)	PE (2019)
1	300188	美亚柏科	17.11	0.48	36
2	002912	中新赛克	112.48	2.68	42
3	002439	启明星辰	29.85	0.77	39
4	300369	绿盟科技	17.06	0.30	57
5	300297	蓝盾股份	5.59	0.40	14
平均					37

来源：wind，国金证券研究所

七、风险提示

- 公司规模快速扩张后存在管理与规模适配的风险；
- 公司主要产品技术演进路线方向发生跃变风险；
- 核心人才团队流失风险；
- 云计算市场拓展不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 2019年5月20日，公司有169,056,000股解禁，占公司股份总数的41.94%。本次实际可上市流通数量为164,210,105股，占公司股份总数的40.73%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,750	2,472	3,224	4,240	5,666	7,625
增长率		41.3%	30.4%	31.5%	33.6%	34.6%
主营业务成本	-373	-606	-860	-1,135	-1,576	-2,293
%销售收入	21.3%	24.5%	26.7%	26.8%	27.8%	30.1%
毛利	1,377	1,867	2,364	3,106	4,090	5,331
%销售收入	78.7%	75.5%	73.3%	73.2%	72.2%	69.9%
营业税金及附加	-25	-35	-43	-57	-77	-104
%销售收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-766	-868	-1,171	-1,548	-2,040	-2,707
%销售收入	43.8%	35.1%	36.3%	36.5%	36.0%	35.5%
管理费用	-513	-587	-130	-172	-215	-267
%销售收入	29.3%	23.7%	4.0%	4.1%	3.8%	3.5%
研发费用	0	0	-779	-1,026	-1,360	-1,792
%销售收入	0.0%	0.0%	24.2%	24.2%	24.0%	23.5%
息税前利润 (EBIT)	72	377	241	303	398	462
%销售收入	4.1%	15.2%	7.5%	7.1%	7.0%	6.1%
财务费用	40	42	77	131	235	231
%销售收入	-2.3%	-1.7%	-2.4%	-3.1%	-4.1%	-3.0%
资产减值损失	-7	-12	-13	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	6	7	19	15	16	27
%税前利润	1.9%	1.1%	3.1%	2.1%	1.7%	2.6%
营业利润	110	637	614	697	913	1,019
营业利润率	6.3%	25.7%	19.0%	16.4%	16.1%	13.4%
营业外收支	195	4	4	5	5	5
税前利润	305	641	618	702	918	1,024
利润率	17.4%	25.9%	19.2%	16.6%	16.2%	13.4%
所得税	-48	-68	-15	-25	-37	-41
所得税率	15.6%	10.5%	2.4%	3.5%	4.0%	4.0%
净利润	258	574	603	677	882	983
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	258	574	603	677	882	983
净利率	14.7%	23.2%	18.7%	16.0%	15.6%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	258	574	603	677	882	983
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	67	98	24	35	46
非经营收益	-44	-40	-93	-4	-21	-32
营运资金变动	11	139	335	277	150	122
经营活动现金净流	273	740	943	974	1,046	1,119
资本开支	-64	-37	-314	-342	-331	-322
投资	-14	-624	-1,373	0	0	0
其他	53	36	76	15	16	27
投资活动现金净流	-25	-625	-1,610	-327	-315	-295
股权募资	13	0	1,317	151	0	0
债权募资	-116	0	0	3	40	50
其他	-243	-155	-129	-271	-353	-393
筹资活动现金净流	-346	-155	1,188	-117	-313	-343
现金净流量	-97	-40	521	531	418	481

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	231	216	737	1,268	1,686	2,167
应收账款	190	296	356	453	652	961
存货	51	88	128	145	214	330
其他流动资产	712	1,487	1,823	1,515	1,671	2,030
流动资产	1,184	2,087	3,045	3,381	4,223	5,488
%总资产	56.3%	71.7%	59.3%	58.5%	61.0%	64.8%
长期投资	41	42	46	46	46	46
固定资产	100	144	182	262	334	397
%总资产	4.7%	4.9%	3.5%	4.5%	4.8%	4.7%
无形资产	18	21	19	77	131	182
非流动资产	920	824	2,088	2,398	2,700	2,982
%总资产	43.7%	28.3%	40.7%	41.5%	39.0%	35.2%
资产总计	2,104	2,911	5,132	5,779	6,923	8,470
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	510	670	1,010	1,124	1,519	2,098
其他流动负债	295	374	500	469	650	978
流动负债	805	1,044	1,510	1,594	2,169	3,076
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	89	127	185	190	230	280
负债	894	1,171	1,695	1,784	2,399	3,356
普通股股东权益	1,211	1,741	3,437	3,995	4,524	5,114
其中：股本	360	360	403	403	403	403
未分配利润	126	584	1,023	1,430	1,959	2,549
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,104	2,911	5,132	5,779	6,923	8,470

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.715	1.593	1.496	1.681	2.187	2.439
每股净资产	3.363	4.835	8.527	9.910	11.222	12.686
每股经营现金净流	0.759	2.056	2.340	2.417	2.594	2.777
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.672	0.875	0.976
回报率						
净资产收益率	21.27%	32.95%	17.55%	16.96%	19.49%	19.23%
总资产收益率	12.24%	19.70%	11.75%	11.72%	12.74%	11.61%
投入资本收益率	4.79%	18.77%	6.74%	7.22%	8.34%	8.58%
增长率						
主营业务收入增长率	32.70%	41.28%	30.41%	31.51%	33.62%	34.56%
EBIT增长率	-67.02%	422.95%	-36.02%	25.65%	31.37%	16.15%
净利润增长率	-21.96%	122.67%	5.19%	12.29%	30.14%	11.53%
总资产增长率	-1.78%	38.35%	76.30%	12.60%	19.79%	22.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.4	28.8	31.0	35.0	38.0	42.0
存货周转天数	41.6	41.9	45.7	47.0	50.0	53.0
应付账款周转天数	82.8	85.3	95.5	96.0	96.0	96.0
固定资产周转天数	20.8	21.2	20.6	22.6	21.5	19.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.05%	-12.39%	-21.47%	-31.76%	-37.28%	-42.39%
EBIT利息保障倍数	-1.8	-8.9	-3.1	-2.3	-1.7	-2.0
资产负债率	42.46%	40.21%	33.03%	30.87%	34.65%	39.62%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	5	22
增持	0	0	4	6	17
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.00	1.60	1.67	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH