

深信服(300454)/计算机
“信息安全+云计算”双轮驱动，蓄势待发
评级：买入(维持)

市场价格：114.74

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

Email: wenxc@r.qlzq.com.cn

分析师：何柄瑜

执业证书编号：S0740519090003

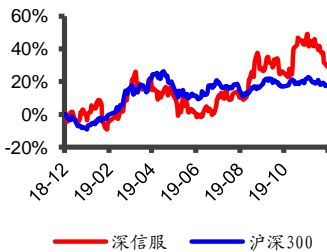
Email: heby@r.qlzq.com.cn

研究助理：杨亚宇

Email: yangyy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	4.09
流通股本(亿股)	2.10
市价(元)	114.74
市值(亿元)	469
流通市值(亿元)	241

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,472.5	3,224.5	4,238.7	5,547.6	7,173.3
增长率 yoy%	41.3%	30.4%	31.5%	30.9%	29.3%
净利润(百万元)	573.5	603.3	681.3	871.4	1,146.9
增长率 yoy%	122.7%	5.2%	12.9%	27.9%	31.6%
每股收益(元)	1.40	1.48	1.67	2.13	2.80
每股现金流量	-0.04	1.27	3.02	2.55	1.81
净资产收益率	33.0%	17.6%	16.1%	17.2%	18.6%
P/E	82.0	78.0	69.0	54.0	41.0
PEG	5.5	3.3	1.8	3.6	1.7
P/B	27.0	13.7	11.1	9.3	7.6

备注：股价取自2019年12月10日

投资要点

- “信息安全+云计算”双轮驱动，业绩稳步增长。**2014-2018年，公司营收年复合增长率达36%，归母净利润年复合增长率达27%，扣非归母净利润年复合增长率达47%，业绩增长迅速。公司以信息安全业务起家，2014-2018年云计算业务营收年复合增长率高达223%，云计算业务营收占比逐步提升，目前业务模式已经从信息安全单核驱动逐步转变为“信息安全+云计算”双轮驱动。
- 安全业务：受益于等保2.0，综合实力强劲。**(1)公司受益于等保2.0等相关政策。在1.0的基础上，等级保护制度2.0注重全方位主动防御、动态防御、整体防控和精准防护，实现对云计算、大数据、物联网、移动互联和工业控制信息系统等保护对象全覆盖。等保2.0于2019年12月1日政策正式实施，将为行业带来新的市场增量，行业生态向好。深信服作为国内安全行业领导者之一，或将受益于等保2.0相关政策。(2)研发创新能力强。2014-2018年，国内信息安全行业研发投入占营收比例超过20%的公司依次为：天融信(已退市，2014-2015年均值23.9%)、绿盟科技(23.2%)、深信服(21.9%)和启明星辰(20.8%)。2018年，深信服研发投入达7.8亿，研发投入行业最高，远超行业内其他公司。截止到2018年4月23日，公司专利数量累计已达到378件，在国内信息安全上市公司中排名第二，创新能力强。(3)竞争优势明显。深信服安全业务毛利率仅次于北信源(95%)，信息安全行业排名第二。我们认为，毛利一定程度上可以反映公司的上下游议价能力和产品化能力，从毛利率看，深信服综合实力强劲，竞争优势明显。
- 云计算业务：超融合增长迅速，获市场广泛认可。**公司云计算业务的核心为超融合，2016年公司在国内超融合领域市占率7.30%，排名第四；2018年，公司在国内超融合市占率提升至15.5%，仅次于华为和新华三，位居国内第三。2019年11月，Gartner发布最新的全球超融合基础设施魔力象限，中国有三家厂商入选，分别是深信服、华云数据、华为。公司超融合产品已经获得市场高度认可。深信服以网络安全起家，在渠道网络上积累了早期资源，通过利用其安全领域的实力，深信服为超融合产品提供各种安全产品以及数据中心转型解决方案，具有客户和渠道优势。
- 盈利预测与投资建议。**我们认为，深信服是国内信息安全行业领导者之一，受益于等保2.0相关政策，2020年安全业务或将快速增长。近年来，公司云计算相关业务发展迅速，国内超融合市场市占率逐步提升，有望为公司带来新的业绩增量。我们预计公司2019-2021年，归母净利润分别为6.81亿元/8.71亿元/11.54亿元，EPS分别为1.67元/2.13元/2.82元，目前股价对应的PE分别为69倍、54倍、41倍。维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**政策性风险；云计算业务拓展不及预期；研发风险。

内容目录

1、“信息安全+云计算”双轮驱动，业绩稳步增长	- 4 -
1.1 业绩：扣非净利 CAGR=47%，稳步增长	- 4 -
1.2 主营业务：信息安全+云计算	- 6 -
2、安全业务：受益于等保 2.0，综合实力强劲	- 7 -
2.1 等保 2.0 打开成长空间	- 7 -
2.2 研发创新能力强，毛利率高于同业	- 10 -
3、云计算业务：超融合获市场认可，前景广阔	- 13 -
3.1 云计算业务迅速增长，超融合是核心	- 13 -
3.2 超融合：市占率逐步提升，入围 Gartner 魔力象限	- 14 -
4、盈利预测与投资建议	- 17 -
5、风险提示	- 19 -
政策性风险	- 19 -
云计算业务拓展不及预期	- 19 -
研发风险	- 19 -

图表目录

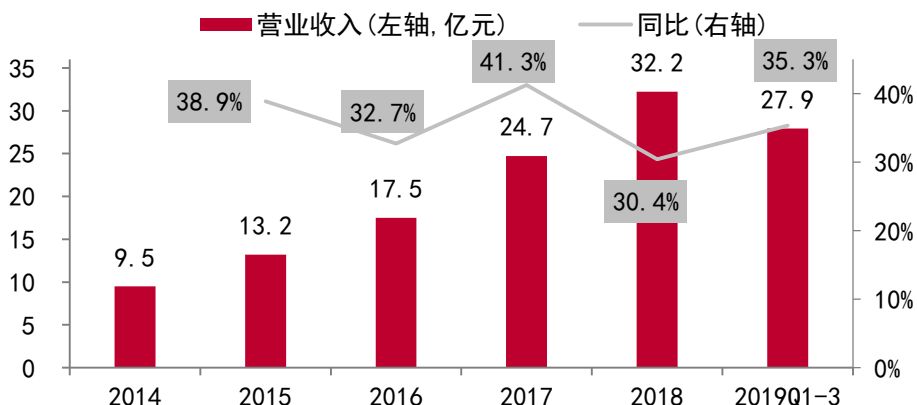
图表 1: 营收稳步增长.....	- 5 -
图表 2: 归母净利润稳步增长.....	- 5 -
图表 3: 扣非归母净利润稳步增长.....	- 5 -
图表 4: 信息安全业务是营收的主要来源.....	- 6 -
图表 5: 安全业务和云计算业务毛利率均超过 50%.....	- 7 -
图表 6: 公司综合毛利率.....	- 7 -
图表 7: 等保 2.0 的主要变化.....	- 9 -
图表 8: 深信服等保方案的优势.....	- 10 -
图表 9: 深信服等保 2.0 解决方案的标杆客户.....	- 10 -
图表 10: 研发投入占营收比例.....	- 11 -
图表 11: 2018 年研发投入金额 (亿元).....	- 11 -
图表 12: 累计专利数量 (件).....	- 12 -
图表 13: 信息安全行业细分板块市占率排名 (2015 年).....	- 12 -
图表 14: 安全业务毛利率高于行业均值.....	- 13 -
图表 15: 公司超融合架构: 软件定义数据中心.....	- 14 -
图表 16: 2018 年中国超融合市场竞争格局.....	- 15 -
图表 17: 公司超融合增速远大于行业增速.....	- 15 -
图表 18: 2019 年 Gartner 超融合魔力象限.....	- 16 -
图表 19: 中国超融合系统市场季度分析.....	- 17 -
图表 20: 收入拆分.....	- 18 -
图表 21: 可比公司估值表.....	- 18 -
图表 22: 公司主要财务指标.....	- 20 -

1、“信息安全+云计算”双轮驱动，业绩稳步增长

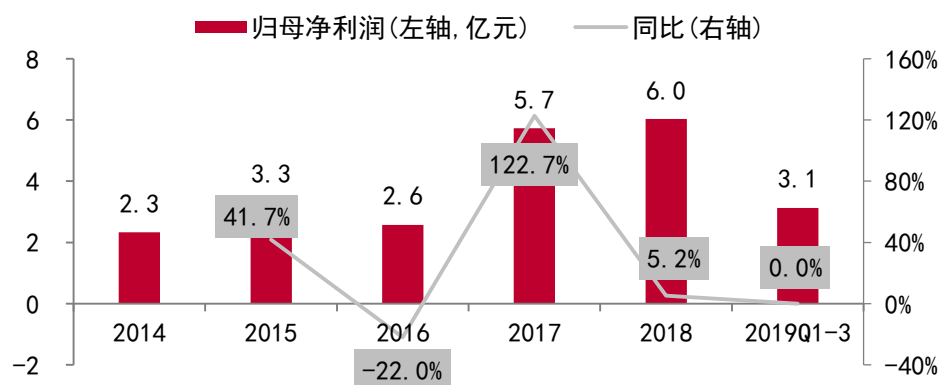
- **公司简介。**深信服科技股份有限公司（300454.SZ）主营业务是提供信息安全、云计算、企业级无线相关的产品和解决方案。公司从 2012 年开始布局云计算业务，目前已完成企业级云、专属云、桌面云三朵云的业务布局，向企业级用户提供超融合一体机、云管理平台、企业级云平台、跨云管理平台、云终端、桌面云一体机、分布式存储等多款产品和解决方案，为政府单位、教育机构、医疗机构、金融机构、各类型企业等单位提供从桌面到数据中心，从本地到云端，从私有云、行业云到混合云的完整云计算解决方案及服务。公司是第一批国家高新技术企业，先后获得获得“深圳市重点软件企业”、“国家规划布局内重点软件企业”等荣誉。
- 深信服用户包括政府部门、事业单位和各类企业等在内的企业级用户，分布在全球 50 多个国家和地区：美国、马来西亚、印尼、泰国、新加坡、中国香港、阿联酋、越南、缅甸、巴基斯坦、菲律宾、意大利、韩国等。

1.1 业绩：扣非净利 CAGR=47%，稳步增长

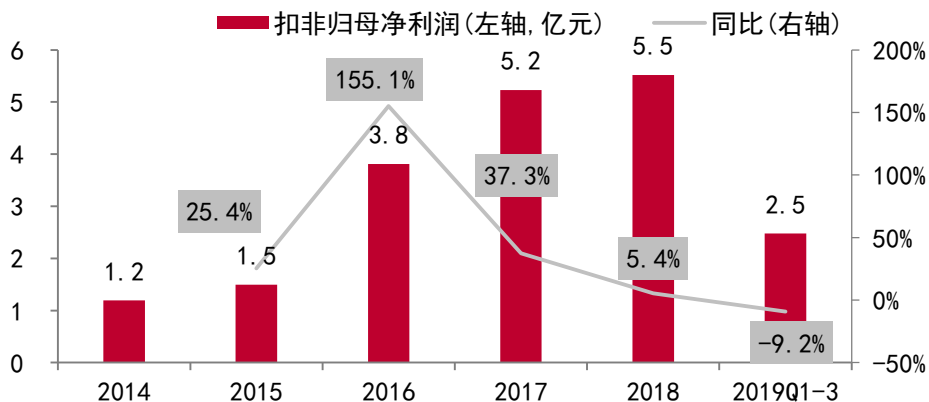
- **业绩增长迅速。**2014-2018 年，公司五年营收年复合增长率高达 36%，归母净利润年复合增长率高达 27%，扣非归母净利润年复合增长率高达 47%，高于营收增速，公司盈利能力逐步提升。
- **19Q3 公司扣非归母净利润增长提速。**2019 年前三季度，公司实现营业收入 27.92 亿元，同比增长 35.3%；归母净利润 3.13 亿元；扣非归母净利润 2.48 亿元，业绩稳步增长。从单季度数据看，19Q3 公司实现营业收入 12.33 亿元，同比增长 39.42%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比增长 30.82%；实现扣非归母净利润 2.33 亿元，同比增长 32.38%。与 19Q1、19Q2 相比，19Q3 公司扣非归母净利润增长提速（19Q1、19Q2 扣非归母净利润增速分别为-274%、14.23%）

图表 1: 营收稳步增长


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 归母净利润稳步增长


来源: Wind、中泰证券研究所

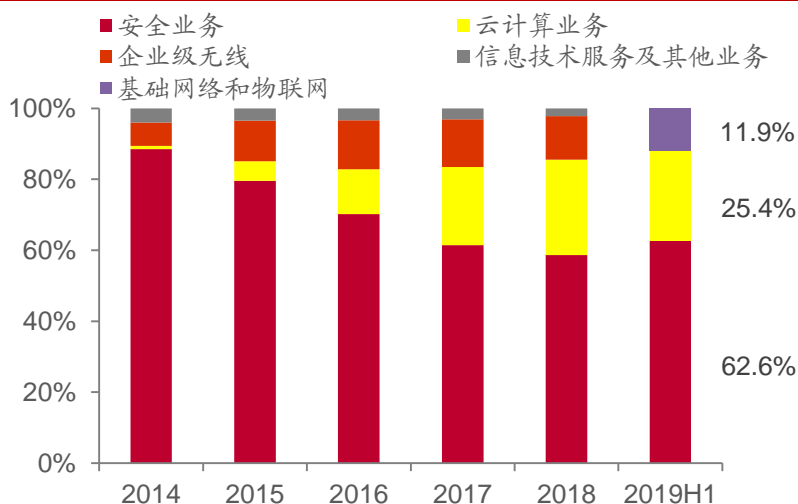
图表 3: 扣非归母净利润稳步增长


来源: Wind、中泰证券研究所

1.2 主营业务：信息安全+云计算

- 业务调整。**2018年及以前，公司四大业务为：信息安全业务、云计算业务、企业级无线业务和信息技术服务业务解决方案。为了更加全面、完整的展示不同业务的收入和成本情况，从2019年起，公司将与信息安全业务、云计算业务密切相关的收入服务按业务属性分别计入信息安全业务和云计算业务。以企业级无线为主的基础网络领域相关的业务主要由子公司信锐网科经营，信锐网科业务除企业级无线外，还包括交换机、企业级物联网，为准确描述产品类型，将企业级无线在2019年改为基础网络和物联网。因此2019年公司产品和服务划分为：**信息安全业务、云计算业务、基础网络和物联网**三大业务，不再将服务单列。
- 信息安全业务是公司的核心业务，2019H1 营收占比 63%，是收入的主要来源；**云计算业务主要包括企业云和桌面云，近年来收入占比逐步提升，2014 年营收占比仅为 0.8%，2018 年已超过 25%。基础网络和物联网主要包括企业级无线、交换机和企业级物联网，营收占比 11.9%。

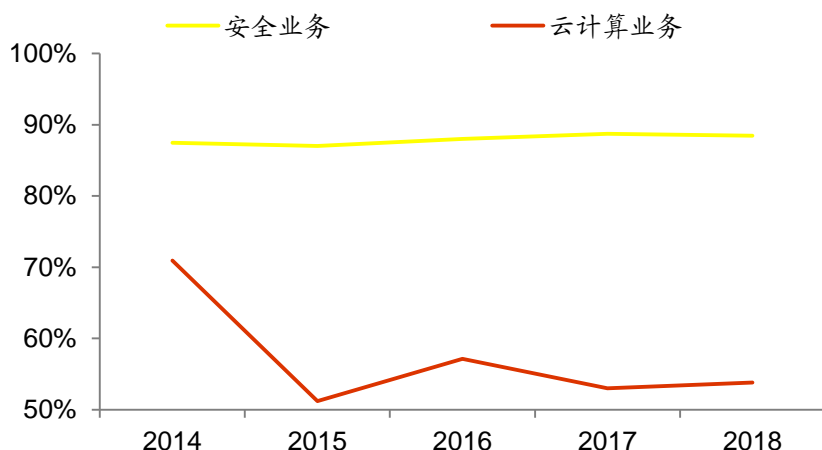
图表 4：信息安全业务是营收的主要来源



来源：Wind、中泰证券研究所

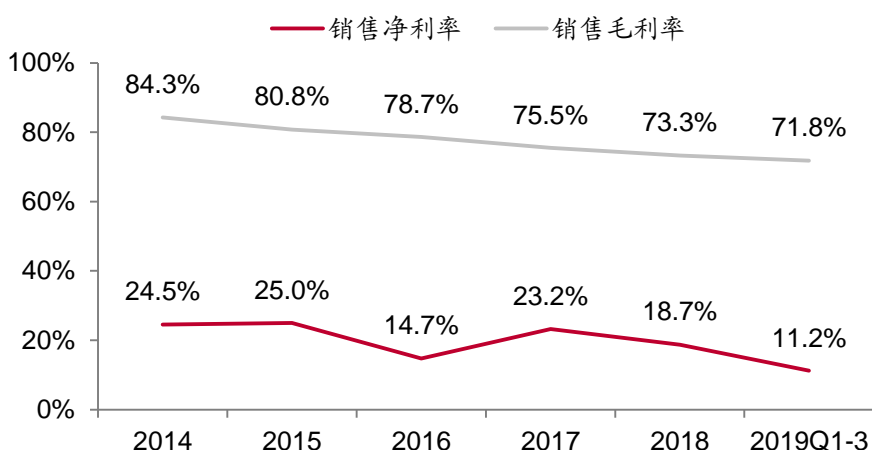
- 收入结构变化，毛利率小幅下滑。**2014-2019H1 各业务毛利率均在 50% 以上，较为稳定。近年来，毛利率较低的云计算业务营收占比逐年提升，营收结构发生变化，因此 2014-2019Q3 综合毛利率缓慢下降，但 2019 年前三季度综合毛利率仍高达 71.8%。

图表 5: 安全业务和云计算业务毛利率均超过 50%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 公司综合毛利率



来源: Wind、中泰证券研究所

2、安全业务: 受益于等保 2.0, 综合实力强劲

2.1 等保 2.0 打开成长空间

- **信息安全等级保护**是对信息和信息载体按照重要性等级分级别进行保护的一项工作。目前,信息安全等级保护的内涵已经由最初的信息系统安全等级保护拓展为网络安全等级保护。
 - 1) 1994 年《中华人民共和国计算机信息系统安全保护条例》(国务院 147 号令): 第一次提出“计算机信息系统实行安全等级保护”概念。
 - 2) 1999 年《计算机信息系统安全等级保护划分准则》(GB17859): 国家发布关于计算机信息系统安全保护等级划分准则强制性标准。
 - 3) 2007 年《信息安全等级保护管理办法》(公通字[2007]43 号): 公安部发布管理办法,旨在加快推进、规范管理等级保护建设工作。
 - 4) 2008 年《信息安全技术 信息系统安全等级保护基本要求》(GB/T

- 22239-2008)：明确对于各等级信息系统的安全保护基本要求。
- 5) 2017年《中华人民共和国网络安全法》：第二十一条明确国家实行等级保护制度，落实等级保护制度已经上升到法律层面。
 - 6) 2019年5月《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》等核心标准正式发布。
 - 7) **2019年12月1日等保2.0相关政策正式实施。**

- **等保2.0的主要变化。**2019年5月，在网络安全等级保护制度2.0国家标准宣贯会上，公安部信息安全等级保护评估中心测评部主任马力副研究员称网络安全等级保护2.0标准的主要变化如下：

图表 7: 等保 2.0 的主要变化

等保 2.0 的主要变化	具体情况
1 名称的变化	从原来的《信息系统安全等级保护基本要求》改为《信息安全等级保护基本要求》，再改为《网络安全等级保护基本要求》
2 对象的变化	原来的对象是信息系统，现在等级保护的對象是网络和信息系统。安全等级保护的對象包括网络基础设施(广电网、电信网、专用通信网络等)、云计算平台/系统、大数据平台/系统、物联网、工业控制系统、采用移动互联技术的系统等
3 安全要求的变化	由“安全要求”改为“安全通用要求和安全扩展要求”。安全通用要求是不管等级保护对象形态如何必须满足的要求，等保 2.0 对云计算、移动互联、物联网和工业控制系统提出了特殊要求
4 章节结构的变化	第三级安全要求的目录与之前版本明显不同，这导致整个新标准的使用不同
5 分类结构的变化	在技术部分，由物理安全、网络安全、主机安全、应用安全、数据安全，变更为安全物理环境、安全通信网络、安全区域边界、安全计算环境、安全管理中心。在管理部分，结构上没有太大的变化，从安全管理制度、安全管理机构、人员安全管理、系统建设管理、系统运维管理，调整为安全管理制度、安全管理机构、安全管理人员、安全建设管理、安全运维管理
6 增加了云计算安全扩展要求	云计算安全扩展要求章节针对云计算的特点提出特殊保护要求。对云计算环境主要增加的内容包括：基础设施的位置、虚拟化安全保护、镜像和快照保护、云服务商选择和云计算环境管理等方面
7 增加了移动互联网安全扩展要求	移动互联安全扩展要求章节针对移动互联的特点提出特殊保护要求。对移动互联环境主要增加的内容包括：无线接入点的物理位置、移动终端管控、移动应用管控、移动应用软件采购和移动应用软件开发等方面
8 增加了物联网安全扩展要求	物联网安全扩展要求章节针对物联网的特点提出特殊保护要求。对物联网环境主要增加的内容包括：感知节点的物理防护、感知节点设备安全、感知网关节点设备安全、感知节点的管理和数据融合处理等方面
9 增加了工业控制系统安全扩展要求	工业控制系统安全扩展要求章节针对工业控制系统的特點提出特殊保护需求。对工业控制系统主要增加的内容包括：室外控制设备防护、工业控制系统网络架构安全、拨号使用控制、无线使用控制和控制设备安全等方面
10 增加了应用场景的说明	增加附录 C 描述等级保护安全框架和关键技术，增加附录 D 描述云计算应用场景，增加附录 E 描述移动互联应用场景，增加附录 F 描述物联网应用场景，增加附录 G 描述工业控制系统应用场景，增加附录 H 描述大数据应用场景(安全扩展要求)

来源：公安部信息安全等级保护评估中心、51CTO、中泰证券研究所

- 等保 2.0 已落地，公司或将受益。**在 1.0 的基础上，等级保护制度 2.0 注重全方位主动防御、动态防御、整体防控和精准防护，实现对**云计算、大数据、物联网、移动互联和工业控制信息系统等保护对象全覆盖**，以及除个人及家庭自建网络之外的领域全覆盖。国家明确推进等级保护制度，网络运营者按等级保护要求开展网络安全建设，关键信息基础设施也必须要落实等级保护制度。2019 年 12 月 1 日，等保 2.0 相关政策正式实施，等保 2.0 政策将为行业带来新的市场增量，深信服作为国内安全行业领导者之一，或将受益于等保 2.0 相关政策。

图表 8: 深信服等保方案的优势



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 9: 深信服等保 2.0 解决方案的标杆客户

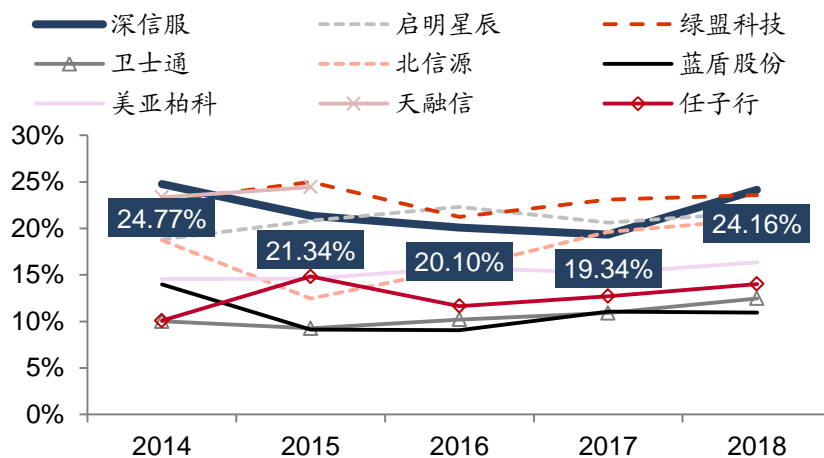


来源: 公司官网、中泰证券研究所

2.2 研发创新能力强, 毛利率高于同业

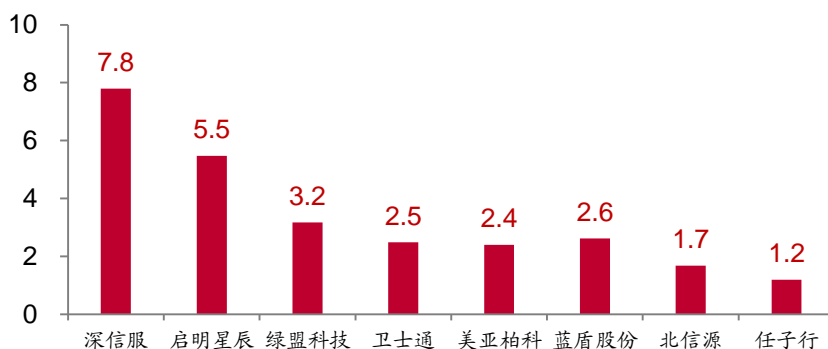
- 等保 2.0 快速推进, 国家对云计算、大数据、物联网、移动互联和工业控制信息系统的安全防护愈加重视。信息安全行业是典型的技术密集型行业, 研发创新能力强公司优势愈加明显。
- 公司研发投入高。2014-2018 年, 国内信息安全行业研发投入占营收比例超过 20% 的公司依次为: 天融信(已退市, 2014-2015 年均值 23.9%)、绿盟科技(23.2%)、深信服(21.9%)和启明星辰(20.8%)。2018 年, 深信服研发投入达 7.8 亿, 研发投入行业最高, 远超行业内其他公司。

图表 10: 研发投入占营收比例



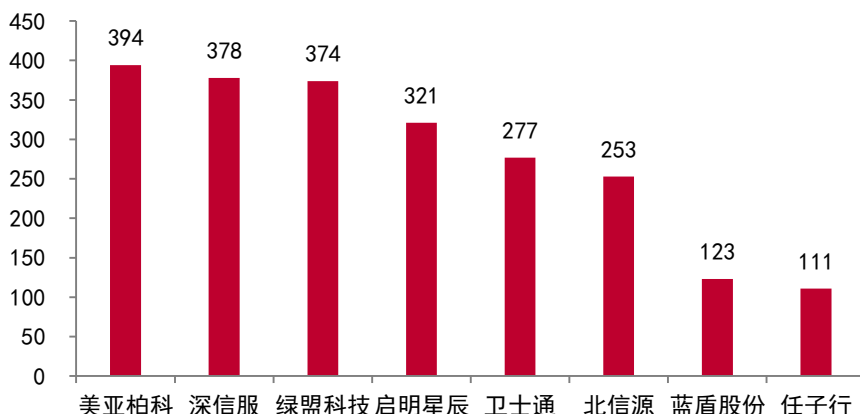
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 2018 年研发投入金额 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所

- **创新能力好。**截止到 2018 年 4 月 23 日, 公司专利数量累计已达到 378 件, 仅次于美亚柏科, 在国内信息安全上市公司中排名第二。

图表 12: 累计专利数量 (件)


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

- **信息安全行业, 多为差异化竞争。**根据 IDC 的统计数据, 从细分子领域的市占率看, 深信服安全内容管理硬件和 VPN 硬件市占率都排名全国第一名, 防火墙硬件领域市占率排名第五。通过对比绿盟科技、天融信、启明星辰、深信服四家公司的市占率, 我们认为信息安全行业细分子领域众多, 四家公司拥有各自擅长的领域, 进行差异化竞争。
- **下一代防火墙在 UTM 领域市占率第一。**根据 2019 年 9 月 IDC 发布《2019 年第二季度中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》的数据, 公司的下一代防火墙产品在 IDC 的统一威胁管理硬件 UTM 市场中, 进一步提升市场份额, 以 17.9% 市场占有率排名第一。截止目前, 深信服下一代防火墙的用户数量已经达 40000+。国内 90% 以上的政府部委单位、80% 以上的全球 500 强中资企业、80% 以上的银行、证券和保险机构、85% 以上的 985 和 211 高校、90% 以上的医疗百强机构都是深信服的用户。

图表 13: 信息安全行业细分板块市占率排名 (2015 年)

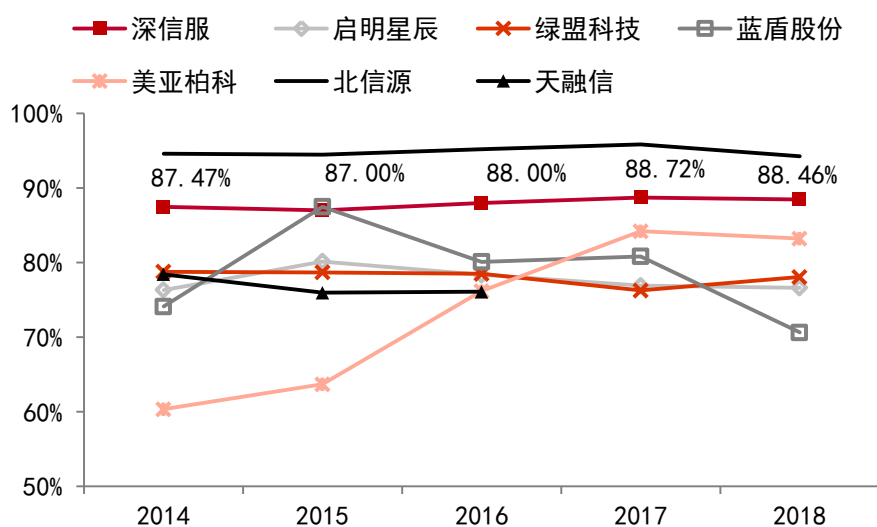
信息安全行业细分板块	市占率排名				
	1	2	3	4	5
安全性与漏洞管理软件	绿盟科技	启明星辰	IBM	Qualys	惠普
防火墙硬件	天融信	华为	启明星辰	新华三	深信服
入侵检测防御硬件	启明星辰	绿盟科技	天融信	新华三	东软集团
统一威胁管理硬件	启明星辰	山石网科	新华三	华为	东软集团
安全内容管理硬件	深信服	网康科技	Blue coat	绿盟科技	东软集团
VPN 硬件	深信服	启明星辰	天融信	新华三	Array Networks

来源: IDC、中泰证券研究所

- **毛利率高, 竞争优势明显。**深信服近五年毛利率分别为 87.5%、87.0%、88.0%、88.7% 和 88.46%, 2014-2018 年启明星辰、绿盟科技、天融信毛利率均值分别为 78%、78%、77%。深信服安全业务毛利率仅次于北信源 (95%), 行业排名第二。我们认为, 毛利一定程度上可以反映公司的上下游议价能力和产品化能力。从毛利率看, 深信服综合实力强劲,

竞争优势明显。

图表 14: 安全业务毛利率高于行业均值



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

3、云计算业务: 超融合获市场认可, 前景广阔

3.1 云计算业务迅速增长, 超融合是核心

- **云计算业务增长迅速。**公司从 2012 年开始布局云计算业务, 近年来, 公司云计算业务迅速增长, 2014 年云计算业务营收仅 0.08 亿元, 2018 年营收已超过 8.67 亿元, 2014-2018 年云计算业务年复合增长率高达 223%。
- **主要产品和客户。**公司已初步完成桌面云、超融合、私有云、专属云、混合云的业务布局, 向企业级用户提供云终端、桌面云一体机、超融合一体机、云管理平台、私有云、专属云、混合云、分布式存储等多款产品、服务和解决方案, 为政府单位、教育机构、医疗机构、金融机构、各类型商业企业等单位提供从桌面到数据中心, 从本地到云端, 从私有云、行业云到混合云的完整云计算解决方案及服务。
 - 1) 桌面云是将传统 PC 的桌面环境及数据迁移到服务器集中部署, 重点解决 PC 分散管理工作量大和数据本地存储易泄密等问题。
 - 2) 深信服超融合可以快速便捷地构建企业级用户所需的数据中心资源池; 以超融合架构为基础, 结合云管理平台, 可以构建企业级用户所需的私有云。
 - 3) 专属云是以服务化的方式交付云数据中心的机房、平台、安全、灾备、运维等关键要素, 帮助用户构建虚拟数据中心。
 - 4) 深信服云管理平台可以统一管理虚拟化资源池、专属云和第三方云服务资源, 为用户构建同构或异构混合云。
- **超融合收入是云计算业务的主要收入来源。**根据公司的市场份额, 我们

估算,2018年深信服超融合产品收入为110.52百万美元(约7.18亿元),2018年深信服云计算业务营收8.67亿元,即超融合产品收入约占云计算业务营收83%,是云计算业务的主要收入来源。

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

图表 15: 公司超融合架构: 软件定义数据中心

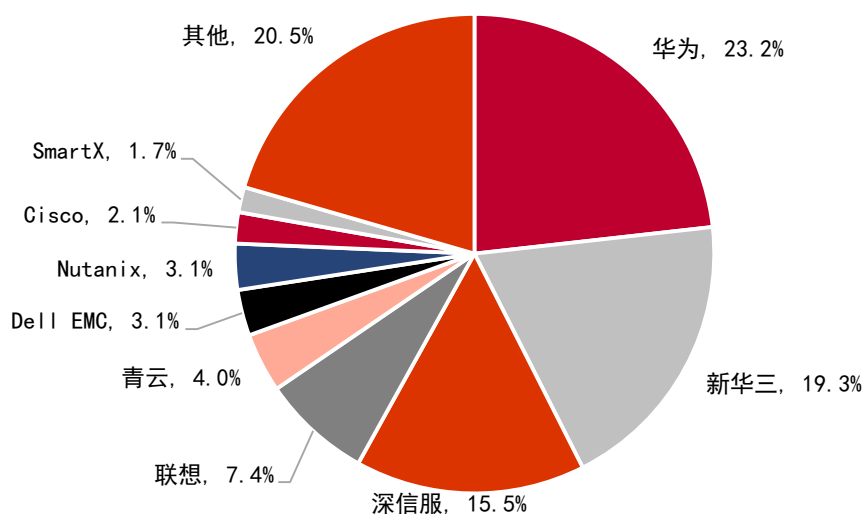


来源: 公司官网、中泰证券研究所

3.2 超融合: 市占率逐步提升, 入围 Gartner 魔力象限

- **公司超融合营收增速远超行业增速。**2018年,国内超融合市场规模高达7.13亿美元,同比增长88%。深信服超融合业务规模同比增长128%,远超行业内其他公司,公司有望在未来进一步扩大市场份额。(市占率第一、二名的华为和新华三的超融合业务在2018年的增速分别是69.6%、48.8%)。
- **超融合: 公司市占率和排名同时提升。**根据IDC的数据,
 - 1) 2016年公司在国内超融合领域营收1288万美元,市占率**7.30%**,排名第四。
 - 2) 2018年,公司在国内超融合市占率提升至**15.5%**,仅次于华为和新华三,位居国内第三。

图表 16: 2018 年中国超融合市场竞争格局



来源: IDC、中泰证券研究所

图表 17: 公司超融合增速远大于行业增速

时间	国内超融合市场规模 (亿美元)	行业规模增速	公司市占率	公司超融合营收 (百万美元)	公司超融合增速
2016	1.76		7.3%	12.88	
2017	3.79	115%	12.8%	48.55	277%
2018	7.13	88%	15.5%	110.52	128%

来源: IDC、中泰证券研究所

- 入围 Gartner 魔力象限，超融合产品获得市场高度认可。
 - 1) 2016 年入围了 Gartner X86 服务器虚拟化基础架构魔力象限。
 - 2) 根据 IDC《中国超融合市场跟踪研究报告》，2016-2019 年，公司连续三年稳居市场前三。
 - 3) 2019 年 9 月，公司入围 Gartner 中国超融合市场的主流玩家之一。
 - 4) 2019 年 11 月，Gartner 发布最新的全球超融合基础设施魔力象限，全球共有 15 家 IT 服务商入选 2019 Gartner 超融合魔力象限。中国有三家厂商入选，分别是深信服、华云数据、华为。公司入选 Gartner 全球魔力象限 NICHE PLAYERS 象限。

图表 18: 2019 年 Gartner 超融合魔力象限



来源: Gartner、中泰证券研究所

- **超融合的优势: 高效、便捷、部署灵活。**近年来,企业数字化对 IT 资源的使用速度和使用要求越来越高。企业 IT 系统希望获得更快的构建周期、更简化的运维、更高的 IT 运营速度。与传统架构相比,超融合更加高效、便捷、部署灵活,近年来获得了市场的高度认可。
- **国内市场未来 5 年年复合增长率高达 37.5%。**根据 IDC 的数据,2018 年中国超融合市场规模同比增长 88.2%,政府、金融、教育、制造、运营商是中国超融合市场的 TOP5 行业。根据 IDC 预测数据,2023 年,中国超融合市场将达到 35 亿美元,2018-2023 年年复合增长率高达 37.5%。

图表 19: 中国超融合系统市场季度分析



来源: IDC中国, 2019

来源: IDC、中泰证券研究所

- **公司具有客户和渠道优势。**根据 Gartner 发布的《Competitive Landscape: Hyperconverged Infrastructure, China》，目前，国内主流的超融合提供商是：SmartX、Nutanix、Dell EMC、华为、深信服等。SmartX、Nutanix 属于产品型厂商，通过产品差异化开拓市场。华为、深信服等厂商拥有客户和渠道优势，利用数据中心市场多年的客户和渠道积累，开拓市场，目前市占率为前三名。深信服以网络安全起家，在渠道网络上积累了早期资源，通过利用其安全领域的实力，深信服为超融合产品提供各种安全产品以及一站式数据中心转型解决方案。

4、盈利预测与投资建议

- **2018 年及以前，公司四大业务为：信息安全业务、云计算业务、企业级无线业务和信息技术服务业务解决方案。收入拆分预测：**
 - 1) **安全业务。**根据 IDC 的预测，2017-2021 年，中国信息安全行业市场规模年复合增长率为 23.4%，其中 2019、2020、2021 年行业增速分别为 23.5%、22.7%、22.2%。我们认为，公司作为国内信息安全行业领导者之一，受益于等保 2.0 相关政策，2019、2020 年安全业务或将快速增长，增速将大于行业增速。我们假设 2019、2020、2021 年公司安全业务增速分别为 24.55%、24.55%、23.50%。
 - 2) **云计算业务。**根据 IDC 的数据，2018 年中国超融合市场规模同比增长 88.2%，根据 IDC 预测数据，2023 年，中国超融合市场将达到 35 亿美元，2018-2023 年年复合增长率高达 37.5%。2016-2019 年，公司连续三年稳居国内超融合市场前三。2019 年 11 月，公司成功入围 Gartner 全球超融合基础设施魔力象限，技术实力行业领先。我们假设 2019、2020、2021 年公司云计算业务增速高于行业

增速，分别为 50%、45%、40%。

3) **企业级无线业务和信息技术服务业务解决方案**。企业级无线业务、信息技术服务业务解决方案业务 2016、2017 年增长迅速，2018 年增速有一定下滑，我们假设 2019、2020、2021 年公司企业级无线业务增速分别为 25%、25%、25%。2019、2020、2021 年公司信息技术服务业务解决方案业务增速分别为 25%、25%、25%。

- 因此，根据上述假设，经计算，我们预测 2018-2020 年，公司营收增速分别为 31.45%、30.88%、29.30%。

图表 20: 收入拆分

收入 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
安全业务	1228.29	1518.79	1891.58	2355.87	2934.13	3623.64	4312.13
同比增长 (%)	17.01%	23.65%	24.55%	24.55%	24.55%	23.50%	20.00%
收入占比 (%)	70.19%	61.43%	58.66%	55.58%	52.89%	50.52%	48.00%
云计算业务	221.40	544.56	866.79	1300.19	1885.27	2639.38	3512.13
同比增长 (%)	207.80%	145.96%	59.17%	50.00%	45.00%	40.00%	20.00%
收入占比 (%)	12.65%	22.02%	26.88%	30.67%	33.98%	36.79%	38.00%
企业级无线	242.04	332.81	393.77	492.21	615.27	769.08	932.13
同比增长 (%)	59.56%	37.50%	18.32%	25.00%	25.00%	25.00%	20.00%
收入占比 (%)	13.83%	13.46%	12.21%	11.61%	11.09%	10.72%	10.00%
信息技术服务	58.32	76.31	72.31	90.39	112.98	141.23	172.13
同比增长 (%)	28.46%	30.85%	-5.24%	25.00%	25.00%	25.00%	20.00%
收入占比 (%)	3.33%	3.09%	2.24%	2.13%	2.04%	1.97%	1.80%
合计	1750.05	2472.47	3224.45	4238.66	5547.64	7173.33	8924.13
同比增长 (%)	32.70%	41.28%	30.41%	31.45%	30.88%	29.30%	25.00%

来源: Wind、中泰证券研究所

- 我们预计公司 2019-2021 年，归母净利润分别为 6.81 亿元/8.71 亿元/11.54 亿元，EPS 分别为 1.67 元/2.13 元/2.82 元，目前股价对应的 PE 分别为 69 倍、54 倍、41 倍。维持“买入”评级。

图表 21: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300369.SZ	绿盟科技	17.82	142.22	0.21	0.32	0.42	84.86	56.52	42.36
002410.SZ	广联达	33.17	374.01	0.39	0.35	0.49	84.55	94.47	68.18
002268.SZ	卫士通	25.60	214.61	0.14	0.26	0.39	178.52	99.81	65.37
300188.SZ	美亚柏科	16.31	131.13	0.38	0.44	0.58	42.92	37.19	28.29
002439.SZ	启明星辰	31.04	278.33	0.63	0.80	0.98	49.27	39.01	31.65
	平均			0.28	0.34	0.47	97.71	72.00	51.05
300454.SZ	深信服	114.74	469.22	1.48	1.67	2.13	77.78	68.87	53.85

来源: Wind、中泰证券研究所 (深信服盈利预测采用中泰证券预测数据, 其他公司采用 wind 一致预期, 股价为 2019 年 12 月 10 日收盘价)

5、风险提示

政策性风险

- 信息安全行业具有强政策导向性特点，如果等保 2.0 等相关政策推进速度缓慢或者执行力度不及预期，可能导致信息安全行业市场规模增速放缓，公司业绩可能会受到影响。

云计算业务拓展不及预期

- 2014-2018 年，深信服的云计算业务迅速增长。如果未来云计算业务行业内市场竞争加剧或者爆发价格战，云计算业务毛利率可能会下降，公司盈利能力将受到影响。

研发风险

- 公司所从事的行业技术密集度较高，要保持公司的核心竞争力，就必须坚持研发创新投入。2014-2018 年，深信服研发投入占营收比例在 22% 附近，2018 年研发投入高达 7.8 亿元。但由于产品技术转化存在不确定性，创新也存在风险，若公司的研发投入不能带来营收和利润的增长，将影响公司的业绩。

图表 22: 公司主要财务指标

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,224.5	4,238.7	5,547.6	7,173.3	净利润	603.3	681.3	871.4	1,146.9
减:营业成本	860.2	1,112.5	1,521.0	2,023.9	加:折旧和摊销	84.3	10.8	10.8	10.8
营业税费	43.3	59.5	77.0	98.9	资产减值准备	13.2	-	-	-
销售费用	1,171.0	1,513.6	1,997.9	2,572.4	公允价值变动损失	-0.6	-0.4	0.1	0.1
管理费用	908.9	1,262.4	1,660.7	2,030.2	财务费用	-67.8	-203.3	-374.2	-508.0
财务费用	-77.3	-203.3	-374.2	-508.0	投资收益	-19.4	-10.7	-12.3	-14.1
资产减值损失	13.2	10.8	11.9	12.0	少数股东损益	-	-	-	-
加:公允价值变动收益	0.6	-0.4	0.1	0.1	营运资金的变动	-943.6	637.3	495.2	-346.4
投资和汇兑收益	19.4	10.7	12.3	14.1	经营活动产生现金流量	943.2	1,115.0	991.1	289.3
营业利润	614.2	749.1	938.1	1,222.2	投资活动产生现金流量	-1,610.2	-236.4	-265.3	11.5
加:营业外净收支	3.8	3.9	3.8	3.9	融资活动产生现金流量	1,185.4	357.0	317.3	440.6
利润总额	618.0	752.9	941.8	1,226.1	现金净流量	521.3	1,235.1	1,041.5	741.7
减:所得税	14.7	71.6	70.4	79.2					
净利润	603.3	681.3	871.4	1,146.9					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	737.4	1,973.1	3,016.2	3,757.7	成长性				
交易性金融资产	0.6	0.2	0.3	0.4	营业收入增长率	30.4%	31.5%	30.9%	29.3%
应收帐款	319.5	539.6	483.2	873.0	营业利润增长率	-3.5%	22.0%	25.2%	30.3%
应收票据	5.8	18.6	7.3	24.6	净利润增长率	5.2%	12.9%	27.9%	31.6%
预付帐款	11.8	24.5	18.8	37.9	EBITDA增长率	-22.8%	-6.9%	0.5%	52.4%
存货	127.9	134.7	228.4	260.9	EBIT增长率	-33.3%	17.0%	0.5%	54.4%
其他流动资产	1,841.7	1,358.4	1,570.3	1,590.1	净资产增长率	97.5%	23.3%	19.6%	21.3%
可供出售金融资产	-	-	-	-	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	73.3%	73.8%	72.6%	71.8%
长期股权投资	-	-	-	-	营业利润率	19.0%	17.7%	16.9%	17.0%
投资性房地产	-	-	-	-	净利润率	18.7%	16.1%	15.7%	16.0%
固定资产	181.8	172.3	162.7	153.1	EBITDA/营业收入	10.0%	7.1%	5.5%	6.4%
在建工程	-	500.0	655.0	655.0	EBIT/营业收入	7.7%	6.8%	5.3%	6.3%
无形资产	4.5	3.2	2.0	0.7	运营效率				
其他非流动资产	1,901.3	1,122.5	1,220.8	1,407.8	固定资产周转天数	18	15	11	8
资产总额	5,132.4	5,847.0	7,364.9	8,761.2	流动资产周转天数	286	301	304	298
短期债务	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	36	33	34
应付帐款	692.3	573.2	1,174.8	1,224.6	存货周转天数	12	11	12	12
应付票据	-	-	-	-	总资产周转天数	449	466	429	405
其他流动负债	817.4	901.8	970.5	1,230.9	投资资本周转天数	-15	6	10	1
长期借款	-	-	-	-	投资回报率				
其他非流动负债	185.3	133.5	148.4	155.7	ROE	17.6%	16.1%	17.2%	18.6%
负债总额	1,695.0	1,608.5	2,293.8	2,611.3	ROA	11.8%	11.7%	11.8%	13.1%
少数股东权益	-	-	-	-	ROIC	-1408.6%	-218.6%	140.7%	-1104.8%
股本	403.1	409.0	409.0	409.0	费用率				
留存收益	3,171.0	3,829.6	4,662.2	5,741.0	销售费用率	36.3%	35.7%	36.0%	35.9%
股东权益	3,437.4	4,238.5	5,071.2	6,150.0	管理费用率	28.2%	29.8%	29.9%	28.3%
负债和股东权益合计	5,132.4	5,847.0	7,364.9	8,761.2	财务费用率	-2.4%	-4.8%	-6.7%	-7.1%
					三费/营业收入	62.1%	60.7%	59.2%	57.1%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

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

重要声明:

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

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

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

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

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