

## 创新，让IT更简单

- 公司的成长史：产品推陈出新并始终保持领先。第一款产品 VPN 一经推出，便牢牢占据市场第一。同样成功的产品包括上网行为管理软件、下一代防火墙、统一威胁管理、超融合产品等，在所处领域的市占率均位列第一或第二。
- 出色的产品表现背后，是卓越的研发销售配合。作为一家产品型企业，公司长期在研发上保持高投入，近四年的研发费用率均在 20% 左右。2018 年公司销售费用率为 36%，在中信计算机行业排名第五。公司高度重视渠道关系，目前和公司建立深度合作关系的渠道伙伴近两千家。
- 最新的成功是下一代防火墙排名提升至第一。公司于 2011 年推出下一代防火墙，2014 年 7 月成为《第二代防火墙》标准制定者，2015 年 5 月成为国内 ICSA 防火墙认证的 4 家企业之一，2017 年 5 月在 IDC 集成类防火墙市场排名国内第二。根据 IDC 的《2019 年第二季度中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》，公司凭借下一代防火墙单款产品进一步提升市场份额，以 17.9% 市场占有率排名第一。
- 超融合推动公司开启新一轮高增长。根据 Gartner 的数据，公司超融合架构产品 2018 年上半年国内市占率仅次于华为，排名第二。Gartner 预计 2017-2022 年全球超融合市场复合增长率为 40.4%，中国市场的增速将超过全球。公司作为超融合领先企业，有望充分受益。
- 投资建议：公司围绕信息安全和云计算业务做大做强，目标成为中国领先的 IT 基础设施提供商。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 1.85 元和 2.42 元，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 160 元。
- 风险提示：云计算发展不及预期；信息安全行业竞争加剧；等保 2.0 落地速度不及预期。

| (百万元)    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 2,472.5 | 3,224.5 | 4,127.3 | 5,237.5 | 6,651.7 |
| 净利润      | 573.5   | 603.3   | 744.8   | 977.4   | 1,262.2 |
| 每股收益(元)  | 1.40    | 1.48    | 1.85    | 2.42    | 3.13    |
| 每股净资产(元) | 4.26    | 8.41    | 10.34   | 12.28   | 14.79   |

| 盈利和估值  | 2017    | 2018     | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|--------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 市盈率(倍) | 87.3    | 83.0     | 66.3    | 50.5   | 39.1   |
| 市净率(倍) | 28.8    | 14.6     | 11.8    | 10.0   | 8.3    |
| 净利润率   | 23.2%   | 18.7%    | 18.0%   | 18.7%  | 19.0%  |
| 净资产收益率 | 33.0%   | 17.6%    | 17.9%   | 19.7%  | 21.2%  |
| 股息收益率  | 0.1%    | 0.2%     | 0.3%    | 0.4%   | 0.5%   |
| ROIC   | -230.6% | -2054.5% | -315.8% | -91.2% | -68.4% |

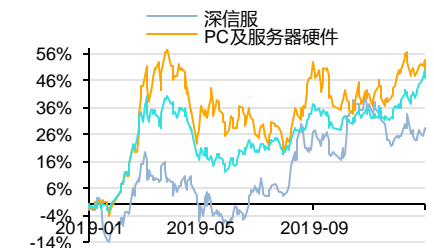
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**160 元**  
股价 (2020-01-08) **117.50 元**

### 交易数据

|           |                |
|-----------|----------------|
| 总市值(百万元)  | 48,050.87      |
| 流通市值(百万元) | 24,710.65      |
| 总股本(百万股)  | 408.94         |
| 流通股本(百万股) | 210.30         |
| 12 个月价格区间 | 79.10/129.57 元 |

### 股价表现



数据来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M    |
|------|------|-------|--------|
| 相对收益 | -5.7 | -5.16 | -14.04 |
| 绝对收益 | 2.17 | 10.06 | 33.38  |

胡又文 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511050001  
huyw@essence.com.cn  
021-35082010

曹佩 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517110001  
caopei@essence.com.cn

### 相关报告

- 深信服：业绩环比加速，信息安全与云双轮驱动/胡又文 2019-10-24
- 深信服：三季度增速转正，高投入获得回报/胡又文 2019-10-15
- 深信服：研发投入加大，云计算收入占比持续提升/胡又文 2019-08-23
- 深信服：研发投入持续增加，保障公司长远发展/胡又文 2019-04-27
- 深信服：收入快速增长，新产品构筑未来发展空间/胡又文 2019-04-14

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 国内领先的信息安全和云计算产品提供商.....       | 4  |
| 1.1. 发展历史.....                   | 4  |
| 2. 公司的成长史：产品推陈出新并始终保持领先.....     | 6  |
| 2.1. 公司在信息安全领域的多个产品取得获得领先地位..... | 6  |
| 2.2. 持续推出新产品并很快获得市场认可.....       | 8  |
| 2.3. 创新不止，新产品线层出不穷.....          | 10 |
| 2.4. 出色的产品表现背后，是卓越的研发与销售的配合..... | 11 |
| 3. 公司中长期发展动力：云计算的架构变革.....       | 12 |
| 3.1. 云计算是 IT 产业发展趋势.....         | 12 |
| 3.2. 超融合是私有云的产物.....             | 13 |
| 3.3. 超融合技术的优势：有效降低成本，易于扩展.....   | 14 |
| 3.4. 公司处于中国超融合市场领先地位.....        | 14 |
| 3.5. 超融合在中国的发展前景广阔.....          | 16 |
| 4. 等保 2.0，驱动信息安全业务新一轮高增长.....    | 18 |
| 5. 盈利预测.....                     | 21 |
| 6. 风险提示.....                     | 22 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：公司发展历程.....                            | 4  |
| 图 2：公司近年收入利润情况（单位：亿元）.....                 | 4  |
| 图 3：公司近年现金流情况（单位：亿元）.....                  | 4  |
| 图 4：公司近年分业务毛利率情况（%）.....                   | 5  |
| 图 5：公司最新的营业收入构成.....                       | 5  |
| 图 6：公司的产品序列.....                           | 5  |
| 图 7：深信服超融合产品.....                          | 6  |
| 图 8：公司一致行动人持股比例.....                       | 6  |
| 图 9：上网行为管理产品国内市场份额.....                    | 8  |
| 图 10：VPN 国内市场份额.....                       | 8  |
| 图 11：统一威胁管理硬件市场份额情况.....                   | 8  |
| 图 12：应用交付市场份额情况.....                       | 8  |
| 图 13：公司是 Gartner 互联网安全网关魔力象限的唯一入选中国厂商..... | 9  |
| 图 14：2016 年公司超融合产品国内市占率排名第四.....           | 10 |
| 图 15：2017 年 Q4 公司超融合产品国内市占率排名第三.....       | 10 |
| 图 16：2018 年上半年公司超融合产品国内市占率排名第二.....        | 10 |
| 图 17：公司新推出的企业级分布式存储产品 aStor-EDS.....       | 11 |
| 图 18：深信服安全托管服务 MSS.....                    | 11 |
| 图 19：公司保持高研发投入（单位：亿元）.....                 | 12 |
| 图 20：公司销售费用率位居行业第五.....                    | 12 |
| 图 21：公司对经销商的划分.....                        | 12 |
| 图 22：2018-2022 年中国云计算 IT 基础架构预测.....       | 13 |
| 图 23：超融合架构和传统架构的区别.....                    | 14 |

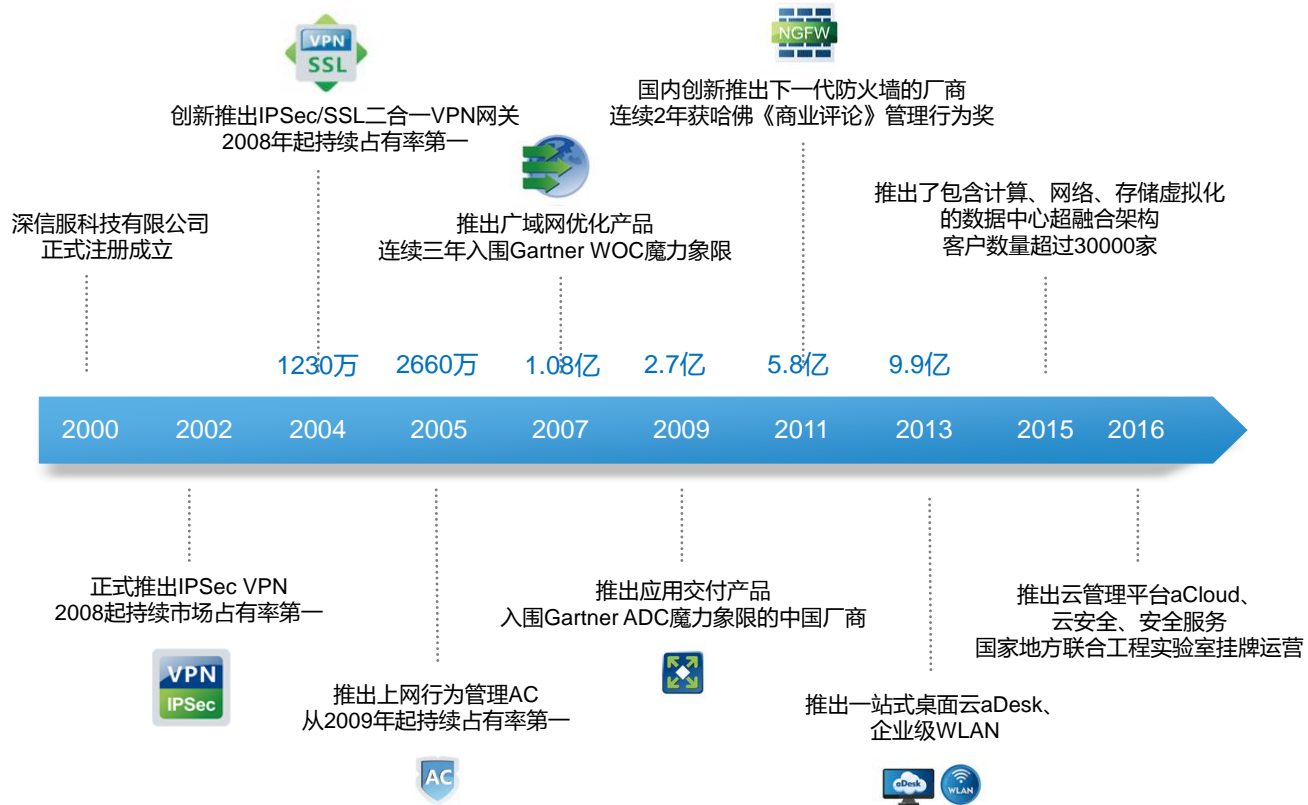
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 24: 2018 年 Gartner 超融合魔力象限..... | 15 |
| 图 25: 公司是国内领先的超融合厂商.....          | 16 |
| 图 26: 2019 Gartner 技术学习曲线.....    | 17 |
| 图 27: 等保 1.0 与等保 2.0 结构的变化.....   | 18 |
| 图 28: 中国网络安全 100 强企业.....         | 20 |
| 图 29: 深信服态势感知平台.....              | 20 |
| 图 30: 公司云安全产品支持多项云基础设施.....       | 21 |
| 图 31: 公司云安全产品实现的功能.....           | 21 |
| <br>                              |    |
| 表 1: 限制性股票与股票期权的行权条件.....         | 6  |
| 表 2: 超融合架构和传统架构的比较.....           | 14 |
| 表 3: 各类超融合厂商的比较.....              | 17 |
| 表 4: 近年来信息安全政策不断出台.....           | 19 |
| 表 5: 深信服产品预测拆分.....               | 22 |

## 1. 国内领先的信息安全和云计算产品提供商

### 1.1. 发展历史

公司成立于 2000 年，第一款信息安全产品 IPSec VPN 于 2002 年发布，2008 年起市场占有率持续保持第一。公司随后推出了多款产品，包括上网行为管理、广域网优化、防火墙等。

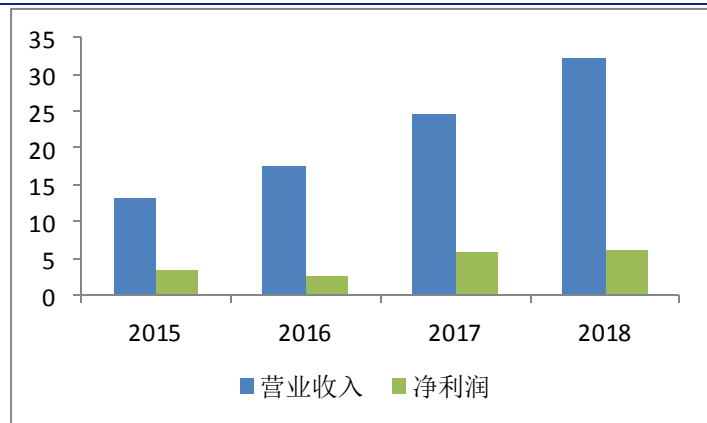
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，安信证券研究中心整理

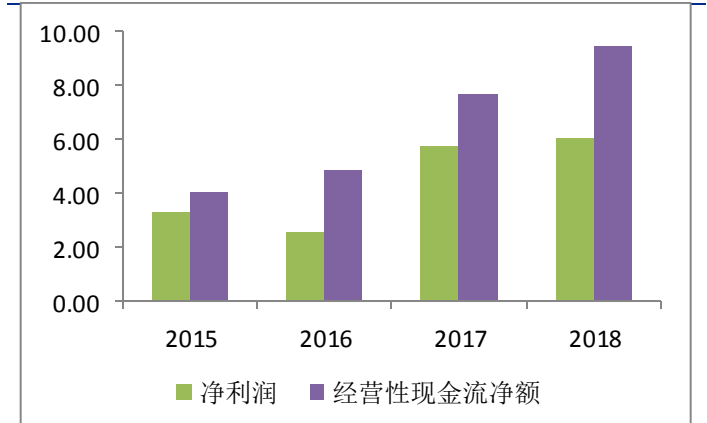
营业收入、净利润及经营性现金流净额保持快速增长。公司 2015-2018 年的营业收入分别为 13.19 亿元、17.50 亿元、24.72 亿元、32.24 亿元；净利润分别为 3.30 亿元、2.58 亿元、5.73 亿元、6.03 亿元；2015-2018 年的经营性现金流净额分别为 4.03 亿、4.87 亿、7.65 亿、9.43 亿元，历年经营性现金流净额均高于净利润。

图 2：公司近年收入利润情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

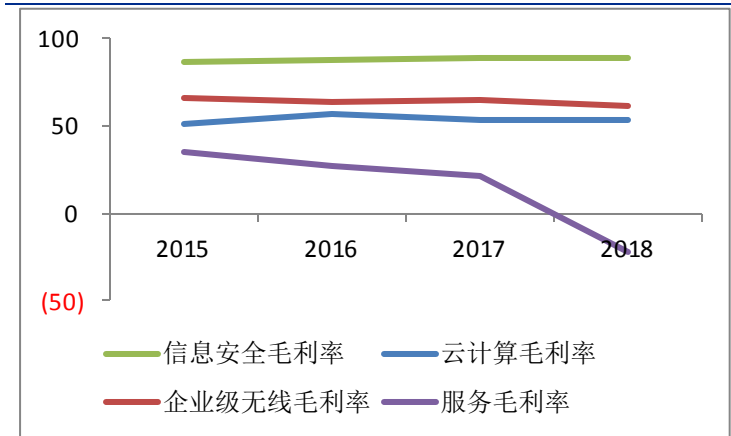
图 3：公司近年现金流情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

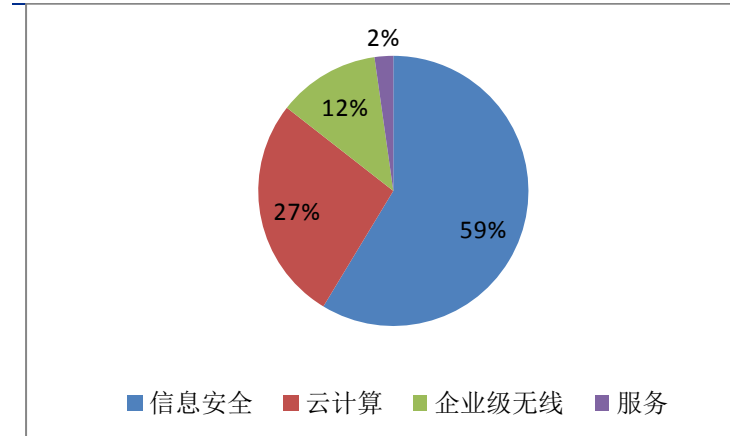
主营业务由信息安全、云计算及企业级无线构成。公司是国内信息安全行业的龙头企业，在上网行为管理、SSLVPN、下一代防火墙等多个领域都具备领先优势。公司的云计算产品入选 Gartner x86 服务器虚拟化架构魔力象限，获得权威评估机构的认可。

图 4：公司近年分业务毛利率情况 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：公司最新的营业收入构成



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：公司的产品序列

| 智安全   |   |  | 云IT  |
|---|---|--|--|
| <b>网关安全</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 下一代防火墙NGAF</li> <li>&gt; 上网行为管理AC</li> <li>&gt; SSL VPN</li> <li>&gt; 硬件VPN</li> <li>&gt; EasyConnect</li> <li>&gt; 行为感知系统BA</li> </ul> | <b>旁路检测</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 安全感知平台</li> <li>&gt; 数据库安全审计</li> </ul>                     | <b>终端安全</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 企业移动管理EMM</li> <li>&gt; 终端检测响应平台EDR</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 企业级云</li> <li>&gt; 超融合HCI</li> <li>&gt; 桌面云aDesk</li> <li>&gt; 应用交付AD</li> <li>&gt; 软件定义统一存储系统</li> <li>&gt; 新型智慧城市解决方案</li> </ul> |
| <b>分支组网</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 一体化网关MIG</li> <li>&gt; 广域网优化WOC</li> </ul>  | <b>安全服务</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 信服云盾</li> <li>&gt; 信服云眼</li> <li>&gt; 重构入云业务安全边界</li> </ul> | <b>安全解决方案</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 等级保护解决方案</li> <li>&gt; 等保一体机解决方案</li> </ul>  |  |

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

云计算业务占整体营收比例逐渐提高。公司云计算的核心产品超融合将通用的 x86 架构服务器连接，能够有效地帮助企业降低成本和管理难度。公司的超融合产品 2012 年推出，2015-2018 年占收入比重不断提升。

图 7：深信服超融合产品



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

股权结构稳定，员工激励计划保障公司良性发展。2018年9月3日，公司发布限制性股票与股票期权激励计划(草案)，拟向激励对象授予权益总计396万份，占总股本的0.99%。

图 8：公司一致行动人持股比例



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 1：限制性股票与股票期权的行权条件

| 解除限售期/行权期             | 业绩考核目标                           |
|-----------------------|----------------------------------|
| 授予的限制性股票/股票期权第一个解除限售期 | 以2017年营业收入为基数，2018年营业收入增长率不低于15% |
| 授予的限制性股票/股票期权第二个解除限售期 | 以2017年营业收入为基数，2019年营业收入增长率不低于30% |
| 授予的限制性股票/股票期权第三个解除限售期 | 以2017年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于45% |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 公司的成长史：产品推陈出新并始终保持领先

### 2.1. 公司在信息安全领域的多个产品取得获得领先地位

公司多个信息安全产品处于国内领先地位。信息安全子产品众多，大致可以分为防火墙、VPN

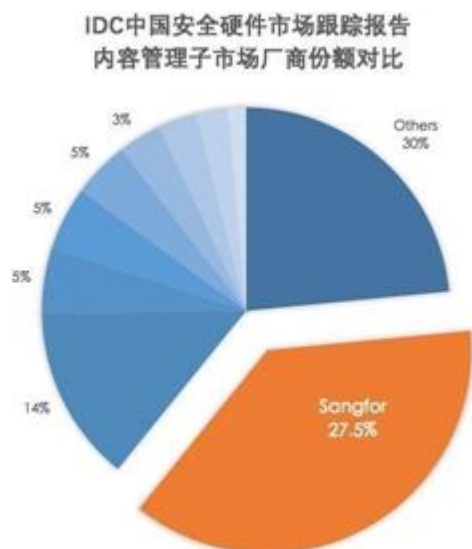
(Virtual Private Network, 虚拟专用网络)、上网行为管理、应用交付、入侵检测、审计、终端安全等:

- 防火墙: 防火墙工作于内网和外网之间, 是一种由硬件和软件构成的保护设备, 按照定义好的规则来控制数据包的进出。随着技术的发展, IDC 于 2004 年首次提出 UTM(Unified Threat Management, 统一威胁管理)的概念, 即将防病毒、入侵检测和防火墙安全设备划归统一威胁管理。UTM 通常认为是为中小企业高性价比的产品。Gartner 于 2009 年提出下一代防火墙概念, 定义为在不同信任级别的网络之间实时执行网络安全政策的联机控制。随后, 众多安全厂商纷纷发布下一代防火墙的产品。
- VPN: 通过专有网络为终端实现审计、授权、认证以及加密访问的服务。
- 上网行为管理: 对用户上网行为进行控制, 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。达到提高工作效率, 合理分配带宽的目的。
- 应用交付: 提供链路、服务器、中间件等负载均衡机制, 保障业务的稳定运行。
- 云安全: 提供虚拟化的安全资源池以及解决方案。针对云环境多租户虚拟网络边界提供弹性、灵活云安全服务。
- 入侵检测和防御: 入侵检测系统即 IDS (Intrusion Detection System), 是一种通过实时监控网络流量来定位和识别恶意流量的软件。入侵防御系统即 IPS (Intrusion Prevention System), 是一部能够监视网络或网络设备的网络资料传输行为的计算机网络安全设备, 能够即时的中断、调整或隔离一些不正常或是具有伤害性的网络资料传输行为。
- 终端安全: 针对 PC 以及移动端的安全软件。

公司的多项产品在国内处于领先地位:

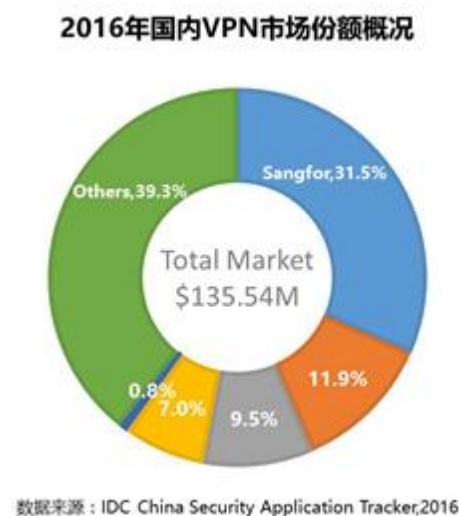
- 根据 IDC 发布的 2017 年报告 (IDC China Quarterly Security Appliance Tracker 2017Q4) 中显示, 公司 (Sangfor) 的上网行为管理产品市场份额为 27.5%, 超过第二、三、四名的总和, 自 2009 年以来连续蝉联市场份额第一。
- 根据 IDC 2016 年全年数据显示, 在 VPN 领域, 公司以 31.5% 的市场份额排名第一, 连续 9 年蝉联第一。
- 根据 IDC 数据显示, 2016 年中国统一威胁管理硬件市场的规模为 4.77 亿美元, 同比增长 26.8%, 保持高速增长态势。从市场份额来看, 公司凭借下一代防火墙单品类产品, 以 14% 的市场份额排名第二。据 IDC 的《2019 年第二季度中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》, 深信服凭借下一代防火墙单款产品, 进一步提升市场份额, 以 17.9% 市场占有率排名第一。
- 根据 IDC 发布的最新中国应用交付市场份额报告, 2017 年全年, 深信服在中国 ADC (应用交付) 市场占有率 17%, 排名第二, 仅次于美国的 F5 公司, 在国内厂商中排名第一。公司 ADC 市场份额已连续四年蝉联国产品牌第一。

图 9：上网行为管理产品国内市场份额



数据来源：IDC，安信证券研究中心

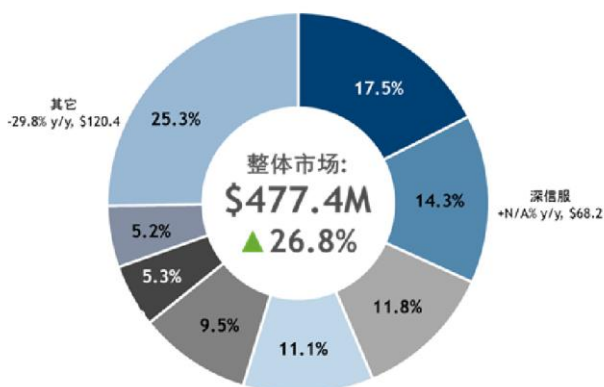
图 10：VPN 国内市场份额



数据来源：IDC，安信证券研究中心

图 11：统一威胁管理硬件市场份额情况

中国UTM市场2016年厂商份额概况

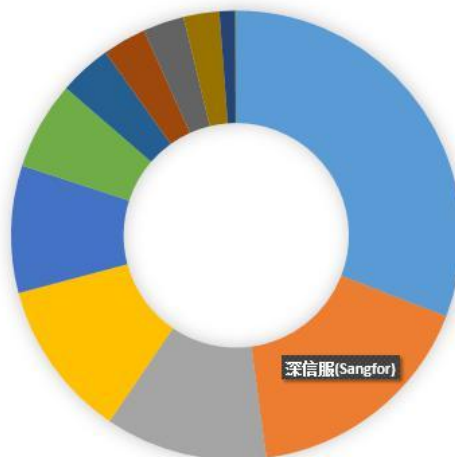


注：1、2016年厂商份额（%），增长率（%）和市场规模（百万美元）

数据来源：IDC，安信证券研究中心

图 12：应用交付市场份额情况

中国应用交付市场2017年份概况



数据来源：IDC，安信证券研究中心

## 2.2. 持续推出新产品并很快获得市场认可

VPN 是公司发布的第一款成功的产品，满足客户的本土化需求是关键。公司 2002 年发布 VPN 产品，2008 年取得市场份额第一。根据 IDC 的数据，2008 年，中国的 SSL VPN 市场相对于上一年实现了 121.6% 的增长，公司以 31.1% 的市场份额拔得头筹。原来的领先者 Array 和 Juniper 紧随其后，我们认为公司超越国外对手的原因在于国外厂商的 SSL VPN 产品在标准化和接入功能等方面比较成熟，但在国内市场，其相对固定的产品功能缺少对用户需求的深入挖掘。

上网行为管理产品排名第一并入选 Gartner 魔力象限。公司于 2005 年推出上网行为管理软件，2009 年取得市场份额第一，自此之后连续 9 年排名第一。根据 IDC 的数据，2017 年其市场份额为 27.5%，超过第二、三、四名总和。自 2011 年以来，一直是唯一入围 Gartner SWG 《 Magic Quadrant for Secure Web Gateways (互联网安全网关魔力象限) 》的国内厂商。



图 13: 公司是 Gartner 互联网安全网关魔力象限的唯一入选中国厂商

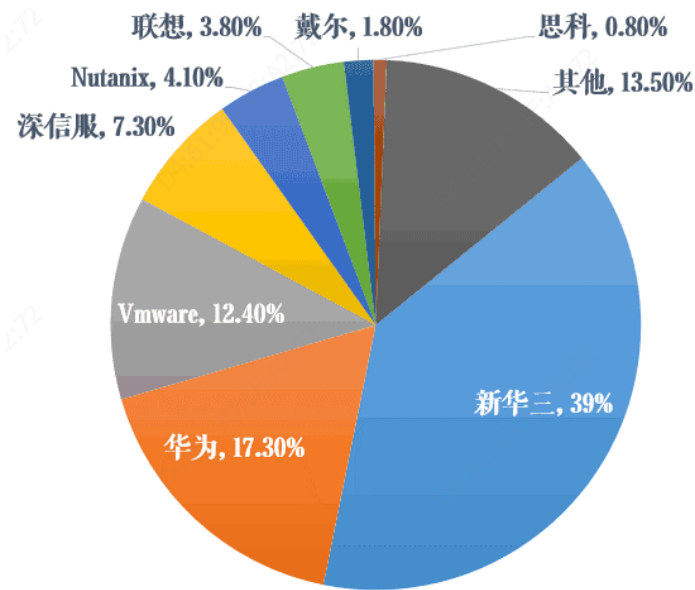


数据来源: Gartner, 安信证券研究中心

最新成功是其下一代防火墙排名提升至第一。公司于 2011 年推出下一代防火墙，2014 年 7 月成为《第二代防火墙》标准制定者，2015 年 5 月成为国内 ICSA 防火墙认证的 4 家企业之一，2017 年 5 月在 IDC 集成类防火墙市场排名国内第二。据 IDC 的《2019 年第二季度中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》，公司凭借下一代防火墙单款产品进一步提升市场份额，以 17.9% 市场占有率排名第一。

超融合架构产品推出第二年市占率即第四，此后排名连年上升。公司 2015 年推出超融合架构产品，根据 IDC 的报告，2016 年市场份额即位居第四，市占率为 7.30%。2017 年 Q4 公司超融合架构产品销售额同比增长 343%，市场份额 19%，位居国内前三。2018 年上半年其超融合软件营收同比增长 233%，市占率 15%，排名并列市场第二。由信息安全行业进军云计算行业，公司成功将其安全基因嵌入了企业级云产品之中。

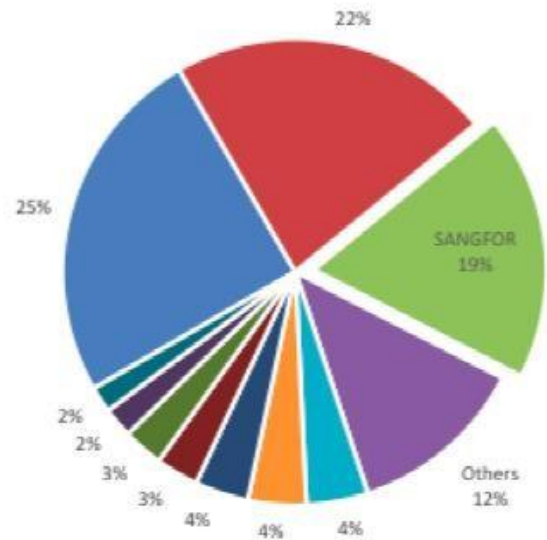
图 14：2016 年公司超融合产品国内市占率排名第四



数据来源：IDC，安信证券研究中心

图 15：2017 年 Q4 公司超融合产品国内市占率排名第三

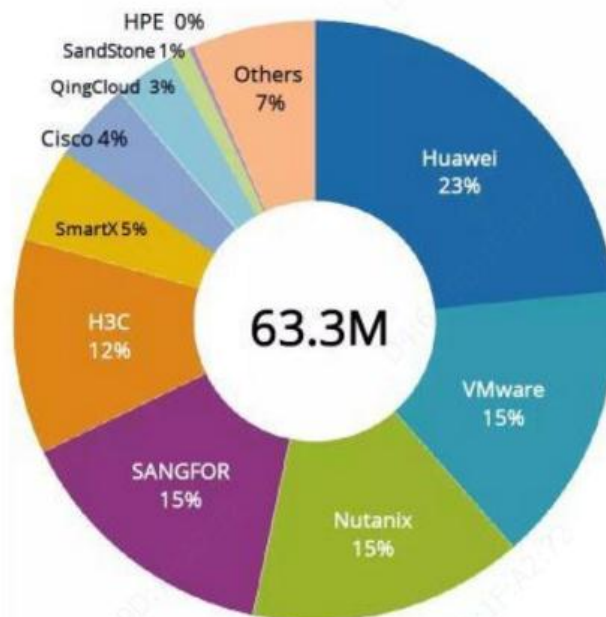
超融合中国区市场占有率(2017Q4,IDC)



数据来源：IDC，安信证券研究中心

图 16：2018 年上半年公司超融合产品国内市占率排名第二

China HCI SW Market Overview, 2018H1



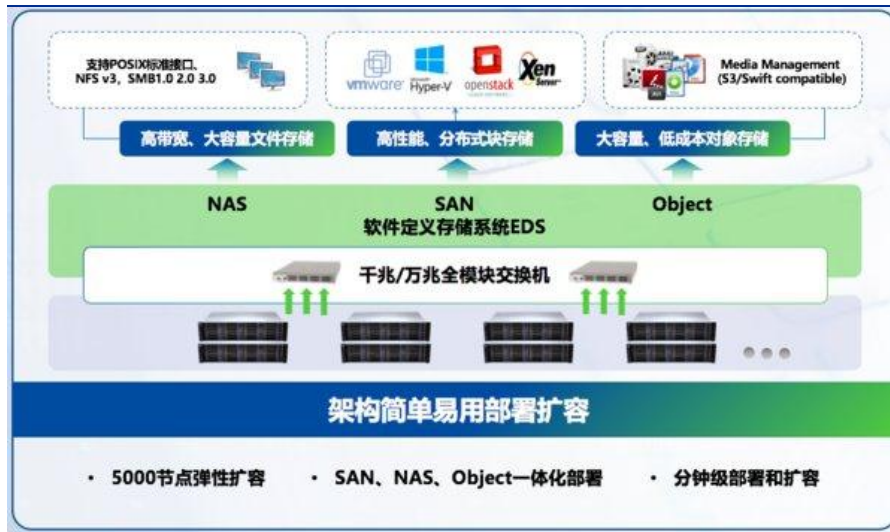
数据来源：IDC，安信证券研究中心

### 2.3. 创新不止，新产品线层出不穷

面向云计算领域推出企业级分布式存储产品。2019 年 1 月，公司推出了新的云计算产品——企业级分布式存储 aStor-EDS。AStor-EDS 采取软件定义统一存储系统，采用全对称分布式架构，支持数千节点集群部署，支持 EB 级存储空间、1000 万 IOPS 高性能支撑，内置 AI 智能云脑技术，可感知业务数据，实现数据的全生命周期管理。真正实现了在一个平台全面支撑块、文件、对象存储。以解决传统架构存储面临维护成本过高，扩展困难，生命周期短

以及海量数据处理效率低、数据孤岛等问题。

图 17：公司新推出的企业级分布式存储产品 aStor-EDS



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

利用人工智能，发布安全托管服务 MSS(Managed Security Services, 安全托管服务)。深信服 MSS 整合了专家的安全经验以及人工智能的优势,通过安全运营平台的7\*24小时监测,帮助用户持续评估风险;用户可避免传统的人力托管服务不及时以及人员能力参差不齐所造成的风险。

图 18：深信服安全托管服务 MSS



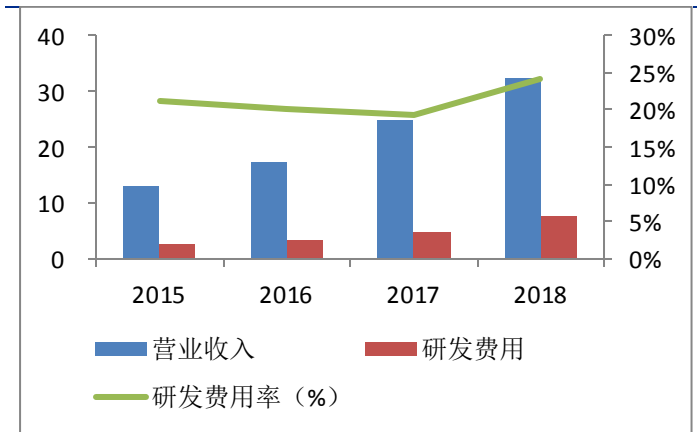
数据来源：公司官网，安信证券研究中心

**MSS 市场空间广阔。**MSS 主要是对主要服务器系统、防火墙系统、网络基础设施（包括路由器和交换机）进行安全评估检测，保障客户的主要业务系统安全稳定运行，防止客户的系统受到入侵或攻击者损害。根据 Reportlinker 的数据，全球 MSS 市场规模将从 2018 年的 240 亿美元增长到 2023 年的 477 亿美元，年复合增长率为 14.7%。驱动 MSS 市场增长的因素包括：政府监管加强；日益复杂的网络攻击；移动办公需求的兴起等。

## 2.4. 出色的产品表现背后，是卓越的研发与销售的配合

研发费用常年保持在 20%，销售费用率位居中信计算机行业第五。作为一家产品型公司，公司长期在研发上保持高投入，近四年的研发费用率均在 20%左右。2018 年公司销售费用率为 36%，在中信计算机行业排名第五。

图 19: 公司保持高研发投入 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 公司销售费用率位居行业第五

|      |        |
|------|--------|
| 泛微网络 | 71.59% |
| 鼎捷软件 | 51.34% |
| 万兴科技 | 49.02% |
| 绿盟科技 | 37.79% |
| 深信服  | 36.32% |
| 广联达  | 27.71% |
| 汇金科技 | 27.30% |
| 恒生电子 | 27.03% |
| 方直科技 | 26.84% |
| 迪普科技 | 26.25% |

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

与渠道保持良好的关系一直是公司的重要经营方针。目前与公司建立深度合作关系的渠道伙伴近两千家, 遍及全国的一、二级城市, 为不同区域的客户提供直接、快速的售前和售后服务支持。

图 21: 公司对经销商的划分



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

### 3. 公司中长期发展动力: 云计算的架构变革

#### 3.1. 云计算是 IT 产业发展趋势

IT 产业正在经历云转型。IDC 预测, 从 2013 年至 2020 年, 全球将产生 25 万亿 GB 的新数据, 其中大部分数据存储于云端。IDC 研究结果显示, 客户正在从传统的 IT 平台迁移至云端从而降低成本、缩减 IT 团队的规模、将支出模式从资本支出模式转变为所用即所付的租用模式、加快访问新功能、提高资源利用率、提升 IT 解决方案的直接管控能力以及加速获取价值的的能力。

与全球不同的是, 中国的私有云基础架构市场高速增长。根据 IDC 的统计, 2018 年中国公共和私有云 IT 基础架构的投资总计 120.1 亿美元, 同比增长 74.7%。IDC 预计, 2019 年中国云 IT 基础架构的总投资将达到 151.7 亿美元, 同比增长 25.5%。私有云同时保持了高速增长, 2018 年私有云相关支出增长 49.2%, 达到 38 亿美元。中国云 IT 基础架构支出的增长速度远高于全球。无论公有云还是私有云, 相应 IT 基础架构支出在中国的增长速度都是全球增速的两倍左右。

图 22: 2018-2022 年中国云计算 IT 基础架构预测

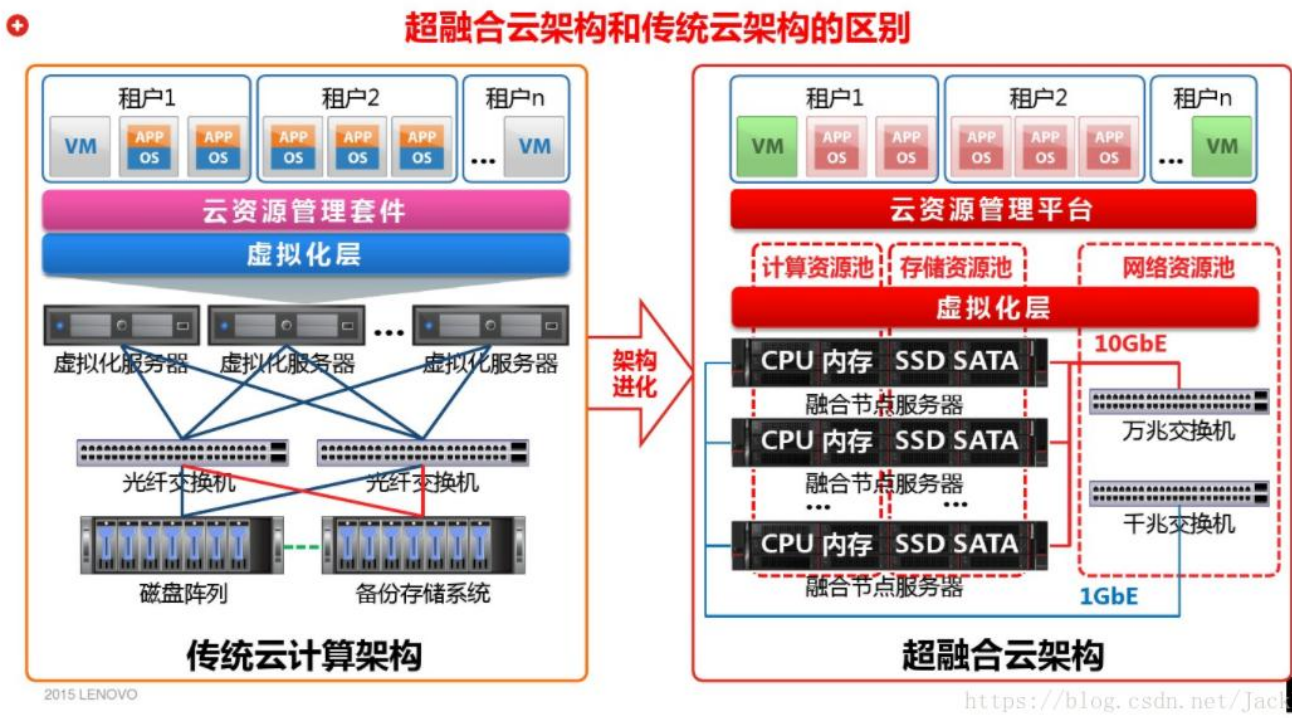


数据来源: IDC, 安信证券研究中心

### 3.2. 超融合是私有云的产物

**超融合是私有云的产物。**超融合技术是一种以软件为中心的架构，在一个通常由 x86 硬件组成的系统里集合计算、存储和虚拟化资源。超融合架构也能够作为一个独立售卖的软件，安装在客户已有的硬件上。根据 IDC 对超融合的定义，节点间没有明确的计算和存储的分工，在同一个服务器硬件资源（目前主要是 x86 服务器）上实现核心的存储和计算功能，封装为单一的、高度虚拟化的解决方案。

图 23: 超融合架构和传统架构的区别



数据来源: 联想, 安信证券研究中心

### 3.3. 超融合技术的优势: 有效降低成本, 易于扩展

超融合使得 IT 管理变得容易且能够有效降低成本。超融合使得一般技术人才也能管理较为复杂的 IT 系统。对于那些在虚拟化技术上投入巨资, 但在数据保护和存储的复杂性和成本方面仍有困难的组织而言, 超融合是一个不错的选择。对于那些更愿意将时间、金钱和员工资源更多地集中在业务运营方面而不是维护基础设施的企业而言, 超融合也是一项极具吸引力的技术。并且, 如果采用超融合方案, 通常只需简单地添加或删除节点即可增加或减少资源, 有效地降低了成本。

表 2: 超融合架构和传统架构的比较

|      | 超融合架构   | 传统数据中心基础架构   |
|------|---|--|
| 性能   | 尽可能提供本地吞吐, 并使用 SSD 保证应用 IO 需求。不存在性能瓶颈               | 随着访问集中储存的服务器越来越多, 性能瓶颈将日益凸显  |
| 横向扩展 | 可以简单的在集群中增加节点以扩展集群规模和性能                             | 由于架构限制, 无法实现横向扩展   |
| 高可用性 | 可以通过三副本的方式容忍最多两个节点同时故障, 并且硬件故障时数据重建速度快, 性能几乎不受影响    | 通过 Raid 技术实现高可用性, 但面对硬件故障时, 性能下降严重   |
| 整合比  | 虚拟机密度高, 是传统 2 倍以上                                   | 虚拟机密度低   |
| 安装配置 | 开箱即用的部署方式, 只需 30 分钟即可完成安装配置                         | 需要准备大量安装实施前的信息收集和整理工作, 并且由专人进行安装部署, 最少需要 2 天时间                             |
| 管理维护 | 统一 WEB 界面管理, 维护方便, 无需配置 LUN、卷、Raid 组                | 需要专门存储管理软件, 配置复杂, 需要厂商支持   |
| 空间占用 | 使用超融合架构: 2 台 4U 高, 总共包含 8 个节点 (包含服务器和存储), 总共占用空间 4U | 使用传统架构: 8 台 2 路服务器至少占用 8U, 存储至少需要 3U。总共占用空间 11U                            |
| 耗电   | 使用超融合架构: 2 台 8 节点, 共耗电 2000W; 运行三年电费支出约: 5.5 万元     | 使用传统架构: 8 台服务器平均每台服务器耗电 600W 计算, 存储耗电 1500W, 总共耗电 6300W 运行三年电费支出约: 16.8 万元 |

数据来源: 中国存储网, 安信证券研究中心

### 3.4. 公司处于中国超融合市场领先地位

全球范围来看，超融合市场由大企业主导。从超融合的发展历史来看，超融合技术最初由一些初创企业推动，例如 Maxta, Nutanix, Pivot3, Scale Computing 等，其中 Nutanix 是超融合的概念提出者。随着超融合市场的成熟，一些大型企业例如 Cisco、Dell、EMC、Vmware、联想和 Netapp 也在逐步进入。根据 2018 年 Gartner 的超融合魔力象限，Nutanix、Dell、EMC、Vmware、HPE 和 Cisco 处于领导者象限，其中 Nutanix、Vmware 提供的是软件解决方案，Dell、Emc、HPE 以及 Cisco 提供的则是一体化解决方案。

图 24：2018 年 Gartner 超融合魔力象限



数据来源：Gartner，安信证券研究中心

从中国市场来看，公司属于领先企业。根据 Gartner 的数据，公司超融合产品 2018 年上半年国内市场排名仅次于华为。从国内超融合厂商的结构来看：第一种是利用渠道赢得市场的大型数据中心厂商：Dell、EMC、华为、新华三、深信服、VMware 等；第二种是仅提供软件的厂商：Nutanix、SmartX、ZETTAKIT 等，第三种则是使用公有云技术满足私有云需求的公有云厂商：EasyStack、青云等。

图 25： 公司是国内领先的超融合厂商

| Competitive Trend → | Representative Vendor ↓ | Large DC Vendors Win HCI Business by Leveraging Established Market Coverage ↓ | Pure-Play HCI Vendors Find Their Niche Via Product Differentiation ↓ | Cloud Providers Monetize From Cloudlike Demand Through On-Premises HCI Offerings ↓ |
|---------------------|-------------------------|---|--|--|
|                     | Dell EMC                | X   |  |  |
|                     | EasyStack               |   |  | X  |
|                     | Huawei                  | X   |  |  |
|                     | H3C                     | X   |  |  |
|                     | Nutanix                 |   | X  |  |
|                     | QingCloud               |   |  | X  |
|                     | Sangfor Technologies    | X   |  |  |
|                     | SmartX                  |   | X  |  |
|                     | VMware                  | X   |  |  |

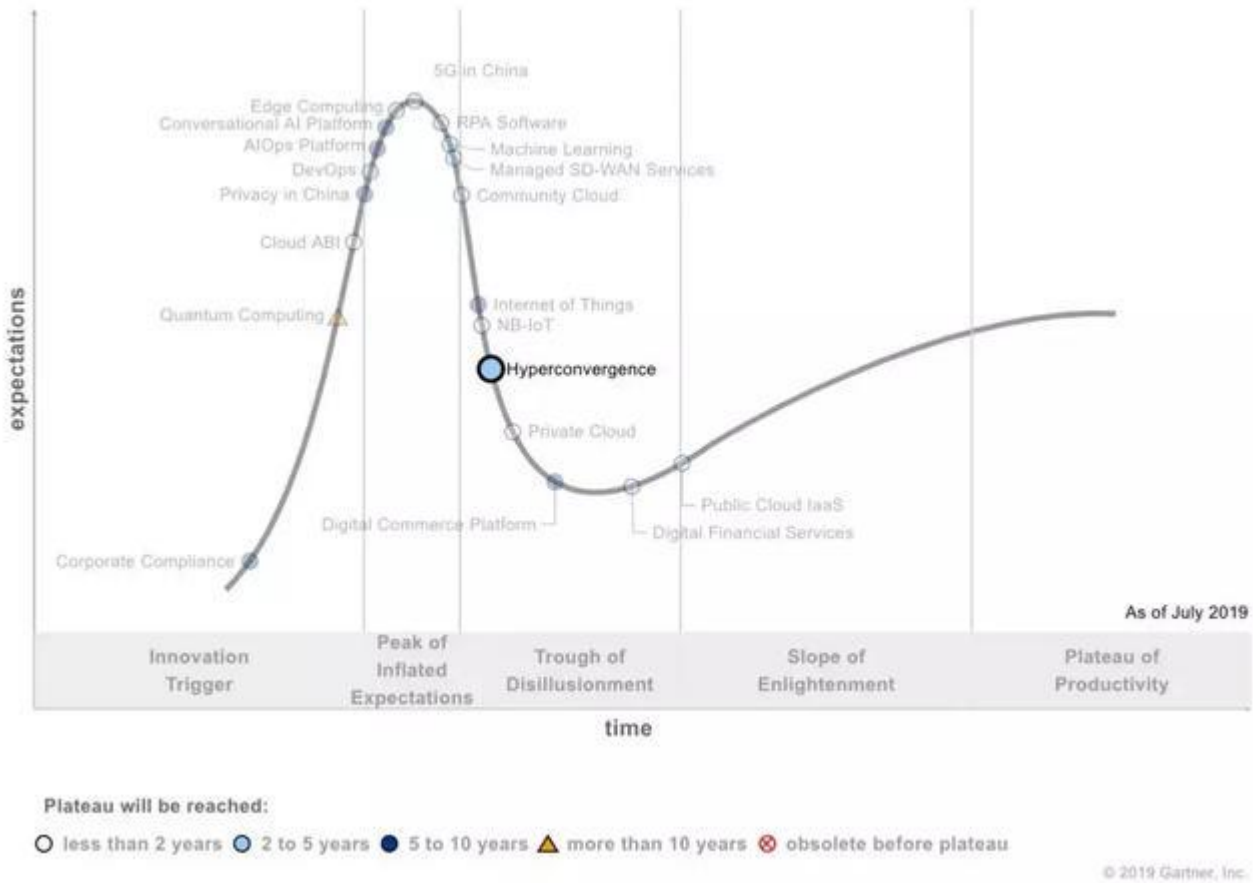
数据来源：Gartner，安信证券研究中心

### 3.5. 超融合在中国的发展前景广阔

国内超融合渗透率低，正在走向大规模应用的阶段。超融合在中国经历了早期的概念宣传，现在已经成为了主流的私有云建设方案。超融合拥有低成本、管理方便、扩展容易的优点，越来越多用户正在将各种类型的应用部署在超融合之上。根据 Gartner 的 Hype Cycle for ICT in China 报告，2018 年中国市场的上云比例只有 11%，低于全球市场的 19%。2020 年，全球市场的上云比例预计将会提升到 28%。从 2017 年至 2022 年，预计超融合市场的全球年复合增长率为 40.4%，中国市场的增速有望超过全球。



图 26：2019 Gartner 技术学习曲线



数据来源：Gartner，安信证券研究中心

公司超融合产品的特点在于集成了安全性。基于公司的安全基因，其超融合产品亦集成了丰富的安全功能。与其他的竞争对手相比，公司重点领域在教育、政府以及制造业。公司从 2009 年即开始了超融合和虚拟化技术的研究，2013 年推出桌面云解决方案，在 2015 年发布了超融合 4.2 新版本产品。

表 3：各类超融合厂商的比较

| 公司        | 开始时间 | 产品核心优势                     | 产品开放性                         | 主要市场         | 主要竞争方式  |
|-----------|------|----------------------------|-------------------------------|--------------|---|
| SmartX    | 2013 | 存储自主研发产品开放性                | 自有虚拟化、VMware、Citrix 虚拟化和主流服务器 | 金融、医疗、制造业    | 产品特性和可靠性的良好体验<br>构建用户信心；<br>相比国外厂商更优质的服务和更高性价比；<br>和专业厂商构建的生态 |
| 深信服       | 2015 | 集成安全、防火墙、NFV 和 CMP         | 自有虚拟化和认证硬件                    | 教育、政府、制造业    | 利用已有渠道覆盖；<br>安全产品集成   |
| 华为        | 未提及  | 丰富的产品栈                     | 自有虚拟化和 VMware 以及自有硬件          | 未提及          | 利用已有渠道覆盖；<br>全栈产品；<br>良好的生态；<br>和自有公有云结合                      |
| 华三        | 2013 | 内嵌 NFV 和 CMP               | 自有服务器和 HPF                    | 政府、教育、医疗和制造业 | 利用已有渠道覆盖  |
| 青云        | 2016 | 集成 SDN/NFV、安全、AI/ops 和应用商店 | 自有虚拟化                         | 政府、交通制造业和金融  | 丰富的云特性  |
| EasyStack | 2018 | 基于微服务架构                    | 自有虚拟化                         | 教育和医疗        | 通过开源产品建立的认知   |

数据来源：Gartner，安信证券研究中心

#### 4. 等保 2.0，驱动信息安全业务新一轮高增长

等保 2.0 带来信息安全行业新需求。2019 年 5 月 13 日，国家标准化管理委员会发布了等保 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设计技术要求》等国家标准，于 2019 年 12 月 1 日开始实施。

云计算、大数据、物联网等新兴技术推动信息安全行业由等保 1.0 向等保 2.0 迈进。等保 2.0 的深层次推进，使得信息安全管理力度由被动防御转向事前预警、事中定位、事后审计的主动式管理。等保 2.0 的要求项与等保 1.0 也不尽相同。从整体上来看，等保 2.0 的等保二级要求项是 135 项，等保 1.0 是 175 项；等保 2.0 的等保三级要求项是 211 项，而等保 1.0 则是 290 项。

图 27：等保 1.0 与等保 2.0 结构的变化

| 要求     | 等保1.0  |      |        | 等保2.0  |      |      |
|--------|--------|------|--------|--------|------|------|
|        | 基本要求子类 | 等保二级 | 等保三级   | 基本要求子类 | 等保二级 | 等保三级 |
| 技术要求   | 物理安全   | 19   | 32     | 安全物理环境 | 15   | 22   |
|        | 网络安全   | 18   | 33     | 安全通信网络 | 4    | 8    |
|        |        |      |        | 安全区域边界 | 11   | 20   |
|        | 主机安全   | 19   | 32     | 安全计算环境 | 23   | 34   |
|        | 应用安全   | 19   | 31     |        |      |      |
| 数据安全   | 4      | 8    |        |        |      |      |
| 管理要求   | 安全管理制度 | 7    | 11     | 安全管理中心 | 4    | 12   |
|        | 安全管理机构 | 9    | 20     | 安全管理制度 | 6    | 7    |
|        |        |      |        | 安全管理机构 | 9    | 14   |
|        | 人员安全管理 | 11   | 16     | 安全管理人员 | 7    | 12   |
|        | 系统建设管理 | 28   | 45     | 安全建设管理 | 25   | 34   |
| 系统运维管理 | 41     | 290  | 系统运维管理 | 31     | 48   |      |
| 要求项    | /      | 175  | 290    | /      | 135  | 211  |

数据来源：国家标准化管理委员会，安信证券研究中心

信息安全政策持续推进。自 2013 年棱镜门事件以来，国内关于信息安全的政策不断，2014 年中央军委出台《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》，把信息安全作为军事斗争准备的保底工程，强力推进国产自主化建设应用，夯实信息安全根基。2015 年全国人大出台《中华人民共和国国家安全法》，提出维护国家网络空间主权、安全和发展利益。每年都会有关于信息安全的重磅政策出台，充分表明国家对于信息安全行业的高度重视。

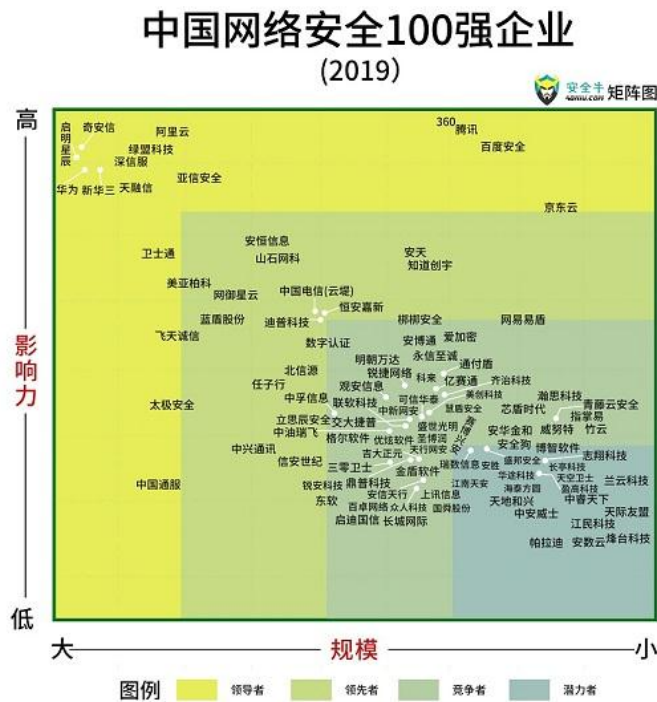
**表 4：近年来信息安全政策不断出台**

| 时间   | 部门                         | 文件                          | 重要政策  |
|------|----------------------------|-----------------------------|---|
| 2014 | 中央军委                       | 《关于进一步加强军队信息安全工作的意见》        | 把信息安全作为军事斗争准备的保底工程，强力推进国产自主化建设应用，夯实信息安全根基。  |
| 2015 | 全国人大                       | 《中华人民共和国国家安全法》              | 第二十五条：“国家建设网络与信息安全保障体系，提升网络与信息安全保护能力，加强网络和信息技术的创新研究和开发应用，实现网络和信息核心技术、关键基础设施和重要领域信息系统及数据的安全可控；加强网络管理，防范、制止和依法惩治网络攻击、网络入侵、网络窃密、散布违法有害信息等网络违法犯罪行为，维护国家网络空间主权、安全和发展利益。” |
|      | 全国人大                       | 《中华人民共和国信息安全法》              | 于 2017 年 6 月 1 日起施行，国家坚持网络安全与信息化发展并重，遵循积极利用、科学发展、依法管理、确保安全的方针，推进网络基础设施建设和互联互通，鼓励网络技术创新和应用，支持培养网络安全人才，建立健全网络安全保障体系，提高网络安全保护能力。                                       |
| 2016 | 中央网络安全和信息化领导小组             | 《国家网络空间安全战略》                | 以总体国家安全观为指导，贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，增强风险意识和危机意识，统筹国内国际两个大局，统筹发展安全两件大事，积极防御、有效应对，推进网络空间和平、安全、开放、合作、有序，维护国家主权、安全、发展利益，实现建设网络强国的战略目标。                                  |
|      | 网信办                        | 《国家网络安全事件应急预案》              | 建立健全国家网络安全事件应急工作机制，提高应对网络安全事件能力，预防和减少网络安全事件造成的损失和危害，保护公众利益，维护国家安全、公共安全和社会秩序。  |
| 2017 | 工信部                        | 《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020）》 | 首次明确提出信息安全产品收入目标，即到“十三五”末达到 2000 亿元，年均增长 20% 以上。  |
|      | 教育部办公厅                     | 《2018 年教育信息化和网络安全工作要点》      | 进一步提升网络安全人才培养能力和防护水平。增设一批网络空间安全学位授权点，加快一流网络安全学院建设步伐。网络安全预警预判、舆论引导和应急处置能力不断提升。网络安全责任制进一步夯实，关键信息基础设施保障体系不断健全，监测预警形成常态化。   |
| 2018 | 全国信息安全标准化技术委员会             | 《信息安全技术个人信息安全规范》            | 针对个人信息面临的安全问题，规范个人信息控制者在收集、保存、使用、共享、转让、公开披露等信息处理环节中的相关行为，旨在遏制个人信息非法收集、滥用、泄漏等乱象，最大程度地保障个人的合法权益和社会公共利益。   |
|      | 国家市场监督管理总局<br>中国国家标准化管理委员会 | 《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》       | 将基础信息网络（广电网、电信网等）、信息系统（采用传统技术的系统）、云计算平台、大数据平台、移动互联、物联网和工业控制系统等作为等级保护对象（网络和信息系统），在原有通用安全要求的基础上新增了安全扩展要求。安全扩展要求主要针对云计算、移动互联、物联网和工业控制系统提出了特殊安全要求，进一步完善了信息安全保护工作的标准。    |

数据来源：安信证券研究中心整理

公司处于网络安全领先者阵列。根据安全牛最新发布的《中国网络安全 100 强企业》的报告，2018 年网络安全行业收入总额约为 529.46 亿元，同比增长 32%。公司与启明星辰、奇安信、华为以及新华三位于第一阵列。

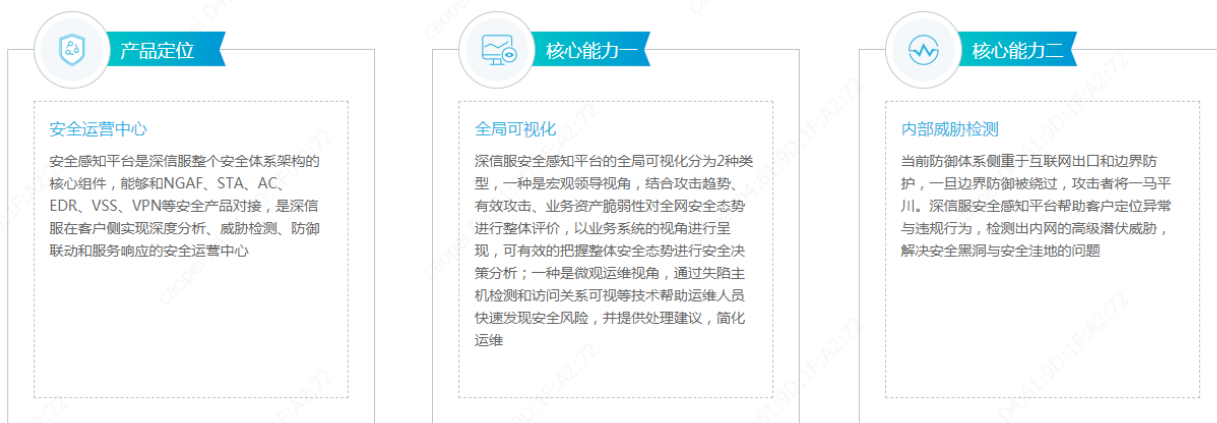
图 28: 中国网络安全 100 强企业



数据来源: 安全牛, 安信证券研究中心

态势感知有望成为新的信息安全增长点。态势感知平台定位为客户的安全大脑, 是一个检测、预警、响应处置的大数据安全分析平台。其以全流量分析为核心, 结合威胁情报、行为分析建模、UEBA、失陷主机检测、图关联分析、机器学习、大数据关联分析、可视化等技术, 对全网流量实现全网业务可视化、威胁可视化、攻击与可疑流量可视化等, 帮助客户在高级威胁入侵之后, 损失发生之前及时发现威胁。

图 29: 深信服态势感知平台



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

云安全, 伴随信息安全架构的新产品。云计算催生了新一代的架构, 对于安全的需求亦发生了改变, 整体安全的重心迁移到了平台安全需求上, 包括分区分域需求、云应用安全需求、防止漏洞攻击需求等。此外用户端的虚拟化安全需求, 包括虚拟化 WEB 安全需求、访问控制等。公司提供了下一代防火墙 (vAF 经纬系列)、SSL VPN (vSSL)、应用交付 (vAD)、广域网优化 (vWOC) 等产品, 用户可在阿里云、AWS、腾讯云等公有云平台按需选配 vSSL、vNGAF 等云安全防护资源。

图 30: 公司云安全产品支持多项云基础设施

| 产品    | 私有云/行业云 |     |     |     | 公有云 |     |     |      |
|-------|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
|       | VMware  | KVM | Xen | 浪潮云 | AWS | 阿里云 | 腾讯云 | 京东云  |
| vNGAF | √       | √   | √   | √   | √   | √   | √   | 即将上线 |
| vSSL  | √       | √   | √   | √   | √   | √   | √   | 即将上线 |
| vWOC  | √       | √   | √   | √   | √   | √   | -   | 即将上线 |
| vAD   | √       | √   | √   | -   | -   | -   | -   | 即将上线 |

数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 31: 公司云安全产品实现的功能

| vNGAF  | vSSL   | vAD   | vWOC  |
|--|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>实现虚拟网络区域划分和访问控制</li> <li>保障东西向和南北向网络业务安全</li> <li>满足虚拟机流量和风险实时可视</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>远程移动接入</li> <li>跨云安全互联</li> <li>APP安全加固</li> <li>应用虚拟化远程快速发布</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>业务虚拟机集群负载均衡</li> <li>业务数据优化和访问加速</li> <li>云端业务SSL卸载</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>跨云安全互联</li> <li>跨云访问加速</li> <li>跨云数据同步和传输加速</li> </ul> |

数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

## 5. 盈利预测

公司围绕信息安全和云计算业务做大做强, 目标成为中国领先的 IT 基础设施提供商。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 1.85 元和 2.42 元, 给予“买入-A”评级, 6 个月目标价 160 元。

表 5：深信服产品预测拆分

| 单位：亿元   | 2016  | 2017  | 2018    | 2019E | 2020E |
|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 信息安全    | 12.29 | 15.19 | 18.92   | 24.03 | 29.80 |
| 毛利率 (%) | 88.00 | 88.72 | 88.46   | 88.00 | 88.00 |
| 增速 (%)  | 17%   | 24%   | 25%     | 28%   | 24%   |
| 云计算     | 2.21  | 5.45  | 8.67    | 12.14 | 16.99 |
| 毛利率 (%) | 57.15 | 53.00 | 53.82   | 53.00 | 53.00 |
| 增速 (%)  | 207%  | 147%  | 59%     | 40%   | 35%   |
| 增速 (%)  |       |       |         |       |       |
| 企业级无线   | 2.42  | 3.33  | 3.94    | 4.33  | 4.77  |
| 毛利率 (%) | 63.36 | 64.33 | 61.92   | 62.00 | 62.00 |
| 增速 (%)  | 59%   | 38%   | 5%      | 5%    | 10%   |
| 服务      | 0.58  | 0.76  | 0.72    | 0.76  | 0.79  |
| 毛利率 (%) | 27.01 | 21.58 | (22.22) | 20.00 | 20.00 |
| 增速 (%)  | 29%   | 31%   | 30%     | 5%    | 5%    |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

## 6. 风险提示

云计算发展不及预期；信息安全行业竞争加剧；等保 2.0 落地速度不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |         |          |         |         |         | 财务指标           |         |         |         |        |        |
|-------------------|---------|----------|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| (百万元)             | 2017    | 2018     | 2019E   | 2020E   | 2021E   | (百万元)          | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
| <b>营业收入</b>       | 2,472.5 | 3,224.5  | 4,127.3 | 5,237.5 | 6,651.7 | <b>成长性</b>     |         |         |         |        |        |
| 减:营业成本            | 605.9   | 860.2    | 1,098.3 | 1,426.7 | 1,829.2 | 营业收入增长率        | 41.3%   | 30.4%   | 28.0%   | 26.9%  | 27.0%  |
| 营业税费              | 35.0    | 43.3     | 41.3    | 52.4    | 66.5    | 营业利润增长率        | 477.7%  | -3.5%   | 27.9%   | 31.2%  | 29.1%  |
| 销售费用              | 867.9   | 1,171.0  | 1,444.6 | 1,833.1 | 2,328.1 | 净利润增长率         | 122.7%  | 5.2%    | 23.5%   | 31.2%  | 29.1%  |
| 管理费用              | 586.9   | 129.9    | 1,196.9 | 1,448.2 | 1,796.0 | EBITDA 增长率     | 298.0%  | 163.2%  | -35.3%  | 31.5%  | 29.8%  |
| 财务费用              | -42.4   | -77.3    | -81.0   | -101.0  | -121.0  | EBIT 增长率       | 426.7%  | 176.1%  | -31.4%  | 31.9%  | 30.1%  |
| 资产减值损失            | 11.7    | 13.2     | 10.0    | 10.0    | 10.0    | NOPLAT 增长率     | 143.7%  | -1.0%   | 27.0%   | 32.0%  | 30.2%  |
| 加:公允价值变动收益        | -       | 0.6      | -       | -       | -       | 投资资本增长率        | -88.9%  | 726.2%  | 356.7%  | 73.7%  | 25.1%  |
| 投资和汇兑收益           | 6.7     | 19.4     | 368.0   | 462.0   | 587.0   | 净资产增长率         | 43.8%   | 97.5%   | 21.3%   | 18.8%  | 20.4%  |
| <b>营业利润</b>       | 636.6   | 614.2    | 785.3   | 1,030.1 | 1,329.9 | <b>利润率</b>     |         |         |         |        |        |
| 加:营业外净收支          | 4.4     | 3.8      | -1.3    | -1.3    | -1.3    | 毛利率            | 75.5%   | 73.3%   | 73.4%   | 72.8%  | 72.5%  |
| <b>利润总额</b>       | 641.0   | 618.0    | 784.0   | 1,028.9 | 1,328.6 | 营业利润率          | 25.7%   | 19.0%   | 19.0%   | 19.7%  | 20.0%  |
| 减:所得税             | 67.5    | 14.7     | 39.2    | 51.4    | 66.4    | 净利润率           | 23.2%   | 18.7%   | 18.0%   | 18.7%  | 19.0%  |
| <b>净利润</b>        | 573.5   | 603.3    | 744.8   | 977.4   | 1,262.2 | EBITDA/营业收入    | 16.9%   | 34.2%   | 17.3%   | 17.9%  | 18.3%  |
|                   |         |          |         |         |         | EBIT/营业收入      | 15.0%   | 31.8%   | 17.1%   | 17.7%  | 18.2%  |
| <b>资产负债表</b>      |         |          |         |         |         | <b>运营效率</b>    |         |         |         |        |        |
|                   | 2017    | 2018     | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 固定资产周转天数       | 18      | 18      | 15      | 12     | 9      |
| 货币资金              | 215.6   | 737.4    | 1,517.2 | 2,004.1 | 2,269.3 | 流动营业资本周转天数     | -23     | -16     | -54     | -92    | -101   |
| 交易性金融资产           | -       | 0.6      | -       | -       | -       | 流动资产周转天数       | 238     | 286     | 264     | 223    | 197    |
| 应收账款              | 261.4   | 319.5    | 422.7   | 527.6   | 675.6   | 应收账款周转天数       | 28      | 31      | 31      | 31     | 31     |
| 应收票据              | 3.7     | 5.8      | 6.8     | 9.0     | 11.2    | 存货周转天数         | 10      | 12      | 13      | 14     | 14     |
| 预付账款              | 7.8     | 11.8     | 22.8    | 37.1    | 46.5    | 总资产周转天数        | 365     | 449     | 476     | 444    | 423    |
| 存货                | 87.7    | 127.9    | 180.5   | 223.4   | 293.5   | 投资资本周转天数       | -19     | -13     | -51     | -91    | -102   |
| 其他流动资产            | 1,510.8 | 1,841.7  | 854.3   | 686.2   | 503.9   | <b>投资回报率</b>   |         |         |         |        |        |
| 可供出售金融资产          | -       | -        | -       | -       | -       | ROE            | 33.0%   | 17.6%   | 17.9%   | 19.7%  | 21.2%  |
| 持有至到期投资           | -       | -        | -       | -       | -       | ROA            | 19.7%   | 11.8%   | 12.9%   | 13.7%  | 14.8%  |
| 长期股权投资            | -       | -        | -       | -       | -       | ROIC           | -230.6% | -2054.5 | -315.8% | -91.2% | -68.4% |
| 投资性房地产            | -       | -        | -       | -       | -       | <b>费用率</b>     |         |         |         |        |        |
| 固定资产              | 143.7   | 181.8    | 173.2   | 164.6   | 155.9   | 销售费用率          | 35.1%   | 36.3%   | 35.0%   | 35.0%  | 35.0%  |
| 在建工程              | -       | -        | -       | -       | -       | 管理费用率          | 23.7%   | 4.0%    | 29.0%   | 27.7%  | 27.0%  |
| 无形资产              | 5.3     | 4.5      | 4.2     | 3.9     | 3.6     | 财务费用率          | -1.7%   | -2.4%   | -2.0%   | -1.9%  | -1.8%  |
| 其他非流动资产           | 675.1   | 1,901.3  | 2,601.5 | 3,482.7 | 4,549.8 | 三费/营业收入        | 57.1%   | 37.9%   | 62.0%   | 60.7%  | 60.2%  |
| <b>资产总额</b>       | 2,911.1 | 5,132.4  | 5,783.2 | 7,138.6 | 8,509.5 | <b>偿债能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 短期债务              | -       | -        | 90.0    | 100.0   | 100.0   | 资产负债率          | 40.2%   | 33.0%   | 28.5%   | 31.0%  | 30.2%  |
| 应付账款              | 399.9   | 692.3    | 548.3   | 930.3   | 1,053.0 | 负债权益比          | 67.3%   | 49.3%   | 39.9%   | 45.0%  | 43.3%  |
| 应付票据              | -       | -        | 36.1    | 46.9    | 60.1    | 流动比率           | 2.00    | 2.02    | 2.05    | 1.74   | 1.63   |
| 其他流动负债            | 630.5   | 817.4    | 771.2   | 890.5   | 1,055.0 | 速动比率           | 1.91    | 1.93    | 1.93    | 1.63   | 1.50   |
| 长期借款              | -       | -        | -       | -       | -       | 利息保障倍数         | -8.77   | -13.28  | -8.69   | -9.20  | -9.99  |
| 其他非流动负债           | 126.5   | 185.3    | 200.0   | 220.2   | 246.5   | <b>分红指标</b>    |         |         |         |        |        |
| <b>负债总额</b>       | 1,170.6 | 1,695.0  | 1,663.6 | 2,228.2 | 2,583.2 | DPS(元)         | 0.16    | 0.26    | 0.37    | 0.48   | 0.63   |
| 少数股东权益            | -       | -        | -       | -       | -       | 分红比率           | 11.2%   | 17.9%   | 20.0%   | 20.0%  | 20.0%  |
| 股本                | 360.0   | 403.1    | 403.1   | 403.1   | 403.1   | 股息收益率          | 0.1%    | 0.2%    | 0.3%    | 0.4%   | 0.5%   |
| 留存收益              | 1,369.4 | 3,171.0  | 3,766.9 | 4,548.8 | 5,558.6 |                |         |         |         |        |        |
| <b>股东权益</b>       | 1,740.5 | 3,437.4  | 4,170.0 | 4,951.9 | 5,961.7 |                |         |         |         |        |        |
|                   |         |          |         |         |         |                |         |         |         |        |        |
| <b>现金流量表</b>      |         |          |         |         |         | <b>业绩和估值指标</b> |         |         |         |        |        |
|                   | 2017    | 2018     | 2019E   | 2020E   | 2021E   | EPS(元)         | 1.40    | 1.48    | 1.85    | 2.42   | 3.13   |
| 净利润               | 573.5   | 603.3    | 744.8   | 977.4   | 1,262.2 | BVPS(元)        | 4.26    | 8.41    | 10.34   | 12.28  | 14.79  |
| 加:折旧和摊销           | 55.8    | 84.3     | 8.9     | 8.9     | 8.9     | PE(X)          | 87.3    | 83.0    | 66.3    | 50.5   | 39.1   |
| 资产减值准备            | 11.7    | 13.2     | 10.0    | 10.0    | 10.0    | PB(X)          | 28.8    | 14.6    | 11.8    | 10.0   | 8.3    |
| 公允价值变动损失          | -       | -0.6     | -       | -       | -       | P/FCF          | 135.8   | 63.5    | 30.1    | 29.2   | 29.5   |
| 财务费用              | -32.2   | -67.8    | -81.0   | -101.0  | -121.0  | P/S            | 20.3    | 15.5    | 12.0    | 9.4    | 7.4    |
| 投资损失              | -6.7    | -19.4    | -368.0  | -462.0  | -587.0  | EV/EBITDA      | -       | 29.5    | 62.0    | 45.6   | 33.9   |
| 少数股东损益            | -       | -        | -       | -       | -       | CAGR(%)        | 19.4%   | 27.9%   | 6.5%    | -4.0%  | -28.6% |
| 营运资金的变动           | -60.2   | -1,083.1 | 94.1    | -186.9  | -661.5  | PEG            | 4.5     | 3.0     | 10.1    | -12.6  | -1.4   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 765.4   | 943.2    | 408.9   | 246.4   | -88.4   | ROIC/WACC      | -23.1   | -205.6  | -31.6   | -9.1   | -6.8   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -625.4  | -1,610.2 | 272.6   | 326.0   | 489.0   | REP            | -       | 0.7     | 1.4     | 2.8    | 2.9    |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -148.1  | 1,185.4  | 22.0    | -84.5   | -131.4  |                |         |         |         |        |        |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

胡又文、曹佩声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

|       |       |               |                           |                           |
|-------|-------|---------------|---------------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤    | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn    |                           |
|       | 李栋    | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn    |                           |
|       | 侯海霞   | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn      |                           |
|       | 潘艳    | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |                           |
|       | 刘恭懿   | 021-35082961  | liugy@essence.com.cn      |                           |
|       | 苏梦    | 021-35082790  | sumeng@essence.com.cn     |                           |
|       | 孙红    | 18221132911   | sunhong1@essence.com.cn   |                           |
|       | 秦紫涵   | 021-35082799  | qinzh1@essence.com.cn     |                           |
|       | 王银银   | 021-35082985  | wangyy4@essence.com.cn    |                           |
|       | 陈盈怡   | 021-35082737  | chenyy6@essence.com.cn    |                           |
|       | 北京联系人 | 温鹏            | 010-83321350              | wenpeng@essence.com.cn    |
|       |       | 姜东亚           | 010-83321351              | jiangdy@essence.com.cn    |
|       |       | 张莹            | 010-83321366              | zhangying1@essence.com.cn |
| 李倩    |       | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |                           |
| 姜雪    |       | 010-59113596  | jiangxue1@essence.com.cn  |                           |
| 王帅    |       | 010-83321351  | wangshuai1@essence.com.cn |                           |
| 曹琰    |       | 15810388900   | caoyan1@essence.com.cn    |                           |
| 深圳联系人 | 夏坤    | 15210845461   | xiakun@essence.com.cn     |                           |
|       | 胡珍    | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn     |                           |
|       | 范洪群   | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn      |                           |
|       | 聂欣    | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn    |                           |
|       | 杨萍    | 13723434033   | yangping1@essence.com.cn  |                           |
|       | 巢莫雯   | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn     |                           |
|       | 黄秋琪   | 0755-23987069 | huangqq@essence.com.cn    |                           |
|       | 黎欢    | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn     |                           |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034