

分析师: 唐月

登记编码: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50586635

## 乘风新安全和信创, 业务步入加速期

### ——迪普科技(300768)公司半年报分析

#### 证券研究报告-公司深度分析

买入(首次)

#### 市场数据(2021-08-10)

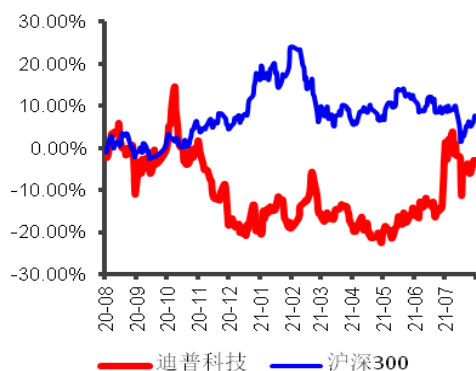
发布日期: 2021年08月11日

收盘价(元)	43.00
一年内最高/最低(元)	58.3/34.11
沪深300指数	5164.17
市净率(倍)	2.31
流通市值(亿元)	129.46

#### 基础数据(2021-6-30)

每股净资产(元)	7.85
每股经营现金流(元)	-0.87
毛利率(%)	44.14
净资产收益率-摊薄(%)	0.67
资产负债率(%)	30.96
总股本/流通股(万股)	40001/13860
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: Wind 数据, 中原证券

#### 相关报告

- 1、《计算机行业 2021 年下半年策略报告: 数字化赋能经济转型》20210618
- 2、《计算机行业专题: 2021 年网络安全行业人员成本压力分析》20210603
- 3、《计算机行业周报: 网络安全行业 2 季度业绩有较强的改善预期》20210531

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

公司公告了半年度报告: 营业收入 4.33 亿元 (+36.84%), 归母净利润 1.05 亿元 (+23.14%), 扣非净利润 0.95 亿元 (+29.18%)。

- 随着上市募投项目的完成, 公司有望从稳定增长的时期, 步入到较快增长的阶段。在行业内公司上半年净利润普遍下滑的背景下, 公司上半年净利润较 2020H1 和 2019H1 都保持了增长态势, 收入增长质量最高。
- 分行业来看, 运营商 2021 年上半年采购延后, 但是从公司参与的客户的测试情况来看, 2021 年运营商业务收入将会有较大幅度的提升; 上半年政府行业收入增长 86.68%, 表明公司在政府侧的销售投入和业务调整取得了良好的效果, 新安全产品的补齐也助力在政府客户侧的进一步推进。
- 分业务来看, 网络安全产品增长 43.94%, 2018 年以后布局的新安全领域 2020 年底已经将产品补齐, 步入发展快车道, 而公司安全防护产品也在迎来 5G 流量增长和竞争环境改善的新机遇; 在信创推行的大背景下, 公司的应用交付产品和基础网络产品在市场份额上有很大的增长空间。
- 公司在高端安全防护和应用交付领域优势明显。公司多年在中移动集采中 WAF、抗 DDoS 份额第一, 在漏洞扫描、负载均衡、防火墙领域也具有领先优势, 2020 年 9 月成为首家在工行规模化部署应用的国产负载均衡厂商。2021Q1 公司在 VPN、UTM 防火墙、IDS/IPS 份额都有提升, 渐入佳境。
- 首次覆盖并给予公司“买入”的投资评级。不考虑定增给公司带来的影响, 我们预计 21-23 年公司 EPS 分别为 0.91 元、1.19 元、1.50 元, 按 8 月 10 日收盘价 43.00 元计算, 对应 PE 为 47.08 倍、36.02 倍、28.59 倍。随着国产化的推进、新安全业务的快速增长和网络安全内生需求持续释放, 我们认为公司作为一家产品和技术见长的网络安全厂商, 即将迎来更大的市场机遇, 值得长期关注。

**风险提示:** 国产化推进不及预期; 芯片短缺情况持续恶化; 运营商产品侧推进不及预期。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	804	891	1,210	1,598	2,115
增长比率(%)	14.2	10.9	35.8	32.0	32.4
净利润(百万元)	252	276	365	478	602
增长比率(%)	25.6	9.5	32.2	30.7	26.0
每股收益(元)	0.63	0.69	0.91	1.19	1.50
市盈率(倍)	68.1	62.2	47.1	36.0	28.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

## 内容目录

<b>1. 多维度审视上半年业绩和公司未来看点</b>	<b>4</b>
1.1. 增速加快迹象明显，同行中业绩增长质量最高	4
1.2. 分季度来看：Q2 增长加速迹象明显	5
1.3. 分行业来看：政府收入增速有较大提升，运营商全年值得期待	5
1.4. 分业务来看：新安全和信创将给公司带来新机遇	6
<b>2. 公司增长加速同时，也在加大研发和人员的投入，为长远发展助力</b>	<b>7</b>
2.1. 盈利能力：基础网络产品和运营商业务上半年毛利率都有一定的提升	7
2.2. 费用：在数据安全和工控安全领域加大立项和投入，研发费用增速为历年新高	9
2.3. 营运能力：应收账款周转率、存货周转率都较 2020H1 改善	11
2.4. 经营性现金流：由负转正	12
2.5. 融资和负债：已经开启上市后第二轮融资，为下一阶段的发展助力	13
2.6. 股权激励：考核增速高于历年增速水平，彰显发展信心	14
<b>3. 产品发展近况：在高端安全防护和应用交付领域优势明显</b>	<b>15</b>
3.1. 行业排名：2021Q1 公司在三大安全硬件市场份额都有提升	15
3.2. 中标情况：在 WAF、抗 DDoS 多年份额第一	16
<b>4. 投资建议与评级</b>	<b>17</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 2019-2021 公司网络安全业务单季度收入及增速情况	4
图 2: 2019-2021 公司单季度收入、净利润及其增速	5
图 3: 2021H1 公司分行业收入结构	6
图 4: 2014-2021H1 公司分行业收入及增速	6
图 5: 2021H1 公司分业务收入结构	7
图 6: 2014-2021H1 公司分业务收入及增速	7
图 7: 2014-2021H1 公司盈利能力	8
图 8: 2014-2021H1 公司分产品毛利率	8
图 9: 2014-2021H1 公司分行业毛利率	9
图 10: 2014-2021H1 公司三大费用率	9
图 11: 2017-2021H1 公司发明专利和软件著作权数量	11
图 12: 2014-2021H1 公司存货及应收账款	12
图 13: 2014-2021H1 公司收现比情况	12
图 14: 2014-2021H1 公司净现比情况	13
图 15: 2014-2021H1 公司资产负债率	13
图 16: 2021Q1 中国 UTM 防火墙市场份额	15
图 17: 2020Q1 中国 UTM 防火墙市场份额	15
图 18: 2021Q1 中国 VPN 市场份额	15
图 19: 2020Q1 中国 VPN 市场份额	15
图 20: 2021Q1 中国 IDS/IPS 市场份额	16
图 21: 2020Q1 中国 IDS/IPS 市场份额	16
图 22: 2020 年中国抗 DDoS 市场份额	16
图 23: 公司 PE-Band	18

表 1: 综合安全厂商 2021 半年报业绩增速对比 .....	5
表 2: 公司产品类别 .....	10
表 3: 公司历次融资项目及投入金额 (万元) .....	14
表 4: 近三年综合网络安全上市公司股权激励的情况 .....	14
表 5: 2018 年以来公司参与的中移动中标项目 .....	17

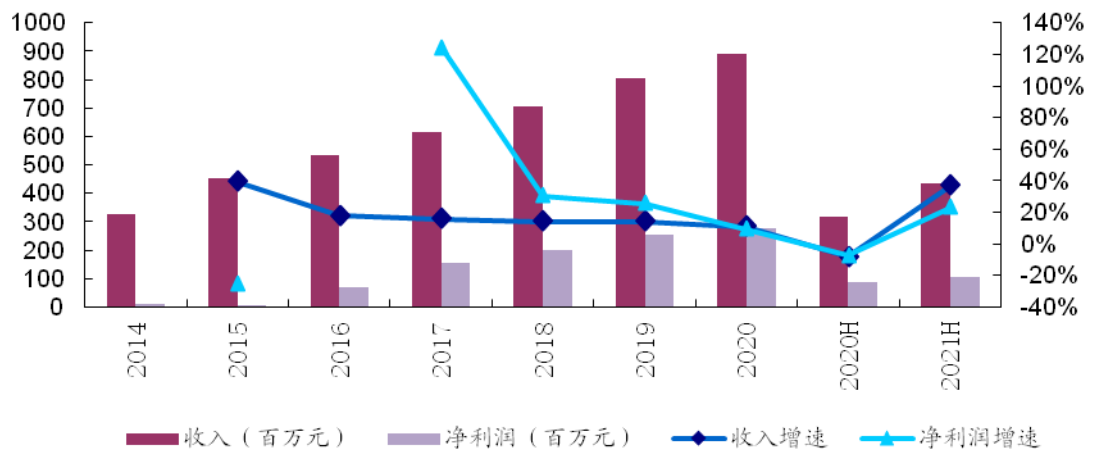
2021年7月29日晚间，公司公告了半年度报告：营业收入4.33亿元，同比增长36.84%；归属于上市公司股东的净利润1.05亿元，同比增长23.14%；扣非净利润0.95亿元，同比增长29.18%。

## 1. 多维度审视上半年业绩和公司未来看点

### 1.1. 增速加快迹象明显，同行中业绩增长质量最高

在2020H1公司收入和净利润仅出现个位数下滑的背景下，2021H1公司收入同比增长了36.84%，净利润同比增长23.14%，业绩增速超过历年15%左右的增速水平的。随着上市募投项目的完成，公司有望从稳定增长的时期，步入到较快增长的阶段。

图1：2019-2021公司网络安全业务单季度收入及增速情况



资料来源：公司公告，中原证券

对比已经公布业绩预告的网络安全同行来看：

**(1) 收入增速：**公司上半年增速在网络安全行业中仍然是较慢的，我们认为主要是和公司业务结构有关，主要收入都来自安全防护、应用交付和基础网络产品，作为IT基础设施的组成部分，相对而言是属于增速较慢的赛道；

**(2) 利润增速：**在行业内公司上半年净利润普遍下滑的背景下，公司上半年净利润保持了持续稳健的增长，同时较2019H1也保持了增长态势，我们认为原因主要为：(1) 相对同行而言，迪普布局高端业务，收入的季节性因素相对较弱，在上半年同行投资普遍加大的背景下，费用增加值对当期净利润的负面影响相对较小；(2) 随着信创业务、安全运营业务的增长（系统集成业务也较2020H1恢复），同行2021年普遍出现了毛利率较2019年同期下滑的情况，而公司毛利率仍然保持了较高的稳定性，收入增长的质量最高。

表 1: 综合安全厂商 2021 半年报业绩增速对比

公司	收入增速		净利润增速		毛利率			2019H1 收入 在全年占比
	vs2020H1	vs2019H1	vs2020H1	vs2019H1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	
启明星辰	约 60%	37%	-368%至-414%	-827%至-900%	63%	70%	61%	29%
天融信	约 95%*	约 54%*	-10%至 7%	-264%至-209%	-	63%	60%	28%
绿盟科技	37.33%至 42.79%	44.89%至 50.65%	-61%至-100%	136%至 100%	78%	76%	66%	31%
迪普科技	36.84%	25.93%	23.14%	13.88%	71%	72%	71%	43%

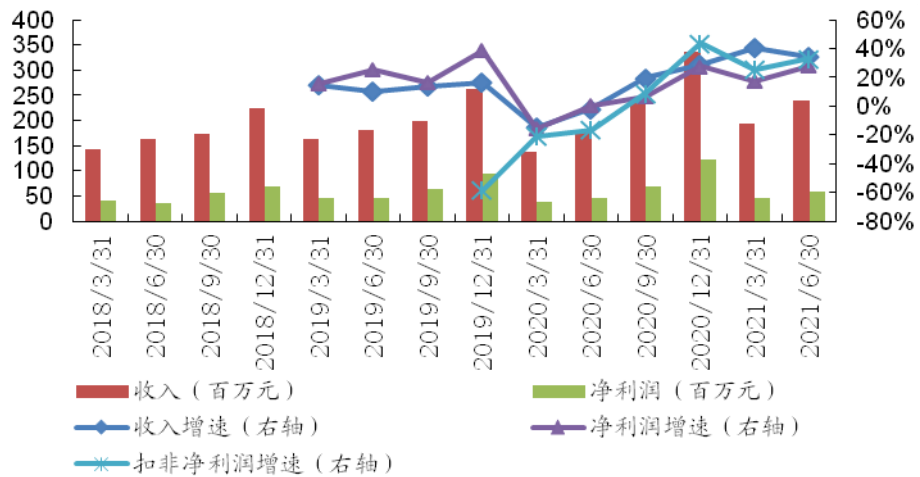
资料来源: 公司公告, 中原证券 (\*天融信收入增速为剔除同天科技和电线电缆业务的同比口径, 净利润增速和 2019H1 收入占比为剔除电线电缆业务的同比口径)

### 1.2. 分季度来看: Q2 增长加速迹象明显

收入方面, 2021Q2 公司收入 2.39 亿元, 同比增长 34.13%, 较上个月增速下滑了 6.21 个百分点。而在剔除掉疫情影响以后, 我们看到 Q1、Q2 公司对比 2019 年增速分别为 19.50%和 31.68%, 二季度同比增速下滑实际是上年度 2 季度业绩增速快速回升的结果, 表明公司二季度已经开始步入增长加速进程中。

2021Q2 净利润 5886.61 万元, 同比增长 28.12%, 扣非净利润 4839.86 亿元, 同比增长 32.95%, 都较 Q1 有增长加速迹象。剔除掉疫情影响以后, 净利润、扣非净利润对比 2019 年同期增速分别为 29.04%和 11.05%, 也较 Q1 增速加快。

图 2: 2019-2021 公司单季度收入、净利润及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

### 1.3. 分行业来看: 政府收入增速有较大提升, 运营商全年值得期待

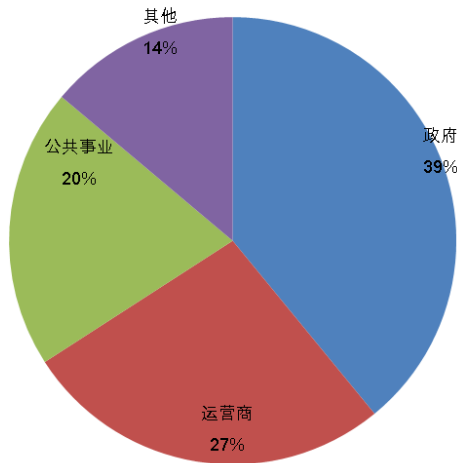
来自政府的收入 1.69 亿元, 占比 39%, 同比增长 86.68%, 增长迅速, 表明公司在政府客户领域的销售投入和业务调整取得了良好的效果。同时考虑到 2020 年公司安全分析、安全检测、安全服务等高增速赛道产品的补齐, 更加有助于在政府客户的业务推进。

来自运营商的收入 1.16 亿元, 占比 27%, 同比增长 3.66%, 增速较低主要源于运营商 2021

年上半年采购延后，但是从公司参与的客户的测试情况来看，2021年公司运营商业务收入将会有较大幅度的提升；

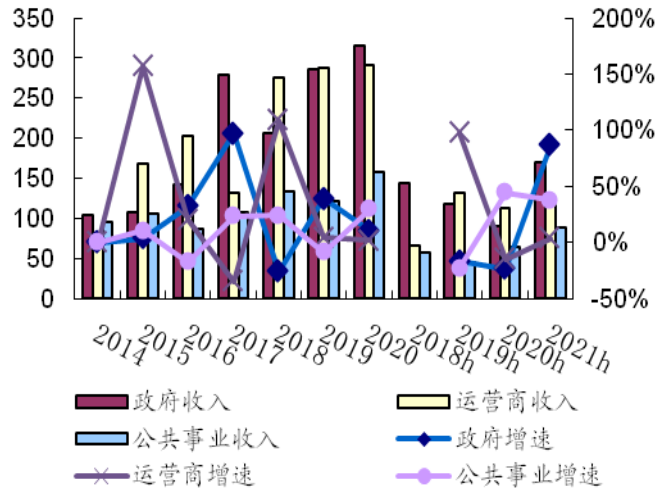
来自公共事业（电力、能源、教育、医疗）收入 0.88 亿元，占比 20%，同比增长 37.43%，也取得较好的增长。

图 3：2021H1 公司分行业收入结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 4：2014-2021H1 公司分行业收入及增速



资料来源：公司公告，中原证券

#### 1.4. 分业务来看：新安全和信创将给公司带来新机遇

**网络安全产品：**收入 2.90 亿元，占比 67%，同比增长 43.94%，较 2019H1 增长了 23.32%，或主要受益于安全分析、安全检测、安全服务（新安全）业务的增长带动和公司在政府客户方面拓展有关。

公司在成立之初主要业务布局在安全防护领域，2018 年以后开启了在新安全领域的布局，到 2020 年底已经实现了全系列产品的覆盖，同时 2020 年公司在新安全领域获得了约 1 亿规模订单，给公司带来了更大的增长弹性，也有助于公司整体安全解决方案体系的建立。但是对比友商来看，公司更加注重通过产品能力来解决客户在安全运营侧的问题，而未涉足到以人员外包类的安全运营服务业务中。由于公司新安全业务布局较晚、人员外包类安全运营业务的增长最为迅速，所以公司目前在网络安全侧收入增速较友商还有一定差距。但是长期来看，随着网络安全的需求逐渐从合规需求走向内生需求，安全业务也将逐步融入到企业日常运维，那么像公司这样以产品和技术见长的企业也有望迎来更大的发展机遇。

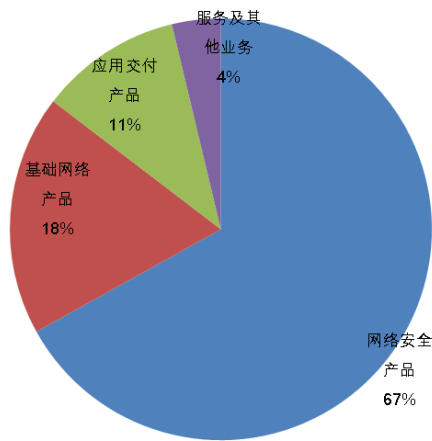
未来在公司擅长的高端防护领域也同样值得期待：（1）5G 放号带来流量快速增长，随之对高端安全防护产品需求也会较快增长；（2）公司的高端安全防护产品主要竞争对手为华为、新华三，由于美国对华为的制裁，我们看到华为已经在 6 月放弃了 1.61 亿的服务器订单，预计这样的限制也会影响华为其他硬件产品供应，从而带来竞争环境的改善。

**基础网络产品：**收入 0.80 亿元，同比增长 3.25%，较 2019H1 增长了 49.02%。由于公司这

部分业务体量落后于华为、新华三、星网锐捷等头部企业，在海外芯片采购价格方面居于劣势，策略上采取了差异化产品路线，同时公司从去年到现在，已经将全系列产品切换到了国产芯片。即使成本不占优势的情况下，公司基础网络产品上半年仍然实现了 56.06% 的高毛利，高于同行（星网锐捷 2020 年毛利率 35%），也佐证了公司的技术优势。未来随着国产化替代趋势逐步推进和国产芯片的应用，公司将在成本上与竞争对手站在同一起跑线上，有利于公司基础网络产品的推进，这也将成为公司基础网络产品未来的主要看点。

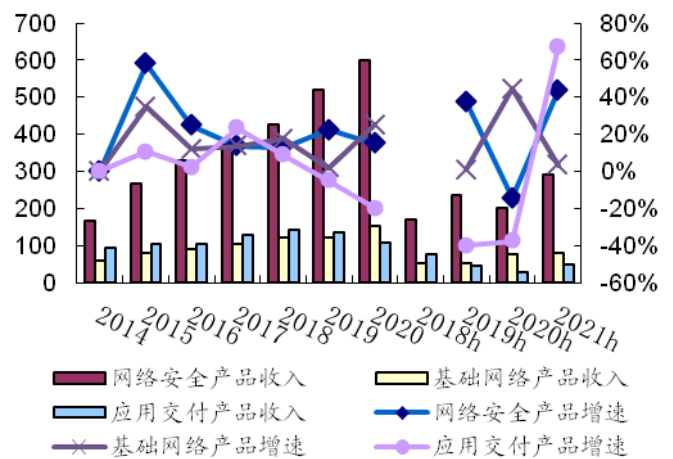
**应用交付产品：**收入 0.47 亿元，同比增长 67.25%，主要受到上年同期低基数影响，较 2019H1 增长了 4.44%。目前在应用交付市场中，国内高端领域内 F5 仍然占据主要份额。而公司经过多年的打磨，产品逐渐成熟已经实现了在中国移动、工商银行、招商银行等重量级客户的应用，在产品性能上与 F5 相当，可以在国产化推行后实现较好的取代。

图 5：2021H1 公司分业务收入结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2014-2021H1 公司分业务收入及增速



资料来源：公司公告，中原证券

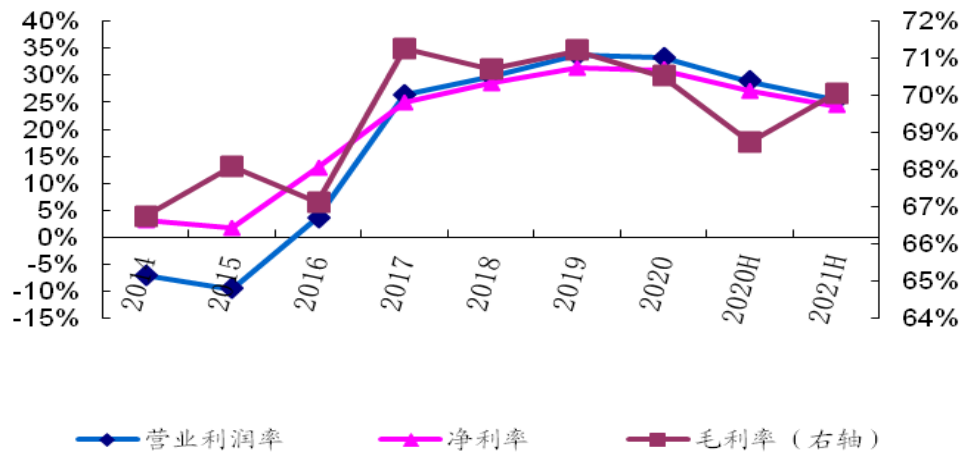
## 2. 公司增长加速同时，也在加大研发和人员的投入，为长远发展助力

公司自成立以来，始终注重有质量的增长，在毛利率、净利率、现金流和人均绩效上始终保持了较好的水平。

### 2.1. 盈利能力：基础网络产品和运营商业务上半年毛利率都有一定的提升

2021H1 公司毛利率 70.04%，较上年同期上涨了 1.31 个百分点，始终保持了很好的稳定性。但是受到费用投入加大的影响，公司上半年净利润率和营业利润率仍然下滑了 3.4 和 2.7 个百分点，2021H1 净利率 24.3% 仍然位居行业前列。

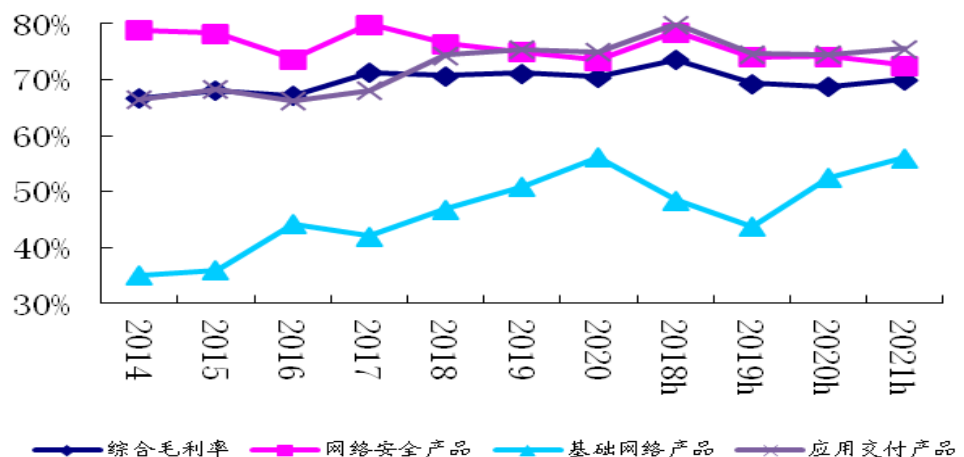
图 7：2014-2021H1 公司盈利能力



资料来源：公司公告，中原证券

分产品毛利率来看，网络安全、基础网络产品、应用交付产品毛利率分别为 72.53%、56.06%、75.49%，分别较上年同期上涨了-1.67、3.58、1.02 个百分点。伴随着公司基础网络产品切换到国产芯片，我们看到公司的基础网络产品毛利也出现了持续的改善。

图 8：2014-2021H1 公司分产品毛利率

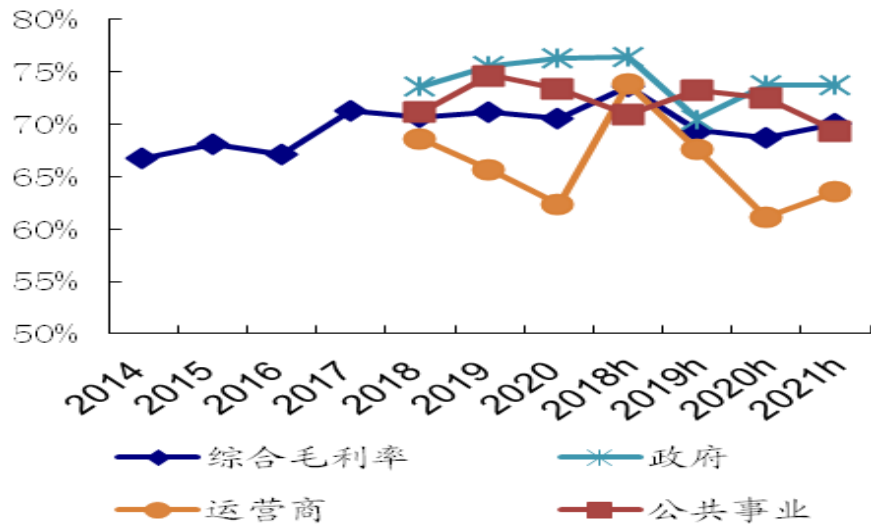


资料来源：公司公告，中原证券

分行业来看，政府、运营商、公共事业的毛利率分别为 73.70%、63.60%、69.2%，分别较上年同期增长-0.03、2.48 和-3.16 个百分点。2018 年到 2020 年公司运营商业毛利率持续下滑，而在 2021 年我们看到运营商领域的竞争出现改善迹象。



图 9: 2014-2021H1 公司分行业毛利率

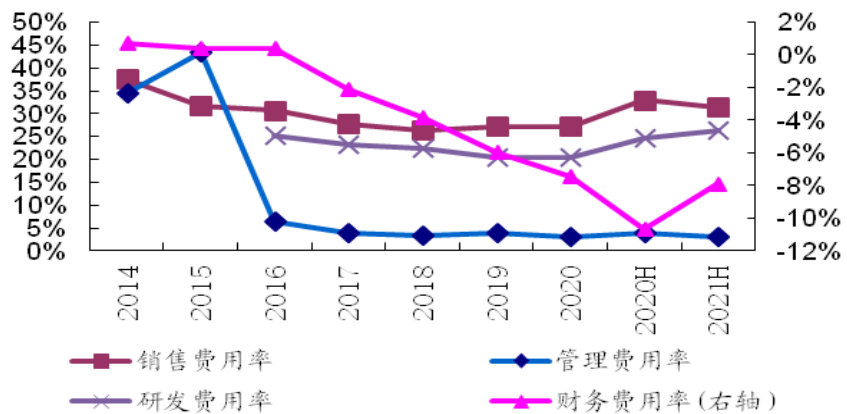


资料来源: 公司公告, 中原证券

## 2.2. 费用: 在数据安全和工控安全领域加大立项和投入, 研发费用增速为历年新高

公司上半年加大了研发和销售的投入力度, 销售费用和研发费用同比分别增长了 30.7%和 45.63%, 研发费用增速更是达到历年峰值。此外, 由于 2020H1 国家在疫情期间为企业减免了社保的缴纳, 随着这部分政策的取消, 也给 2021H1 的盈利指标带来了一定的负面影响, 因而相对而言扣非净利润增速可以更好地反应公司业绩的实际增长水平。

图 10: 2014-2021H1 公司三大费用率



资料来源: 公司公告, 中原证券

从公司产品线角度来看, 2021 年扩充了工控安全和数据安全两大信息安全方向, 这也是 2021 年公司定增的主要投入方向。随着《数据安全法》的发布和未来更多行业标准的落地, 数据安全领域的发展值得期待; 同样随着工业互联网的推行, 工控安全也将迎来较大的发展机遇。

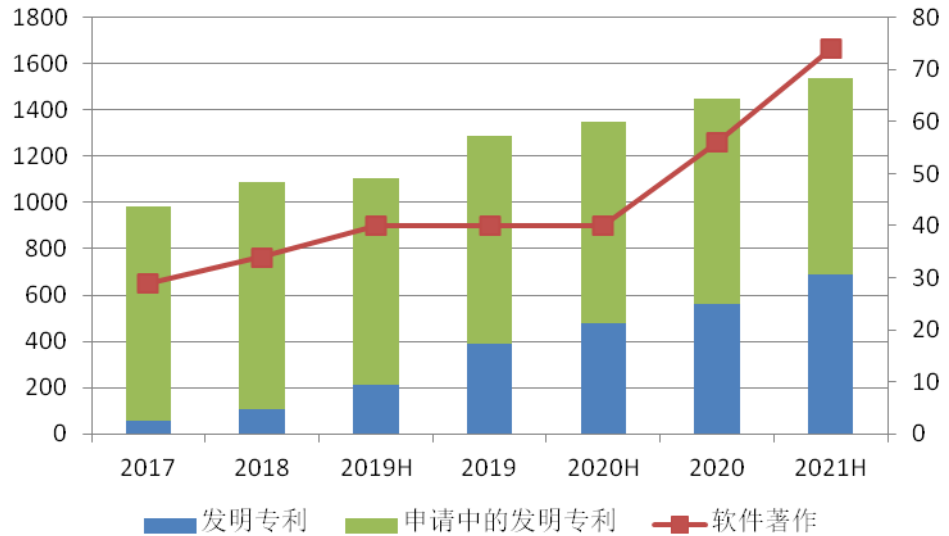
表 2: 公司产品类别

一级分类	二级分类	三级分类	产品
信息安全	网络安全	安全检测	慧眼安全检测平台、APT 威胁检测系统等
		安全防护	防火墙 (FW 系列产品)、智能安全网关 (SD-WAN 系列产品)、入侵防御系统 (IPS 系列产品)、Web 应用防火墙 (WAF 系列产品)、异常流量清洗 (Guard、Probe 系列产品)、物联网应用安全控制系统 (DAC 系列产品)、零信任安全系统等
		安全分析	DPI 流量分析设备、网络安全威胁感知大数据平台产品、网络安全风险管控平台产品、运维审计管理平台、日志审计分析平台、运维一体机等
	工控安全	安全检测	工控监测审计系统、工控漏洞检测平台等
		安全防护	工控防火墙、工控入侵检测系统、工控主机卫士等
		安全分析	工控安全监管平台、工控安全分析平台等
	数据安全	安全检测	敏感数据发现系统、APT 风险监测系统
		安全防护	数据库防火墙等
		安全分析	数据安全管控平台、数据库审计系统等
	应用交付		-
基础网络产品		-	深度业务路由交换网关 (DPX)、盒式交换机 (LSW)、WLAN 产品 (AC、AP)、路由器产品 (XR)、分流交换机等
服务		安全服务	安全评估、安全规划、安全运维、安全培训
		维保服务	

资料来源: 公司公告, 中原证券

截止报告期末, 公司及子公司已获授权的专利 800 余项, 软件著作权 74 项, 其中发明专利 690 项, 其中美国发明专利 8 项, 处于申请中的发明专利 850 项。对比同行来看, 公司发明专利数量超过了绝大部分的网络安全公司, 可以与头部网络安全企业一较高下。有了这些核心技术的保障, 公司具备了完备的产品线和为用户提供完善的整网解决问题的能力, 构筑了良好的技术护城河。

图 11: 2017-2021H1 公司发明专利和软件著作权数量



资料来源: 公司公告, 中原证券

### 2.3. 营运能力: 应收账款周转率、存货周转率都较 2020H1 改善

#### (1) 应收账款:

2021H1 公司应收账款 0.78 亿元, 较上年同期增长了 0.10 亿元, 年化应收账款周转率 11.8, 较上年同期增长了 3.2, 较 2019H1 增长了 1.5。

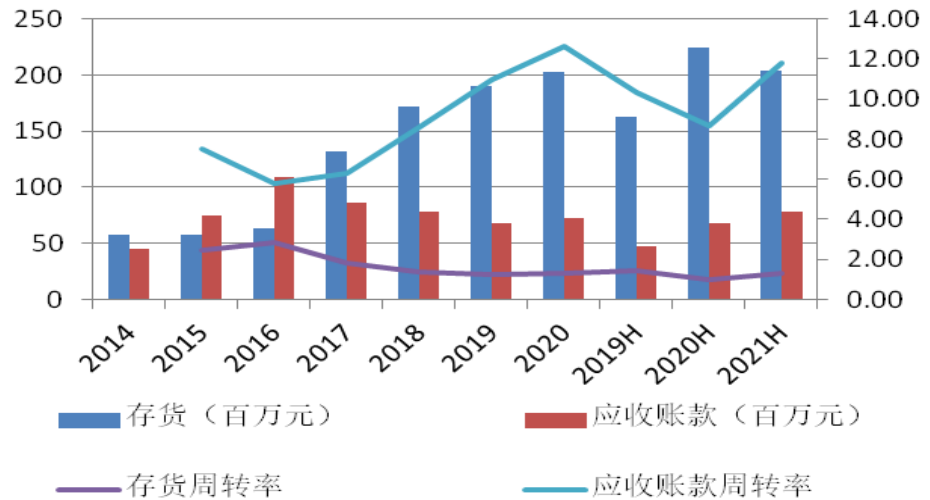
由于公司以渠道销售模式为主, 同时通过总代进行资金、物流和订单的履行, 同时对总代进行一定的让利, 所以我们看到公司整体的回款情况总体是好于行业竞争对手的, 应收账款周转率也明显低于竞争对手。

#### (2) 存货:

公司存货 2.03 亿元, 较上年同期下滑了 0.21 亿元, 年化存货周转率 1.32, 较上年同期增长了 0.32, 较 2019H1 下滑了 0.11。

2020H1 开始公司加大了原材料的储备, 考虑到目前全球芯片的短缺情况, 公司加大原材料储备有助于保持生产的稳定。

图 12: 2014-2021H1 公司存货及应收账款

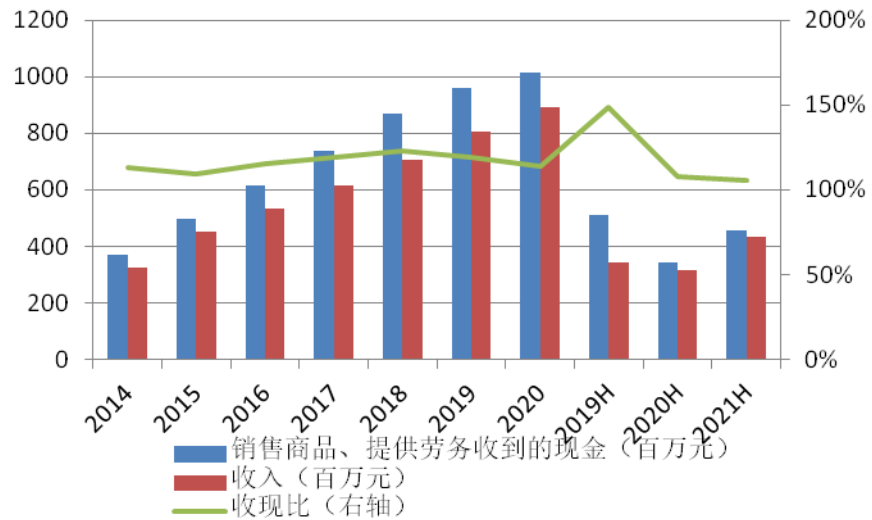


资料来源：公司公告，中原证券

#### 2.4. 经营性现金流：由负转正

2021H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 4.56 亿元，仍然超过了 4.33 亿元的营收规模，收款情况良好。

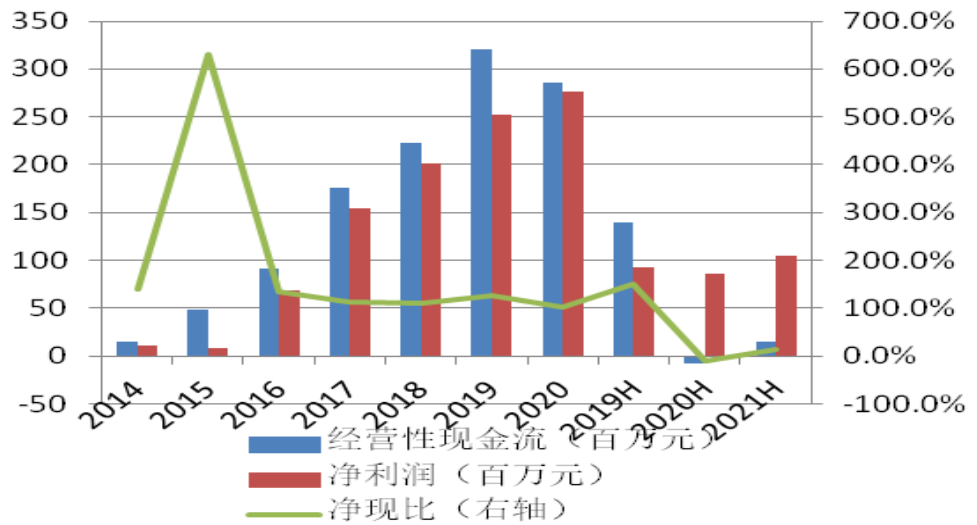
图 13: 2014-2021H1 公司收现比情况



资料来源：公司公告，中原证券

2021H1 经营性现金流 0.32 亿元，较上年同期由负转正。考虑到公司业务季节性因素，收入确认和回款主要集中在下半年进行，全年的净现比更具有参考意义。

图 14: 2014-2021H1 公司净现比情况

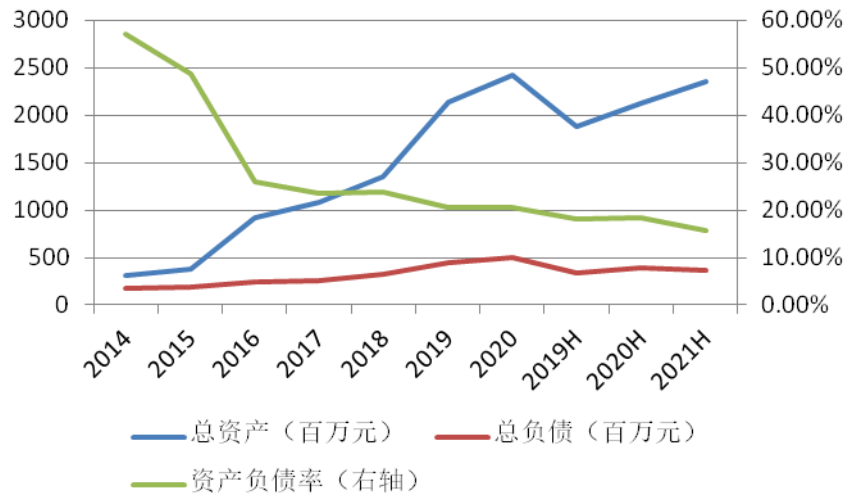


资料来源: 公司公告, 中原证券

## 2.5. 融资和负债: 已经开启上市后第二轮融资, 为下一阶段的发展助力

2021H1 公司资产负债率 15.66%, 较上年同期下滑了 2.68 个百分点。公司于 2019 年上市, 而后由于失踪保持了比较好的盈利能力和回款情况, 经营风格稳健, 资产负债表也在持续改善过程中。

图 15: 2014-2021H1 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 中原证券

为了迎接即将到来的信创机会和网络安全需求的快速增长, 公司在 2020 年 8 月发布了新一轮的定增方案, 主要投向“新一代 IT 基础设施平台研发项目”和“智能测试、验证及试制基地建设项目”, 共计融资金额 10.15 亿元, 已经在 3 月获得了证监会的审批。

目前来看公司 IPO 项目已经步入到收获阶段, 同时助力公司进入到更快的增长阶段。而未

来两大定增项目的建设投入，有望进一步深化公司在硬件平台和融合操作系统领域的优势，增强在数字安全、工控安全等新兴安全领域的布局能力，为未来公司即将面对的机遇与挑战进行助力。

表 3: 公司历次融资项目及投入金额 (万元)

	项目名称	项目总投资	拟投入金额
IPO	安全威胁态势感知平台项目	11,536.98	11,536.98
	新一代高性能云计算数据中心安全平台项目	17,156.81	17,156.81
	新一代高性能应用交付平台项目	7,944.25	7,944.25
	网络安全产品及相关软件开发基地项目	20,000	4,641.06
	<b>总计</b>	<b>56,638.04</b>	<b>41,279.10</b>
定增	新一代 IT 基础设施平台研发项目	63,265.07	45,354.00
	智能测试、验证及试制基地建设项目	67,269.25	56,146.00
	<b>总计</b>	<b>130,534.32</b>	<b>101,500.00</b>

资料来源：公司公告，中原证券

## 2.6. 股权激励：考核增速高于历年增速水平，彰显发展信心

2021 年 3 月，公司开始启动上市以后首次股权激励，涉及到公司 261 名核心技术和骨干人员，并于 2021 年 4 月授予完成。其中行权条件上要求 2021-2023 年较 2020 年收入增速分别不低于 20%、40%、60%，这一增速是超过了公司过去几年的增速水平的。相比其他综合安全厂商来看，公司这一考核条件也是相对苛刻的，彰显了管理层对未来发展的信心。

表 4: 近三年综合网络安全上市公司股权激励的情况

上市公司	激励标的物	预案公告日	股份数(万股)	占股本比例	价格	行权条件(增幅)					
						基数	比较对象	第1年	第2年	第3年	第4年
启明星辰	股份	2020/9/23	413	0.44%	0	2019	收入	5%	10%	15%	
绿盟科技	股票	2021/4/23	341	0.43%	9.03	2020	收入	20%	44%	72.8%	
天融信	期权	2019/2/1	2994	2.61%	13.01	2018	收入	10%	20%	30%	
	股票	2019/2/1	2975	2.59%	6.51	2018	收入	10%	20%	30%	
	股票	2020/9/9	1150	0.99%	11.98	2019	收入	10%	20%	30%	
	期权	2020/9/9	699	0.60%	17.96	2019	收入	10%	20%	30%	
	股票	2021/5/31	251	0.21%	9.75	2020	收入	10%	20%	30%	
	期权	2021/5/31	383	0.23%	14.62	2020	收入	10%	20%	30%	
奇安信	股票	2020/10/30	1357	2.00%	49	2019	收入	25%	55%	90%	135%
安恒信息	股票	2020/8/26	148	2.00%	134.45	2019	收入	25%	50%	75%	100%
山石网科	股票	2020/12/4	451	2.50%	21.06	2020	收入	25%	50%	75%	100%
安博通	股票	2020/10/31	49	0.96%	40	2019	收入	2.5 亿	3.5 亿	4.5 亿	
深信服	期权	2018/9/3	36	0.09%	96.68	2017	收入	15%	30%	45%	
	股票	2018/9/3	360	0.90%	48.42	2017	收入	15%	30%	45%	
	股票增值权	2019/10/12	7	0.03%	48.85	2018	收入	5%	12%	20%	

	股票	2019/10/12	583	1.45%	48.85	2018	收入	5%	12%	20%	
	股票	2020/9/25	504	1.23%	98.26	2019	收入	5%	10%	15%	
迪普科技	股票	2021/3/5	600	1.50%	28	2020	收入	20%	40%	60%	

资料来源：上市公司公告，中原证券

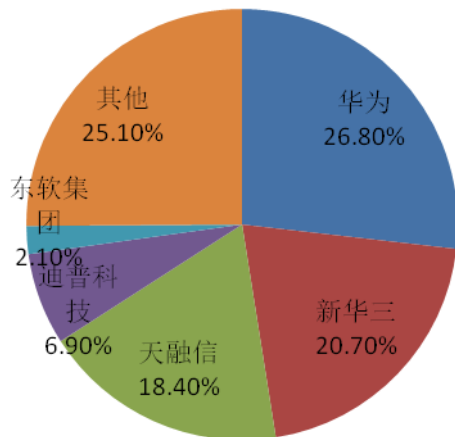
### 3. 产品发展近况：在高端安全防护和应用交付领域优势明显

#### 3.1. 行业排名：2021Q1 公司在三大安全硬件市场份额都有提升

通过对比 2021Q1 和 2020Q2 的 IDC 网络安全细分行业数据，我们可以看到公司在 UTM 防火墙、VPN、IDS/IPS 三个市场的份额都有一定提升：

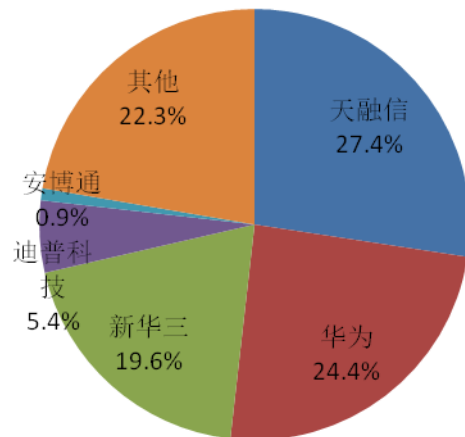
(1) UTM 防火墙：公司份额从 5.4% 上升到 6.9%，依然位于行业第 4；

图 16: 2021Q1 中国 UTM 防火墙市场份额



资料来源：IDC，中原证券

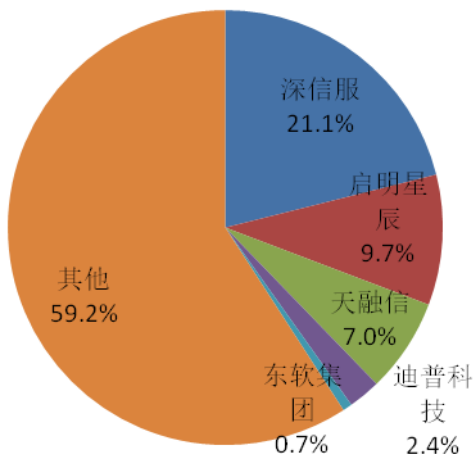
图 17: 2020Q1 中国 UTM 防火墙市场份额



资料来源：IDC，中原证券

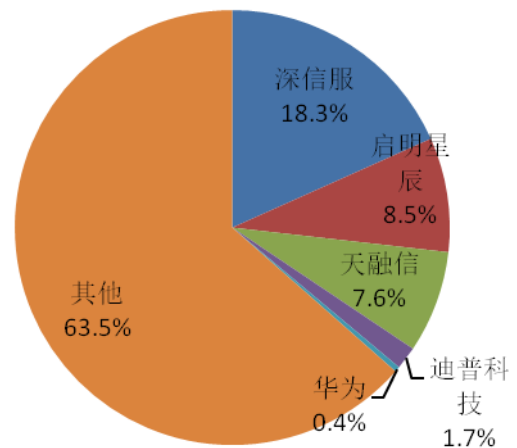
(2) VPN：公司份额从 1.7% 上升到 2.4%，依然位于行业第 4；

图 18: 2021Q1 中国 VPN 市场份额



资料来源：IDC，中原证券

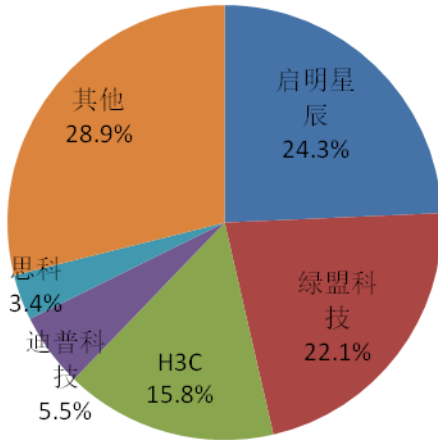
图 19: 2020Q1 中国 VPN 市场份额



资料来源：IDC，中原证券

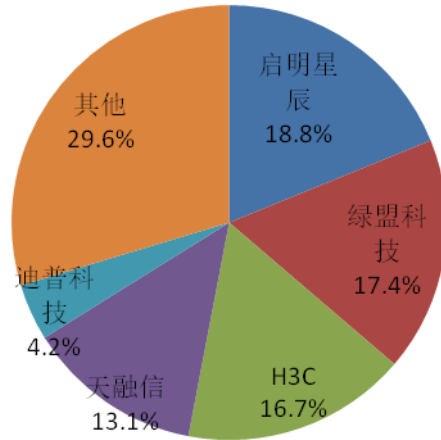
(3) IDS/IPS: 公司份额从 4.2% 上升到 5.5%，位次上从行业第 5 变为行业第 4。

图 20: 2021Q1 中国 IDS/IPS 市场份额



资料来源: IDC, 中原证券

图 21: 2020Q1 中国 IDS/IPS 市场份额

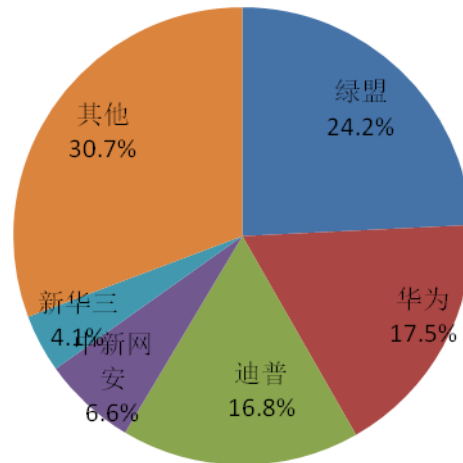


资料来源: IDC, 中原证券

在 2021 年 6 月 IDC 发布的《IDC 特殊研究: 中国网络安全市场新趋势——零信任市场研究报告》中, 公司作为零信任首批推荐厂商入选, 成为了公司能力的佐证。

同时根据 2021 年 7 月 IDC 的报告, 我们看到公司在抗 DDoS 市场排名第 3, 份额高达 16.8%, 与后续竞争对手之间优势明显。

图 22: 2020 年中国抗 DDoS 市场份额



资料来源: IDC, 中原证券

### 3.2. 中标情况: 在 WAF、抗 DDoS 多年份额第一

由于网络流量最大, 运营商对 IT 产品性能要求最高, 能在运营商集采中入围, 成为了厂商产品性能实力的体现。而三大运营商中, 中移动集采更具标志性意义。

我们通过梳理 2018 年以来公司在中移动中标的情况可以看到, 公司在 WAF、抗 DDoS 多年份额第一, 在漏洞扫描、负载均衡、防火墙领域也具有领先优势。



**表 5：2018 年以来公司参与的中移动中标项目**

产品	项目	中标时间	各个标段入围情况
防火墙	中国移动 2018 年硬件防火墙集中采购	2018.4	高端：华为、 <b>迪普</b> 中端：华为、华三 低端：华为、 <b>迪普</b> 、华三
WAF	中国移动 2018 年至 2020 年 Web 应用防火墙（WAF）设备集中采购	2018.11	<b>迪普</b> 、启明星辰
	中国移动 2020 年至 2022 年 Web 应用防火墙（WAF）设备集中采购	2020.8	<b>迪普</b> 、山石网科
	中移动信息 2020 年综合应用平台四期 Web 应用安全防护软件采购	2021.1	<b>迪普</b>
	中国移动 2021 年至 2023 年 WAF 软件集中采购	2021.7	天融信、 <b>迪普</b> 、信安世纪、中移杭研
抗 DDoS	中国移动 2019 年至 2020 年抗 DDOS 攻击设备集中采购	2019.10	<b>迪普</b>
	中国移动 2020 年至 2022 年抗 DDoS 设备集中采购	2020.10	高端： <b>迪普</b> 、天融信 中低端：天融信、 <b>迪普</b>
漏洞扫描	中国移动 2019 年至 2020 年安全漏洞扫描器产品集中采购	2019.5	系统安全漏洞：启明、 <b>迪普</b> Web 漏洞：安恒信息
	中移动信息 2020-2021 年安全产品二级集中采购项目-安全缺陷检查工具	2020.12	<b>迪普</b>
	中国移动 2021 年至 2023 年安全漏洞扫描软件集中采购	2021.4	天融信、 <b>迪普</b>
负载均衡	中国移动 2018 年至 2019 年负载均衡器产品集中采购	2018.12	高端：麦弗瑞、神州数码 中端：深信服、华三、 <b>迪普</b> 低端：华三、深信服
	中国移动 2020 年至 2021 年负载均衡器产品集中采购	2020.12	高端：麦弗瑞、华三 中端： <b>迪普</b> 、深信服、华三 低端：深信服、神州数码、 <b>迪普</b>

资料来源：公司公告，中原证券

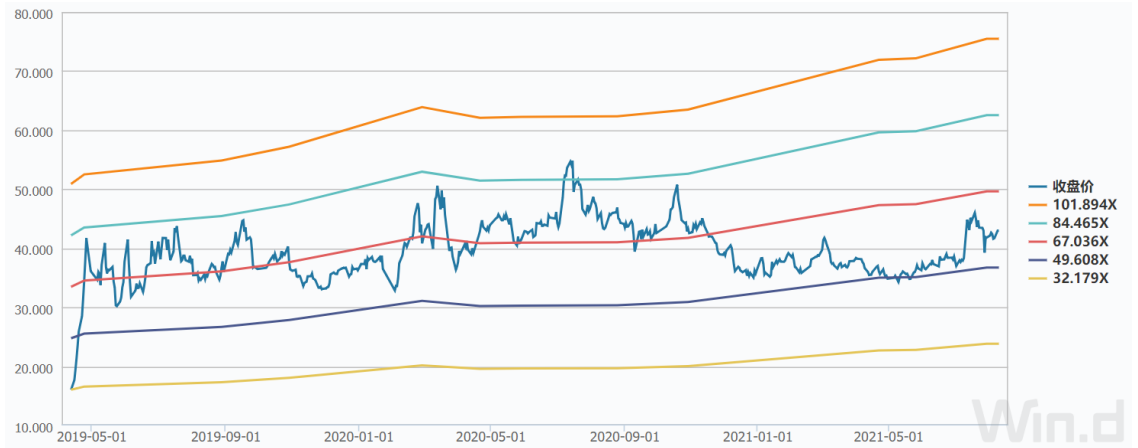
此外，公司负载均衡产品在 2020 年 9 月成功入围了工行负载均衡集采，成为了工行首次上线并规模部署应用的国产负载均衡，在金融领域也得到了很好的应用。

#### 4. 投资建议与评级

不考虑定增给公司带来的影响，我们预计 21-23 年公司 EPS 分别为 0.91 元、1.19 元、1.50 元，按 8 月 10 日收盘价 43.00 元计算，对应 PE 为 47.08 倍、36.02 倍、28.59 倍。

随着国产化的推进、新安全业务的快速增长和网络安全内生需求持续释放，我们认为公司作为一家产品和技术见长的网络安全厂商，即将迎来更大的市场机遇，值得长期关注，因而给予公司“买入”的投资评级。

图 23: 公司 PE-Band



资料来源: Wind, 中原证券

## 5. 风险提示

国产化推进不及预期; 芯片短缺情况持续恶化; 运营商产品侧推进不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2030	2214	2752	3213	4171
现金	1703	1903	2241	2636	3283
应收票据及应收账款	77	77	132	144	221
其他应收款	10	9	17	17	27
预付账款	11	11	19	21	31
存货	190	203	334	384	598
其他流动资产	40	11	11	11	11
<b>非流动资产</b>	108	205	215	221	232
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	21	28	55	70	76
无形资产	14	13	15	17	17
其他非流动资产	73	164	144	134	140
<b>资产总计</b>	2138	2419	2967	3434	4403
<b>流动负债</b>	414	480	712	727	1125
短期借款	0	41	41	41	41
应付票据及应付账款	132	120	224	237	394
其他流动负债	282	319	447	449	690
<b>非流动负债</b>	25	14	14	15	15
长期借款	11	0	0	0	0
其他非流动负债	14	14	14	14	14
<b>负债合计</b>	440	494	727	741	1140
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	683	683	683	683	683
留存收益	616	842	1173	1594	2106
归属母公司股东权益	1699	1925	2240	2693	3263
<b>负债和股东权益</b>	2138	2419	2967	3434	4403

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	321	286	378	371	625
净利润	252	276	365	478	602
折旧摊销	10	13	17	30	42
财务费用	-48	-66	-73	-86	-105
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	58	-9	68	-51	87
其他经营现金流	47	72	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-58	-101	-27	-37	-53
资本支出	58	101	10	6	11
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-17	-30	-42
<b>筹资活动现金流</b>	427	13	-13	61	74
短期借款	0	41	0	0	0
长期借款	11	-11	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	373	0	0	0	0
其他筹资现金流	3	-17	-14	61	74
<b>现金净增加额</b>	689	200	338	395	647

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	804	891	1210	1598	2115
营业成本	232	263	358	479	656
营业税金及附加	10	9	12	16	21
销售费用	219	243	336	439	580
管理费用	30	27	36	47	61
研发费用	164	183	254	329	440
财务费用	-48	-66	-73	-86	-105
资产减值损失	-1	-6	-8	-11	-15
其他收益	73	71	96	127	168
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	271	296	391	512	646
营业外收入	2	2	3	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	273	297	394	514	648
所得税	20	21	28	36	47
<b>净利润</b>	252	276	365	478	602
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	252	276	365	478	602
EBITDA	235	246	341	462	591
EPS (元)	0.63	0.69	0.91	1.19	1.50

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.2	10.9	35.8	32.0	32.4
营业利润 (%)	30.0	9.1	32.2	30.8	26.2
归属母公司净利润 (%)	25.6	9.5	32.2	30.7	26.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	71.2	70.5	70.4	70.0	69.0
净利率 (%)	31.4	31.0	30.2	29.9	28.4
ROE (%)	14.9	14.4	16.3	17.7	18.4
ROIC	12.1	10.8	13.2	14.7	15.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.6	20.4	24.5	21.6	25.9
净负债比率 (%)	-99.6	-94.8	-98.2	-96.4	-99.3
流动比率	4.9	4.6	3.9	4.4	3.7
速动比率	4.3	4.1	3.4	3.8	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	8.7	11.6	11.6	11.6	11.6
应付账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.63	0.69	0.91	1.19	1.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.73	0.57	0.95	0.93	1.56
每股净资产 (最新摊薄)	4.25	4.81	5.60	6.73	8.16
<b>估值比率</b>					
P/E	68.13	62.24	47.08	36.02	28.59
P/B	10.13	8.94	7.68	6.39	5.27
EV/EBITDA	65.99	62.57	43.95	31.61	23.64

资料来源: Wind, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。