

# 高端网安产品领军，需求放量、迎来高增

## ——迪普科技深度报告

### 报告导读

公司是国内高端网络安全产品领军企业，构筑起高护城河，高端客户市场需求放量，业务增速迎拐点；持续拓展新兴安全，为增长注入新活力。

### 投资要点

#### □ 高端网络安全产品领军，聚焦高价值的行业市场

1) 系列产品体系：**网络安全产品**（包括防火墙、IPS/IDS、抗DDOS等）、**应用交付产品及基础网络产品**等，2) **市场定位：高举高打，立足高价值市场**（运营商、政府、金融、电力、医疗等）。

#### □ 高端产品构筑高护城河，高端市场客户需求放量

1) **公司全系列高端性能产品，构筑产品技术的护城河，在高端价值客户大量的应用和部署，提升威胁情报订阅服务等需求，带动公司产品和服务变革。**

2) **5G、云计算+网安政策驱动下游需求提升**：下游市场流量管道增大、数据中心等规模扩张，下游高价值市场对高端防火墙、IPS/IDS、应用交付等需求提升。

3) **高端市场客户需求放量**：结合政策和需求，我们测算，预计未来3年重要高价值市场网安规模提升空间——**政府1倍；电信2倍以上，金融2倍以上。**

#### □ 持续投入布局新兴安全，为公司增长注入新活力

1) **持续在新安全领域（安全分析软件、安全服务、物联网安全等）的产品布局和市场拓展，构筑公司综合安全解决方案能力，为公司增长注入新的活力**

2) **新兴安全高景气**：据赛迪预测，2021年我国云安全、物联网安全、工业互联网安全、大数据安全市场规模同比增速分别为44.6%、54.4%、35.2%、35.3%。

#### □ 盈利预测及估值

公司国内高端网络安全产品领军企业，高端价值市场需求放量、迎来高增，新安全为公司增长注入新活力。预计公司2021-2023年净利润分别为3.69、4.96、6.62亿元，对应EPS为0.92、1.24、1.65元；参考可比公司估值，同时结合公司业务和竞争力，给予公司2021年68倍目标PE估值，对应目标市值251亿。首次覆盖，予以“买入”评级。

#### □ 风险提示

政策落地不及预期风险；项目中标不及预期风险；下游客户IT支出不及预期风险；市场竞争加剧风险。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	891	1224	1661	2226
(+/-)	10.88%	37.37%	35.67%	34.03%
净利润	276	369	496	662
(+/-)	9.46%	33.49%	34.31%	33.52%
每股收益(元)	0.69	0.92	1.24	1.65
P/E	59.36	44.47	33.11	24.79

### 评级

### 买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥41.01

### 单季度业绩

元/股

2Q/2021

0.15

1Q/2021

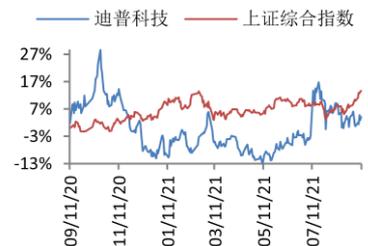
0.12

4Q/2020

0.30

3Q/2020

0.17



### 公司简介

公司是在网络安全及应用交付领域集研发、生产、销售于一体的高科技企业。迪普科技以“让网络更简单、智能、安全”为使命，持续创新，为客户提供领先的产品与解决方案。

分析师：田杰华

执业证书号：S1230520110001

tianjiehua@stocke.com.cn

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

## 正文目录

<b>1. 高端网络安全产品领军，聚焦高价值的行业市场</b>	<b>5</b>
1.1. 高端网络安全产品领军，积极布局新兴网安业务	5
1.2. 聚焦高价值的行业市场，高研发打造强大产品力	7
1.3. 政府运营商收入占比高，网安/总营收比超过 60%	12
1.4. 核心高管团队华为基因，具备优秀领导管理能力	15
<b>2. 高端产品构筑高护城河，高端市场客户需求放量</b>	<b>16</b>
2.1. 高端产品构筑高护城河，带动产品业务模式变革	16
2.2. 云计算、5G+政策驱动，高端市场客户需求提升	17
2.3. 重要赛道行业高景气度，公司产品方案竞争力强	20
2.4. 中标运营商集采大项目，多款产品入围央采目录	24
<b>3. 新安全注入增长新活力，新兴安全行业高速增长</b>	<b>26</b>
3.1. 技术变革拓展网安边界，新兴网络安全强势崛起	26
3.2. 持续投入新兴网安产品，为公司增长注入新活力	28
3.3. 定增投入新基础平台等，重点涉及新技术新安全	32
3.4. “云大工物”等新兴网安，细分赛道行业景气度高	33
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>36</b>
4.1. 盈利预测	36
4.2. 估值分析与投资评级	39
<b>5. 风险提示</b>	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: 迪普科技产品及解决方案	5
图 2: 迪普科技产品及解决方案全景图	6
图 3: 迪普科技发展历程中重要事件	7
图 4: 渠道销售示意图	9
图 5: 2016-2018 年公司渠道销售和直签销售的收入占比	9
图 6: 分布于全国的市场与技术支援体系	10
图 7: 2018-2020 销售人数占比 (%)	11
图 8: 2018-2020 单位销售人员创收 (百万元)	11
图 9: 2015-2020 年公司研发支出、研发占比及增速	11
图 10: 2018-2020 年公司研发人员数量及占总员工人数比例	11
图 11: 公司产品核心架构	12
图 12: 2015-2021H1 公司营收及同比增速	13
图 13: 2015-2021H1 公司毛利率及净利率	13
图 14: 2016-2021 年公司主营业务收入 (亿元)	13
图 15: 2016-2020 年公司主营业务收入占比 (%)	13

图 16: 2016-2020 年公司主营业务收入增速 (%)	14
图 17: 2016-2020 年公司主营业务毛利率 (%)	14
图 18: 2016-2021H1 公司各行业客户收入占比	14
图 19: 迪普科技各行业客户毛利率	14
图 20: 迪普科技股权结构 (截止 2021 年 9 月 4 日)	16
图 21: 限制性股票在各激励对象间的分配情况	16
图 22: 公司股权激励业绩考核目标底线	16
图 23: 2019-2020 年我国 5G 基站数量统计 (单位: 万个)	18
图 24: 2020-2030 年 5G 经济产出规模 (单位: 万亿元)	18
图 25: 2016-2020 年中国云计算市场规模	18
图 26: 2016-2025E 中国数据中心市场规模 (单位: 亿元)	18
图 27: 近几年重要网络安全政策	19
图 28: 国资云相关政策梳理	20
图 29: 2020-2025 年中国网络安全市场规模和增速	20
图 30: 2018 年网络安全行业下游占比	22
图 31: 中国、美国、全球市场网络安全支出占 IT 支出比	22
图 32: 2015-2019 年中国防火墙/VPN 市场规模及增速	22
图 33: 2019 年中国防火墙/VPN 市场竞争格局	22
图 34: 2018-2020 年中国 UTM 防火墙市场份额	23
图 35: 2020 年中国 VPN 硬件产品市场份额	23
图 36: 2015-2019 年中国 IPS/IDS 市场规模及增速	23
图 37: 2020 年中国抗 DDOS 硬件安全产品市场份额	23
图 38: 2020-2025 年中国 SD-WAN 市场规模	24
图 39: 2020Q1 公司应用交付产品排名国内市场份额前三	24
图 40: 运营商行业: 网络安全负载均衡厂商核心能力概览图	24
图 41: 网络安全市场空间从二维向三维过渡	26
图 42: 等保 1.0(2008)和等保 2.0(2019)基本要求的变化	27
图 43: 迪普科技 SaaS 云安全服务	29
图 44: 迪普科技云产品线	29
图 45: 迪普科技数据安全治理体系	30
图 46: 迪普科技态势感知优势	30
图 47: 迪普科技态势感知平台技术架构	30
图 48: 物联网安全体系	31
图 49: 迪普科技工业互联网安全体系能力	31
图 50: 迪普科技部分工控产品	31
图 51: 物联网安全体系	32
图 52: 迪普科技零信任解决方案架构全景图	32
图 53: 2016-2021E 中国云安全市场规模及增速 (亿元)	34
图 54: 2016-2021E 中国物联网安全规模及增速 (亿元)	34
图 55: 2016-2021E 中国工业互联网安全规模及增速 (亿元)	35
图 56: 2016-2021E 中国大数据安全网规模及增速 (亿元)	35
图 57: 2018-2019 年中国网络安全行业投融资结构	35
图 58: 2018-2019 年中国网络安全行业投融资结构	36

表 1: 公司在新兴安全领域布局 .....	6
表 2: 公司下游客户所处行业、用户及特点 .....	8
表 3: 可比公司产品及客户结构 .....	14
表 4: 公司核心管理层简介 .....	15
表 5: 公司高端网络安全产品 .....	17
表 6: 《网络安全产业高质量发展三年行动计划(2021-2023年)(征求意见稿)》六大发展目标 .....	19
表 7: 2018 年以来公司参与的中移动中标项目 .....	25
表 8: 公司 21 类产品入围 2020-2021 年央采目录 .....	26
表 9: 新型安全重要赛道 .....	27
表 10: 迪普科技 SaaS 云安全服务 .....	29
表 11: 公司募投资金计划 .....	33
表 12: 公司定增项目实施的必要性和可行性分析 .....	33
表 13: 公司业务收入预测拆分(单位: 亿元) .....	38
表 14: 公司业务毛利率预测(单位: % ) .....	38
表 15: 公司费用率预测(单位: % ) .....	39
表 16: 可比公司估值 .....	39
表附录: 三大报表预测值 .....	41

## 1. 高端网络安全产品领军，聚焦高价值的行业市场

### 1.1. 高端网络安全产品领军，积极布局新兴网安业务

迪普科技以“让网络更简单、智能、安全”为使命，聚焦于网络安全及应用交付领域，是提供高端性能网络安全产品的领军企业。

主要产品包括网络安全产品、应用交付产品及基础网络产品等：

#### (1) 网络安全产品：

##### A、核心网络安全产品：

应用防火墙(FW)、入侵防御系统(IPS)、抗DDoS、Web应用防火墙(WAF)、异常流量清洗系统(Guard、Probe)、DPI流量分析设备、漏洞扫描系统(Scanner)、上网行为管理及流控(UAG)等

##### B、新兴网络安全产品：

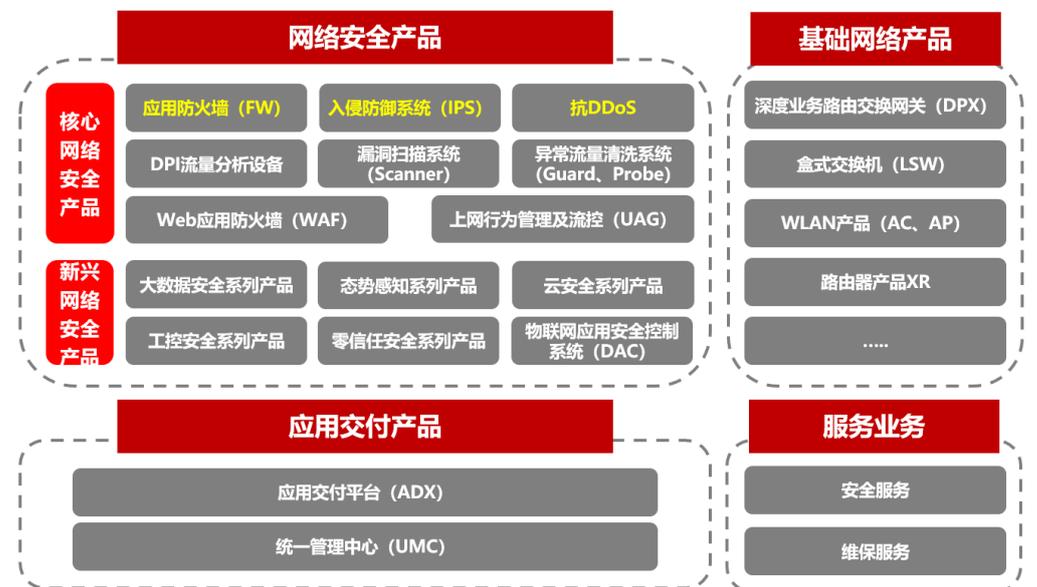
大数据安全系列产品、态势感知系列产品、云安全系列产品、工控安全系列产品、零信任安全系列产品、物联网应用安全控制系统(DAC)等

#### (2) 应用交付产品：应用交付平台(ADX)、统一管理中心(UMC)等

(3) 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)等

#### (4) 服务业务：安全服务、维保服务

图 1：迪普科技产品及解决方案



资料来源：公司官网、招股说明书、公司年报等，浙商证券研究所

网络安全业务是公司的核心业务。公司具有提供以网络安全为中心的融合网络与应用交付的一体化整体解决方案能力：

(1) 公司基于创新和自主知识产权的统一软件平台和高性能硬件平台，向客户提供以网络安全业务为核心，同时融合企业通信领域中信息安全、应用交付、基础网络各功能模块的整体解决方案。

(2) 公司产品应用场景：主要部署在用户网络出口处、服务器前端或路由交换核心、网络汇聚或核心节点等。例如部署在用户网络出口处，涉及产品包括：

- 防火墙产品：用于实现用户内网与外网的隔离
- 入侵防御系统产品：用于防御系统漏洞攻击、病毒蠕虫入侵
- 应用交付产品：可实现不同通讯链路、服务器访问、全局网络间的最优访问与交付。
- 上网行为管理及流控产品：管理用户上网行为，保障网络安全。

图 2：迪普科技产品及解决方案全景图



资料来源：公司微信公众号，浙商证券研究所

近年来积极布局新兴安全产品和业务。在云计算、大数据、物联网、工业互联等新技术蓬勃发展的当下，迪普科技凭借在产品研发、安全研究及服务方面的深厚积累，积极布局云安全、数据安全、工控安全、态势感知、安全服务、零信任安全等新兴网络安全产品和服务。

表 1：公司在新兴安全领域布局

类别	布局
云计算	云数据中心安全解决方案通过独立的硬件安全设备解决云网络安全问题，主要包含云安全、安全云、云管理三个部分，帮助用户构建自动化部署的安全资源池，为云网络提供全面、弹性、可编排的安全防护能力。
自安全园区网解决方案	通过轻量级的部署方式解决内网安全问题，可以提供无客户端认证、用户精确定位、病毒传播控制、策略一键下发及内网安全可视等特性，实现用户轻松接入，网络管理员便捷运维。
态势感知	助力各行各业客户构建新一代网络安全威胁感知及防护体系，实现威胁可视、智能溯源、自动防护。

安全服务	通过风险评估、安全保障、安全加固、应急响应、攻防演练、安全培训等专业服务，为客户提供全生命周期的安全运营保障。
数据安全	推出覆盖信息系统数据安全生命周期的产品与解决方案体系，产品体系主要包括敏感数据发现系统、APT 风险监测系统等。
零信任	以“彻底消除网络中的默认受信机制，假定所有网络环境均具有恶意性质”为设计理念，构建了一套安全生态化的零信任架构产品，以适配不同的网络环境，协助用户实现向零信任网络安全架构的快速转型。
工控安全	涵盖工控防火墙、工控审计、工控检测到工控安全管理平台在内的完整工业网络安全保障体系，对工控安全产品统一监测、管理并从工控业务的视角进行统计分析、安全事件汇总、风险告警及闭环等安全管理。
物联网安全	物联承载网产品及解决方案实现设备接入可信、行为可控。网管平台与整网设备联动，同步下发策略，并提供资产与风险管理工具，实现整网接入、资源保护及威胁控制。

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

## 1.2. 聚焦高价值的行业市场，高研发打造强大产品力

**市场定位和策略：**公司立足高价值市场，深度布局大客户——“价值行业，价值客户”。公司在价值行业加大拓展，集中资源在运营商、政府、电力、医疗、金融等高价值行业高举高打，持续深耕，打造高端安全领域市场品牌。

- (1) 回顾公司的发展历程，公司自成立以来，公司客户来自政府、运营商、能源、金融等关键行业大型客户，这些大型客户最典型的特点是对产品性能、产品质量要求高。
- (2) 公司以软硬件结合的手段，满足价值行业高价值客户的需求。
- (3) 在运营商和电力等传统优势行业，迪普科技多次入围行业集采。
- (4) 同时多次承担国家重大活动的网络安全保障工作。

图 3：迪普科技发展历程中重要事件



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 2：公司下游客户所处行业、用户及特点

行业	用户	特点
运营商	中国移动、中国联通、中国电信、中国广电、歌华有线、华数传媒、长城宽带等	<b>防火墙、入侵防御、异常流量清洗、应用交付平台</b> 等产品多年入围三大运营商的集中采购名单， <b>并且多次在多个标段中位列第一</b> ，公司产品已经规模应用于三大运营商包括城域网、无线互联网出口、数据中心等核心节点在内的全国网络中。
政府	国家信息中心、国家发改委、国务院国资委、公安部、财政部、商务部、环保部、海关总署、国家税务总局、国家工商总局、国家体育总局、国家新闻出版广电总局、国家知识产权局等	<b>国家信息中心在电子政务安全领域的战略合作伙伴，诸多国家级重大项目的安全产品提供商</b> 。产品已经全面服务多个国家部委及金税工程、金关工程等“金”字工程，并在各省市电子政务工程中得到广泛应用。
电力能源	国家电网、南方电网、华能集团、大唐集团、华电集团、中国石油、中国石化、神华集团等	<b>防火墙和入侵防御产品均连续多年入围国家电网集采，应用交付产品也已成功入围</b> ，相关产品广泛应用于国家电网总部以及各省分公司，公司已经成为电力能源行业主要的网络安全和应用交付产品供应商之一。
教育	中国科学院、北京大学、清华大学、复旦大学、上海交通大学、浙江大学、哈尔滨工业大学、山东大学、人民公安大学、西北工业大学、中南财经政法大学、贵州大学、国家超级计算广州中心等	在教育行业的 <b>IPv6 改造、应用交付、安全防护、安全服务</b> 等各个领域均取得较大的成绩。
医疗	解放军第 117 医院、上海市第一人民医院、辽宁省肿瘤医院、中国医科大学附属第一医院、重庆医科大学附属第一医院、浙江省人民医院等	医院自安全网络解决方案已帮助浙江省人民医院、渭南市中心医院等用户建立起安全网络； <b>态势感知及安全运营解决方案</b> 已帮助浙江省人民医院等用户建立起“防御+响应”体系。
金融	中国人民银行、中国建设银行、中国银行、中国进出口银行、中国邮政储蓄银行、交通银行、恒丰银行、浦发银行、广发银行、北京银行、九江银行、东北证券、方正证券、中银保险等	<b>应用交付平台产品</b> 应用于交通银行总行数据中心、中国工商银行全行等； <b>公司防火墙产品</b> 应用于 <b>中国银行北京数据中心、上海数据中心以及超过 20 个一级分行</b> ；从 2015 年开始，公司防火墙产品规模应用于恒丰银行多个数据中心及分行。
其他	中国兵器集团、中国船舶重工集团、中国电子科技集团、中国交通建设集团、中粮集团、三峡集团、第一汽车集团、华晨汽车集团、宝武集团、太钢集团、哈药集团、国药集团、茅台集团等	公司拥有以各大行业高端优质用户为主的 <b>用户群</b> ，同时在各大行业均建立了数量众多的高端样板点，可以对各行各业更大范围的用户起到较好的辐射和示范效应

资料来源：公司年报，招股说明书，浙商证券研究所

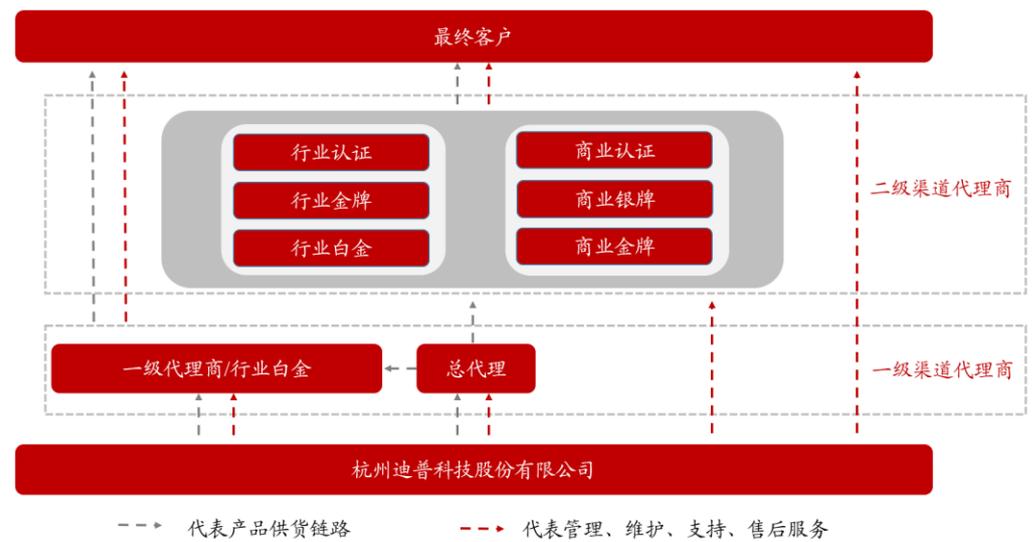
**商业模式：渠道销售为主，直销和渠道相结合。**

**(1) 渠道销售：“总代理商+二级代理商” + “一级代理商” 模式并行**

根据招股说明书披露：

A、渠道销售包括：一级渠道代理商（总代理商+一级代理商）、二级渠道代理商，一般总代理商和一级代理商覆盖的是全国区域，二级渠道代理商覆盖省级区域。

图 4：渠道销售示意图

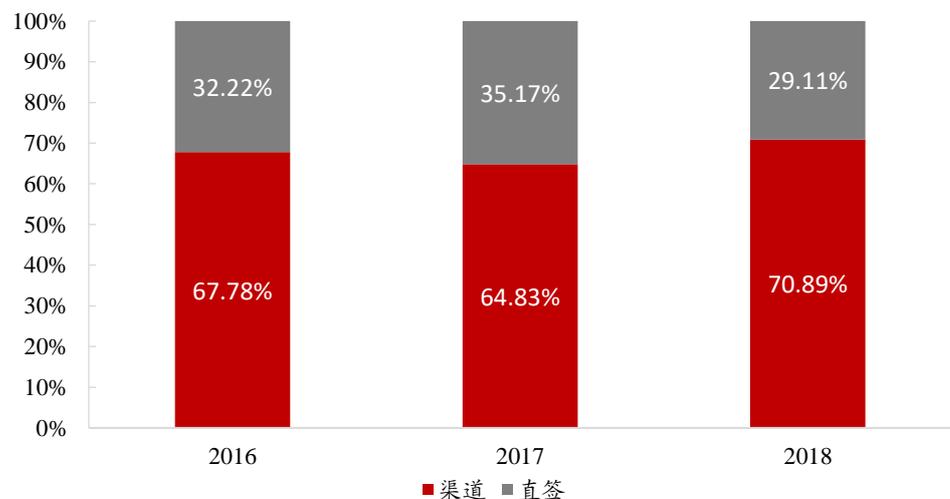


资料来源：迪普科技官网，浙商证券研究所

**B、渠道商：**公司定期对渠道商优选淘汰，与有效渠道商密切合作。公司 2020 年年报披露：拥有 1,900 余家认证代理商。作为对照，招股说明书中披露 2018 年公司拥有 2 个总代理商，1 个一级代理商和 1776 个二级代理商，合计 1779 家。公司 2020 年年报提出：加大市场开发力度，扩大销售渠道和服务网络的覆盖面，凭借一流的技术和服务促进市场拓展，从而优化公司在市场的战略布局

**C、2018 年，渠道销售占比多年维持 60%+，分工覆盖全国区域和省级区域。**代理商分成单个解决方案销售代理的项目代理销售和通用产品销售代理的分销代理销售两类，其中项目代理销售 2016-2018 年占比都在 95%+。

图 5：2016-2018 年公司渠道销售和直签销售的收入占比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

(2) 直签销售主要满足电信运营商等重点客户特殊需求，同时进一步打造品牌。

从运营商角度看，因业务需求量大，运营商为降低采购成本采取集中采购模式；又因其对售前售后技术服务要求高，需公司安排专业的销售及业务人员进行服务。从公司角度看，产品入围电信运营商集中采购被业内作为供应商实力的一项重要指标，能够进一步打造公司品牌，形成良性循环。

**(3) 公司建立全国性市场和渠道体系：**在全国设有 28 个办事处及售后服务中心，所有省级单位都设有分支机构，全国设有 33 个区域备件中心，已建立起覆盖全国的市场销售与技术支援体系，具有本地化服务能力，能够对客户的需求以及突发事件及时响应；

**图 6：分布于全国的市场与技术支援体系**



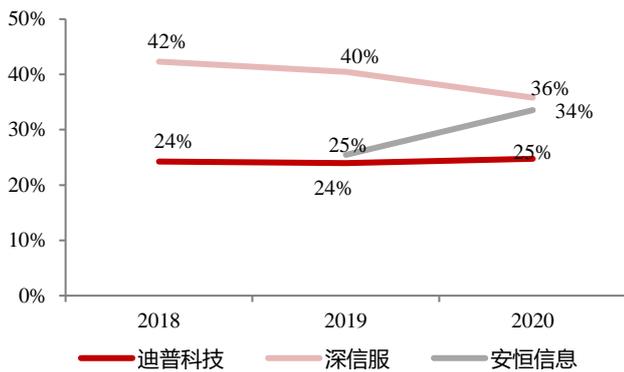
资料来源：迪普科技官网，浙商证券研究所

**销售人数和人均创收：**销售人员五年增长 40 个，人均创收高于同行可比公司。

**(1) 销售人员增长情况：**公司 2016 年以来销售人员五年增长 40 个，2020 年销售人数占比 25%，低于可比公司深信服（36%）和安恒信息（34%）。

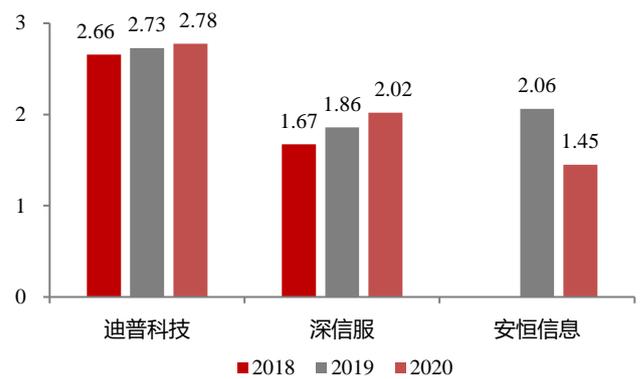
**(2) 人均创收高：**公司 2020 年单位销售人员创收 2.78 百万元，高于可比公司深信服（2.02 百万元）和安恒信息（1.45 百万元）。

图 7：2018-2020 销售人数占比 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：2018-2020 单位销售人员创收 (百万元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司具有深厚研发基因，通过高研发投入打造强大产品力，走向价值市场，实现价值引领：

(1) 2018-2020 年，公司研发人员数量占总人数比保持在 40% 以上，且人数持续增长，2020 年达到 526 人。

(2) 2015-2020 年，公司研发支出占总营收比保持在 20% 以上，2020 年达到 20.48%，同比小幅增长。

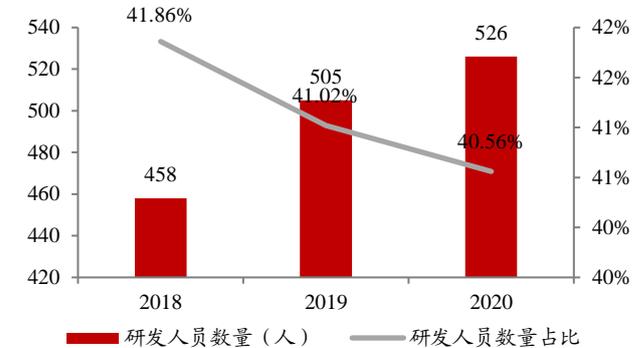
(3) 2020 年，公司研发支出为 1.83 亿元，同比增长 11.36%，2017-2020 年 CAGR 为 8.35%。

图 9：2015-2020 年公司研发支出、研发占比及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：2018-2020 年公司研发人员数量及占总员工人数比例



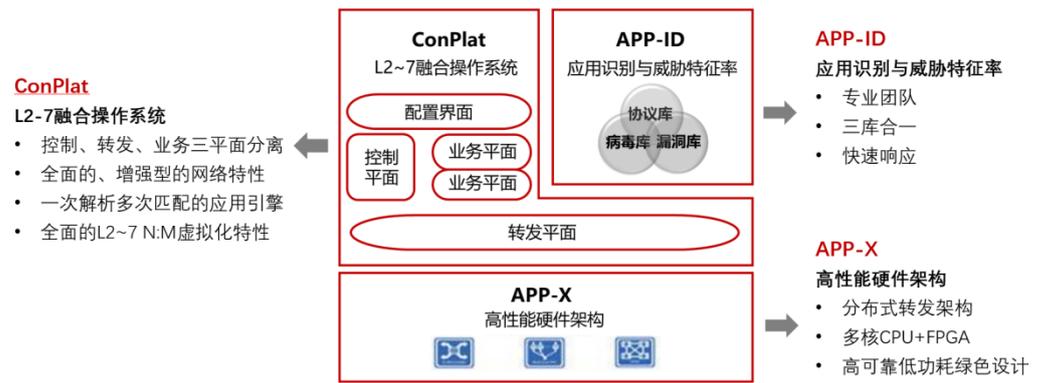
资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司依托具有自主知识产权的核心技术，推出强竞争力的完备产品线：

(1) 具有自主知识产权的核心技术，涉及领域包括：高性能硬件平台，融合网络、安全、应用交付功能于一体的软件平台，FPGA 系统设计、信息安全和应用交付领域等。

(2) 形成竞争力方案和产品线：依据核心技术，构建网络、安全和应用交付融合的产品体系与技术解决方案，推出全面覆盖企业级网络通信主要应用领域的共十大大类上百款产品，形成了有较强竞争力的完备产品线。

图 11：公司产品核心架构



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

根据公司 2020 年年报披露，公司的重点攻关研发的产品线/项目：

- (1) 安全威胁态势感知平台，
- (2) 新一代高性能云计算数据中心安全平台，
- (3) 新一代高性能应用交付平台等

公司 2020 年年报表示：抓住大数据、AI、云计算、物联网、移动互联网和工业互联网等新兴 IT 技术发展趋势，基于新一代软硬件平台，围绕运营商、金融、政府、电力能源等各大价值行业客户的场景化需求，提升了相关产品的各项功能和性能指标，丰富了产品款型，进一步提升了产品竞争力，同时将安全检测、安全防护、安全服务等各类产品进行深度结合，给用户提供了更有价值的整体解决方案。

### 1.3. 政府运营商收入占比高，网安/总营收比超过 60%

**业绩稳步增长，2021H1 增长明显提速。**2020 年，公司实现营收 8.91 亿元，同比增长 10.88%，2017-2020 年 CAGR 为 13.04%；归母净利润为 2.76 亿元，同比增长 9.46%，2017-2020 年 CAGR 为 21.52%。2021H1，公司实现营收 4.33 亿元，同比增长 36.84%，归母净利润 1.05 亿元，同比增长 23.14%，营收和利润增速对比 2020 全年均明显改善。

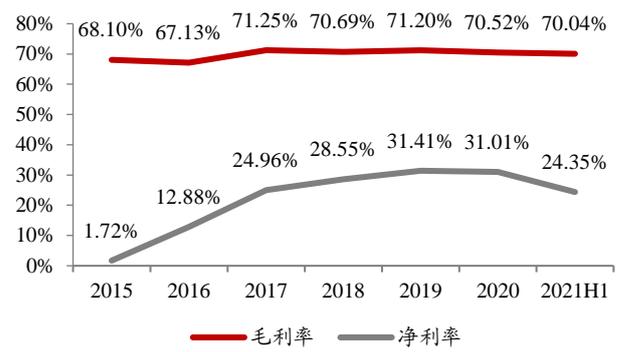
**盈利能力持续提升，毛利率维持高位。**公司销售毛利率长期维持高位，2017 年以来均超过 70%，且持续稳定。净利率方面，2015 年以来，净利率大幅提升，2020 年达到 31.01%，2015 年仅为 1.72%。2021H1，净利率为 24.35%，同比下降 2.71pct，主要系公司研发投入加大导致。

图 12: 2015-2021H1 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 2015-2021H1 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

收入结构分析: 网络安全产品为公司主要收入来源。在公司四大业务线中:

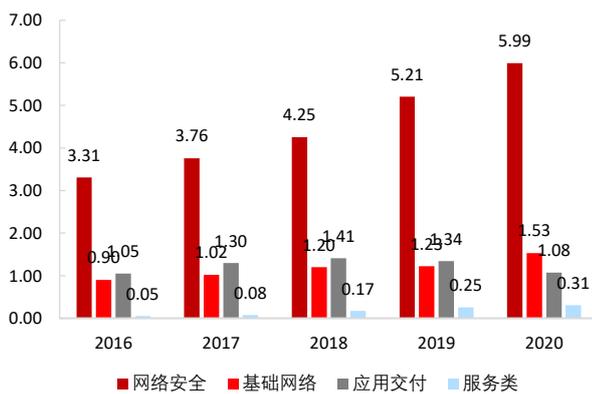
(1) 网络安全产品: 2020 年营收为 5.99 亿元, 同比增长 15.02%, 2017-2020 年 CAGR 为 16.79%, 占总营收的比例为 67.20%; 毛利率为 73.51%, 近三年微幅下降。

(2) 应用交付产品: 2020 年营收为 1.08 亿元, 同比增长下降 19.91%, 2017-2020 年 CAGR 为 -6.05%, 占总营收的比例为 12.07%; 毛利率为 75.01%, 近三年有所改善。

(3) 基础网络产品: 2020 年营收为 1.53 亿元, 同比增长增长 25.14%, 2017-2020 年 CAGR 为 14.42%, 占总营收的比例为 17.20%; 毛利率为 56.22%, 近三年提升明显。

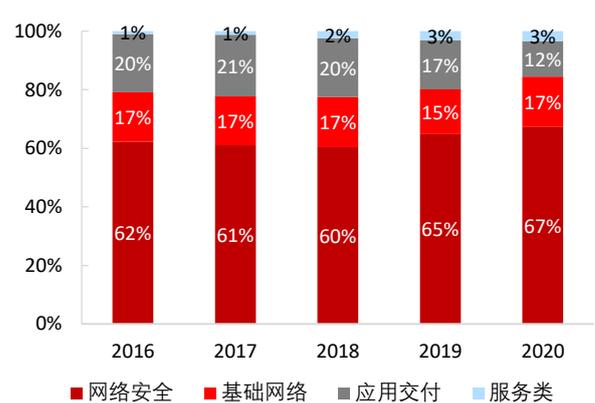
(4) 服务类: 2020 年营收为 0.31 亿元, 同比增长增长 22.24%, 2017-2020 年 CAGR 为 60.05%, 占总营收的比例为 3.46%; 毛利率为 68.10%, 近三年相对稳定。

图 14: 2016-2021 年公司主营业务收入 (亿元)



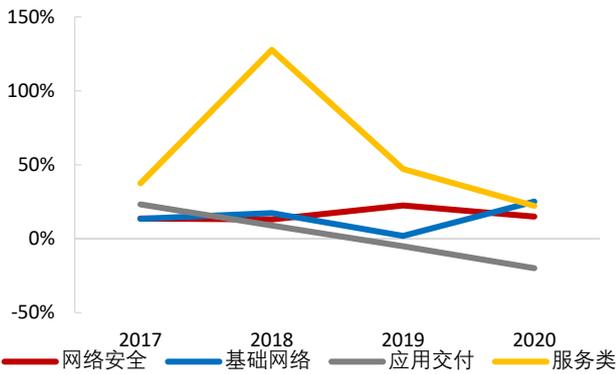
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 15: 2016-2020 年公司主营业务收入占比 (%)



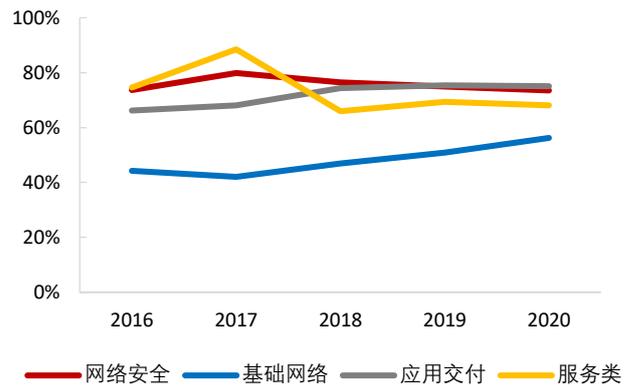
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 2016-2020 年公司主营业务收入增速 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

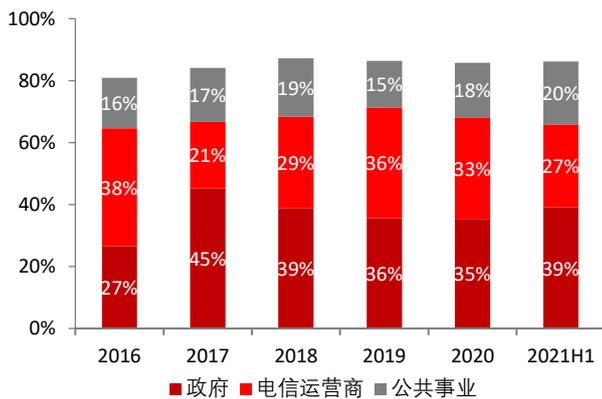
图 17: 2016-2020 年公司主营业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

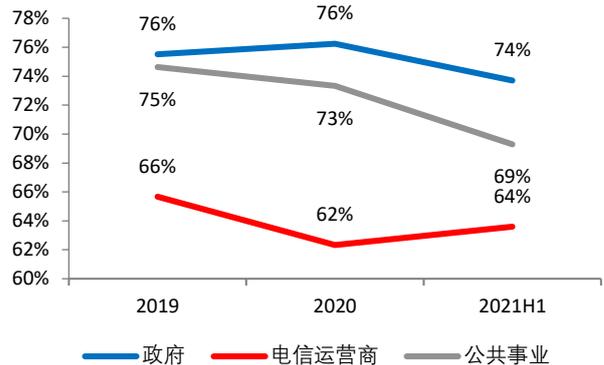
公司收入中政府和运营商占比最大, 2020 年分别为 35.37%、32.72%。公司用户覆盖中央部委、省市级政府单位、三大运营商及广电网络运营商、电力能源、教育、医疗、金融机构。2020 年, 来自政府、运营商、公共事业行业的收入占公司总营收的比例分别为 35.37%、32.72%、17.62%。

图 18: 2016-2021H1 公司各行业客户收入占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 19: 迪普科技各行业客户毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 3: 可比公司产品及客户结构

公司	主要产品	按客户收入占比
深信服	应用交付、上网行为管理、防火墙、VPN、企业移动管理、广域网优化、云安全等	企业 (34%)、政府及事业单位 (54%)、金融及其他 (11%)
绿盟科技	安全评估类、检测防御类、安全监管类等信息安全产品和服务	政府、事业单位及其他 (34%)、能源及企业 (24%)、运营商 (21%) 金融 (21%)
安恒信息	安全基础产品、信息安全平台和信息安全服务	政府 (34%)、金融 (10%)、教育 (10%)、电信 (8%)、制造 (5%)、卫生 (4%)、其他 (30%)
奇安信	大数据智能安全检测与控制、新一代 IT 基础设施防护、应用系统和数据安全防护、基础架构安全支撑、业务安全保障、信创安全产品、安全解决方案、安全服务	政府 (29%)、公检法司 (16%)、金融 (9%)、教育 (7%)、军工军队 (7%)、运营商 (5%)、医疗卫生 (4%)、其他 (22%)
迪普科技	网络安全产品、基础网络产品、应用交付产品、服务类业务和其他业务	政府 (35%)、运营商 (33%)、公共事业 (18%)

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所, 注: 安恒信息客户收入结构为 2018 年数据, 其余均为 2020 年数据。

### 1.4. 核心高管团队华为基因，具备优秀领导管理能力

公司核心高管主要来自于华为、华三，且绝大多数为 2003 年杭州华三的初始团队成员，具有优秀的管理能力。公司高管共事多年，主要集中在 2011-2013 年加入公司，核心管理团队非常稳定。董事长郑树生作为华三创始人，是华三第一届总裁，具有大型企业领导和管理经验及深厚的行业资源积累。

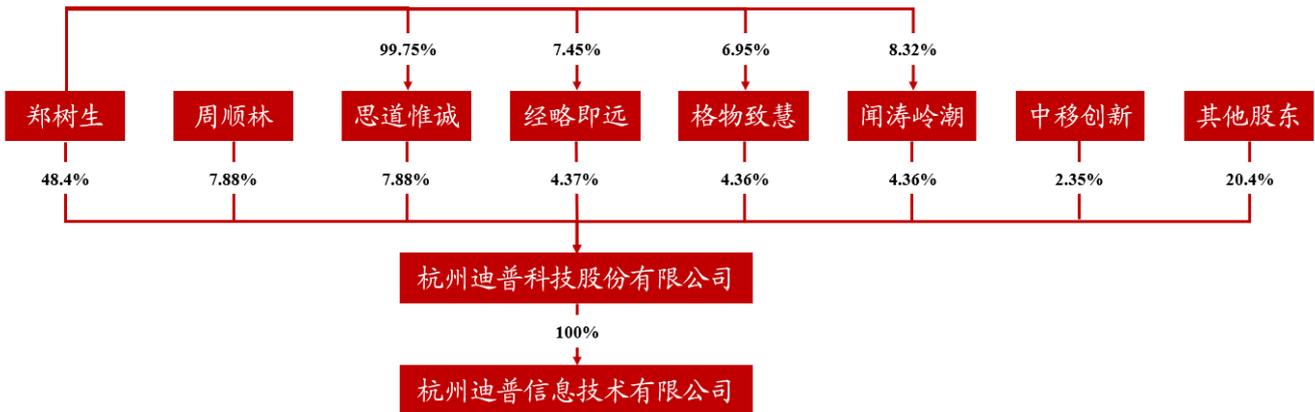
**表 4：公司核心管理层简介**

姓名	职务	个人简历
郑树生	董事长、总经理	1993 年-2003 年，历任 <b>华为公司</b> 研发项目经理，中试部总监，生产部总监，技术支持部总监，交换事业部总裁，国内营销管理办公室主任，公司常务副总裁；2003 年-2012 年，任 <b>杭州华三</b> 总裁；2013 年至 2016 年，任杭州迈尚股权投资董事长； <b>2012 年起</b> ，任职于本公司，历任执行董事，2016 年至今，任本公司董事长兼总经理，兼任杭州宏杉科技董事长，苏州光格设备董事
周顺林	董事、副总经理	1999 年-2003 年，任 <b>华为公司</b> 产品研发经理；2003 年-2011 年，历任 <b>杭州华三</b> 研发副总监，软件部部长； <b>2011 年起</b> ，历任本公司首席技术官，公司副总裁，2016 年至今，任本公司董事，副总经理
邹禧典	董事、财务负责人、董事会秘书	1998 年-2003 年，任职于 <b>华为公司</b> 财务部；2003 年-2011 年，任 <b>杭州华三</b> 财务副总裁； <b>2011 年起</b> ，历任本公司财务负责人，公司副总裁，2016 年至今，任本公司董事，董事会秘书兼财务负责人、兼任杭州迪普信息执行董事
李强	董事	1994 年-1996 年，任吉林省粮油进出口公司职员；1996 年-1999 年，任中国建设银行吉林省分行职员；2000 年-2003 年，任 <b>华为公司</b> 企业网经理；2003-2012 年，历任 <b>杭州华三</b> 北京分部部长，政府系统部总监； <b>2013 年起</b> ，历任本公司市场部总裁，公司副总裁，2016 年-2020 年 1 月 15 日，任本公司副总经理
钱雪彪	董事、副总经理	2003 年-2012 年，历任 <b>杭州华三</b> 软件工程师，项目经理，系统工程师； <b>2012 年起</b> ，任本公司软件开发部部长，2016 年至今，任本公司副总经理。兼任杭州迪普信息总裁
陈瑾瑾	副总经理	2001 年-2003 年，任中国林科院亚热带林业研究所科员；2003 年-2012 年，任 <b>杭州华三</b> 总裁助理； <b>2012 年起</b> ，历任本公司人力资源部总监，公司副总裁，2016 年至今，任本公司副总经理
李治	副总经理	1999 年至 2003 年，历任 <b>华为公司</b> 软件工程师，产品开发代表，质量工程师，项目经理；2003 年-2012 年，历任 <b>杭州华三</b> 产品开发团队经理，项目经理； <b>2012 年起</b> ，历任本公司交换机产品部部长，技术支援部总监，2016 年至今，任本公司副总经理

资料来源：Wind、浙商证券研究所

**股权架构稳定，郑树生为实际控制人，引入了国资背景战投中移创新。**截止 2021 年 9 月 4 日，郑树生（原华为常务副总裁、华三通信总裁）为公司控股股东、实际控制人直接持有 48.4% 的股份，同时持有思道惟诚、经略即远、格物致慧、闻涛岭潮的份额，共持股 57.25%；公司拥有 1 家全资子公司迪普信息。同时引入国资背景战略投资者中移创新，增强与下游核心客户协同效应，促进核心市场拓展。

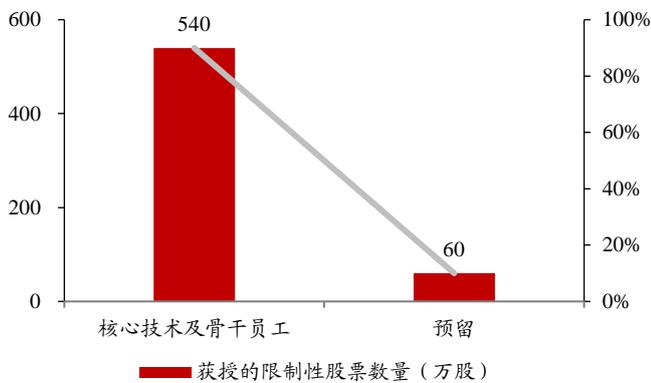
图 20：迪普科技股权结构（截止 2021 年 9 月 4 日）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

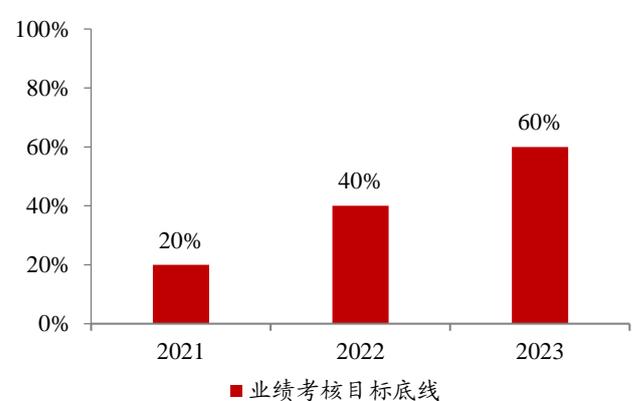
股权激励绑定核心技术及骨干员工。2021 年 4 月 22 日，公司向 257 名激励对象授予 540 万股限制性股票，并制定业绩考核目标，以 2020 年为基准，要求 2021/2022/2023 年的营业收入增速目标分别不低于 20%/40%/60%，彰显公司强大成长信心，有望激活管理团队潜能。

图 21：限制性股票在各激励对象间的分配情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：公司股权激励业绩考核目标底线



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 高端产品构筑高护城河，高端市场客户需求放量

### 2.1. 高端产品构筑高护城河，带动产品业务模式变革

公司拳头产品包括：

- 网络安全产品：应用防火墙（FW）、入侵防御系统（IPS）、Web 应用防火墙（WAF）、智能安全网关、异常流量清洗系统（Guard、Probe）、上网行为管理及流控（UAG）、SD-WAN 等；
- 应用交付产品：通用应用交付平台（ADX）、信创应用交付平台。

**表 5：公司高端网络安全产品**

类别	明星产品	产品介绍
网络安全	应用防火墙 (FW)	DPtech FW1000 下一代应用防火墙集成了 NAT、入侵防御、病毒防护、VPN、URL 过滤等功能，并且全面支持 IPv6。
	入侵防御系统 (IPS)	IPS2000 入侵防御系统具有全面的特征库、先进的双病毒引擎及专业的四大检测引擎。
	Web 应用防火墙 (WAF)	WAF3000 系列 Web 应用防火墙针对 Web 应用提供全方位的安全防护，对事前扫描、事中攻击及事后的网页篡改及信息窃取都能提供相应的防护策略。
	智能安全网关	VPN1000 智能安全网关是面向广域互联应用场景推出的专业安全网关产品，集成了 IPSec、SSL、L2TP、GRE 等多种 VPN 技术，支持国密算法，实现分支机构、移动办公人员的统一安全接入。
	异常流量清洗系统 (Guard、Probe)	专业 DDoS 攻击防护设备，包括：异常流量检测 Probe3000、异常流量清洗 Guard3000、异常流量清洗业务管理平台。
	上网行为管理及流控 (UAG)	UAG3000 系列产品，为客户提供专业的应用控制、带宽管理、上网行为审计、关键字过滤、用户行为分析等功能。
	SD-WAN	作为新一代组网解决方案，将数据转发与控制平面分离，简化企业分支网络的部署与管理，通过 DPI 技术实现基于应用的智能选路，融合应用层安全防护特性。
企业 WLAN	通用应用交付平台	ADX 是业界第一款 3.2T 应用交付平台，具有处理能力强、应用交付能力全面、接口密度丰富等优点，可应用于各行业和运营商的数据中心和网络出口。
	信创应用交付平台	ADX 信创应用交付平台的 CPU、内存等关键器件均采用主流国产品牌，具备盒式和框式产品形态，最高整机可达 400G 吞吐性能，具有处理能力强、应用交付能力全面、接口密度丰富等优点，可应用于金融和运营商等其他行业的数据中心和网络出口。

资料来源：迪普科技官网，浙商证券研究所

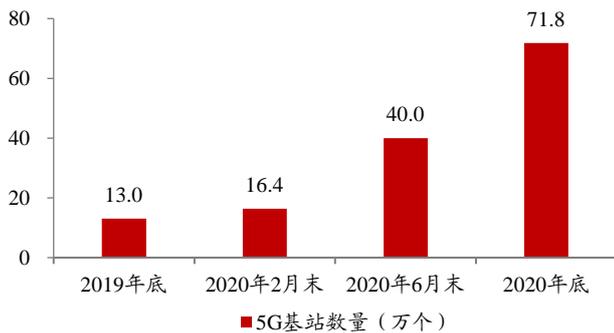
## 2.2. 云计算、5G+政策驱动，高端市场客户需求提升

从技术和需求层面看：

5G、云计算等产业快速发展，流量管道增大、数据中心等规模扩张，下游运营商、政企行业大型客户对高端防火墙、IPS/IDS、DPI 流量分析等网络安全产品和应用交付等需求提升：

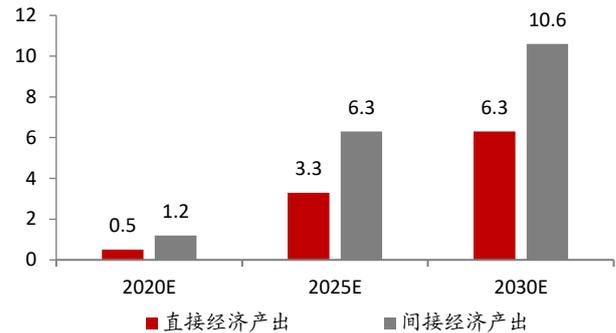
(1) **5G 开启规模商用**。根据工信部数据，2020 年，我国 5G 基站总建设数量达 71.8 万个，已经基本覆盖全国所有地级以上城市，独立组网模式规模部署。我国 5G 手机终端连接数近 2 亿户，5G 行业应用逐步落地商用。工信部提出，2021-2023 年，我国将迎来 5G 发展导入期，并定调坚持适度超前的建设节奏。根据中国信通院预测，截至 2030 年，5G 将带动我国当年直接经济产出为 6.3 万亿，间接产出 10.6 万亿。

图 23：2019-2020 年我国 5G 基站数量统计（单位：万个）



资料来源：工信部，浙商证券研究所

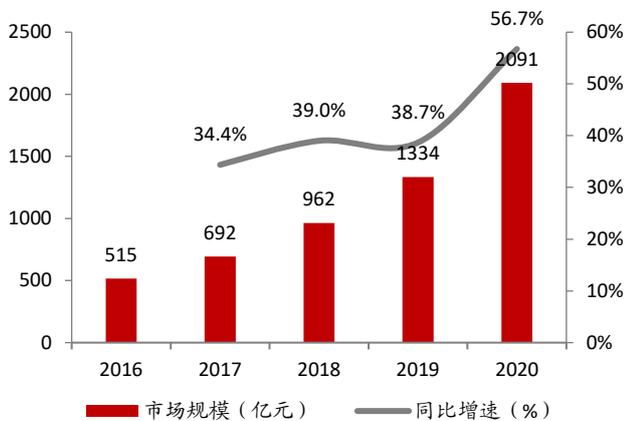
图 24：2020-2030 年 5G 经济产出规模（单位：万亿元）



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

(2) 云计算：行业持续高增，数据中心扩容，驱动网络安全产品需求。根据中国信通院报告，2020 年，我国云计算整体市场规模达 2091 亿元，同比增长 56.6%，其中，公有云市场规模达 1277 亿元，同比增长 85.2%，私有云市场规模达 814 亿元，同比增长 26.1%。作为云计算的基础设施，数据中心市场规模也呈先爆发式增长趋势。根据中国信通院统计，2019 年我国 IDC 行业市场收入达到 878 亿元左右，近三年复合增长率约 26%，预测 2021 年，我国 IDC 市场业务收入将达到约 1500 亿元，到十四五末有望超过 4000 亿元。数据中心的爆发式增长将进一步促进网络安全、网络产品的需求增长。

图 25：2016-2020 年中国云计算市场规模



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

图 26：2016-2025E 中国数据中心市场规模（单位：亿元）



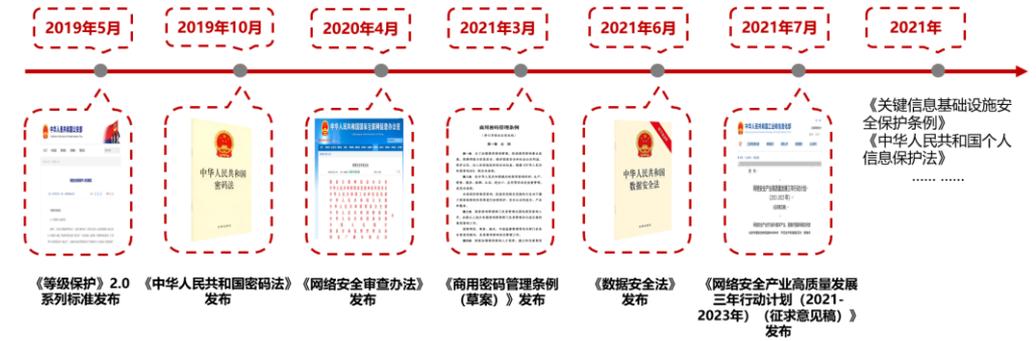
资料来源：以太网联盟，浙商证券研究所

从政策层看：网络安全和云计算政策和法规驱动，运营商、政企等重点高价值市场网络安全、云计算需求提速。

### (1) 网络安全

《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）（征求意见稿）》（以下简称“《三年行动计划》”）、《数据安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例（国务院令 745 号）》的出台、《中华人民共和国个人信息保护法》等政策和法规出台，我国网络安全保障进入了“等保+关基+数据安全+个人信息保护”多重保障的时代。

图 27：近几年重要网络安全政策



资料来源：工信部，国务院等网站，浙商证券研究所

表 6：《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）（征求意见稿）》六大发展目标

类别	发展目标
产业规模	网络安全产业规模超过 2500 亿元，年复合增长率超过 15%。
技术创新	一批网络安全关键核心技术实现突破，达到先进水平。新兴技术与网络安全融合创新明显加快，网络安全产品、服务创新能力进一步增强。
企业发展	一批质量品牌、经营效益优势明显的具有网络安全生态引领能力的领航企业初步形成，一批面向车联网、工业互联网、物联网、智慧城市等新赛道的“专精特新”中小企业群体迅速成长，网络安全产品、服务、解决方案单项冠军企业数量逐步壮大。
需求释放	电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达 10%。重点行业领域安全应用全面提速，中小企业网络安全能力明显提升，关键行业基础设施网络安全防护水平不断提高。
人才培养	建成一批网络安全人才实训基地、公共服务平台和实训靶场，创新型、技能型、实战型人才培养力度显著加大，多层次网络安全人才培养体系更加健全，网络安全人才规模质量不断提高。
生态培育	产融对接更加精准高效，资本赋能作用持续加大。网络安全产业结构进一步优化，产业聚集效应显著增强。以产品服务能力为导向的健康市场秩序不断完善，大中小企业融通发展的产业格局基本形成。

资料来源：工信部，浙商证券研究所

**(2) 云计算：政策推动国资云兴起，有利于驱动中高端网络安全产品需求增长。**

- 2021 年 8 月，天津市国资委发布《关于加快推进国企上云工作完善国资云体系建设的实施方案》，要求国资企业逐步向国资云平台迁移。
- 2021 年 3 月，浙江省国资委启动“国资国企数字化监管应用”项目建设。该项目包括八大应用系统和一个云基础设施——“国资云”。
- 2021 年年 4 月，四川省政府国有资产监督管理委员会正式发布“国资云”。

未来，随着国资云持续深度推广，国有企业上云进程有望加速，同时，经整合后的国资云，将进一步提升其对网络安全、数据资产的保护力度，中高端网络安全产品需求有望提升，具备从网络到安全整体解决方案能力的厂商将显著受益。

图 28：国资云相关政策梳理



资料来源：工业互联网观察，浙商证券研究所

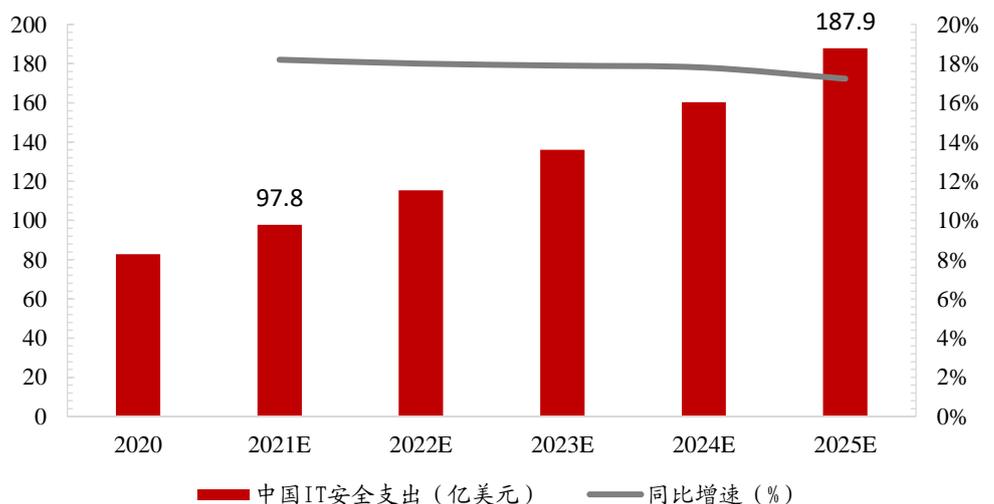
### 2.3. 重要赛道行业高景气度，公司产品方案竞争力强

从网络安全行业空间、行业结构和景气度层面看：

（1）行业总体空间和景气度：中国网络安全市场规模预计从 2021 年的 97.8 亿美元增长到 2025 年的 187.9 亿美元，行业未来五年复合增速约为 17.9%，增速持续领跑全球。

根据 IDC 报告，2021 年中国网络安全市场投资规模将达到 97.8 亿美元，并有望在 2025 年增长至 187.9 亿美元，五年 CAGR 约为 17.9%，增速持续领跑全球。2021 年，安全硬件在中国整体网络安全支出中将继续扮演主导角色，占比约为 47.8%；安全软件市场增长势头强劲，五年 CAGR 将达到 21.2%。而作为参照比较，IDC 预测，全球网络安全相关硬件、软件、服务总投资规模将在 2025 年突破 2,000 亿美元，2021-2025 年 CAGR 约 9.4%。

图 29：2020-2025 年中国网络安全市场规模和增速



资料来源：IDC，浙商证券研究所

（2）网络安全总体行业结构：根据 IDC 数据，2020 年，我国网络安全支出前三大行业为政府、通信、金融，合计占比约为 50%。

(3) 测算：在《三年行动行动计划》、《关键信息基础设施安全保护条例》等政策催化下，结合政策和需求，我们测算，预计未来 3 年重要高价值市场网安规模提升空间——政府：1 倍；电信：2 倍以上，金融：2 倍以上。

《三年行动行动计划》提出：电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达 10%。IDC 统计数据显示，我国网络安全市场占信息市场的比重为 1.87%。

#### 《关键信息基础设施安全保护条例》：

A、关键信息基础设施，是指公共通信和信息服务、能源、交通、水利、金融、公共服务、电子政务、国防科技工业等重要行业和领域的，以及其他一旦遭到破坏、丧失功能或者数据泄露，可能严重危害国家安全、国计民生、公共利益的重要网络设施、信息系统等。

B、国家对关键信息基础设施实行重点保护，采取措施，监测、防御、处置来源于中华人民共和国境内外的网络安全风险和威胁，保护关键信息基础设施免受攻击、侵入、干扰和破坏，依法惩治危害关键信息基础设施安全的违法犯罪活动。

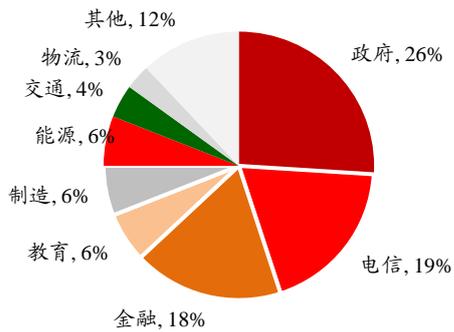
#### 测算依据：

- (1) 根据 IDC 数据，预计 2021 年我国网络安全行业支出为 102.2 亿美元（约 665 亿元）。
- (2) 根据前瞻网统计，2018 年我国政府、电信、金融网络安全支出占比分别为 26%、19%、18%；根据 IDC 数据，2020 年，三大行业网络安全支出合计占比约 50%。假设三大行业比重基本近似不变，预计 2021 年，我国网络安全产业中政府、电信、金融行业占比分别为 21%、15%、14%，合计为 50%。
- (3) 由此，预计 2021 年我国政府、电信、金融行业网络安全支出分别为 139.5 亿元、99.6 亿元、93 亿元。

#### 具体分析：

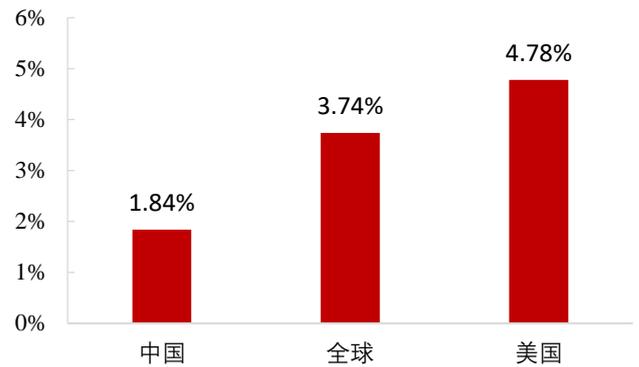
- (1) 政府：根据 Gartner 数据，预计 2021 年我国政府 IT 支出为 2791 亿元，可测算政府行业网络安全支出占 IT 支出比为 5.1%，预计 1 倍空间。
- (2) 电信：根据前瞻网和三大运营商年报数据，预计 2021 年三大运营商资本开支预算合计为 3470 亿元，假设资本开支约等于 IT 开支（IT 开支近似用资本开支来代替），则运营商行业网络安全支出占 IT 支出比为 2.87%，预计至少 2 倍空间。
- (3) 金融：根据银保监会、证券业协会、新浪财经披露，2020 年，我国银行、证券、保险业 IT 支出分别为 2078 亿元、263 亿元、351 亿元，同比增长 20%、21%、27%，合计为 2692 亿元，同比增长 21%。假设 2021 年金融行业 IT 支出增速为 20%，则对应支出为 3230 亿元，其中，网络安全支出占比为 2.88%，预计至少 2 倍空间。

图 30：2018 年网络安全行业下游占比



资料来源：前瞻网，浙商证券研究所

图 31：中国、美国、全球市场网络安全支出占 IT 支出比



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

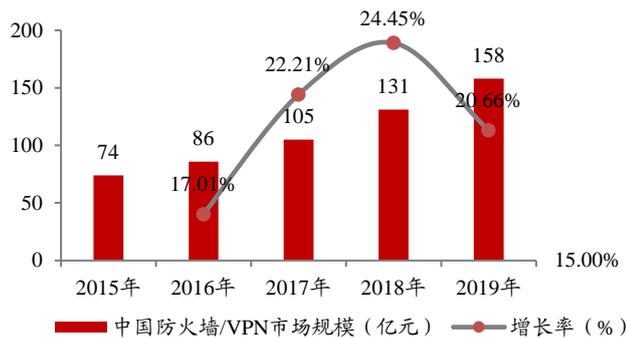
从迪普科技重要的高端产品（防火墙、IPS/IDS、抗 DDoS 产品、SD-WAN、应用交付）等细分赛道看，公司处于第一梯队，具有市场前五的市占率：

(1) 防火墙。

**市场规模和增速：**根据前瞻产业研究院数据，2019 年，中国防火墙/VPN 市场规模为 158 亿元，同比增长 21%。根据赛迪顾问数据，2018 年，中国防火墙市场规模为 123.2 亿元。

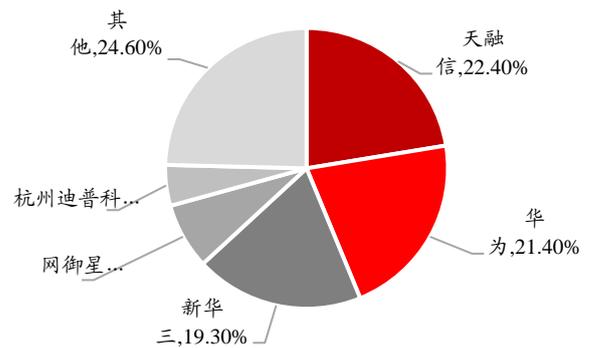
**迪普科技市占率：**1) 2019 年，迪普科技在中国防火墙/VPN 市场的份额为 4.7%，位居第四名。2) 根据 IDC 数据，2020 年，迪普科技在中国 UTM 防火墙和 VPN 市场的份额为 5%和 1.9%，均位居第四名。3) 迪普科技在高端防火墙领域，尤其是运营商市场优势明显，中移动的集采招标的中标份额与华为、华三不相上下。

图 32：2015-2019 年中国防火墙/VPN 市场规模及增速



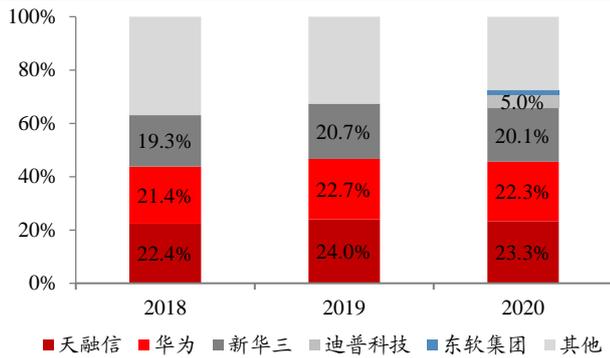
资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 33：2019 年中国防火墙/VPN 市场竞争格局



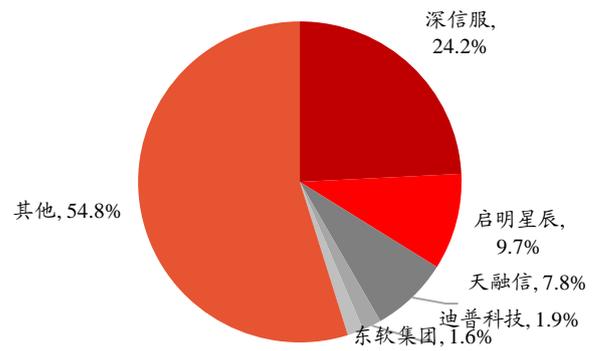
资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 34：2018-2020 年中国 UTM 防火墙市场份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 35：2020 年中国 VPN 硬件产品市场份额



资料来源：IDC，浙商证券研究所

## (2) IPS/IDS

**市场规模：**根据前瞻产业研究院数据，2019 年，中国 IPS/IDS 市场规模约为 19 亿元。

## (3) 抗 DDoS 产品

**市场规模：**根据 IDC 数据，2020 年中国抗 DDoS 硬件安全产品市场规模同比增长 13.5%。

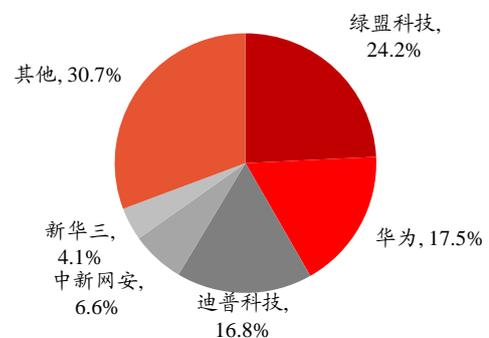
**迪普科技市占率：**2020 年，迪普科技在中国抗 DDOS 硬件安全产品市场的份额达 16.8%，仅次于绿盟科技（24.2%）、华为（17.5%），位居行业前三。

图 36：2015-2019 年中国 IPS/IDS 市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 37：2020 年中国抗 DDOS 硬件安全产品市场份额

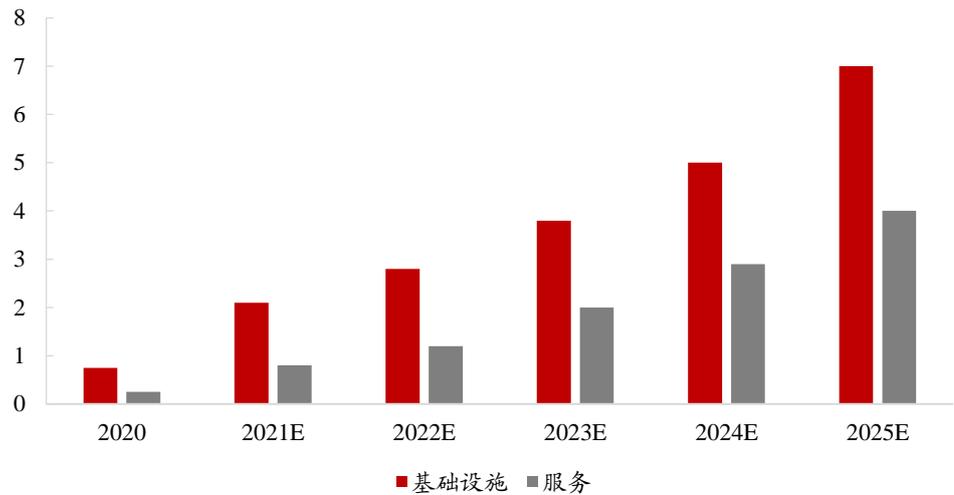


资料来源：IDC，浙商证券研究所

## (4) SD-WAN

**市场规模和增速：**根据 IDC 数据，2020 年中国 SD-WAN 市场规模为 1 亿美元，增速超过 50%；预计未来五年以每年 61% 的年复合增长率增长，到 2025 年市场规模将达到 11 亿美元。

图 38：2020-2025 年中国 SD-WAN 市场规模

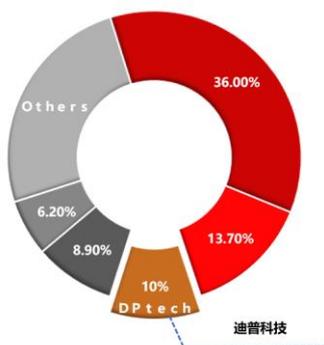


资料来源：IDC，浙商证券研究所

(5) 应用交付：迪普科技长期稳居中国市场前三。根据 IDC 数据，中国应用交付市场规模从 2014 年的 0.94 亿美元增长到 2018 年的 1.85 亿美元。2020Q1，迪普科技在中国应用交付市场的份额为 10%，排名第三，海外厂商 F5 仍占据较大市场份额。

- **金融领域：**2020 年，公司应用交付产品在中国工商银行规模部署，是业内唯一入围工行负载均衡集采、在交行总行数据中心规模应用的国产厂商。
- **运营商领域：**唯一同时入围三大运营商集采厂商，首家连续四年入围中国移动集采厂商。根据大路咨询报告，在运营商行业的网络安全及负载均衡厂商核心能力排行中，迪普科技在性能与入围数量两个维度上均位列前三。运营商业务场景具备密度高、流量大、接入广的特点，迪普科技的中标份额，体现出其在高端网络安全及负载均衡产品市场的强竞争力。

图 39：2020Q1 公司应用交付产品排名国内市场份额前三



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 40：运营商行业：网络安全负载均衡厂商核心能力概览图



资料来源：大路咨询，浙商证券研究所

## 2.4. 中标运营商集采大项目，多款产品入围央采目录

公司多款高端产品在运营商市场中标，与华为、华三等公司属于同一梯队。公司应用防火墙产品软硬件并进，2018-2021 年，公司连续入围中国移动硬件 WAF 集采，且份额

持续领先。2021年7月，公司的软件WAF产品实现首次突破，成功入围中国移动2021年至2023年WAF软件集采。此外，公司的抗DDoS、漏洞扫描、负载均衡等高端产品也屡次大额中标中移动集采项目，体现出公司在我国高端网络安全产品领域的领先优势。

**表 7：2018 年以来公司参与的中移动中标项目**

产品	中标时间	项目	各个标段入围情况
2018.12	负载均衡	中国移动 2018 年至 2019 年负载均衡器产品集中采购	高端：麦弗瑞（70%）、神州数码（30%） 中端：深信服（50%）、华三（30%）、 <b>迪普（20%）</b> 低端：华三（70%）、深信服（30%）
2020.12	负载均衡	中国移动 2020 年至 2021 年负载均衡器产品集中采购	高端：麦弗瑞（70%）、华三（30%） 中端： <b>迪普（50%）</b> 、深信服（30%）、华三（20%） 低端：深信服（50%）、神州数码（30%）、 <b>迪普（20%）</b>
2018.11	WAF	中国移动 2018 年至 2020 年 Web 应用防火墙（WAF）设备集中采购	迪普（70%）、启明星辰（30%）
2020.8	WAF	中国移动 2020 年至 2022 年 Web 应用防火墙（WAF）设备集中采购	迪普（70%）、山石网科（30%）
2021.1	WAF	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	迪普（100%）
2018.4	防火墙	中国移动 2018 年硬件防火墙集中采购	高端：华为（70%）、 <b>迪普（30%）</b> 中端：华为（70%）、华三（30%） 低端：华为（50%）、 <b>迪普（30%）</b> 、华三（20%）
2021.8	防火墙	中国移动 2021 年至 2022 年硬件防火墙产品集中采购	高端：华为（50%）、 <b>迪普（30%）</b> 、华三（20%） 中端： <b>迪普（50%）</b> 、华为（30%）、华三（20%） 低端：华为（50%）、网神（30%）、华三（20%）
2021.7	WAF	中国移动 2021 至 2023 年 WAF 软件集中采购	天融信（40%）、迪普（30%）、信安世纪（20%）、中移杭研（10%）
2019.10	抗 DDoS	中国移动 2019 年至 2020 年抗 DDoS 攻击设备集中采购	<b>迪普（100%）</b>
2020.10	抗 DDoS	中国移动 2020 年至 2022 年抗 DDoS 设备集中采购	高端： <b>迪普（70%）</b> 、天融信（30%） 中低端：天融信（70%）、 <b>迪普（30%）</b>
2019.5	全漏洞扫描	中国移动 2019 年至 2020 年安全漏洞扫描器产品集中采购	启明（70%）、 <b>迪普（30%）</b>
2020.12	全漏洞扫描	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	<b>迪普（60%）</b>
2021.4	全漏洞扫描	中国移动 2021 至 2023 年安全漏洞扫描软件集中采购	天融信（70%）、 <b>迪普（30%）</b>

资料来源：中国移动采招网，移动通信网，浙商证券研究所

**97 款产品入围央采目录。**2020 年 12 月，中央政府采购网正式公布“2020-2021 年中央国家机关信息类产品(硬件)和空调产品协议供货采购项目”中标结果。迪普科技主打的自安全网络产品线、网络安全产品线、应用交付产品线，共计 21 类、97 款产品全面入围，

入围种类和款型数量再创新高。其中自安全网络产品首次参与响应便成功入围央采目录，充分彰显迪普科技强劲的创新实力。

表 8：公司 21 类产品入围 2020-2021 年央采目录

迪普科技入选 2020-2021 年央采目录产品类别		
园区接入交换机	无线控制器	网络入侵防御产品
园区汇聚交换机	防火墙（千兆）	上网行为管理系统
园区核心交换机	防火墙（万兆）	负载均衡
数据中心接入交换机	入侵检测系统（千兆）	带宽管理系统
数据中心汇集交换机	入侵检测系统（万兆）	防 DDoS 攻击系统
数据中心核心交换机	漏洞扫描产品	VPN 产品
无线接入点	WEB 应用防火墙	APY 攻击检测产品

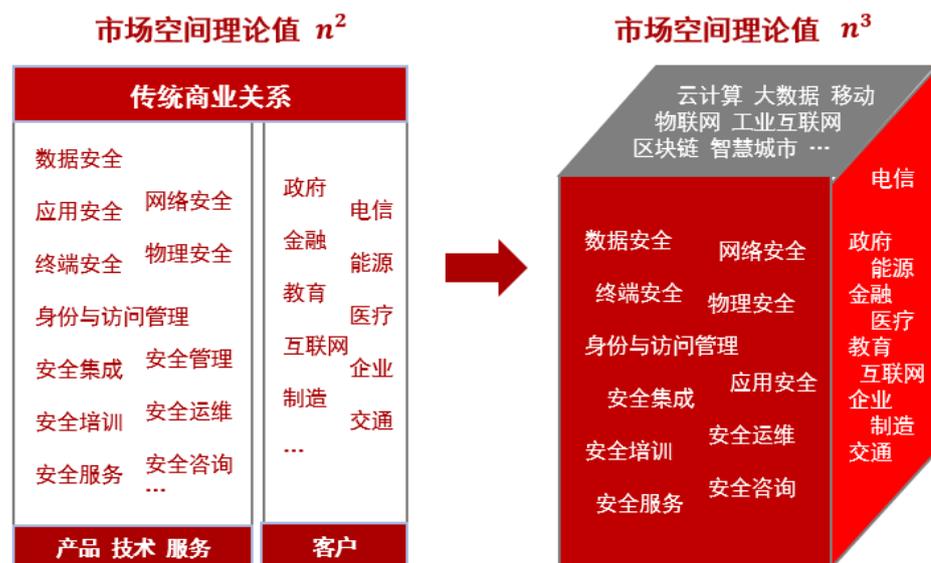
资料来源：中央政府采购网，浙商证券研究所

### 3. 新安全注入增长新活力，新兴安全行业高速增长

#### 3.1. 技术变革拓展网安边界，新兴网络安全强势崛起

技术层面，“云大工物移智”等新技术和新场景不断拓展网络安全边界。随着移动互联网、云计算、大数据、物联网和工业控制等新技术、新应用领域持续发展，从本地数据中心到云端再到边缘端，安全的传统边界被打破，以防为主的被动防御安全策略渐渐失效，网络安全产业的覆盖面也不断扩大，网络安全市场由“网安+行业领域”的二维市场扩展到“网安+行业领域+新兴技术”的三维市场，围绕网络和数据信息的应用和服务呈快速增长的格局。

图 41：网络安全市场空间从二维向三维过渡



资料来源：产业信息网，浙商证券研究所

政策层面，对新技术、新场景提出明确要求。2019 年 5 月，等保 2.0 发布，对比 1.0 版本，等保 2.0 的覆盖范围增加新技术和新应用场景，将云计算、移动互联网、物联网、工

业控制系统等列入标准范围。2021年7月,《网络安全产业高质量发展三年行动计划(2021-2023年)(征求意见稿)》发布,《意见稿》将“技术创新”定位第二大发展目标,重点任务包括加强重点领域网络安全供给,包括5G、云计算、人工智能等新兴技术领域的技术产品研发和推广落地;创新安全服务模式,加强安全企业技术产品的云化能力。

图 42: 等保 1.0(2008)和等保 2.0(2019)基本要求的变化



资料来源: 新浪新闻, 产业信息网, 浙商证券研究所

网络安全行业保持高速增长的同时, 新兴网络安全赛道强势崛起: 云安全、数据安全、态势感知、工控/工业互联网安全、物联网安全、零信任等多种安全场景和形态均迎来发展大机遇:

表 9: 新型安全重要赛道

安全场景	场景介绍
云安全	随着云技术的普及, 网络安全逐渐向云端迁移, 而病毒的日益猖獗对云安全的需求也随之增加。云安全的保护范围覆盖全部基于云的数据、系统以及云上应用安全, 与传统安全涉及的安全层次基本相同, 但在云环境对信息安全层面的变化做出一定的调整和升级。
个人数据安全	随着互联网发展, 个人数据的定义逐渐扩大, 除了身份信息以外, 还包括定位数据、信仰、收入等隐私的基本信息。面对大数据的快速发展, 和恶意程序及大范围黑客攻击频次的快速上升, “数字权利” 愈发重要, 保护数据安全已是政府、企事业单位乃至个人刻不容缓的基本需求。
数据安全 企业数据安全	在企业数字化转型的大趋势下, 企业数据安全防护的需求不断提升。企业服务器一旦遭遇恶意攻击, 大规模的客户隐私数据泄露将会产生严重的财产损失。目前各领域企业对网络安全的重视程度逐渐加深, 但在 IT 投入中的占比还有大幅提升空间。
跨境数据流动安全治理	经济全球化推动世界各国经济贸易与技术交流不断扩大, 跨境数据流动引发的安全风险不仅影响商业利益获取, 也影响国家安全和国家竞争力。加强数据安全治理已经成为维护国家安全的战略需要

态势感知	态势感知平台是融合了大数据的安全分析技术，与传统网络安全产品一起联动配合，整体形成网络安全威胁“全局可视、提前预判、主动预警、立体防护”的全新安全解决方案，能有效提升企业安全性，下游需求旺盛。
工业互联网安全	工业互联网是支持传统工业制造业智能化、数字化转型的工业云平台。工业互联网在极大扩展网络空间的边界和功能的同时，也打破了工业控制系统传统的封闭和强调高可靠性的格局，使工业信息安全问题大量暴露出来。在市场需求不断增长和一系列政策推动持续落地的背景下，随着企业安全意识逐步加强，工业互联网安全市场有望快速增长。
物联网安全	物联网发展迅猛，具有覆盖范围广，实时性要求高等特点，对信息安全有着天然的依赖性。近年来物联网安全事故频发，物联网的安全问题正在被日益重视。物联网安全市场，预计将成为下一个高速增长点。
零信任	各行业每天产生海量数据，包含大量敏感信息，而数据库往往作为攻击对象，缺少内部防护机制，而零信任以数据为中心建立全新边界，通过无差别的强身份验证技术限制网络攻击在数据库基础架构内横向移动，增强数据库的安全性。随着网络攻击的增加，企业级需求持续增长，预计将加速在金融、政府、医疗等多领域的落地。

资料来源：新浪新闻，产业信息网，浙商证券研究所

### 3.2. 持续投入新兴网安产品，为公司增长注入新活力

持续在新安全领域（安全分析软件、安全服务、物联网安全等）的产品布局和市场拓展，构筑公司综合安全解决方案能力，为公司增长注入新的活力：

（1）公司把握大数据、AI、云计算、物联网、移动互联网和工业互联网等新兴IT技术发展趋势，基于新一代软硬件平台，围绕运营商、金融、政府、电力能源等各大价值行业客户的场景化需求，积极投入新兴网络安全产品

（2）领先的技术+下游价值行业客户场景化需求，公司新兴网络安全业务竞争优势明显。

#### 公司新兴网安产品/方案：

（1）云安全：公司“云安全、硬实力”云数据中心安全解决方案，通过独立的硬件安全设备解决云网络安全问题，主要包含云安全、安全云、云管理三个部分，帮助用户构建自动化部署的安全资源池，为云网络提供全面、弹性、可编排的安全防护能力。

2021年8月，迪普科技SaaS云安全服务正式发布，为用户提供全方位的网络安全运营能力。公司具备采用云资源池技术方案的能力，云安全领域产品线覆盖网络安全类（DDoS防御、云防火墙、网络/流量审计）、应用安全类（Web应用防火墙、网站威胁扫描、网页防篡改、爬虫防护）、业务安全类（内容安全）以及安全专家服务。迪普科技通过自有的云计算平台为客户提供网络安全产品或服务，且云安全收入占比10%以上。

图 43：迪普科技 SaaS 云安全服务



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 44：迪普科技云产品线

网络安全类	应用安全类	其他
<ul style="list-style-type: none"> <li>DDoS 防御</li> <li>云防火墙</li> <li>网络/流量审计</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Web 应用防火墙</li> <li>网站威胁扫描</li> <li>网页防篡改</li> <li>爬虫防护</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>业务安全类 (内容安全)</li> <li>安全专家服务</li> </ul>

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 10：迪普科技 SaaS 云安全服务

### 一、威胁监测与响应服务

威胁监测与响应服务可帮助用户开展网络安全威胁建模、威胁监测、分析研判、通报预警、协助处置等一系列的服务工作，帮助用户实现全天候的网络安全态势监测，为安全管理者提供决策支撑。

服务流程及内容	安全威胁建模	帮助用户建立本地安全威胁检测模型，提升本地平台告警的准确性。
	威胁监测分析	对网络安全态势进行安全监测，对上报的安全事件进行研判分析，验证安全事件，评估安全事件的影响范围。
	安全通报预警	安全专家分析验证安全事件后，将安全事件通报给用户；同时监测最新披露的安全威胁事件，及时对用户进行通告预警，并协助用户及时进行安全加固。
	安全协助处置	协助用户对安全事件进行处置，通过云平台下发处置建议工单。
	总结汇报	定期对安全威胁监测、分析研判、通报预警、协助处置工作进行总结汇报。
服务价值		帮助用户实现全天候的网络安全态势监测、建立安全事件闭环管理、全面提升安全运营能力。

### 二、安全评估服务

安全评估服务是在获取到用户的授权后，在用户指定的时间、指定的范围对用户可远程访问的业务系统进行漏洞扫描和基线核查，发现业务系统存在的漏洞、基线风险，并给出对应的漏洞、基线加固修复的建议。

服务内容	漏洞扫描	扫描检测用户互联网业务的应用系统、应用接口的安全漏洞隐患。
	基线核查	按照网络安全基线配置要求进行配置核查，核查内容包括：操作系统安全基线、应用服务安全基线、设备安全基线、中间件安全基线、数据库安全基线等。
	协助加固	对识别到的安全漏洞、安全基线风险进行加固指导，给出科学可落地的安全加固建议。
	安全复测	在用户完成安全加固后，迪普科技进行安全复测，验证用户安全加固的有效性，确保安全闭环。
服务价值		帮助用户建立漏洞发现、漏洞验证、漏洞预警通报、漏洞修复、漏洞复测等漏洞闭环管理流程。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**(2) 大数据安全：**公司推出覆盖信息系统数据安全生命周期的产品与解决方案体系，产品体系主要包括网络安全风险管控平台和先知威胁感知大数据平台。其中网络安全风险管控平台以大数据分析技术为基础，通过主动探测机制，实现网络安全风险预警及信息通报，能有效帮助客户实现资产测绘、漏洞感知及运营管理。而先知威胁感知大数据平台是以安全大数据+AI 智能分析技术为核心，集主/被动检测、威胁情报、攻击行为建模等为一身的全可视化平台，全面满足等保 2.0 等合规性要求。

图 45：迪普科技数据安全治理体系



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司大数据产品技术随数据安全建设需求快速发展。针对数据安全建设需求的快速发展，公司大数据产品技术革新速度快，针对性强，核心技术包括：**敏感数据发现技术、数据库威胁防御技术、数据安全管控技术、数据库审计技术。**

**(3) 态势感知：**公司态势感知解决方案是以大数据及安全运营平台为核心，帮助用户实现资产可信管理、漏洞生命周期管理、网络威胁管理、态势感知及预警通报、事件追踪溯源、安全联动处置等功能，安全能力通过平台延伸至整网，实现安全监测与服务闭环。

图 46：迪普科技态势感知优势

<p><b>全面检测、精准溯源</b></p> <p>通过机器学习、深度学习、威胁情报等多种新型检测技术，更快的发现网络威胁，并通过攻击链模型帮助用户进行事件还原，了解每个威胁所处的攻击阶段。</p>	<p><b>资产管理、可信接入</b></p> <p>基于资产及协议特征建立全网指纹库，建立白名单可信模型，帮助用户实现资产入网可感知、资产下线可显示、资产变更可告警。</p>	<p><b>漏洞管理、风险闭环</b></p> <p>建立漏洞全生命周期管理模型，基于多维度进行资产安全评估，用户可直接通过平台查看企业风险分布，并形成漏洞识别、告警、通报、整改、审核以及复查的管理体系。</p>
<p><b>弹性平台、实时分析</b></p> <p>基于大数据平台架构开发，具备强大的可扩展性，能够支持PB级数据的采集、存储及关联，使得用户的每次查询平台能快速响应，并进行图形化呈现。</p>	<p><b>持续监测、态势呈现</b></p> <p>通过迪普科技态势感知及安全运营平台将风险进行可视化多维度呈现，帮助用户持续监控网络安全态势，并为风险评估和应急响应提供价值决策依据。</p>	<p><b>联动处置、安全运营</b></p> <p>可对迪普科技应急处置装置、安全防护设备，实现威胁告警事件的联动处置。为用户构建协同防御体系，实现更智能化的安全运营。</p>

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

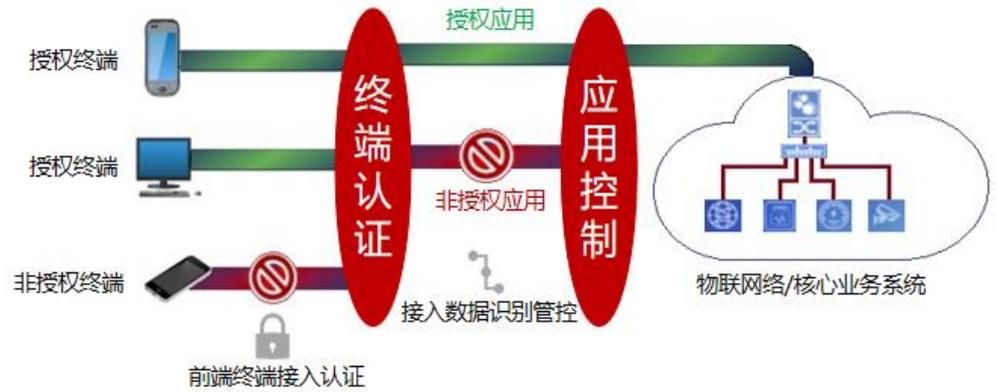
图 47：迪普科技态势感知平台技术架构



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(4) **物联网安全**: 通过部署迪普科技物联承载网产品及解决方案, 实现设备接入可信、行为可控。网管平台与整网设备联动, 同步下发策略, 并提供资产与风险管理工具, 实现整网接入、资源保护及威胁控制。

图 48: 物联网安全体系



**白名单技术架构, 只允许授权终端接入, 只允许授权业务数据传输**

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

(5) **工控安全**: 2016年, 成立工控安全产品研发团队。2019年, 推出全系列工控安全产品及解决方案, 形成以区域边界防护、旁路监测审计、检查评估分析工具、统一工控安全管理平台及态势感知为一体的解决方案。2020年, 公司推出适用于工业控制网络及工业互联网场景的工控防火墙、工控监测审计系统、工控漏洞检测平台、工控安全管理平台等。目前, 公司工业互联网安全解决方案, 囊括了从工控防火墙、工控审计、工控检测到工控安全管理平台在内的完整工业网络安全保障体系。

图 49: 迪普科技工业互联网安全体系能力



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图 50: 迪普科技部分工控产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

(6) **园区网安全**: 公司自安全园区网解决方案通过轻量级的部署方式解决内网安全问题, 可以提供无客户端认证、用户精确定位、病毒传播控制、策略一键下发及内网安全可视等特性, 实现用户轻松接入, 网络管理员便捷运维。

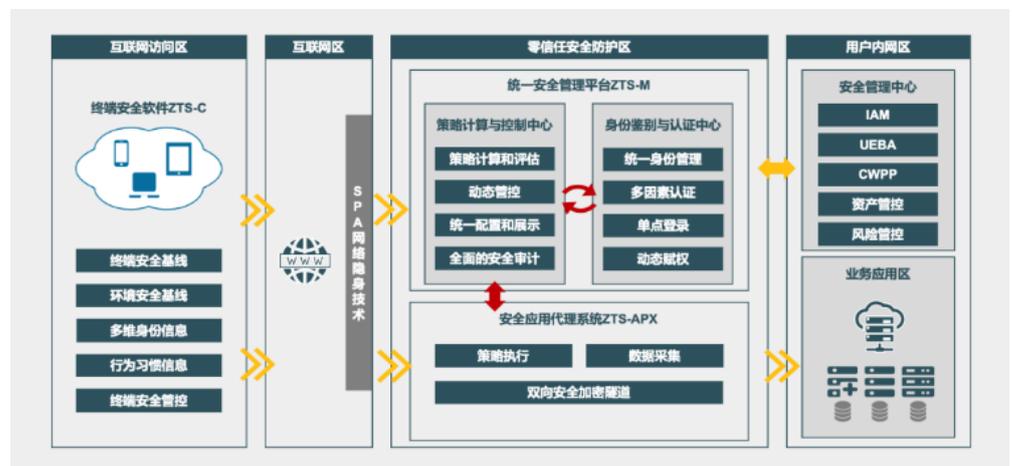
图 51：物联网安全体系



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(7) **零信任**：公司以“彻底消除网络中的默认受信机制，假定所有网络环境均具有恶意性质”为设计理念，构建了一套安全生态化的零信任架构产品，以适应不同的网络环境，协助用户实现向零信任网络安全架构的快速转型。2021年6月，IDC发布《中国网络安全市场新趋势——零信任市场研究特殊报告》，公司被作为首批零信任推荐厂商入选。

图 52：迪普科技零信任解决方案架构全景图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

零信任作为数据库内部限制黑客攻击行为的有效技术手段，可以帮助企业加强安全态势、增强安全管理。随着攻击行为复杂化的上升，公司针对变化对零信任安全架构进行革新，包括：**零信任安全代理技术、终端检测与响应技术统一身份认证管理技术。**

### 3.3. 定增投入新基础平台等，重点涉及新技术新安全

定增 10.15 亿元，用于 IT 基础设施是和测试基地相关项目，其中新一代 IT 基础设施平台研发项目重点涉及云计算、工业互联网安全、大数据安全等新兴领域。2021 年 3

月，公司发布定增公告（注册稿），向不超过 35 名发行对象发行不超过 4000 万股公司股票，拟募资 10.15 亿元，用于新一代 IT 基础设施平台研发项目及智能测试、验证及试制基地建设项目。发行目的主要是：

(1) 以客户需求为导向，加大对新一代 IT 基础设施相关产品的研发投入，实现产品升级和完善，提升公司核心竞争力

(2) 建设智能测试、验证及试制基地，满足公司日益增长及提高的场地需求，提升运营管理效率

(3) 提升公司资金实力，促进公司可持续发展

**表 11：公司募投资金计划**

序号	项目名称	项目总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
1	新一代 IT 基础设施平台研发平台	6.33	4.54
2	智能测试、验证及试制基地建设项目	6.73	5.61
	合计	13.05	10.15

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 12：公司定增项目实施的必要性和可行性分析**

募投项目	相关领域	驱动作用
新一代 IT 基础设施平台研发项目	新一代 IT 基础设施设备	对新一代 IT 基础设施平台及产品进行研发，有利于公司把握新型基础设施建设的发展契机，满足客户对新一代 IT 基础设施设备的需求。
	云计算	对新一代高性能软硬件平台的建设，有利于公司满足 5G、云计算以及云原生应用的发展需要。
	工业互联网安全	对工业互联网安全相关产品的研究，有利于公司加强对工业互联网安全技术的布局，解决工业互联网场景下的安全问题，有利于公司满足日益增长的工业互联网安全需求。
	数据安全	对数据安全相关产品的研究，将有利于公司把握数据安全市场的发展机会。
智能测试、验证及试制基地建设项目	核心技术	对下一代高性能软硬件平台、工业互联网安全相关产品、数据安全相关产品等新一代 IT 基础设施平台及产品进行研发，将实现对公司主营业务产品的技术升级，有利于加强公司的核心技术研发能力，保持公司的核心竞争力。
	核心技术	新建智能测试、验证、试制和仓储基地，以升级公司测试、验证、试制和仓储的软硬件环境，实现测试、验证、试制及仓储的智能化和集中化管理，提升公司测试、验证及试制的稳定性和可靠性，满足公司现有业务及未来业务发展带来的经营场地需求，优化公司核心技术产业化布局，满足公司长期发展的战略需求。

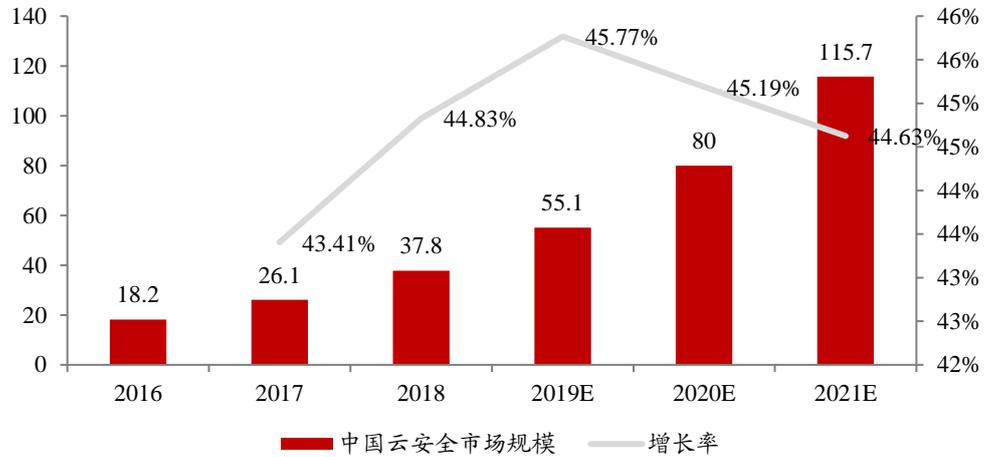
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.4. “云大工物”等新兴网安，细分赛道行业景气度高

公司新兴安全业务所在的细分赛道，市场高景气：

**(1) 云安全:** 根据赛迪顾问数据, 2020 年中国云安全市场规模 80.0 亿元, 同比增长 45.2%, 过去三年复合增速 45.3%, 增长迅速, 预计 2021 年市场规模 115.7 亿元, 同比增长 44.6%, 预计未来几年将维持高增速。

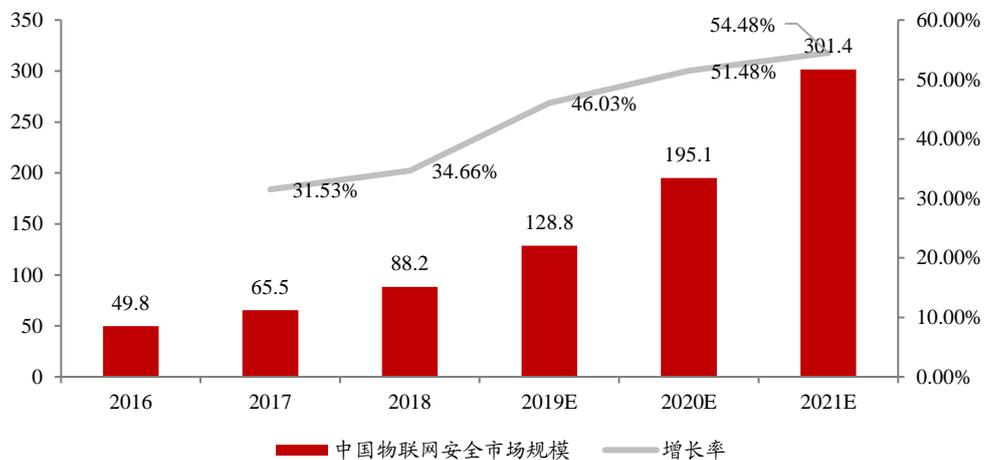
图 53: 2016-2021E 中国云安全市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 赛迪顾问, 浙商证券研究所

**(2) 物联网安全:** 根据赛迪顾问数据, 2020 年中国物联网安全市场规模 195.1 亿元, 同比增长 51.5%, 受下游需求驱动迎新, 预计 2021 年中国市场规模将突破 300 亿元, 同比增长 54.48%。

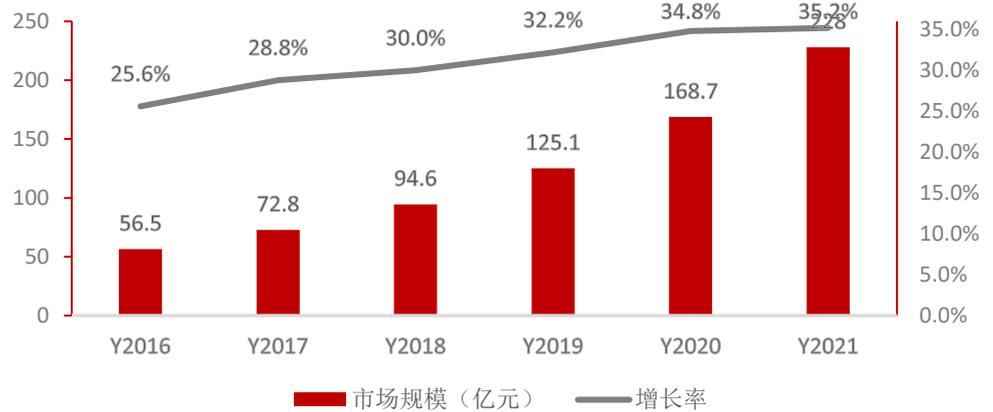
图 54: 2016-2021E 中国物联网安全规模及增速 (亿元)



资料来源: 赛迪顾问, 浙商证券研究所

**(3) 工业互联网安全:** 根据赛迪顾问数据, 2020 年工业互联网市场规模为 168.7 亿元, 同比增长 34.8%, 预计 2021 年内市场规模为 288 亿元, 同比增长 35.2%。

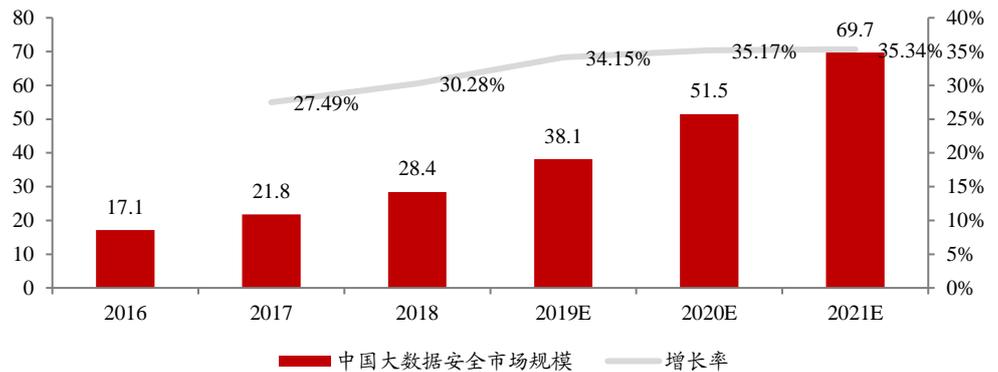
图 55：2016-2021E 中国工业互联网安全规模及增速（亿元）



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

(4) **大数据安全**：根据赛迪顾问数据，中国大数据安全市场 2020 年规模为 51.5 亿元，同比增长 35.17%，预计 2021 年市场规模为 69.7 亿元，同比增长 35.3%。

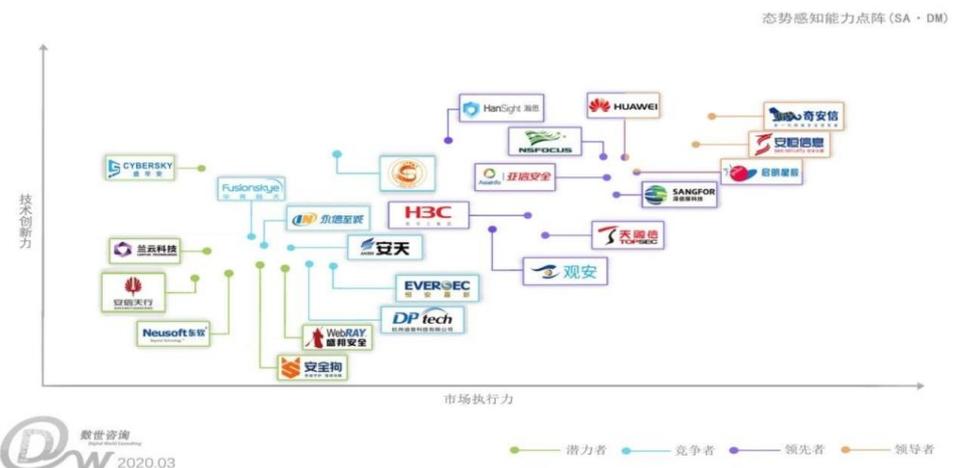
图 56：2016-2021E 中国大数据安全网规模及增速（亿元）



资料来源：赛迪顾问，浙商证券研究所

(5) **态势感知**：根据数世咨询报告，2019 年我国态势感知市场规模约在 32 亿元，预计 2021 年将达到 54 亿元，2019-2021 年 CAGR 为 29.9%。数世咨询发布《网络安全态势感知能力指南》中，迪普科技进入象限竞争者角色。

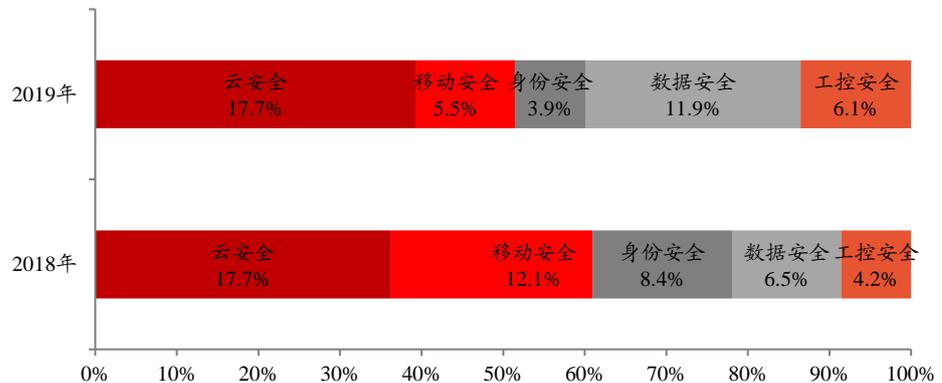
图 57：2018-2019 年中国网络安全行业投融资结构



资料来源：数世咨询，浙商证券研究所

新兴市场投融资高热度逐年增高，云安全最受资本关注。网络安全行业的快速发展有效地吸引了资本市场的注意力，融资规模不断增大，且聚焦于个别关键赛道。根据中国网络空间安全协会披露，2019年，网络安全行业的投融资规模达到130.44亿元，是2015-2019年间的最高值。其中，云安全、数据安全、工控安全关注度极高，其投融资额分别占行业总投融资额的17.7%、11.9%、6.1%。

图 58：2018-2019 年中国网络安全行业投融资结构



资料来源：中国网络空间安全协会，浙商证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

收入端核心假设：

迪普科技是主要提供高端性能网络安全产品的领军企业，产品包括网络安全产品、应用交付产品、基础网络产品、服务业务等，网络安全产品业务是公司最核心的业务，包括应用防火墙（FW）、入侵防御系统（IPS）、抗DDOS等产品线。

公司业务主要集中在高价值用户市场，包括运营商、政府、金融、电力、医疗等

#### （1）网络安全：

**网络安全行业增速整体情况：**根据 IDC 数据，中国网络安全市场规模预计从 2021 年的 97.8 亿美元增长到 2025 年的 187.9 亿美元，行业未来五年复合增速约为 17.9%，增速持续领跑全球。

**公司业务所在的高价值市场网安的结构性和机会：**在《三年行动行动计划》、《关键信息基础设施安全保护条例》等政策催化下，结合政策和需求，我们测算，未来 3 年，重要高价值市场网安规模提升空间——其中，政府：1 倍；电信：2 倍以上，金融：2 倍以上。

据 2021 年半年报披露，上半年公司网络安全产品实现收入 2.90 亿元，同比增长 43.94%。

结合公司业务结构、业务节奏、竞争力等多重要素，我们预计公司的网安产品线业务 2021、2022、2023 年营收增速分别为 39%、37%、35%。

## (2) 应用交付

公司应用交付类产品总体竞争实力强，在中国市场当前总体排名前三，海外厂商 F5 仍占据较大市场份额，从过往案例来看：

1) 金融领域，2020 年，公司应用交付产品在中国工商银行规模部署，是业内唯一入围工行负载均衡集采、在交行总行数据中心规模应用的国产厂商；

2) 运营商领域：唯一同时入围三大运营商集采厂商，首家连续四年入围中国移动集采厂商。

据 2021 年半年报披露，上半年公司应用交付产品实现收入 4712 万元，同比增长 67.25%。

考虑到 5G、云计算等产业快速发展，流量管道增大、数据中心等规模扩张，下游运营商、政企行业大型客户对应用交付等需求增加。同时，在当前国产替代的大趋势下，公司是替代海外厂商高性能应用交付产品的国产第一品牌，结合公司业务节奏等要素，我们预计公司应用交付产品线 2021、2022、2023 年营收增速分别为 45%、42%、40%。

## (3) 基础网络产品

据 2021 年半年报披露，上半年公司基础网络产品实现收入 7987 万元，同比增长 3.25%。作为比较，公司基础网络产品 2020 年收入同比增长 25.14%，2020 年上半年同比增长 44.34%，主要是因为 2020 年运营商等招标集中在上半年。我们预计 2021 年，运营商等招标主要集中在下半年，考虑到在 5G、云计算等产业快速发展，流量管道增大、数据中心等规模扩张结合下游需求结构、公司产品情况，预计 2021、2022、2023 年营收增速分别为 22%、21%、20%。

## (4) 服务业务

服务业务中主要包含安全服务、维保服务。

随着越来越多企业开始注重安全服务，安全产品加速向服务生态转型，安全服务市场持续上升。根据赛迪顾问《2020-2021 年中国网络信息安全市场研究年度报告》显示，2020 年中国安全服务市场增速 25.1%。同时鉴于公司当前安全服务收入基数相对较小等因素，综合考虑，我们预计服务服务类业务 2021、2022、2023 年营收增速分别为 55%、50%、45%。

结合上述，我们总体预计公司 2021、2022、2023 年营收增速分别为 37.37%、35.59%、34.03%。

**表 13：公司业务收入预测拆分（单位：亿元）**

业务线	类别	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
网络安全	收入	5.21	5.99	8.33	11.41	15.40
	产品		YOY	15.02%	39.00%	37.00%
基础网络	收入	1.23	1.53	1.87	2.26	2.72
	产品		YOY	25.14%	22.00%	21.00%
应用交付	收入	1.34	1.08	1.56	2.21	3.10
	产品		YOY	-19.91%	45.00%	42.00%
服务类产	收入	0.25	0.31	0.48	0.72	1.04
	品		YOY	22.24%	55.00%	50.00%
合计	收入	8.04	8.91	12.24	16.61	22.26
			YOY	10.88%	37.37%	35.59%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

### 毛利率预测

**(1) 网络安全产品：**高端产品竞争优势明显，防火墙、WAF、抗 DDoS 市场份额领先，综合考核需求状况、竞争格局等市场因素，预计毛利率将稳步提升，预计 2021-2023 年毛利率分别为 75.50%、76.71%、77.65%。

**(2) 基础网络产品：**预计该业务毛利率保持平稳，2021-2023 年维持 56.22%。

**(3) 应用交付产品：**产品竞争优势明显，公司是国产替代厂商高性能应用交付产品的国产第一品牌，综合竞争格局、客户情况、供需关系等多种因素，预计 2021-2023 年毛利率为 75.50%、76.00%、76.00%。

**(4) 服务类产品：**安全运营业务需求和投入将持续扩大，预计毛利率将维持稳定，2021-2023 年维持 68.00%。

预计 2021-2023 年公司销售毛利率分别为 72.25%、73.44%、74.35%。

**表 14：公司业务毛利率预测（单位：%）**

业务线	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
网络安全产品	74.97%	73.51%	75.50%	76.71%	77.65%
基础网络产品	50.91%	56.22%	56.22%	56.22%	56.22%
应用交付产品	75.39%	75.01%	75.50%	76.00%	76.00%
服务类产品	69.31%	68.10%	68.00%	68.00%	68.00%
合计	71.20%	70.52%	72.25%	73.44%	74.35%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

**销售费用率：**(1) 公司以渠道销售为主，持续加大向价值行业拓展力度，销售费用将维持增长。(2) 随着公司品牌效应和客户优势持续提升，渠道伙伴进一步增加，规模效应有望显现。(3) 2021 年以来网络安全行业高景气，公司营收增速或将高于销售费用投入增速。预计 2021-2023 年销售费用率分别为 26.01%、25.76%、25.68%。

**管理费用率：**(1) 2020 年疫情期间社保减免优惠导致管理费用率下降，2021 年疫情缓解后，该影响将逐步减弱。(2) 公司 2021 年限制性股票激励方案落地后费用将主要在

2021-2023 年进行摊销。(3)公司不断优化组织架构、管理手段,提升管理水平。预计 2021-2023 年管理费用率分别为 3.50%、3.45%、3.39%。

**研发费用率:**(1)公司深耕价值市场,坚持高端产品定位,将通过高研发投入保持技术领先优势。(2)公司进一步加大新兴网络安全领域研发投入,把握市场机遇。(3)公司完善产业链布局,持续投入网络安全、应用交付、网络产品等重要方向,打造深层次安全优势。预计 2021-2023 年研发费用率分别为 20%、20%、20%。

**表 15: 公司费用率预测(单位: %)**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	27.20%	27.29%	26.01%	25.76%	25.68%
管理费用率	3.79%	3.04%	3.50%	3.45%	3.39%
研发费用率	20.40%	20.48%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

## 4.2. 估值分析与投资评级

估值的可比公司选取主要从几个维度思考: 业务分类、产品特性、商业模式几个方面。我们重点选择了深信服、山石网科两家公司作为可比公司, 理由如下:

**(1) 业务分类方面:** 公司与深信服都同时有安全产品、数通类产品等业务, 与山石网科在防火墙、IDS/IPS、Web 应用防火墙(WAF)、应用交付等产品可比。

**(2) 产品特性方面:** 公司与深信服、山石网科的收入结构中标准化类产品占比较多, 属于产品型企业。

**(3) 商业模式方面:** 公司是渠道销售为主, 直销和渠道相结合; 深信服是典型的渠道销售为主, 绝大多数都是来源于渠道销售, 少数直销; 山石网科同样是渠道直销相结合, 渠道为主的销售模式, 通过直销服务于运营商、金融等重点客户, 通过总代理商、战略行业 ISV 和金牌、银牌渠道代理商最大化市场覆盖。因此深信服和山石网科的商业模式均与公司有较高的相似度。

根据 Wind 一致预期, 2021 年 9 月 10 日, 深信服、山石网科 2021-2023 年 PE 估值的平均值为 72.8 倍、54.25 倍、39.9 倍, 平均三年净利润 CAGR 为 38.95%。

**表 16: 可比公司估值**

业务	股票名称	EPS (元/股)			PE			三年净利润 CAGR
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021-2023E
300454.SZ	深信服	2.53	3.33	4.51	96.67	73.48	54.30	32.14%
688030.SH	山石网科	0.54	0.75	1.04	48.94	35.03	25.49	45.76%
	平均值	1.54	2.04	2.77	72.80	54.25	39.90	38.95%
300768.SZ	迪普科技	0.92	1.24	1.65	44.47	33.11	24.79	33.78%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 10 日收盘价, 除迪普科技为本报告盈利预测外, 其他公司净利润增速和 PE 均为 Wind 一致预期

通过上述几个方面, 参考可比公司估值, 同时结合公司业务成长性、市场需求、政策驱动、市场格局变化、竞争实力、市场扩张等因素, 给予公司 2021 年 68 倍 PE 的估值,

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.69/4.96/6.62 亿元，对应目标市值 251 亿元。予以“买入”评级。

## 5. 风险提示

**(1) 政策落地不及预期风险。**网络安全行业受政策驱动明显，若未来政策法规落地推进速度不及预期，将影响主要行业对网络安全产品和服务的需求。

**(2) 项目中标不及预期风险。**公司客户以政府、运营商、金融等重点行业为主，客户订单主要以项目招标形式体现，且大型项目招标对公司业绩具备一定影响作用。如果公司未能顺利签约重点客户招标，将对公司销售收入的增长带来一定影响。

**(3) 下游客户 IT 支出不及预期风险。**公司主要产品重点服务于运营商、政府、金融等行业数字化建设需求。如果未来受宏观环境等因素影响导致下游企业数字化转型进程放缓，将影响客户对公司产品和服务的需求。

**(4) 市场竞争加剧风险。**网络安全等领域主要企业都在不断加大投入，如果未来市场竞争加剧导致价格战、人才竞争等，或将影响公司毛利率，压缩利润空间，以及导致技术外泄或者核心技术人员流失等风险。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2214	2624	3167	3924	<b>营业收入</b>	891	1224	1661	2226
现金	1903	2200	2616	3229	营业成本	263	340	441	571
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	9	14	19	24
应收账款	77	103	136	176	营业费用	243	318	428	572
其它应收款	9	12	18	23	管理费用	27	43	57	75
预付账款	11	14	19	24	研发费用	183	245	332	445
存货	203	275	354	454	财务费用	(66)	(47)	(56)	(70)
其他	11	20	24	18	资产减值损失	8	6	8	8
<b>非流动资产</b>	205	252	312	372	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	71	90	100	110
固定资产	28	66	106	148	<b>营业利润</b>	296	395	532	710
无形资产	13	12	11	9	营业外收支	1	2	2	2
在建工程	152	162	183	202	<b>利润总额</b>	297	397	534	712
其他	11	11	12	13	所得税	21	28	38	50
<b>资产总计</b>	2419	2876	3478	4296	<b>净利润</b>	276	369	496	662
<b>流动负债</b>	480	568	675	831	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	41	51	18	24	<b>归属母公司净利润</b>	276	369	496	662
应付款项	120	163	222	274	<b>EBITDA</b>	264	355	485	652
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.69	0.92	1.24	1.65
其他	319	355	435	533					
<b>非流动负债</b>	14	13	14	14	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他	14	13	14	14	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	494	582	689	845	营业收入	10.88%	37.37%	35.67%	34.03%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	9.07%	33.50%	34.71%	33.48%
归属母公司股东权益	1925	2294	2789	3451	归属母公司净利润	9.46%	33.49%	34.31%	33.52%
<b>负债和股东权益</b>	2419	2876	3478	4296	<b>获利能力</b>				
					毛利率	70.52%	72.25%	73.44%	74.35%
					净利率	31.01%	30.13%	29.83%	29.72%
					ROE	15.25%	17.49%	19.50%	21.20%
					ROIC	11.69%	13.81%	15.70%	17.06%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	20.43%	20.23%	19.81%	19.66%
					净负债比率	15.69%	10.78%	5.00%	5.44%
					流动比率	4.61	4.62	4.69	4.72
					速动比率	4.19	4.13	4.17	4.18
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.46	0.52	0.57
					应收帐款周转率	12.64	14.22	14.02	13.94
					应付帐款周转率	2.08	2.40	2.29	2.30
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.69	0.92	1.24	1.65
					每股经营现金	0.71	0.79	1.14	1.50
					每股净资产	4.81	5.73	6.97	8.63
					<b>估值比率</b>				
					P/E	59.36	44.47	33.11	24.79
					P/B	8.52	7.15	5.88	4.75
					EV/EBITDA	48.20	40.22	28.50	20.26

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	286	316	455	601
净利润	276	369	496	662
折旧摊销	13	5	7	10
财务费用	(66)	(47)	(56)	(70)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	17	55	80	92
其它	46	(66)	(71)	(93)
<b>投资活动现金流</b>	(101)	(51)	(67)	(70)
资本支出	(97)	(51)	(67)	(69)
长期投资	0	0	0	0
其他	(5)	(1)	(0)	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	13	32	28	81
短期借款	41	9	(32)	6
长期借款	(11)	0	0	0
其他	(17)	23	60	75
<b>现金净增加额</b>	198	297	416	613

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>