

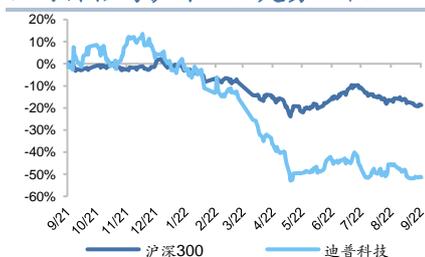
盈利、技术能力领先，新安全带来机遇

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-09-08

收盘价 (元)	13.31
近 12 个月最高/最低 (元)	31.78/12.26
总股本 (百万股)	643.83
流通股本 (百万股)	385.19
流通股比例 (%)	59.93%
总市值 (亿元)	85.69
流通市值 (亿元)	51.35

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_行业深度_计算机行业_深度研究_数字经济系列 (二)：“东数西算”奠定数字经济发展基础》 2022-03-16
- 《华安证券_行业研究_计算机行业_深度研究_网络安全系列 (一)：多角度对比美国网安，我国网安前景广阔》 2022-05-14

主要观点：

● 华为研发血液浓厚，收入利润稳定释放

公司自 2008 年成立至今，通过前华为、新华三的核心团队快速形成了成熟的研发和销售体系，是产品快速下线并扩大市占率的有效保障。与同行业相比，公司在净利率和人效比上远远领先于其他同行：2021 年公司净利率 30%，远超同行企业；2022H1 公司在在在疫情之下仍完成了 11% 的净利率，是网安行业中少有的盈利公司。从人效比看，公司 2021 年 76.5 万元的人均创收、22.8 万元的人均创利领跑行业。

● 高流量下需求坚挺，应用交付广泛应用

应用交付保证网站、APP 在高访问下能正常运行，是业务开展的刚需。公司的应用交付产品自 2011 年推出后，由于 1) 政策信创潮流；2) 其自身性价比、高吞吐量、高连接数等特点。已在海关税务、各大国有银行及股份制银行、三大运营商和国家电网等客户上广泛使用。根据 IDC 数据，2015 年 Q3，公司的负载均衡市占率已达 7.4%，至今仍保持前五水平。

● 深挖高价值客户，积极布局新安全

为提升增速，公司 1) 深挖高价值下游客户：公司收入主要来自于政府、运营商、金融、电力行业；2) 布局新安全领域：2021 年工控安全、云安全、数据安全市场增速均超 35%。公司也针对热点推出了工控安全、数据安全、云安全等场景的解决方案。2021 年，公司云平台产品收入已超营收的 10%。

● 投资建议

迪普科技作为网安硬件企业，其应用交付等产品技术领先，营收规模与质量相对可观。销售方面，公司已构建了成熟的渠道销售体系并积极横向拓展高价值客户，有望受下游高景气行业扩大业绩规模。我们预计迪普科技 2022-2024 年分别实现收入 12.22/14.94/18.55 亿元，同比增长 18.6%/22.3%/24.2%；实现归母净利润 3.29/3.94/4.84 亿元，同比增长 6.2%/19.9%/22.8%。首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1030	1222	1494	1855
收入同比 (%)	15.6%	18.6%	22.3%	24.2%
归属母公司净利润	309	329	394	484
净利润同比 (%)	11.9%	6.2%	19.9%	22.8%
毛利率 (%)	71.4%	70.9%	70.6%	70.4%
ROE (%)	9.7%	9.5%	10.2%	11.2%
每股收益 (元)	0.76	0.51	0.61	0.75
P/E	54.28	26.26	21.90	17.84

资料来源：WIND，华安证券研究所

● 风险提示

- 1) 网安市场竞争加剧；2) 下游行业需求不及预期；3) 疫情影响项目确认收入。

正文目录

引言：数通小巨人技术优异，借新兴赛道加速发展.....	5
1 传承深厚注重研发，财务健康资金充足.....	6
1.1 从负载均衡到综合方案，收入利润增长稳定.....	6
1.2 由华为技术团队创立，研发是立身之本.....	8
1.3 重视销售渠道，营收质量有保证.....	10
2 高流量下需求坚挺，应用交付广泛应用.....	14
2.1 高访问、高流量大环境下，企业负载均衡需求坚挺.....	14
2.2 发挥数通技术积累，应用交付产品广泛应用.....	15
3 深挖高价值下游，借新安全保证增速.....	17
3.1 网安市场稳定增长，硬件生命力强大.....	17
3.2 特定领域需求坚挺，倾斜布局支撑公司增速.....	18
4 投资建议.....	23
4.1 基本假设与营业收入预测.....	23
4.2 估值和投资建议.....	23
风险提示.....	24
财务报表与盈利预测.....	25

图表目录

图表 1 公司产品结构.....	6
图表 2 2017-2022H1 营收及增速.....	7
图表 3 2017-2021 公司业务结构.....	7
图表 4 2017-2022H1 各业务毛利率.....	7
图表 5 2017-2022H1 归母净利润及增速.....	8
图表 6 2017-2022H1 同行业净利率对比.....	8
图表 7 公司发展历程.....	8
图表 8 公司股权结构.....	9
图表 9 2017-2021 研发费用及研发费用率.....	9
图表 10 2017-2021 研发人员及研发人员占比.....	9
图表 11 2018-2021 年同行业研发人员占比对比.....	10
图表 12 2018-2021 年同行业研发人员数量对比.....	10
图表 13 2017-2021 年人均创收 (万元).....	10
图表 14 2017-2021 年人均创利 (万元).....	10
图表 15 公司渠道销售模式.....	11
图表 16 2017-2021 年迪普科技费用率情况.....	11
图表 17 2017-2021 年公司应收账款及占营收比例.....	12
图表 18 2017-2022H1 年迪普科技经营性现金流情况.....	12
图表 19 2017-2022H1 年迪普科技资产负债率情况.....	13
图表 20 2017 与 2022 年人均联网设备数量.....	14
图表 21 2017-2022 全球网络流量.....	14
图表 22 异常物联网设备攻击行为分布.....	14
图表 23 应用交付工作原理.....	15
图表 24 公司负载均衡产品优点.....	15
图表 25 企业对应用交付产品特性的关注排名.....	16
图表 26 2015 至 2020 年全球网络安全市场规模及增速.....	17
图表 27 2015 至 2020 年中国网络安全市场规模及增速.....	17
图表 28 2016-2018 我国网安行业产品比例.....	17
图表 29 2021 年我国网安公司产品比例.....	17
图表 30 截至 2022 年 7 月网络安全销售许可证类公司数量.....	18
图表 31 2021 年我国入侵检测与防御硬件市场份额.....	18
图表 32 2021 年中国虚拟专用网硬件市场份额.....	18
图表 33 2019-2022H1 公司下游行业占比结构.....	19
图表 34 2020 年网络安全下游行业营收结构情况.....	19
图表 35 2017-2022E 我国工业互联网安全产业市场规模及预测.....	19
图表 36 2021 年 5 月至 2022 年 7 月厂商数量变化最大的网络安全销售许可证类.....	20
图表 37 公司工控安全建设思路.....	20
图表 38 2016-2021E 云安全市场.....	21
图表 39 2016-2021E 大数据安全市场.....	21
图表 40 公司云安全方案.....	21
图表 41 数据安全全生命周期解决方案.....	22

图表 42 迪普科技分项业务收入 (百万元/%)	23
图表 43 重要财务指标 (百万元)	24

引言：数通小巨人技术优异，借新兴赛道加速发展

在数字经济中，网络安全作为虚拟资产的保险，是不可或缺的部分。政策方面，我国也形成了以《关键信息基础设施安全保护条例》、《数据安全法》、《个人信息保护法》等法案组成的顶层设计。市场需求加政策引导带来了网安行业的繁荣：根据企查查数据，我国网安企业注册量从 2011 年的 0.8 万家跃至 2020 年的 19.5 万家，复合增速约 43%。在这之中，迪普科技作为具有华为血液的企业，在网安与数通两个领域均具有领先技术，具有在行业中屹立不倒的能力。

- **逻辑一：华为华三核心班底，主营业务营收质量高。**公司自 2008 年成立至今，通过前华为、新华三的核心团队快速形成了成熟的研发、产品和销售体系，是产品快速下线并扩大市占率的有效保障。**与同行业相比，公司在净利率和人效比上远远领先于同行：**2021 年公司净利率 30%，远超同行企业；2022H1 公司在在在疫情之下仍完成了 11% 的净利率，是网安行业中少有的盈利公司。**从人效比看，**公司 2021 年 76.5 万元的人均创收、22.8 万元的人均创利领跑行业。
- **逻辑二：应用交付需求坚挺，公司产品具有竞争力。**应用交付起到将数据分发至各物理服务器的作用，保证网站、应用的正常运行，多用在访问量大的政企客户中；同时也可起到缓解 DDoS 的作用。根据思科数据，全球网络流量以超 20% 的速度增长，并且除此之外，DDoS 此类通过发送大量虚假数据的网络攻击也随着网络设备增长而不断增加。公司的应用交付产品由于其性价比、高吞吐量、高连接数等特点，已在海关税务、各大国有银行及股份制银行、三大运营商和国家电网此类高价值客户上广泛使用。根据 IDC 数据，2015 年 Q3，公司的负载均衡市占率已达 7.4%，至今仍保持前五水平。
- **逻辑三：新兴安全需求爆发，抢占先机增速可观。**近年，网安细分赛道政策陆续落地，如《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》、《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023 年）》。此类执行政策的落地刺激了各细分安全市场的高速增长。2021 年工控安全、云安全、数据安全市场增速均超 35%。公司也抓紧产品落地，以抢占先发优势。根据交换机、负载均衡、防火墙等硬件产品的优势，公司推出了工控安全、数据安全、云安全等场景的解决方案。2021 年，公司通过云平台交付的产品收入已超营收的 10%。

1 传承深厚注重研发，财务健康资金充足

1.1 从负载均衡到综合方案，收入利润增长稳定

网安综合方案解决商，专攻痛点领域。公司是综合性的网安解决方案厂商，拥有基础网络产品、应用交付产品、网络安全产品（NGFW、IDS、WAF 等）三大产品线，专攻工控安全、网络边界安全、数据安全三大应用场景。在长期的高研发投入及自主可控的软硬件研发平台加持下，公司具备了识别、防护、检测、响应和恢复能力，可覆盖数据流转的全生命周期。

图表 1 公司产品结构



资料来源：公司官网，华安证券研究所

疫情扰动之下，营收增速稳定。营收规模营收方面，迪普科技 2017 年至 2021 年营业收入由 6.2 亿元增长至 10.3 亿元，CAGR 为 13.5%。2021 年营收达到 10.3 亿元，同比增长 16%。公司营业收入同比增长率整体呈上升趋势，2020 年略有下滑，主要系疫情对公司供应链造成一定负面影响。2021 年，在疫情反复、芯片供应紧张等宏观背景下，公司仍保持了稳定的增长，主要原因有 1) 研发保持公司产品竞争力；2) 进一步挖掘运营商、能源制造、金融等高价值行业客户；3) 政策及安全事件驱动用户安全建设需求增长。2022 年上半年，受上海疫情影响，公司二季度交付不及预期，致营收同比下降 15%。从全年来看，随着项目逐渐交付，公司仍有望达到同比增长的业绩。

图表 2 2017-2022H1 营收及增速

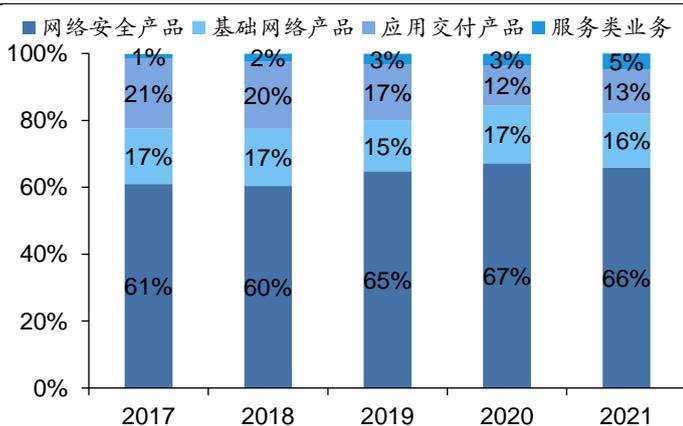


资料来源: WIND, 华安证券研究所

收入主要来源于网安产品,网安与应用交付毛利水平高。公司主要盈利来源为网络安全产品、基础网络产品(路由器、交换机)和应用交付产品,其中网络安全产品占比最高,达到营业总收入的六成以上。安全产品分为安全防护(防火墙类产品)、安全分析(漏洞扫描、流量分析类产品)。2017-2021年,公司网络安全产品营收占比逐年上升,主要系应用交付产品需求多来自于运营商、金融、电力几大高流量吞吐行业,空间与增速相对泛安全类产品较小。

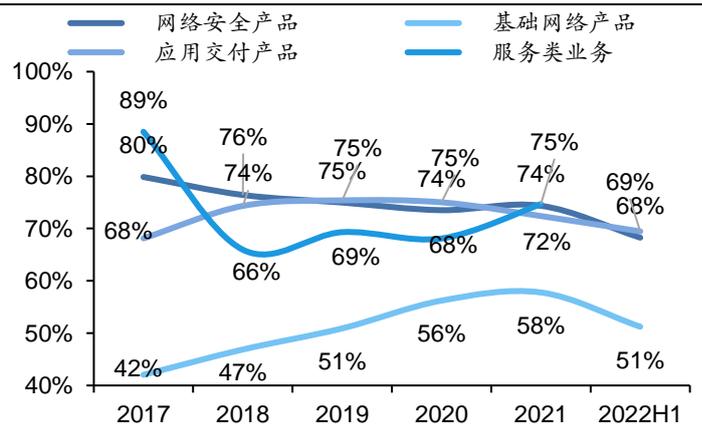
从毛利率来看,2017-2021年公司网络安全与应用交付产品均保持75%左右的毛利率,而基础网络产品毛利率体现逐步上升趋势。2022年上半年由于1)疫情导致供应链紧张;2)下游支出不旺盛,公司的议价能力有所下降,造成两项业务毛利率下滑。长期来看,根据公司的毛利率的波动情况,有望保持在70%左右,甚至有小幅回升。

图表 3 2017-2021 公司业务结构



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 4 2017-2022H1 各业务毛利率

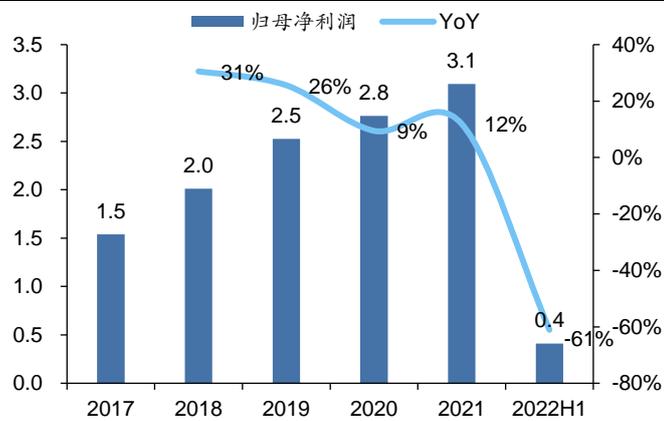


资料来源: WIND, 华安证券研究所

净利润稳步增长,释放水平业内较高。归母净利润方面,迪普科技2017年至2021年营业收入由1.5亿元增长至3.1亿元,CAGR为19.9%。2021年归母净利润达到3.1亿元,同比增长12%。与同行对比来看,公司近几年保持了优秀的净利率,在疫情反复的

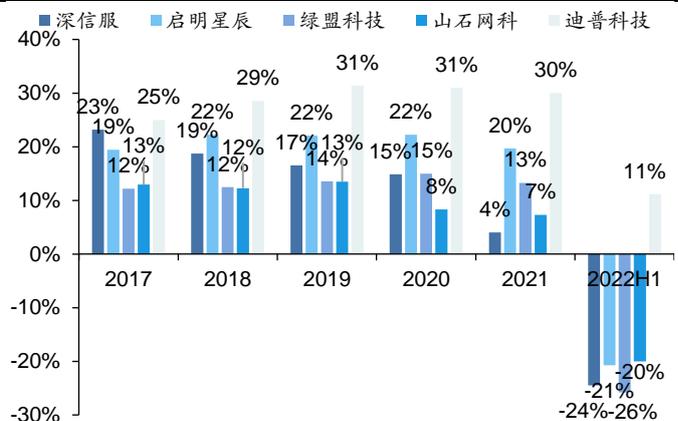
三年中，公司保持了30%左右的净利率，处于行业内较高水平；2022年上半年，公司是网络安全行业中极少数释放出利润的企业，以11%的净利润率处于行业前列。公司在供应链受影响、宏观经济下行的环境下，展现出的盈利能力或成为公司未来在业内成为领跑者的重要保证。

图表 5 2017-2022H1 归母净利润及增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 6 2017-2022H1 同行业净利率对比



资料来源：WIND，华安证券研究所

1.2 由华为技术团队创立，研发是立身之本

继承华为数通技术，负载均衡表现亮眼。杭州迪普科技有限公司成立于 2008 年，并于 2009 年推出公司第一款防火墙系统软件 V1.0，2011 年推出第一款应用交付网关软件 V1.0。2016 年，迪普由有限公司整体变更为股份有限公司。在 2017 年中国移动负载均衡集采中，公司应用交付产品位列所有国内外厂商份额第一，且 80G 高端产品是唯一入围的国内厂商；在 IDC 发布的《中国应用交付市场份额》报告中显示，公司的应用交付平台产品市场份额从 2015 年度的 7.30%，攀升至 2017 年度的 11.64%，市场排名稳居前三。2019 年，公司自主可控核心交换机入选浙江省年度重点研发计划项目。2019 年 1 月，迪普科技防火墙系统软件通过了“华为云 Stack 8.0 (鲲鹏)”及“华为云鲲鹏云服务”的双兼容技术认证，获得了 KUNPENG COMPATIBLE 证书，成为华为云 (鲲鹏) 生态合作伙伴。2019 年 4 月，迪普科技成功在深圳证券交易所创业板上市。

图表 7 公司发展历程



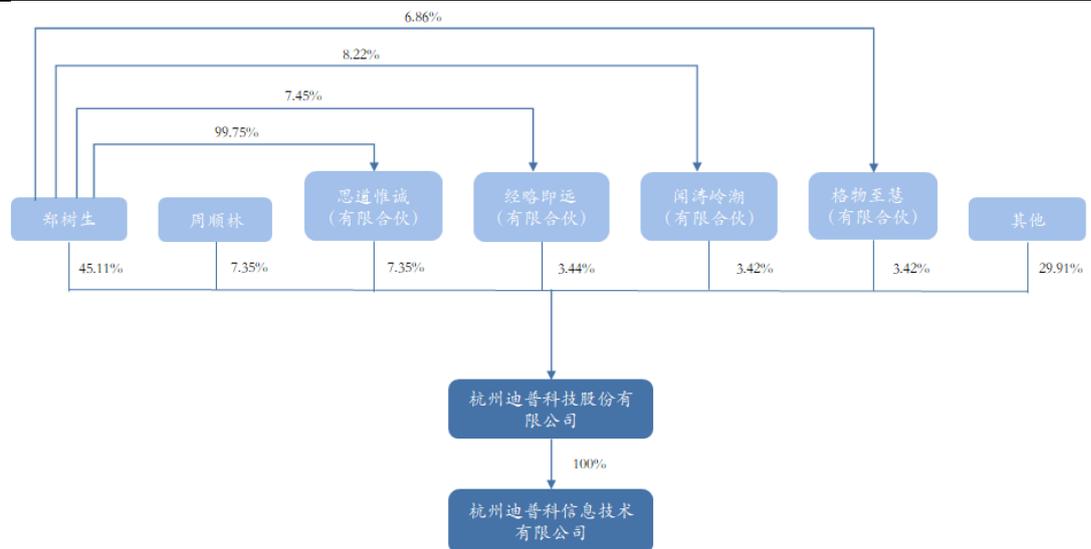
资料来源：公司官网，华安证券研究所

股权结构清晰，高管行业背景深厚。公司的实际控制人为郑树生先生，除开直接持有的股份外，郑树生先生还通过思道惟诚间接控股 7.33%，通过非控制的经略即远、格

物致慧和闻涛岭潮间接持股 0.77%，共持股 45.11%，是公司的第一大股东。

董事长郑树生、副总经理周顺林与董事会秘书兼财务负责人邹禧典均历任华为核心管理及研发团队、新华三创始团队。监事会主席关巍、副总经理李强、康亮和李治也都曾在华为技术有限公司任职。此外，董事长郑树生目前兼任杉宏科技董事长，曾任宇视科技董事长。**我们认为**，管理层均有华为、新华三等企业管理或研发经历，是公司管理与技术保持高水平的保证。

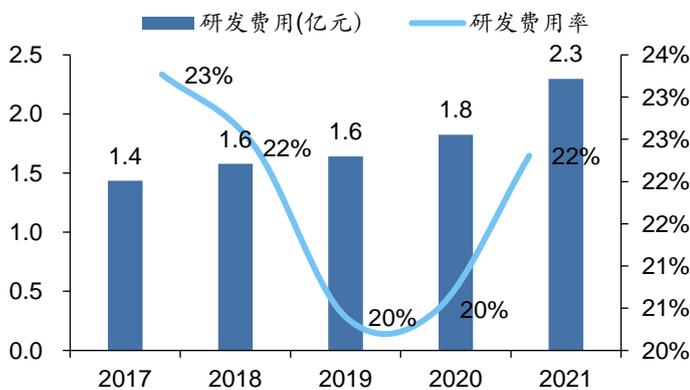
图表 8 公司股权结构



资料来源：WIND，华安证券研究所

研发费用稳定增长，人员增速相对保守。从研发费用来看，公司近年研发投入保持稳定增长，研发费用率保持在 20% 以上。2021 年，公司研发费用达到 2.3 亿元，同比增长 25.86%，主要系员工费用及物料消耗增加。**从研发人员来看**，2017-2021 年，公司研发人员人数从 483 增长至 516，增长率为 6.8%。近年研发人员占比处于下降趋势，主要系 1) 销售人员人数增长加快；2) 对于高人效比的要求。**从研发成果来看**，本年度公司已获授权的专利增加 310 余项，软件著作权增加 5 项，其中发明专利增加 200 项。截至 2021 年度报告期末，公司及子公司已获授权的专利 900 余项，软件著作权 61 项，其中发明专利 790 项，其中美国发明专利 8 项，处于申请中的发明专利 810 余项。

图表 9 2017-2021 研发费用及研发费用率



资料来源：WIND，华安证券研究所

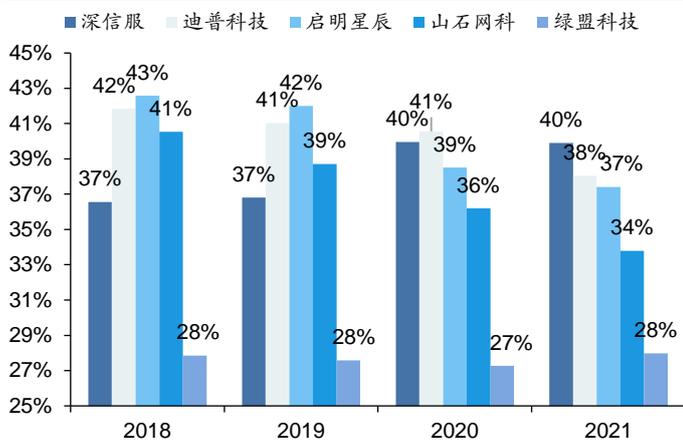
图表 10 2017-2021 研发人员及研发人员占比



资料来源：WIND，华安证券研究所

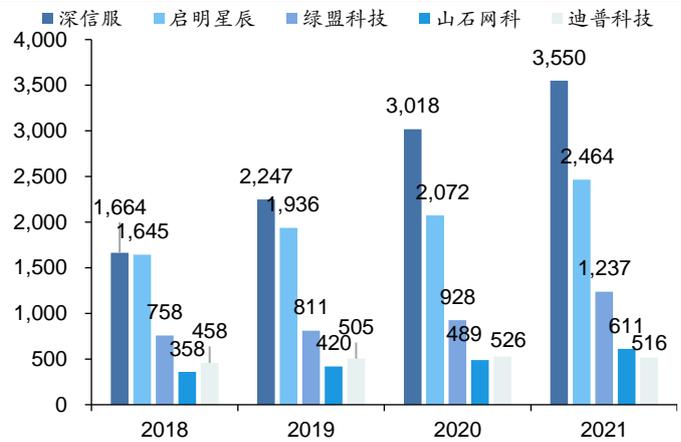
团队规模虽小，研发人员占比仍高。从研发人员占比来看，与同行业的绿盟科技、深信服、山石网科和启明星辰几家有业务重叠的大厂进行比较，公司研发人员占比在行业中处于较高水平。从研发人员规模来看，公司研发团队规模较小，与山石网科为同一梯队。我们认为，研发人员占比的下降，更多是受行业大趋势影响。

图表 11 2018-2021 年同行业研发人员占比对比



资料来源：WIND，华安证券研究所

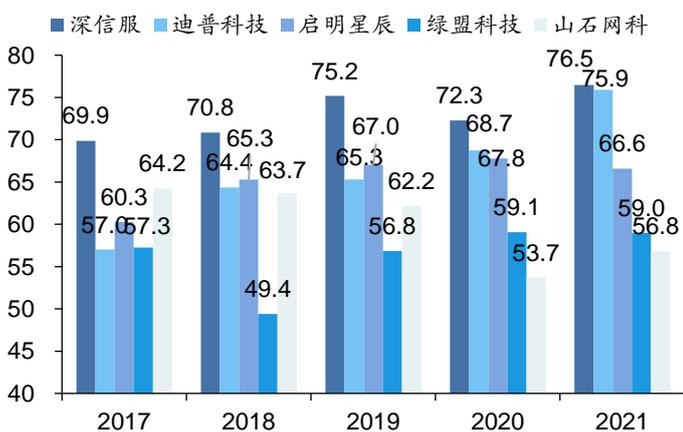
图表 12 2018-2021 年同行业研发人员数量对比



资料来源：WIND，华安证券研究所

人员规模限制之下，人均收益居行业前列。公司在发展的过程中始终注意保持资源的高效利用。从人均创收和人均创利两个维度来与同行对比，公司 2021 年人均创收 75.9 万元、人均创利 22.8 万元，在人均收入层面与深信服相近，在人均创收层面远超其他同行。我们认为，公司在规模稳定提升的趋势下，能够保持稳步提升的人均创收与创利，是公司团队管理能力突出的证明。

图表 13 2017-2021 年人均创收 (万元)



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 14 2017-2021 年人均创利 (万元)

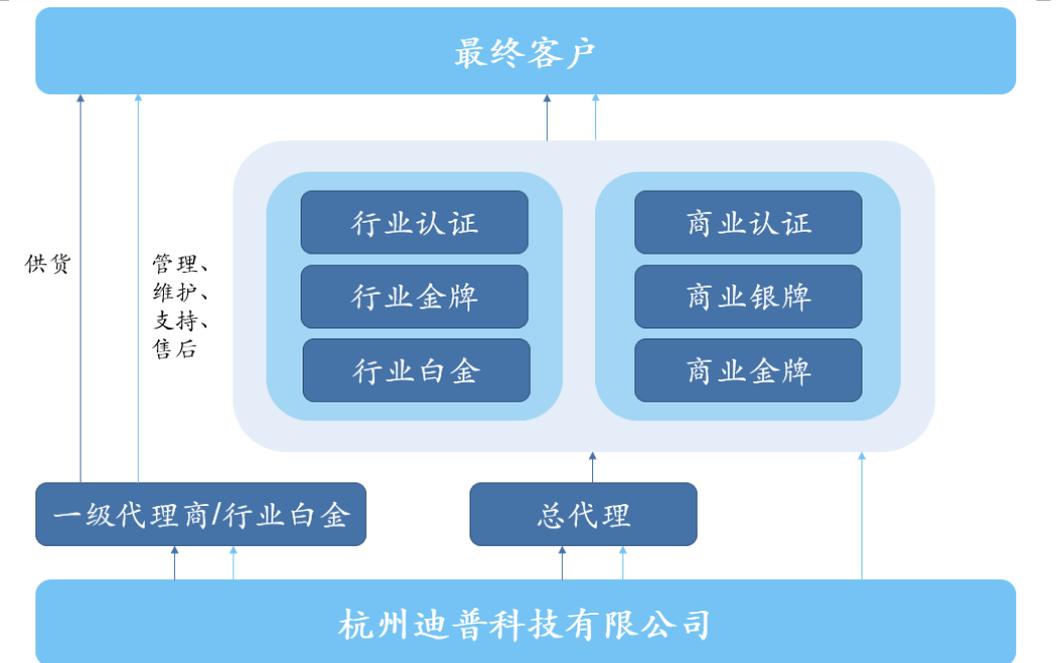


资料来源：WIND，华安证券研究所

1.3 重视销售渠道，营收质量有保证

渠道体系布局广泛，深层触达最终客户。如同华为一样，公司也搭建了成熟的销售体系，可通过全国总代及各一级代理商触达各省份客户，也可通过各一级代理商与行业金牌来推广公司的产品。公司通过与销售代理的利润分配以及附带培训形成了较好的粘性，有望在未来继续保持优良的分销体系。

图表 15 公司渠道销售模式

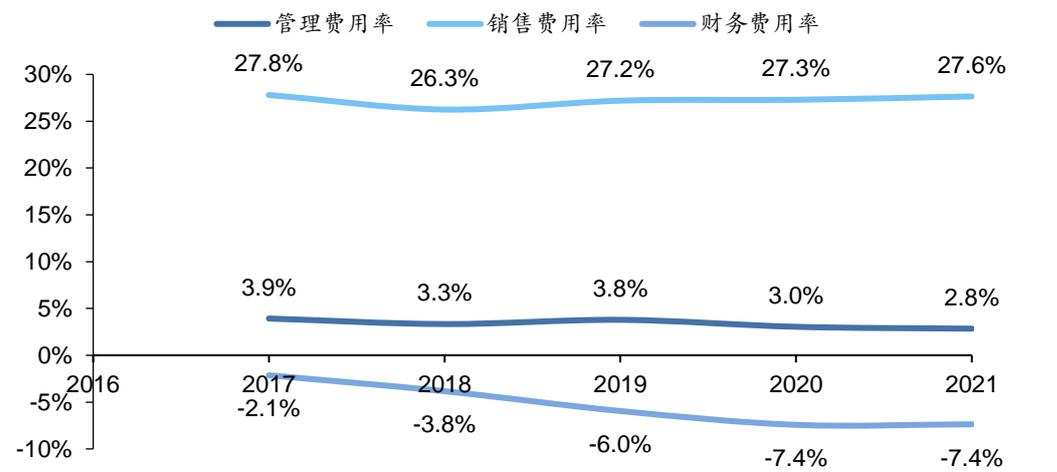


资料来源：公司官网，华安证券研究所

销售费用占比高，三项费用总体稳定。公司对于销售体系重视，导致了费用上对于销售的一定倾斜：近五年公司的销售费用率均在 26% 以上。**中长期来看**，2017-2021 年公司三项费用率均处于稳定水平，有受控制趋势，其中销售费用率、管理费用率近五年分别下降了 0.2pct、1.1pct；财务费用率均为负，且有逐年下降的趋势，主要系公司货币资金较多造成利息收入较高且逐年上升。

从金额上看，公司 2021 年销售费用 2.8 亿元，同比上升 18.6%；管理费用 0.3 亿元，同比上升 7.9%，主要由于 1) 销售人数增加；2) 股份支付增加。

图表 16 2017-2021 年迪普科技费用率情况

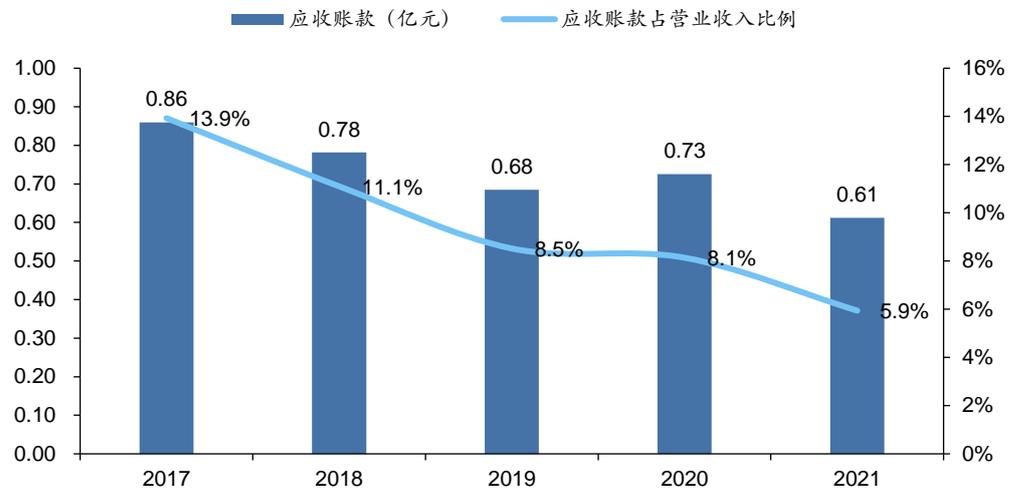


资料来源：WIND，华安证券研究所

分销体系利好回款，营收质量逐年提升。公司的收入主要来自于分销体系，而分销体系回款方式为当季现金回款，不纳入应收账款，仅部分直销产品会产生应收账款。由

此公司近五年应账表现良好，占营业收入比例呈逐年下降趋势。2021年，公司应收账款为0.61亿元，占营业收入得5.9%，较上年下降3.2pct。

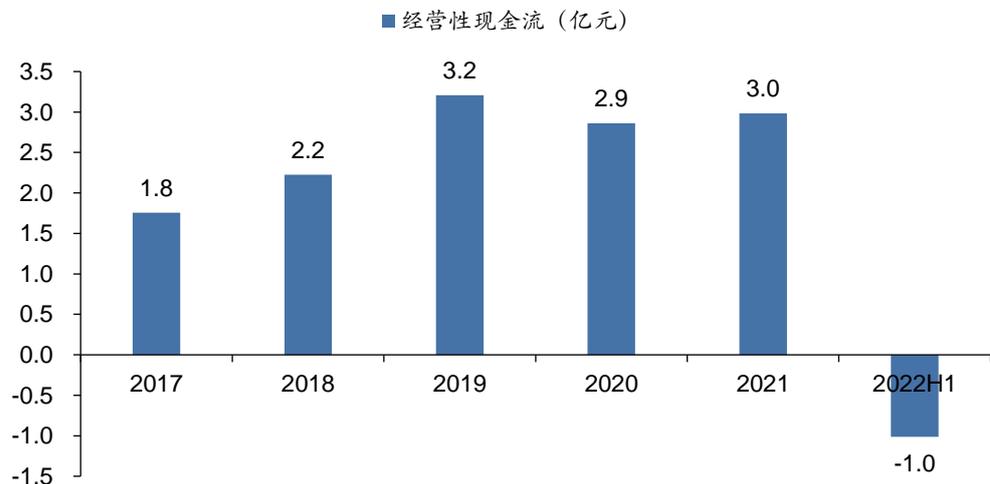
图表 17 2017-2021 公司应收账款及占营收比例



资料来源：公司年报，华安证券研究所

注重经营质量，经营性现金流充裕。2017-2021年期间，公司的经营性现金流较为稳定，且有逐步上升趋势。2021年，公司经营性现金流达到3.0亿元，同比增长3.4%，主要系1) 2021年度销售额增加；2) 公司注重产品质量和深挖高端客户。2022H1，公司经营性现金流为-1.0亿元，同比减少105.9%，主要系2022Q2疫情影响项目交付，其中政府行业受影响最大。2022H1公司销售商品、提供劳务收到的现金减少，为3.6亿元，同比减少18.2%。

图表 18 2017-2022H1 年迪普科技经营性现金流情况

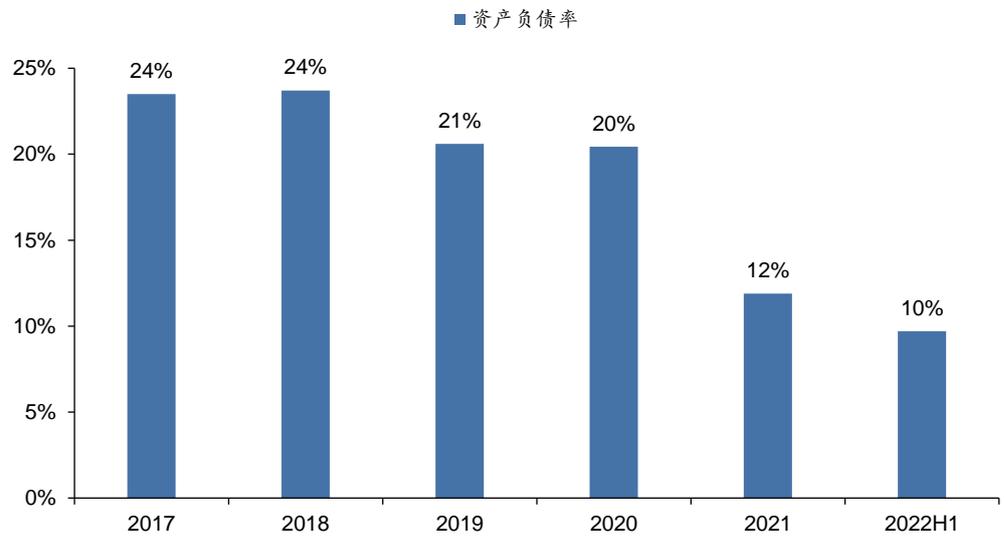


资料来源：WIND，华安证券研究所

资产负债率逐年下降，财务保持健康。从2018年开始，公司的资产负债率逐年下降，2021年，公司的资产负债率仅为11.9%，同比下降41.7%，主要原因有1) 公司股份总数及股东结构发生了变化，有限售条件股份中的境内自然人持股和无限售条件股份中的人民币普通股分别增加了53.95%和32.56%，导致股份总数发生了变化，由0.29亿股

增长至 4.29 亿股。总体来看，公司负债率下降有助于对抗将来的经济环境风险，也给了公司逆势上涨的扩张空间。

图表 19 2017-2022H1 年迪普科技资产负债率情况



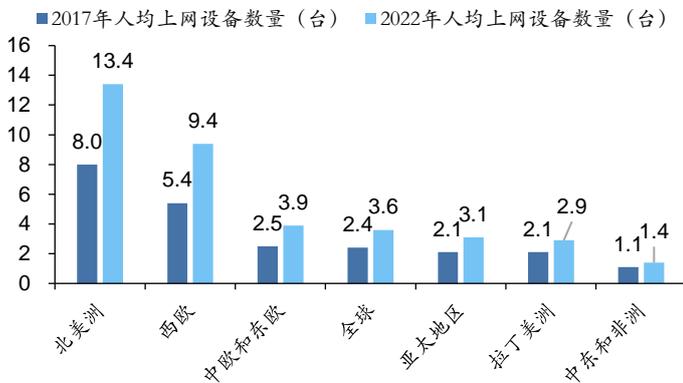
资料来源：WIND，华安证券研究所

2 高流量下需求坚挺，应用交付广泛应用

2.1 高访问、高流量大环境下，企业负载均衡需求坚挺

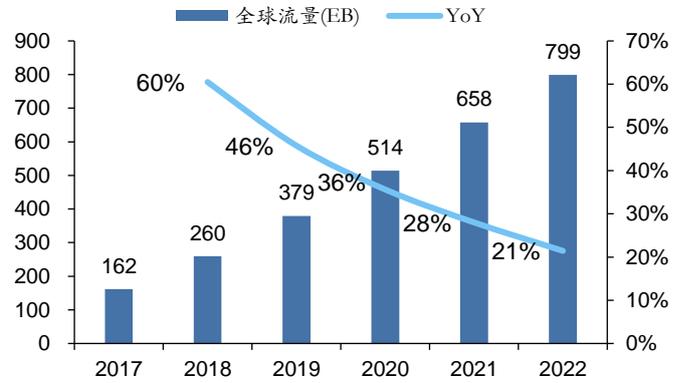
联网设备高增之下，流量增长不可避免。根据思科的《年度互联网报告》，到2023年，地球上的连网设备数量将是全球人口的三倍多，从2017年的人均2.4台提升至3.6台。由于IP地址即网络地址+主机地址，网络站点所连接的IP数量也处于爆发的阶段。根据IDC的《中国物联网连接规模预测，2020-2025》，仅我国物联网IP连接量已在2020年达45.3亿，有望在2025年达到102.7亿，CAGR为17.8%。由于IP地址联网后即产生数据流量，IP地址的数量增长即代表全网数据也将继续大增，对于现有的网络企业的承载能力提出了考验。根据思科的《年度互联网报告》，2022年全球网络数据流量将达799EB（1EB=十亿GB），同比增长21%。

图表 20 2017 与 2022 年人均联网设备数量



资料来源：思科，华安证券研究所

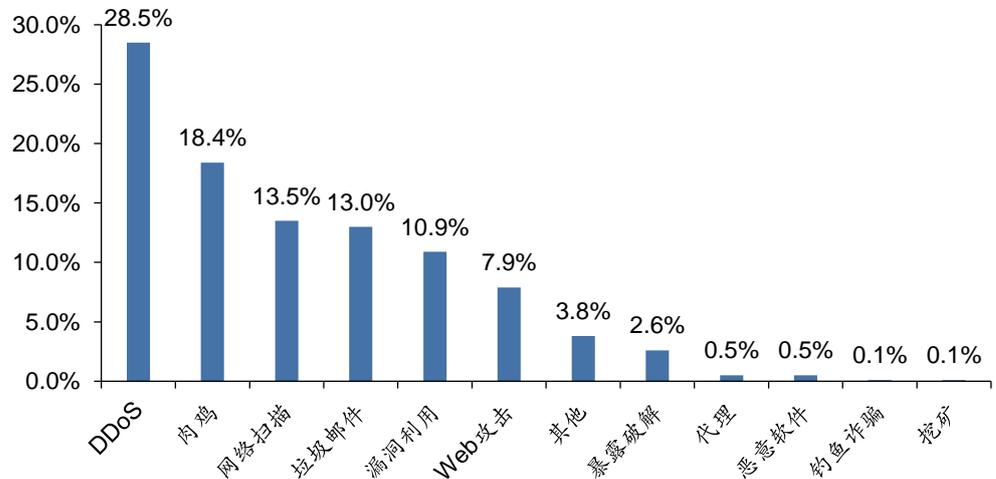
图表 21 2017-2022 全球网络流量



资料来源：思科，华安证券研究所

除流量自然增长之外，服务器也受DDoS威胁。DDoS即分布拒绝式攻击，是最早的网络攻击形式之一，意为大规模控制主机对服务器发送大量虚假IP访问请求，以耗尽服务器资源。在万物互联的趋势下，全球上网设备数量的逐年增长也使网络攻击者有了更多的可调用资源。根据思科的统计数据，目前物联网设备攻击行为分布中，DDoS占比28.5%，是应用最为广泛的网络攻击形式。

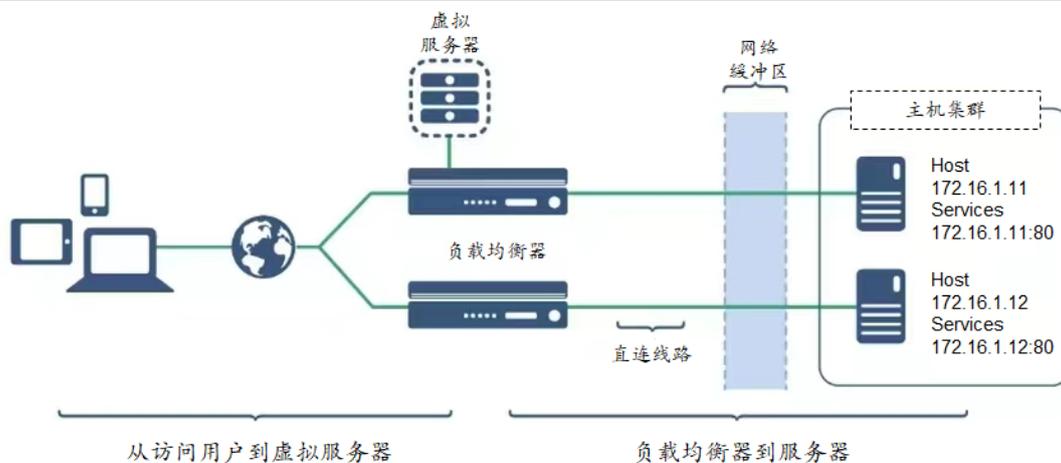
图表 22 异常物联网设备攻击行为分布



资料来源：思科，华安证券研究所

高流量之下，应用交付保证业务运行。应用交付产品可简单认为是负载均衡+应用优化，其核心是负载均衡器（load balancer）。负载均衡器设置在服务器和外部网络之间，可将大规模的用户访问请求从虚拟服务器分流至各物理服务器，保证网站应用的流畅运行。与成本较低的软件类负载均衡不同，**硬件类应用交付**机器单价均在十万以上，而主要功能可以直接通过其中的**智能交换机**实现，适用性强且可处理设备众多、访问量大的情况，多服务于**金融、运营商、电力**几类大型客户。这几类客户由于业务特性且预算充足，需要高端、承载力强的硬件负载均衡来保证业务正常运行。此外，**海关、税务部门与医院、高校**也对于负载均衡有一定需求。

图表 23 应用交付工作原理



资料来源：F5 官网，华安证券研究所

2.2 发挥数通技术积累，应用交付产品广泛应用

负载均衡提升效率，服务于业务直接需求。公司基于应用智能识别、应用访问控制、用户/应用带宽保障与控制、上网行为管理与审计、应用智能负载均衡、应用加速、应用优化、SSL 加速、DNS 服务等一系列核心技术，推出了一系列应用交付产品。对于下游客户而言，应用交付产品对服务器和宽带的性能、利用率的加成极大地提升了其业务能力。

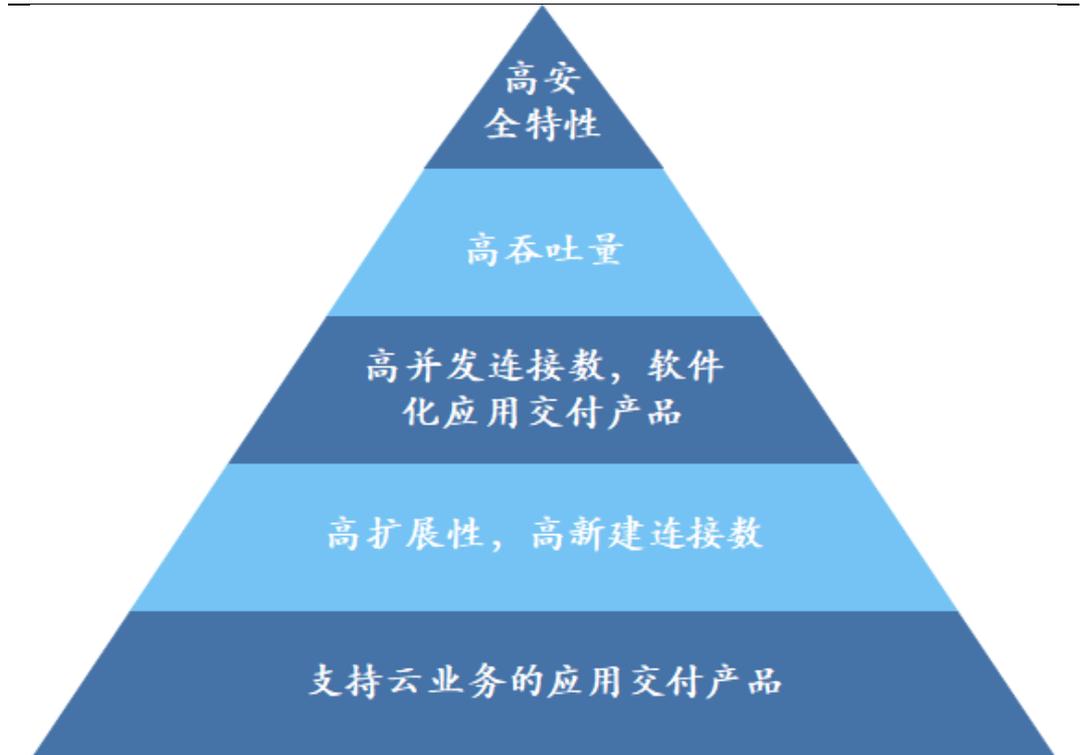
图表 24 公司负载均衡产品优点



资料来源：公司官网，华安证券研究所

针对企业需求，完善应用交付产品质量。根据 F5 官方统计，企业对于应用交付产品的需求依次是安全、吞吐量、连接数、拓展性及云应用交付。针对这些痛点，公司借助华为、新华三研发部门的技术基础，推出了高性能负载均衡产品。其具有**高吞吐量、高连接数**的特点，而且可通过自研的机柜产品进行**自由叠加，具有拓展能力**。目前，公司的负载均衡产品已运用在 1) **金融领域**：工商银行、中国农业银行、中国银行、交通银行、招商银行、广发银行、浦发银行、浙商银行、兴业银行等头部客户；2) **三大运营商**；2) **能源领域**：2019 年公司在国家电网市占率达 60%以上。

图表 25 企业对应用交付产品特性的关注排名



资料来源：F5，华安证券研究所

3 深挖高价值下游，借新安全保证增速

3.1 网安市场稳定增长，硬件生命力强大

全球网安市场稳定增长，我国增速较高且潜力巨大。根据信通院发布的《中国网络安全产业白皮书（2022年）》，2020年全球网络安全市场的规模为1366.6亿美元，而2020年我国的市场规模为532亿元，仅占全球市场的6.1%，而北美市场占比为46.8%。从增速来看，我国网络安全行业2017-2021年复合增速约18%，而全球网络安全市场规模的增速仅在10%左右。我们认为，长期来看，我国网络安全市场有较大的增长潜力。

图表 26 2015 至 2020 年全球网络安全市场规模及增速

图表 27 2015 至 2020 年中国网络安全市场规模及增速



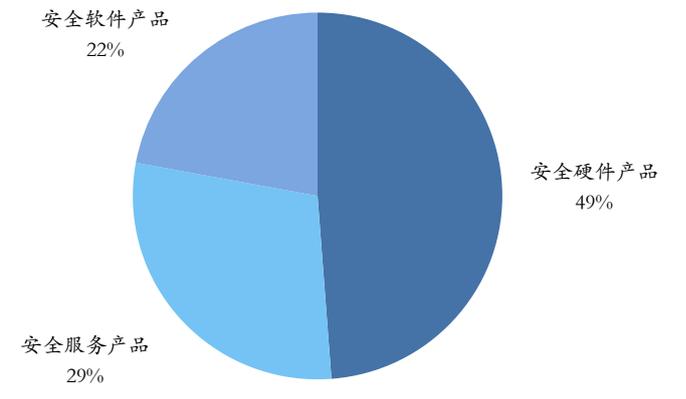
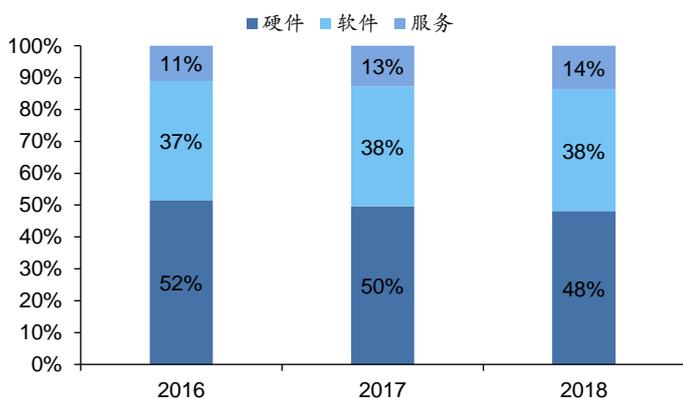
资料来源：中国信通院，华安证券研究所

资料来源：中商产业院，华安证券研究所

产业链中游，硬件占比仍为大头。网络安全厂商主要通过提供设备、软件、服务来为下游客户提供保护，如网络安全硬件领域的防火墙/VPN，软件领域的安全性与漏洞管理以及服务领域的运维培训等。对比软件产品，硬件产品的优势在于可将功能编入芯片并集成至单台设备。作为合规性产品，硬件产品配置容易且不占用下游用户的终端性能，仍是市场的主流选择。根据赛迪咨询与艾瑞咨询数据，2016-2018年硬件在我国网安产业中占主导地位，占比约50%左右；2021年我国硬件占比仍高居49%，为最大细分市场。

图表 28 2016-2018 我国网安行业产品比例

图表 29 2021 年我国网安公司产品比例



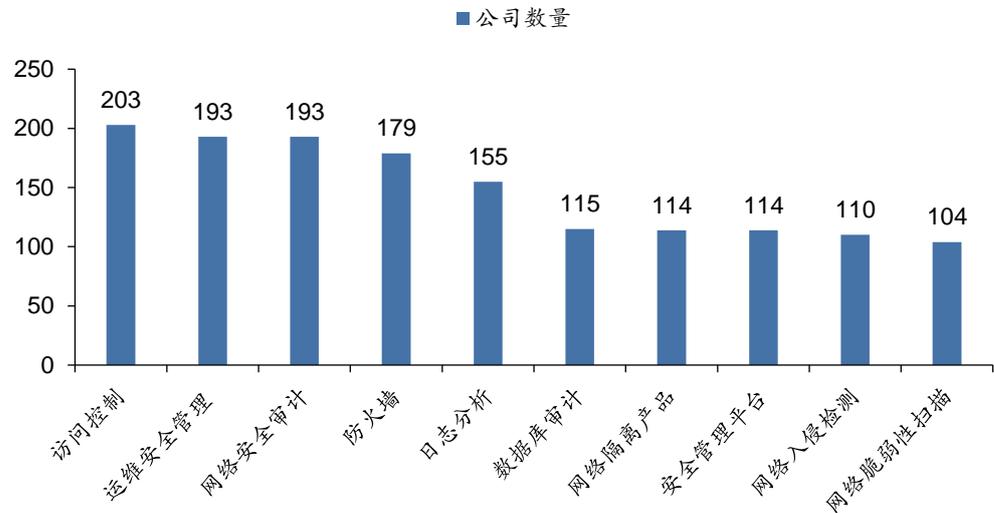
资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

从公司类型看，硬件市场仍处繁荣时期。从持有各类网安销售许可证的公司数量来看，硬件相关企业仍是市场的主要组成部分。根据数说安全报道，截至2022年7月，目

前持有访问控制、网络安全审计、防火墙三大硬件相关产品销售许可的公司数量仍位于前四。我们认为，硬件市场仍是网络安全最主要的市场。

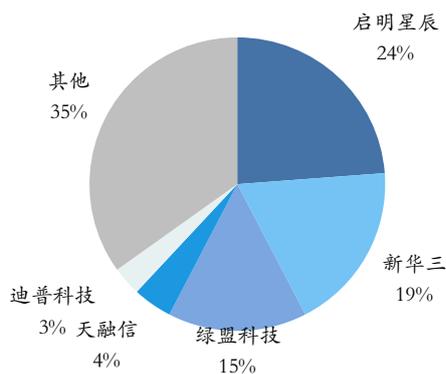
图表 30 截至 2022 年 7 月网络安全销售许可证类公司数量



资料来源：数说安全，华安证券研究所

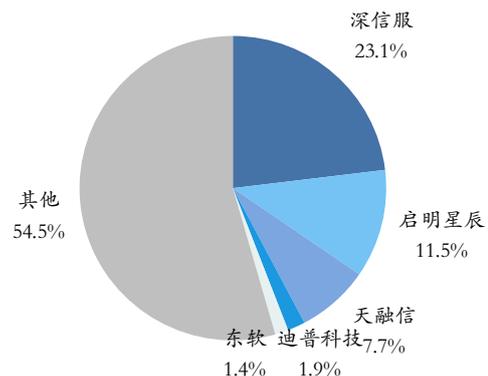
硬件能力突出，部分产品排名前列。由于公司收入规模相对较小且网安领域分散导致中标项目经常出现多家分标的情况，公司在整体排名中较为吃亏。但在部分硬件领域，借助优秀的研发与销售体系，公司也占据了一定的地位。根据 IDC 数据，2021 年公司在 IDP（入侵检测与防御）、VPN（虚拟专用网硬件）两大硬件产品的份额各居市场排名第五与第四，对应市场份额为 3.2%，VPN 硬件市场份额为 1.9%。

图表 31 2021 年我国入侵检测与防御硬件市场份额



资料来源：IDC，华安证券研究所

图表 32 2021 年中国虚拟专用网硬件市场份额



资料来源：IDC，华安证券研究所

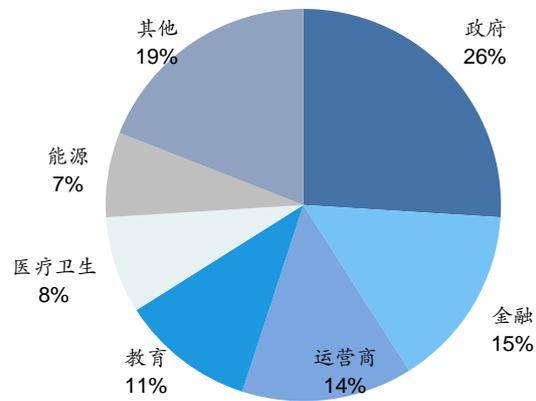
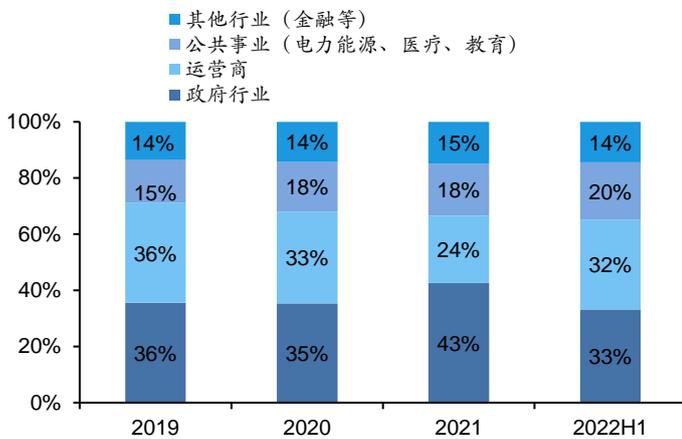
3.2 特定领域需求坚挺，倾斜布局支撑公司增速

针对布局下游，专注高价值客户。根据 IDC 数据，我国 IT 安全硬件市场同比增速 15%，略低于 20%，即未来我国网络安全市场的复合增速。作为主要产品为网安硬件的厂商，公司选择深挖高价值下游与新兴场景来提升增速。从下游结构来看，公司主要下游客户集中在政府、运营商、能源、金融等几大高价值行业。2021 年政府行业较上年同

期上升 17pct，主要系公司在政府行业内发掘拓展公安、司法等领域，且运营商业务受上年项目中标与芯片供应紧张无法交付影响，业务收入下降。从行业整体下游结构来看，政府、金融、运营商等六大行业占据了整个网安市场的 81%，公司有意识在高安全投入的行业倾斜布局，是公司作为硬件厂商，具有稳定收入增速的保证。

图表 33 2019-2022H1 公司下游行业占比结构

图表 34 2020 年网络安全下游行业营收结构情况



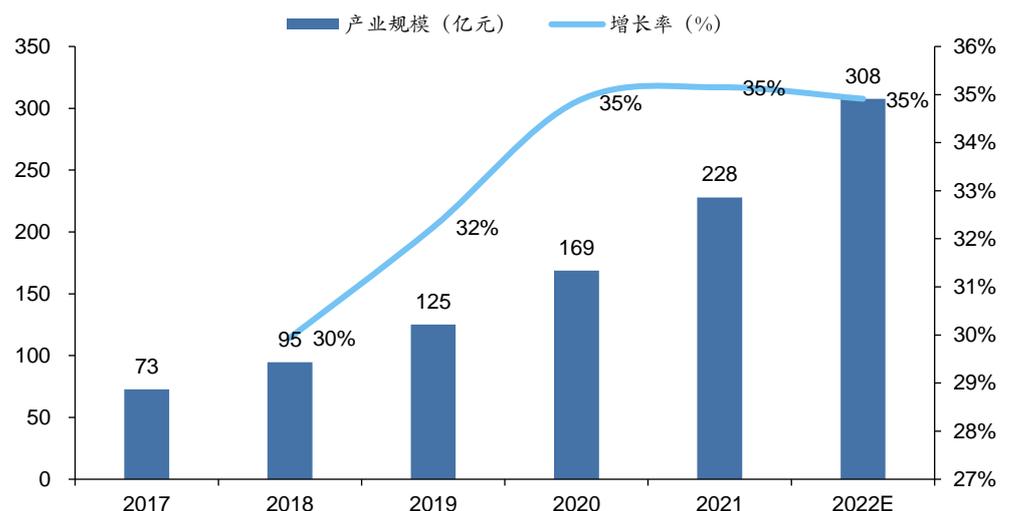
资料来源：WIND，华安证券研究所

资料来源：中国信通院，华安证券研究所

3.2.1 工控安全

工业信息安全增速明显，市场潜力巨大。我国正处于新一轮工业革命的历史机遇期，工业互联网作为新型基础设施建设的重要组成部分，其带来的电力能源、交运等行业的安全需求也处于高速增长时期。根据《中国工程科学》数据，预计 2022 年工业互联网安全市场为 307.6 亿元，年均复合增长率约为 32.66%。随着我国工业互联网战略的全面实施，政企不断加大安全投入，工业互联网安全产业将迎来持续增长。

图表 35 2017-2022E 我国工业互联网安全产业市场规模及预测



资料来源：《中国工程科学》，华安证券研究所

业内加码工控赛道，玩家数量增量突出。受益于行业市场增长，最近一年内工控安全赛道的玩家数量明显增加。根据数说安全数据，2021 年 5 月至 2022 年 7 月我国发行

的网安销售许可证中，工控防火墙、工控网安隔离与信息交换、运维安全管理等于工业互联网相关的领域增长最多。我们认为，业内厂商纷纷投入到工控安全，正说明了此细分赛道的景气度与确定性。未来此赛道或成为网安增速主要来源

图表 36 2021 年 5 月至 2022 年 7 月厂商数量变化最大的网络安全销售许可证类

增长最多	工业控制系统专用防火墙	+56	减少最多	单向导入	-45
	工业控制网络安全隔离与信息交换系统	+56		互联网公共上网服务场所信息安全管理	-45
	运维安全管理	+48		Web应用安全扫描	-26
	网络单向导入	+48		防火墙	-45
	主机型入侵检测产品	+35		网络隔离产品	-19

资料来源：数说安全，华安证券研究所

从清点到管理，梳理工控痛点。在工控安全已成热点的现在，公司也抓紧布局了工控安全。架构上，公司采用了 1) 清点资产并组建台账；2) 加强资产相应防护能力；3) 建设工控管理平台，三步走的建设思路，将自身的数据库审计、防火墙、交换机等产品融合至工控安全的解决方案中。其中，公司针对了交通、能源等工业具有的高温差、高腐蚀性环境推出了高稳定性的交换机，覆盖了行业需求。

图表 37 公司工控安全建设思路



资料来源：公司官网，华安证券研究所

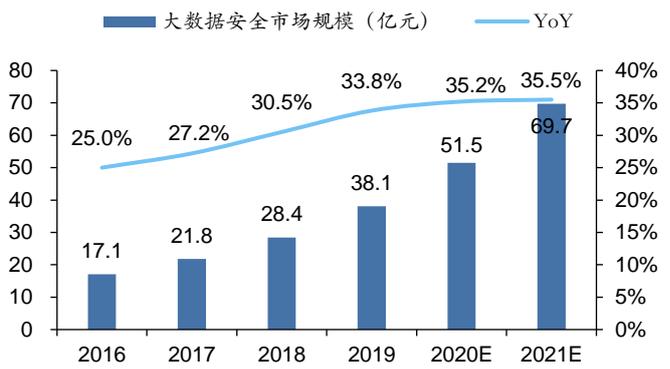
3.2.2 数据与云安全

数字产业化推动上云与数据爆发，驱动安全市场增长。云计算、大数据、物联网、移动互联网、5G、区块链等前沿技术的不断发展与落地，将对安全产生新的需求，传统的网络安全建设思路面临极大的挑战。根据赛迪咨询的数据，2019年我国云安全、大数据安全分别达55、38亿元，均在逐年扩大。**我们认为**，“云大物移”的发展将使得传统的网络安全产品不再能满足客户需求，从而迫使网络安全产业转变安全理念，更加重视网络安全中的主动防御，进行创新变革，提升网络安全能力，网络安全行业的市场空间也将随之继续扩大，迎来新一波投资机会。

图表 38 2016-2021E 云安全市场



图表 39 2016-2021E 大数据安全市场

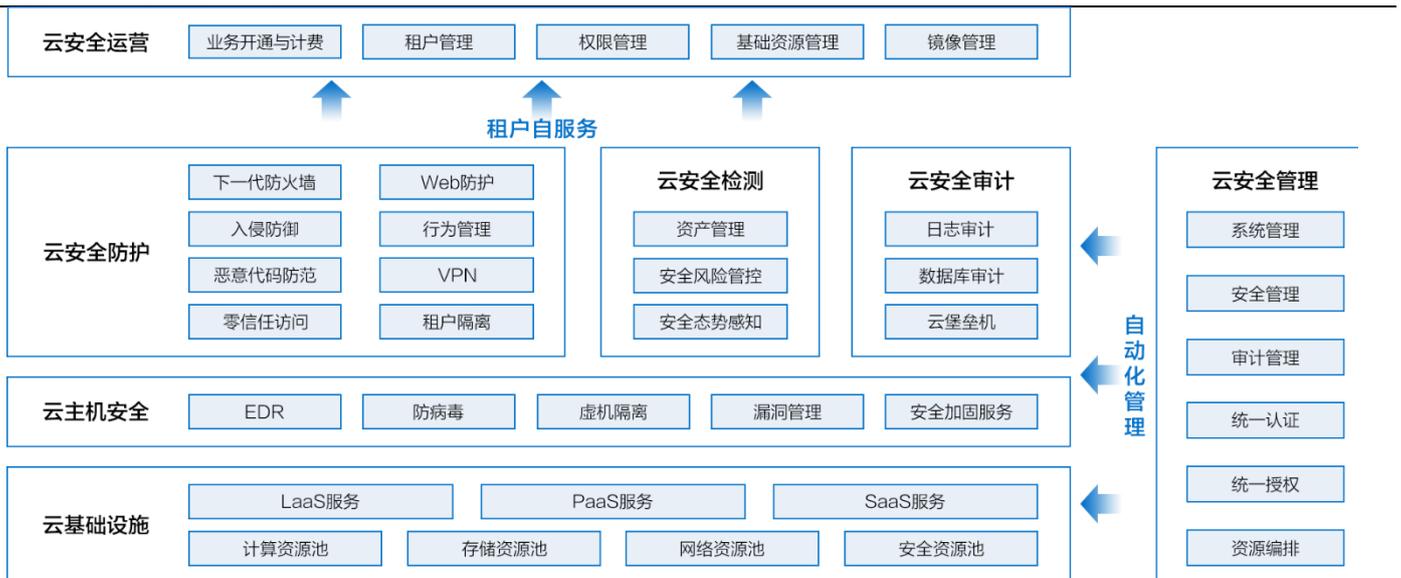


资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

发挥安全硬件优势，构建云安全体系。云安全业务需要软件、硬件与服务的结合来完成，硬件包括用于主机上的下一代防火墙、VPN；软件包括EDR、漏洞扫描等；服务包括远程的安全分线评估、威胁检测、分析预警。目前，公司业务为在构建了云基础设施后，通过自研的云计算平台来对租户实现云安全产品交付。2021年，公司云安全收入占营业收入10%以上。

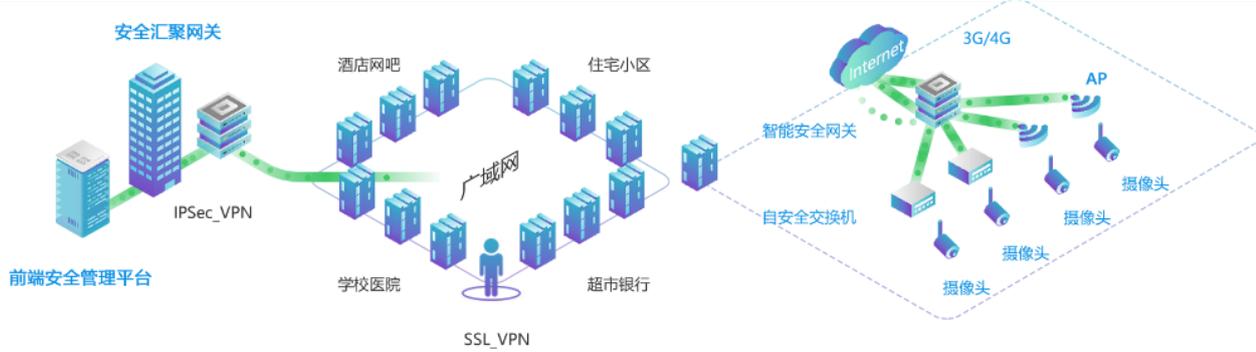
图表 40 公司云安全方案



资料来源：公司官网，华安证券研究所

边界安全与基础网络组合，构建数据安全体系。目前数据安全包含四个痛点：1) 有多少数据；2) 数据在哪里、如何识别；3) 数据存在哪些风险；4) 如何建设防护措施。公司从数据安全的“识别、防护、监测、处置、恢复”五大能力出发，结合自身vpn、防火墙、SD-WAN 与交换机等优势产品，提供了全面的数据安全解决方案。

图表 41 数据安全全生命周期解决方案



建设要点：边界安全 数据加密 集中管理

边界安全防护	社会面前端接入区边界部署VPN1000系列安全接入网关，通过访问控制、防入侵、防病毒、异常行为检测等功能，实现接入面边界安全防护
数据传输加密	VPN1000系列安全网关支持IPSec/SSL/L2TP/GRE等多种VPN技术，且符合国家密码管理局的算法要求，实现数据传输加密
自动化运维	在运维管理区部署一套安全管理平台，即可实现对前端安全网关的一键上线、批量配置，同时对于网络安全风险、链路传输质量可实时监测、定位故障，实现社会面前端接入区的自动化运维

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 投资建议

4.1 基本假设与营业收入预测

迪普科技的核心业务主要分为**网络安全产品**、**基础网络产品**、**应用交付产品和服务类产品**，根据公司情况，我们对以上产品做出假设：

一、网络安全产品：

主要包括防火墙、IDP、VPN、上网欣慰管理等传统基础产品及服务。在行业技术与政策无重大变革的情况下，其行业产品格局与市占率均能保持稳定并略有上升。

二、基础网络产品：

主要包括交换机、路由器等数通类产品，受益于工控、金融等下游高景气度。我们预计此类产品的增速将超过行业平均增速。

三、应用交付：

主要服务于政府、金融、运营商与教育行业，产品单价较高，多用于大型客户。我们预计此类产品的增速将保持行业平均增速。

四、服务类：

主要包括安全服务和维保服务两类，数量小而波动性较大，我们假设保持过去平均增速。

总体上，由于公司招投标价格波动性较大，我们假设毛利率大致保持过去平均水平。

图表 42 迪普科技分项业务收入 (百万元/%)

业务	项目	2021	2022E	2023E	2024E
网络安全产品	营业收入	679.12	796.56	958.05	1180.85
	同比增速	13.4%	17.3%	20.3%	23.3%
	毛利率	74%	74%	73%	74%
基础网络产品	营业收入	166.03	188.43	222.98	261.72
	同比增速	8.3%	13.5%	18.3%	17.4%
	毛利率	58%	57%	57%	57%
应用交付产品	营业收入	136.16	167.28	214.28	272.24
	同比增速	26.6%	22.9%	28.1%	27.1%
	毛利率	72%	72%	72%	72%
服务类	营业收入	48.55	69.11	98.38	140.05
	同比增速	57.5%	42.4%	42.4%	42.4%
	毛利率	75%	70%	70%	70%

资料来源：WIND，华安证券研究所

4.2 估值和投资建议

迪普科技作为网安硬件企业，其应用交付等产品技术领先，营收规模与质量相对可观。销售方面，公司已构建了成熟的渠道销售体系并积极横向拓展高价值客户，有望受下游高景气行业扩大业绩规模。我们预计迪普科技 2022-2024 年分别实现收入 12.22/14.94/18.55 亿元，同比增长 18.6%/22.3%/24.2%；实现归母净利润 3.29/3.94/4.84 亿元，同比增长 6.2%/19.9%/22.8%。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 43 重要财务指标 (百万元)

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1030	1222	1494	1855
收入同比(%)	15.6%	18.6%	22.3%	24.2%
归属母公司净利润	309	329	394	484
净利润同比(%)	11.9%	6.2%	19.9%	22.8%
毛利率(%)	71.4%	70.9%	70.6%	70.4%
ROE(%)	9.7%	9.5%	10.2%	11.2%
每股收益(元)	0.76	0.51	0.61	0.75
P/E	54.28	26.26	21.90	17.84
P/B	5.53	2.50	2.24	1.99
EV/EBITDA	52.04	15.84	12.26	9.04

资料来源: WIND, 华安证券研究所

风险提示

- 1) 网安市场竞争加剧;
- 2) 下游行业需求不及预期;
- 3) 疫情影响项目确认收入。

财务报表与盈利预测

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,332	3,253	3,647	4,131
现金	3,020	3,235	3,628	4,112
应收账款	61	0	0	0
其他应收款	8	0	0	0
预付账款	6	0	0	0
存货	206	0	0	0
其他流动资产	31	19	19	19
非流动资产	301	301	301	301
长期投资	0	0	0	0
固定资产	36	36	36	36
无形资产	14	14	14	14
其他非流动资产	251	251	251	251
资产总计	3,633	3,554	3,948	4,432
流动负债	406	73	73	73
短期借款	54	54	54	54
应付账款	152	0	0	0
其他流动负债	201	19	19	19
非流动负债	27	27	27	27
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	27	27	27	27
负债合计	433	100	100	100
少数股东权益	0	0	0	0
股本	429	643	643	643
资本公积	1,669	1,441	1,441	1,441
留存收益	1,101	1,370	1,764	2,247
归属母公司股东权益	3,200	3,454	3,848	4,332
负债和股东权益	3,633	3,554	3,948	4,432

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	298	289	394	484
净利润	309	329	394	484
折旧摊销	35	0	0	0
财务费用	2	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(51)	(40)	0	0
其他经营现金流	363	368	394	484
投资活动现金流	(91)	(0)	(0)	0
资本支出	(90)	(0)	(0)	0
长期投资	(1)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	909	(74)	0	0
短期借款	13	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	29	214	0	0
资本公积增加	986	(228)	0	0
其他筹资现金流	(119)	(60)	0	0
现金净增加额	1,117	214	394	484

资料来源: WIND, 华安证券研究所

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,030	1,222	1,494	1,855
营业成本	294	356	439	550
营业税金及附加	10	13	15	19
销售费用	285	330	403	501
管理费用	29	32	39	48
财务费用	(76)	0	0	0
资产减值损失	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	325	345	414	508
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	325	345	414	508
所得税	16	17	20	25
净利润	309	329	394	484
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	309	329	394	484
EBITDA	284	345	414	508
EPS (元)	0.76	0.51	0.61	0.75

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	15.6%	18.6%	22.3%	24.2%
营业利润	9.9%	6.2%	19.9%	22.8%
归属于母公司净利润	11.9%	6.2%	19.9%	22.8%
获利能力				
毛利率 (%)	71.4%	70.9%	70.6%	70.4%
净利率 (%)	30.0%	26.9%	26.4%	26.1%
ROE (%)	9.7%	9.5%	10.2%	11.2%
ROIC (%)	7.2%	9.3%	10.0%	11.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.9%	2.8%	2.5%	2.3%
净负债比率 (%)	13.5%	2.9%	2.6%	2.3%
流动比率	8.21	44.70	50.11	56.75
速动比率	7.63	44.44	49.85	56.50
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.34	0.40	0.44
应收账款周转率	15.41	—	—	—
应付账款周转率	2.16	—	—	—
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.51	0.61	0.75
每股经营现金流 (摊)	0.46	0.45	0.61	0.75
每股净资产	7.45	5.37	5.98	6.73
估值比率				
P/E	54.28	26.26	21.90	17.84
P/B	5.53	2.50	2.24	1.99
EV/EBITDA	52.04	15.84	12.26	9.04

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年 8 月加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。