

证券研究报告—深度报告

信息技术

软件开发

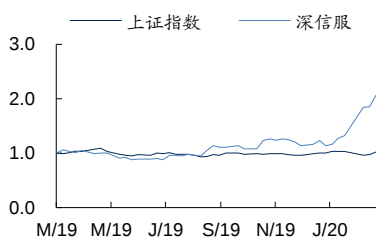
深信服(300454)
买入

合理估值: 227.08-243.02 元 昨收盘: 205.07 元

(维持评级)

2020年02月24日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	409/210
总市值/流通(百万元)	83,859/43,127
上证综指/深圳成指	3,040/11,630
12个月最高/最低(元)	210.76/83.81

相关研究报告:

《深信服-300454-2019 年一季报点评: 加大研发投入与市场投入, 长期发展趋势向好》——2019-04-29

《深信服-300454-信息安全为基, 超融合为翼》——2018-12-07

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

证券分析师: 库宏焱

电话: 021-60875168

E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

纵横双向拓展进化, 安全云计算比翼齐飞

● 强大产品研发和渠道体系, 公司纵横双向拓展突破自身天花板

公司以 VPN 和上网行为管理起家, 逐渐扩充产品线至安全核心领域; 同时突破业务边界, 进入云计算、企业级无线等多领域。凭借不断推出新产品和渠道体系的有力配合, 公司保持高速增长, 近五年营收复合增速为 35.7%。公司产品迭代能力强, 即使新产品也快速成为行业前三。公司已经成长为信息安全和云计算双龙头泛 IT 厂商。

● 等保 2.0 助推行业景气度再上台阶, 公司安全业务持续向上

我国信息安全投入与全球平均水平仍有一倍以上的差距, 行业增速常年保持 20% 左右, 随着等保 2.0 等政策的推动, 市场空间有望加速释放。公司已经处于安全行业第一梯队, 安全业务是公司核心利润来源。公司渠道制度完善, 引发众多同行效仿, 近年来推出的态势感知、EDR 等产品也迅速得到市场响应。公司积极与飞腾厂商进行适配, 安全业务期待再次突破。

● 超融合仍保持快速增长, 云业务有望继续突破

公司在 2014 年以超融合为基础进入云计算行业, 目前在超融合行业稳居第三。我国私有云市场规模大, 超融合凭借高性能、易扩展、低成本等优势, 已经成为私有云建设的首选方式, 预测行业仍保持 40% 以上的快速增长。公司目标在私有云和混合云市场, 随着超融合市场进一步教育, 以及公司业务调整梳理完善, 云业务增速有望反弹。

● 风险提示

等保 2.0 等政策执行不及预期; 行业竞争加剧; 新产品增速不及预期。

● 维持“买入”评级

通过多角度估值, 得出公司合理估值区间 227.08-243.02 元之间, 相对于公司目前股价有约 10.7%~18.5% 的估值空间, 考虑公司持续推出新产品, 且不断突破行业天花板的能力, 我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 44.09/61.41/83.48 亿元, 归母净利润 7.45/9.49/13.44 亿元, 利润年增速分别为 23%/28%/42%, 摊薄 EPS=1.82/2.32/3.29 元。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,472	3,224	4,409	6,141	8,348
(+/-%)	41.3%	30.4%	36.7%	39.3%	35.9%
净利润(百万元)	574	603	745	949	1,344
(+/-%)	122.7%	5.2%	23.4%	27.5%	41.6%
摊薄每股收益(元)	1.4	1.5	1.8	2.3	3.3
EBIT Margin	15.2%	31.6%	10.1%	9.9%	11.7%
净资产收益率(ROE)	33.0%	17.6%	18.5%	19.8%	22.9%
市盈率(PE)	144.1	137.0	112.6	88.3	62.4
EV/EBITDA	197.9	77.0	185.3	138.1	88.2
市净率(PB)	47.5	24.1	20.8	17.5	14.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是信息安全和超融合行业龙头，业绩持续稳定增长。凭借强大的产品研发和渠道体系，公司持续拓展产品线和业务边界，多项产品排名行业前三。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 44.09 亿元、61.41 亿元、83.48 亿元，归母净利润 7.45/9.49/13.44 亿元，利润年增速分别为 23%/28%/42%，摊薄 EPS=1.82/2.32/3.29 元。未来一年公司股价合理估值区间 227.08-243.02 元之间，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，横纵向产品拓展和进化能力。公司以一两款单品起家，逐渐扩展安全核心产品线，进一步跃迁至云计算领域，且新推产品能够快速迭代进入市场前列。强大的研发能力和渠道体系下，公司内生增长动力充足，持续突破天花板。

第二，以等保 2.0 为代表的各信息安全政策持续落地。我国信息安全建设依然不足，政策推动有望加速行业发展。2019 年护网行动下信息安全行业已经回暖，等保 2.0 有望助推行业景气度再次向上。公司目前产品丰富，渠道优势引领行业模仿，安全业务增速有望继续向上。

第三，云计算业务仍能保持快速增长。我国私有云市场规模大，且超融合逐渐成为私有云首选建设方式。公司以超融合为核心迅速切入云计算市场，随着市场进一步教育，公司云业务增速有望实现反弹。

与市场的差异之处

第一，市场认为信息安全行业竞争激烈，公司只有传统几类产品有优势。公司产品迭代能力强，已在多项新产品领域成为行业前三，如防火墙、应用交付等。凭借渠道优势，公司的新产品能够迅速获得市场认可。

第二，市场低估超融合行业的天花板。我国私有云占比高，超融合已经成为新兴首选的建设方式，当前渗透率较低，市场仍能保持快速增长。

股价变化的催化因素

第一，信息安全相关政策不断，可能刺激股价向上波动。

第二，公司各类业务持续增长，新产品和云计算迅速打开市场等。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，等保 2.0 落实进度给信息安全市场带来的增量存在不确定性。

第二，云计算市场投入放缓，行业竞争加剧。

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值: 228.22-243.02 元	7
绝对估值的敏感性分析	7
相对法估值: 227.08-234.42 元	8
投资建议	8
深信服是新锐信息安全和云计算厂商	9
创新基因立身, 从信息安全到云计算	9
营收快速增长, 人均指标持续提升	11
产品和销售配合相得益彰, 渠道完善引领行业潮流	13
横向拓展和纵向进化, 深信服打造核心竞争力	16
横向拓展产品线: 从 VPN 和上网行为管理到全产品线	16
横向拓展业务边界: 从信息安全到云计算和泛 IT	18
纵向进化: 快速迭代, 各产品持续提升	19
等保 2.0 已正式实施, 深信服安全业务再提速	23
国内安全产业每年保持 20% 高增长, 等保 2.0 拉开新一轮景气周期	23
深信服已成为网络安全龙头, 业绩有望再次提速	25
云计算快速增长, 深信服超融合另辟蹊径	27
云计算成为 IT 基建浪潮, 超融合是快速建设私有云的新兴方式	27
超融合快速增长, 深信服突破天花板	30
超融合市场广阔, 深信服云业务增速有望反弹	33
企业无线业务为基础, 新 IT 重新起航	35
企业无线业务稳定发展, 信锐网科实力不容小觑	35
产品力已充分验证, 新 IT 值得期待	38
盈利预测	39
假设前提	39
未来 3 年盈利预测	40
盈利预测的敏感性分析	40
风险提示	41
附表: 财务预测与估值	43
国信证券投资评级	44
分析师承诺	44
风险提示	44
证券投资咨询业务的说明	44

图表目录

图 1: 深信服产品体系.....	9
图 2: 深信服主营业务构成 (2018)	10
图 3: 各主营业务毛利率.....	10
图 4: 深信服股权结构.....	10
图 5: 深信服营收增长 (亿元)	11
图 6: 深信服扣非利润增长 (亿元)	11
图 7: 各安全厂商毛利率对比	12
图 8: 各安全厂商净利率对比	12
图 9: 各安全厂商销售费用率对比.....	12
图 10: 各安全厂商管理费用率对比.....	12
图 11: 各安全厂商研发费用率对比.....	12
图 12: 深信服创新研究院	12
图 13: 深信服人均创收持续提升 (万元)	13
图 14: 各安全厂商人均指标对比 (万元)	13
图 15: 深信服人员构成 (2018 年)	13
图 16: 深信服员工年龄结构 (2017 年)	13
图 17: 深信服渠道体系	14
图 18: 深信服早期渠道建设进程 (亿元)	15
图 19: 深信服市场营销费用 (亿元)	15
图 20: 2018 年安全内容管理硬件市场 (上网行为管理)	16
图 21: 2018 年 VPN 市场.....	16
图 22: 2018 年国内 UTM 市场占有率	17
图 23: 深信服安全感知平台 SIP	17
图 24: 深信服终端检测响应平台 EDR	18
图 25: 深信服超融合一体机.....	18
图 26: 深信服桌面云	18
图 27: 深信服应用交付产品 AD.....	19
图 28: 深信服软件定义统一存储系统 EDS	19
图 29: 深信服入选 Gartner 网络防火墙魔力象限	20
图 30: 深信服 EDR 产品技术领先	21
图 31: 国内应用交付市场份额 (2017)	22
图 32: 深信服入选 Gartner 超融合基础设施魔力象限.....	22
图 33: 全球网络安全市场规模 (亿美元)	23
图 34: 全球安全硬件、软件、服务市场规模 (亿美元)	23
图 35: 中国网络安全产业市场规模 (亿元)	23
图 36: 中国网络安全硬件子领域规模 (亿元)	23
图 37: 全球及中国信息安全投入占总 IT 投入比	24
图 38: 等保 2.0 评估流程变多	25
图 39: 等保 2.0 监管范围扩大	25
图 40: 深信服安全业务营收 (亿元)	26

图 41: 主要安全厂商营收和毛利率对比 (亿元)	26
图 42: 中国网络安全企业 100 强	26
图 43: 深信服加大等保 2.0 产品推广和宣传活动	27
图 44: 深信服推出国产芯片适配产品	27
图 45: 超融合架构演进历程	28
图 46: 超融合架构对传统云基础架构的升级	28
图 47: 全球超融合市场规模 (亿美元)	30
图 48: 2019Q3 全球市场份额	30
图 49: 国内超融合市场规模 (亿美元)	30
图 50: 2019Q3 国内超融合市场份额	30
图 51: 深信服云计算业务发展历程	31
图 52: 深信服云计算业务营收 (亿元)	31
图 53: 深信服市占率整体保持上升态势	31
图 54: 主流超融合企业客户结构	32
图 55: 深信服云计算竞争优势	32
图 56: 中国公有云和私有云建设偏好	33
图 57: 美国公有云和私有云建设偏好	33
图 58: 中国私有云市场规模 (亿元)	34
图 59: 超融合的前三大用例/工作负载	34
图 60: 超融合产品最看重属性	34
图 61: 深信服企业级无线业务营收 (亿元)	36
图 62: 信锐网科净利润 (亿元)	36
图 63: 信锐企业级物联网生态圈	37
图 64: 中国网络市场规模 (百万美元)	37
图 65: 信锐推出 Wifi6 产品	38
图 66: 国内 VDI 市场 (万个)	38
图 67: 中国 VDI 市场份额 (2018)	38
图 68: 中国软件定义存储市场季度增长 (亿美元)	39
图 69: 中国软件定义存储市场份额 (2019Q3)	39
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	7
表 2: 资本成本假设	7
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	8
表 5: 深信服发展历程	9
表 6: 深信服 2018 和 2019 年股权激励	11
表 7: 深信服 2018 和 2019 年股权激励摊销费用	11
表 8: 深信服近两年主要战略合作	14
表 9: 安全厂商直销和渠道对比	16
表 10: 深信服各新产品逐步成为为行业领军	20
表 11: 护网行动历年进展	25
表 12: 超融合具体优势	29
表 13: 超融合降低成本	29
表 14: 各超融合厂商技术基础	33

表 15: 深信服云管平台 aCMP.....	35
表 16: 超融合市场测算	35
表 17: 超融合市场测算	36
表 18: 公司业务分拆预测.....	40
表 19: 未来 3 年盈利预测表.....	40
表 20: 情景分析（乐观、中性、悲观）	41

估值与投资建议

我们认为公司股票价值在 **227.08-243.02 元** 之间,相对于公司目前股价有约 **10.7%~18.5%** 的估值空间,考虑公司持续推出新产品,且不断突破行业天花板的能力,维持“买入”评级。

绝对估值: 228.22-243.02 元

公司所处的信息安全和云计算行业处于高速发展之中。信息安全行业在 2019 年护网行动的带动下,已经全面回暖,2020 年受到等保 2.0 等政策推动,景气度有望再次向上。云计算已成为 IT 产业确定性方向,公司以超融合为基础切入私有云和混合云,整体呈现快速增长态势。

公司以 VPN 和上网行为管理等单品起家,不断横纵向拓展产品边界,且在多个细分市场取得市场前三的成绩。公司产品研发和渠道体系优势明显,并且依然在持续推广新产品。我们预期公司在 2019-2021 年收入增速在 35% 以上,毛利率整体保持平稳,费用率逐步下降,股份分配比率预期为 20% 左右。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	32.7%	41.3%	30.4%	36.7%	39.3%	35.9%	34.0%	33.0%	32.0%
毛利率	21.3%	24.5%	26.7%	26.2%	26.3%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%
管理费用/营业收入	29.3%	23.7%	4.0%	26.2%	27.2%	26.0%	25.5%	25.0%	24.5%
销售费用/销售收入	43.8%	35.1%	36.3%	36.2%	35.3%	34.3%	33.0%	32.0%	31.0%
营业税及附加/营业收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
所得税税率	15.6%	10.5%	2.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股利分配比率	144.4%	25.8%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	10.00%
无风险利率	3.50%	Ka	10.7%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.2
公司股价(元)	205.07	Ke	10.71%
发行在外股数(百万)	409	E/(D+E)	99.83%
股票市值(E,百万元)	83859	D/(D+E)	0.17%
债务总额(D,百万元)	139	WACC	10.7%
Kd	6.50%	永续增长率(10年后)	4.00%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件,采用 FCFE 估值方法,得到公司的合理价值区间为 228.22-243.02 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析:

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
		9.7%	10.2%	10.72%	11.2	11.7
永续增长率	5.0%	331.10	292.24	260.40	233.90	211.52
	4.5%	303.86	270.66	243.02	219.69	199.77
	4.0%	281.38	252.55	228.22	207.45	189.53
	3.5%	262.52	237.14	215.48	196.79	180.54
	3.0%	246.46	223.86	204.38	187.44	172.59

资料来源:Wind、国信证券经济研究所分析

相对法估值：227.08-234.42 元

选取与公司相近的信息安全 A 股上市公司进行比较，采用 PE 和 PS 法估值。

信息安全行业细分领域众多，主要上市公司各有千秋。随着等保 2.0 等政策的推动，行业有望复制 1.0 时期行情，我们看好整个网络安全板块营收增速再次加速，同时公司作为产品和渠道优势明显的龙头厂商，有望获得更快的增长。另一方面，除了信息安全，公司还有高速成长的云计算业务。国内私有云市场空间广阔，且超融合凭借高性价比、易扩展等特性，已经成为新兴的建设私有云的首选方式。公司在 2014 年才进入该领域，迅速成长为市场前三的超融合厂商。在企业无线和新 IT 业务上，公司也多项产品位居市场前列，随着新产品不断投向市场，预计也会保持快速增长。故我们认为，公司估值高于行业平均水平是合理的，应当给予公司一定的估值溢价。

综合比较各公司的当前 PE 和 PS 值以及业绩增速，我们认为，公司作为产品研发和渠道体系出众的新兴 IT 厂商，已证明自身有能力突破传统信息安全市场天花板，整体估值高于传统安全厂商具备一定的合理性。从 PE 来看，公司与其他新兴安全厂商（安恒信息和山石网科）均保持较高水平，大幅高于传统安全厂商。这主要是因为新兴安全厂商产品线和销售网络建设仍不够成熟，仍处于研发和人力的高投入期，盈利能力未能完全释放；而公司虽然安全业务较为成熟，贡献绝大部分利润，但是云计算业务仍在高投入期，拉低了公司的利润水平。但是从人均指标来看，公司人均创收领先同行，且仍在持续增长，因此公司规模效应仍在。因此整体分析来看，公司利润贡献主力安全业务和企业无线业务适合用 PE 进行估值，而云计算业务更适合用 PS 进行估值。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (2月21日)	EPS (元)			PE			PS	总市值 (百万元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
300454	深信服	205.07	1.50	1.82	2.32	136.7	112.7	88.4	19.02	83,859
同类公司：										
002439	启明星辰	45.23	0.63	0.81	0.99	71.8	56.1	45.5	12.70	40,558
300369	绿盟科技	26.30	0.21	0.31	0.43	125.2	85.4	61.8	12.01	20,990
688030	山石网科	60.77	0.51	0.52	0.69	119.2	117.4	88.5	14.90	10,952
688023	安恒信息	248.00	1.38	1.26	1.70	179.7	196.1	145.8	20.62	18,370
均值						124.0	113.8	85.4	13.20	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

因此，我们认为对公司采用分部估值法。根据我们测算，2020 年公司利润能实现 9.59 亿元，而股权激励费用为近年来最高峰的 2.19 亿元；同时云计算业务依然存在亏损的可能。因此我们预计信息安全和企业无线业务贡献利润在 11.5-12 亿元之间。给予信息安全业务 60 倍 PE，合理估值在 690-720 亿之间。另一方面，云计算业务 2020 年测算收入为 18.35 亿元，我们给予公司 2020 年目标 PS 为 13 倍，对应公司市值在 238.6 亿元。因此整体市值区间为 928.6-958.6 亿元，股价在 227.08-234.42 元之间。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 227.08-243.02 元之间，相对于公司目前股价有约 10.7%-18.5% 的估值空间，考虑公司持续推出新产品，且不断突破行业天花板的能力，维持“买入”评级。

深信服是新锐信息安全和云计算厂商

创新基因立身，从信息安全到云计算

持续内生创新，公司成长为网络安全和云计算双驱动 IT 厂商。公司于 2000 年创立，以网络安全领域的 VPN 和上网行为管理起家，并在 2014 年切入云计算领域。公司研发创新能力强，每年都有新产品推出，且均取得市场前列的成绩。目前公司已经覆盖网络安全、云计算等多项业务，在硅谷、北京、深圳、长沙设立四大研发中心，全球用户近 10 万家。

表 5：深信服发展历程

时间	事件
2000 年	深信服成立
2002 年	正式推出 IPSec VPN，从 2008 年起保持市占率第一
2004 年	创新推出 IPSec/SSL 二合一 VPN 网关，从 2008 年起保持市占率第一
2005 年	推出上网行为管理 AC，从 2009 年起保持市占率第一
2007 年	推出广域网优化产品，连续四年入围 Gartner WOC 魔力象限
2009 年	推出应用交付产品，连续五年入围 Gartner ADC 魔力象限的中国厂商
2011 年	国内创新推出下一代防火墙的厂商
2013 年	推出一站式桌面云 aDesk、企业级 WLAN
2014 年	推出了包含计算、网络、存储虚拟化的数据中心超融合架构
2015 年	推出超融合 aCloud，客户数量超过 30000 家
2016 年	推出安全感知平台 SIP
2017 年	推出安全云
2018 年	推出 SD-WAN、终端检测响应平台 EDR、安全服务
2019 年	推出企业级分布式存储 EDS

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司产品全面，2019 年重新调整三大业务。公司对原业务结构进行升级，组成“智安全+云计算+新 IT”的新架构。智安全是公司传统优势领域，打造云网端一体化的安全解决方案；云计算是公司重点战略之一，以超融合为核心面向私有云和混合云；新 IT 是公司在原企业级无线业务上进行升级，包含桌面云、SD-WAN、应用交付、分布式存储 EDS 等多项业务。

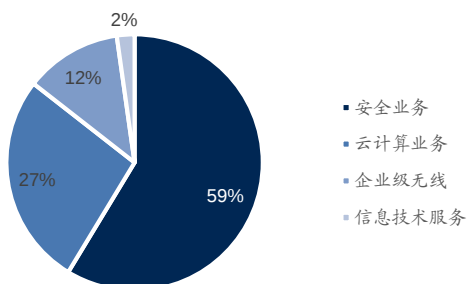
图 1：深信服产品体系



资料来源：深信服官网，国信证券经济研究所整理

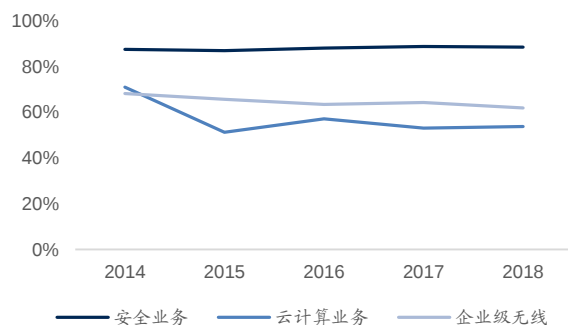
信息安全仍是营收和利润贡献的核心，云计算占比持续提升。2018 年营收构成仍是原来的拆分方式，公司在信息安全领域深耕多年，目前该业务营收占比高达 59%，也是公司主要利润来源。公司安全产品标准化程度高，毛利率高于同行业。公司云计算业务高速增长，占营收比持续增大。云计算和企业级无线业务毛利率均保持稳定。

图 2：深信服主营业务构成（2018）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

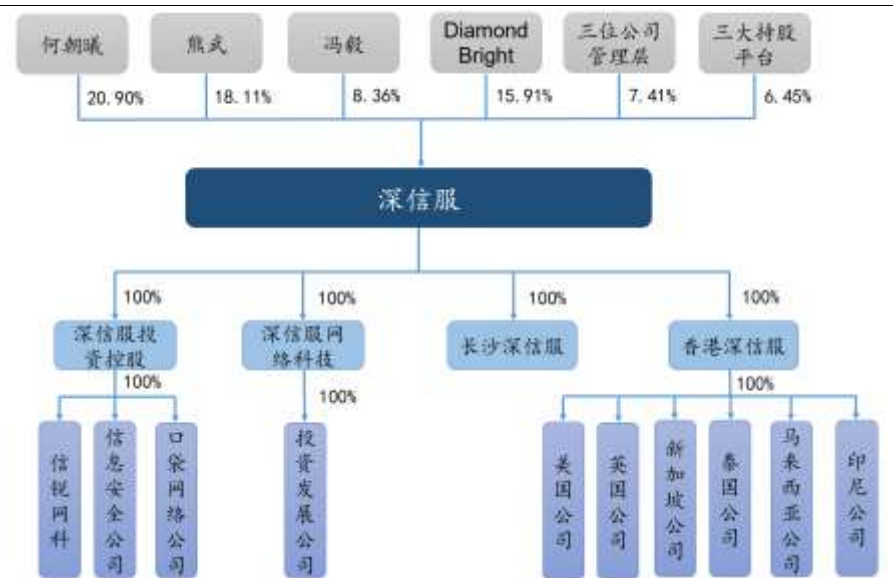
图 3：各主营业务毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司股权结构稳定，在国外布局多家子公司。公司三位创始人何朝曦、熊武、冯毅是一致行动人，合计持有公司 47.37% 的股份，股权结构稳定。公司企业级无线业务主要由信锐网科运营。另一方面，公司在国外有六家子公司，也在积极布局全球市场。

图 4：深信服股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

激励充分，公司战斗力强。公司上市后连续做了两次分量十足的股权激励，激励对象均是公司核心技术和业务人员，均不包含董监高。信息安全和云计算行业人才紧缺严重，激励到外有助于公司长期人员稳定。公司企业文化“狼性”十足，离不开持续的激励措施，两次激励共涉及 1447 人，占 2018 年总员工数约 32%。从业绩考核目标来看，公司完成目标难度较低。

表 6: 深信服 2018 和 2019 年股权激励

激励时间	激励对象	股票\期权数量	授予价格	占当时股份总额比	业绩考核目标
2018 年 9 月	550 人, 均为核心技术和业务人员, 不包括董监高	360 万份限制性股票	48.42 元/股	0.90%	以 2017 年营收为基数, 18-20 年营收增速不低于 15%\30%\45%
2018 年 9 月	1 人, 公司核心技术(业务)人员	36 万份股票期权	96.83 元/股	0.09%	同上
2019 年 10 月	888 人, 均为核心技术和业务人员, 不包括董监高	583.16 万份限制性股票	48.85 元/股	1.45%	以 2018 年营收为基数, 19-21 年营收增速不低于 5%\12%\20%
2019 年 10 月	8 人, 外籍员工核心人才	6.6 万份股票增值权	48.85 元/股	0.02%	同上

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

巨额摊销费用, 对近两年业绩产生一定影响。两次股权激励总计产生 4.66 亿费用待摊销, 尤其在 19 和 20 年, 分别需要摊销 1.14、2.19 亿元。虽然费用短期对利润产生一定影响, 但是股权激励有助于公司长期更健康持续的发展。

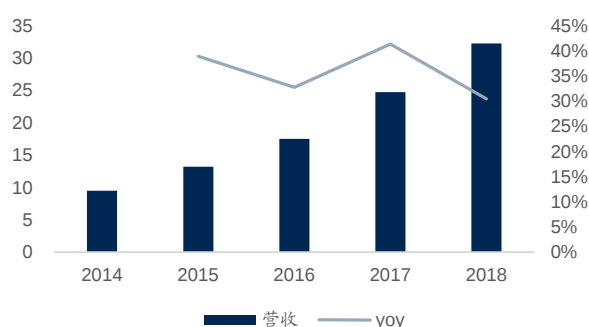
表 7: 深信服 2018 和 2019 年股权激励摊销费用

时间	限制性股票\期权数量(万份)	需摊销的总费用(万元)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
2018 年限制性股票	312.3	11,564	1,765	6,349	2,513	937	
2018 年股票期权	36	698	92	340	181	85	
2019 年限制性股票	583.155	34295.35		4716.55	19227.32	7543.85	2807.63
摊销合计(万元)		46,557	1,857	11,406	21,921	8,566	2,808

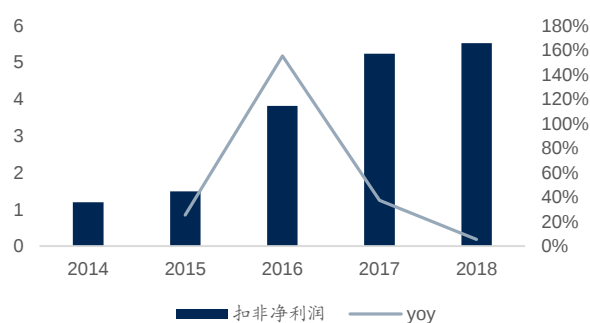
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

营收快速增长, 人均指标持续提升

公司营收和利润保持稳定增长。公司近五年整体营收复合增速为 35.7%, 得益于信息安全的稳定成长, 以及云计算的快速发展, 公司营收一直保持高速增长, 2018 年营收达到 32.24 亿元。利润增速放缓, 主要是公司上市后人员扩充较快, 激励和研发费用上投入增多。从公司整体战略来看, 产品和业务版图仍在快速扩张中, 营收的快速增长相对更为重要。

图 5: 深信服营收增长 (亿元)


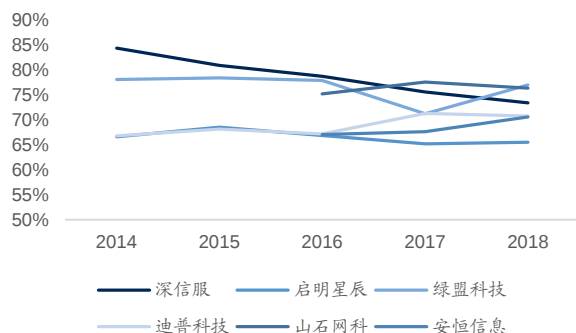
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 深信服扣非利润增长 (亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

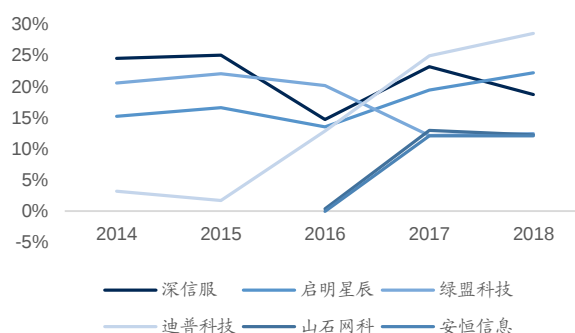
安全业务毛利率领先同行, 整体毛利率水平受到云计算业务拖累。公司整体毛利率持续下滑, 主要是因为云计算毛利率在 53% 左右, 营收占比持续加大导致整体毛利率下降。单看比重最大的信息安全业务, 公司安全产品标准化程度高, 毛利率稳定在 88% 左右, 大幅高于其他安全厂商。公司云计算业务仍在持续投入期, 虽然营收增长较快, 但当前依然很难对公司整体利润产生实质贡献, 因此净利率有所下降。

图 7：各安全厂商毛利率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

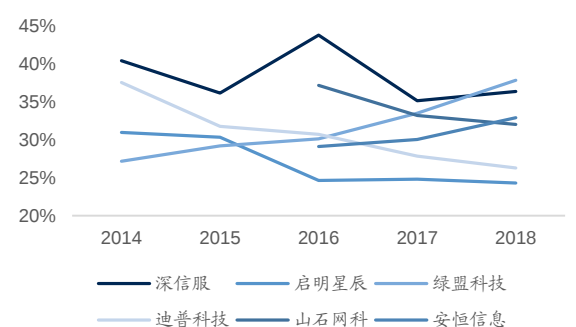
图 8：各安全厂商净利率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

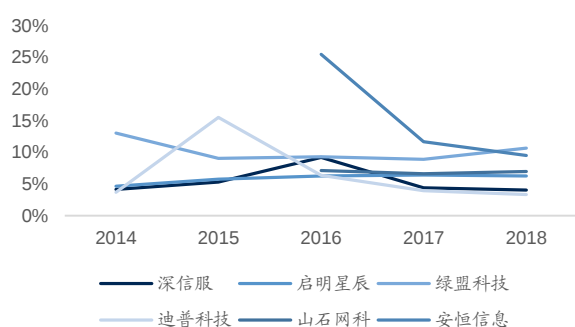
公司销售费用率保持高位，管理费用持续下降。虽然公司以渠道销售为主，但是广泛的渠道客户维系，以及市场开拓仍需要大量厂商销售来支持。同时公司在市场营销方面也投入较大，整体人员薪酬高于同行，导致销售费用率较高，但整体上已经处于下降趋势。扣除研发费用后，公司管理费用占比较低，也显示了公司良好的运行机制。随着股权激励摊销的增多，近两年管理费用率可能有所上升。

图 9：各安全厂商销售费用率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

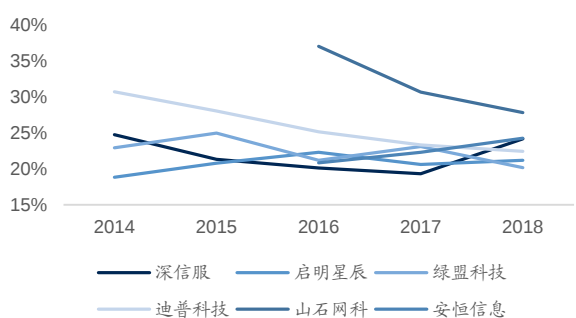
图 10：各安全厂商管理费用率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

18 年研发投入大幅提升，公司设置多个研发团队。公司高度重视研发，每年至少 20% 的营收投入到研发，研发绝对数额远高于其他厂商，上市后公司研发费用率再次回升至 24%。公司设置创新研究院，覆盖网络安全、云计算等多个研发团队，在基础算法和技术上持续加码。

图 11：各安全厂商研发费用率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

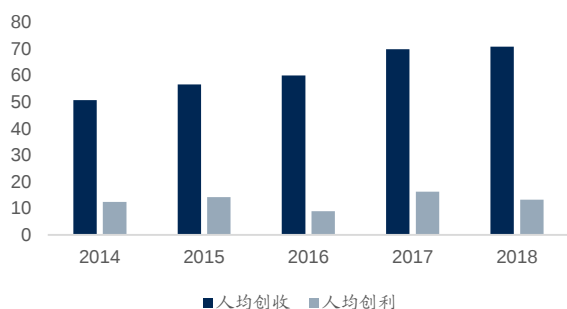
图 12：深信服创新研究院



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

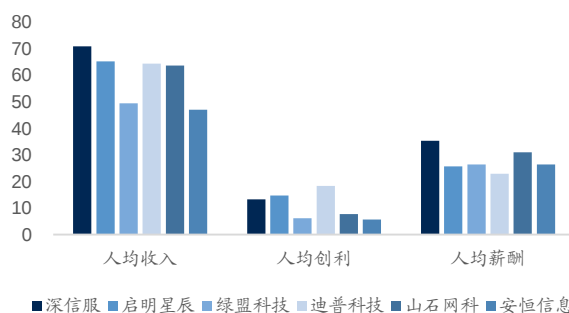
公司人均创收持续提升，人均指标领先同行。公司近年来人员增长较快，近五年复合增速约为 25%，但是人均创收仍在持续提升，2018 年达到 70.8 万，高于其他厂商，规模效应依然存在。公司人均创利存在波动，且低于其他厂商，主要也是因为云计算业务目前仍在投入期，拉低了人均创利指标。另一方面，公司人均薪酬高于其他厂商，与公司强激励政策也相互印证，也说明了公司成本费用较高的原因。

图 13: 深信服人均创收持续提升（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 各安全厂商人均指标对比（万元）

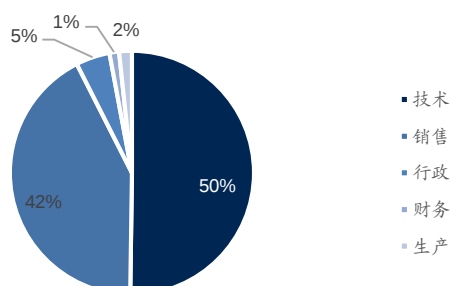


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品和销售配合相得益彰，渠道完善引领行业潮流

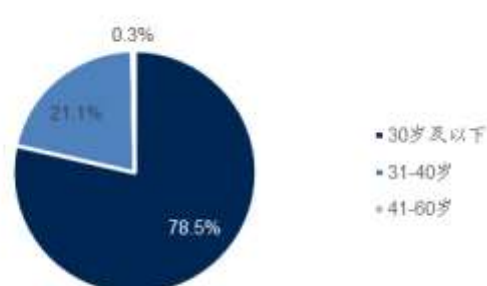
公司以研发和销售人员为主，人员年轻战力充足。公司员工以销售和研发人员为核心，虽然公司以渠道销售为主，但是仍需要大量的销售人员。这是因为仍在持续推出新品中，网络产品复杂性也在持续提升，公司仍需要大量销售人员宣传和培训市场，参与客户开发。公司人员保持快速增长，2018 年达到 4552 人，近五年复合增速为 24.8%。公司大量招收应届生，在校招领域待遇有足够竞争力，但整体成本相对社招仍较低。公司研发员工工作节奏与互联网行业不相上下；强大的渠道支持，也能让年轻销售人员迅速得以培养。公司整体可以说战斗力十足。

图 15: 深信服人员构成（2018 年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16: 深信服员工年龄结构（2017 年）



资料来源：深信服招股说明书，国信证券经济研究所整理

高度重视产品和研发，善于挖掘客户需求，打造标准化产品。安全产品具备成本投资的属性，客户主动投资意愿有限。公司以 VPN 和上网行为管理两大单品起家，均是企业主愿意主动配置的产品，尤其上网行为管理，可以说是深信服定义了这款产品，其出发点也是公司挖掘到企业管理者对员工办公期间上网行为具备管控的需求。公司高度重视产品研发和客户需求，拒绝闭门造车，研发经理、主管等中高层管理人员每人每月必须拜访客户三次，因此才能屡屡推出切中市场的爆品。例如，公司在 16 年推出的感知平台 SIP，同样是切中大型企业主对公司整体网络态势的可视化需求；18 年推出的终端安全 EDR，也是在

17 年深海之蓝病毒肆虐后，面向企业的迫切需求。

公司渠道体系成为独特竞争优势。公司已签约合作伙伴超 3000 家，同时在香港、马来西亚、新加坡多地设立子公司，形成了覆盖全国和部分海外市场的营销网络。对于全国性大客户，公司协同合作伙伴共同开拓；对于区域性大客户，合作伙伴主导，公司提供支持；对于广泛的中小客户，合作伙伴主导，总代提供支持。

图 17：深信服渠道体系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司积极拓展各领域战略合作伙伴，进一步延伸行业触角。由于公司的产品通用性强，可以说遍及所有行业。公司大力发展渠道的同时，也积极在各行业线开拓战略合作。公司与合作方主要以“产品互补、资源共享、合作共赢、共同发展”为原则，重点是双方解决方案的整合，共同提高双方的市场销售能力。例如，公司与多家医疗 IT 厂商合作，大幅提高医院、卫生等市场的覆盖面。深信服也与信息安全厂商合作，双方产品重合度低，但下游客户均以政务类为主；公司逐渐加大对政务市场大项目的挖掘，在与国家信息中心签约仪式，公司创始人、CEO 何朝曦，创始人、COO 熊武均有出席。

表 8：深信服近两年主要战略合作

时间	战略合作方	主要场景
2018 年 4 月	西普教育	教育 IT：联合建设高校网安实验室，培养网安人才
2018 年 5 月	法本信息	IT 外包：全行业覆盖
2018 年 10 月	卫宁健康	医疗 IT：在产品、方案整合、客户拓展方面合作
2018 年 10 月	星环科技	大数据：超融合技术合作，同时联合拓展市场
2019 年 3 月	北信源	信息安全（终端安全）：政务及大型国企领域
2019 年 8 月	亚德科技	医疗 IT：品牌、产品、技术、渠道等全方位合作
2019 年 8 月	国家广电规划院	广电行业安全建设，共建“网络安全科研成果转化与应用基地”
2019 年 9 月	美亚柏科	信息安全（电子取证）：公检法领域
2019 年 10 月	国家信息中心	政务 IT：在政务云和网络安全上合作
2019 年 12 月	创业慧康	医疗 IT：多方面产品和技术合作

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

总结来看，公司渠道体系建设非一日之功，渠道完善的背后是整体管理和产品能力的体现，可以从四个方面解读公司渠道密码：

密码一：公司渠道建设师从华为。公司三位创始人来自华为和中兴，华为基因浓重。华为渠道体系建设完善，主要分为两级。深信服当前的渠道体系和华为

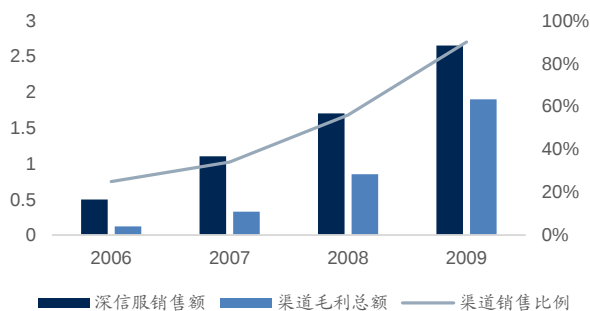
较为相似。

密码二：渠道建设早，是第一家以渠道为主的安全厂商。自推出主打产品以外，公司坚持渠道战略。公司从 2006 年开始渠道营收占比快速提升，在 2008 年 3 月即开始明确 5 万以下的非行业项目全部转交核心渠道来操作，同期也在部分省份试点“不签直单、全部走渠道”政策，到 2009 年已经达到 90%，深信服渠道营销模式已基本建成。另一方面，传统安全厂商均以直销为主，深信服专攻渠道，积累了广泛的渠道商资源。当前众多传统安全厂商也开始加强渠道建设力度。

密码三：产品标准化程度高，且公司起步产品具备主动投资需求。深信服成立之初，选择 VPN（外网访问内网）和上网行为管理（企业主对员工办公时期上网行为进行管理）作为主攻方向，相比传统安全产品的成本投资属性，更具主动投资意愿。同时，产品标准化程度高，易用性强，售前工作相对较轻，更符合渠道类产品特点。而且上网行为管理在初期是一个由深信服定义的全新单品，蓝海市场迅速成为爆款。产品和渠道相辅相成，在前期打下深厚品牌基础。

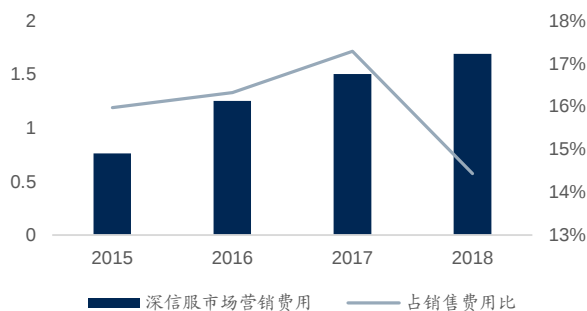
密码四：公司对渠道支持力度大。在众多安全厂商中，深信服市场营销费用最大，18 年达到 1.7 亿元。持续的品牌建设将大幅减少渠道在终端客户中的销售难度。公司在 2004 年就在业界率先建立 CTI 呼叫中心，2008 年就建立可容纳 60 客服坐席的新客服中心，在研发-行销-市场-供应链-技服等体系中，都有完整的渠道工作界面。深信服严格的渠道项目网上报备系统，有效避免了串货（所有订单都需要提前两周在系统进行报备，否则需提供和最终客户的合同传真件），保护了代理商的利益。除渠道项目报备原则外，公司还有不抢渠道客户原则、不压货不压款原则、不拿回扣原则。严格的渠道制度保证了公司渠道体系的健康成长。

图 18：深信服早期渠道建设进程（亿元）



资料来源：IT168，国信证券经济研究所整理

图 19：深信服市场营销费用（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司渠道建设引领行业效仿。公司渠道的成功也引来众多竞争对手学习，传统安全厂商更多以大客户直销为主，虽然也有部分渠道，但占比较小且重视不足。2019 年开始，天融信、启明星辰、绿盟科技等老牌厂商开始加大渠道投入，而以安恒信息和山石网科为代表的新兴安全厂商也逐步提升渠道占比。渠道成为安全厂商必争之地，但是渠道建设非一日之功，深信服多年耕耘和积累牢牢占据渠道市场优势。

表 9：安全厂商直销和渠道对比

公司名称	销售模式	招股书报告期		
深信服		2017 年	2016 年	2015 年
	直销	2.99%	5.41%	4.94%
	渠道代理	97.01%	94.59%	95.06%
启明星辰		未披露占比		
绿盟科技		2013 年 1-6 月年	2012 年	2011 年
	直接销售	46.43%	41.93%	47.25%
	代理销售	53.57%	58.07%	52.75%
迪普科技		2017 年	2016 年	2015 年
	直签销售	35.17%	32.22%	37.72%
	渠道销售	64.83%	67.78%	62.28%
山石网科		2018 年	2017 年	2016 年
	直销模式	10.49%	14.49%	16.43%
	渠道代理模式	89.51%	85.50%	83.57%
安恒信息		2018 年	2017 年	2016 年
	直销模式	44.07%	44.84%	47.62%
	渠道代理模式	55.93%	55.16%	52.38%

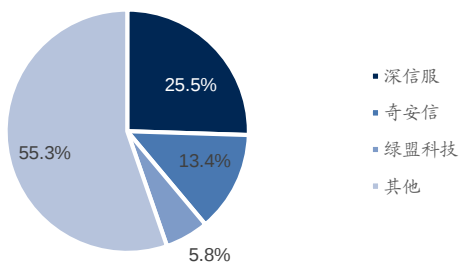
资料来源：各公司招股书，国信证券经济研究所整理

横向拓展和纵向进化，深信服打造核心竞争力

横向拓展产品线：从 VPN 和上网行为管理到全产品线

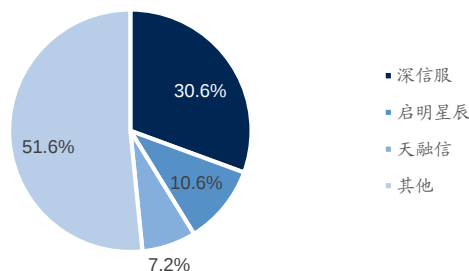
公司以 VPN 和上网行为管理产品起家，且一直保持市场第一。公司在成立之初主推 VPN 和上网行为管理两大单品，一是避开了与传统主流安全产品的直面竞争，二是也创造性的开辟了新的企业需求。尤其是行为管理产品，可以说是深信服定义了这个品类，同时客户主动购买意愿强。公司也牢牢占据了这两个品类的龙头地位，市占率均大幅领先第二名。在此基础上，公司开始第一阶段横向拓展，逐步扩充网络安全产品线。公司陆续推出下一代防火墙、云安全产品、安全感知平台 SIP、终端检测响应平台 EDR、数据库审计等产品，凭借公司广泛的客户积累和渠道优势，各项产品也迅速打开市场。

图 20：2018 年安全内容管理硬件市场（上网行为管理）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

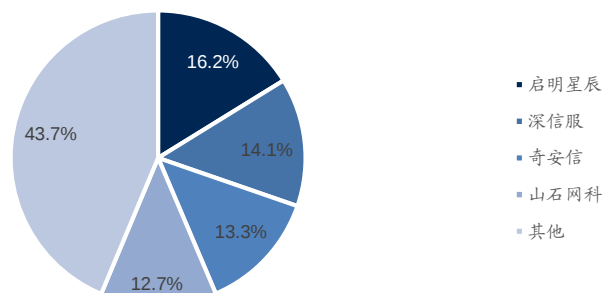
图 21：2018 年 VPN 市场



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

杀入网安核心产品领域，率先推出下一代防火墙。随着网络应用日益丰富，基于网络层防护的传统防火墙在面对各种纷繁应用时显得力不从心。因此 2009 年 Gartner 率先提出了下一代防火墙的概念，要求在传统防火墙功能基础上，融合 IPS、应用识别、可视化等多种功能。在此技术变革时期，深信服精准抓住机会，2011 年在国内首推下一代防火墙，成功切入安全市场最大品类。在 2014 年公司还成为《第二代防火墙》标准制定者，目前公司 UTM 产品市占率已经成为市场第二。

图 22: 2018 年国内 UTM 市场占有率



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

公司推出安全感知平台 SIP，再次切中市场主动需求爆品。基于客户买了众多安全设备，却无法形成联动和整合。态势感知概念和产品应运而生，通过全局可视化的方式，为管理者提供方便和清晰的判断依据，成为近年来最具主动需求能力的爆品。公司在 2016 年推出 SIP，是整个安全体系架构的核心组件，能够和 NGAF、STA、AC、EDR、VSS、VPN 等安全产品对接，是公司在客户侧实现深度分析、威胁检测、防御联动和服务响应的安全运营中心。感知平台通过可视化技术，实现看清业务、看到威胁、看懂风险、辅助决策，已成为客户愿意主动建设的新兴项目。

图 23: 深信服安全感知平台 SIP



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

网络病毒肆虐，深信服终端检测响应平台 EDR 及时响应市场需求。2017 年病毒 WannaCry 的爆发，导致 150 多个国家 30 万用户超 80 亿美元损失；2018 年病毒 Globelmposter 在国内快速传播，影响医疗、法院、教育等行业的业务正常运作。相比于个人终端，企业终端和数据资产价值更大，两次病毒事件的洗礼也让企业端意识到了终端安全的重要。对于传统的网络边界安全，如果没有终端安全的配合，一旦被攻破，内网终端将面临极大风险。普通杀毒软件难以抵御病毒变种或未知恶意软件。因此，深信服在 2018 年推出了轻量级、智能化、响应快的下一代终端安全系统 EDR，以终端资产为核心，通过预防、防御、检测、响应全面赋予终端威胁防御能力。

图 24: 深信服终端检测响应平台 EDR



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

横向拓展业务边界: 从信息安全到云计算和泛 IT

跨界云计算和泛 IT 领域, 新产品不断推出。基于自身的技术优势, 公司再次跃迁至云计算和 IT 基础产品领域。云计算已经成为企业数字化转型的刚需基础设施, 公司再次挖掘蓝海市场, 避开公有云巨头, 进军企业私有云领域。公司推出的超融合架构, 将服务器虚拟化、分布式存储、软件定义的网络与安全等业界前沿技术融合到一台 x86 服务器中, 并通过统一管理平台实现 IT 资源的可视化管理, 帮助用户打造极简、稳定、高性能的 IT 基础新架构。超融合凭借易扩展、低成本、简化部署等多项优势, 越来越成为企业建设私有云的首选。

配合超融合, 公司再推桌面云。传统办公 PC 各员工独立管理和运行, 运维较为繁琐且安全性差; 桌面云凭借集中部署、远程托管、数据隔离等多种技术优势大幅改善了传统办公难题。2020 年初的新冠病毒再次催生了远程办公的需求, 虚拟桌面的应用有望得到市场的快速普及。公司在 2013 年推出 aDesk 桌面云方案, 是基于公司融合架构的新型桌面模式, 通过深度整合服务器虚拟化、桌面虚拟化及存储虚拟化, 只需桌面云一体机和云终端两种设备, 即可实现云平台的快速交付。通过桌面云, 员工可以通过各种终端登录自己的传统办公桌面, 而在数据中心的统一管理也大幅减轻了运维复杂度。

图 25: 深信服超融合一体机



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 26: 深信服桌面云

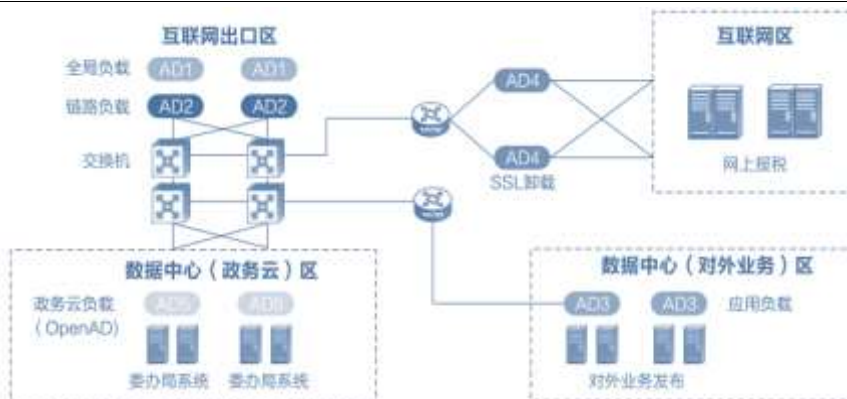


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

挑战垄断, 深信服在 2009 年推出应用交付产品。应用交付是平衡对服务器访问负荷的网络产品, 一台应用交付可能要服务于数百台服务器, 因此具备高性能、高稳定性、高可靠性的要求, 产品技术门槛极高。在深信服之前, 市场主要由 F5、Radware 等国际厂商垄断, 深信服在 08 年开始研发应用交付, 09 年正式发布, 成为国内第一个推出应用交付的厂商。当时, 国外厂商将链路负

载、服务器负载、SSL 卸载、全局负载等功能都单独出售，大幅提升用户的采购成本。深信服推出的应用交付是 ALL-IN-ONE 版本，将所有的功能都集中在方案内，迅速获得国内客户好评。

图 27：深信服应用交付产品 AD



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

深信服 2019 年再次推出软件定义存储 EDS。随着私有云、混合云快速发展，数据体量快速膨胀，导致传统架构存储面临维护成本过高，扩展困难。分布式存储凭借高性能、易扩展、成本低等优势逐步成为企业 IT 的新选择。深信服在 2019 年 1 月推出企业级分布式存储 aStor-EDS，采用了全对称分布式架构，支持数千节点集群部署，灵活扩展的同时保持更高的性能，最大可扩展 EB 级存储空间、1,000 万 IOPS 高性能支撑，实现了一套硬件资源池上，可同时提供块、文件、对象三种存储服务。同样的，公司在存储方向已经有多年技术积累，充分发挥了技术的协同效应。早在 2014 年就开始投入存储研发，应用于虚拟化桌面产品，2015 年应用于超融合产品（超融合的核心技术之一就是分布式存储），经历了 5 年的技术积累与应用实践，为单品的推出做了充分的准备。目前公司 EDS 已经实现多个版本迭代，2018 年试点短时间内就获得了几十家用户，预计未来同样能快速成为爆品。

图 28：深信服软件定义统一存储系统 EDS



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

纵向进化：快速迭代，各产品持续提升

产品力进化快，多项产品迅速成为行业前三。在横向拓展加大产品供给的同时，公司也迅速迭代，提升产品力。除了公司起家的优势产品外，在新推出的云计算、IT 基础产品等领域，也快速做到了市场前列。公司研发实力强大，新产品

的持续推出，给公司带来长期的内生增长动力。

表 10: 深信服各新产品逐步成为为行业领军

产品	市场表现
VPN	硬件 VPN 连续 7 年市占率第一; SSL VPN 连续 8 年市占率第一, 入选 Gartner SSL VPN 魔力象限厂商
上网行为管理	自 2009 年起排名市场第一, 连续多年入围 Gartner SWG 魔力象限
防火墙	2014 年获 NSSLABs“Web 攻击防护”最高评价“推荐”的单位, 连续多年 UTM 市占率第二, 多次入围 Gartner 象限
应用交付	连续五年国内应用交付市场第二, 国产品牌第一; 连续五年入围 Gartner 全球 ADC 魔力象限
广域网优化	中国地区市场占有率第一, 三度入围 Gartner 的 WOC 魔力象限
超融合	超融合软件市占率排名第二, 超融合硬件市占率排名第三; 入围 2019 年 Gartner 超融合象限

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

防火墙持续进步，成功跻身国内第一集团。公司在推出防火墙 4 年后，就进入了 Gartner 象限，在 2019 年最新的 Gartner《网络防火墙魔力象限》报告中，公司与国内众多老牌防火墙厂商同样处于基础象限内。产品力上已经具备自身独到的竞争优势：提供多种基于云的服务、提供原生 EDR 客户端等。公司防火墙在中小企业应用场景上具备广泛优势，同样也再次验证产品和销售的匹配。公司防火墙业务高速增长，一度年复合增长超 70%，已超过 54000 台设备在线稳定运行。

图 29: 深信服入选 Gartner 网络防火墙魔力象限



资料来源: Gartner 2019, 国信证券经济研究所整理

深信服感知平台 SIP 已经进入第一梯队。根据 IDC 发布的《中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》报告，深信服不到三年时间，产品快速进化，已进入了中国态势感知解决方案领导者象限。其中在创新技术能力、综合服务及交付能力上均获得满分评价，如优异的产品框架，对比传统 SOC 日志处理性能提升 100 倍，实现 100 亿级别数据处理能力等。同时，实施交付一直以来是业

内态势感知方案的一大难点，大部分方案交付时间超过 10 个月，甚至长达 1-2 年。深信服 SIP 能够为用户提供超过 30 项标准化交付服务，项目最快可在 48 小时内交付，这也是因为公司一直坚持标准化产品路线，主打企业级市场。基于此，公司 SIP 在 2018 年销售额增长率高达 253%，目前已有 2000+ 使用客户，快速进化能力让产品深受市场认可。

深信服 EDR 迭代迅速，表现已获得业内认可。传统杀毒软件主要基于特征库进行查杀，属于被动防御；且随着特征库不断增加，消耗更多终端资产资源。基于此，深信服推出的 EDR 采用独创的 SAVE 安全智能检测引擎，无特征检测技术，形成 AI 智能、信誉库、基因特征、行为分析等多梯度、全方面检测分析，响应速度更快速，资源占用更低消耗。以勒索病毒 Globelmposter 家族最新变种为例，在对相关样本没有做任何分析的情况下，通过深信服 EDR，可以对其进行 100% 的准确检测和查杀。深信服 EDR 凭借在勒索病毒防护方面优异的表现，率先通过国内外知名第三方网络信息安全测评认证机构赛可达实验室（SKD Labs）认证，并荣获“东方之星”证书。深信服于 2018 年推出 EDR，目前已经迭代到 3.0 版本，已完成与三大国内主流操作系统银河麒麟、中标麒麟、深度操作系统的兼容认证，2019 年已经取得了良好的市场反馈。

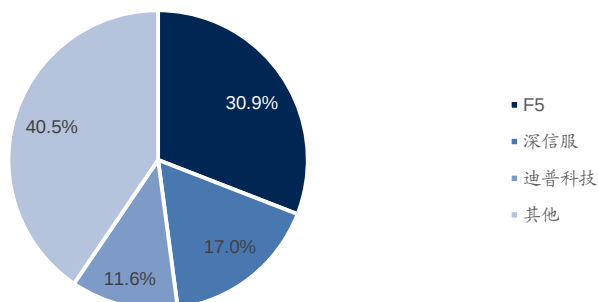
图 30：深信服 EDR 产品技术领先



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

深信服应用交付已经成为国产第一品牌。自推出应用交付以来，深信服持续“小步快跑”式的迭代进化，针对国内市场研发了大量针对性需求。2012 年公司首次入围 Gartner ADC 魔力象限，推出高达 60G 吞吐性能产品，突破行业级大客户，成功入围中国电信应用交付集采；2014 年进军难度最高的金融业，成功通过建设银行多轮的严格测试。目前深信服 AD 硬件设备性能支持 1G-120G；纯软件版本 AD 支持 KVM、VMware、XEN 等平台，具备强大的兼容性。深信服产品力持续提升，已经连续五年入围 Gartner 全球 ADC 魔力象限。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，复合增速为 18%。根据 IDC 数据，深信服 AD 自 2014 年起连续多年市场排名第一的国产品牌，但是仍有近 1/3 市场被国外厂商 F5 占据，深信服应用交付国产替代仍有广阔空间。

图 31: 国内应用交付市场份额 (2017)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

超融合再次成为国内前三甲。公司从 2009 年就开始了虚拟化研究, 2015 年就完成了计算虚拟化, 存储虚拟化, 网络虚拟化产品的广泛交付使用, 推出超融合 aCloud 架构后。2016 年市场排名第四, 目前已进入了市场前三, 保持快速成长态势。2019 年公司首次入围 Gartner 超融合基础设施魔力象限, 其他竞争对手有华为、华云数据 (收购美国超融合企业 Maxta)。公司超融合 aCloud 以承载 Oracle RAC 为目标, 一方面提升产品的可靠性与性能, 一方面在 Oracle 承载方面做了大量的优化措施提升数据库上云的易用性, 目前能够可靠承载 Oracle RAC、MySQL、HIS、ERP、MES 等关键应用。同时, 在用户体验上公司优势明显, “所画即所得”的可视化运维深受客户认可。在此基础上, 公司进一步推出纯软件版本、桌面云等产品, 再次验证公司极强的产品迭代能力。

图 32: 深信服入选 Gartner 超融合基础设施魔力象限



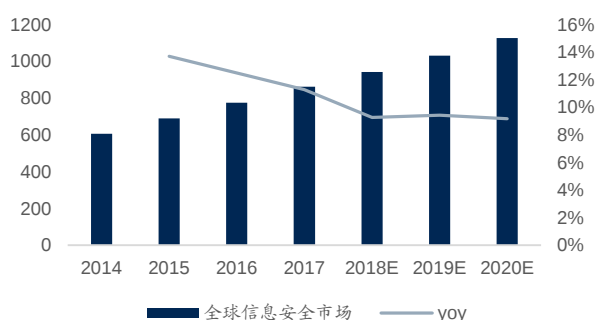
资料来源: Gartner 2019, 国信证券经济研究所整理

等保 2.0 已正式实施，深信服安全业务再提速

国内安全产业每年保持 20% 高增长，等保 2.0 拉开新一轮景气周期

全球信息安全产业稳定增长，国外市场以软件和服务为主。根据 IDC 统计数据，2017 年全球网络安全产业规模达到 862.49 亿美元，2014-2017 年复合增长率为 12.48%，预计 2020 年将达到 1,125.85 亿美元，未来三年复合增长率为 9.30%，依然呈现中高速增长趋势。全球市场以软件和服务为主，其中服务占行业规模为 44%。这主要是国外对信息安全足够重视，企业并非仅仅购买设备就足够了，仍需要大量安全运维服务。安全服务也是国内安全市场发展的重要方向之一。

图 33：全球网络安全市场规模（亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 34：全球安全硬件、软件、服务市场规模（亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

中国信息安全行业内生保持 20% 以上高增长。根据 IDC 数据，2017 年我国网络安全产业规模达到 306.04 亿元，较 2016 年增长 25.99%，2014 年至 2017 年复合增长率为 30.79%，持续保持高速增长。预计 2020 年中国网络安全行业规模将达到 591.28 亿元，2018 年至 2020 年复合增长率为 25.78%。

防火墙和 UTM 等是安全市场最大品类。结构上国内仍以硬件产品为主，安全服务占比仅有 20%，仍有巨大提升潜力。从单品来看，防火墙、UTM、IDPS 占比分别达到 37.64%、24.70% 和 15.00%，2014 年至 2017 年复合增长率分别达到 31.22%、35.71% 和 26.20%，预计到 2020 年还能保持 24.99%、30.56% 及 25.37% 的复合增速。从目前上市的网络安全公司来看，也是主要集中在这些品类。

图 35：中国网络安全产业市场规模（亿元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

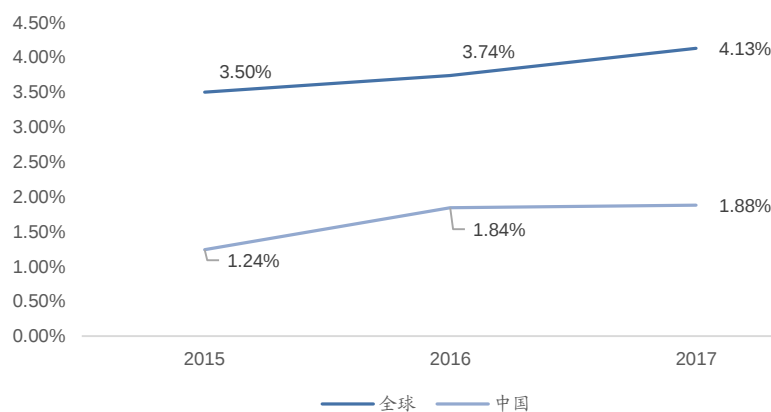
图 36：中国网络安全硬件子领域规模（亿元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

我国安全投入占比极低，中期产业目标为 2000 亿，行业仍有数倍增长空间。根据 IDC 的数据，2015-2017 年我国信息安全投入占总 IT 投入比例低于 2%，远低于全球市场 4% 左右的水平，仍有较大的发展空间。如果对比美日等发达国家，这些国家的安全投入比都在 10% 以上，甚至达到 12%，中国网络安全行业仍有数倍空间。近期工信部就《关于促进网络安全产业发展的指导意见》公开征求意见。目标到 2025 年，培育形成一批年营收超过 20 亿的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过 2000 亿。同时，根据今年发布的《国家网络安全产业规划》，工业和信息化部与北京市人民政府决定建设国家网络安全产业园区，打造不少于 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业，而 A 股网络安全营收体量最大的启明星辰，18 年营收也仅仅只有 25 亿元，均具备较大的增长空间。我国信息安全行业已经迎来最好发展机遇，产业空间有望加速释放。

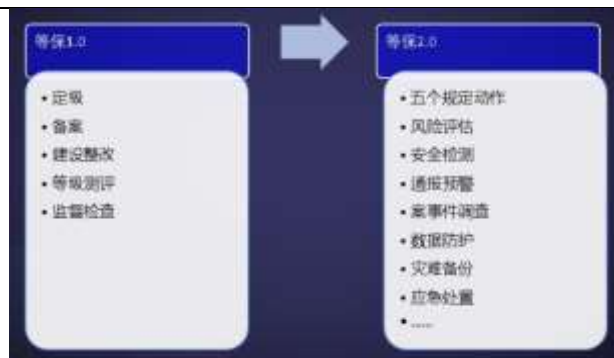
图 37：全球及中国信息安全投入占总 IT 投入比



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

等保 2.0 对 1.0 进行了全面升级，2020 年正式拉开大幕。在等保 1.0 已经运行 10 多年后，等保 2.0 标准于 2019 年 12 月 1 日正式实施，2020 年成为正式落地的开始。十余年时间，IT 发展日新月异，与之相伴的信息安全建设也会有新要求。等保 2.0 在基本继承 1.0 的基础上，同时有三大升级。变化一：法律地位提升。2007 年的等保 1.0 体系，其法律效力为部门规范性文件。2018 年的等保 2.0，是依据《网安法》与《保守国家秘密法》制定的行政法规。在法律效力上，等保 2.0 显著优于等保 1.0，必然在测评过程中给予更强的执行力。变化二：等保监管范围扩大。等保 1.0 只针对网络和信息系统，等保 2.0 细化了网络安全等级保护制度定级对象的具体范围，将云、物联网、工业控制系统等均纳入了等保范围。变化三：强制定级和提升级别。等保 1.0 是“自主定级、自主保护、监督指导”；等保 2.0 是“明确等级、增强保护、常态监督”，是一种强制定级。除此之外，等保测评在 2.0 时代将改为“优、良、中、差”四个等级，其中测评结果为“差”意味着存在高等级安全风险，因此将面临整改。如果换算成 1.0 时代，及格分则由原来的 60 分提升至 70 分，要求更加严格。如果企业未做等保，而被攻击，将面临金额不等的处罚；如果拒不整改，甚至面临停业整顿。对于三级以上的信息系统，每年都需要进行等保测评，等保 2.0 的推动将持续加大各企事业单位的信息安全投入。

图 38: 等保 2.0 评估流程变多



资料来源: 张振峰《等级保护 2.0 时代基本要求解读》, 国信证券经济研究所整理

图 39: 等保 2.0 监管范围扩大



资料来源: e 安在线, 国信证券经济研究所整理

护网行动仍将持续, 等保 2.0 力度更大、范围更广。近年来护网行动力度持续加大, 2019 年涉及的行业更多。信息安全行业回暖, 护网行动的推动功不可没。护网行动是针对重要企事业单位 IT 系统的攻防演练, 未来仍会继续。等保 2.0 在此基础上力度和范围将再次扩大, 理论上是覆盖全国所有的企业 IT 系统。2020 年 1 月发布的《国家政务信息化项目建设管理办法》, 明确提出“不符合密码应用和网络安全要求等情况的政务信息系统, 不安排运行维护经费”。另一方面, 对于等保不合格且拒不整改者, 公安机关可以进行停机整顿。

表 11: 护网行动历年进展

时间	护网行动主要范围
2016	仅公安部、民航局、国家电网三个事业单位参与
2017	部分政府部门加入“护网 2017”行动, 组织演练模拟门户网站、重要信息系统遭受攻击破坏等真实场景
2018	部分国有企业事业单位及其它重点单位加入“护网 2018”行动
2019	涉及范围更广, 工信、安全、武警、交通、铁路、民航、能源、新闻广电、电信运营商等单位都加入到“护网 2019”行动中
2020	仍将持续

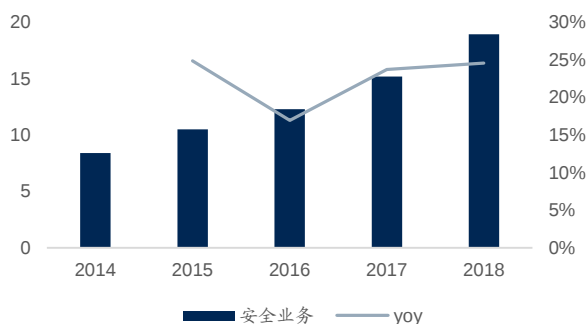
资料来源: 搜狐、国信证券经济研究所整理

多重政策刺激, 信息安全产业有望迎来爆发。我国当前对网络安全重视程度空前, 17 年颁布《网络安全法》; 19 年 12 月正式实施等保 2.0; 20 年 1 月正式实施《密码法》; 《关键信息基础设施保护条例》已上报国务院, 有望 2020 年内出台。尤其在当前的政治经济背景下, 我国对信息安全的建设已经成为头等大事。另一方面, 2019 年在护网行动的带动下, 各主流厂商业绩均表现不错, 整个行业呈现回暖趋势。因此 20 年在等保全面推动的背景下, 安全产业增速有望持续向上。

深信服已成为网络安全龙头, 业绩有望再次提速

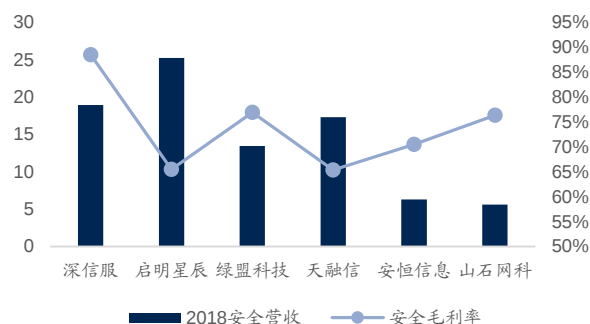
安全业务是公司基石, 毛利率大幅领先同行。公司安全业务近年来保持 22% 以上的复合增速, 2019 年上半年增速高达 34%, 再次验证了安全行业的高景气。根据 2018 年数据, 深信服安全业务在 A 股安全厂商中营收排名第二。公司以内生成长为主, 虽然会让利部分给渠道商, 但毛利率依然比同业高 10 个百分点以上。这主要是因为公司产品标准化程度高, 且毛利率较低的安全服务和集成业务较少。成熟的安全产品成为当前公司主要利润来源。

图 40: 深信服安全业务营收 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

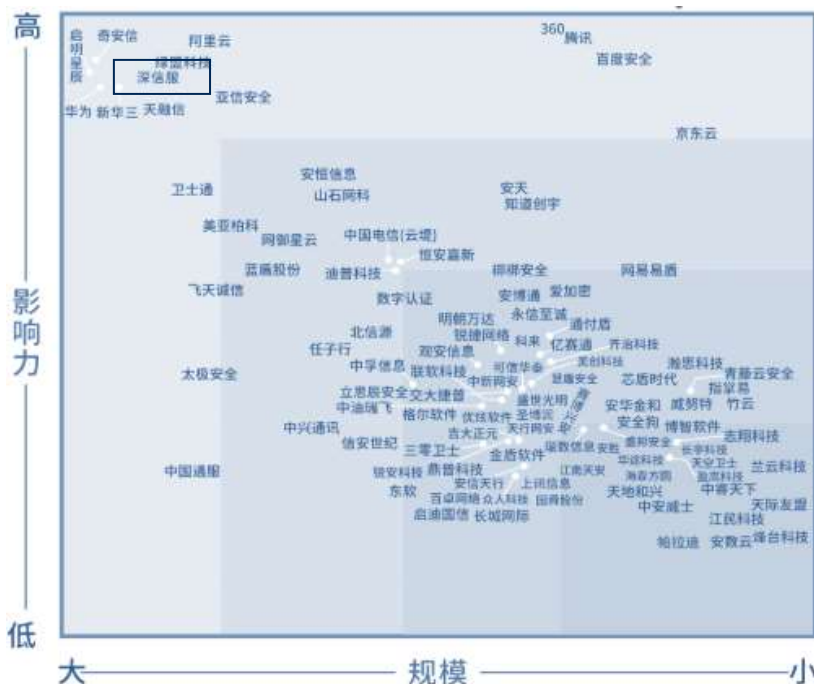
图 41: 主要安全厂商营收和毛利率对比 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

网络安全细分竞争者众多，深信服已成为行业领军。虽然网络安全行业内生增长较快，但是以 A 股安全厂商来看，营收增速并未明显跑赢行业增速。这主要是因为网络安全聚焦在技术变化较快的网络层和应用层，新的技术、风险、防护、产品、公司均层出不穷。根据安全牛的排名，A 股安全公司已经处于行业头部，但是行业整体格局较为分散，头部厂商整体市占率也仅为 5% 左右。深信服近年来持续成长，已经位于行业第一梯队。公司凭借强大的产品和渠道体系，增速一直保持稳定，在行业整体一般时期，增速也快于传统安全厂商。公司已经成为名副其实的行业龙头。

图 42: 中国网络安全企业 100 强



资料来源: 安全牛, 国信证券经济研究所整理

积极参与等保 2.0 活动，加深品牌形象，突破单品局限，意图在大项目市场取得突破。2019 年全国各地开展等保 2.0 的普及和学习活动。在监管部门、公安部信息安全等级保护评估中心等机构的支持下，公司已在全国范围内承办或协办超过 200 场网络安全等级保护制度 2.0 国家标准宣贯会，其中省级行政区网络安全等级保护制度 2.0 国家标准宣贯会 19 场。同时，公司也加大了等保 2.0 产品和解决方案的落地，不再局限于某几款产品的市场，通过等保 2.0 整体方案可以带动更多产品的销售。公司多年发展均以渠道制度为销售方向，以中小

企业市场为主；本次大力投入等保 2.0 宣贯，在政府和公安等客户面前大大刷新了品牌形象，未来在大项目市场取得进展可期。

图 43：深信服加大等保 2.0 产品推广和宣传活动



资料来源：搜狐，国信证券经济研究所整理

与飞腾战略合作，再推国产芯片产品。公司在 2019 年 12 月与天津飞腾、天津麒麟达成战略合作关系，同时发布基于飞腾麒麟 PK 体系的五款产品，分别涉及信息安全和云计算。“PK 体系”已成为未来我国政务端核心 IT 生态体系之一，公司 EDR 等产品也与之完成了适配。各大安全厂商均发布了基于国产芯片的安全产品，意味着政府端新一轮国产替代即将开启。公司在等保宣贯等活动中积极树立品牌形象，有望在政务端市场分一杯羹。

图 44：深信服推出国产芯片适配产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品和客户日益丰硕，公司业绩有望再次提速。随着安全产品线逐渐完善，公司整体解决方案能力快速提升。目前公司已经近 10 万家客户，且不再只是单产品销售，供给侧增加将大幅提升客户价值。相比于传统政府、金融和电信，众多行业级市场的信息安全建设更为不足，公司凭借渠道优势能触达广泛的行业客户，因此公司业绩有望超越行业增速。

云计算快速增长，深信服超融合另辟蹊径

云计算成为 IT 基建浪潮，超融合是快速建设私有云的新兴方式

从数据中心架构发展看超融合的必要性。数据中心主要由计算、存储、网络等多种 IT 设备组成。从近 20 年发展历程来看，数据中心架构主要经历了分散式、整合式、虚拟化、融合系统、超融合五个重要阶段，目前正在告别以往由硬件

定义的模式，逐渐形成由软件定义的智能、模块化数据中心架构。从技术发展来看，分散式和整合式阶段是传统数据中心的布置方式，属于硬件化的堆积，硬件资源利用率极低，管理、维护、扩容复杂。虚拟化阶段让服务器资源池化进入云计算时代，但是计算、网络、存储仍然是三层架构，存储依然是从前的模式，扩容较难。融合系统阶段将众多硬件集成在同一个机架中，多为标准化的应用负载设计，无法满足客户更小颗粒度扩容的需求。超融合阶段通过虚拟化技术更进一步，将计算、网络、存储资源虚拟化后集成到同一个设备中，将硬件资源抽离软件化。超融合摒弃了三层架构固有问题，通过分布式架构、软件定义技术、自修复等功能提供更高的可用性和扩展性，成为当前建设数据中心的首选方式。

图 45：超融合架构演进历程



资料来源：《Nutanix 超融合基础架构权威指南》，国信证券经济研究所整理

超融合大幅精简 IT 架构，最大便利建设私有云。传统云架构下不同功能的 IT 设备多达十几种，尤其是计算和存储分离，中间还需要 SAN 存储网络。但是在超融合架构下，超融合一体机可以将计算和存储资源融合在一个设备里（也可以通过软件的方式整合现有的基础设备）。因此，传统十几种设备的建设方式，变成当前只需要 X86 服务器和交换机即可。超融合大幅突破了传统存储的 I/O 性能。超融合可以理解把公有云资源封装成一个 package，“搬进”自己的机房，快速建设私有云。超融合在享受数据中心安全可控的同时，也同样拥有轻松横向拓展的优势，如资源不够时，再添置若干节点即可。因此，超融合在中小企业自建私有云场景中拥有广泛应用场景，目前已经成为私有云新兴的建设方式。

图 46：超融合架构对传统云基础架构的升级



资料来源：深信服官网，国信证券经济研究所整理

超融合方便易用，部署轻松。超融合首先继承了分布式存储的优点，分布式存

储利用多台存储服务器分担存储负荷，利用位置服务器定位存储信息。它不但提高了系统的可靠性、可用性和存取效率，还易于扩展，将通用硬件引入的不稳定因素降到最低。超融合一体机可以做到开箱即用，原来数周时间的设备部署可以在半小时内完成。超融合可以看作一个独立的数据中心节点，如果企业存在资源不够的情况，可以灵活购买，直接横向部署即可。同时超融合运维方便，不再是计算、存储各有一个管理界面，而是只有一个超融合管理界面，大幅降低使用难度。

表 12：超融合具体优势

	超融合	传统架构
性能节点	根据服务器节点数量多节点并发	双控为主
性能扩展	性能可扩展；性能最大百万级	不易扩展，价格昂贵；性能一般在十万级
数据路径	读本地化，写通过存储网络；更高 IOPS 和更低延迟	读写都有通过存储网络
数据冗余	跨节点 2-3 副本，最多坏两个节点（3 副本）	一个 RAID 中保存 5-6 个副本，最多坏一个控制器
扩容能力	节点横向扩展，性能线性增长，支持负载均衡	增加 RAID 扩展，性能扩展能力有限，不支持负载均衡
运维能力	硬件标准化，管理界面单一，部署时间半天，故障自动恢复	硬件专用复杂，管理界面多个，部署时间一周，故障需手动更换

资料来源：Smart X 官网、国信证券经济研究所整理

超融合大幅降低 IT 成本。根据 Wikibon 的研究，详细拆分了超融合架构和传统 x86 白盒基础设施的整体 IT 运营成本。研究中采用的是，使用 Oracle 高可用性数据库机（ODA）及 Oracle 数据库企业版和 Oracle 真正应用集群（RAC）作为超融合模型。研究中假设 ODA 的硬件成本略高于白盒，但软件和支持成本低得多，因此相同资源配置下，超融合架构 3 年运维总成本节省 123.2 万美元，比传统架构成本降低 36%。

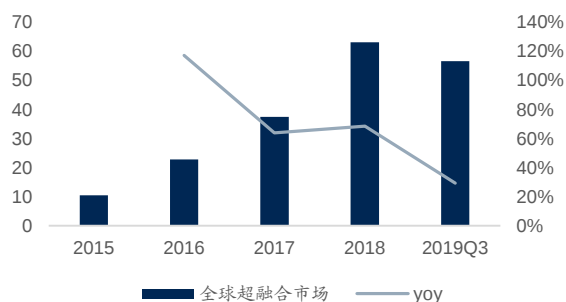
表 13：超融合降低成本

项目	超融合架构成本（万美元）	传统架构成本（万美元）
运营费用	4.61	31.61
3 年软件授权收费	188.24	288.36
设备装运和维护费用	20.94	13.01
架构搭建费用	0.16	0.8
采购费用	0.08	0.8
硬件安装配置费用	0.2	0.98
软件安装配置费用	0.63	2.5
总成本	214.86	338.06

资料来源：Wikibon 2018、国信证券经济研究所整理

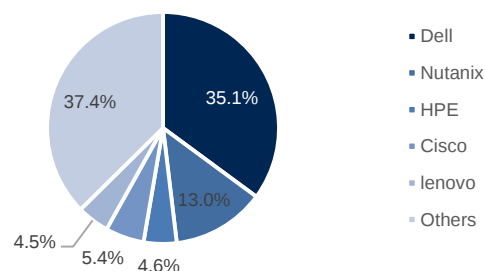
全球超融合市场增速有所回落，Dell 和 Nutanix 是市场寡头。2018 年全球超融合市场达到 63.11 亿美元，同比增长 69%；2019 前三季度市场达到 56.66 亿美元，同比增长 29%。根据 IDC 的统计，全球融合系统 2019 第三季度增长为 3.5%，且均由超融合贡献，认证参考系统与集成基础设施（CI）、集成平台两大细分均出现下滑。超融合对传统融合系统的替代依然持续，预计超融合市场仍能保持稳定增长。Gartner 也预测全球超融合市场截止 2023 年可依旧保持高达 23% 的快速增长。在全球市场中，Dell 和 Nutanix 是市场领头羊，但是 Dell 凭借在服务器、存储、虚拟化等多方面技术的积累，已经超过了超融合“开山鼻祖”Nutanix。

图 47：全球超融合市场规模（亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

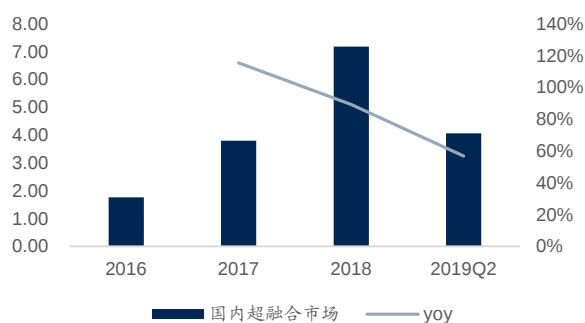
图 48：2019Q3 全球市场份额



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

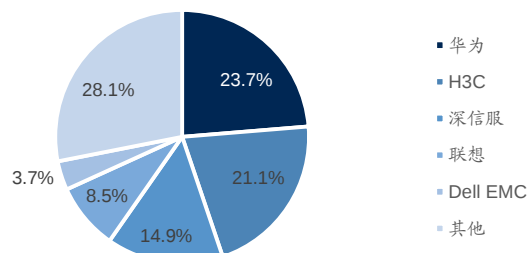
国内超融合市场增长依然迅猛，市场前三保持稳定。2018 年我国超融合市场达到 7.17 亿美元，同比增长 89%；2019 年上半年市场达到 4.06 亿美元，同比增长 57%。我国超融合行业基本从 2015 年开始，目前仍在市场教育阶段，预计未来几年仍将保持 50%左右的市场增速。目前行业格局已逐步稳定，华为、华三、深信服稳占市场前三。

图 49：国内超融合市场规模（亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 50：2019Q3 国内超融合市场份额



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

超融合快速增长，深信服突破天花板

敏锐市场嗅觉，再次抓住云计算机会。云计算已经成为 IT 基础的必然发展方向，但是公有云巨头林立，较难进入。公司敏锐抓住私有云市场，通过与中小企业客户最匹配的超融合方式，迅速取得企业云市场的成功。公司从 2013 年就开始研发服务器虚拟化技术。2015 年推出超融合一体机。2016 年到 2018 年，深信服超融合以承载 Oracle RAC 为目标，投入重兵提升产品的性能和稳定性。公司云计算产品和业务每年都持续进步。目前公司云业务包含企业云、超融合、云管平台等多种产品，公司以云市场为目标，带动整体云业务产品销售。

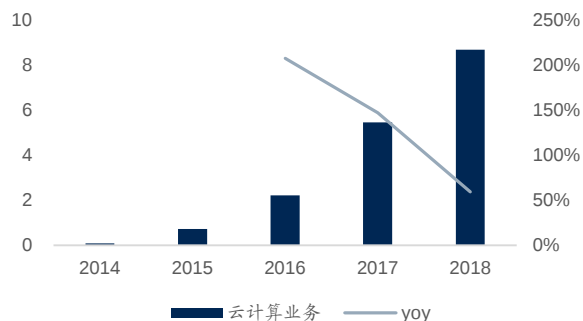
图 51: 深信服云计算业务发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

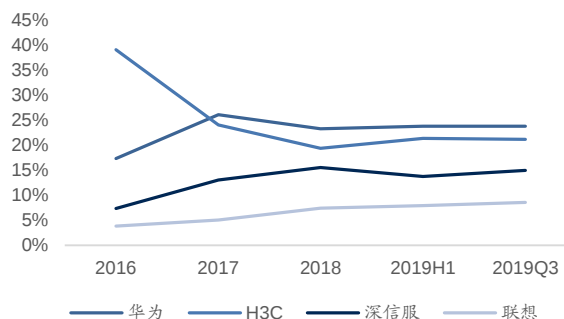
公司云计算业务高速增长，超融合市占率稳步提升。公司云计算业务从 2014 年起步，一直保持快速成长；2018 年云业务营收达到 8.67 亿元，同比增长 59%。公司云业务主要以超融合为代表的企业私有云方向，该领域主要竞争者是华为和华三。公司软硬件整体市占率从 2016 年开始持续提升，排名从市场第四升至第三；2018 年市占率达到 15.5%，2019 年中有所下滑，但 Q3 份额已经回升，主要是季度波动较大。公司超融合软件市场占有率深信服排名第二，市场份额为 17.4%。

图 52: 深信服云计算业务营收 (亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 53: 深信服市占率整体保持上升态势



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

深信服超融合再政府行业突破明显。公司传统优势是通过渠道触达的广泛中小企业级市场，但是根据 IDC 在 2018 年的数据，公司在政府行业占比远超其他友商，说明公司仍有大量企业级市场客户待挖掘。公司已经成为云计算超融合市场上的主力军，在政府、教育、制造业、运营商、医疗等多个行业广泛交付超融合架构超过 5000 家，深信服超融合一体机已累计交付超过 60000C；其中，承载用户关键业务的比例超过 60%。

图 54: 主流超融合企业客户结构



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

极简、稳定、安全、高性能铸就深信服云计算核心竞争力。极简: 公司的产品定位和主要的中小客户高度匹配, 允许客户 3 台超融合一体机起步即可快速构建一个稳定的小型数据中心, 后续可以平滑扩容; 同时, 预先跟国内主流应用厂商的应用软件进行整合, 完成兼容性测试与调优。稳定: 基于超融合的延伸双活集群技术, 让用户可以最低成本建设最高的业务可靠性中心, 同时配合底层磁盘亚健康检测和自动隔离修复, 让超融合系统稳定性更上一个台阶。安全: 公司自带安全基因, 利用应用交付产品 AD, 来实现对链路数据的保护; 利用深信服的安全虚拟化软件, 来实现数据中心的业务防御。高性能: 创新的数据条带化配合读写本地化和聚合副本技术, 发挥出 SSD+HDD 的极限性能, 三节点最高性能高达 44 万 IOPS, 超过业界知名国际厂商 30% 以上, 为用户关键业务提速。

图 55: 深信服云计算竞争优势



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

超融合主要玩家是传统 IT 厂商, 深信服强势表现证明自身实力。超融合核心在软件层面, 主要技术是分布式存储和虚拟化。从国内外主流超融合厂商来看, 服务器和存储技术经验丰富发 IT 厂商更有优势。我国各厂商以开源技术为主, 整体上各有特色。深信服以信息安全业务起家, 也是凭借过硬的技术储备, 在超融合市场占据市场第三的位置。

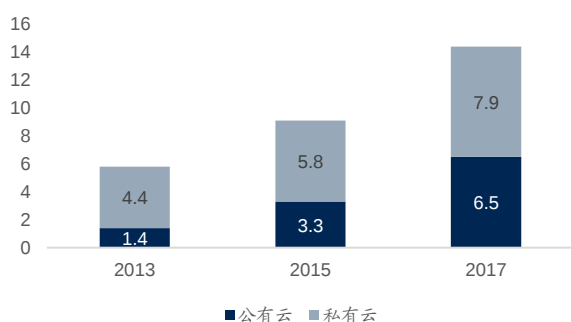
表 14: 各超融合厂商技术基础

厂商	Nutanix	VMware	Dell EMC	华为	H3C	深信服
总部	美国	美国	美国	中国	中国	中国
产品	Nutanix	VMware HCI	VxRail	Fusion Cube	UIS	深信服
硬件来源	超微、联想、Dell	OEM 厂商	Dell	华为	H3C	OEM 厂商
存储技术	NDFS	VSAN	VSAN	Fusion Storage	H3C ONESOR	aSAN
虚拟技术	自主研发	自主研发	基于 VMware	自主研发	基于开源 Ceph	基于 Gluster FS
	AHV	vSphere	vSphere	Fusion Sphere	H3C CAS	aSV
交付方式	基于开源 KVM	自主研发 ESXi	基于 VMware	基于开源 OpenStack	基于开源 KVM	基于开源 KVM
	一体机/软件	软件	一体机	一体机	一体机	一体机/软件
厂商类型	超融合	虚拟化厂商	IT 类	IT+云+超融合	IT+云+超融合	超融合+云+安全

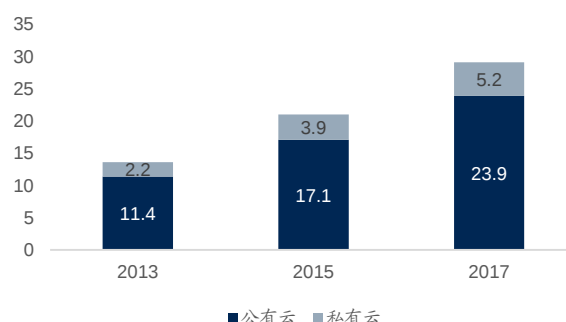
资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

超融合市场广阔, 深信服云业务增速有望反弹

我国云计算市场仍落后美国, 中美对私有云偏好不同。根据麦肯锡的一项市场调查, 2017 年我国 IT 总预算中约有 14.4% 用于云服务, 美国约有 29.1% 用于云服务, 中美在云上的投入仍有较大差距。另一方面, 基于对信息系统的本地保护偏好, 中国更愿意投入私有云, 2017 年云预算中 6.5% 投入公有云, 7.9% 投入私有云。公有云比私有云大约为 5.5:4.5, 这与国内公有云和私有云市场规模基本一致。美国更愿意投入公有云, 私有云占整体云比例不超过 20%。因此, 在国内的市场偏好下, 私有云市场有广泛空间。

图 56: 中国公有云和私有云建设偏好


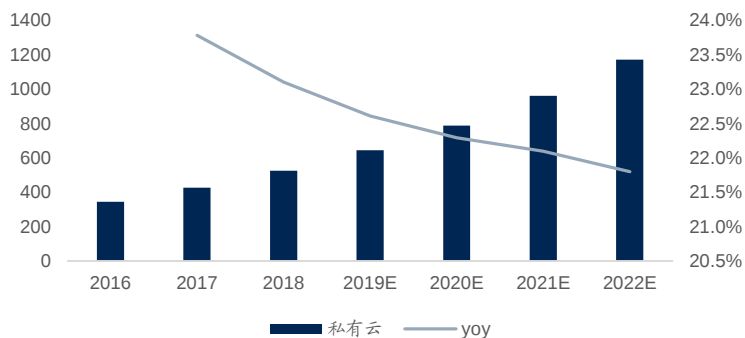
资料来源: 麦肯锡, 国信证券经济研究所整理

图 57: 美国公有云和私有云建设偏好


资料来源: 麦肯锡, 国信证券经济研究所整理

我国私有云市场仍保持 20% 以上增长, 超融合大有可为。根据中国信通院的统计, 2018 年我国云计算整体市场达到 962.8 亿元, 同比增长 39.2%。其中私有云仍占据主要份额, 2018 年私有云市场达到 525 亿元, 同比增长 23.1%, 预计中期仍会保持 20% 以上的增长。超融合凭借高性价比和易用性, 已经成为私有云建设的首选。目前超融合的解决方案已经广泛应用在政府、教育、金融、医疗等各行业, 且已经承载了相当数量的核心业务。在我国快速推进企业上云的进程中, 超融合的角色势必加大。IDC 预测, 2023 年中国将成为全球最大私有云市场, 超融合大有可为。

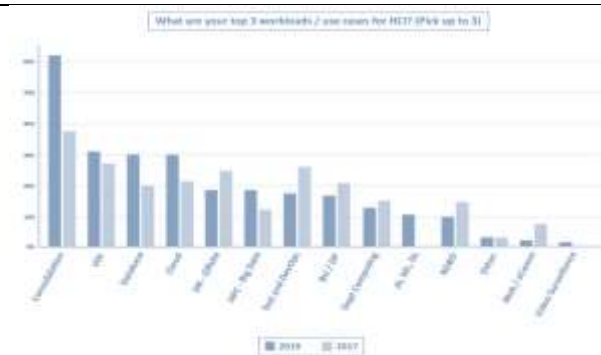
图 58: 中国私有云市场规模 (亿元)



资料来源: 中国信通院, 国信证券经济研究所整理

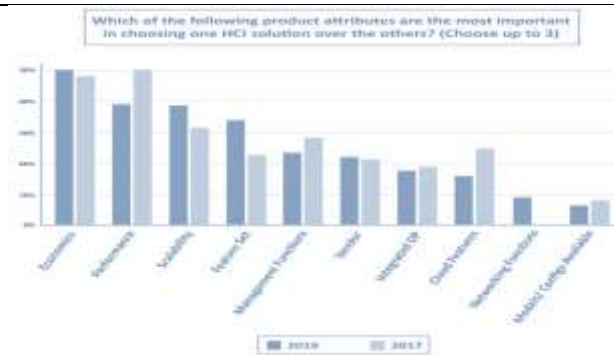
市场教育逐步成熟, 超融合接开始被广泛接受。著名研究机构 Evaluator Group 从 2016 年就开始了对超融合市场的跟踪调查, 2019 年最新数据显示了积极的变化, 接近 80% 的受访者认可了超融合的价值, 同时正在考虑增加对超融合的使用。在应用场景中, 超融合的灵活性及可逐步扩展性正被企业熟知, 数据库、云等工作负载和用例明显增加, 证明了超融合正被企业 IT 全面接受。在产品选择上, 超融合性价比让“成本”成为首要考虑因素; “性能”支持率下降, 也说明了企业 IT 意识到有更多的超融合产品足以满足他们的需要, 超融合产品几乎可以满足所有的应用场景, 因此性能不再作为产品选购的首选。如今, 超过 25% 的人表示超融合适合任何用例, 从前对超融合最大担忧“成熟度”, 目前选择该类问题的受访者也大幅下降。因此, 超融合市场接受度再上新台阶, 有望为长期增长打开空间。

图 59: 超融合的前三大用例/工作负载



资料来源: Evaluator Group, 国信证券经济研究所整理

图 60: 超融合产品最看重属性



资料来源: Evaluator Group, 国信证券经济研究所整理

超融合战略价值升级, 未来有望成为链接多云环境的入口。在当前 IT 架构中, 多数企业不只使用公有云, 私有云也会使用。Gartner 也预测, 到 2020 年, 90% 的组织将利用混合云管理基础设施。根据调查结果, 超融合在运行混合云的本地组件方面很受欢迎, 它提供了一个全面的计算环境, 该环境灵活性高、可轻松扩展, 能广泛支持各种工作负载。因此, 超融合不仅是未来企业数据中心的重要组成部分, 更是构筑连接本地与云端简便也是直接的桥梁。

深信服推出云管平台 aCMP, 意在广阔混合云市场。随着公司业务线的拓展, 产品布局已涵盖 acloud (虚拟化和超融合)、aCMP (私有云和混合云)、aStor (分布式存储) 多个云相关模块。公司云计算战略逐步调整, 正在基于超融合架构, 进一步挖掘私有云、托管云和混合云市场。2019 年 3 月, 深信服正式发布了基于超融合架构混合云解决方案, 同时发布了深信服混合云 aCMP6.0.10

平台，助力更多场景下的用户业务平滑上云。

表 15: 深信服云管平台 aCMP

产品功能	具体优势
异构资源池整合	支持纳管 VMware 虚拟化平台，大幅简化用户异构数据中心资源池的管理和资源调配
多云整合	支持私有云和公有云的统一管理，让用户充分利用不同云厂商的服务优势和构建跨云的灾备
支持构建同架构混合云	支持深信服私有云和深信服托管云资源池统一管理，为用户建立同架构混合云，真正实现云上云下的无缝对接，让用户在兼顾“稳态”和“敏态”业务的同时，获得云上云下的融合和一致的操作体验。
灵活资源划分	用户可以通过管理平台自助申请平台资源，并且可更改资源使用周期，到期后资源自动回收，包含计算、网络、vGPU、GPU 直通等不同资源。
GPU 场景支持	支持 GPU 直通和 GPU 虚拟化场景，根据需求自定义 GPU 数量，并且可以按需变更，实现申请、交付、回收的 GPU 自动化运营

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

预测超融合行业仍保持快速增长。超融合是目前新兴且被首选的私有云建设方案，随着市场进一步成熟，行业任何保持快速增长。从国内来看，当前超融合在私有云中渗透率不到 10%。从全球市场来看，假设私有云和公有云比例是 3:7，大概测算出超融合再私有云中的渗透率，整体高于国内市场。我们假设超融合渗透率逐步提升，测算出国内市场仍能保持 40% 以上的增速。目前超融合覆盖范围正在进一步扩大，不仅重要客户在从中等规模客户向大型企业扩张，应用场景也从服务器虚拟化、VDI、分支机构场景扩展到数据库、Cloud 等关键业务场景。尤其国内市场，大中型企业对公有云的采纳率并不高，中国大型企业 2018 年云迁移率仅为 11%（Gartner 数据），用户更倾向于在私有环境部署类似云的基础架构。因此，超融合市场前景依然光明。

表 16: 超融合市场测算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国私有云市场（亿元）	344.8	426.8	525.4	644.2	787.8	961.9
中国超融合市场（亿元）	12.15	26.15	49.47	70.86	102.41	144.29
国内渗透率	3.52%	6.13%	9.42%	11%	13%	15%
国内超融合增速		115.30%	89.18%	43.23%	44.53%	40.88%
全球私有云市场（亿美元）	374.57	474.86	584.14	708.43	847.29	1003.29
全球超融合市场（亿美元）	22.82	37.42	63.11	85.01	118.62	160.53
全球渗透率	6.09%	7.88%	10.80%	12%	14%	16%
全球超融合增速		64.00%	68.65%	34.70%	39.53%	35.33%

资料来源：国信证券经济研究所整理

深信服云业务增速有望反弹。公司目前已经完成了三大业务线梳理，对云战略有了新的定位，以私有云和混合云为目标有望拉动超融合、云管平台、虚拟桌面等多产品的销售。国外超融合市场传统 IT 厂商 Dell 表现强势，主要是因为其有 VMware 和 EMC 等强援支持，在多方面技术均有深厚积累。国内市场来看，华为、华三和深信服多项技术也是基于开源方案，厂商之间竞争相对错位，且深信服技术有自身特色。另一方面，受困于美国实体清单，华为超融合业务可能也会短期受困。因此，深信服云业务有望在 2020 年增速实现反弹。

企业无线业务为基础，新 IT 重新起航

企业无线业务稳定发展，信锐网科实力不容小觑

从无线 AP 起家，信锐网科成长为市场第三。深信服从 2011 年就开始布局企业无线业务，次年推出第一款无线网络产品。2014 年信锐网科成立，独立运营企业级无线业务。公司融合了深信服多项优势技术，让产品具备上网行为管理、

VPN 等特色功能，也获得了市场的广泛认可，2018 年一季度信锐在中国企业级 WLAN 市场份额已上升至第三。信锐技术虽然发展历程较短，但持续不断推出新产品，进入新领域。目前信锐已经形成三大业务板块：企业级安全无线、企业级安视交换机、物联网春蚕与哨兵，在全国拥有超七万家行业用户。

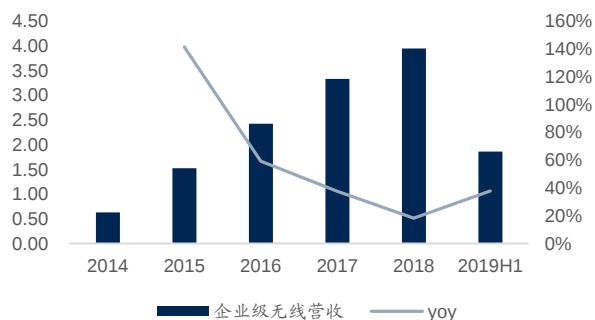
表 17：超融合市场测算

时间	事件
2011 年 4 月	深信服成立独立无线产品研发团队(信锐技术前身)
2012 年 7 月	发布第一款应用层无线网络产品
2013 年 10 月	推出支持广告营销推送功能的企业级无线产品
2014 年 2 月	信锐技术公司正式成立，并首推支持微信认证的企业级无线产品
2014 年 6 月	全面融合深信服上网行为管理功能，信锐无线 AC 成为业界首款无需增加额外服务器即可实现上网行为管理的无线网络管理设备
2015 年 6 月	新增接入点 VPN、控制器 VPN 功能，无线数据传输更安全
2015 年 10 月	跻身中国企业级 WLAN 市场前五，国产品牌前三
2016 年 2 月	正式进入企业级无线物联网设备市场
2016 年 6 月	据 IDC 数据显示，信锐技术跻身中国企业级 WLAN 市场前四
2016 年 12 月	正式推出企业物联网设备，包括物联网管理平台以及 Wi-Fi 智能插座，支持可视化管理、自定义联动策略
2017 年 3 月	推出无线、物联网合二为一的控制器版本
2017 年 6 月	推出 Lora 版智能插座、温湿度传感器、Lora 网关和 Lora 空调面板等物联网产品
2017 年 12 月	发布可由无线控制器统一管控、具备安全特性的智能交换机新产品，进入交换机市场
2018 年 6 月	IDC 数据显示，2018 年 Q1 信锐技术中国企业级 WLAN 市场份额已上升至第三
2018 年 12 月	信锐技术发布安视交换机、春蚕校园物联网、机房哨兵三大子品牌
2019 年 6 月	信锐安视交换机入围国家税务总局 2019 年信息化产品协议供货名单

资料来源：信锐技术官网，国信证券经济研究所整理

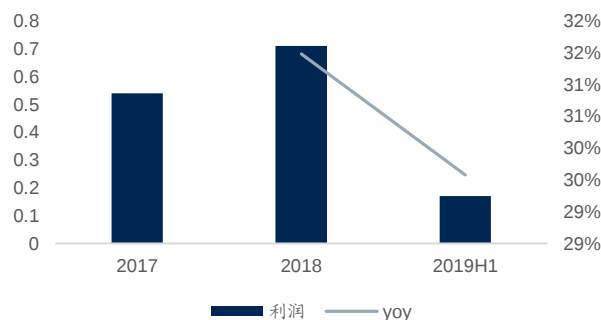
企业级无线业务稳定增长，已贡献可观利润。2018 年深信服企业级无线营收达到 3.94 亿元，同比增长 18%。2019 年上半年营收达到 1.86 亿元，同比增长 38%，增速回升。企业级无线业务毛利率保持在 60%以上，根据公司年报披露，信锐网科已经贡献利润，2018 年净利润达到 0.71 亿元，同比增长 31%。预计无线业务仍能保持稳定增长。

图 61：深信服企业级无线业务营收（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 62：信锐网科净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

布局物联网生态，信锐持续突破。信锐从无线 AP 起家，以“链接”为核心进入到交换机和物联网领域。虽然网络交换机市场较为成熟，但是公司善于抓住技术变革时期进行单点突破，安视交换机是信锐技术基于 SDN 设计理念完全自主研发的企业级网络交换机。物联网方面，“春蚕”定位校园物联网建设，“哨兵”定位机房巡检感知系统，公司已经推出了物联网网关、智能门锁、智能开关等多款产品。同时，信锐推出自己的开放物联网平台，目前信锐企业级物联网生态圈已与超 100 家物联网应用产业链成员建立合作，并建立超过 1000 种传感器的传感器库。

图 63: 信锐企业级物联网生态圈



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

受益于 Wifi6，国内 Wlan 市场有望重回高增长。根据 IDC 数据，2018 年中国网络市场规模为 83.5 亿美元(约合人民币 554.5 亿元)，同比 2017 年增长 16.4%。WLAN 市场同比增长 9.9%，受 4G 不限量流量套餐和投融资减少投资的影响，无线建设开始放缓。无线技术的持续升级将为市场带来新的增量，2020 年 2 月小米发布了首款支持 WiFi6 网络技术的路由器，Wifi 升级拉开序幕。根据 2019 年 Q3 数据，802.11ac 产品在企业细分市场中占从属接入点出货量的 84.8%，占从属接入点收入的 86.2%。Wi-Fi 6 产品占从属接入点出货量的 3.1%，占收入的 6.1%。预计 2020 年，随着适配 802.11ax (Wifi6) 的终端设备逐步亮相，未来 wifi6 的替代会引领新一轮 WLAN 市场的增长。

图 64: 中国网络市场规模 (百万美元)



资料来源：IDC 中国 (2019)，国信证券经济研究所整理

信锐在 2019 年下半年就发布了 Wifi6 产品。NAP-5820-X 无线接入点是信锐自主研发的新一代 Wi-Fi 6 商用高性能无线 AP。该产品内置矩阵式智能天线，基于最新的 802.11AX 标准开发，支持 8x8 MU-MIMO 技术、OFDMA 空分复用技术和 1024QAM 调制解调算法，整机最高速率可达 6 Gbps，可提供更快的无线上网和更大的无线覆盖范围。随着 Wifi6 对市场的带动，公司无线业务有望增速有望回升。

图 65：信锐推出 Wifi6 产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

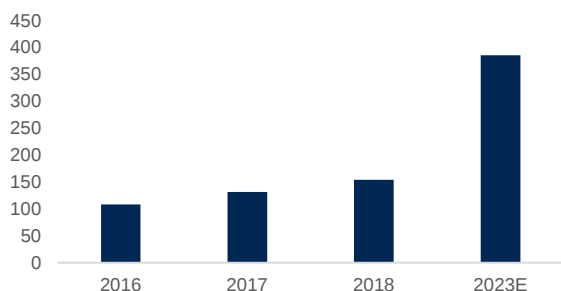
产品力已充分验证，新 IT 值得期待

深信服新 IT 多项产品已经被市场充分验证。公司在 2019 年调整新业务结构后，以软件定义重塑 IT 基础架构，主要包含桌面云 aDesk、应用交付 AD、软件定义广域网 SD-WAN、企业级分布式存储 EDS 等。多项产品已经取得了亮眼的市场成绩，如应用交付 AD 是国产市占率第一品牌，广域网优化产品中国地区市场占有率第一等。公司研发实力雄厚，产品不断推陈出新，叠加丰富的渠道优势，新 IT 业务值得期待。

虚拟桌面和超融合相得益彰，深信服云桌面特点明显。公司 aDesk 桌面云方案，是基于融合架构的新型桌面模式，通过深度整合服务器虚拟化、桌面虚拟化及存储虚拟化，只需桌面云一体机和云终端两种设备就可以实现云桌面。公司云桌面主要有五大特点：软硬件深度融合、“零总线”外设映射技术、基于 KVM 架构的高性能 vGPU 方案、高效能桌面编码协议、深度集成可视化安全能力。在销售模式上，云桌面和超融合相互配合，共同拉动业绩增长。

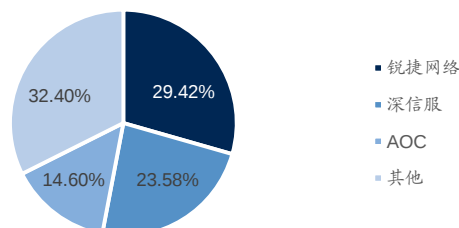
云桌面市场稳定增长，深信服已成为市场第二。2018 年中国桌面云整体解决方案总市场规模达到 154 万个桌面，较 2017 年增长 17.6%。预计在 2023 年市场规模将达到 385 万个桌面，2018 年至 2023 年年均复合增长率将维持 20%。根据 IDC 数据，2018 年全年中国 VDI 瘦终端出货量增速显著，深信服以 23.58% 的占比蝉联第二，且保持快速增长。截止 2019 年，公司已累计交付 70 万台瘦终端、75 万个虚拟桌面授权，已经成为全行业 6000+ 用户新一代云办公模式的一致选择，千台以上规模部署用户超过 100 家。

图 66：国内 VDI 市场（万个）



资料来源：计世资讯，国信证券经济研究所整理

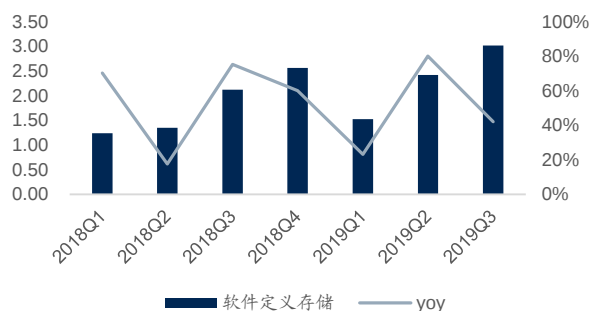
图 67：中国 VDI 市场份额（2018）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

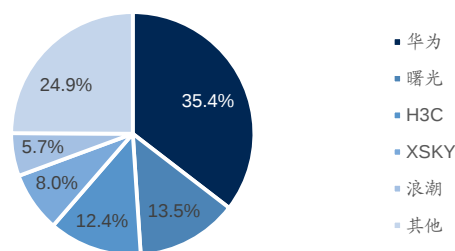
深信服 2019 年新推出分布式存储 EDS，与超融合同样一脉相承。在新 IT 业务板块，公司最新推出的是企业级分布式存储产品，而公司成熟产品超融合的核心技术就是分布式存储。因此，公司其实早已经积累了丰富的产品案例和经验，此次 EDS 属于单拉出的成熟产品线。软件定义存储（SDS）明显优于传统多控制器阵列结构，加之软件定义存储易于扩展和管理，其成本低、硬件灵活度高以及可快速集成等特长，迅速得到市场青睐，不断蚕食传统企业级存储市场。我国 SDS 市场一直保持高速增长，2018 年达到 7.2 亿美金，但是占中国传统企业级存储市场仍不到 20%。IDC 预测 2023 年中国 SDS 市场将达到 20 亿美金。目前国内 SDS 市场主要由华为、曙光、H3C 等传统 IT 厂商占据，参考深信服在超融合领域的横空出世，公司 EDS 同样有望迅速取得市场成绩。

图 68：中国软件定义存储市场季度增长（亿美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 69：中国软件定义存储市场份额（2019Q3）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

以软件定义为核心，深信服将技术优势发挥到极致。公司在网络技术上丰富积累，随着技术衍生不断迭代出新的产品形态，且多次击中市场需求痛点。公司以软件定义为出发点，避开了传统市场竞争。公司坚持将细分产品做到极致，再通过强力渠道的配合，能够快速进入市场前列。公司已经积累了广泛的客户群，随着供给侧多方面提供产品，新 IT 业务持续成长可期。

按假设前提，我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 44.09/61.41/83.48 亿元，归母净利润 7.45/9.49/13.44 亿元，利润年增速分别为 23%/28%/42%，摊薄 EPS=1.82/2.32/3.29 元。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

（1）网络安全：安全业务是公司主要的收入和利润来源，多项主流产品已经占据市场前三的份额。在此基础上，公司精准抓住市场需求，再次推出态势感知、EDR 等爆款产品。公司渠道建设完善，优势明显，新产品有望迅速带来收入增长。2019 年在护网行动带动下，安全市场开始回暖；随着 2020 年等保 2.0 以及密码法等实施，信息安全市场增速有望持续向上。目前公司已经近 10 万家客户，且不再只是单产品销售，供给侧增加将大幅提升客户价值。预计近三年是网络安全业务的黄金时期，安全业务保持 30% 以上的增长。

（2）云计算：公司从 2014 年才开始进入云计算，在超融合领域迅速成为市场前三；但是公司在云计算方面仍在持续投入期，难以对利润产生实质贡献。我国云计算市场中私有云占比高，超融合凭借高性能、易扩展、低成本等优势，已经成为建设企业私有云的新兴首选方式。公司以超融合为基础，逐步拓展私有云和混合云的发展，整个云业务均保持高速增长。随着超融合市场被逐步教育成熟，以及华为可能面临实体清单的影响，公司云业务增速有望回升，预计近三年均在 40% 以上的增速。

(3) 企业级无线：无线业务以子公司信锐技术为核心，目前在国内企业 Wlan 市场排名上升至第三位。受困于行业原因，该业务整体增速有所放缓。但是随着 Wif6 替换的开始，Wlan 市场有望重回高增长。公司也推出了自主研发的 wif6 产品，2019 年上半年企业无线业务增速已经大幅反弹。另一方面，新 IT 业务中，老产品已早早成为国内第一；新产品在原有技术上有大量协同，如企业级分布式存储 EDS，早在超融合中已经成熟。凭借公司强大的渠道配合，新产品有望迅速取得市场，预计新 IT 业务能保持 30% 增长。

(4) 信息技术服务：预计保持稳定。

表 18：公司业务分拆预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
安全业务	12.28	15.19	18.92	25.73	35.51	47.23
yoy	16.95%	23.70%	24.56%	36%	38%	33%
毛利率	88.00%	88.72%	88.46%	88%	88%	88%
云计算业务	2.21	5.45	8.67	12.40	18.35	26.61
yoy	206.94%	146.61%	59.08%	43%	48%	45%
毛利率	57.15%	53.00%	53.82%	53%	53%	53%
企业级无线	2.42	3.33	3.94	5.12	6.66	8.66
yoy	59.21%	37.60%	18.32%	30%	30%	30%
毛利率	63.36%	64.33%	61.92%	62%	62%	62%
信息技术服务	0.58	0.76	0.72	0.85	0.9	1
yoy	28.89%	31.03%	-5.26%	18.06%	5.88%	11.11%
毛利率	27.01%	21.58%	0.00%	20%	20%	20%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

基于此业务拆分，我们对未来三年进行了预测。公司当前仍在扩张期，多业务线和产品线仍需要高投入，因此我们假设管理费用率（包括研发费用）仍在 26% 以上，销售费用率在 35% 左右，随后缓慢下降。

未来 3 年盈利预测

表 19：未来 3 年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3224	4409	6141	8348
营业成本	860	1154	1613	2226
销售费用	1171	1596	2168	2863
管理费用	130	1155	1670	2171
财务费用	(77)	(40)	(74)	(113)
营业利润	614	826	1054	1493
利润总额	618	827	1055	1494
归属于母公司净利润	603	745	949	1344
EPS	1.50	1.82	2.32	3.29
ROE	17.6%	18.5%	19.8%	22.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 44.09 亿元、61.41 亿元、83.48 亿元，归母净利润 7.45/9.49/13.44 亿元，利润年增速分别为 23%/28%/42%，摊薄 EPS=1.82/2.32/3.29 元。

盈利预测的敏感性分析

我们以上述结果为中性预测结果，此部分我们进行盈利预测情景分析。由于公司营收和利润主要贡献在信息安全业务，且仍在持续推新产品进程中，而云计算业务增速波动较大，利润贡献有限。公司存在超预期或者低于预期的可能，我们针对以上因素进行敏感性分析。

乐观预测上调 2019-2021 年公司整体营收 5%，悲观预测下调 2019-2021 年公司整体营收 5%，得到预测结果与收入变动之间较不敏感，具体情况如下：

盈利预测情景分析

表 20：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,472	3,224	4,571	6,594	9,293
(+/-%)	41.3%	30.4%	41.7%	44.3%	40.9%
净利润(百万元)	574	603	760	992	1451
(+/-%)	122.7%	5.2%	26.0%	30.6%	46.2%
摊薄 EPS	1.42	1.50	1.86	2.43	3.55
中性预测					
营业收入(百万元)	2,472	3,224	4,409	6,141	8,348
(+/-%)	41.3%	30.4%	36.7%	39.3%	35.9%
净利润(百万元)	574	603	745	949	1344
(+/-%)	122.7%	5.2%	23.4%	27.5%	41.6%
摊薄 EPS(元)	1.42	1.50	1.82	2.32	3.29
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,472	3,224	4,248	5,704	7,468
(+/-%)	41.3%	30.4%	31.7%	34.3%	30.9%
净利润(百万元)	574	603	729	908	1245
(+/-%)	122.7%	5.2%	20.9%	24.5%	37.2%
摊薄 EPS	1.42	1.50	1.78	2.22	3.05
总股本（百万股）	403	403	409	409	409

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 227.08-243.02 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）、永续增长率的计算的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 4%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生变化，公司持续成长性实际较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2020 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑到公司在产品上的领先性和前瞻性，给予一定的估值溢价，可能存在整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

收入增速假设由各个行业增长逻辑；公司产品领先且渠道优势明显，新产品持续取得优异市场表现；以及公司市场地位推导，但也与公司后续的经营情况相关，故存在收入增长超预期或低于预期的可能。

销售费用、管理费用、研发费用投入或存在超预期的风险。

政策风险

等保 2.0 等信息安全政策执行不及预期。

经营风险

信息安全行业竞争激烈，毛利率下降；新安全产品推广不及预期。

云计算行业增长放缓，超融合被新技术路线取代。

企业级无线市场增速下滑，新 IT 基础产品竞争激烈，市场进展缓慢。

市场风险

受宏观经济下滑影响，政企等社会机构对信息安全、云计算等投入不足。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	737	2160	3294	4763	营业收入	3224	4409	6141	8348
应收款项	325	445	619	842	营业成本	860	1154	1613	2226
存货净额	128	183	257	355	营业税金及附加	43	57	80	109
其他流动资产	830	1134	1580	2148	销售费用	1171	1596	2168	2863
流动资产合计	3045	4947	6775	9132	管理费用	130	1155	1670	2171
固定资产	182	246	305	357	财务费用	(77)	(40)	(74)	(113)
无形资产及其他	4	5	6	7	投资收益	19	50	50	50
投资性房地产	1901	1901	1901	1901	资产减值及公允价值变动	(13)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(490)	300	330	360
资产总计	5132	7099	8987	11398	营业利润	614	826	1054	1493
短期借款及交易性金融负债	0	10	10	10	营业外净收支	4	1	1	1
应付款项	263	377	528	729	利润总额	618	827	1055	1494
其他流动负债	1247	2308	3223	4295	所得税费用	15	83	105	149
流动负债合计	1510	2695	3761	5034	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	129	134	139	归属于母公司净利润	603	745	949	1344
其他长期负债	185	244	303	362					
长期负债合计	185	373	437	501	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1695	3068	4198	5535		2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	603	745	949	1344
股东权益	3437	4032	4790	5863	资产减值准备	2	4	3	4
负债和股东权益总计	5132	7099	8987	11398	折旧摊销	76	23	28	34
					公允价值变动损失	13	10	10	10
					财务费用	(77)	(40)	(74)	(113)
					营运资本变动	(999)	757	434	448
					其它	(2)	(4)	(3)	(4)
					经营活动现金流	(307)	1535	1422	1836
					资本开支	(101)	(101)	(101)	(101)
					其它投资现金流	(138)	0	0	0
					投资活动现金流	(239)	(101)	(101)	(101)
					权益性融资	1317	0	0	0
					负债净变化	0	129	5	5
					支付股利、利息	(122)	(150)	(191)	(271)
					其它融资现金流	(6)	10	0	0
					融资活动现金流	1068	(11)	(186)	(266)
					现金净变动	522	1422	1135	1469
					货币资金的期初余额	216	737	2160	3294
					货币资金的期末余额	737	2160	3294	4763
					企业自由现金流	(29)	1081	910	1262
					权益自由现金流	(34)	1256	982	1369

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032