

计算机

2020年02月14日

深信服 (300454)

——安全利基市场成长的千亿级 ICT 航母

报告原因：有新的信息需要补充

买入 (维持)

市场数据：2020年02月14日

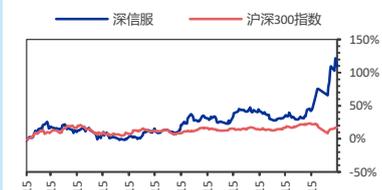
收盘价(元)	184.2
一年内最高/最低(元)	200/83.81
市净率	19.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	38738
上证指数/深证成指	2917.01/10916.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	9.32
资产负债率%	31.61
总股本/流通A股(百万)	409/210
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《深信服(300454)点评：业绩预告惊喜！2020 安全与云共振加速成长》
2020/02/03

《深信服(300454)点评：延续高质量增长超预期》2019/10/28

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

宁柯瑜 A0230118070014
ningky@swsresearch.com

联系人

宁柯瑜
(8621)23297818×转
ningky@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **成长逻辑：裂变，理论上无明显天花板。** 公司从信息安全的利基市场起家，通过先“减”再“加”的差异化战略成为收入体量第一大的安全+云厂商，拥有同类公司中最好成长性和现金流。究其原因，公司靠技术实力的积累，市场渠道体系的完善，管理文化体系的成熟，通过裂变的方式全面发展 ICT 业务，如华为、BAT 都是以单个业务起家的综合发展模式。两次战略调整，从“安全”到“安全+云+基础 IT”，不断突破原有业务的天花板。
- **短期看，安全业务贡献足够高的安全边际。** 公司安全业务已经从单个产品发展为完善的产品线和解决方案；同时引导产业趋势，推出新的产品。即使保守假设公司 10%市占率不变，安全业务至少保持行业增速 23.5%的稳定增长，但是公司不断实现超越竞争对手的超额增长，我们预计 2020 年行业高景气可实现 32%增长，未来几年维持 25%的复合增速。安全业务将不断大力提升公司整体业绩的安全边际。
- **中期看，超融合只是阶段性产品，成长看云。** 除了关注公司的超融合单个产品，更应该关注整体云业务的发展思路——“虚拟化→超融合→私有云→混合云”，又各自延伸多个产品线，形成“云基础设施+云管理平台+SaaS 应用”的体系。市场担心华为等巨头的竞争，公司差异化选择重点落地政府、教育、医疗领域，通过紧密联合合作伙伴获取市场。
- **长期看，被忽略的信锐技术，意在物联网。** 信锐从解决无线连接的安全性，顺势延伸到有线连接及物联网。虽然产业处于发展早期，业绩贡献也有限，但意在长期布局，目前产品从硬件到软件到平台都已经布局完成。长远看可形成“云+安全的基础设施”+“物联网应用”的业务布局，前者终将是 IT 的基础架构，在此之上架构物联网平台及应用。对标 VMware 已经迈出物联网业务第一步，2018 年发布了物联管理平台。
- **预期差一：是否能拓展高端市场。** 市场担心突破高端市场的难度太大，公司突破大客户的方式有三：提前布局，深入介入；借助合作伙伴突破；投资关键卡位公司，如国信新网。
- **预期差二：国产化生态适配能力强。** 生态适配国产化与华为产业链，仅安全行业替换带来 180 亿市场，按照 10%市占率公司假设可获得 18 亿收入。公司的安全和云产品广泛的适配生态系统，如安全适配 PK 体系，云技术适配 ARM、鲲鹏体系。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级。** 预计 2019-2021 年营业收入为 45.06、63.53、86.77 亿元，增速为 39.7%、41.0%、36.6%；归母净利润为 7.38、9.67、16.76 亿元，增速为 22.4%、31.0%、73.4%。对应的 PE 为 102X、78X、45X。按照分部估值，安全和企业无线等非云业务 697 亿市值，云业务合理 251 亿市值。综上，深信服合理目标估值 948 亿元，预期上涨空间 26%。中期视角考虑安全和云业务的发展，对应 1551 亿市值。
- **风险提示：**业务发展不及预期，头部客户突破缓慢，收入-利润偶然性错配导致戴维斯双杀。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	3,224	2,792	4,506	6,353	8,677
同比增长率(%)	30.4	35.3	39.7	41.0	36.6
归母净利润(百万元)	603	313	738	967	1,676
同比增长率(%)	5.2	0.0	22.4	31.0	73.4
每股收益(元/股)	1.50	0.78	1.80	2.36	4.10
毛利率(%)	73.3	71.8	73.4	71.7	69.8
ROE(%)	17.6	8.3	16.5	17.8	23.6
市盈率	123		102	78	45

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

维持盈利预测，维持“买入”评级。预计 2019-2021 年营业收入为 45.06、63.53、86.77 亿元，增速为 39.7%、41.0%、36.6%；归母净利润为 7.38、9.67、16.76 亿元，增速为 22.4%、31.0%、73.4%。对应的 PE 为 102X、78X、45X。按照分部估值，安全和企业无线等非云业务 697 亿市值，云业务合理 251 亿市值。综上，深信服合理目标估值 948 亿元。中期视角考虑安全和云业务的发展，对应 1551 亿市值。

关键假设点

安全业务：预计 2020 年行业高景气可实现 32% 增长，未来几年维持 25% 的复合增速。安全业务将不断大力提升公司整体业绩的安全边际。

云计算业务：2020 在组织架构完善的情况下将加速发展，预计达到 70% 增速。21-23 年增速分别为 60%、54%、52%。云计算业务具备高成长性。

有别于大众的认识

市场认为公司每个产品线市场规模都比较小，我们认为公司成长逻辑为裂变，理论上无明显天花板。公司从信息安全的利基市场起家，通过先“减”再“加”的差异化战略成为收入体量第一大的安全+云厂商，拥有同类公司中最好成长性和现金流。究其原因，公司靠技术实力的积累，市场渠道体系的完善，管理文化体系的成熟，通过裂变的方式全面发展 ICT 业务，如华为、BAT 都是以单个业务起家的综合发展模式。两次战略调整，从“安全”到“安全+云+基础 IT”，不断突破原有业务的天花板。

市场对云计算只关注超融合。我们认为更应该关注整体云业务的发展思路——“虚拟化—>超融合—>私有云—>混合云”，又各自延伸多个产品线，形成“云基础设施+云管理平台+SaaS 应用”的体系。市场担心华为等巨头的竞争，公司差异化选择重点落地政府、教育、医疗领域，通过紧密联合合作伙伴获取市场。

市场担心公司是否能拓展高端市场。市场担忧突破高端市场的难度太大，公司突破大客户的方式有三：提前布局，深入介入；借助合作伙伴突破；投资关键卡位公司，如国信新网。

股价表现的催化剂

预计 2020 年安全行业两大重点催化。关保与信创。县级部门关键网信设施、市级部门一般网信设施仅为等保二级，《关保》出台后有望升级。党政、特殊行业用户对于安全信创产品具有刚性需求，催生百亿级增量市场。启明星辰飞腾等保一体机重磅发布，网络安全产品信创化成为现实。

核心假设风险

信息安全产业发展不及预期，私有云落地缓慢，头部客户突破缓慢，收入-利润偶然性错配导致戴维斯双杀。

目录

1. 成长逻辑：裂变，理论上无天花板	6
2. 短期：安全业务贡献足够高的安全边际	9
3. 中期：超融合只是阶段性产品，成长看云	13
4. 长期：被忽略的信锐技术，意在物联网	18
5. 预期差一：关注公司生态适配能力，尤其信创	20
6. 预期差二：拓展高端市场是最大预期差	22
7. 盈利预测与估值：当下展望千亿，长期千亿只是起点	25
7.1 收入端：安全不减速，云向上加速	25
7.2 费用端：“人”导致的“收入-费用”逆剪刀差已经出现拐点	26
7.3 分部估值给予 2020 年目标市值 948 亿	28
7.4 中期视角千亿市值才是起点	29
7.5 风险提示	30

图表目录

图 1：公司裂变的非线性成长方式，理论上无天花板	7
图 2：两次战略调整后形成“智安全+云计算+新 IT”	8
图 3：经营活动现金流净额（百万元）	8
图 4：公司安全业务的市占率维持在 10%左右	9
图 5：以上网行为管理为例的产品升级	10
图 6：公司已经形成较为完善的产品和解决方案	10
图 7：2018 年推出的安全托管服务	11
图 8：公司态势感知入围 IDC 颁布的领导者象限	11
图 9：超融合已过高速增长期（单季度，百万美元）	13
图 10：公司超融合市占率不断提升	14
图 11：云业务的发展演化	14
图 12：从 IaaS、PaaS 到 SaaS 的全方位云布局	15
图 13：IDC 预测 2023 年私有云 184 亿美元规模（单位：百万美元）	15
图 14：VMware 以虚拟化起家，意在整个云计算基础架构	16
图 15：信锐技术的三大类产品	18
图 16：信锐技术 2018 年营收近 4 亿（百万元）	18
图 17：信锐技术 IOT 物联 OS 部分参数	19
图 18：长期预测为“云+安全的基础设施”+“物联网应用”的业务布局	20
图 19：VMware 的物联管理平台 Pulse IoT Center	20
图 20：2018 年中国网络安全市场客户分布（单位：亿元）	21
图 21：2018 年中国信息安全市场结构	21
图 22：安全信创空间测算	21
图 23：云计算业务为例已经广泛适配国内生态	22
图 24：PK 体系的安全产品	22
图 25：2018H1 公司超融合政府客户占比 30%	22
图 26：2019 前三季度公司超融合政府客户占比 56%	22
图 27：“收入-费用”逆剪刀 19Q2 出现拐点	26
图 28：中期视角千亿市值才是起点	29

表 1：公司早年的产品描述	6
表 2：平均 3 年成为每个细分市场第一.....	7
表 3：伴随潜在产品升级，公司细分产品市占率提升空间较大	9
表 4：深信服靠着产品力及生态入围 Gartner 象限	13
表 5：下游行业中医疗和教育景气度高.....	16
表 6：根据公司公众号，可看出医疗和教育是发展重点.....	17
表 7：公司承接了大部分等保 2.0 宣贯活动.....	23
表 8：根据公司公众号，可看出公司通过合作伙伴切入头部客户的策略	23
表 9：增资后国信新网各股东的出资金额及出资比例	24
表 10：根据 IDC 数据预测公司安全业务增速是保底增长（百万美元）.....	25
表 11：各产品线营收预测.....	26
表 12：上市初期人员数量与薪酬同步增长，预计后期费用影响减小	27
表 13：上市后两次股权激励费用产生较大摊销费用	27
表 14：可比公司估值表（以 2020 年 2 月 14 日收盘价计算）（单位：百万元）.	28
表 15：可比公司估值表（以 2020 年 2 月 14 日收盘价计算）（单位：百万元）.	29

2018 年上市初第一次论述公司基本面，在季度性业绩波动低谷均坚定看好。2018 年 6 月 8 日发布报告《起于安全，而不止安全的“安全+云”领军企业》，在市场常将深信服定位为信息安全事件主题投资时，详细论述了公司的“华为基因”的发展沿革、“先减后加”的战略，努力寻找公司过去成功的原因。阐述了安全与超融合市场的竞争，预判公司未来几年业绩增长无忧。虽然在 2018Q3、2019Q1 业绩低预期，我们通过公司报表与产业验证，判断只是季度性波动，坚定看好公司长期发展。截止 2019 年报业绩预告，除了上述两个季度业绩均大幅超预期，股价也一直创历史新高。

目前，市场仍对公司存在一些担忧：1) 超融合增速放缓会影响公司整体成长性；2) 云计算业务的竞争未必能胜出；3) 从渠道覆盖的中小客户向大客户转变的难度非常大；4) 不明白公司长期发展的逻辑；5) 短期未必能释放利润；6) 如何看待公司的估值等等。本篇试图解答投资者关心的所有问题。

1. 成长逻辑：裂变，理论上无天花板

公司从信息安全的“利基”市场起家。启明星辰、绿盟科技、天融信等早期成立的安全公司以防火墙、IDS/IPS 等边界安全为核心，这些产品也是当时需求最大的细分市场。公司成立的前十年并非聚焦在信息安全的主赛道上，而是以网络优化的安全产品为主，市场规模都比较小（2019 年 VPN 市场规模 16 亿、内容管理 47 亿¹），但是有需求却未被安全厂商（启明星辰等）和设备厂商（华等）满足。2010 年公司口号“全面网络优化，提升带宽价值”可见当时的发展路线²。

表 1：公司早期的产品描述

产品	功能描述
AC 上网行为管理	实现内网有序管控
SSL VPN	全面的移动安全接入方案
IPSec VPN	异地网络加速、快速组网
广域网加速	让网络飞驰起来
BM 流量管理	优化带宽资源
AD 应用交付	链路、应用负载双优化

资料来源：资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司早期整体规模较小，竞争力不足，利基市场是最好的选择，先“减”再“加”是最好的差异化战略。公司成立之时，思科、Juniper、华为等网络设备商已在路由器、交换机、网络安全产品占领了绝大部分市场份额。公司的差异化战略是先做“减法”，在前沿细分领域深入，避开巨头竞争；再做“加法”，从越来越多前沿网络细分市场做到第一，扩大业务增长领域，实现公司业务的整体增长。公司创始人何朝曦早年在公开场合透露³：“争取在前沿网络设备的细分市场取得第一，如果暂时不能取得第一，把细分市场再切分

¹ 数据来源：2019 年 IDC 报告

² 2010 年公司的介绍为：深信服科技是中国规模最大、创新能力最强的前沿网络设备供应商，致力于通过创新、高品质的产品及卓越的服务，帮助用户提升互联网带宽的价值，提供全面的网络优化解决方案！

³ 腾讯网 2009 年报告《深信服 CEO 何朝曦：打造企业战略竞争力》<http://tech.qq.com/a/20090810/000378.htm>

成更细的市场，然后在更细的市场取得第一，再不断去扩大自己的发展空间”。从结果看，平均 3 年即成为每个细分市场第一。

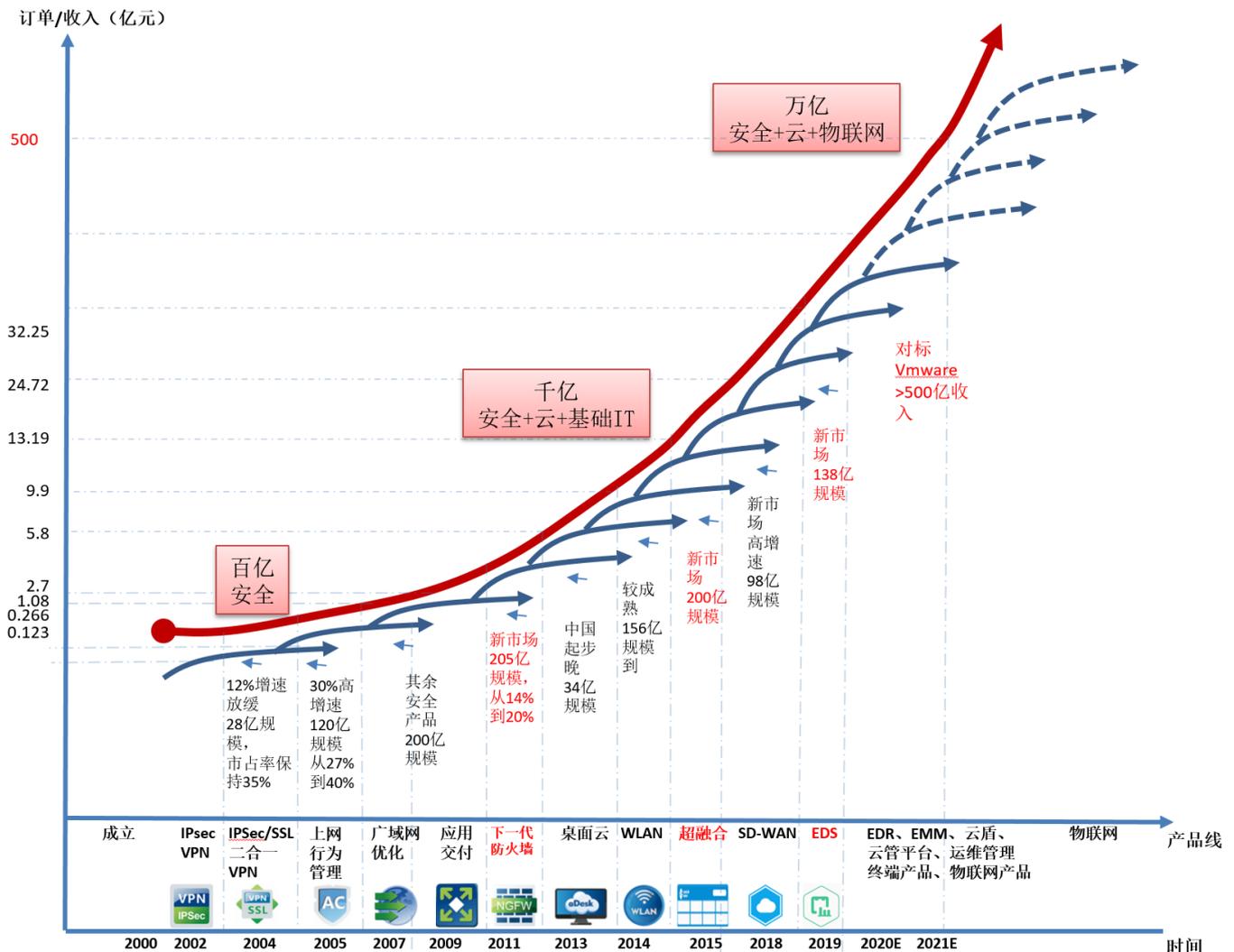
表 2：平均 3 年成为每个细分市场第一

	IPsec VPN	IPsec/SSL 二合一 VPN	上网行为管理	应用交付	广域网优化	超融合
推出时间	2002	2004	2005	2009	2007	2015
成为领军时间	2005 第一	2008 第一	2006 第一	2014 第二	2011 第二、2013 第一	2018 第三，每年市占率提升

资料来源：IDC，申万宏源研究

经历早期技术逐渐积累，市场的渠道体系完善，管理文化体系成熟，通过裂变的方式全面发展 ICT 业务。从长时间的维度看，任何一家巨头公司，如华为、BAT 都是以单个业务起家，在发展过程中不断抓住新机会，突破自身的业务边界。深信服也是如此，通过安全基石市场建立了技术能力，搭建了全渠道化的体系，构建了兼具狼性和人性的文化管理制度，在 2013 年进入云市场，2018 年进入基础 IT 市场。而渠道体系可以将公司的产品快速推广，实现规模效应。

图 1：公司裂变的非线性成长方式，理论上无天花板



资料来源：申万宏源研究

注：图中市场规模为 IDC 预测的 2023 年市场大小

两次战略调整，从“安全”到“安全+云+基础 IT”。第一次战略升级于 2016 年 11 月，公司发布“智安全+云 IT”双品牌战略。为应对行业快速变化，及对公司战略的清晰梳理，历时 2 年于 2019 年再次升级为“智安全+云计算+新 IT”。公司安全业务已建立起完整的布局，涵盖云网端的安全及安全服务。云计算业务主要聚焦于超融合统一构建的私有云、托管云和混合云，以及构建数据中心资源池的超融合一体机。基础架构致力于用软件定义重塑 IT 基础设施，业务则包括桌面云、SD-WAN、应用交付、企业级分布式存储 EDS。3 大业务板块相互促进、形成优势：**安全能力作为云计算和基础架构的基础，云计算业务又能为安全和基础架构提供平台。**

图 2：两次战略调整后形成“智安全+云计算+新 IT”

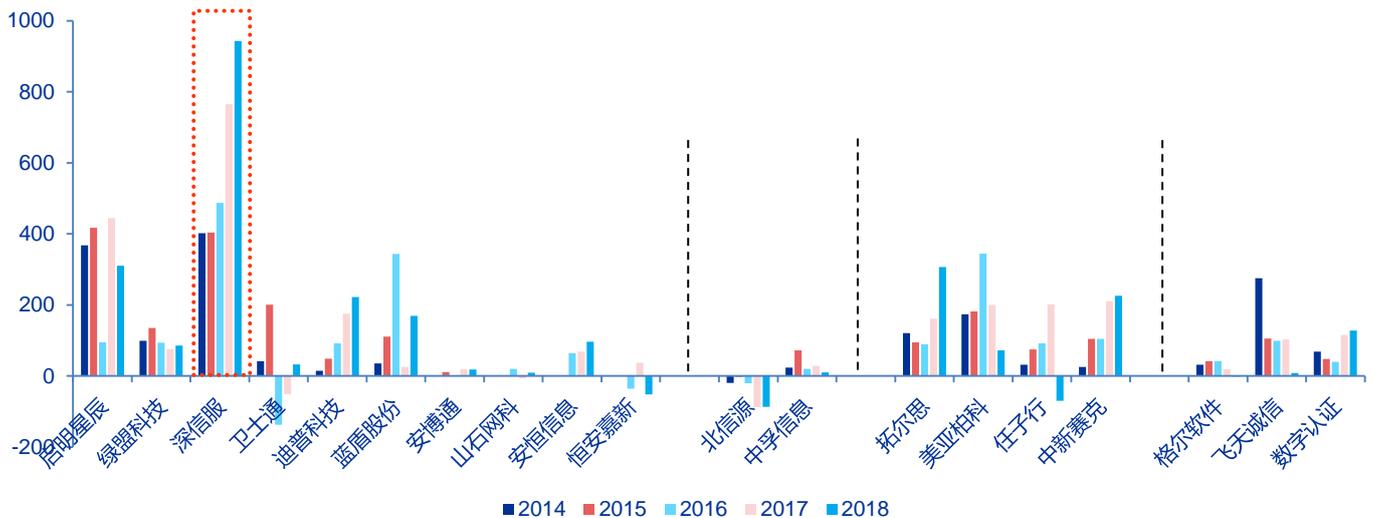


资料来源：申万宏源研究

所以，不用在意每个产品规模小，短期看新产品，长期看发展方向。虽然在新的市场，如超融合的市场规模也不大（根据 IDC 数据为 200 亿规模），但是随着产品线的叠加，公司实现非线性成长。短期需要关注各个业务板块下的新产品，这是对即期业绩的驱动力；长期需要关注公司裂变的业务方向，目前已经全面布局 ICT 领域，这将决定深信服成长为多大体量的公司。

财务数据已经证明战略的先进性。公司的体量已经是安全公司中最大的，收入增速也一直保持领先，现金流是最好的，且每年实现正增长。

图 3：经营活动现金流净额（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

2. 短期：安全业务贡献足够高的安全边际

公司安全业务的市占率维持在 10% 左右。IDC 的产品统计包括 VPN、防火墙、内容管理、统一威胁管理、IDP 几大类。据 IDC 数据，公司的市占率维持在 10% 左右，且未来 5 年安全行业的复合增速为 23.5%。保守假设公司的市占率不变，公司将充分享受行业红利，安全业务至少保持 23.5% 的稳定增长，整体业绩的安全边际不断提升。

图 4：公司安全业务的市占率维持在 10% 左右

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
Others	28.3%	28.3%	32.3%	34.2%	37.9%	35.4%
天融信	10.1%	12.7%	11.5%	10.5%	10.9%	9.6%
启明星辰+网御星云（不含其它子公司）	13.5%	14.7%	14.3%	13.3%	10.6%	7.6%
华为	8.7%	8.8%	9.4%	10.0%	9.8%	10.8%
新华三	9.1%	8.9%	8.9%	8.6%	9.8%	11.0%
深信服	10.4%	11.1%	10.2%	10.4%	9.5%	9.8%
绿盟科技	4.6%	4.2%	4.4%	4.6%	4.3%	3.0%
Cisco	5.9%	3.6%	3.2%	3.0%	2.4%	2.6%
Check Point	1.7%	1.7%	1.4%	1.3%	1.0%	1.1%
Fortinet	1.7%	1.4%	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%
Symantec	0.1%	0.0%	0.4%	1.0%	0.7%	0.6%
Juniper	2.0%	1.3%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%
Palo Alto Networks	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
McAfee	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
Forcepoint	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
奇安信	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%

资料来源：IDC，申万宏源研究

从细分市场看，公司部分产品出现市占率下滑趋势，但是这尚未考虑老产品的升级。例如 VPN 的市占率从 2015 年 41% 下滑到 19Q3 的 30%，其实是小厂商入局安全市场。值得注意的是，公司在推出新产品线的同时，也在对老产品升级。如公司于 2020 年初将 **上网行为管理 AC 升级为全网行为管理 AC**，可以帮助用户在接入安全管理、上网行为管理、业务行为管理环节实现全局可视和闭环管控，并结合内部威胁管理平台实现风险行为的智能感知。诸如此类的老产品升级非常显著，所以我们预测公司的市占率将有提升空间。

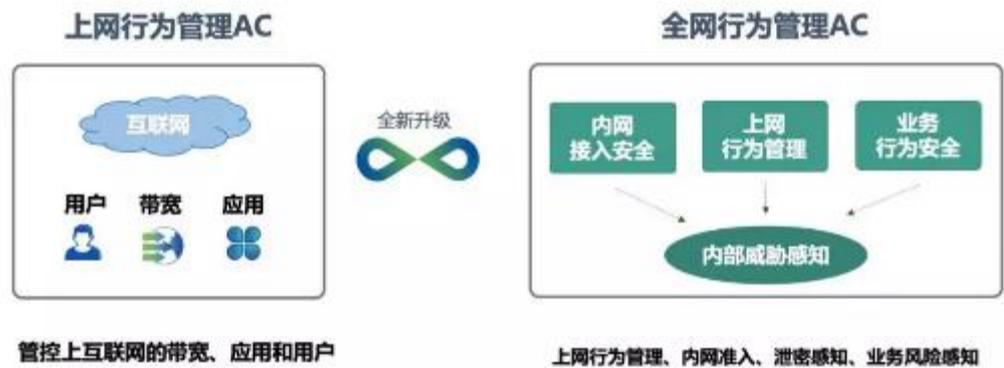
表 3：伴随潜在产品升级，公司细分产品市占率提升空间较大

		2015	2016	2017	2018	2019Q3
内容管理	Others	40.73%	49.31%	51.04%	52.98%	40.78%
	深信服	36.02%	29.63%	27.37%	25.66%	25.80%
	奇安信	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.63%
	新华三	5.18%	5.05%	5.00%	5.77%	6.56%
	绿盟科技	0.00%	4.29%	4.48%	5.86%	4.07%
UTM	Others	26.98%	26.01%	26.97%	28.73%	25.21%
	华为	15.64%	16.40%	17.14%	16.69%	17.83%
	新华三	11.89%	10.48%	11.08%	12.91%	14.59%
	天融信	17.53%	15.16%	14.51%	15.44%	14.49%

		2015	2016	2017	2018	2019Q3
	网御星云	17.68%	17.06%	15.76%	12.76%	8.78%
	深信服	0.28%	6.54%	6.84%	6.68%	7.02%
VPN	Others	31.99%	38.35%	42.74%	50.22%	54.79%
	深信服	40.96%	31.53%	35.29%	30.64%	29.74%
	启明星辰	14.03%	11.93%	13.16%	10.63%	6.96%
	天融信	9.77%	7.00%	7.51%	7.16%	6.41%
	华为	0.00%	0.14%	0.56%	0.80%	0.82%

资料来源：IDC，申万宏源研究

图 5：以上网行为管理为例的产品升级



资料来源：公司官网，申万宏源研究

市场仍然担忧的一个问题是公司能否把握安全行业的未来趋势。安全行业的未来趋势是软件和服务市场，需要以完整的解决方案提供给客户。公司虽然是单个产品的研发思路，目前也形成边界安全、终端安全、云安全、身份与访问安全、威胁检测、安全运营等较为完善的产品线，具备如等保 2.0 等具体场景的解决方案能力。2018 年报披露“公司大力发展安全态势感知、终端安全、云安全资源池、安全即服务等新业务，形成“云网端”的安全业务全面布局”。同时公司也根据各个行业特点，形成政府、企业、金融、教育、运营商、医疗等 30 余⁴总大类解决方案。

图 6：公司已经形成较为完善的产品和解决方案



⁴ 根据官网统计的数据。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司一直把握最新、最有需求的产品线。《等保 2.0》落地后，公司快速推出等保一体机产品。现在市场关注大的态势感知和安全服务，公司也积极跟进，推出了相应的产品。2018-2019 年间发布新的产品有：EDR 终端安全响应，人机共智 MSS 安全托管服务、态势感知、安全运营。

2018 年推出 MSS 安全托管服务，通过安全运营平台的 7*24 小时监测，帮助用户持续评估风险；通过高级安全专家的 7*24 小时云端值守，帮助用户持续对抗攻击和快速响应。该业务是美国最常见的服务类型，国内于最近几年开始发展起来，公司具备先发优势。

图 7：2018 年推出的安全托管服务

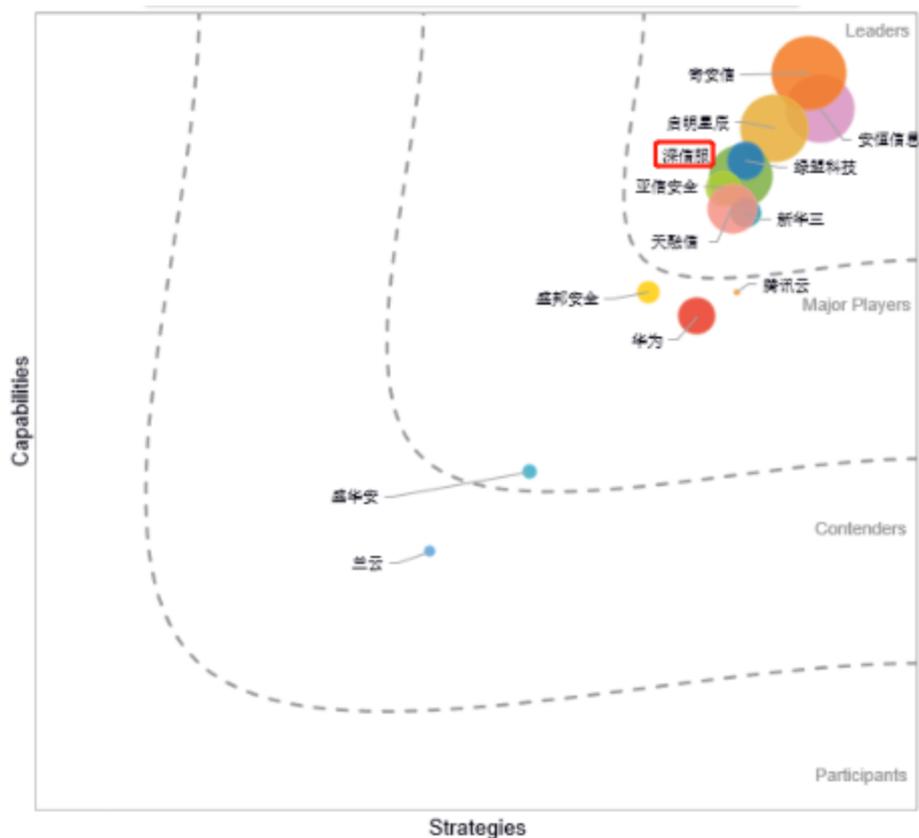


资料来源：公司官网，申万宏源研究

态势感知已经提供全国近 2000 家政府、医疗、教育、金融、运营商等行业客户⁵，2018 年推出该产品，2019 年就入围 IDC 颁布的领导者象限。

图 8：公司态势感知入围 IDC 颁布的领导者象限

⁵ 数据来源于 IDC 《中国态势感知解决方案市场 2019 年厂商评估》



资料来源：IDC，申万宏源研究

综上，一方面，深信服已经从单个产品发展为完善的产品线、完善的解决方案。另一方面，它跟随产业趋势，甚至引导产业趋势，推出新的产品。利用自身的渠道优势和客户积累快速实现营收。即使保守假设公司市占率不变，安全业务至少保持 23.5% 的稳定增长，而实际经营结果是增速超过竞争对手的超额增长。安全业务将不断大力提升公司整体业绩的安全边际。

四大因素驱动网安进入黄金发展期，公司安全业务 2020 年将继续保持高增。 1) 政策频繁落地，等保 2.0 刺激；2) 政府进入五年采购周期大年；3) 特殊行业调整完成，订单释放；4) 合规驱动转变为与自发需求兼并。从行业与公司来看，网络安全行业已走出 2018 低谷，行业景气度全面复苏，启明星辰收入增速强势反弹。2018 年，网络安全上市公司收入平均增速跌入谷底 13.1% (yoy-14.9pct)，2019 年强势复苏，恢复至 22.2% (yoy+9.1pct)。公司作为信息安全头部公司，将充分享受行业红利，渠道的优势使得公司高于行业增长。

预计 2020 年安全行业两大重点催化，即关保与信创。 县级部门关键网信设施、市级部门一般网信设施仅为等保二级，《关保》出台后有望升级。党政、特殊行业用户对于安全信创产品具有刚性需求，催生百亿级增量市场。启明星辰飞腾等保一体机重磅发布，网络安全产品信创化成为现实。

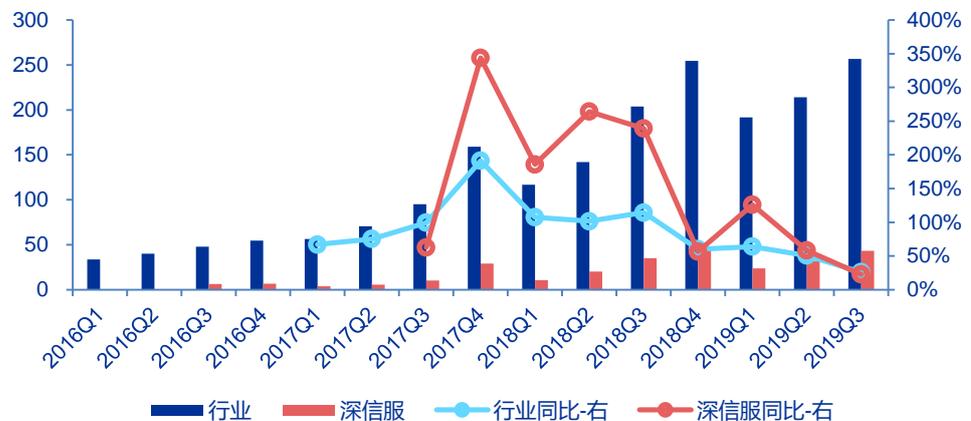
预计 2020 年安全行业两大重点催化：关保与信创。县级部门关键网信设施、市级部门一般网信设施仅为等保二级，《关保》出台后有望升级。党政、特殊行业用户对于安全信

创产品具有刚性需求，催生百亿级增量市场。启明星辰飞腾等保一体机重磅发布，网络安全产品信创化成为现实。

3. 中期：超融合只是阶段性产品，成长看云

超融合是公司 2015 年推出的产品，已过翻倍增长高速期。根据 IDC 数据，超融合行业 2017-2019Q3（前三季度）增速分别为 116%、88%、43%，同期公司的超融合增速为 277%、129%、50%，公司一直高于行业增长。市场担心超融合的增速逐季放缓，确实由于基数和渗透率的原因，已过翻倍的高速增长期。

图 9：超融合已过高速增长期（单季度，百万美元）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

超融合产业趋势不变，未来仍将保持快速增长。 Gartner 预测到 2023 年全球 70% 的政府和企业用户都将采用超融合。超融合覆盖范围正在进一步扩大，不仅客户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关键业务、数据库、云数据中心等重要场景。IDC 预测未来几年行业仍将保持 20-30% 的增长。

基于公司产品力不断提升，预测市占率将继续提升。 Gartner 发布的 2019 年全球超融合基础设施魔力象限，全球 15 家入选，中国仅深信服、华云数据（收购 Maxta）、华为三家。深信服入围的三大关键能力为：聚焦于可靠、稳定承载关键业务；高性价比、具有综合竞争力；建立了完备的生态合作系统。从市占率看，2016-2018 分别为 7.3%、12.8%、15.5%，稳步提升，前二名均出现下滑。Gartner 魔力象限证明了公司兼具产品力与成本优势，我们预测未来市占率将稳步提升。同时考虑到主要竞争对手华为由于外在环境原因收缩非核心产品，深信服将有机会获得更多份额（下文第五章介绍了深信服的超融合适配华为鲲鹏生态）。

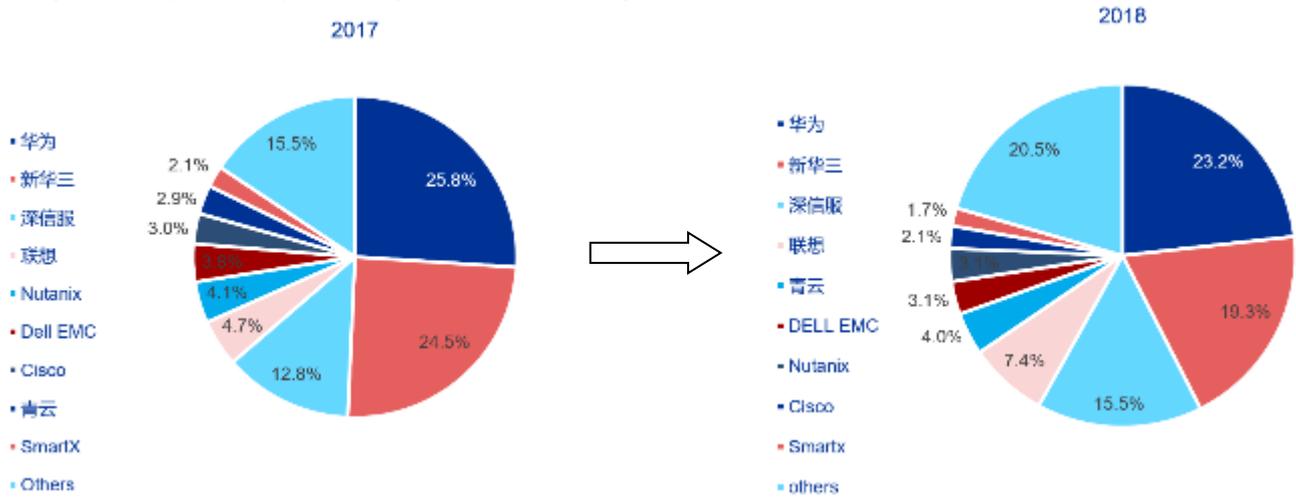
表 4：深信服靠着产品力及生态入围 Gartner 象限

三大能力	详情
聚焦于可靠、稳定承载关键业务	公司超融合是集服务器虚拟化 aSV、存储虚拟化的 aSAN、网络虚拟化 aNET 和安全虚拟化等资
高性价比、具有综合竞争力	源池于一身的数据中心新型基础设施。能够可靠承载 Oracle RAC、MySQL、HIS、ERP、MES 等数据库和关键应用。
	超融合 aCloud 的核心是降低整体拥有成本，降低复杂度，为未来更大规模的标准化实施提供标准

三大能力	详情
	基础组件的能力模型。在本地地区以及欧洲、中东的部分国家进行了显著扩张，并在制造业、政府、医疗和教育机构等多个垂直领域交付了广泛用户案例。
建立了完备的生态合作系统	公司部署了垂直专注的销售团队，与 ISV 建立了紧密的合作伙伴关系。

资料来源：公司官网，Gartner，申万宏源研究

图 10：公司超融合市占率不断提升



资料来源：IDC，申万宏源研究

除了关注公司的超融合单个产品，更应该关注整体云业务的发展思路——“虚拟化—>超融合—>私有云—>混合云”，又各自延伸多个产品线。2016 年云 IT 成立之初包含超融合企业级云 aCloud，桌面云 aDesk 和应用交付 AD。随后基于 aCloud 产品线又陆续开发了云管平台 aCMP 和对对象存储 aStor 等多个子模块，后来又将在 aCMP 与 aStor 设置为独立的产品线。至此，aCloud 主攻虚拟化和超融合市场，aCMP 主攻私有云和混合云市场，aStor 则主攻企业级分布式存储市场。

图 11：云业务的发展演化



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司已经建立“云基础设施+云管理平台+SaaS 应用”的体系。公司基于超融合架构，构建私有云、混合云、行业云，将用户的 IT 资源池化、IT 使用服务化、IT 运维自动化，让关键业务轻松上云。专注于专属云和托管云业务的子公司 XYClouds 淘汰 OpenStack 架构，而采用深信服超融合 aCloud 架构，将 XYClouds 归入深信服云计算。云平台上是以子公司口袋助理开发的移动 OA、智能 CRM 等应用产品。至此，公司已经完善从 IaaS、PaaS 到 SaaS 的全方位云布局。

云全产品体系本质是几乎满足所有客户选择。简单讲，最底层通过灵活的超融合作为基础，向上搭载虚拟化系统，当客户规模不大的时候，这样的配置已经能满足客户的需求。即如果规模变大需要上私有云，直接添加云管平台的模块，就能实现上云；如果客户需要混合云，提供混合云 aCMP 产品或者以 API 接口对接。

图 12：从 IaaS、PaaS 到 SaaS 的全方位云布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

不考虑应用的私有云部署，仅私有云基础设施是更大的千亿级市场。IDC 预测 2019-2023 年中国私有云整体市场年复合增长率为 18.9%，到 2023 年整个市场规模预计达到 183.9 亿美元，其中市场份额占比最大的依然是基础架构硬件市场，其次是服务和基础架构软件市场。2018 年这三者的占比分别是 57.4%，36.4%和 6.2%，2023 年三者占比为 51.1%、38.6%和 10.3%。

图 13：IDC 预测 2023 年私有云 184 亿美元规模（单位：百万美元）



资料来源：IDC，申万宏源研究

从国外市场看，超融合已经成为构建私有云、混合云的趋势。2019年9月VMware首先与阿里云合作落地混合云战略；11月AWS正式推出outposts服务进军私有云市场，提供的服务基于VMware软件；12月腾讯云与VMware推出混合云平台Stack-V。VMware是虚拟化鼻祖，超融合vSAN是势头最猛的产品，但仅仅是众多产品线的一环，目前拥有从计算机-存储-网络-安全-云的全套产品，意在整個云计算基础架构。

图 14：VMware 以虚拟化起家，意在整個云计算基础架构



资料来源：VMware 官网，申万宏源研究

市场担心公司是否具有优势与华为等巨头在私有云市场竞争，实际私有云与公有云的落地完全不同。我们认为私有云与公有云存在巨大的差异，公有云中阿里云霸占将近 50% 的市场份额。而私有云是 2B 形式，需要深厚的行业 know-how，能以形成公有云的一家独大。根据 IDC2018 年数据，私有云市场 CR7 为 38.3%，市占率第一第二的华为和华三仅 8.3%、7.1%，市场十分分化。作为私有云市场的参与者，应找准目标客户，并结合自己的优势实现差异化服务，扩大市场机会。

深信服怎么实现的呢？重点落地在政府、教育、医疗领域，紧密联合合作伙伴。政府是兵家必争的领域，除此之外公司选择教育和医疗两个领域，一方面灵活的市场化适合公司文化，而是该两个领域对私有云的需要扩大。

表 5：下游行业中医疗和教育景气度高

行业领域	跟踪指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-7 月
公安	公共安全管理政府部门固定资产投资额 (亿元)	1333	1140	1265	1083		
	YOY	93%	-14%	11%	-14%		
交通	交通行业固定资产投资额 (亿元)	17172	18421	19681	22707	23350	12070
	YOY	11%	7%	7%	15%	3%	1%
金融	银行物理网点新增数量 (个)	6800	6900	3800	800	-100	-446
卫生	历年卫生行业固定资产投资完成额 (亿元)	3,187	3,940	4,601	5,243		
	YOY	21%	24%	17%	14%		
	历年新增医院数量 (个)	1,151	1,727	1,553	1,916	1,953	
	YOY	-25%	50%	-10%	23%	2%	
卫生	历年新增床位数 (万张)	38.26	36.94	35.83	43.16		
	YOY	-8%	-3%	-3%	20%		
教育	历年教育固定资产投资完成额 (亿元)	5,486	6,678	7,723	9,324	11,084	

	YOY	19%	22%	16%	21%	19%	
	历年新增学校数量(个)	-1,913	1,732	2,250	4,169	6,289	
	YOY	-233.80%	190.50%	29.90%	85.30%	50.90%	
	历年教育基本建设投资-新增竣工面积(万平方米)	13,273	15,156	13,186	15,549		
	YOY	-1%	14%	-13%	18%		
能源	历年新增发电装机容量(万千瓦)	11281	14809	13747	13128	12264	4707
	YOY		31%	-7%	-5%	-7%	-29%
	电网基本建设投资完成额(亿元)	4119	4640	5431	5339	5373	2,021
	YOY	6%	13%	17%	-2%	1%	-14%
公检法	人民法院和人民检察院固定资产投资额(亿元)	108	104	109	88		
	YOY	-19%	-4%	5%	-19%		
房地产	房地产开发完成投资额-总计(亿元)	95,036	95,979	102,581	109,799	120,264	72,843
	YOY	10%	1%	7%	7%	10%	11%
	住宅完成投资额(亿元)	64,352	64,595	68,704	75,148	85,192	53,466
	YOY	9%	0%	6%	9%	13%	15%
	办公楼完成投资额(亿元)	5,641	6,210	6,533	6,761	5,996	3,333
	YOY	21%	10%	5%	4%	-11%	0%
	商业营业用房完成投资额(亿元)	14,346	14,607	15,838	15,640	14,177	7,318
YOY	20%	2%	8%	-1%	-9%	-9%	

资料来源：wind，中国银保监会，国家统计局，申万宏源研究

截止 2019 公司年，公司已服务于全国 85% 以上的 985/211 高校、70% 以上的职业院校（含 80% 以上的国家级示范院校）和 60% 以上的市县区教育局、电教馆、重点中小学。已经为超过 6000+ 医疗用户提供解决方案，其中包括 90% 以上医疗百强企业。

以医疗行业为例，深入研究深信服落地方式。

1) 与 ISV 进行深度融合。公司为医疗服务打造“软硬兼施”、深度融合的整体智慧医疗解决方案，尤其在数据库优化方面，大幅提升适配性和稳定性。比如和卫宁健康合作发布“卫信云”，与心医国际合作开展远程医院服务等。

2) 与政府、行业媒体合作思考发展方向。公司与政府、行业媒体协会等合作思考健康服务的发展方向，不断优化产品及解决方案。

3) 与高校、医院展开合作。公司与高校、医院建立联合科研、培训平台。与医院、医生及学校、教师携手共进，可以更好地了解行业需求，将安全防护经验传递到整个医疗行业中。

表 6：根据公司公众号，可看出医疗和教育是发展重点

与教育、医疗行业的合作伙伴紧密合作

9 月 11 日，与威科姆（教育信息化公司）正式签订战略合作协议，通过云计算整合现有分散资源，形成教育云平台。

9 月 3 日，与新开普签订战略合作协议，双方将依托各自产品、技术优势和市场资源，在产品方案、资源合作、客户服务、企业文化等多方面开展全方位深度合作，共同构建教育行业新生态。

9 月 21 日，在天津举办的津粤医疗信息化首脑高端研讨会，由天津市武清第二人民医院聂志明院长主持开场，共同交流了超融合技术的应用与实践经验，并热烈探讨了未来智慧医院的业务形态对 IT 基础架构的诉求和设想。

8 月 27 日，与惠州市第六人民医院签署战略合作协议。未来双方将在医疗大数据、物联网、云计算、安全防护与响应体系、医联体、智慧医院、“互联网+”医院等信息化领域等方面展开深入合作。

与教育、医疗行业的合作伙伴紧密合作

8月16日，与九州通医药集团、武汉凌云信通科技有限公司正式签订了三方战略合作协议。通过未来三方将产品、技术、服务等多方面优势资源的不断融合，致力于打造业界一流的医疗行业整体建设解决方案，共同驱动智慧医疗平台建设。

8月14日，与武汉博科国泰（医疗信息化公司）信息技术有限公司签订了长期战略合作协议。

8月1日，与亚得科技（医疗信息化公司）签订了关于在医疗领域的战略合作协议，双方将结合各自的技术优势，推动医疗信息技术的创新，助力智慧医疗体系的建设。

资料来源：公司官方公众号，申万宏源研究

4. 长期：被忽略的信锐技术，意在物联网

信锐成立之初为了解决无线连接的安全性，顺势延伸到有线连接及物联网。2011年4月信锐技术前身独立无线产品研发团队成立，2014年2月成为独立子公司。成立之初的想法是企业级用户对无线网络的安全性将会越来越关注，安全策略管理越来越重要，安全的无线将会是企业级无线市场的一个方向。目前信锐技术公有三大类产品：企业级无线、交换机、企业物联网。企业无线为起家业务，最高进入市场前三；2016年正式进军企业级物联网领域，率先落地春蚕校园及机房哨兵两大应用场景；2017年正式进入企业级交换机市场。

图 15：信锐技术的三大类产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

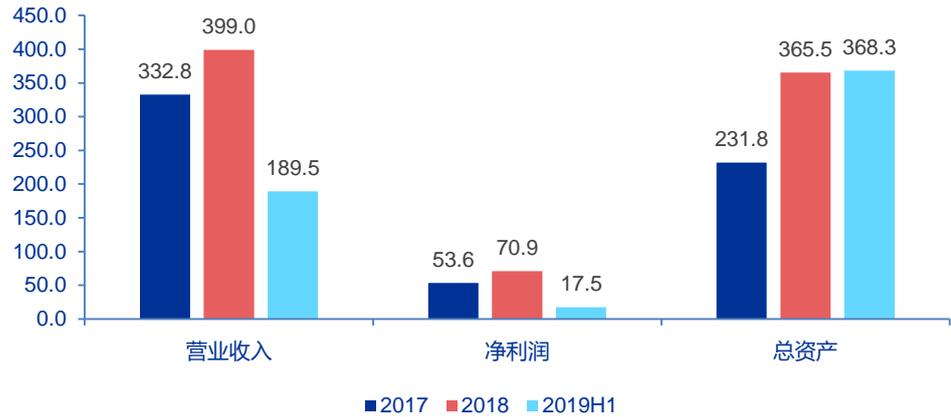
企业级无线：信锐技术为用户带来安全连接、业务可视、极简运维的企业级**无线网络**，广泛应用于智慧办公、教育园区、移动医疗、智慧金融等场景。

安视交换机：信锐技术意在为用户提供安全可视的下一代**有线传输网络**，包含接入、汇聚、核心、云计算、数据中心等场景产品，为数字化升级提供有线安全接入。

企业级物联网：信锐技术专注于企业级物联网市场，为用户提供物联网平台、网关、传感器一整套完整解决方案，具有丰富的传输协议和智能硬件，满足不同应用场景需求。

业绩贡献虽有限，但意在长期布局。孵化模式有成熟先例。从收入、利润上看，2018年贡献营收 3.99 亿元，贡献利润 7090 万元。虽然对公司整体的贡献有限，但是却是深信服长期战略布局，而深信服选择“利基”市场通过“减法再加法”的一贯方式，十分适合从布局开始产品纵深。深信服的一个特点是将与主业关联性不大的业务放在子公司，如公有云业务放在 XYclouds、SaaS 业务放在放在口袋助理。当时机成熟，公司会将子公司外业务并入母公司，如 XYclouds 已经并入母公司云 BG。目前，信锐的产品与母公司的安全、云、基础 IT 业务关联性不大，客户也略有差异。

图 16：信锐技术 2018 年营收近 4 亿（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

深信服的战略是精耕前沿细分市场，为什么会进入已经成熟的企业级无线和交换机？——因为网络是万物互联的入口，一切都需要“联接”。信锐的目标从“无线连接一切”到“构建全联接的未来”。除了传统 PC/移动终端的无线接入之外，越来越多的企业都希望将更多的企业设施联网化、智能化，从而提高企业生产力和办公效益。通过无线可以连接实现万物互联，因此我们判断 WLAN 融合 IoT 应用将会成为一个趋势。万物互联趋势下，越来越多的各类物理终端接入网络，有线交换机作为第一道入口，仍是不可或缺的基础网络设备和解决方案。但目前有线交换机的安全技术比较简单，为了满足未来丰富接入应用的安全需求，交换机的网络安全管控、安全可视将会越来越受到重视。**所以企业级无线和交换机是为了布局未来万物互联的网络入口，所有设备都需要连接，卡位入口至关重要。**

物联网产品从硬件到软件到平台都已经布局完成。信锐的物联网分为机房、智慧教室、智能办公、智慧消防、IoT 平台几个方面。公司自研和外采了温度、湿度、红外、烟雾等几十类传感器，智能插座、智能门锁等各种智能设备、智能网关、数据采集器等设备。最重要的 IOT 物联 OS 平台是信锐自主研发的物联网应用平台，支持通过物联网数据采集器/主机扩展第三方传感器，实现各类数据的采集分析，并联动其他物联网设备构建智慧机房、智慧教室、智慧办公、智能用电、智慧消防等物联网应用场景。内置多个成熟子系统，如春蚕校园系统、机房哨兵系统、消防系统、环境监测系统、节能控制系统、用电安全系统等，可自由组合应用于各个行业，如：校园、企业、医院、政府、商超连锁、酒店、金融、景区等物联网智能应用场景。

图 17：信锐技术 IOT 物联 OS 部分参数

编号	信锐 IOT 物联 OS 平台	实现方式	核心优势
设备接入原理	物联网接入、LoRa 网关接入、LoRaWAN 网关接入、ZigBee 网关接入、433 网关接入	设备接入方式	批量导入设备号、验证码
设备管理	智能识别、批量激活、统一认证、信创支持、设备编程	实时监控	设备状态、告警提醒、消息推送
系统应用	设备鉴权、分级分权、平台认证、联动控制	智能物联	联动控制、自定义策略、灵活策略分配
数据分析	大屏展示、运行状态、用电统计	全面物联	实时监控、实时告警
物联网安全	唯一 Key 值鉴权、TSMAR 数据加密、SSL 端口认证解密	第三方认证	平台认证、传输加密

资料来源：信锐技术官网，申万宏源研究

长远看，公司可形成“云+安全的基础设施”+“物联网应用”的业务布局。公司利用产品较多、可根据用户的不同场景提供相应解决方案的优势，进入智慧城市等业务场景，满足企业级用户的基础网络和数据中心构建、网络出入口信息安全管理、终端安全管理、业务安全防护等需求，进入更为广阔的市场。安全+云计算终将是 IT 的基础架构，在此之上架构物联网平台及应用。

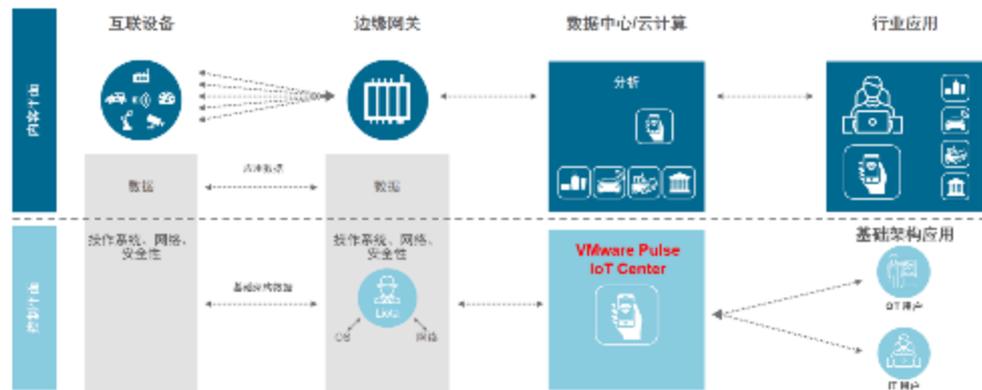
图 18：长期预测为“云+安全的基础设施”+“物联网应用”的业务布局



资料来源：申万宏源研究

对标巨头 VMware 已经迈出物联网业务第一步。根据中国信通院，物联网是万亿级规模的市场。但是目前尚处于起步阶段，具体落地需要解决诸多问题，可能尚需时日，但是行业趋势不可逆。第一章提及深信服的发展路径可稍参照 VMware。2018 年 1 月 VMware 正式发布了物联管理平台 VMware Pulse IoT Center，这是专门为物联网产业开发的第一个产品。2019 年 VMware 在苏宁落地了第一个 IoT 项目。

图 19：VMware 的物联管理平台 Pulse IoT Center



资料来源：VMware 官网，申万宏源研究

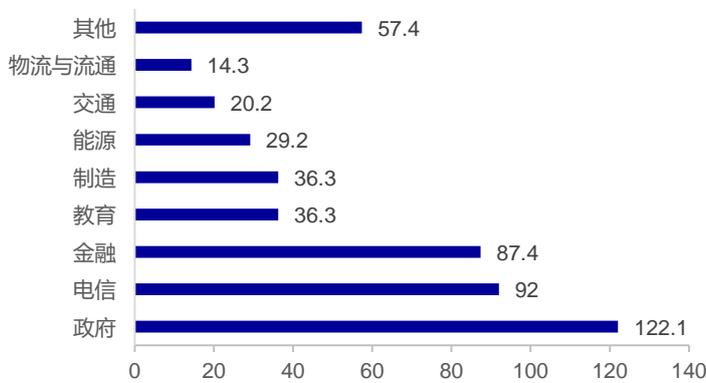
5. 预期差一：关注公司生态适配能力，尤其信创

生态适配能力，如适配信创与华为产业链，前者是存量市场的替换需求，后者是增量市场的新兴趋势，该领域是不可忽视的产业。

以安全国产化为例，党政、特殊行业用户对于安全信创产品具有刚性需求，催生百亿级增量市场。对于涉及国计民生的重要基础设施，国外组织通过软硬件后门可以收集重要数据、攻击我国核心部门网信设施。因此这些关键领域的 IT 设施有刚性的信创需求，网络安全设施更是处于更为核心的门户地位。假设党政、特殊行业有替换需求。根据 IDC 数据 2018 年政府网络安全市场规模约占总体的 25% 约 122 亿元，假设行业维持 23% 的增速，2019 年政府网安市场规模预计 150 亿元。网络安全产品使用周期通常为 3 到 5 年，我们保守估计只取 2017-2019 年 3 年的政府的网络安全市场总规模，总计约 372 亿元。2018 年中国安全硬件占比为 48.1%，推算网络安全信创规模为 180 亿元。

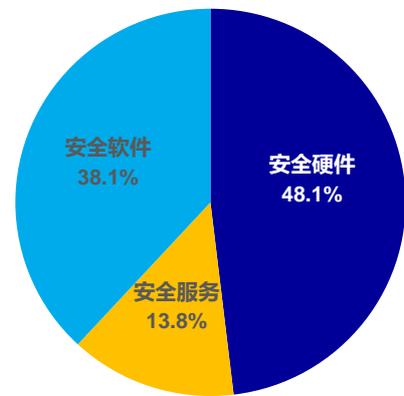
假设公司保持现在的市占率，获取 10% 份额，将带来 18 亿的增量收入。

图 20：2018 年中国网络安全市场客户分布（单位：亿元）



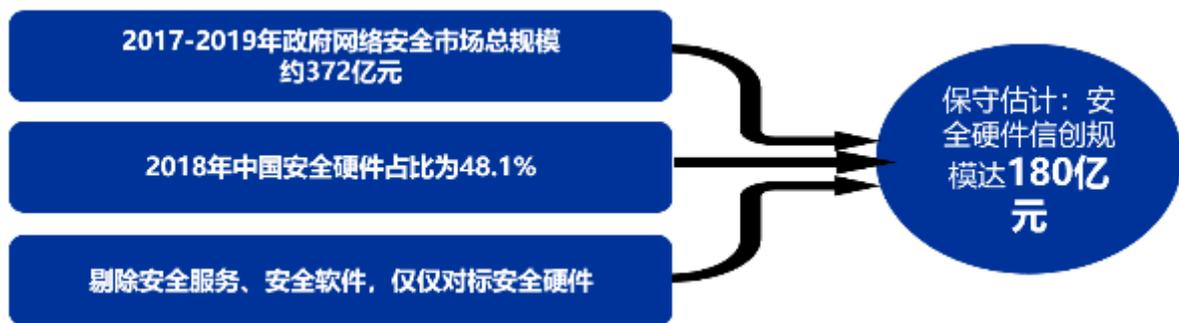
资料来源：赛迪顾问，申万宏源研究

图 21：2018 年中国信息安全市场结构



资料来源：赛迪顾问，申万宏源研究

图 22：安全信创空间测算



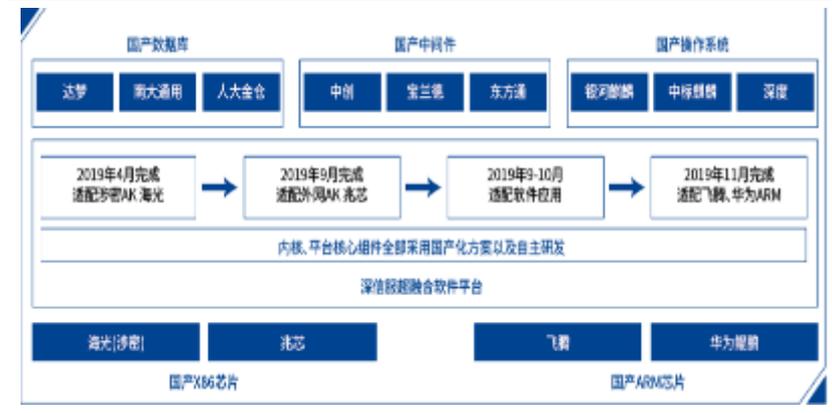
资料来源：申万宏源研究

公司的安全和云产品广泛的适配生态系统。如公司的云基础设施产品向上端大量对接各个领域核心应用，与多家操作系统、中间件、数据库、国产化芯片和应用厂商开展广泛深入的产品技术适配，再利用超融合管理平台实现资源的统一管理和运维，进一步扩大生态合作领域。

根据公司官方公众号，2019 年，深信服终端威胁防护系统 EDR 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；SSL VPN 与统一操作系统 UOS

完成适配；与华为联合推出基于 TaiShan 服务器的超融合云计算解决方案；推出基于 ARM 架构的超融合版本。

图 23：云计算业务为例已经广泛适配国内生态



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 24：PK 体系的安全产品

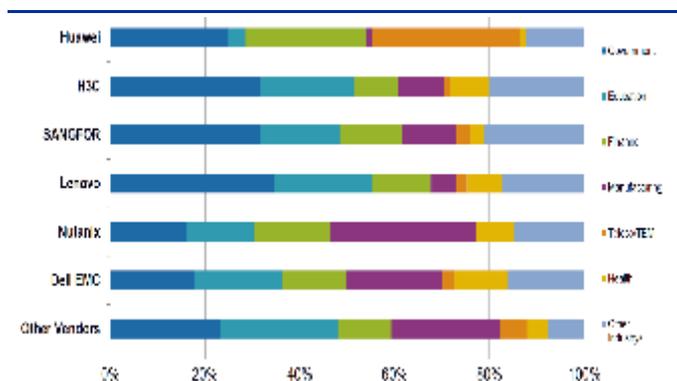


资料来源：公司官网，申万宏源研究

6. 预期差二：拓展高端市场是最大预期差

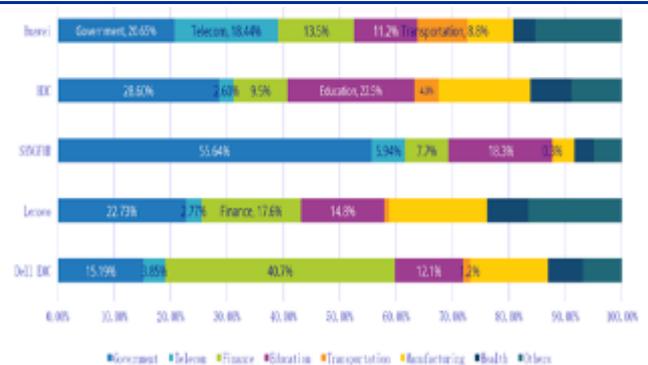
投资者担心公司突破高端市场的难度太大。公司以渠道打造了中小市场深厚的护城河，也加大政府、教育、医疗、金融和大型企业等行业市场的投入，坚定不移地拓展行业中高端市场。先看一组数据，以 IDC 披露的超融合的产品为例。2018 年上半年公司超融合下游客户中，政府占比 30%；到 19 年前三季度政府占比达 56%。可见公司突破高端市场的速度。公司突破大客户的方式有三：1) 提前布局，深入介入；2) 借助合作伙伴接触大客户；3) 投资关键卡位公司。

图 25：2018H1 公司超融合政府客户占比 30%



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 26：2019 前三季度公司超融合政府客户占比 56%



资料来源：IDC，申万宏源研究

通过技术提早布局，卡位关键位置，如制定标准、市场宣传。公司是“IPSec VPN 技术规范”及“SSL VPN 技术规范”两项密码行业的主要制定单位，并受邀参与制定“信息安全技术第二代防火墙安全技术要求”、“信息安全技术网络通信审计产品技术要求”、“信息安全技术信息系统安全审计产品技术要求和测试评价方法”、“上网行为管理系统”。

安全评价规范”等安全行业标准。公司还参与了2018年第一版的桌面云标准，该标准尚未正式发布，预计未来后将促进公司桌面云产品销售。2019年的等保2.0落地后，全国各地开展宣贯会，公司与公安部紧密合作，承办或协办200场地方宣传活动，其中省级19场⁶，为品牌起到绝对的宣传作用。

表7：公司承接了大部分等保2.0宣贯活动

省份	承办企业	时间
北京	深信服	190516
新疆	深信服	190830
甘肃	深信服、甘肃海丰信息科技承办；锐捷网络、甘肃安信信息安全技术、中兴通讯、杭州安恒信息技术、深圳昂楷科技、任子行、北京圣博润高新技术、甘肃中科园智能网络系统、甘肃睿讯信息安全科技共同协办	190816
青海	深信服、新华三	190906
宁夏	深信服	190628
陕西	深信服	190905
内蒙古	信元网安、深信服、H3C、紫光集团、CFCA	190614 以前
黑龙江	-	190828
辽宁(大连)	深信服	190829
山西	杭州安恒信息技术、奇安信科技、北京威努特技术	190917
天津	深信服、天津市兴先道科技	190822
山东	深信服承办；山东新潮信息、北京可信华泰、山东维平信息安全测评技术有限公司协办	190828
安徽	深信服、北京天融信	190618
湖北	深信服	190621
湖北恩施	任子行受邀	190822
湖南	深信服	190619
湖南湘潭	新华三	190724
江西	深信服	190719
上海	深信服、上海谋乐网络科技有限公司（漏洞银行）	190603
浙江	-	190602
福建	-（安全狗受邀） 福建的另一链接：	190717
广东(广州)	深信服承办；深圳市网安计算机安全检测技术、广州竞远安全技术协办	190606
广东汕头	深信服	190624
广东佛山	-	190802
广西	-	190718
云南	深信服、奇安信科技、北京指掌易科技、任子行	190711
贵州	奇安信	190829
重庆	-	190628

资料来源：深信服官方公众号，申万宏源研究

通过合作伙伴去突破头部客户，比如和美亚柏科、卫宁健康、新开普、北信源都战略合作，通过他们切入头部客户。

表8：根据公司公众号，可看出公司通过合作伙伴切入头部客户的策略

通过合作伙伴切入头部客户

⁶ 数据来源于公司官方公众号

通过合作伙伴切入头部客户

9月29日，与华润集团润联科技签署战略合作协议，在云安全、数据防泄密、数据产品及安全管理、安全咨询服务等网络安全领域展开深入合作。

9月6日，与美亚柏科在北京正式签署战略合作协议，以信息安全、大数据及其应用为载体，构筑和创新合作生态，范围延伸至产品、技术、方案整合、市场拓展（含海外）等各领域，以“载体+产品+服务”的模式共同为政府、公检法、税务、市监、教育等行业制定出一体化解决方案。

8月29日，百度智能云携手深信服正式签订战略合作协议，深信服将充分发挥自身在网络安全、云计算和IT基础设施领域的强大实力，与百度智能云在安全等保、私有云平台及混合云等方面开展合作及对接，助力双方业务价值提升，有效优化用户的产品体验。

8月13日，吉林联通产业互联网创新基地副总经理刘欣辉与深信服运营商事业部总经理张瑜正式签署战略合作协议。将在行业云安全领域与深信服开展深度合作，切实解决企业上云时所遇到的安全问题，提供解决方案。双方从方案捆绑、产品整合、市场合作和培训交流四个方面，对未来的合作发展进行了探讨与交流，并明确了未来发展的方向与目标。

8月1日，与国家广播电视总局广播电视规划院签订了战略合作协议，主要在基地内开展广电行业网络安全技术交流、安全项目和技术合作研究、安全标准合作研究、安全产品合作研发、安全服务合作开展、双方共同研发的应用成果转化、共同研发的安全产品的测试和验证，以及安全技术方案的应用落地和推广等工作。

资料来源：深信服官方公众号，申万宏源研究

投资关键卡位公司，如国信新网——不容小觑，国企背景，用超融合承接政务外网建设。公司2019年8月公告，全资子公司投资控股拟使用自有资金增资北京国信新网通讯技术有限公司，增资金额为3000万元，增资完成后，投资控股在国信新网的持股比例为20%。

国信新网成立于2001年，是国家信息中心的下属子公司，成立后全程参与了国家电子政务外网相关基础设施的建设和运维工作。国信新网在国家电子政务外网管理中心办公室领导下，统筹整合社会大型区域性云数据中心资源，构建国家电子政务云数据中心服务体系，打造“物理分散、逻辑互联、全国一体”的政务公共云；基于对“互联网+”政务服务的深刻理解，自主研发超融合架构的云平台，提供私有云、专有云、混合云、灾备云等差异化云服务，满足政府行业用户在网站托管、开发测试、政务共享和行业监管等领域的需求；开发跨域云业务调度管理平台，实现跨数据中心、不同安全域、多厂商云的国信政务云服务支撑。通过与政府行业集成商、独立软件供应商开展广泛密切合作，国信新网已全面转型成为面向各级政府和企事业单位提供云基础设施资源、开放的数据共享与支撑平台、丰富的政务外网云应用、安全防护及运维保障综合服务的高新技术企业。**公司不仅可以借助国信新网接触到更多优质的客户，还能接力在政务外网中发展私有云业务。**

表9：增资后国信新网各股东的出资金额及出资比例

股东名称	出资额（万元）	股权比例
国家信息中心	723.803	56.15%
深圳市深信服投资控股有限公司	257.795	20.00%
北京国信金泽投资中心（有限合伙）	180.809	14.03%
北京中科兆悦科技发展有限公司	126.566	9.82%
合计	1,288.97	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

7. 盈利预测与估值：当下展望千亿，长期千亿只是起点

7.1 收入端：安全不减速，云向上加速

安全业务

根据前三季度收入增速和 2019 年报预告**预计 2019 年安全业务增速 38%**。2020 年为信息安全高景气度的大年，**预计 2020 年安全业务增速为 32%**。根据 IDC 的数据，我们以市占率预测公司 21-23 年收入变化。需说明 IDC 只统计了 CM、VPN、UTM 三款产品，公司还有其他众多如态势感知、安全服务、EDR 等新兴产品，如 19、20 年根据 IDC 判断公司安全业务只有 19%、22% 的增长，但我们的判断是 36%、32% 增速，因为考虑新产品的原因。所以我们用 IDC 的数据做的预测其实反映了公司安全业务的保底增长情况。公司的安全产品为新兴安全市场产品，同时公司的安全产品保持市场领先地位，所以增速将高于行业整体增速。**预计 21-23 年安全业务增速为 25%、25%、25%**。

表 10：根据 IDC 数据预测公司安全业务增速是保底增长（百万美元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
市场规模									
CM	237.47	331.35	430.84	537.41	613.76	755.95	928.33	1149.82	1401.69
VPN	112.24	170.36	181.63	211.68	227.71	251.73	282.35	320.86	364.81
UTM	995.25	1315.28	1567.46	1991.81	2410.98	3050.86	3863.89	4870.19	6134.45
公司规模									
增速					19%	22%	23%	23%	23%
CM	85.71	98.26	117.91	137.89	159.58	196.55	241.37	298.95	364.44
VPN	46.12	53.41	64.10	64.87	70.59	78.04	87.53	99.47	113.09
UTM	68.74	85.28	107.34	132.98	168.77	213.56	270.47	340.91	429.41
公司市占率									
CM	36.1%	29.7%	27.4%	25.7%	26%	26%	26%	26%	26%
VPN	41.1%	31.4%	35.3%	30.6%	31%	31%	31%	31%	31%
UTM	6.9%	6.5%	6.8%	6.7%	7%	7%	7%	7%	7%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：红色市占率为预测数据，保守估计公司市场率不变，由此推算出公司增速

云计算业务

根据前三季度收入增速和 2019 年报预告**预计 2019 年云计算业务增速 56%**。公司于 2019 年将云计算业务拆分为云业务和基础 IT 业务（上文有介绍），判断组织架构调整将一定程度影响当年业务。所以 2020 在组织架构完善的情况下将加速发展，**预计 2020 年云计算业务增速 70%**。近几年超融合市场保持高增速，超融合作为公司发展中心，随着市场

投入加大，预计将进一步扩展市场份额，营收将快速增长。**预计 21-23 年云计算业务增速分别为 60%、54%、52%。**

企业级无线业务

根据前三季度收入增速和 2019 年报预告**预计 2019 年企业级无线业务增速 20%**。企业级无线业务在子公司信锐科技体内，除此之外，信锐还有交换机、物联网业务（上文有介绍），该公司是物联网布局的重要一环，考虑到公司目前重点发展云业务，企业无线业务将保持稳定增长。**预计 20-23 年云计算业务增速分别为 15%、15%、15%、15%。**

表 11：各产品线营收预测

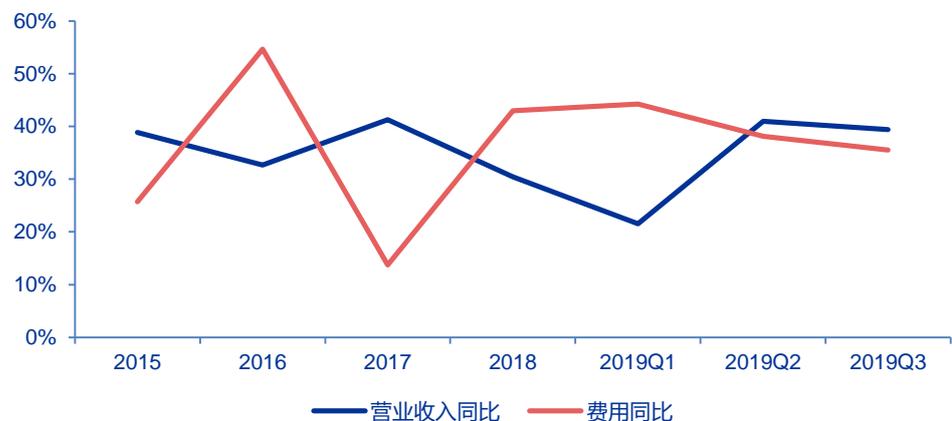
百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
总增长	39%	33%	41%	30%	40%	41%	37%	36%	37%
安全业务	25%	17%	24%	25%	38%	32%	25%	25%	25%
云计算业务	808%	208%	146%	59%	56%	70%	60%	54%	52%
企业级无线	140%	60%	38%	18%	20%	15%	15%	15%	15%

资料来源：申万宏源研究

7.2 费用端：“人”导致的“收入-费用”逆剪刀差已经出现拐点

投资者担心这两年公司的利润增长缓慢，其实是“收入-成本”逆剪刀差导致，根本是逆势扩张导致费用过高。2018Q2 上市以来，公司逆势扩张，连续两年大量招人、做股权激励，收入仍然快速的增长，但利润增长放缓。

图 27：“收入-费用”逆剪刀 19Q2 出现拐点



资料来源：wind，申万宏源研究

2019Q2 已经出现拐点，预计 2020 年往后“收入-费用”剪刀差扩大，收入保持快速增长，利润弹性也将释放。2018 上市前公司共有 3538 人，2018 年净增长 29%至 4552 人。根据深信服官方公众号招聘信息，2019、2020 校园招聘 1174、1640 人；从薪酬上看 2018 年人均薪酬提升 16%。薪酬与人数同步增长导致费用过高。考虑到社会招聘、离

职率，预计 19、20 年分别净增长 1000 人，假设人均薪酬增速保持 16%，那么人员费用增长 40%、37%，费用的增速已经放缓。经过上市后的快速增长，预计 2020 年以后招人将稳定增长，假设 2020 年后每年净增长 700 人，涨薪幅度保持不变，2020 年后费用增速逐步放缓，利润弹性将释放。

其中，仔细考察股权激励费用，该费用也算入员工薪酬。股权激励也是员工薪酬的一部分，在计算人均薪酬时已经包含该项，但是会计上与薪酬是独立的两项。公司上市后连续做两次股权激励，产生比较大的股权激励费用。2018 年向 1 名员工授予 36 万份股票期权，行权价格为 96.83 元/份；向 550 名员工授予限制性股票 312.3 万股，授予价格为 48.42 元/每股。2019 年向 888 名员工授予 583.155 万股，授予价格为 48.85 元/每股。从 18-22 年共计需要摊销 4.66 亿元，其中 2020 年是 2.2 亿是摊销大年。

表 12：上市初期人员数量与薪酬同步增长，预计后期费用影响减小

单位：人	2017	2018	2019 (假设)	2020 (假设)	2021 (假设)	2022 (假设)	2023 (假设)
生产		77					
销售	1,870	1,926					
客服	242						
技术	1,192	2,286					
财务		58					
行政		205					
综合管理	234						
员工总人数	3,538	4,552	5500	6500	7200	7900	8600
同比		29%	21%	18%	11%	10%	9%
员工薪酬(万元)	107,423.63	160,776.24					
人均薪酬(万元)	30.36	35.32					
同比		16%	16%	16%	16%	16%	16%
人员费用增长		50%	40%	37%	28%	27%	26%

资料来源：wind，申万宏源研究

表 13：上市后两次股权激励费用产生较大摊销费用

2018 年	股票期权数量 (万份)	股票期权需摊销的总费用 (万元)	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	
	36	698	92	340	181	85	
	授予限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	
	312.3	11,564	1,765	6,349	2,513	937	
2019 年	授予限制性股票数量 (股)	需摊销的总费用 (万元)		2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
	5,831,550	34295.35		4716.55	19227.32	7543.85	2807.63
	总计 (万元)	46,557	1,857	11,406	21,921	8,566	2,808

资料来源：公司公告，申万宏源研究

需要说明的是，人员增速放缓并不意味公司放弃投入，人才才是永续核心竞争力。从长远来看，人才才是驱动公司持续创新的源动力，我们并不想以牺牲人才的增长换取短期利润的增长，这其实损害了长远的发展。我们认为，因为上市辅导期间的保守扩张，在上市后一次性释放，所以造成 1-2 年的费用高增。预计 2020 年以后人员还会持续的扩张，

只是以稳态的方式增长，所以收入的增速将大于费用的增长，利润恢复正常增长情况。所以从长远看，不能预期投入放缓，而是在不断投入中收入与费用的平衡，稳态下的高增长。

综上，维持盈利预测，预计 2019-2021 年营业收入为 45.06 亿元、63.53 亿元、86.77 亿元，增速为 39.7%、41.0%、36.6%；归母净利润为 7.38、9.67、16.76 亿元，增速为 22.4%、31.0%、73.4%

7.3 分部估值给予 2020 年目标市值 948 亿

根据净利润率推测云计算业务目前尚未盈利，我们预计全部利润来源于非云业务。需要注意的是，2020 年存在较大的股权激励费用 2.19 亿元，我们认为股权激励费用为非经常性费用，不影响公司估值，因此我们将 2020 年的股权激励费用及相关表观影响加回。预计 2020 年归母利润为 9.67 亿元，股权激励费用为 2.19 亿元，还原后净利润为=股权激励费用*（1-所得税率）+表观净利润=2.19*（1-11%）+9.67=11.62 亿元。我们选取可比公司为：绿盟科技、北信源、迪普科技、山石网科、安博通、卫士通、南洋股份、启明星辰作为可比公司。其中山石网科与卫士通估值高于其他公司，但与深信服的安全业务产品线类似，客户结构类似，具备可比性。A 股信息安全可比公司 2020 年平均 PE 61 倍，公司作为安全行业多个细分领域龙头，但是考虑到最近相关公司股价表现明显，取 2020 年 PE 60 倍，则安全和无线等非云业务对应 697 亿市值。

表 14：可比公司估值表（以 2020 年 2 月 14 日收盘价计算）（单位：百万元）

公司名称	证券代码	市值（亿元）	归母净利润（百万）				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
绿盟科技	300369	203	168.07	243.61	335.11	451.93	41	83	61	45
北信源	300352	116	94.09	162	243.2	322.99	51	72	48	36
迪普科技	300768	162	201.01	246.33	302.33	375.33	-	66	54	43
山石网科	688030	112	68.91	94.92	124.09	164.97	-	118	90	68
安博通	688168	63	61.55	74.3	95.06	121.31	-	85	66	52
卫士通	002268	226	120.2	181.91	284.31	377.5	124.56	124	79	60
南洋股份	002212	281	485.26	442.69	611.2	831.07	26	63	46	34
启明星辰	002439	385	568.95	722.87	891.75	1110.55	32.4	53	43	35
平均值							55	83	61	47
深信服	300454	753	603	738	967	1,676				

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：除启明星辰外盈利预测取 Wind 一致预期

公司云业务处于高速成长期，根据净利润率推测云计算业务目前尚未盈利，给予 PS 的估值方式。A 股云计算可比公司 2020 年平均 PS 12 倍，公司作为云计算新技术发展的领

⁷ 公司 14-18 年所得税率分别为：13%、14%、16%、11%、2%，平均为 11%。

7.5 风险提示

如公司这类科技公司的主要成本和费用来自于人，可能存在收入-成本错配导致短期利润波动，甚至导致戴维斯双杀。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,472	3,224	4,506	6,353	8,677
营业收入	2,472	3,224	4,506	6,353	8,677
营业总成本	2,065	2,919	4,109	5,576	7,207
营业成本	606	860	1,200	1,795	2,617
税金及附加	35	43	54	76	104
销售费用	868	1,171	1,477	1,896	2,407
管理费用	97	130	243	376	280
研发费用	490	779	1,241	1,587	1,973
财务费用	-42	-77	-105	-154	-174
资产减值损失	12	13	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	225	289	330	220	266
投资收益	7	19	21	23	25
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	639	614	748	1,020	1,761
营业外收支	2	4	67	24	32
利润总额	641	618	815	1,044	1,792
所得税	68	15	77	78	116
净利润	574	603	738	967	1,676
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	574	603	738	967	1,676

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	574	603	738	967	1,676
加：折旧摊销减值	67	98	11	13	12
财务费用	-32	-68	-105	-154	-174
非经营损失	-8	-25	-20	-23	-25
营运资本变动	139	292	-152	-283	-330
其它	25	43	-137	23	30
经营活动现金流	765	943	337	543	1,189
资本开支	37	314	0	0	0
其它投资现金流	-588	-1,296	787	-81	-161
投资活动现金流	-625	-1,610	787	-81	-161
吸收投资	0	1,317	290	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	148	122	-105	-154	-174
其它融资现金流	-	-10	3	-1	0
融资活动现金流	-148	1,185	398	153	173
净现金流	-15	521	1,521	615	1,201

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,087	3,045	4,718	5,616	7,147
现金及等价物	216	738	2,260	2,875	4,076
应收款项	304	368	475	669	879
存货净额	88	128	172	261	382
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,480	1,811	1,811	1,811	1,811
长期投资	0	0	0	0	0

固定资产	144	182	170	158	145
无形资产及其他资产	680	1,906	1,136	1,241	1,428
资产总计	2,911	5,132	6,024	7,014	8,720
流动负债	1,044	1,510	1,373	1,396	1,426
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	818	1,080	1,080	1,080	1,080
其它流动负债	226	429	293	316	346
非流动负债	127	185	185	185	185
负债合计	1,171	1,695	1,558	1,582	1,612
股本	360	403	409	409	409
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	716	1,871	2,155	2,155	2,155
其他综合收益	11	14	14	14	14
盈余公积	69	125	194	284	440
未分配利润	584	1,023	1,693	2,570	4,090
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,741	3,437	4,466	5,433	7,109
负债和股东权益合计	2,911	5,132	6,024	7,014	8,720

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	1.42	1.50	1.80	2.36	4.10
每股经营现金流	1.90	2.34	0.82	1.33	2.91
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.32	8.53	10.91	13.28	17.37
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	32.4	18.3	26.8	30.0	47.0
ROE	33.0	17.6	16.5	17.8	23.6
毛利率	75.5	73.3	73.4	71.7	69.8
EBITDA Margin	26.5	19.4	16.0	14.2	18.8
EBIT Margin	24.2	16.8	15.8	14.0	18.7
营业总收入同比增长	41.3	30.4	39.7	41.0	36.6
归母净利润同比增长	122.7	5.2	22.4	31.0	73.4
资产负债率	40.2	33.0	25.9	22.6	18.5
净资产周转率	1.42	0.94	1.01	1.17	1.22
总资产周转率	0.85	0.63	0.75	0.91	1.00
有效税率	10.7	2.5	9.7	7.6	6.6
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	108.2	102.9	102	78	45
P/B	35.7	18.1	14.1	11.6	8.9
EV/Sale	25.1	19.1	13.3	9.3	6.7
EV/EBITDA	94.7	98.4	83.1	65.8	35.7
股本	360	403	409	409	409

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。