

深信服 (300454.SZ)

云网端全面布局，安全基因助力 5G 腾飞

ICT 巨头，云网端全面布局。公司在安全和云计算领域具有领先优势：（1）安全领域：硬件 VPN、上网行为管理、广域网优化、应用交付位居国内市占率第一；（2）云计算：据 IDC 统计，2018 年公司在国内超融合市场位居第三，市占率达到 16%。2018Q1，深信服桌面云以 15.9% 的份额占据第二名，53.3% 的增长率排名第一。（3）基础网络：据 IDC 统计，2018Q1，国内企业级 WLAN 市场份额位居第三。

研发投入高，新产品和新业务加速推出。近年来公司坚持高研发投入，及时依据市场环境的变化进行产品迭代和新业务布局。2018 年，公司研发投入达到 7.79 亿元，研发投入占比达到 24.16%，均位于行业领先水平。市场一直担心公司研发投入较高导致业绩释放困难，但我们看到公司产品覆盖越来越全面，品类扩张迅速，可满足不同领域、不同客户的各种需求。

推行全面渠道化战略，优质服务满足客户需求。由于产品的专业性强、迭代速度快，凸显服务品质的重要性，因此，公司销售费用率始终维持高位，建立起雄厚的客户资源。2018 年，销售费用 11.7 亿元，销售费用率达 36.32%，行业领先。

多业务的协同构筑独特优势。在 5G 云网融合背景下，面对激烈的竞争，公司云计算业务在产品种类和业务范围上分布全面，且具有安全和组网的优势。随着国内政企客户对自主可控要求越来越高，国内云服务厂商面临更多机会。深信服凭借深厚的客户资源积累和业务协同能力，有望在行业集聚效应下越做越强。

投资建议：我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 6.98/8.77/10.95 亿元，同比增长 15.7%/25.5%/24.9%，对应 EPS 分别为 1.73/2.17/2.72 元。根据对信息安全业务和云计算的分部估值，我们预计到 2020 年，公司合理目标市值为 625 亿，对应目标价 155 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：高销售和研发投入不能带来营收和利润预期增长的风险；核心技术人才流失的风险；人员快速扩张带来的管理风险；海外业务拓展不达预期的风险；激烈竞争带来的毛利率下滑的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,472	3,224	4,275	5,800	7,883
增长率 yoy (%)	41.3	30.4	32.6	35.7	35.9
归母净利润(百万元)	574	603	698	877	1,095
增长率 yoy (%)	122.7	5.2	15.7	25.5	24.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.42	1.50	1.73	2.17	2.72
净资产收益率(%)	33.0	17.6	17.1	17.8	18.2
P/E(倍)	77.8	74.0	63.9	50.9	40.8
P/B(倍)	25.6	13.0	11.0	9.0	7.4

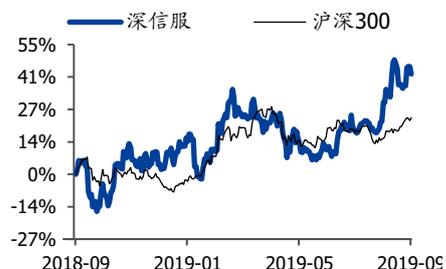
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	
最新收盘价	114.65
总市值(百万元)	46,216.79
总股本(百万股)	403.11
其中自由流通股(%)	51.86
30 日日均成交量(百万股)	0.89

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiaji@gszq.com

分析师 程响晴

执业证书编号：S0680519050006

邮箱：chengxiangqing@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,087	3,045	4,244	5,394	7,378
现金	216	737	1,768	2,695	4,349
应收账款	247	302	426	561	780
其他应收款	15	0	19	7	29
预付账款	8	12	14	21	27
存货	88	128	150	239	320
其他流动资产	1,514	1,866	1,867	1,870	1,873
非流动资产	824	2,088	2,091	2,116	2,157
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	144	182	194	219	261
无形资产	5	4	5	5	4
其他非流动资产	675	1,901	1,892	1,892	1,892
资产总计	2,911	5,132	6,334	7,510	9,535
流动负债	1,044	1,510	2,074	2,388	3,337
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	187	263	349	585	890
其他流动负债	857	1,247	1,725	1,803	2,447
非流动负债	127	185	185	185	185
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	127	185	185	185	185
负债合计	1,171	1,695	2,259	2,573	3,523
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	403	403	403	403
资本公积	716	2,022	2,022	2,022	2,022
留存收益	653	1,149	1,829	2,678	3,730
归属母公司股东收益	1,741	3,437	4,075	4,937	6,013
负债和股东权益	2,911	5,132	6,334	7,510	9,535

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	765	943	991	762	1,407
净利润	574	603	698	877	1,095
折旧摊销	56	84	50	55	74
财务费用	-42	-77	-144	-250	-370
投资损失	-7	-19	-9	-10	-11
营运资金变动	139	292	396	91	620
其他经营现金流	46	60	-0	-0	-0
投资活动净现金流	-625	-1,610	-45	-69	-103
资本支出	38	315	3	25	41
长期投资	-624	-1,373	0	0	0
其他投资现金流	-1,211	-2,668	-41	-44	-62
筹资活动净现金流	-148	1,185	84	235	351
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	43	0	0	0
资本公积增加	25	1,306	0	0	0
其他筹资现金流	-173	-164	84	235	351
现金净增加额	-15	521	1,031	927	1,654

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,472	3,224	4,275	5,800	7,883
营业成本	606	860	1,108	1,552	2,230
营业税金及附加	35	43	55	72	95
营业费用	868	1,171	1,560	2,088	2,838
管理费用	587	130	1,240	1,699	2,262
财务费用	-42	-77	-144	-250	-370
资产减值损失	12	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	7	19	9	10	11
营业利润	637	614	699	900	1,154
营业外收入	6	5	84	73	42
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	641	618	782	972	1,195
所得税	68	15	83	95	100
净利润	574	603	698	877	1,095
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	574	603	698	877	1,095
EBITDA	690	680	794	959	1,162
EPS (元/股)	1.42	1.50	1.73	2.17	2.72

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	41.3	30.4	32.6	35.7	35.9
营业利润 (%)	477.7	-3.5	13.7	28.9	28.2
归属母公司净利润 (%)	122.7	5.2	15.7	25.5	24.9
盈利能力					
毛利率 (%)	75.5	73.3	74.1	73.3	71.7
净利率 (%)	23.2	18.7	16.3	15.1	13.9
ROE (%)	33.0	17.6	17.1	17.8	18.2
ROIC (%)	31.3	16.3	15.8	16.1	16.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.2	33.0	35.7	34.3	36.9
净负债比率 (%)	-12.4	-21.5	-43.4	-54.6	-72.3
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.3	2.2
速动比率	1.9	1.9	2.0	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.80	0.75	0.84	0.92
应收账款周转率	12.7	11.8	11.8	11.8	11.8
应付账款周转率	4.3	3.8	3.6	3.3	3.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.42	1.50	1.73	2.17	2.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.25	1.53	2.46	1.89	3.49
每股净资产 (最新摊薄)	4.32	8.53	10.11	12.25	14.92
估值指标 (倍)					
P/E	77.8	74.0	63.9	50.9	40.8
P/B	25.6	13.0	11.0	9.0	7.4
EV/EBITDA	64.4	64.7	54.1	43.8	34.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 投资要件	5
2. 华为精神一脉相承，ICT 巨头崭露峥嵘.....	6
2.1 发展历程：以信息安全为基，云计算打开成长空间.....	6
2.2 经营分析：业务规模快速成长，毛利率行业领先.....	8
2.3 核心竞争力分析：产品线完善+服务投入行业领先.....	10
高研发投入：孵化出新产品和新业务.....	10
高销售支出：赋予个性化服务和全面覆盖.....	11
3. 云计算：借力 5G，独辟蹊径.....	13
3.1 市场前景：私有云建设仍大有可为，混合云潜力巨大.....	13
3.2 公司战略：聚焦“三云”，以客户需求为导向搭建服务体系.....	14
3.2.1 企业云：以超融合为架构，切入虚拟化市场.....	16
3.2.2 桌面云：拓展私/混合云，市占率稳居前二.....	17
3.2.3 战略方向：业务整合，产品升级.....	18
4. 信息安全：业务稳定增长，深度协同云端业务.....	19
市场前景：行业增速维持稳定，业务发展快于总体水平.....	19
公司战略：坚固壁垒，与云计算成协同之势.....	20
网络连接.....	20
安全保障.....	22
5. 基础网络业务：乘风物联网，与主业差异化互补.....	22
6. 盈利预测与估值.....	24
6.1 盈利预测.....	24
6.2 估值分析.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 业务架构及主要产品.....	7
图表 3: 公司多款产品市场排名前列.....	8
图表 4: 6 款产品入围 Gartner 国际魔力象限.....	8
图表 5: 主要董事会和管理层成员介绍.....	8
图表 6: 2014-2019H1 公司营业收入.....	9
图表 7: 2014-2019H1 归母净利润.....	9
图表 8: 2016-2019H1 年收入占比情况.....	9
图表 9: 云计算和安全业务占比.....	9
图表 10: 公司主营业务毛利率.....	9
图表 11: 公司毛利率和同行业对比.....	9
图表 12: 公司费用支出占销售收入的比例.....	10
图表 13: 公司研发人员占比快速提高.....	11
图表 14: 2018 年同行业的研发支出对比.....	11
图表 15: 公司推行的渠道战略.....	11
图表 16: 公司渠道体系.....	12
图表 17: 2018 年同行业销售费用对比.....	12

图表 18: 2018 年同行业销售人员对比	12
图表 19: 公司客户分布范围	13
图表 20: 行业入围清单	13
图表 21: 2018-2022 中国私有云平台建设市场规模及增长率	14
图表 22: 全球企业用云策略	14
图表 23: 中国企业应用混合云的比例仍处于较低水平	14
图表 24: 深信服云基础架构	15
图表 25: 深信服超融合架构	15
图表 26: 深信服云计算产品体系	15
图表 27: IT 采购比例变动趋势	16
图表 28: 深信服入围中国服务器虚拟化魔力象限图	16
图表 29: 2017Q-2019Q1 中国超融合市场规模	16
图表 30: 中国超融合市场规模预测	16
图表 31: 超融合市场与厂家的发展	17
图表 32: 2018 年超融合存储市场前五大供应商	17
图表 33: 2018 年主要超融合厂商业务需求领域的分析	17
图表 34: 2019-2023 年中国瘦客户机市场预测	18
图表 35: 2018 年中国瘦客户机分行业市场分布	18
图表 36: aStor-EDS3600 分布式存储一体机	18
图表 37: 企业分布式存储管理平台	18
图表 36: 全球知名的泄露事件统计	19
图表 37: 数据安全解决方案	19
图表 38: 网络安全等级保护 (等保 2.0) 发展历程	19
图表 39: 深信服等保一体机解决方案	20
图表 40: 深信服推出的软件定义、轻量级及快速交付的一站式解决方案	20
图表 41: 2017-2022 数据安全市场规模 (百万美元)	20
图表 42: 同行业安全业务增速对比	20
图表 43: 企业混合云平台间的网络连接方式	21
图表 44: 深信服 VPN 组网解决方案	21
图表 45: 视频会议优化前后效果对比	21
图表 46: 深信服广域网加速效果实测	21
图表 47: 深信服下一代防火墙业务成长历程	22
图表 48: 深信服 AF	22
图表 49: 2018Q1 中国企业级 WLAN 市场份额	22
图表 50: 万兆无线 AC 控制器产品	23
图表 51: 室内无线 AP 产品	23
图表 52: 信锐安视交换机可视化图形展示	23
图表 53: 中国企业无线上云优势分析	23
图表 56: 盈利预测	24
图表 57: 费用率情况	24
图表 58: 可比公司估值分析	25

1. 投资要件

我们区别于市场的观点

(1) 市场对公司经营业绩表现存在担忧。但我们认为，公司的业务仍处于高速扩张期，通过持续加大对销售和研发的投入，新产品不断推出，并及时把握客户的需求，高投入会使业绩短期承压，长期来看将构筑公司在产品技术和用户方面的护城河。

(2) 市场认为互联网和 IT 巨头的入局会削弱公司的竞争力。我们认为，在云网融合的趋势下，公司云计算业务在产品种类和业务范围上分布全面，且具有安全和组网上的优势。随着客户对自主可控要求越来越高，公司凭借深厚的客户资源和业务协同能力，有望在行业集聚效应下越做越强。

(3) 市场对超融合未来的发展前景存疑。我们认为，私有云建设在中国仍将维持较高增速，混合云将极大地打开超融合市场的成长空间。据 IDC 预测，2018-2022 年中国私有云建设的 CAGR 为 24.8%，2022 年将达到 165.4 亿美元。未来 5 年，中国超融合存储系统市场的 CAGR 将达到 35%，2023 年，市场规模将达到 37.6 亿美元。

关键假设

(1) 云计算业务延续高增长势头，国内私有云建设维持较快增速，公司能够推出适应市场需求的混合云产品，云计算增速维持 50% 左右。

(2) 安全业务维持稳定增速，随着安全政策的加速推进，功能不断完善，毛利率进一步提升。

(3) 研发进展顺利，推出混合云、大数据分析、安全可视交换机等新产品和解决方案。

股价上涨的催化因素

(1) 在云计算和信息安全领域能够维持领先地位。

(2) 推出符合市场需求的新产品。

(3) 业务规模高增长带动利润水平改善。

(4) 安全政策实施，带动安全业务生态繁荣。

投资风险

(1) 高销售和研发投入不能带来营收和利润预期增长的风险。

(2) 核心技术人员流失的风险。

(3) 人员快速扩张带来的管理风险。

(4) 海外业务拓展不达预期的风险。

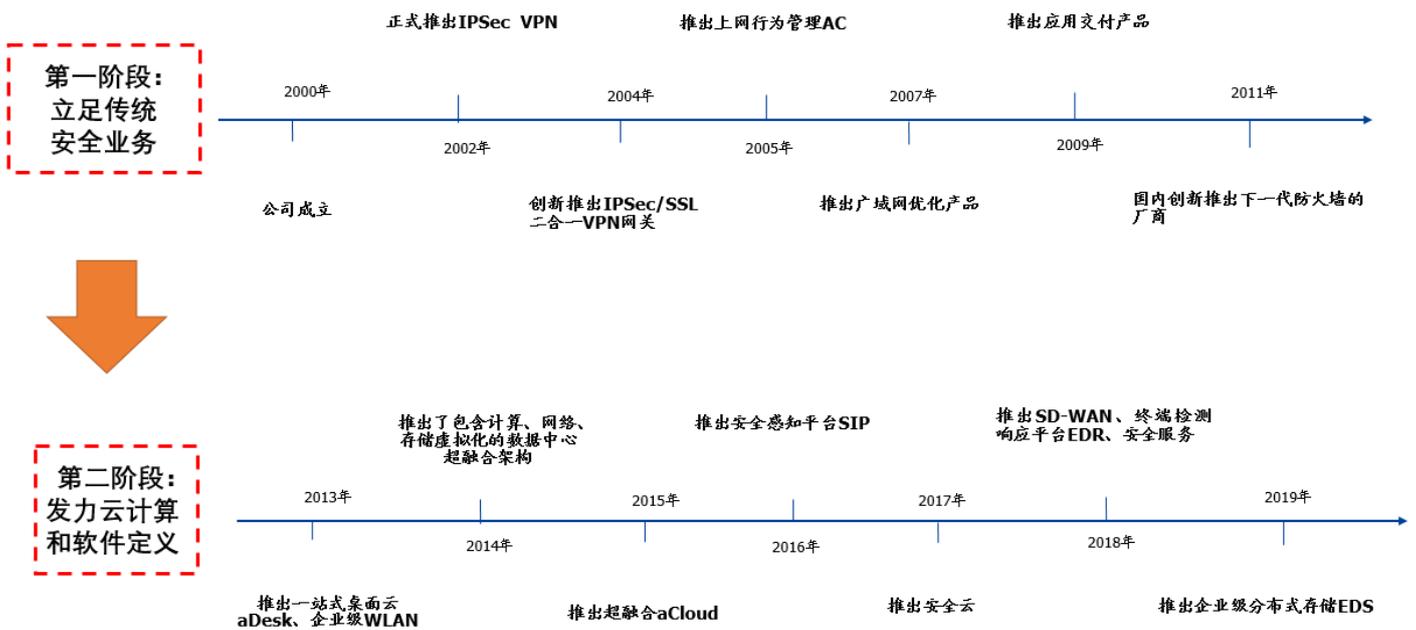
(5) 激烈竞争带来的毛利率下滑的风险。

2. 华为精神一脉相承，ICT 巨头崭露峥嵘

2.1 发展历程：以信息安全为基，云计算打开成长空间

公司成立于 2000 年，是一家专注于企业级安全、云计算与 IT 基础架构的产品供应和服务商。(1) 2000-2011 年，公司聚焦安全领域，通过推出 SSL VPN、上网行为管理、下一代防火墙等产品逐渐确立在信息安全领域的龙头地位。(2) 2012 年，公司开始布局云计算领域，推出以超融合、桌面云、安全云、云管平台等产品迅速切入云计算市场，并与原有的信息安全形成协调发展。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司布局信息安全、云计算和以企业级无线代表的基础网络三大业务，共同为企业数字化转型提供服务。信息安全业务包括信息安全业务主要包括上网行为管理、下一代防火墙、VPN（虚拟专用网络设备）、应用交付、SD-WAN 等产品和解决方案。云计算已初步完成桌面云、超融合、私有云、专属云、混合云的业务布局。基础网络业务包括无线控制器、安视交换机和企业级物联网产品。

图表 2: 业务架构及主要产品

领域	产品	简介
信息安全业务	广域网加速	部署在数据中心和分支机构的广域网出口, 可实现速度提升 200%, 流量削减 70%, 加速 VPN, 使成本降低 1/2, 视频丢包降至 0%
	VPN	为分支、PC 及智能终端远程安全接入数据中心提供认证、加密、授权和审计服务
	下一代防火墙	实现 L2-L7 层全面的安全防护, 抵御来源更广泛、攻击更容易、危害更明显的应用层攻击
	上网行为管理	了解网络使用情况, 构建一个有序的、健康的上网环境, 提高工作效率, 有效降低非工作上网行为, 保障网络资源合理使用; 合理分配网络带宽, 保障重要应用的访问速度
	应用交付	提供链路负载、服务器负载、全局负载等, 保障业务的高可靠、高稳定
	软件定义广域网	将 SDN 技术应用到广域网场景中所形成的一种服务
	终端安全	包括终端检测响应平台 EDR 和企业移动管理 EMM
	安全态势感知	检测、预警、响应处置的大数据安全分析平台
	安全解决方案	包括等保一体机解决方案和云安全解决方案
云计算业务	超融合一体机	集成深信服企业云平台软件, 通过软硬件一体化或纯软件, 构建企业云平台
	云管平台	实现 IT 资源服务化运营, 构建 PAAS 级服务平台
	瘦客机	桌面虚拟化瘦客户端
	桌面云	集成深信服桌面云平台软件, 通过软硬件一体化, 开机即可部署构建桌面云平台
	企业级分布式存储	包括分布式存储一体机和 EDS 软件
基础网路和物联网业务	企业级无线	配合自研高性能无线控制器, 可以实现统一认证、上网行为管理、大数据分析等增值功能
	安视交换机	基于 SDN 的企业级网络交换机, 能够满足大型网络的组网需求, 并具备丰富的智能和安全特性
	物联网解决方案	为用户提供了智慧空间、智慧机房、节能减排 3 种垂直场景的解决方案

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

多款产品市场排名处于领先地位。其中, 在 VPN、上网行为管理、广域网优化、应用交付领域处于国内市占率第一的位置, 下一代防火墙、超融合、瘦客机等产品处于行业领先地位, 共 6 款产品入选 Gartner 国际魔力象限。

图表3: 公司多款产品市场排名前列

硬件VPN

连续11年中国市场占有率第一 (Frost & Sullivan, IDC)

上网行为管理

连续10年中国市场占有率第一 (IDC)

SSL VPN

连续11年中国市场占有率第一 (Frost & Sullivan, IDC)

广域网优化

中国市场占有率第一 (Frost & Sullivan)

应用交付

连续5年中国市场占有率第一的国产品牌 (Frost & Sullivan, IDC)

下一代防火墙

获得国际权威安全检测机构ICSA的防火墙认证, 在稳定性、兼容性
及各方面功能获得高度认可。

资料来源: 公司官网, Frost & Sullivan, IDC, 国盛证券研究所

图表4: 6款产品入围 Gartner 国际魔力象限



资料来源: 公司官网, Gartner, 国盛证券研究所

公司管理层和创始人出身于华为和中兴, 为公司注入开拓和创新精神。三位创始人均毕业于中国科学技术大学, 且具有在华为和中兴的任职经历, 丰富的专业经验使得公司在经营上能够准确把握市场方向。

图表5: 主要董事会和管理层成员介绍

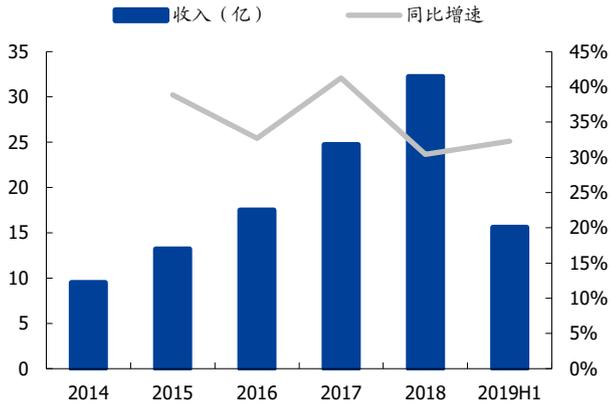
姓名	职务	个人经历
何朝曦	董事长, 总经理	毕业于中国科学技术大学, 1998-2000 年担任华为研发人员, 自公司设立以来担任董事长, 总经理。
冯毅	董事, 副总经理	毕业于中国科学技术大学, 1998-2000 年于中兴通讯从事研发工作。自公司设立以来先后担任董事、管理工程部总监等, 现任公司董事, 副总经理。
蒋文光	副总经理, 董事会秘书	硕士学历, 2009-2010 年于腾讯科技从事知识产权保护工作; 现任本公司董事会秘书、副总经理。
熊武	董事副总经理	毕业于中国科学技术大学, 1998 年-2000 年担任华为市场部员工。自公司设立以来担任董事、副总经理。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 经营分析: 业务规模快速成长, 毛利率行业领先

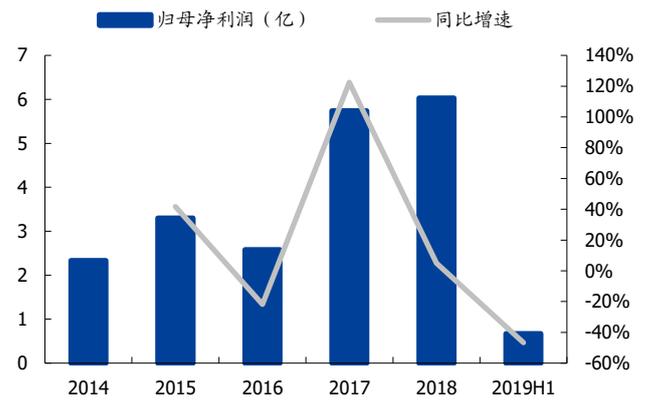
收入快速增长, 净利润在高费用支出下总体稳定。随着新产品不断推出, 逐渐形成协同效应, 营收规模也同步高速增长, 2014-2018 年 CAGR 达 35.7%。由于公司研发和销售支出占比非常高, 导致净利润无法完全体现各项业务真实的盈利能力, 而三费对公司净利润的侵蚀也一直是投资者担忧所在。

图表 6: 2014-2019H1 公司营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

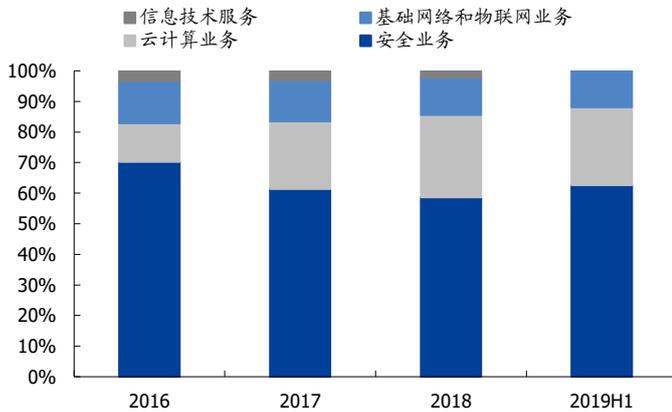
图表 7: 2014-2019H1 归母净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

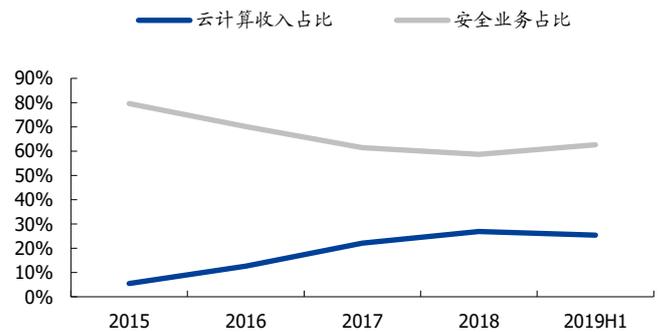
各项业务均保持快速增长势头, 安全业务因为投入的增加占比略有回升。2019H1 云计算收入占比达到 25.43%, 安全业务收入占比为 62.64%, 企业级无线业务和公司整体增速保持一致。

图表 8: 2016-2019H1 年收入占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

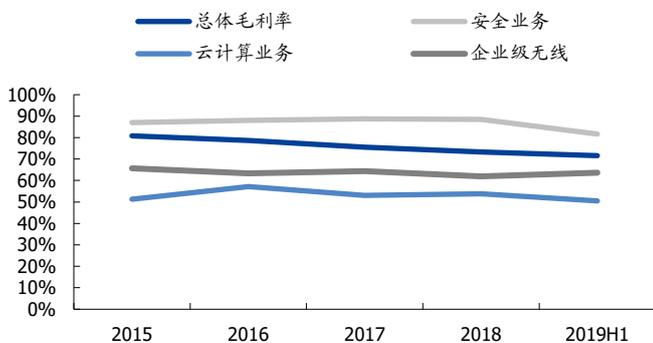
图表 9: 云计算和安全业务占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

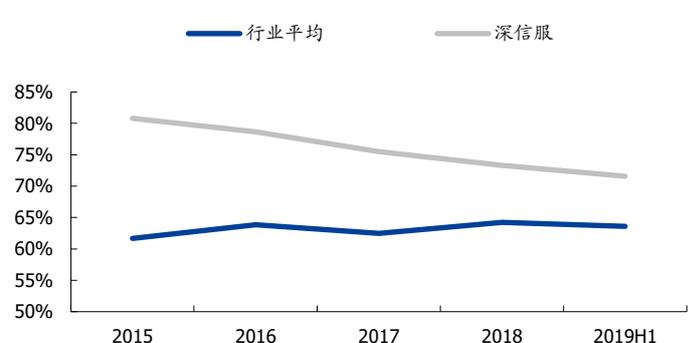
毛利率随着云计算拓展略有下滑, 但仍高于行业平均。云计算业务毛利率相对较低, 安全业务始终维持高毛利率。2019H1, 公司总体高毛利率达 71.57%, 仍处于同行业公司中较高水平, 领先行业平均。

图表 10: 公司主营业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

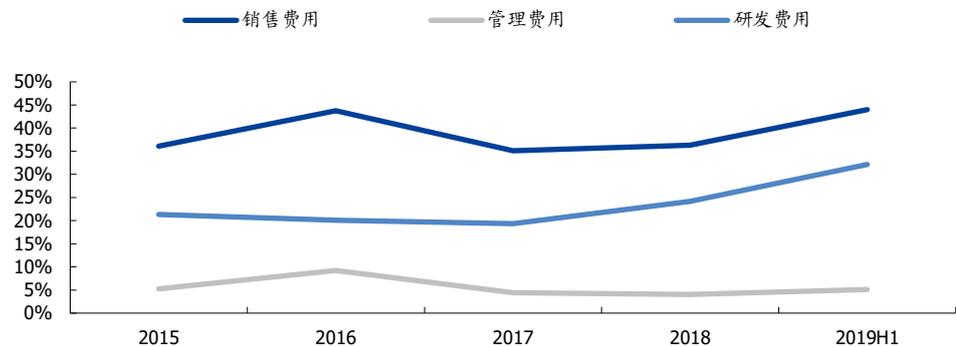
图表 11: 公司毛利率和同行业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司费用支出高，研发和销售支出占比始终处于高位。2019上半年，公司继续引入销售人员和研发人员，加大对新产品的投入力度，带动费用占比继续提升。2015-2018年，公司平均销售费用率达37.8%，平均研发费用率达21.2%。

图表 12: 公司费用支出占销售收入的比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3 核心竞争力分析: 产品线完善+服务投入行业领先

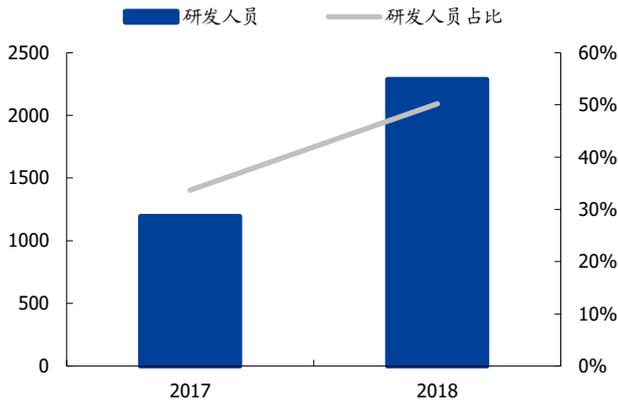
对研发和销售始终保持高投入是公司产品受到市场青睐的关键。公司致力于以客户需求为中心打造丰富的产品线，满足客户的多层次需求，并通过高销售投入高迅速占领市场领先地位。

高研发投入: 孵化出新产品和新业务

云网融合下的新 IT 模式为公司带来新的机遇和挑战，产品迭代至关重要。公司在信息安全业务的基础上，2012 年开始陆续推出了云计算和 IT 基础架构、以企业级无线为主的基础网络领域相关的产品和解决方案，凭借十余年在企业级 IT 领域的技术和市场积累，公司在云计算和 IT 基础架构、以企业级无线为主的基础网络领域的相关产品和解决方案也取得了一定发展。

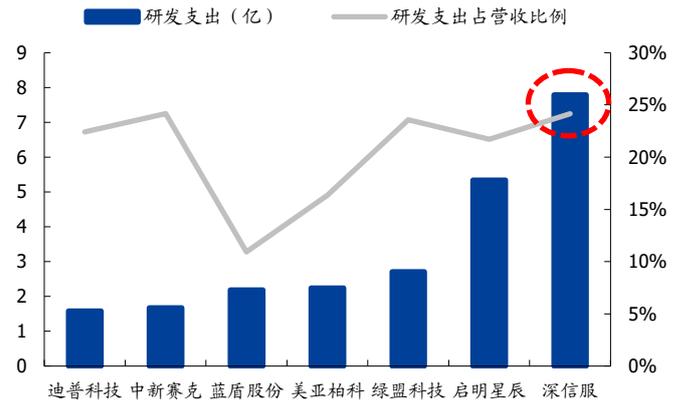
公司研发投入领先同行业对手，技术人员占比不断提升。2018 年，公司研发投入达到 7.79 亿元，研发投入占比达到 24.16%，均位于行业领先水平，研发人员也出现大幅增长。

图表 13: 公司研发人员占比快速提高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2018 年同行业的研发支出对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

长期的研发投入换来公司产品线的不断丰富以及专利的快速积累。2019 上半年, 公司累计申请国内外发明专利接近千件, 已获得授权的专利接近 300 件, 参与制定的信息安全、云计算等领域的国家标准和行业标准几十件, 在信息安全、云计算和 IT 基础架构等领域已构筑一定的技术壁垒。2019 年, 计划全年专利申请不少于 200 件, 正式推出大数据分析平台、混合云、交换机等新的产品和解决方案。未来, 将加强公司在大数据分析、人工智能、核心算法等方面的技术实力。

高销售支出: 赋予个性化服务和全面覆盖

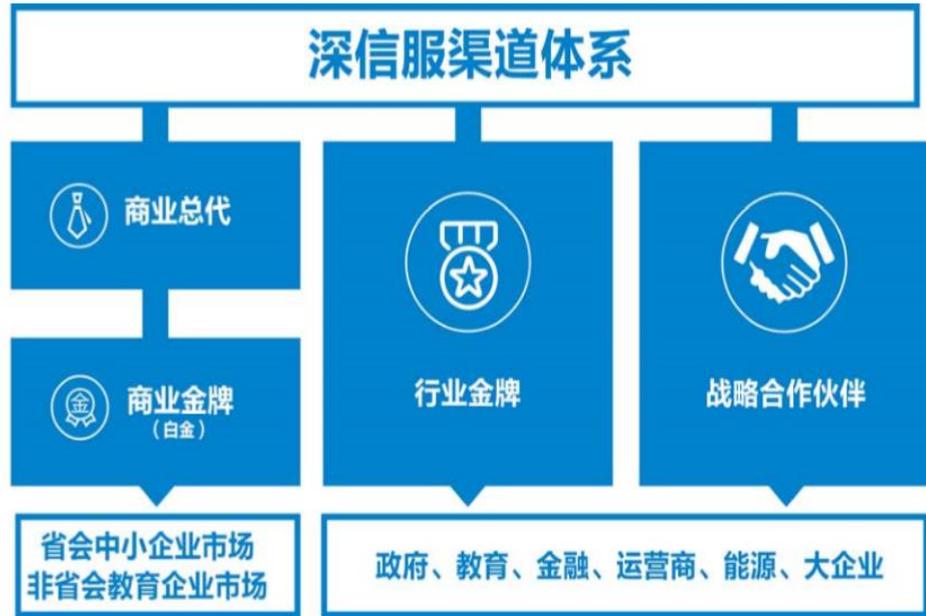
公司推行全面渠道化战略, 优质服务满足客户需求。(1) 全业务、全产品覆盖: 满足用户保护业务和承载业务的所有需求。(2) 全行业覆盖: 覆盖包含企业、政府、教育、金融、运营商等大行业及其中的各细分行业客户。(3) 全区域覆盖: 国内市场和海外市场。

图表 15: 公司推行的渠道战略

销售目标	对销售能力的要求
全业务、全产品覆盖	公司的安全、云计算、企业级无线业务, 是要围绕用户的信息安全和基础网络架构建设, 满足用户保护业务和承载业务的所有需求, 大量的业务场景的需求了解及销售线索获取、解决方案和产品的销售和交付, 需要通过广泛的销售网络完成。
全行业覆盖	公司的目标客户包含企业、政府、教育、金融、运营商等大行业及其中的各细分行业客户, 而不是只聚焦于极少数行业的极少数细分行业。借助各合作伙伴的渠道, 能够快速地做到全行业覆盖, 服务好所在行业的客户。
全区域覆盖	公司业务包括国内市场和海外市场, 国内市场又包括国家级、省级、地市级、区县级市场, 通过渠道代理能够更快地实现全区域覆盖。

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 16: 公司渠道体系

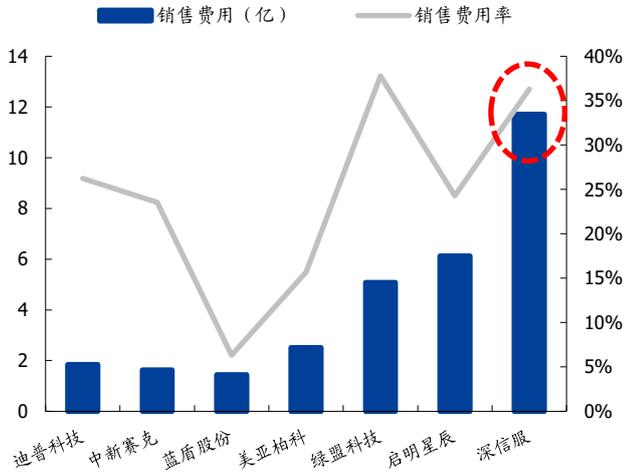


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

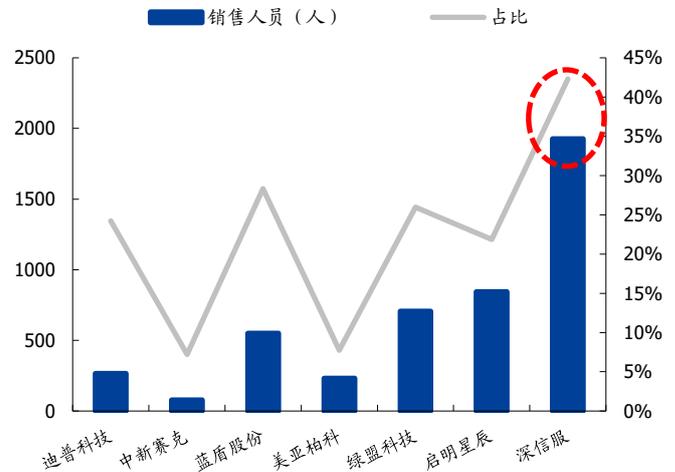
由于产品的专业性强、迭代速度快, 凸显服务品质的重要性。公司的产品和服务具有专业性、迭代快, 代理商需要公司的销售人员持续的提供培训和支持, 才能更好的开展业务。因此, 公司加大了销售人员对代理商的支持和配合力度。

图表 17: 2018 年同行业销售费用对比

图表 18: 2018 年同行业销售人员对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

客户拓展取得显著成效。(1) 行业覆盖全面, 产品在政府、金融、教育、运营商等领域实现深度布局。(2) 区域覆盖广。深信服用户分布在全球 50 多个国家和地区, 服务全球近 10 万用户。

图表 19: 公司客户分布范围



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 20: 行业入围清单

对象	入围产品
中央政府	全线产品
国家税务总局	上网行为管理、上网优化管理系统、SSL VPN、下一代防火墙、Web 防火墙、潜伏威胁探针、广域网优化、集中管理平台、应用交付、桌面云一体机及多款虚拟化软件
国家电网	应用交付
中国移动	应用交付
南方电网	上网行为管理、万兆防火墙
工商银行	上网行为管理、上网优化管理系统、SSL VPN
农业银行	上网优化管理系统
建设银行	上网优化管理系统、SSL VPN、SSL 安全网关、Web 防火墙、安全沙盒、应用交付
中国银行	上网行为管理、上网优化管理系统、SSL VPN、桌面云
交通银行	上网行为管理、上网优化管理系统、应用交付、桌面云

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

未来, 海外市场有望进一步打开成长空间。通过深信服(香港)间接实现对美国、英国、马来西亚、新加坡等海外子公司的全资控股。近年, 公司加大了在国际市场的投入, 通过对客户资源和经销渠道的积累, 重点发展东南亚和欧洲等市场。

3. 云计算: 借力 5G, 独辟蹊径

3.1 市场前景: 私有云建设仍大有可为, 混合云潜力巨大

市场看到全球公有云的快速发展, 但低估了私有云、混合云的发展空间。我们判断, 中国市场的私有云建设仍将维持较高增速。而据 IDC 预测, 2018-2022 年中国私有云建

设的 CAGR 将达到 24.8%，2022 年将会达到 165.4 亿美元的规模。

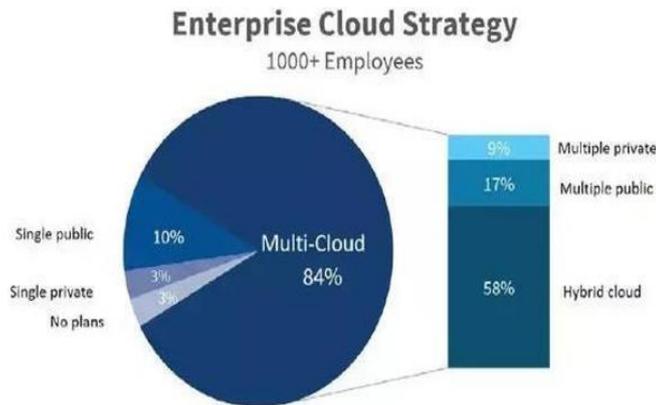
图表 21: 2018-2022 中国私有云平台建设市场规模及增长率



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

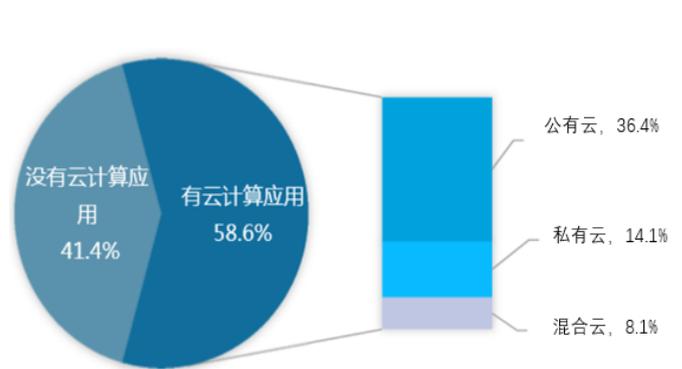
混合云发展大有可为, 成长空间巨大。在国外, 混合云已经成为企业云部署的主要形式, 国内差距明显。根据 RightScale 统计, 2019 年, 全球使用混合云的企业比例从 51% 增长到 58%。根据信通院调查统计, 2018 年我国企业应用云计算的比例为 58.6%, 采用混合云比例为 8.1%。据 Gartner 预测, 到 2020 年, 90% 的组织将利用混合云管理基础设施。

图表 22: 全球企业用云策略



资料来源: RightScale, 国盛证券研究所

图表 23: 中国企业应用混合云的比例仍处于较低水平



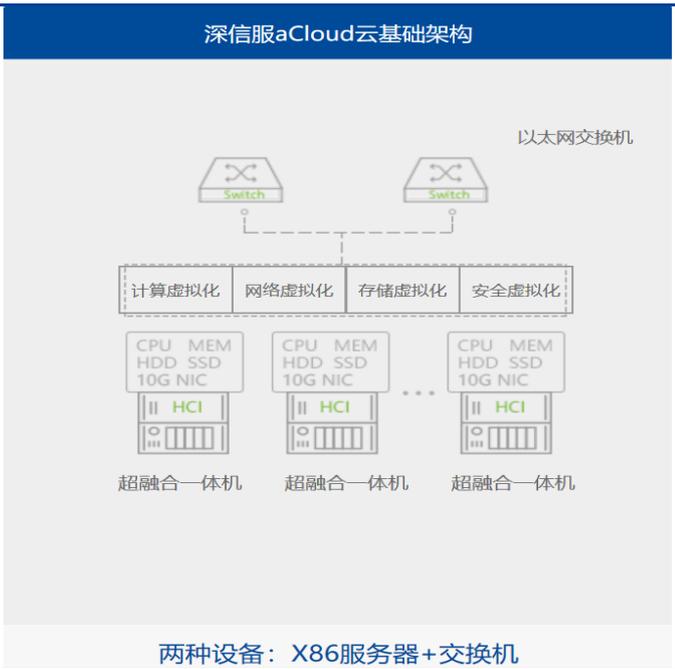
资料来源: 信通院, 国盛证券研究所

3.2 公司战略: 聚焦“三云”, 以客户需求为导向搭建服务体系

公司以超融合为底层架构搭建资源池, 兼具高性能和易用性。深信服超融合架构是通过虚拟化技术, 将计算、存储、网络和网络功能 (安全及优化) 深度融合到一台标准 X86 服务器中, 形成标准化的超融合单元, 多个超融合单元通过网络方式汇聚成数据中心整体 IT 基础架构, 并通过统一的 WEB 管理平台实现可视化集中运维管理, 帮助用户打造

极简、按需应变、平滑演进的 IT 新架构。

图表 24: 深信服云基础架构



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 25: 深信服超融合架构



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

围绕超融合架构，聚焦企业云、桌面云和托管云三大业务方向。公司从 2012 年开始布局云计算业务，目前已初步完成桌面云、超融合、私有云、专属云、混合云的业务布局。

- (1) 企业云基于 X86 服务器的超融合架构，为政府单位、教育机构、医疗机构等企业提供从桌面到据中心的完整云计算解决方案及服务。
- (2) 桌面云是基于融合架构的新型桌面模式，通过 ARM 架构搭载 Android 操作系统，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，为用户提供操作体验及软硬件兼容性媲美 PC，更安全、更高效的云桌面。
- (3) 分支云借助软件定义广域网技术，帮助企业实现对分支机构的 IT 集中管控、自动化部署，以及分支零运维，使总部管理更便捷。

图表 26: 深信服云计算产品体系

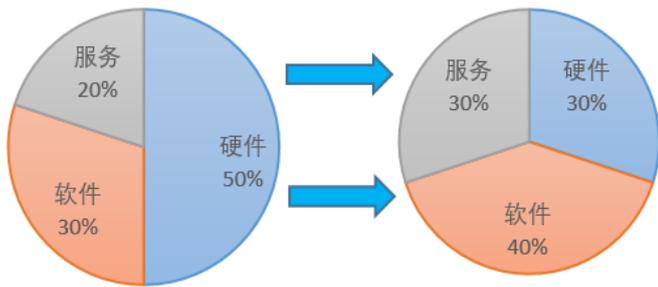


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3.2.1 企业云：以超融合为架构，切入虚拟化市场

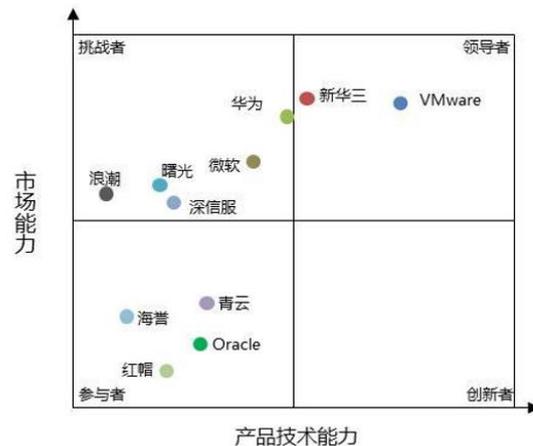
服务器虚拟化的加速推进衍生出超融合的发展。随着云计算的应用和软件定义的出现，新型 IT 模式使得服务器虚拟化逐渐成为发展趋势。采购模式逐渐从硬件向服务转变，据 CCW 统计，到 2023 年，服务器虚拟化市场规模将达到 74.8 亿元。硬件、软件和服务的采购比例已经从 5:3:2 逐渐向 3:4:3 转变，软件定义和服务能力越发关键。超融合基于软件定义和 X86 架构的服务器应运而生。

图表 27: IT 采购比例变动趋势



资料来源: CCW, 国盛证券研究所

图表 28: 深信服入围中国服务器虚拟化魔力象限图



资料来源: CCW, 国盛证券研究所

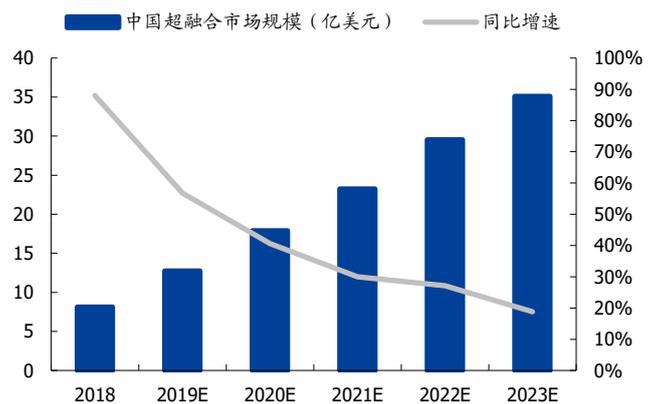
2019 年超融合系统市场继续维持快速上升势头。根据 IDC 统计，2019 年一季度中国超融合市场同比增长 64%，对于追求经济高效、易于管理的中小企业尤其适用，在政府、教育、电信、制造等行业受到广泛认可。预计在未来 5 年，中国超融合存储系统市场的 CAGR 将达到 35%，2023 年，市场规模将达到 37.6 亿美元。

图表 29: 2017Q-2019Q1 中国超融合市场规模



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 30: 中国超融合市场规模预测



资料来源: IDC 国盛证券研究所

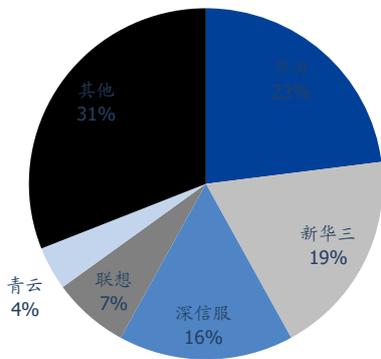
图表 31: 超融合市场与厂家的发展

日期	内容
2009年	Nutanix 成立, 开始投入产品研发。
2011年	Nutanix 推出首代超融合产品。
2013年	联想、华三、SmartX、华云网际、Nutanix 在中国纷纷推出超融合产品, 标志超融合作为独立的产品形态出现在中国市场。
2015年	IDC 首次发布中国区超融合市场报告, 厂商市场占有率排名依次为华三、华为、Nutanix、深信服、VMware、SmartX。
2016年1月	联想发起成立中国超融合联盟, 并担任第一届理事长单位, 标志着中国超融合的元年开启。
2016年	Nutanix 成功 IPO
2016年	独立第三方研究机构 Gartner 在《Market Trends: 超融合 Opportunities in China for Global Vendors》系统报道了中国主流超融合厂商与超过上千节点的中国最大超融合案例。
2017年	中国市场超融合厂商数量超过 50 家, 超融合已经渡过概念炒作阶段, 在越来越多的客户落地, 成为数据中心重要组成部分。
2018年	IDC 发布 2017 年中国区超融合市场报告, 指出 2017 年中国超融合市场总量相比 2016 年增长 115.3%, 达到 3.79 亿美元。

资料来源: 超融合技术白皮书, 国盛证券研究所

公司在超融合存储市场的份额不断上升, 政务云成主要驱动力。凭借在虚拟化安全领域的优势, 在政府和教育市场受到青睐, 市场份额逐渐接近华为和新华三。根据 IDC 统计, 2018 年公司在国内超融合市场占据第三地位, 市占率达到 16%。在领域分布上, 政府需求成为主要推动力。2018 年, 深信服超融合产品 51.8% 的需求来自于政府部门。

图表 32: 2018 年超融合存储市场前五大供应商



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 33: 2018 年主要超融合厂商业务需求领域的分析



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

未来, 应用场景将逐渐细化, 从政务云向细分领域衍伸。随着智慧城市、智能制造的不断推进, 金融、医疗、工业等行业越来越多的应用将向云平台迁移。同时, 政务云有望在原有基础上进行深化, 开启二期建设。

3.2.2 桌面云: 拓展私/混合云, 市占率稳居前二

云桌面具有易用性。云桌面产品将桌面、应用和数据转移到数据中心, 然后通过 SRAP 桌面交付协议, 将操作系统界面以图像的方式传送给前端的设备, 访问更灵活且管理更为高效和安全。

随着虚拟化的逐渐演进，瘦客机具有对传统 PC 的替代性。据 IDC 统计，2018 年，VDI 产品出货量 115.8 万台，同比增长 18.3%，VDI 是指 ARM 架构搭载 Android 操作系统。VDI 市场前三名为星网锐捷、深信服和 AOC，合计市场份额达到 67.6%，深信服桌面云以 15.9% 的份额占据第二名，53.3% 的增长率排名第一。ECD 为传统瘦客户机，IDC 预计 2022 年 VDI 数量将超过传统瘦客户机。

图表 34: 2019-2023 年中国瘦客户机市场预测

图表 35: 2018 年中国瘦客户机分行业市场分布

2019-2023年中国瘦客户机市场预测

2018年中国瘦客户机分行业市场分布



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

3.2.3 战略方向: 业务整合, 产品升级

XYClouds 并入云计算业务, 业务协调更合理。子公司 XYClouds 负责专属云和托管云业务, 由于业务和母公司具有一定的重合, 公司将其并入云计算部门, 可以对研发、资源以及产品进行有效整合, 更好地进行产品和业务布局。

产品融入更多大数据分析和智能处理。IT 发展需要数据中心具备承载多类型的业务系统的能力。2019 年 1 月, 公司发布了 ator-EDS 分布式存储一体机和应用软件, 通过内置人工智能大脑来判断写入数据类型, 并给予最佳的处理方式和最优的性能资源, 可同时提供块、文件、对象三种存储服务, 相比传统的存储架构, 构建软件定义的统一云存储。

图表 36: aStor-EDS3600 分布式存储一体机

图表 37: 企业分布式存储管理平台



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

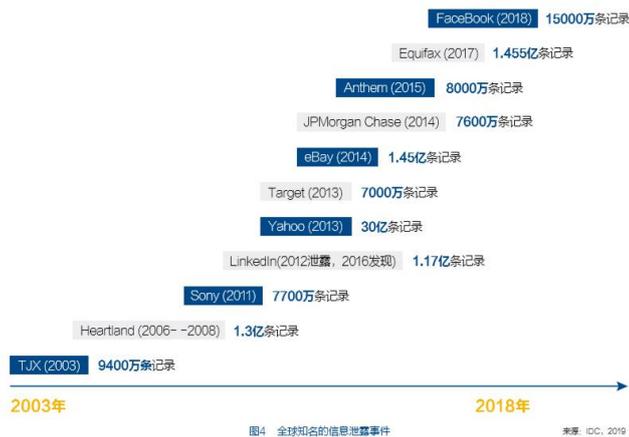
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4. 信息安全：业务稳定增长，深度协同云端业务

市场前景：行业增速维持稳定，业务发展快于总体水平

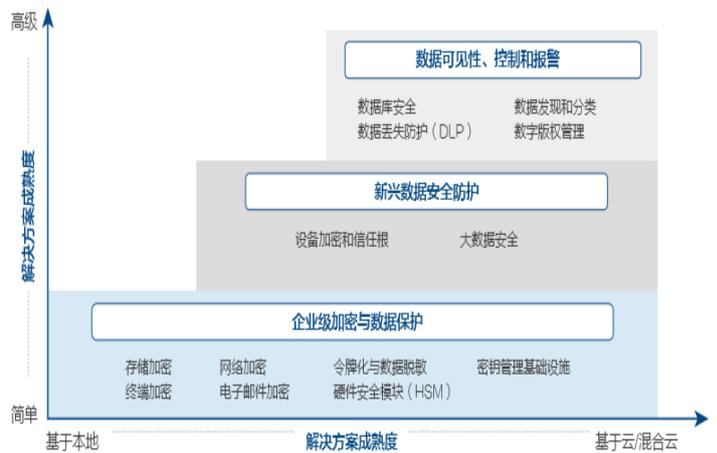
数据的泄露风险已成为不可忽视的问题，完善信息安全体系迫在眉睫。随着网络和应用软件的快速成长，网络漏洞造成的信息泄露愈演愈烈，2018年，facebook 泄露记录达到1.5亿条。如何针对不同场景、不同用户，实施有效的安全防护体系至关重要。

图表 38: 全球知名的泄露事件统计



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 39: 数据安全解决方案



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

政府对信息安全的重视程度不断提高。2017年6月实施的《中华人民共和国网络安全法》第二十一条，从法律层面对网络安全进行等级保护制度。2019年5月，国家正式发布《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》2.0版本，预计将于2019年12月1日正式实施。

图表 40: 网络安全等级保护（等保 2.0）发展历程

日期	事件
1994年	《中华人民共和国计算机信息系统安全保护条例》(国务院 147 号令): 第一次提出“计算机信息系统实行安全等级保护”概念。
1999年	《计算机信息系统 安全等级保护划分准则》(GB17859): 国家发布关于计算机信息系统安全保护等级划分准则强制性标准。
2007年	《信息安全等级保护管理办法》(公通字[2007]43号): 公安部发布管理办法, 旨在加快推进、规范管理等级保护建设工作。
2008年	《信息安全技术 信息系统安全等级保护基本要求》(GB/T 22239-2008): 明确对于各等级信息系统的安全保护基本要求。
2017年	《中华人民共和国网络安全法》: 第二十一条明确国家实行等级保护制度, 落实等级保护制度已经上升到法律层面。
2019年	网络安全等级保护标准体系发布。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

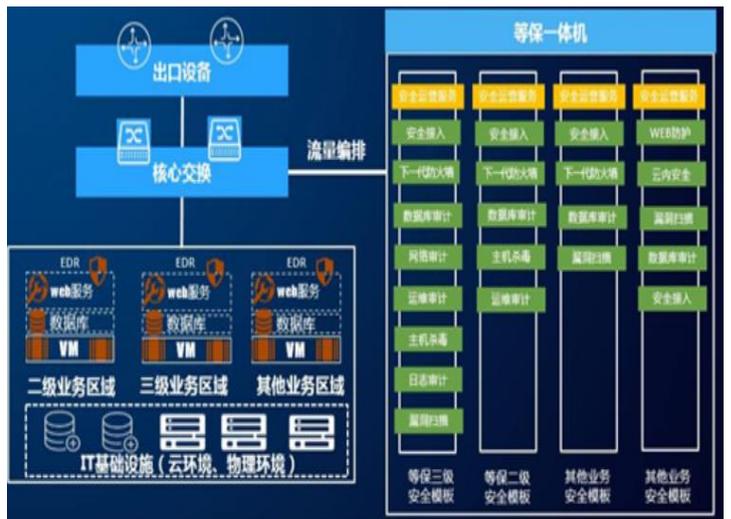
最近两年, 信息安全的发展已经开始针对等保 2.0 政策进行提前布局, 公司的网络安全等级保护(等保 2.0)解决方案已成功在诸多重点单位和企业应用。

图表 41: 深信服等保一体机解决方案



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

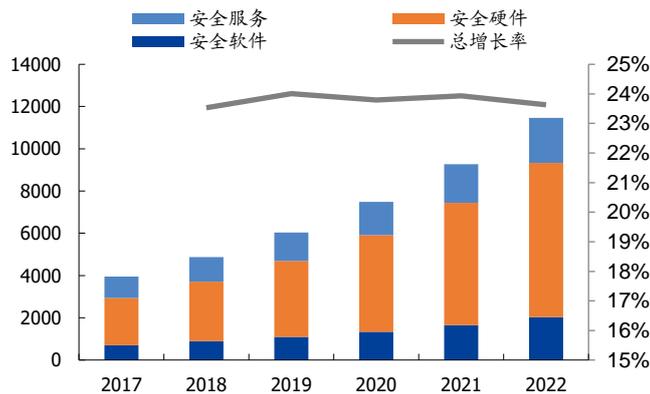
图表 42: 深信服推出的软件定义、轻量级及快速交付的一站式解决方案



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

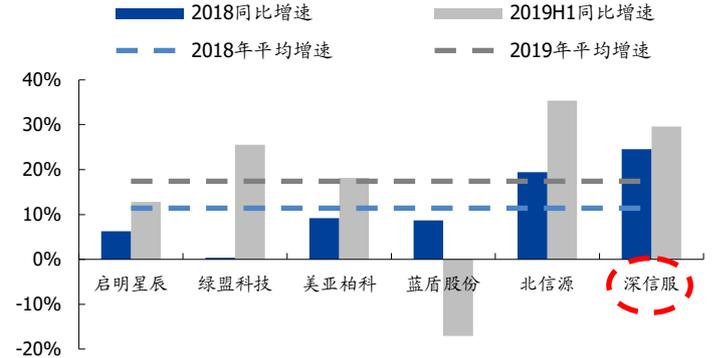
中国安全市场仍将保持快速增长, 公司业务增速领先行业平均。根据 IDC 预测, 未来五年中国 IT 安全软件、硬件、服务市场仍将保持较快的增长速度, 到 2022 年, 总市场规模将达到 115 亿美元, 2018-2022 年 CAGR 将达到 23.8%。

图表 43: 2017-2022 数据安全市场规模 (百万美元)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 44: 同行业安全业务增速对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司战略: 坚固壁垒, 与云计算成协同之势

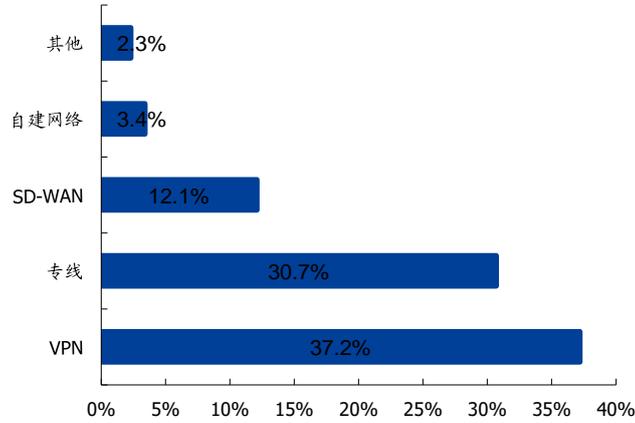
公司扎根信息安全领域近 20 年, 已成行业标杆。产品主要包括上网行为管理、下一代防火墙、VPN、应用交付、SD-WAN 等各类产品及解决方案, 用于解决企业级用户的互联网出入口信息安全问题、多分支机构与总部的安全组网问题、数据中心信息安全防护问题、企业级用户在互联网所发布的业务系统安全问题、终端安全管理问题、信息安全等级保护问题等, 致力于构建集防御、监测和响应于一体的信息安全体系。

网络连接

VPN 多年稳居业内第一, 低成本受客户青睐。对于中小客户, 采用 VPN 组网产品可有效降低专网带来的昂贵成本, 深信服推出的 VPN 组网产品, 可满足不同需求场景, 更好的匹配、支撑系统的高效运行, 驱动业务顺利开展。均可统一接入 SC 集中管理平台,

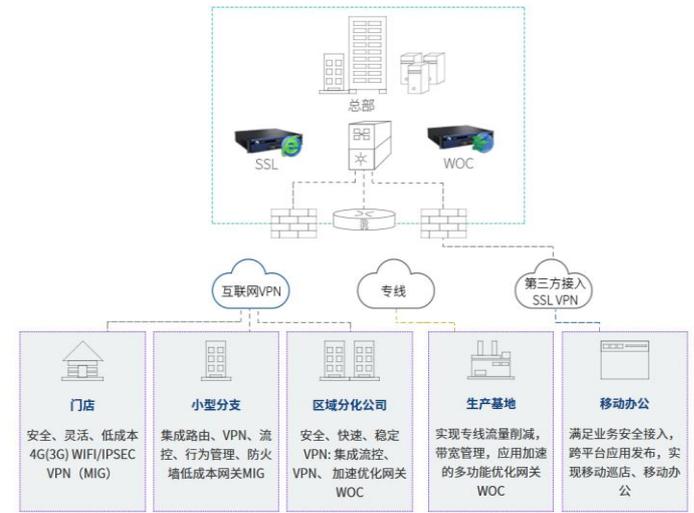
实现对全网分支进行统一策略下发，一个管理员即可管理上千个分支网点，有效降低运维成本，方便管理。根据信通院统计，采用 VPN 实现混合云平台间网络连接的占比达到 37.2%，是最为广泛的组网方式，随着混合云的发展，未来发展潜力巨大。

图表 45: 企业混合云平台间的网络连接方式



资料来源: 信通院, 国盛证券研究所

图表 46: 深信服 VPN 组网解决方案



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

广域网优化市占率第一，实测效果显著。通过 FTP 测试，深信服广域网优化产品对世纪互联 MPLS 网络中的应用系统的加速从速度上来看提升效果至少为 40.7 倍，最多达到 97 倍的速度提升。从时间上看，最多可节省 97.8% 的时间。

图表 47: 视频会议优化前后效果对比



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 48: 深信服广域网加速效果实测

测试项目: FTP上传加速 (文件夹141MB)						
传输网络	测试对比	不开启加速	开启加速			
			第一次加速	第二次加速	文件夹中添加文件 (145.42MBPS)	修改文件夹内文件名称
MPLS网络	传输时间(s)	416(s)	66(s)	6.18(s)	19.55(s)	22.85(s)
	传输速度	357.9KB/S	2.19MB/S	34.9MB/S	9.02MB/S	16.06MB/S
公网	传输时间(s)	395(s)	70(s)	9(s)	24(s)	11(s)
	传输速度	366KB/S	2.03MB/S	15.61MB/S	6.14MB/S	13.85MB/S

测试项目: FTP下载加速 (文件夹145.42MB)						
传输网络	测试对比	不开启加速	开启加速			
			第一次加速	第二次加速	文件夹中添加文件 (145.42MBPS)	修改文件夹内文件名称
MPLS网络	传输时间(s)	401秒	87秒	8.69秒	9.45秒	7.74秒
	传输速度	384.8KB/S	1.99MB/S	33.91MB/S	26.06MB/S	11.54MB/S
公网	传输时间(s)	1124秒	260秒	15秒	13秒	未测试
	传输速度	132.7KB/S	574.8KB/S	9.66KB/S	10.66MB/S	未测试

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

推出 SD-WAN 2.0，品类进一步丰富。SD-WAN 即软件定义广域网络，是将 SDN 技术应用到广域网场景中所形成的一种服务。这种服务用于连接广阔地理范围的企业网络、数据中心、互联网应用及云服务，旨在帮助用户降低广域网的开支和提高网络连接灵活性。SD-WAN 2.0 区别于传统的解决方案，在原有基础上全面考虑访问体验和安全保障，可帮助用户降本增效，更好地支持用户的数字化转型。

安全保障

应用交付方案性能强大、兼容性高。通过多达 20 种应用探测机制，能够探测应用交付过程中的故障，并毫秒级切换，保障应用稳定。同时具备安全防护和加密功能。公司应用交付硬件设备和软件版本均具备强大的兼容性，能够与任何厂商云管平台进行对接。根据 Frost&Sullivan 统计，公司已连续 5 年位居国内市占率第一。

下一代防火墙产品可提供独特的安全可视，提升全过程的安全认知能力。公司 2011 年 7 月正式发布下一代防火墙产品，2015 年 6 月首次入围 Gartner 魔力象限，已获得国际权威安全机构 ICSA 的防火墙认证，在稳定性、兼容性等方面获得高度认可。

图表 49: 深信服下一代防火墙业务成长历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 50: 深信服 AF

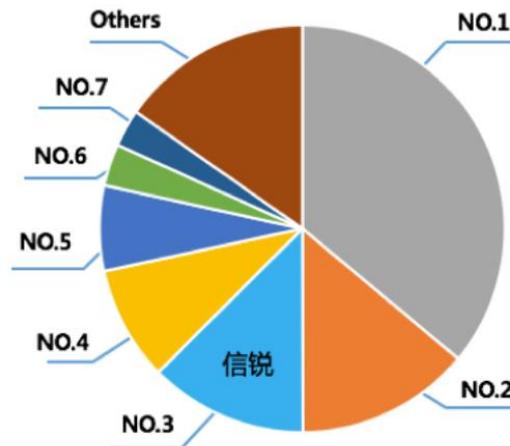


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

5. 基础网络业务: 乘风物联网, 与主业差异化互补

基础网络业务主要由信锐网科开展, 主要包括企业级无线、安视交换机、企业级物联网三部分。物联网对于数字化转型至关重要, 万物互联的趋势下, WLAN 与 IoT 的融合将成为一个重点领域。公司在安全领域的优势可应用到企业级无线业务网络中, 根据 IDC 统计, 2018Q1, 信锐技术在中国企业级 WLAN 市场份额上升 1 位, 位居第三。

图表 51: 2018Q1 中国企业级 WLAN 市场份额



资料来源: IDC, 公司官网, 国盛证券研究所

信锐技术具有完善的无线网络设备产品线，配合自研高性能无线控制器，可以实现统一认证、上网行为管理、行为审计、无线营销、大数据分析等增值功能，为政府、教育、医疗、企业、景区、商超、酒店等行业用户提供可运营、可管控、可增值的无线网络解决方案。

图表 52: 万兆无线 AC 控制器产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 53: 室内无线 AP 产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

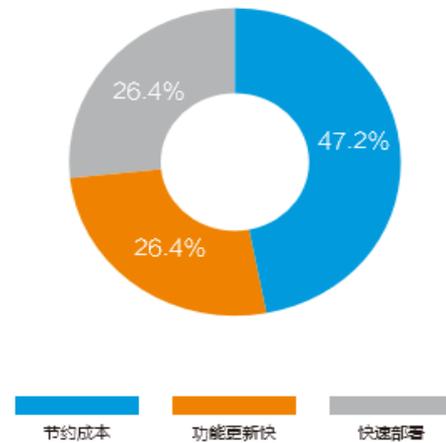
安全可视+云管理将成为公司未来的发展方向。安视交换机是信锐技术基于 SDN 设计理念完全自主研发的企业级网络交换机，能够满足大型网络的组网需求，并具备丰富的智能和安全特性，适用于作为大型校园网、企业网、IP 城域网的接入设备。另外，云端管理可以简化运维管理，云管理 Wi-Fi 的普及率将持续增长。

图表 54: 信锐安视交换机可视化图形展示



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 55: 中国企业无线上云优势分析



资料来源: IDC, 新华三, 国盛证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

基于以上分析，我们对公司未来业绩预测基本假设如下：公司深耕信息安全和云计算领域，在行业处于领先地位，竞争优势明显，在云网端融合的背景下，预计2019-2021年营业收入同比增长32.6%/35.7%/35.9%，净利润同比增长15.7%/25.5%/24.9%。

图表 56: 盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3224	4275	5800	7883
YOY	30.4%	32.6%	35.7%	35.9%
按产品拆分				
信息安全业务	1891.58	2402.31	3050.93	3813.66
YOY	-	27.0%	27.0%	25.0%
云计算业务	866.79	1360.86	2109.34	3269.47
YOY	-	57.0%	55.0%	55.0%
基础网络和物联网	393.77	511.90	639.88	799.85
YOY	-	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率				
信息安全业务	88.5%	88.0%	88.5%	88.5%
云计算业务	53.8%	53.5%	54.0%	54.0%
基础网络和物联网	61.9%	63.5%	64.0%	64.0%
归母净利润	603	698	877	1095
YOY	5.2%	15.7%	25.5%	24.9%

资料来源：国盛证券研究所

费用方面。(1)销售费用率：由于产品的迭代快和客户需求多样化，销售费用继续增长，2019-2021年分别为36.5%/36.0%/36.0%。(2)研发费用率：基于原有的产品需进行功能升级，大数据和云计算等业务将陆续推出，研发费用维持快速增长态势，2019-2021年分别为25.0%/25.5%/25.0%。(3)管理费用率：由于公司部门有效整合管理增速逐渐放缓，2019-2021年分别为4.0%/3.8%/3.7%。

图表 57: 费用率情况

	2018A	2019E	2020E	2021E
销售费用率	36.3%	36.5%	36.0%	36.0%
研发费用率	24.2%	25.0%	25.5%	25.0%
管理费用率	4.0%	4.0%	3.8%	3.7%

资料来源：国盛证券研究所

6.2 估值分析

参考行业可比公司估值（对比公司都采用 Wind 一致预期）。

图表 58: 可比公司估值分析

证券代码	公司名称	收盘价	EPS			PE			PEG		CAGR
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2019-2021
300768	迪普科技	39.50	0.63	0.80	1.00	62.45	49.15	39.30	2.41	1.82	26.00%
300188	美亚柏科	18.55	0.45	0.60	0.79	40.84	30.94	23.39	1.99	0.97	28.15%
300369	绿盟科技	17.36	0.29	0.39	0.51	59.05	44.99	33.73	1.47	1.44	34.85%
002439	启明星辰	34.32	0.79	0.97	1.20	43.32	35.54	28.62	1.74	1.62	23.64%
可比公司平均			0.54	0.69	0.88	51.42	40.16	31.26	1.90	1.46	28.16%
300454	深信服	110.70	1.73	2.17	2.72	63.91	50.91	40.76	2.53	2.02	25.23%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(1) 信息安全: 我们选择迪普科技(300768)、美亚柏科(300188)、绿盟科技(300369)、启明星辰(002439)作为信息安全业务的可比公司,考虑研发费用主要投入到云计算和基础网络业务,根据计算未来2年公司净利润来自于信息安全业务,假设2020年信息安全业务净利润8.77亿,给予2020年40倍PE,对应市值350亿。

(2) 云计算和基础网络: 云计算和新IT基础设施业务的竞争对手为ICT厂商华为、新华三、星网锐捷,2020年云计算和基础网络业务收入27.5亿,给予10倍PS,对应市值275亿。

根据上述分部估值法,我们预计到2020年公司总市值为625亿,对应目标价155元。

风险提示

- (1) 高销售和研发持续高投入,并且费用率可能进一步提升,导致营收和利润不能如期增长。
- (2) 核心技术人员流失的风险。公司通过多年积累的人才资源可能存在核心人员流失的风险,从而导致核心技术流失,行业竞争进一步加剧。
- (3) 人员快速扩张带来的管理风险。如果在人员高速扩张中,公司不能进一步提升运营和管理能力,将会产生人员快速扩张引发的管理风险,影响公司的经营情况发展。
- (4) 海外业务拓展不达预期的风险。海外业务增长较快,但市场竞争更为激烈,如若业务拓展不达预期会影响整体的业绩预期。
- (5) 激烈竞争带来的毛利率下滑的风险。如果未来持续有竞争者进入,原有竞争对手加大研发投入争夺市场,会导致市场竞争进一步激烈,产品价格下调,毛利率下滑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com