

深信服(300454)/

卓越产品化能力将驱动持续成长

评级: 买入(维持)

市场价格: 86.25元

分析师: 吴友文

执业证书编号: S0740518050001

电话: 021-20315728

Email: wuyw@r.qizq.com.cn

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

电话: 021-20315728

Email: chenny@r.qizq.com.cn

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,750.0	2,472.5	3,375.6	4,639.7	6,548.5
增长率 yoy%	32.70%	41.28%	36.53%	37.45%	41.14%
净利润	257.6	573.5	686.1	906.4	1,181.3
增长率 yoy%	-21.96%	122.67%	19.62%	32.12%	30.33%
每股收益(元)	0.64	1.42	1.91	2.52	3.28
净资产收益率	21.27%	32.95%	28.40%	27.29%	26.23%
P/E	137.0	61.5	45.9	34.8	26.7
PEG	2.6	2.3	1.7	0.7	1.0
P/B	29.2	20.3	13.0	9.5	7.0
备注:					

投资要点

- 信息安全市场的领导厂商,产品化能力构建ToB业务竞争优势。**深信服成立于2000年,公司坚持自主创新,从信息安全细分领域切入,经过十几年发展形成多个拳头产品,包括上网行为管理、VPN、应用交付、下一代防火墙、广域网优化等,每1-2年推出1款新产品,平均3-4年使得该产品进入行业前列,6款产品入围Gartner国际魔力象限,获得国际市场认可。信息安全市场行业分布广泛、用户分散,相比消费者C端业务,大部分B端业务更定制化,实施和交付时间较长,人力资源等成为业务放量的瓶颈。相比同类公司,深信服产品化能力突出,不开展集成业务,依靠技术和市场经验,抽象出标准化解方案,做到快速交付(95%的订单能够在两天内完成发货),借助全渠道覆盖带来规模效应,获得更好的盈利能力和现金流。公司产品化的能力,能够让研发技术有效积累,节省了安装实施和交付运维人力成本,渠道商更容易掌握,有利于业务规模的快速增长。
- 超融合一体化交付是产品化能力的突出表现,云计算业务实现跨越式发展。**超融合架构通过虚拟化技术,将核心存储、计算和存储网络功能整合到单一的软件解决方案或设备中,满足了部分私有云客户,希望快速高效的构建IT架构的需求。超融合架构的简单交付、无缝横向扩展、统一集中可视化简化管理是产品化能力的集中体现。深信服在2015年正式推出超融合架构,2016年就入围Gartner x86服务器虚拟化基础架构魔力象限,2017年市场份额排名国内前三。从2015年的0.72亿元销售额迅猛增长到2017年的5.45亿元,我们预计2018年云计算收入有望达到10亿。截至目前,深信服超融合已交付客户超过5000+,超过10万个应用和40万个虚拟桌面稳定运行在超融合架构上,主要用户来自于企业、政府、教育、医疗等。形成了企业云、分支云、桌面云整体云IT解决方案,云计算业务实现了跨越式发展。
- 全渠道战略与产品化能力相辅相成。**公司2009年提出全渠道战略,渠道代理收入占比达到97%,远高于行业平均水平,项目集成类业务很难通过渠道代理来完成交付,这也侧面印证了公司业务的产品化能力。公司的客户结构行业用户分布广泛,单笔订单金额低且客户数量多,2017年5万以下的订单占订单总数的77%,客户包括500强企业、政府部委、电信运营商和银行,以及众多中小企业,覆盖50000多家全球用户。仅靠自身销售能力很难实现全面覆盖,借助合作伙伴的营销网络实现不同行业和地区的用户覆盖,以及快速的产品导入,提升市场占有率。目前公司已与数千家渠道代理商建立了合作关系,形成了全国市场及部分海外市场的营销网络。公司秉承着“成熟一代、预研一代、展望一代”的总体布局,研发创新的产品化能力,加上成熟的渠道网络,将为陆续推出的新产品带来弹性空间。
- 投资建议:**深信服是信息安全+云计算领域的领先企业,公司自主创新、深耕信息安全细分领域,成为VPN、上网行为管理、防火墙、应用交付、超融合等领域的领导品牌。我们看好信息安全与私有云业务市场潜力,公司产品化能力与全渠道战略将成为核心竞争力,为公司新产品的放量打下基础。公司持股结构与股权激励绑定核心骨干,为公司长远发展保驾护航。我们预计公司2018-2020年净利润分别为6.86亿/9.06亿/11.81亿,EPS分别为1.91元/2.52元/3.28元,公司成长性突出,给予“买入”投资评级。
- 风险提示:**信息安全支出不达预期的风险;超融合市场竞争加剧的风险

内容目录

企业级信息安全领域的领导厂商	- 3 -
超强的产品化能力与全渠道战略	- 7 -
信息安全细分领域的差异化竞争优势	- 10 -
超融合实现跨越式发展，形成云 IT 解决方案	- 14 -
推出安全、可管理的企业级无线产品	- 18 -
长效激励机制为公司保驾护航	- 19 -
盈利预测与投资建议	- 20 -
风险提示	- 22 -

企业级信息安全领域的领导厂商

- 深信服科技股份有限公司是安全与云计算解决方案供应商，致力于让用户的IT更简单，更安全，更有价值。深信服是国内较早从事信息安全业务领导企业，成立于2000年，总部位于广东省深圳市。2018年5月在深圳创业板上市交易，拥有约4000名员工，其中40%是研发人员，研发营收占比维持20%左右，拥有3000台测试设备，48个国内分支机构和7个国际分支机构，拥有四大研发中心分别位于硅谷、北京、深圳、长沙。公司6款产品入围Gartner国际魔力象限，VPN连续8年成为中国市场占有率第一，上网行为管理连续9年成为市场第一，应用交付连续3年市场第一，超融合产品市场份额国产品牌前三。公司主要的客户包括了500强企业、政府部委、电信运营商和银行等。

图表 1: 信息安全、云计算、企业无线三大产品线



来源：深信服招股书，中泰证券研究所

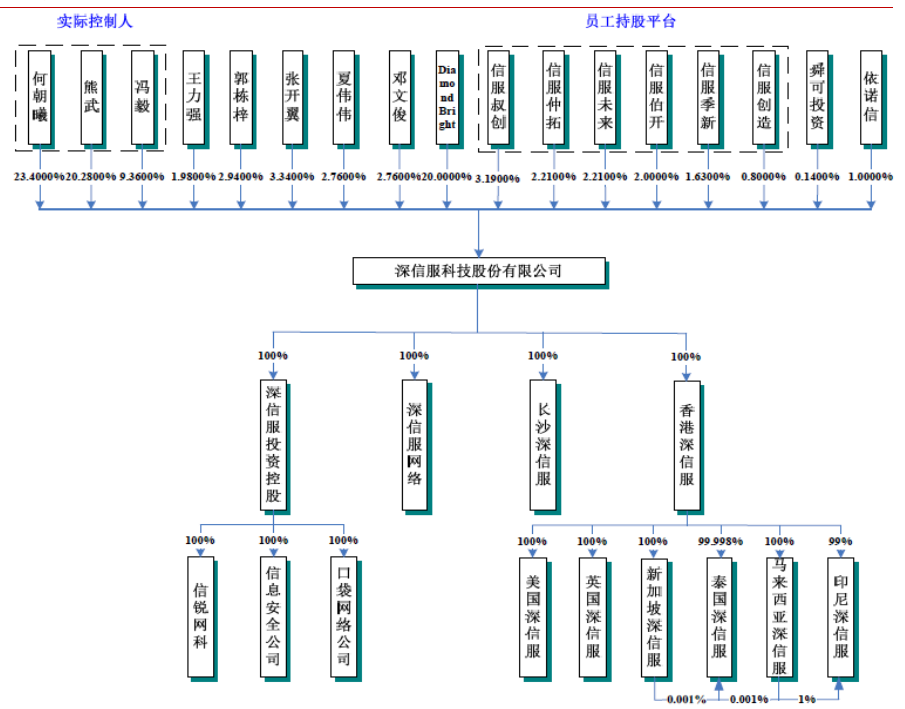
图表 2: 深信服特色产品市场排名

序号	主要产品	市场排名/权威认可
1	上网行为管理	根据IDC研究报告，公司上网行为管理2015年、2016年保持国内市场占有率第一；2012年至2016年连续5年入围Gartner国际魔力象限；
2	VPN	根据Frost&Sullivan研究报告，公司SSL VPN从2008年至2014年保持中国市场占有率第一；根据IDC研究报告，公司VPN2015年、2016年保持国内市场占有率第一；2011年SSLVPN入围Gartner国际魔力象限；
3	应用交付	根据Frost&Sullivan研究报告和IDC研究报告，公司应用交付2014年、2015年、2016年连续三年国内市场占有率第二；2012年至2016年连续5年入围Gartner国际魔力象限；
4	广域网优化	2011年、2012年中国地区市场占有率第二，2013年中国地区市场占有率第一；2013年至2016年连续4年入围Gartner国际魔力象限；
5	防火墙	根据IDC研究报告，公司下一代防火墙在2016年统一威胁管理类别中的国内市场占有率第二；2014年获NSSLABS“Web攻击防护”最高评价“推荐”的单位；2015年、2016年入围Gartner国际魔力象限；2016年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；
6	超融合	2016年国内市场占有率排名第四；2016年入围GartnerX86服务器虚拟化基础架构魔力象限。

来源：深信服招股书，中泰证券研究所

- 公司三大业务：安全业务、云计算业务、企业级无线。**安全业务为公司主要收入来源，占比在 60% 以上。**信息安全业务**主要包括上网行为管理、下一代防火墙、VPN、应用交付、广域网优化、安全态势感知、终端安全、云安全资源池、安全即服务等产品、服务及针对不同应用场景组合而成的解决方案，重点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等，致力于构建集防御、监测和响应于一体的信息安全体系，为企业级用户打造“事前预警、事中防御、事后处置”的安全闭环。公司从 2012 年开始布局**云计算业务**，目前已完成企业级云、专属云、桌面云三朵云的业务布局，向企业级用户提供超融合一体机、云管理平台、企业级云平台等多款产品和解决方案，为政府单位、教育机构、各类型企业等单位提供完整云计算解决方案及服务。**企业级无线业务**主要由子公司信锐网科经营，重点解决企业级客户的移动互联、全无线覆盖、无线网络安全、无线大数据分析以及可视化统一运维等，同时为企业级客户提供无线接入一体化的解决方案。
- 创始人来自华为中兴，优秀的企业文化基因，专注自主创新。**深信服三位创始人何朝曦、熊武、冯毅，前两位在创业前曾就职于华为，分别从事研发和市场工作，最后一位来自中兴，从事研发工作。创始人赋予了深信服奋斗进取的精神，公司坚持自主创新，40% 研发人员占比，约 20% 研发营收占比，核心产品和技术主要来自自主创新。公司三位创始人何朝曦、熊武和冯毅组成一致行动人，合计持有公司发行后 47.73% 的股权，为公司实际控制人。同时公司员工持股平台持有公司发行后 10.84% 的股份，覆盖在职员工 180 人，占公司 2017 年 12 月 31 日在职员工总数 3538 的 5.1%。

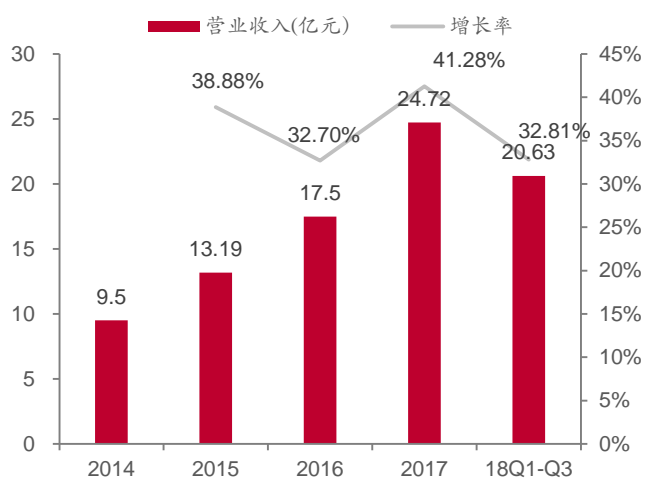
图表 3：公司发行前的股东结构



来源：招股书，中泰证券研究所

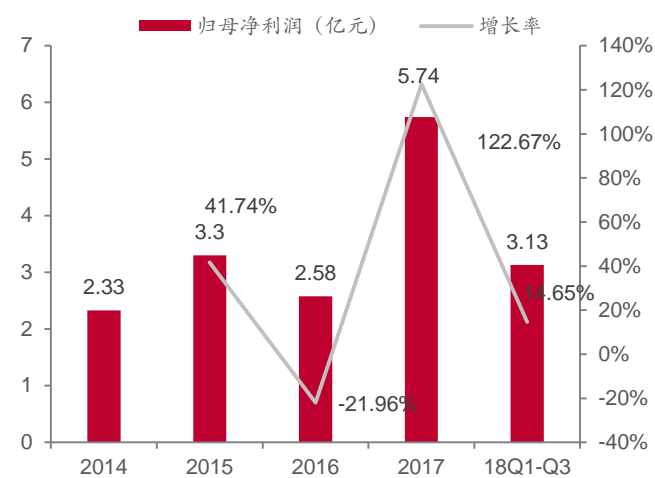
■ **深信服营收持续高增长，毛利率水平较高。**2015-2017 年营业收入分别为 13.19 亿元、17.50 亿元和 24.73 亿元，三年复合增长率为 36.93%。2018 年中期，实现营业收入 11.78 亿元，其中安全业务营业收入为 7.27 亿元，云计算业务营业收入为 2.88 亿元，企业级无线营业收入为 1.35 亿元；实现归属上市公司股东的净利润为 1.25 亿元，实现净经营性现金流流出 0.32 亿元。2018 年前三季度实现营业收入 20.63 亿元，同比增长 32.81%；实现归属上市公司股东净利润 3.13 亿元，同比增长 14.65%，扣非净利润 2.73 亿元，同比增长 18.46%。近三年营业收入平均增长率为 35%，毛利率维持在 74%以上。

图表 4: 深信服营业收入增长



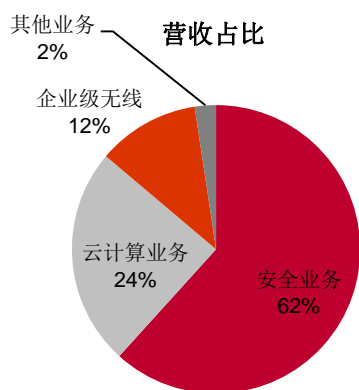
来源：中泰证券研究所

图表 5: 深信服净利润增长



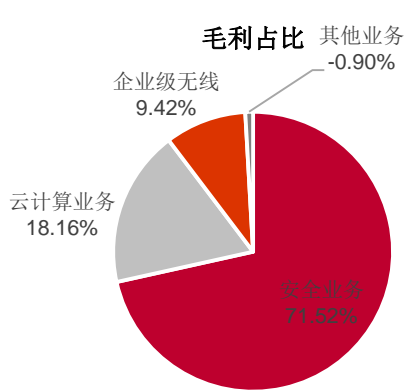
来源：中泰证券研究所

图表 6: 2018H1 各业务营收占比



来源：中泰证券研究所

图表 7: 2018H1 各业务毛利润占比



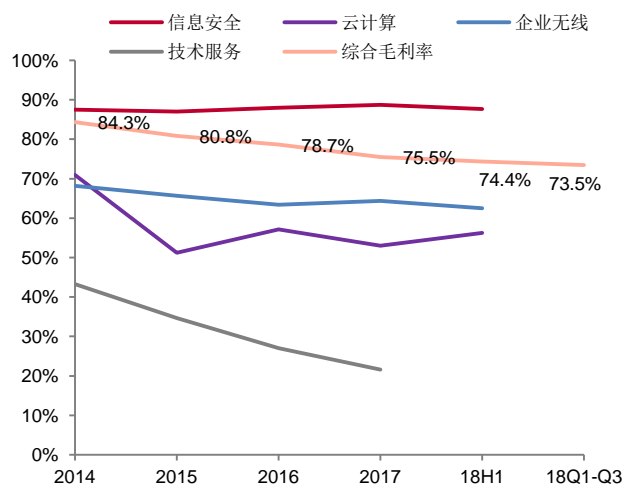
来源：中泰证券研究所

■ **安全业务和云计算服务是公司最主要营收和毛利来源。**2018 上半年两者的营收占比和毛利占比分别达到了 86.16%和 67.91%，企业级无线营收占比为 11.46%。毛利率方面，安全业务的毛利率最高，近 5 年来达到 87%以上，并且营收占比最高，达 71.52%。企业级无线毛利率其次，

5年来稳定在65%，营收占比排第三，占9.42%。云计算服务的毛利率近5年略有波动，保持在51%到71%之间，营收占比排第二，占18.16%。信息技术支持近5年持续下滑，从43.26%跌至21.58%。

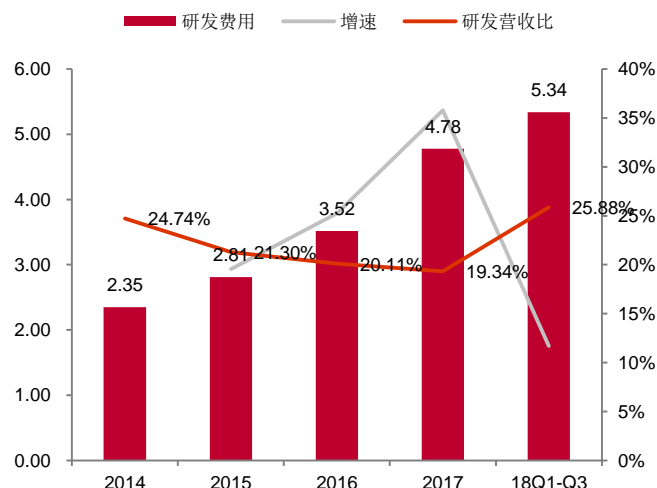
- 公司2018前三季度综合毛利率由2017年的75.50%下降至73.46%，相对于18H1下滑0.9个点，预计由于毛利相对较低的云业务占比持续提升，随着云业务的高增长占比持续提升，我们预计公司综合毛利率将继续正常下降趋势。公司坚持自主创新，持续的加大研发投入，2018年前三季度研发5.34亿创历史新高，年度研发营收比保持在20%左右。公司主要政企客户，一般实行预算管理和集中采购制度，上半年定制采购计划，下半年招标、采购和建设，所以公司的收入存在明显的季节性，第一季度收入占比最小，第四季度收入占比最大，一般下半年销售收入占比超过60%。公司业务成本由直接材料、人工、制造费用、服务成本构成，其中直接材料成本占主营业务成本的约85%左右。

图表8：深信服分业务毛利率



来源：wind，中泰证券研究所

图表9：深信服研发投入占比



来源：wind，中泰证券研究所

超强的产品化能力与全渠道战略

- 公司研发创新专注于产品化，不开展集成类业务，成为企业级服务（To B）快速放量的重要竞争优势。**国内消费互联网发展远快于企业级服务，To B 公司发展缓慢与国内企业的 IT 渗透率和人力成本等相关，但从业务本身属性来看，C 端业务标准化，而 B 端业务更定制化，B 端业务特点中小企众多行业分布广泛而需求多样，而业务的实施和交付时间较长，人力资源成为业务放量的瓶颈，难以形成规模效应。信息安全领域同样如此，市场格局较为分散。**若把 B 端需求依靠技术和市场经验抽象成标准化产品，便能够实现快速交付，实现产品化的规模效应，带来更好的盈利能力和现金流。**深信服通过多年的技术研发创新，专注于提供满足客户需求的产品，不开展集成业务，交付给用户比过去更简单、更易于掌握和交付、更有实用价值的标准化产品和解决方案，节省了安装实施和交付运维需要的人力成本，使得渠道商更容易掌握，从而实现业务的快速增长，和细分领域市占率的迅速提升。公司交付及时高效，95%的订单能够在两天内完成发货。

图表 10：产品化与项目化业务特点

TO B 业务	产品化	项目化或系统集成
价值定位	面向目标群体提供有价值的服务，致力于提升产品的价值和服务水平，创造更多的商业利润	提供达到客户目标的整套解决方案，以客户为用户为中心，以项目客户的利益为核心，完成客户最终商业目标的一个定制化整合
服务对象	基于产品的目标群体用户的需求和用户心理，产品的所用用户体验为核心	以项目客户的现实商业目标和客户的用户群体的核心业务过程实现为主
业务周期	不是一次性的活动，而是可持续性发展的产品升级，通常现金流较好	一次性活动，有可预见的项目生命周期，部分项目账期较长
完成标准	投入市场，被用户使用	在规定的的时间和预算内达到拟定的项目的目标和任务
研发设计	技术水平、经验、抽象能力等要求高	主要在经验方面，相对较低
交付人力需求	理论上要求相对可以较弱，交付简单	对技术人员的实施依赖性相对较强
管理制度	生产过程相对容易把产品的开发过程总结形成制度和规范，从而形成较强的生产力，容易把个人力量转换为团队的力量，产品质量相对稳定	项目中一般不容易“总结”，生产力、软件质量基本上受项目经理的管理能力、技术人员的个体能力影响。特别是开发过程的管理规范在项目中很难“固化”
知识积累	容易形成公司在行业知识、技术能力方面的积累	很难形成公司的知识积累
组织形式	产品开发存在于独立的组织中，组织是相对长期存在。产品组织中的成员往往专注于一个产品和行业应用	大多数公司中的项目组织临时整合组成，部分成员可能不一定专注于一个项目和行业

来源：CSDN，中泰证券研究所

- 全渠道战略与产品化能力相辅相成。**从销售模式上来看，深信服 2017 年渠道收入占比达到 97%，远高于行业平均水平，这也侧面印证了公司业务的产品化能力，对于项目集成类业务是很难通过渠道代理来完成的。从客户结构上看，公司的客户结构行业用户分布广泛，单笔订单金额低且客户数量多（2017 年 5 万以下订单达 3.94 万个，占订单总数的 77%），信息安全产品在不同地区、不同行业的企业级用户中需求广泛、用户分散，因此产品化能力和渠道广覆盖形成强有力的竞争力。公司借助渠道合作伙伴的营销网络，实现不同行业和地区的用户覆盖以及快速的产品

导入，提升市场占有率。截止 2017 年底，公司已与数千余家渠道代理商建立了合作关系，分布于全国 32 个省，同时在香港、马来西亚、印尼、新加坡等地设立了子公司，48 个国内分支+8 个海外分支，形成了全国市场及部分海外市场的营销网络。

图表 11: 深信服渠道销售代理为主

项目	2017年度		2016年度		2015年度	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
直销	7,363.71	2.99%	9,458.46	5.41%	6,514.07	4.94%
渠道代理	239,883.74	97.01%	165,546.22	94.59%	125,361.76	95.06%
合计	247,247.45	100.00%	175,004.68	100.00%	131,875.83	100.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12: 深信服与同行业公司销售模式对比

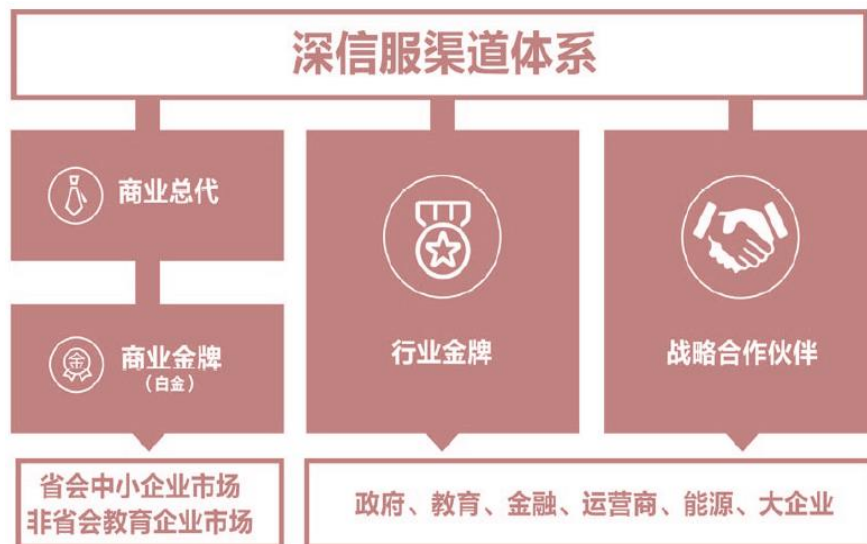
	绿盟科技	启明星辰	北信源	任子行	蓝盾股份	美亚柏科	深信服
销售模式	重点客户采用直销，一般客户采用代理。2012年代销占比58%。	重点客户（政府、军队、重点行业）采用直销，一般客户采用代	直销代销相结合，2012年代销占比约49%。	重点客户（政府、军队、运营商）采用直销，一般客户采用代	直销为主，部分安全产品由集成商采购后提供给最终客户。	直销模式	渠道代理销售为主，2017年渠道代理销售占比97%。
客户类型	2012年政府、电信运营商、金融行业用户占比为26%、29%、15%。	—	2016年政府、能源、军工占比为22%、19%、14%。	2016年公安占比41%。	2016年政府机关占23%，系统集成商占31%。	2016年司法及行政执法部门占比59%，企业类占比39%。	企业、教育、金融行业用户占比超60%。

来源：深信服招股书，中泰证券研究所

- 渠道合作与管理：**2009 年提出全渠道战略，公司根据产品推广、区域市场情况等选择代理商确定合作关系，提供必要的培训与指导，合作协议对经销级别、区域和行业、授权产品、供货价格、资格要求、购销计划、结算付款、项目管理、技术服务等进行了明确约定。通常渠道代理商从公司进货的货款先从已支付的预付款中扣除，对于项目金额较大的、需要账期支持的代理商，公司给予一定的信用账期。公司将设置战略渠道部、行业渠道部和商业渠道部，培养发展不同规模的代理商，制定更丰富的代理商激励机制和利益分享机制，加大国际市场投入，提升个条产品线的市占率。
- 成熟的渠道体系和营销网络也有利于公司贴近市场、更好了解客户需求，及时有效的推出满足市场需求的产品。**只有了解企业真实需求、理解应用场景和特征，同时满足政策要求和顺应技术趋势，才能为用户提供最优的安全解决方案。公司设立了深圳、北京、长沙、硅谷四大研发中心，公司 4000 名员工中研发人员占比 40%（测试和研发人员比例 1：2），市场人员占比 30%，服务人员占比 20%。每月研发例行拜访客户收集产品需求，每年收集有效需求超过 1000 条，根据市场需求进行产品升级或者更新换代，快速响应市场需求，保持产品的可靠性。研发营收比从 15%提升至 20%，突破性创新：全球第一台 IPSec/SSL 二合一 VPN 网

关、创造了上网行为品类、全球首家将网络虚拟化融入超融合架构、国内首家推出下一代防火墙、国内首家推出云安全资源池，产品化能力强大。前沿先进的测试实验室测试设备超过 3000 台。累计申报超过 750 项专利，累计授权专利超过 220 项。每 1-2 年推出 1 款新产品，每季度更新 1 个新版本，平均 3-4 年进入该领域前列，每个细分领域都努力做到第一。秉承了“成熟一代、预研一代、展望一代”的总体布局。

图表 13: 深信服渠道体系



来源：深信服招股书，中泰证券研究所

图表 14: 深信服获得高端客户认可



来源：深信服官网，中泰证券研究所

信息安全细分领域的差异化竞争优势

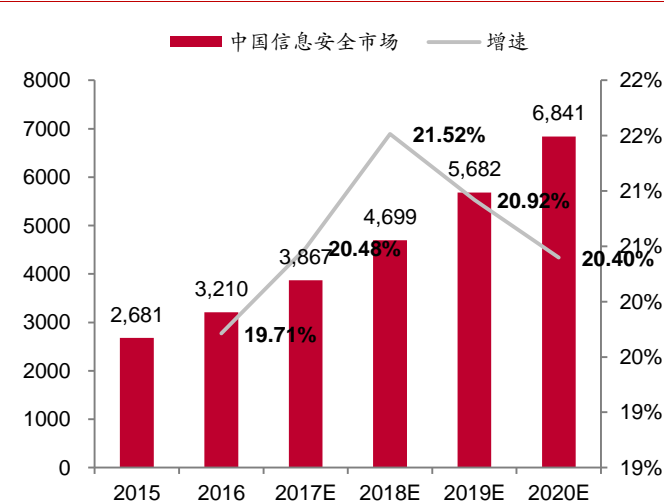
- 信息安全支出的三大驱动因素包括安全风险、业务需求及技术变化。**信息安全投资并不直接产生收益,近年来国际国内重大网络安全事件频发,各国在网络安全领域的国家级投入强势增长,例如美国“2019 财年国防授权法案”将网络安全预算大幅增加至 300 亿美元。加上欧盟通用数据保护规则(GDPR)等法规上的变革,都在持续带动安全服务市场的增长。云计算、物联网等 IT 技术发展、数据资产的价值攀升和数据合规要求趋紧,驱动网络信息安全技术创新和市场繁荣。网络安全领域的攻防对抗持续激烈,同时网络安全专业人才愈发稀缺,使得越来越多企业倾向于选择可信赖的安全企业提供专业安全运维服务。到 2019 年,带动全球安全支出增长的主要因素包括:更加重视建立监测与响应的能力、GDPR 等隐私权法规,以及解决数字化业务风险的必要性。
- 中国信息安全市场保持 20%复合增长,增速高于全球平均水平。**Gartner 预测,2018 年全球信息安全产品及服务支出将超过 1140 亿美元,较去年增加 12.4%;预计 2019 年安全市场将持续增长 8.7%,达 1240 亿美元,至少有 30%的企业机构将产生 GDPR 相关服务的支出。到 2020 年,将有超过 40%的企业机构,因其数字化转型计划的风险管理和隐私问题而增加安全服务支出,至少有 50%的安全软件以服务(订阅与管理式)的方式提供。在国际性信息安全事件影响、国家政策的驱动下,我国信息安全产业市场规模不断提升, IDC 预计到 2020 年,我国信息安全市场规模将达到 68.41 亿美元,2015 -2020 年的复合增长率将达到 20.60%。

图表 15: 全球各市场部门安全支出(百万美元)

市场部门	2017	2018	2019
应用程序安全	2,434	2,742	3,003
云端安全	185	304	459
数据安全	2,563	3,063	3,524
身份存取管理	8,823	9,768	10,578
基础架构保护	12,583	14,106	15,337
整合风险管理	3,949	4,347	4,712
网络安全设备	10,911	12,427	13,321
其他信息安全软件	1,832	2,079	2,285
安全服务	52,315	58,920	64,237
消费性安全软件	5,948	6,395	6,661
总计	101,544	114,152	124,116

来源: Gartner (2018 年 8 月), 中泰证券研究所

图表 16: 中国信息安全市场规模 (百万美元)



来源: IDC, 中泰证券研究所

- 信息安全产业链与细分市场:**信息安全上游主要为工控机、存储器、芯片、集成电路等产品制造商,中游为提供安全产品和服务及集成的安全厂商,下游则是政府、金融、电信、能源等各行业的企业级用户。信息安全行业细分领域众多,主要产品大类包括了安全硬件、安全软件和安全服务。安全产品中市场份额最高的三类依次是防火墙、终端防护、身

份管理与访问控制，占比约 27%、23%、12%。全球信息安全市场以安全服务和软件为主，我国以安全硬件为主。

图表 17: 信息安全产品的主要分类介绍

分类	产品简介
安全硬件	指以物理硬件的形态直接集成到网络中的安全设备，主要包括防火墙、入侵检测与防御、统一威胁管理、安全内容管理、VPN等。
安全软件	指运行在服务器或者终端设备上的软件形态安全产品，主要包括身份管理与访问控制软件、终端安全软件、安全性与漏洞管理软件等。
安全服务	贯穿于企业整个IT基础设施建设过程中所需要的信息安全的计划、设计、建设、管理等全过程。通过IT安全服务可以发现企业IT系统中可能存在的安全风险，更新安全软件、安全硬件策略，减少IT安全防护体系的疏漏。

来源：深信服招股书，中泰证券研究所

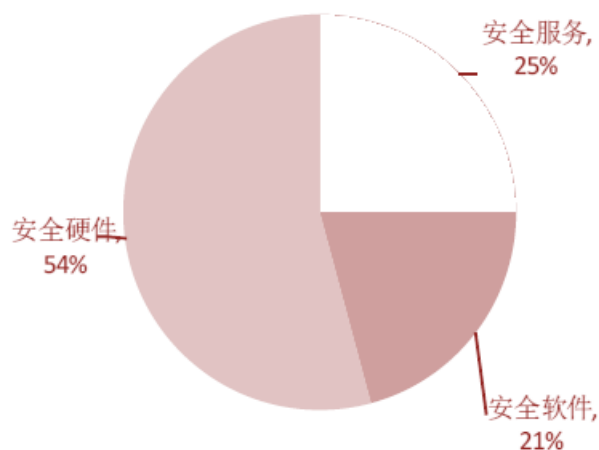
图表 18: 信息安全细分领域划分



来源：IDC，中泰证券研究所

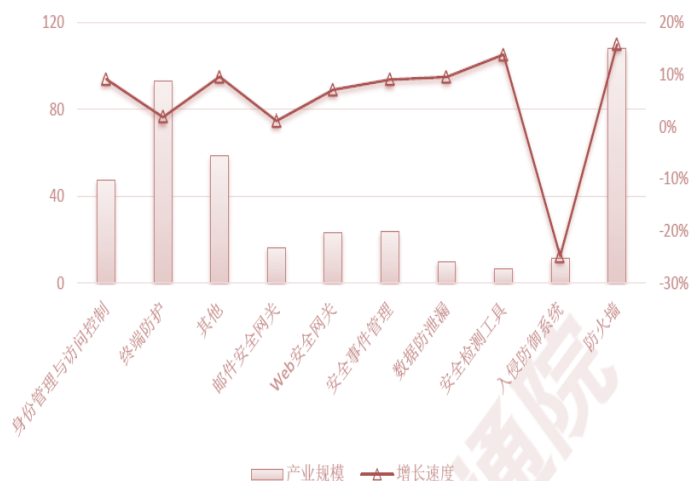
- **全球安全服务和产品市场总体格局稳定。**根据信通院报告：安全软件领域，Symantec、McAfee、IBM、TrendMicro、EMC 和 Kaspersky 等 6 家企业占据 45% 市场份额。以终端防护软件、安全事件管理(SIEM)软件、数据防泄露（DLP）软件和安全网关为代表的基础设施保护类软件占安全软件比重超 85%；身份识别与访问控制类软件比重超过 10%。安全硬件领域，Cisco、CheckPoint、Fortinet、Palo Alto Networks、McAfee、Blue Coat 和 Juniper 等 7 家企业合计占有率超 50%。以防火墙和入侵防御设备为主的网络安全设备占据安全硬件 62.8% 份额，安全网关设备和安全事件管理硬件份额为 17.6%，身份识别与访问控制类硬件份额为 6.6%。
- **全球网络安全细分市场增速排名前三的产品：防火墙、安全检测工具以及身份管理和访问控制。**其中，防火墙市场增速达到 15.8%，主要是受益于数据中心等大规模网络的部署、大型企业集中化管理以及传统产品升级需求。安全检测工具市场增速为 13.9%，基于内部风险的安全事件频发，进一步引发了网络安全隐患排查的需求，企业日益重视通过有效工具和手段以识别、评估内部风险和脆弱性。身份管理与访问控制产品市场增速为 13.6%，驱动因素包括：移动化办公引发的终端和用户管理需求以及云应用的快速增长，市场对网络入侵风险缓解技术的需求持续上升等。国内细分市场来看，根据 IDC 预计，2017-2021 年中国信息安全复合增长率为 23.4%。其中安全软件 CAGR 为 16.9%，身份管理与访问控制软件超于安全软件速度，达到 18.6%，占比安全软件子市场 40%。安全硬件市场 CAGR 为 25.8%，其中安全内容管理市场 CAGR 28.5%，高于硬件平均市场。

图表 19: 2015 中国信息安全市场占比



来源: CAICT, 中泰证券研究所

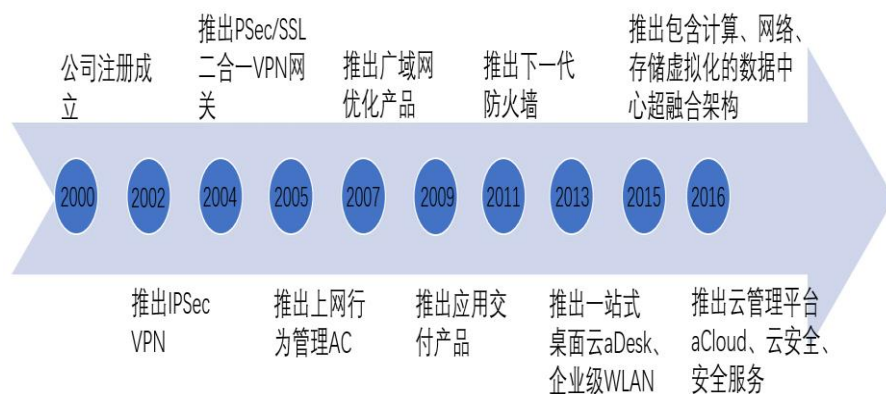
图表 20: 全球安全产品市场份额及增长情况 (亿美元)



来源: CAICT, Gartner, 中泰证券研究所

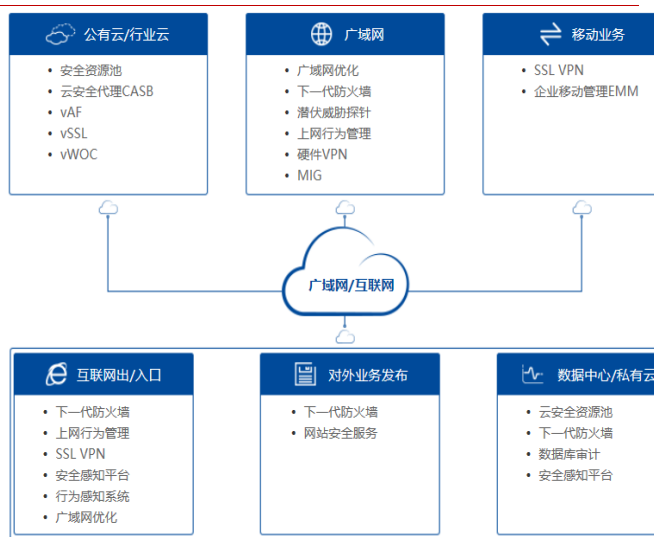
- 准确定位安全细分市场差异化竞争, 全渠道覆盖精细化运营, 技术+市场双重发力获得高成长。**在公司成立之初, 安全硬件和软件市场巨头占比份额较大, 公司避开与巨头直面竞争, 采用差异化的策略做细分市场, 再去不断扩大自己的发展空间。公司 2000 成立之初发现企业 VPN 市场的需求, 深耕 VPN 市场, 在 2005 年成为该市场第一。之后快速响应市场需求, 并迅速转换为产品版本, 每 1-2 年推出 1 款新产品, 每季度更新 1 个新版本, 平均 3-4 年进入该领域前列, 每个细分领域都努力做到第一。公司 VPN 连续 8 年成为中国市场占有率第一, 上网行为管理连续 9 年成为市场第一, 应用交付连续 3 年市场第一, 超融合产品市场份额国产品牌前三。公司 6 款产品入围 Gartner 国际魔力象限: SSL VPN、上网行为管理、下一代防火墙、广域网优化、应用交付、超融合架构。公司是 SSL/IPSec VPN、第二代防火墙等国家标准的核心起草单位。2009 年提出全渠道, 借助渠道, 快速覆盖不同行业和地区的客户, 提升产品的市占率。主要的客户包括了 500 强企业、政府部委、电信运营商和银行等, 覆盖 50000 多家全球用户。

图表 21: 深信服重要产品推出时间



来源: 深信服, 中泰证券研究所

图表 22: 深信服智能安全产品体系



来源: 深信服官网, 中泰证券研究所

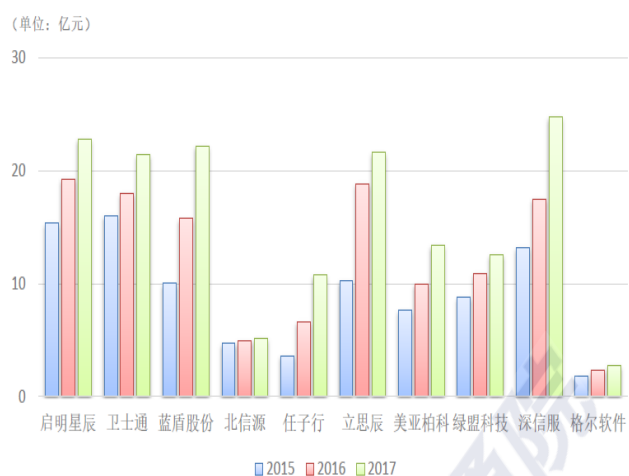
图表 23: 深信服旗下拳头安全产品



来源: 深信服官网, 中泰证券研究所

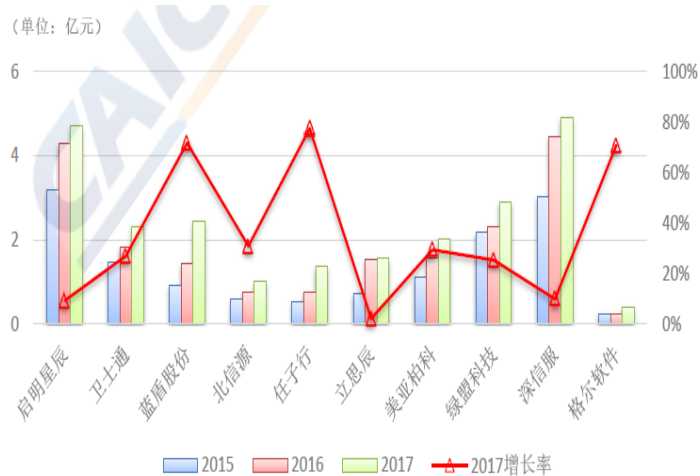
■ **深信服通过几年的快速成长, 收入利润和研发投入均位列国内安全类上市公司前列。**国内上市安全企业总体表现稳定, 企业营收持续三年增长。统计的国内 10 家上市安全企业, 2017 年平均营收规模为 15.72 亿元, 其中启明星辰、卫士通、蓝盾股份、立思辰、深信服 5 家企业营收超过 20 亿, 年均营收增长率为 26.98%, 年均净利润为 2.56 亿元, 较 2016 年增长 22.86%, 净利润稳步增长。有三家企业利润超过 4 亿, 分别是深信服、启明星辰和蓝盾股份, 深信服的安全业务在国内信息安全上市公司中毛利率最高 2017 年为 88.72%。10 家企业平均研发费用为 2.37 亿元, 相较于去年的 1.92 亿元, 增长了 23.43%, 其中深信服研发费用支出最多为 4.78 亿元, 研发营收占比达 19.34%, 设有四大研发中心, 公司研发人员占比达到 40%, 其中 30% 拥有硕博学历, 涉及攻防研究、应急响应、安全咨询、病毒木马研究、产品研发、技术服务等。

图表 24: 国内上市安全企业营收对比 (亿元)



来源: 公司财报, CAICT, 中泰证券研究所

图表 25: 国内上市安全企业研发投入对比 (亿元)

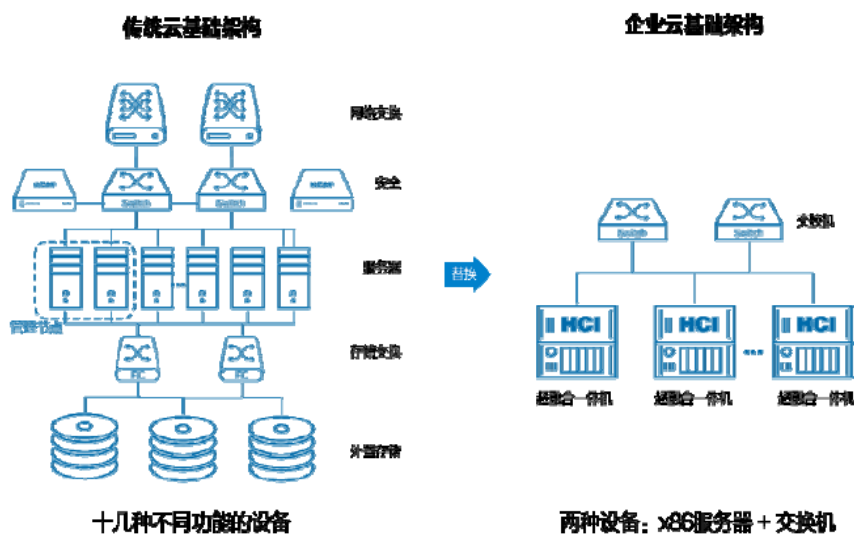


来源: 公司财报, CAICT, 中泰证券研究所

超融合实现跨越式发展，形成云 IT 解决方案

- **超融合基础架构 (Hyper converged Infrastructure)** 是一种软件定义的 IT 基础架构，包括虚拟化计算，虚拟化存储（一般为分布式存储）、虚拟化网络（软件定义网络）等，其本身将核心存储、计算和存储网络功能整合到单一的软件解决方案或设备中。超融合最早由 Nutanix 提出，开始做分布式存储，2011 年推出了业内第一款超融合产品，2013 年进入中国市场，客户主要集中在金融（尤其是证券）、电力能源和制造业等行业，大部分硬件 OEM 自超微。Nutanix 可以同时支持 VMware、自研 KVM、hyper-v 三种虚拟化平台，并支持灵活转换。
- **将私有云业务产品化：**超融合技术架构之前，企业部署一套服务需要经过组网规划、容量规划、设备选型、设备采购、安装部署、调试等完整过程，引入云计算之后周期大幅缩短。通过软件虚拟化技术，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 架构，并通过统一的 WEB 管理平台实现可视化集中运维管理，帮用户打造极简、稳定、安全、易用的 IT 新架构。
- **超融合具有以下特点或优点：**1、一体化交付、简单高效，只需部署 HCI 一体机和交换机就可搭建所需 IT 资源；2、扩展方便，无缝横向扩展；3、全分布式架构，特别是从原来集中共享转向分布式池化存储。4、维护简单，可视化集中统一运维管理；5、HCI 通常在商用 x86 服务器上运行。**但超融合不是完美的，也有其缺点：**1、几乎所有的超融合方案都不支持数据中原有的外部存储，不同 HCI（异构虚拟化）之间整合和互操作难度大，对过渡企业容易形成信息孤岛。2、集群达到一定规模后，系统架构复杂性就会非线性增加，大集群管理变的更加困难，无法满足云计算功能复杂度的要求。3、HCI 简化了 IT 架构，可以简单复制，但再做个性化改造很难。

图表 26：超融合架构与云架构区别



来源：深信服招股书，中泰证券研究所

- **超融合的三代架构:** 第一代超融合架构, 控制节点与计算存储节点分离部署、非对称架构; 第二代超融合架构 (Nutanix、深信服), 控制节点以虚拟机方式融合部署、全对称架构, 升级需要整体升级; 第三代超融合架构, 控制平面微服务化 (容器及编排)、全对称分布式架构, 组件可以单独升级无需停机。

图表 27: 2018Q1 超融合系统供应商市场份额和增长

公司	1Q18 收入	1Q18 市场份额	1Q17 收入	1Q17 市场份额	1Q18/1Q17 收入增长
Dell	\$363.0	29.6%	\$150.2	21.6%	142.0%
Nutanix	\$273.2	22.2%	\$159.2	22.9%	71.5%
HPE	\$61.0	5.0%	\$28.7	4.1%	112.3%
Cisco	\$59.9	4.9%	\$24.5	3.5%	145.0%
All Others	\$470.4	38.3%	\$333.6	47.9%	41.0%
总和	\$1,227.2	100.0%	\$696.0	100.0%	76.3%

来源: IDC, 中泰证券研究所

图表 28: 2018Q1 超融合软件供应商市场份额和增长

公司	1Q18 收入	1Q18 市场份额	1Q17 收入	1Q17 市场份额	1Q18/1Q17 收入增长
VMware	\$456.3	37.2%	\$217.8	31.3%	109.5%
Nutanix	\$398.7	32.5%	\$214.9	30.9%	85.5%
HPE	\$61.3	5.0%	\$16.1	2.3%	280.8%
Cisco	\$59.9	4.9%	\$24.5	3.5%	145.0%
All Others	\$251.0	20.4%	\$222.6	32.0%	12.7%
总和	\$1,227.2	100.0%	\$696.0	100.0%	76.3%

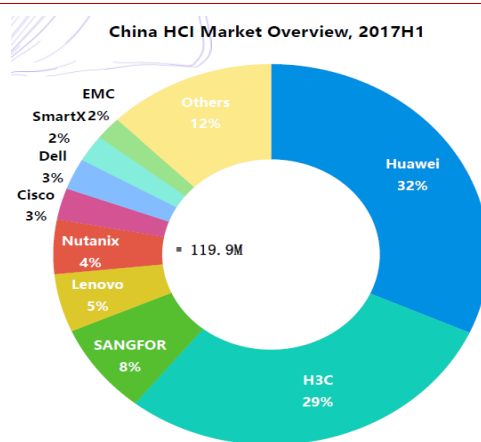
来源: IDC, 中泰证券研究所

- **全球市场规模与市场份额:** IDC 预计 2017 年全球超融合市场规模为 36.4 亿美元, 2017 年国内超融合市场规模实现 3.27 亿美元, 同比增长 64%, 预计 2020 年中国超融合市场规模为 6.03 亿美元。2018 年第一季度全球超融合系统市场同比增长 76.3%, 总计达 12 亿美元的销售额。Dell EMC 以 29.6% 的市场份额位居榜首, 收入同比增长 142% 至 3.63 亿美元。VMware (只卖软件比如与硬件厂商中科曙光合作) 以 37.2% 的市场份额位居超融合软件市场榜首, 收入同比增长 109.5% 至 4.56 亿美元。Nutanix (既有软硬件一体, 也单独卖软件) 两个市场都是排名第二。2018 年第一季度 DELL、HPE、Cisco、VMware 公司业务增长都在翻倍以上。

图表 29: 超融合主要的行业应用

行业	主要应用
工商企业	为企业提供制造、流通的企业办公平台; 设计、制图等桌面应用; ERP、多渠道营销平台等; 设备智能化、远程运维等 IOT 应用; 私有云、混合云
政府治理	适用于各级政府机构的城市云、政务云; 云桌面; 信息公开平台; 治安、环境等社会治理应用; 政务大数据等
医疗	医院信息系统 HIS; 影像和通信系统 PACS; 实验室信息系统 LIS; 医疗云平台
教育	智慧教室; 智慧校园; 学习资源、教学教务; 教育云平台
金融	开发测试云; 虚拟桌面 (柜面、办公、开发); 互联网金融业务; 中间件系统; 客户数据分析和人工智能; 办公系统
军工	云终端; ERP、CAD、PDM 等应用; 指挥控制、空间探测、空中预警等应用

来源: 超融合白皮书, 中泰证券研究所

图表 30: 2017H1 年中国超融合市场格局


来源: IDC, 中泰证券研究所

- **中国超融合细分行业:** 超融合在一些特定行业和应用场景下有独特优势,

并非适合所有场景,地域分布来看三四线城市需求旺盛。根据 IDC 数据,按照市场规模占比排序: 1 政府 (22.5%), 2 教育 (18.4%), 3 电信运营商 (18.3%, 主要厂商华为、华三), 4 制造业 (14.9%), 5 金融 (9.7%, 比如银行分行), 6 卫生, 7 交通等。我们将公有云发展分为三个阶段, 未来云计算成熟市场中, 公有云预计占比 35%+, 对应的我们认为私有云占比约 30%, 私有云仍然是一个非常大的市场。如果把企业客户简单分为大中小类, 对 IT 资源的采购, 个人和小企业客户往往选择公有云, 大型企业客户往往选择私有云或者混合云, 而中等客户或者选择公有云或者私有云, 有些处于对安全、时间或者成本方面的考虑, 而没有办法规模建私有云。目前来看超融合满足了这部分规模中等的私有云客户需求, 对于快速提高政企客户的 IT 能力有非常大的帮助, 处于高速成长的阶段。另一方, 云计算时代整体来说, 硬件开源对硬件厂商的利润产生压力, 软硬一体化提高了硬件附加值, 将为硬件厂商带来新的利润增长点。

图表 31: 深信服云 IT 产品线



来源: 中泰证券研究所

- 深信服超融合实现跨越式增长, 进入国内市场前三。**从 2009 年对虚拟化市场进行研究和布局, 2011 年在国内率先发布了远程应用虚拟化产品 EasyConnect, 将后端服务器上运行的业务系统远程发布到移动终端上, 2013 年, 又推出了桌面虚拟化解决方案, 实现几倍的高增长。2015 年深信服正式推出了包含计算、网络、存储虚拟化和云管理的数据中心超融合架构, 并结合深信服安全产品, 帮助客户构建从边界安全、平台安全、数据安全到应用安全的全方位安全防护体系。2016 年入围 Gartner x86 服务器虚拟化基础架构魔力象限。从 2015 年的 0.72 亿元收入增长到 2017 年的 5.45 亿元的收入, 营收占比达到 22.02%, 毛利率保持在 50% 以上。2017Q2, 市场份额已经达到 7.7%, 2017Q4 市场份额为 19%, 销售额同比增长 343%, 市场占有率位居国内前三。截至目前, 深信服超融合已交付客户超过 5000+, 超过 10 万个应用和 40 万个虚拟桌面稳定运行在超融合架构上, 主要用户来自于企业、政府、教育、医疗。2017Q2 华为和華三占据了约 60% 的市场份额。他们拥有大量的政府和大型企业市场。联想和 Nutanix 在金融、教育和制造业获得了高速增长。大量的中国本土厂商进入了这个领域, 实际上也在抢占传统 VMware 的市场。

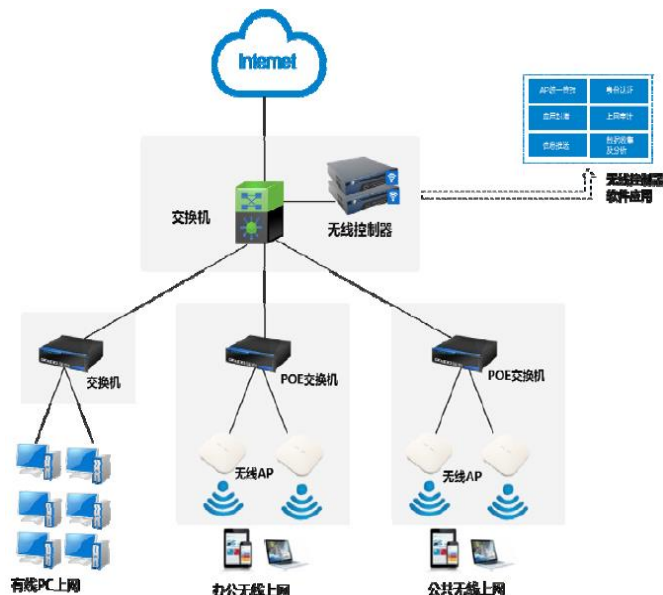
2017 年国内超融合市场规模实现 3.27 亿美元，约占全球市场的 9%，同比增长 64%。我们预计深信服的超融合业务将继续保持高增长态势，市场份额有望逐步提升。

- **深信服形成了企业云、分支云、桌面云整体云 IT 解决方案。**深信服通过交付桌面云一体机和 aDesk 云终端，提供稳定高效的 VDI 应用。公司已成功交付超过 30 万台云终端，包括文化部、中国人民银行、富士康科技、顺丰速运、北京大学等政教企，广泛应用于学生机房、教室、办公 PC 替换、政务大厅等场景。分支云是深信服整合原有安全优势业务推出的运维云化解决方案。深信服分支云将 NFV 技术注入传统 x86 服务器，实现网络功能虚拟化，整合提供下一代防火墙、上网行为管理、广域网优化、SSL VPN 等网络功能资源池，能够帮助集团型企业进行分支机构的 IT 集中管控、业务快速部署。已在部分国企、金融机构实现应用。

推出安全、可管理的企业级无线产品

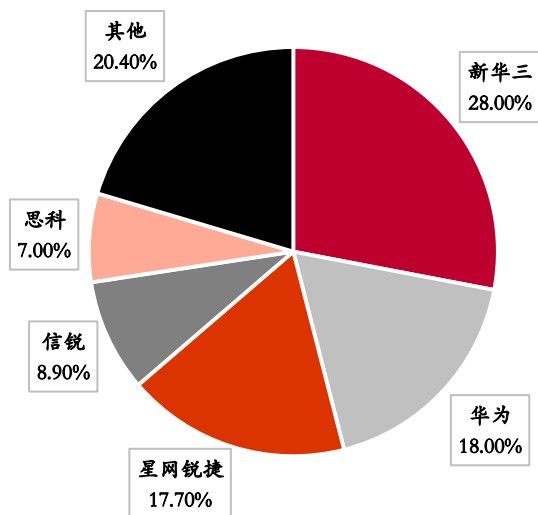
- 深信服在信息安全业务的基础上，2012 年开始陆续推出了云计算、企业级无线相关的产品和解决方案。目前企业级无线业务主要由子公司信锐网科经营，信锐网科成立于 2014 年，主要包括网络控制器、无线接入点、智能 POE 交换机等产品和解决方案，推出的 WLAN 产品无线控制器，集无线控制器、用户认证、营销推送、客流分析、上网行为管理、流量控制、上网行为审计、防火墙、物联网应用拓展、网络管理于一体，能简化网络结构，降低企业建设成本和运维成本。重点解决企业级客户的移动互联、全无线覆盖、无线网络安全、无线大数据分析以及可视化统一运维等，致力于构建更智能、更安全、会营销的下一代企业级无线网络，同时为企业级客户提供无线接入一体化的解决方案，让企业级无线网络建设更简单、更易管理、更有价值。目前已经广泛应用于智慧办公、智慧教育、智慧政务、智慧医疗、智慧金融、智慧旅游和智慧城市等场景。
- 国内企业级无线产品市场的主要参与企业为新华三、华为、星网锐捷、信锐和思科，上述 5 家企业在 2017 年国内企业级无线产品市场的合计市场份额为 79.60%。信锐网科在 2015 年第二季度已经达到第五名的市占率 4.8%，并在 2015 第三季度抢占 6%，到 2017 年信锐网科市占率达到 8.9%，排名第三名。企业级用户自建无线办公网络的需求仍然强劲，但运营商 4G 网络提速降费后，政府部门和商业组织投资公共场所 WI-FI 意愿降低，可能持续影响公司无线业务在该领域内的产出。

图表 32：企业级无线网络结构



来源：深信服招股书，中泰证券研究所

图表 33：2017 年国内企业级无线产品市场份额



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

长效激励机制为公司保驾护航

- **核心管理层和员工持股。**公司三位创始人何朝曦、熊武和冯毅组成一致行动人，合计持有公司发行后 47.73%的股权，为公司实际控制人。同时公司员工持股平台持有公司发行后 10.84%的股份，覆盖在职员工 180 人，占公司 2017 年 12 月 31 日在职员工总数 3538 的 5.1%。
- **发布限制性股权激励，绑定核心人员。**2018 年 9 月 26 日，公司再次向 550 名激励对象首次授予 312.30 万股限制性股票，占总股本 0.8%，有 47.7 万预留限制性股票，并向 1 名激励对象授予 36.00 万份股票期权，股票期权的行权价格为每股 96.83 元。
- **股票激励涉及面广，有效调动员工积极性和凝聚力。**本激励计划涉及的激励对象不包括独立董事、监事及单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。划整体涉及人员广，大范围绑定核心技术人员利益，显示公司尊重人才、注重研发创新，从而为公司产品与技术升级及业务拓展提供长远保障。预计将有效调动公司各业务线员工积极性，增强团队凝聚力。
- **限制性股票/股票期权业绩考核目标：**以 2017 年为基数，2018-2020 年营收增长率不低于，15%、30%和 45%，在解除限售/等待期的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核并解除限售/行权，以达到绩效考核目标作为激励对象的解除限售/行权条件。

图表 34：公司限制性股票的各年度绩效考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以2017年营业收入为基数，2018年营业收入增长率不低于15%
第二个解除限售期	以2017年营业收入为基数，2019年营业收入增长率不低于30%
第三个解除限售期	以2017年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于45%

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- (1) 公司多项安全产品位于市场前列, 中国安全市场高于全球整体增速, 考虑到公司研发实力和稳固的市场地位, 安全增速保持稳定增长, 并且安全产品细分市场分散如果公司在研发新产品进入市场可能会带来一定弹性, 我们预计 2018-2020 年安全业务增速分别为 24%、23%、25%。
- (2) 近几年超融合市场保持高增速, 2018 年上半年超融部分领先企业收入实现翻倍增长, 公司推出超融合产品以来市场地位不断提升, 进入全国前三, 随着市场投入加大预计将进一步扩展市场份额, 营收实现高速增长, 我们预计 2018-2020 年以超融合为主的云计算业务增速分别为 90%、75%、70%。
- (3) 企业无线业务结合公司安全方面的技术提供企业级网络便捷、安全的解决方案, 4G/5G 的迅速发展以及提速降费对企业无线将产生一定影响, 我们预计 2018-2020 年企业无线业务将保持平稳增长为 10%。

图表 35: 深信服分业务营收预测 (百万)

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
安全业务	840.65	1,049.74	1,228.29	1,518.79	1,883.30	2,316.46	2,895.57	3,590.51
增速		24.87%	17.01%	23.65%	24.00%	23.00%	25.00%	24.00%
毛利率	87.47%	87.00%	88.00%	88.72%	88.50%	88.00%	88.00%	88.00%
云计算	7.92	71.93	221.40	544.56	1,034.66	1,810.66	3,078.13	4,617.19
增速		808.21%	207.80%	145.96%	90.00%	75.00%	70.00%	50.00%
毛利率	70.92%	51.23%	57.15%	53.00%	54.00%	53.00%	52.00%	51.00%
企业级无线	63.29	151.69	242.04	332.81	366.09	402.70	442.97	487.27
增速		139.67%	59.56%	37.50%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	68.17%	65.68%	63.36%	64.33%	63.00%	62.00%	61.00%	61.00%
其他 (信息技术服务等)	37.74	45.40	58.32	76.31	91.57	109.89	131.86	158.24
增速		20.30%	28.46%	30.85%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	43.26%	34.69%	27.01%	21.58%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 36: 深信服盈利预测与估值

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	949.6	1,318.8	1,750.0	2,472.5	3,375.6	4,639.7	6,548.5	8,853.2
增速	0.00%	38.88%	32.70%	41.28%	36.53%	37.45%	41.14%	35.19%
净利润 (百万元)	232.8	330.0	257.6	573.5	686.1	906.4	1,181.3	1,512.1
增速	0.00%	41.74%	-21.96%	122.67%	19.62%	32.12%	30.33%	28.00%
毛利率	84.29%	80.80%	78.66%	75.50%	73.36%	70.52%	67.92%	66.04%
销售费用率	40.40%	36.11%	43.76%	35.10%	33.00%	33.00%	32.00%	32.00%
管理费用率	28.88%	26.60%	29.32%	23.74%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
财务费用率	-3.22%	-3.25%	-2.26%	-1.71%	-3.44%	-6.40%	-7.45%	-8.31%
净利率	24.52%	25.03%	14.72%	23.20%	20.32%	19.54%	18.04%	17.08%
ROE	23.95%	29.98%	21.27%	32.95%	28.40%	27.29%	26.23%	25.14%
EPS (元)	0.58	0.82	0.64	1.42	1.91	2.52	3.28	4.20
PE	151.58	106.94	137.03	61.54	45.94	34.77	26.68	20.84

来源: wind, 中泰证券研究所

- **投资建议:** 深信服是信息安全+云计算领域的领先企业,公司自主创新、深耕信息安全细分领域,成为 VPN、上网行为管理、防火墙、应用交付、超融合等领域的领导品牌。我们看好信息安全与私有云业务市场潜力,公司产品化能力与全渠道战略将成为核心竞争力,为公司新产品的放量打下基础。公司持股结构与股权激励绑定核心骨干,为公司长远发展保驾护航。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 6.86 亿/9.06/11.81 亿, EPS 分别为 1.91 元/2.52 元/3.28 元,公司成长性突出,给予“买入”投资评级。

风险提示

- **信息安全市场支出不达预期的风险**；宏观经济下行压力下，不景气企业存在安全支出缩减以降低成本的可能性
- **超融合市场竞争加剧的风险**；超融合作为一种新兴的云 IT 市场，行业增长迅速、利润率较高，可能将吸引更多的竞争者加入，或将导致行业竞争加剧毛利率下降的风险。

图表 37: 深信服分盈利预测 (百万元)

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,750.0	2,472.5	3,355.2	4,595.0	6,475.0	成长性					
减: 营业成本	373.5	605.9	910.0	1,365.2	2,096.5	营业收入增长率	32.7%	41.3%	35.7%	37.0%	40.9%
营业税费	25.5	35.0	49.2	66.4	93.4	营业利润增长率	-57.0%	477.7%	-0.5%	39.5%	36.3%
销售费用	765.9	867.9	1,107.2	1,516.3	2,072.0	净利润增长率	-22.0%	122.7%	16.5%	32.9%	29.4%
管理费用	513.2	586.9	771.7	1,056.8	1,489.3	EBITDA增长率	-55.7%	298.0%	33.0%	13.1%	19.2%
财务费用	-39.6	-42.4	-115.4	-293.0	-480.0	EBIT增长率	-66.9%	426.7%	39.2%	14.1%	22.7%
资产减值损失	7.4	11.7	6.0	6.0	6.0	NOPLAT增长率	-67.5%	792.5%	-12.3%	14.1%	22.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-934.6%	-84.7%	340.9%	281.8%	19.9%
投资和汇兑收益	5.9	6.7	6.7	6.5	6.6	净资产增长率	10.0%	43.8%	37.7%	37.0%	35.0%
营业利润	110.2	636.6	633.2	883.6	1,204.5	利润率					
加: 营业外净收支	195.1	4.4	109.2	102.9	72.2	毛利率	78.7%	75.5%	72.9%	70.3%	67.6%
利润总额	305.3	641.0	742.4	986.5	1,276.7	毛利润率	6.3%	25.7%	18.9%	19.2%	18.6%
减: 所得税	47.7	67.5	74.2	98.6	127.7	净利率	14.7%	23.2%	19.9%	19.3%	17.7%
净利润	257.6	573.5	668.2	887.8	1,149.0	EBITDA/营业收入	6.0%	16.9%	16.6%	13.7%	11.6%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	4.0%	15.0%	15.4%	12.9%	11.2%
货币资金	230.6	215.6	1,323.1	2,583.2	3,816.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	15	18	13	7	3
应收账款	159.5	261.4	625.2	434.9	1,000.9	流动营业资本周转天数	-20	-23	-13	-30	-36
应收票据	9.5	3.7	23.3	10.9	34.1	流动资产周转天数	296	238	286	298	300
预付账款	10.3	7.8	29.2	23.5	52.7	应收账款周转天数	46	31	48	42	40
存货	51.4	87.7	124.0	190.0	293.7	存货周转天数	9	10	11	12	13
其他流动资产	722.7	1,510.8	1,116.6	1,116.7	1,248.0	总资产周转天数	437	365	369	356	341
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-22	-20	-11	-31	-38
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.3%	33.0%	27.9%	27.0%	25.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.2%	19.7%	16.8%	17.3%	16.1%
固定资产	99.9	143.7	106.0	68.3	43.8	ROIC	203.8%	-217.9%	-1252.4%	-324.0%	-104.1%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	1.0	5.3	3.7	2.1	0.5	销售费用率	43.8%	35.1%	33.0%	33.0%	32.0%
其他非流动资产	819.4	675.1	624.7	693.5	657.1	管理费用率	29.3%	23.7%	23.0%	23.0%	23.0%
资产总额	2,104.3	2,911.1	3,976.0	5,123.1	7,147.5	财务费用率	-2.3%	-1.7%	-3.4%	-6.4%	-7.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	70.8%	57.1%	52.6%	49.6%	47.6%
应付账款	230.6	399.9	629.9	860.3	1,420.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	42.5%	40.2%	39.7%	35.9%	38.0%
其他流动负债	574.4	644.2	849.1	872.6	1,182.3	负债权益比	73.8%	67.3%	65.8%	55.9%	61.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.47	2.00	2.19	2.52	2.48
其他非流动负债	88.6	126.5	99.5	104.9	110.3	速动比率	1.41	1.91	2.11	2.41	2.36
负债总额	893.5	1,170.6	1,578.5	1,837.8	2,713.1	利息保障倍数	-1.78	-8.77	-4.49	-2.02	-1.51
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	360.0	360.0	360.0	360.0	360.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	835.3	1,369.4	2,037.5	2,925.4	4,074.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,210.7	1,740.5	2,397.5	3,285.4	4,434.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	257.6	573.5	668.2	887.8	1,149.0	EPS(元)	0.64	1.42	1.86	2.47	3.19
加: 折旧和摊销	40.9	55.8	39.3	39.3	26.1	BVPS(元)	3.00	4.32	6.66	9.13	12.32
资产减值准备	7.4	11.7	-	-	-	PE(X)	129.1	58.0	44.4	33.4	25.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	27.5	19.1	12.4	9.0	6.7
财务费用	-40.6	-32.2	-115.4	-293.0	-480.0	P/FCF	80.2	90.6	37.3	22.0	23.3
投资收益	-5.9	-6.7	-6.7	-6.5	-6.6	P/S	19.0	13.4	8.8	6.5	4.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	48.7	40.9	32.6
营运资金的变动	-165.9	93.5	57.2	383.3	142.8	CAGR(%)	51.1%	26.1%	26.5%	51.1%	26.1%
经营活动产生现金	487.5	765.4	642.6	1,011.0	831.2	PEG	2.5	2.2	1.7	0.7	1.0
投资活动产生现金	-24.8	-625.4	280.0	-14.9	-70.2	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金	-348.2	-148.1	184.9	264.0	472.4	REP	-	-	-	-	-

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。