

安全为盾，云为矛，领航企业级 IT 市场



核心观点

- 公司是领先的信息安全企业，多款安全产品市场份额排名靠前。随着信息化建设的深入，企业的核心业务越发依托信息系统，数据已成为企业的核心资产，网络信息安全需求逐步走向实质性需求。信安事件的频发以及等保 2.0 等政策的密集出台，将刺激信息安全需求不断释放。公司拥有丰富的安全产品线，VPN、上网行为管理、防火墙等多款产品竞争优势明显，我们认为公司安全业务能够凭借其产品及渠道优势，将继续保持平稳快速发展。
- 超融合市场前景向好，公司市占率不断提升。近年来，公司超融合产品依靠虚拟化及安全方面的优势，市占率不断提升，从 2016 年的 7.3% 上升到 2018 年的 15.5%，位居国内第三。基于超融合架构，公司提供企业云、托管云等多类云解决方案，其云计算业务也因此得到高速增长，近三年 CAGR 达到 129.2%。公司云计算业务有望受益于超融合行业的高速增长以及市占率的提升，延续高增长趋势。
- 全面渠道化战略+高研发投入，彰显公司核心竞争力。公司重视研发投入，2015-2018 年公司研发费用保持在营收的 20% 左右，领先于同行业可比上市公司。公司实施全面渠道化战略，不仅拓宽了公司产品的覆盖面，提升公司品牌的市场影响力，同时有利于公司贴近市场、更好地了解用户需求。公司依托高研发及渠道化战略，可以快速有效地推出满足市场需要的产品，培育新的业务增长点。

财务预测与投资建议

- 我们预测未来三年公司净利润的年均复合增速将达到 24.6%，对应 EPS 分别为 1.82/2.26/2.89 元。由于公司在信息安全及超融合市场优势明显，根据可比公司 19 年的 PE 水平，我们给予公司 10% 的溢价，对应 19 年 PE 为 63 倍，对应合理股价为 114.66 元，首次给予增持评级。

风险提示

- 信息安全及云计算产业政策落地不及预期的风险；研发进展不及预期风险；行业内竞争恶化风险；全面渠道化效果不及预期的风险。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,472	3,224	4,329	5,661	7,267
同比增长(%)	41.3%	30.4%	34.3%	30.8%	28.4%
营业利润(百万元)	637	614	811	1,004	1,288
同比增长(%)	477.7%	-3.5%	32.1%	23.7%	28.3%
归属母公司净利润(百万元)	574	603	735	909	1,166
同比增长(%)	122.7%	5.2%	21.9%	23.6%	28.2%
每股收益(元)	1.42	1.50	1.82	2.26	2.89
毛利率(%)	75.5%	73.3%	72.6%	70.9%	69.7%
净利率(%)	23.2%	18.7%	17.0%	16.1%	16.0%
净资产收益率(%)	38.9%	23.3%	19.3%	19.6%	20.6%
市盈率	61.5	58.5	48.0	38.8	30.3
市净率	20.3	10.3	8.5	6.9	5.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2019年08月19日)	109.44元
目标价格	114.66元
52周最高价/最低价	109.69/68元
总股本/流通A股(万股)	40,311/20,907
A股市值(百万元)	44,117
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2019年08月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	13.77	15.69	19.61	19.09
相对表现	-11.28	-16.13	-15.71	-1.7
沪深300	2.49	-0.44	3.9	17.39



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050004

证券分析师 游涓洋
010-66210783
youjuanyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515080001

联系人 陈超
021-63325888-3144
chenchao3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司概况：信息安全行业领先厂商，云计算行业新锐.....	5
二、信息安全产业高速发展，未来市场空间巨大.....	7
2.1、事件+技术+政策，刺激下游需求不断释放.....	7
2.2、信息安全内涵日益丰富，行业竞争格局相对分散.....	11
三、云计算产业规模持续增长，超融合市场前景向好.....	13
3.1、我国云计算私有云占比较高，混合云将成为未来趋势.....	13
3.2、超融合架构是建设私有云及混合云的最佳选项.....	16
四、安全+云计算为战略重点，产品表现亮眼.....	20
4.1、安全业务：品类丰富，多个细分市场市占率领先.....	20
4.2、云计算业务：基于超融合架构，提供全栈云解决方案.....	22
4.3、企业级无线业务：产品优势明显，市场份额领先.....	25
五、渠道化战略+高研发投入，确保公司竞争优势.....	26
5.1、实施全面渠道化战略，提升全市场覆盖能力.....	26
5.2、保持高研发投入，持续推进新产品落地.....	29
盈利预测与投资建议.....	30
盈利预测.....	30
投资建议.....	32
风险提示.....	33

图 1: 公司三大主要业务	5
图 2: 2014-2018 年公司主营产品收入构成 (亿元)	6
图 3: 2014-2018 年公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)	6
图 4: 公司股权结构 (2019Q1)	7
图 5: 全球企业/组织 IT 安全投入变化 (2017)	9
图 6: 全球网络信息安全市场规模及同比增速 (亿美元, %)	11
图 7: 我国网络信息安全市场规模及同比增速 (亿元, %)	11
图 8: 网络安全细分市场划分	11
图 9: 中国网络信息安全市场结构 (2017)	12
图 10: 欧美网络信息安全市场结构 (2017)	12
图 11: 国内网络安全 100 强企业 (2019)	13
图 12: 我国公有云市场规模及增速 (亿元, %)	15
图 13: 我国私有云市场规模及增速 (亿元, %)	15
图 14: 企业选择使用私有云的考虑因素	16
图 15: 中国企业混合云应用比例 (2018)	16
图 16: 企业数据中心架构变迁	17
图 17: 传统架构与超融合使用成本对比举例	17
图 18: 我国企业私有云建设方式选择	18
图 19: 我国企业对开源私有云管理平台的认可情况	18
图 20: 企业云化路径	19
图 21: 我国超融合市场规模及增速 (亿美元, %)	19
图 22: 我国超融合市场份额分布 (2018)	19
图 23: 公司安全业务图谱	20
图 24: 公司安全业务收入及增速 (亿元, %)	22
图 25: 公司营收结构 (2018)	22
图 26: 同行业安全产品毛利率比较	22
图 27: 公司基于超融合架构的企业级 aCloud 云	23
图 28: 公司超融合软硬件整体市场市占率情况	23
图 29: 公司在超融合软件市场的占有率 (2018)	23
图 30: 公司云计算整体架构	24
图 31: 公司云计算业务收入及增速 (亿元, %)	25
图 32: 公司云计算业务毛利贡献及毛利率 (亿元, %)	25
图 33: 公司企业级无线产品	25
图 34: 公司企业级无线业务收入及增速 (亿元, %)	26
图 35: 信锐网科在企业级无线市场的市占率排名 (2018Q1)	26
图 36: 同行业销售费用率比较	28

图 37：公司“互利共赢”的合作支持体系	28
图 38：公司渠道体系.....	29
图 39：公司渠道化市场战略.....	29
图 40：同行业应收账款周转率比较	29
图 41：公司研发费用及营收占比（2018 年前取自管理费用）	30
图 42：公司研发人员数量及占比.....	30
图 43：公司不断推出新产品.....	30
表 1：公司主营业务范围及主要产品.....	5
表 2：2017 年以来全球重大信息安全事件梳理.....	8
表 3：信息安全相关政策法规	9
表 4：2018 年国内部分细分市场份分布.....	13
表 5：云计算部署类型比较.....	14
表 6：部分省市“企业上云”政策.....	14
表 7：主流超融合厂商的分布式存储形式	18
表 8：公司多款安全产品的技术优势及市占率排名	21
表 9：行业内可比上市公司销售情况对比	26

一、公司概况：信息安全行业领先厂商，云计算行业新锐

深信服成立于 2000 年 12 月 25 日，业务聚焦于软件和信息技术服务行业，为企业级用户提供信息安全、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，现已成为国内领先的应用层网络设备供应商。

图 1：公司三大主要业务



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

公司的主要业务分为安全业务、云计算业务、企业级无线业务三大类。安全业务与云计算业务是公司的两大核心业务，其中安全业务拥有上网行为管理（AC）、VPN（IPSec/SSL）、下一代防火墙（NGAF）、应用交付（AD）、广域网优化、终端检测响应平台（EDR）等多款产品，云计算业务主要包括企业云、桌面云等产品。企业级无线业务主要由全资子公司信锐网科经营，产品包括无线控制器、无线接入点等。

表 1：公司主营业务范围及主要产品

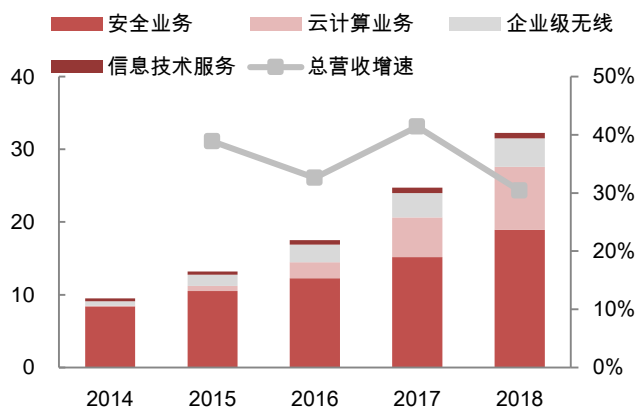
业务范围	产品分类	主要产品	产品用途
安全业务	网络安全	上网行为管理	了解网络使用情况，构建一个有序的、健康的上网环境，提高工作效率，有效降低非工作上网行为，保障网络资源合理使用；合理分配网络带宽，保障重要应用的访问速度
		下一代防火墙	实现 L2-L7 层全面的安全防护，抵御来源更广泛、攻击更容易、危害更明显的应用层攻击。具备安全可视、持续检测、快速响应、简单易用的特性，为用户提供安全威胁可防御、异常行为可监控、安全态势可感知安全价值可呈现的价值
		VPN	为分支、PC 及智能终端远程安全接入数据中心提供认证、加密、授权和审计服务
		终端检测响应平台	围绕终端资产安全生命周期，通过预防、防御、检测、响应赋予终端隔离策略、查杀、检测和处置能力。应对高级威胁时可通过云端联动协同、威胁情报共享、多层级响应机制，使其达到洞察威胁本质，迅捷灵动处置的效果，帮助用户快速处置终端安全问题
		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

		广域网加速	部署在数据中心和分支机构的广域网出口，通过流削减、流压缩、流缓存和协议加速等技术，最终实现应用性能或广域网速度的提升
		云安全产品及服务	包括云安全资源池、云 WAF、云端安全智能服务等，提供云安全解决方案及服务
云计算业务	企业云	云管平台	实现 IT 资源服务化运营，构建 PAAS 级服务平台
		超融合一体机及超融合软件	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
	桌面云	瘦终端机	桌面虚拟化瘦客户端
		桌面云一体机及软件	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
企业级无线业务	企业级无线	无线控制器	负责统一管理整个网络的无线 AP，对所有 AP 进行射频调节、无线配置的功能，同时提供身份上网认证、终端准入、上网行为管控和审计、在线营销推企业级无线、数据收集及分析、物联网应用拓展等用途
		无线接入点	负责发射无线射频信号，用于数据的无线接收和发送，同时将无线数据转换成有线数据传输到核心骨干网中，由无线控制器统一管理

数据来源：公司招股书，公司官网，东方证券研究所

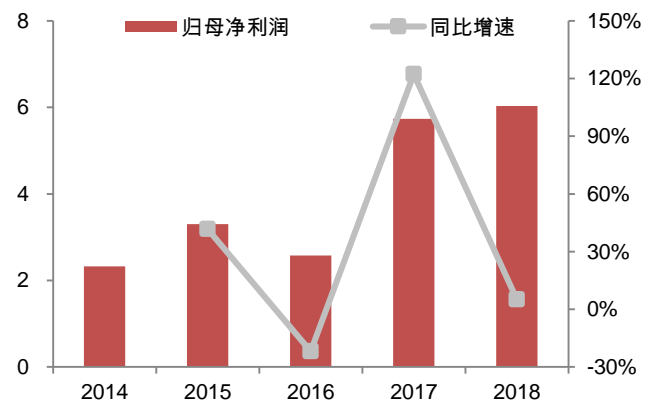
公司营收及归母净利润持续增长，但增速有所放缓。2014-2018 年，公司营业收入从 9.50 亿元增长到 32.2 亿元，CAGR 达到 35.7%，归母净利润从 2.3 亿元增长到 6.0 亿元，CAGR 达到 26.9%，其中 2016 年公司存在股权激励计划加速行权以及股权支付费用的一次性摊销，合计 1.7 亿元，导致归母净利润增速出现波动。2018 年营收及归母净利润同比增速分别为 30.4%、5.1%，均出现下滑，这主要是受 2018 年员工数量和薪酬福利快速增加导致期间费用大幅提升所致。**我们认为未来 2-3 年，信息安全及云计算行业需求保持稳定，公司营收有望继续保持较快增长。同时随着公司员工数量增速放缓，来自期间费用的压力将逐步降低，公司业绩将恢复至较高增速水平。**

图 2：2014-2018 年公司主营产品收入构成（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

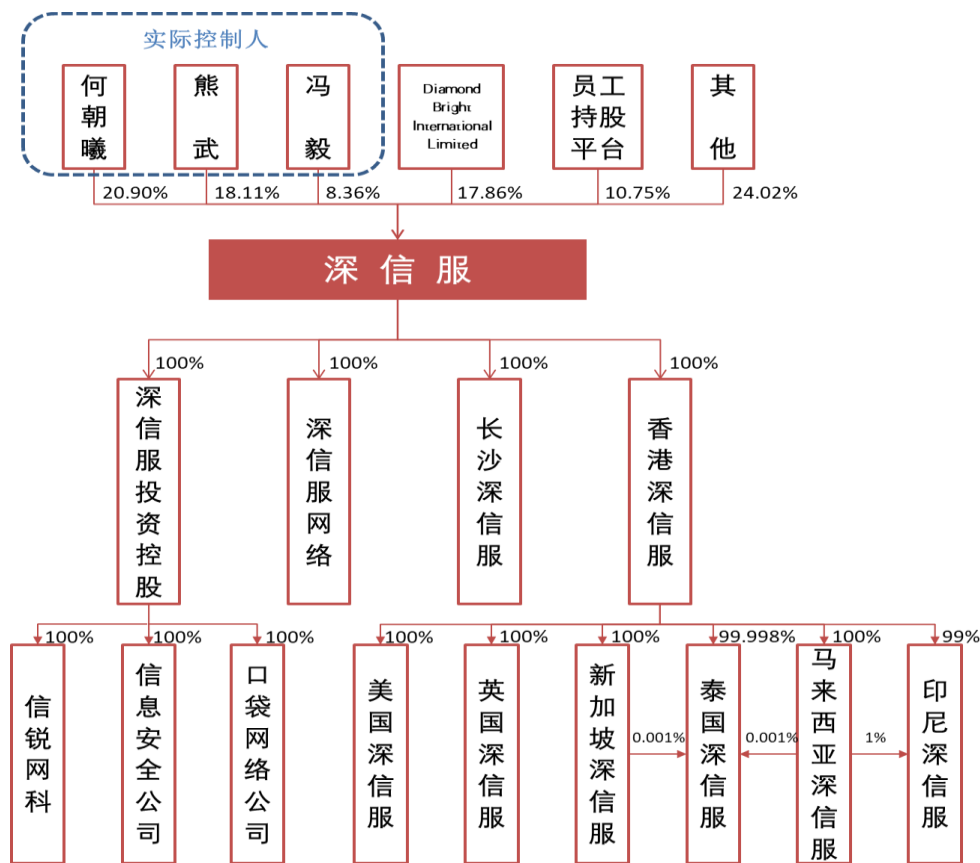
图 3：2014-2018 年公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司具有华为基因，股权结构稳定，重视员工激励。公司的控股股东及实际控制人为何朝曦、熊武、冯毅，截止 2019 年一季度，三人分别持有公司 20.90%、18.11%及 8.36%的股份，合计持有 47.37% 的股份。三人均毕业于中国科学技术大学，公司设立前何朝曦、熊武任职于华为，分别从事研发和市场工作，冯毅则任职于中兴通讯。自公司设立以来，何朝曦担任公司董事长兼总经理，熊武、冯毅担任公司董事兼副总经理。其他持有公司 5%以上股份股东为 Diamond Bright International Limited，其持有公司 17.86%的股份（外资股）。此外，信服叔创、信服仲拓、信服未来、信服伯开、信服季新和信服创造组成的员工持股平台，共计持有公司 10.75%的股份，对公司管理层及核心员工形成良好的激励覆盖。

图 4：公司股权结构（2019Q1）



数据来源：公司招股书，东方证券研究所

二、信息安全产业高速发展，未来市场空间巨大

2.1、事件+技术+政策，刺激下游需求不断释放

近年来，网络病毒、数据泄露等信息安全事件层出不穷。从 2017 年爆发的勒索病毒 Wannacry、美国 1.98 亿选民信息泄露事件，到 2018 年 Intel 芯片曝出底层漏洞、美英澳多所大学遭遇网络攻击，信息安全事件的规模越来越大，影响越来越广，波及了政府、金融、教育、制造业等各个领域。根据知名网络安全公司 McAfee 与 CSIS（美国智库与国际研究中心）联合发布的《网络犯罪经济

影响》，2017 年全球因网络犯罪造成的损失达 6000 亿美元，较 2014 年的 4450 亿美元增长了 34.8%。

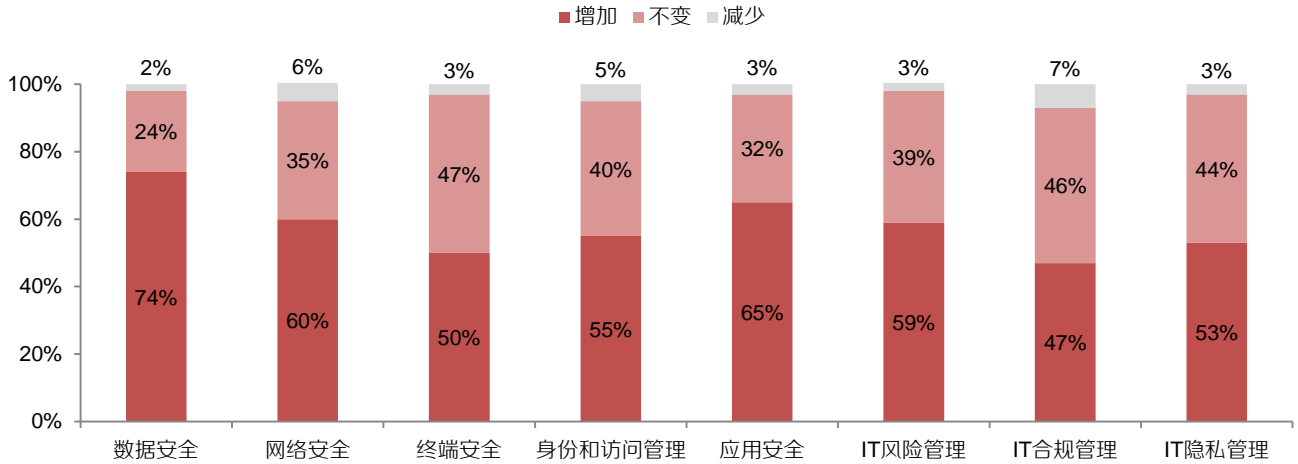
表 2：2017 年以来全球重大信息安全事件梳理

时间	事件名称	事件影响
2017.2	Cloudflare 流量泄露	知名云安全服务商 Cloudflare 泄露用户网络会话中的加密数据，受影响网站数量超过 200 万，涉及 Uber、1Password 等多家知名公司的服务
2017.4	洲际酒店（IHG）信用卡数据泄露	旗下超过 1000 家酒店支付系统遭到恶意软件入侵，顾客信用卡支付信息被窃取，包括卡号、有效期、内部验证码、持卡人姓名等
2017.5	勒索软件 Wannacry 全球爆发	受害国超过 150 个，至少 20 万台设备受到感染，涉及政府、医疗、高校、企业等领域
2017.6	美国选民信息泄露	美国 1.98 亿选民个人信息被错配到公共云服务器上，可被任意访问
2017.10	Wi-Fi 标准协议漏洞	被发现的 WPA2 协议漏洞可诱发 Wi-Fi 接入的客户端设备（手机、笔记本电脑等）进行密钥重装操作，破解 WPA2 加密网络
2018.1	Intel CPU 存在严重漏洞	自 1995 年起发布的 x86 处理器几乎全受该底层漏洞影响，攻击者可利用该漏洞直接访问核心内存中的敏感内容，包括用户账号密码及文件等
2018.3	美英澳等国多所大学遭遇网络攻击	通过钓鱼邮件，黑客盗取了美国 144 所大学及其他国家 176 所大学的 31TB 资料，价值高达 34 亿美元
2018.7	顺丰速运用户信息泄露	约 3 亿用户的个人信息（包含寄收件人姓名、地址和电话等）在暗网被兜售
2018.8	华住旗下酒店用户信息泄露	泄露的数据共计 140G 约 5 亿条信息，内容包括华住官网注册资料、酒店入住登记身份信息和酒店开房记录等
2018.8	台积电遭遇勒索病毒入侵	由于操作系统未及时安装补丁，导致感染勒索病毒后迅速扩散，预计损失超过 17 亿人民币
2018.11	万豪集团用户数据外泄	客房预订数据库自 2014 年起就已遭遇入侵，或导致 5 亿用户信息外泄，这些外泄数据包括用户姓名、电话号码、电子邮件、护照号码、SPG 俱乐部帐号、支付卡号和支付卡有效期等敏感信息
2019.3	俄罗斯 50 多家大型企业遭到未知攻击者勒索	攻击使用物联网设备，尤其是路由器，伪装成欧尚、马格尼特、斯拉夫尼奥夫等 50 多家知名公司发送钓鱼电子邮件，对公司人员进行勒索攻击。

数据来源：互联网资料，东方证券研究所

随着信息化建设的逐步推进，企业的核心业务越发依托信息系统，数据已成为企业的核心资产，网络信息安全需求逐步走向实质性需求，越来越多的企业主动加大对信息安全的投入力度。随着“云大物移”等新兴技术的不断涌现，企业自身业务越发依赖于互联网，网络信息安全风险也随之上升，云安全、大数据安全、物联网安全等新兴安全市场应运而生，企业对于网络信息安全的投入也逐步增加。根据 Gartner 的调查统计，2017 年有超过一半的企业都增加了信息安全主要细分领域的支出，其中有 74% 的企业增加了对数据安全的投入，65% 的企业增加了应用安全的支出。由于安全形势日趋复杂，我们预计企业将继续增加对信息安全的投入支出。

图 5：全球企业/组织 IT 安全投入变化（2017）



数据来源：Gartner，东方证券研究所

面对严峻的信息安全态势，我国政府正逐步加强信息安全防护的建设，信息安全已上升为国家战略。自 2015 年 7 月发布的《国家安全法》首次明确了“维护国家网络空间主权”后，“网络空间”正式成为继海、陆、空、天后的第五疆域，网络安全成为了国家安全的重点工作予以部署。随后，《网络安全法》、《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》、网络安全等级保护制度 2.0 标准以及《国家网络安全产业发展规划》相继出台，网络安全被列入“十三五”规划的重点建设方向，这为我国信息安全市场产业的有序发展提供了良好的政策保障和法律依托，进一步刺激信息安全市场需求。

表 3：信息安全相关政策法规

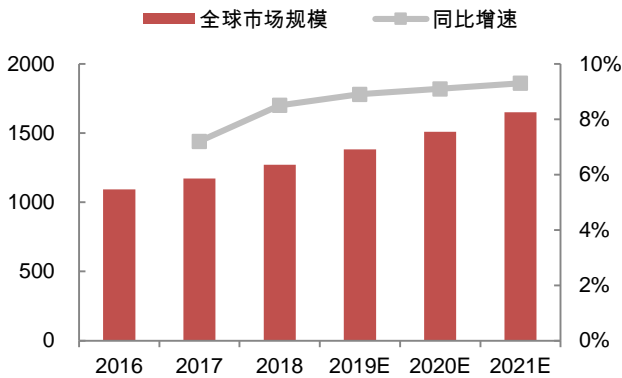
政策名称	发布时间	发布部门	相关内容
《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	2012.6	国务院	提出健全安全防护和管理，保障重点领域信息安全举措：1）确保重要信息系统和基础信息网络安全；2）加强政府和涉密信息系统安全管理；3）保障工业控制系统安全；4）强化信息资源和个人信息保护
《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	2015.7	国务院	提出“完善互联网融合法律规范和标准规范，增强安全意识，强化安全管理防护，保障网络安全”
《关于加强国家网络安全标准化工作的若干意见》	2016.8	国家质检总局、国标委	1）建立网络安全统筹协调、分工协作的工作机制；2）加强网络安全标准体系建设，提升标准质量和基础能力；3）强化网络安全标准宣传实施；4）加强国际网络安全标准化工作；5）抓好标准化人才队伍建设，并做好资金保障
《“十三五”国家信息化规划》	2016.12	国务院	提出“组织实施信息安全专项，建立关键信息基础设施安全防护平台，支持关键基础设施和重要信息系统，整体提升安全防御能力”
《国家网络空间安全战略》	2016.12	国家互联网信息办公室	提出：1)加强网络安全工作，推广使用安全可控产品；2)把有关个人信息保护的法律责任、法律要求落实到企业、机构；3)采取一切必要措施保护关键信息基础设施及其重要数据不受攻击破坏

《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》	2017.2	工信部	提出：1）发展信息安全产业，支持面向“云管端”环境下的基础类、网络与边界安全类、终端与数字内容安全类、安全管理类等信息安全产品研发和产业化；2）到“十三五”末信息安全产业规模达到 2000 亿元，年均增长 20%以上
《中华人民共和国网络安全法》	2017.6	全国人大常委会	提出：1）国家直属部门及政府推动网络安全工作的职责；2）网络运营者及关键信息基础设施的运行安全规定；3）个人信息的保护规定；4）国家网络安全监测预警及汇报机制；5）相关处罚规定
《网络安全等级保护测评机构管理办法》	2018.3	公安部	旨在加强网络安全等级保护测评机构管理，提高等级测评能力和服务水平
《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	2018.4	网信办、证监会	提出充分发挥资本市场在资源配置中的重要作用，规范和促进网信企业创新发展，推进网络强国、数字中国建设
《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》	2018.6	公安部	对网络安全等级保护的适用范围、各监管部门的职责、网络运营者的安全保护义务以及网络安全等级保护建设提出了更加具体、操作性的要求，为开展等级保护工作提供了重要的法律支撑
《公安机关互联网安全监督检查规定》	2018.9	公安部	定义检查主体单位、检查对象、检查内容，检查方式及处罚办法，旨在加强和规范公安机关互联网安全监督检查工作，防范网络违法犯罪，维护网络安全
《互联网个人信息安全保护指引》（征求意见稿）	2018.11	公安部	规定了个人信息安全保护的安全管理机制、安全技术措施和业务流程的安全
网络安全等级保护制度 2.0 标准	2019.5	国家标委会	包括了定级指南、基本要求、安全设计要求及测评要求等内容，，横向扩展了对云计算、移动互联网、物联网、工业控制系统、大数据的安全要求，纵向扩展了对等保测评机构的规范管理
《国家网络安全产业发展规划》	2019.6	工信部	2020 年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过 1000 亿元，拉动 GDP 增长超过 3300 亿元，打造不少于 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业，其次到到 2025 年，依托产业园建成我国网络安全产业“五个基地”

数据来源：政府网站，东方证券研究所

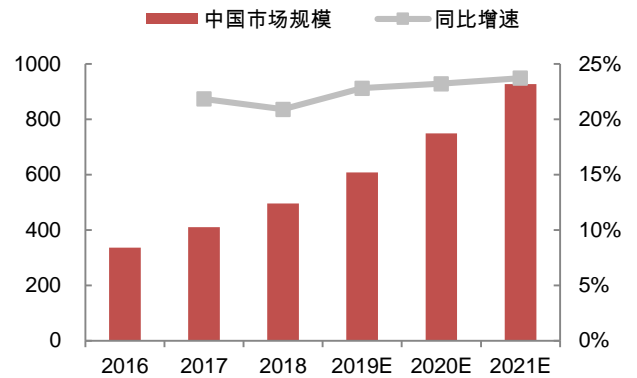
社会信息安全防护意识的提高、政策不断驱动以及新兴安全市场的逐步发展，网络信息安全行业的投资力度不断加大，行业市场规模快速增长。根据赛迪顾问发表的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2018 年，我国网络信息安全行业的市场规模达到了 495.2 亿元，同比增长 20.9%，2016-2018 年我国网络信息安全产业规模的 CAGR 达到 21.4%，远高于全球市场 7.8% 的平均增速。预计未来几年，我国网络信息安全行业仍将保持高速稳定的增长。

图 6：全球网络信息安全市场规模及同比增速（亿美元，%）



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

图 7：我国网络信息安全市场规模及同比增速（亿元，%）

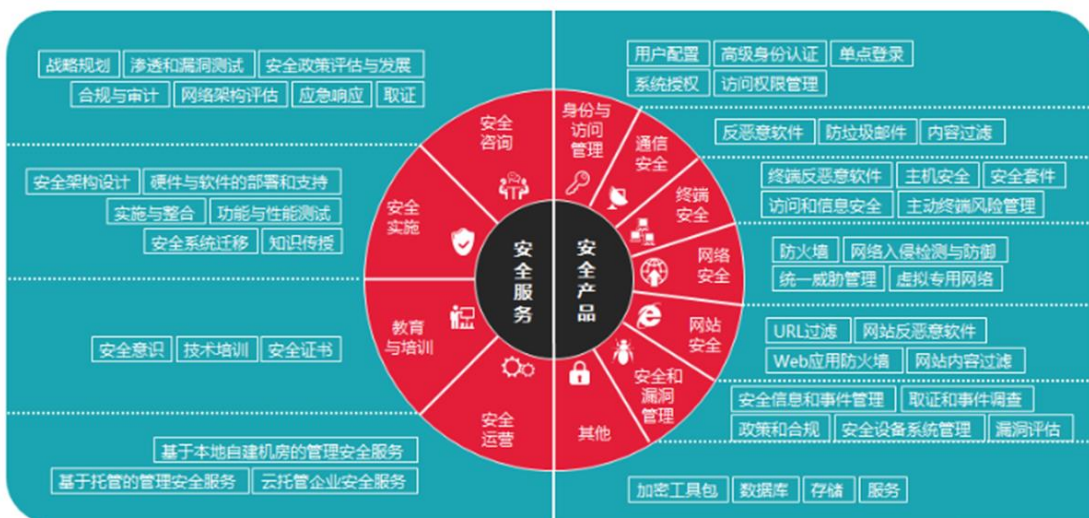


数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

2.2、信息安全内涵日益丰富，行业竞争格局相对分散

网络信息安全细分领域众多，新兴技术丰富安全内涵。根据 IDC 的划分，网络安全市场可以分为安全产品和服务两大类，其中安全产品主要分为安全硬件与安全软件两类，涉及身份与访问管理、通信安全、终端安全等子领域，包括 IPS、UTM 和 VPN 等细分产品。安全服务涉及安全咨询、安全实施、安全培训等子领域，包括架构设计、合规审计、技术培训等服务内容。当前大数据、云计算、移动互联网、物联网等新兴产业发展迅速，并与各垂直行业不断渗透，促使信息安全的内涵不断丰富拓展。

图 8：网络安全细分市场划分

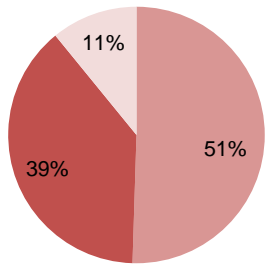


数据来源：IDC，51CTO，东方证券研究所

中短期内我国网络安全市场仍然以安全硬件为主，安全服务有望迎来加速发展。国内网络信息安全市场构成与欧美市场构成差异较大，欧美网络安全市场中安全服务占比最大，我国网络安全行业由于起步较晚，现阶段仍以安全硬件为主，占比达到一半。对标欧美市场发展趋势，我们认为未来安全服务将成为国内安全市场的主导，但中短期内我国安全市场仍以安全硬件为主的特征不会改变。随着云计算、大数据、物联网、移动互联等新兴技术带来安全产品的丰富及应用场景的复杂化，智慧城市的快速发展推进城市安全运营中心建设，以及等保 2.0 逐步落地实施，安全服务市场有望迎来加速发展。

图 9：中国网络信息安全市场结构（2017）

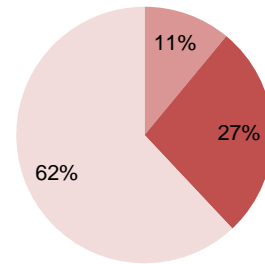
■ 安全硬件 ■ 安全软件 ■ 安全服务



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

图 10：欧美网络信息安全市场结构（2017）

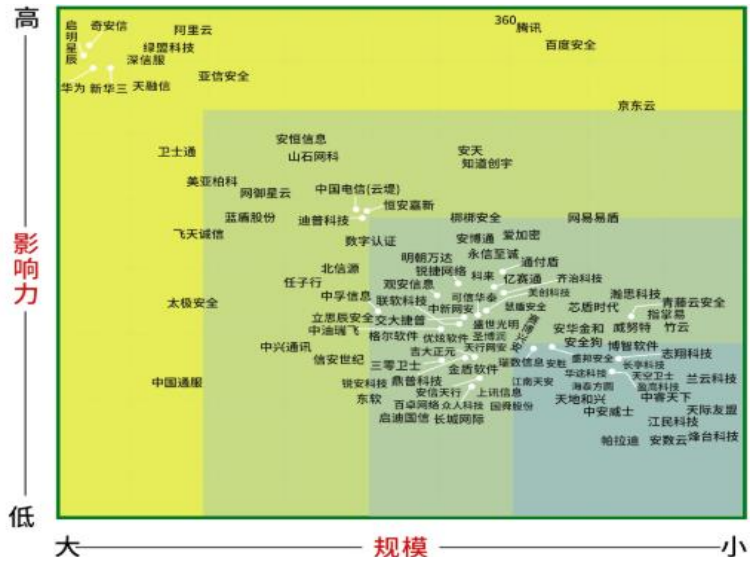
■ 安全硬件 ■ 安全软件 ■ 安全服务



数据来源：赛迪顾问，东方证券研究所

网络安全企业众多，不同的细分市场都有相应的专业厂商，行业格局相对分散。业内众多的厂商中，从影响力及规模来看，深信服、启明星辰、华为等企业目前属于国内网络安全行业的第一梯队，处于领导者地位，安恒信息、山石网科、恒安嘉新等企业属于第二梯队，处于领先者地位。由于网络安全行业细分程度高，没有一个厂商能够实现网络安全领域的全覆盖，多数优势厂商均在数个细分市场中占据领先地位。

图 11: 国内网络安全 100 强企业 (2019)



数据来源：安全牛，东方证券研究所

表 4: 2018 年国内部分细分市场市场份额分布

类型	细分市场	主要企业在细分市场市占率
安全硬件	虚拟专用网	深信服 (30.6%)、启明星辰 (10.6%)、天融信 (7.2%)
	统一威胁管理	网御星云 (16.2%)、深信服 (14.1%)、奇安信 (13.3%)
	安全内容管理	深信服 (25.5%)、奇安信 (13.34%)、绿盟 (5.8%)
	入侵检测与防御	启明星辰 (19.6%)、绿盟 (19.3%)、新华三 (11.3%)
	防火墙	天融信 (22.4%)、华为 (21.4%)、新华三 (19.3%)
安全软件	终端安全软件	奇安信 (22.9%)、Symantec (17.0%)、亚信安全 (9.4%)
	身份和数字信任软件	吉大正元 (16.3%)、亚信安全 (15.0%)、格尔软件 (11.3%)
	AIRO (安全分析、情报、响应和编排)	绿盟科技 (21.2%)、启明星辰 (16.0%)、IBM (15.6%)

数据来源：IDC，东方证券研究所

三、云计算产业规模持续增长，超融合市场前景向好

3.1、我国云计算私有云占比较高，混合云将成为未来趋势

随着“互联网+”等政策的积极推进，云计算作为信息技术创新服务模式的集中体现，已从互联网行业向政务、金融、工业等传统行业加速渗透。按照部署类型来分类，云计算可以分为公有云、私有云及混合云三类。公有云及私有云的搭建方式基本一致，区别在于公有云通过互联网进行连接访问

问，服务于最终用户或其开发的应用，而本地部署的私有云通过内部网络进行连接访问，服务于企业内部人员或客户。混合云兼具公有云与私有云的特点，用私有云支撑对安全性和可控性较高的业务，用公有云实现资源的快速拓展。

表 5：云计算部署类型比较

	公有云	私有云	混合云
硬件部署和管理者	服务商	客户	服务商与客户
硬件共享模式	共享	专用	部分共享部分专用
扩展性	高	有限	较高
成本	低	较高	较高
灵活性	高	有限	高
数据安全性	低	高	高
管理复杂度	低	较高	高
典型产品	阿里云、AWS 等	华为企业云、深信服企业云等	IBM 混合云、中国电信天翼混合云等

数据来源：腾讯云官网，东方证券研究所

政企上云拉开帷幕，推动云计算快速发展。云计算已成为全球信息产业界公认的发展重点，经过多年的概念普及和尝试，政企用户正逐步接受云计算模式，并根据自身情况灵活选择公有云、私有云及混合云，进行系统部署、数据存储等应用。同时国家也相继出台了多项政策推动云计算产业发展，2018 年出台的《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》指出到 2020 年全国新增上云企业达 100 万家的目标，各地政府也纷纷出台企业上云计划，截止 2018 年底，全国已有上海、浙江、江苏、湖北等 20 多个省市出台相关政策文件，鼓励中小企业业务系统向云端迁移，加快企业的数字化转型，进一步促使云计算服务需求快速增长。

表 6：部分省市“企业上云”政策

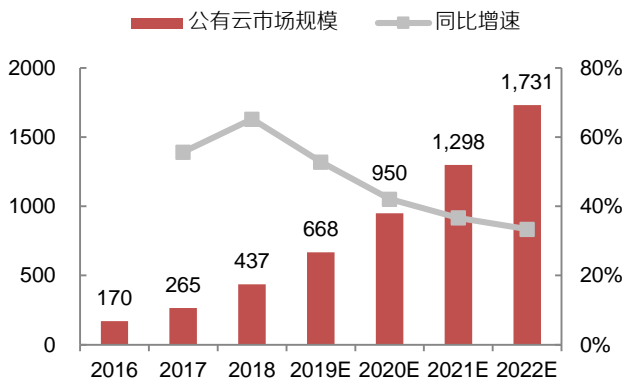
政策名称	发布时间	发布部门	相关内容
《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》	2018	工信部	到 2020 年，云计算在企业生产、经营、管理中的应用广泛普及，全国新增上云企业 100 万家。形成典型标杆应用案例 100 个以上，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心。
《浙江省“企业上云”行动计划（2017 年）》	2017	浙江	1) 计划全省新增上云企业 10 万家，培育国内领先的云平台服务商 3 家至 5 家、行业云应用平台 10 个、云应用服务商 100 家，形成典型标杆应用案例 100 个；2) 出台《浙江省“企业上云”工作考核奖补办法》对相关企业进行实实在在的财政补贴

《加快推进“企业上云”三年行动计划的通知》	2017	江苏	1) 到 2020 年底，重点在全省建设 10 个在国内具有一定影响力的工业云平台、50 个省级示范工业云平台； 新增“上云”企业 10 万家 ，创建 200 家五星级、1000 家四星级、5000 家三星级“上云”企业；培育 20 家以上具有国内一流水平的云应用服务商；打造 100 个工业互联网标杆工厂；创建 30 个“互联网+先进制造”特色基地。
《湖南省中小企业“上云”行动计划（2018）》	2018	湖南	1) 在 2018 年实现“上云”中小企业 10 万家，培育“上云”标杆企业 30 家，中小企业“上云”示范园区 5 个。
《广东省深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的实施方案》	2018	广东	1) 到 2020 年，推动 1 万家工业企业运用工业互联网新技术、新模式实施数字化、网络化、智能化升级， 带动 20 万家企业“上云上平台”降低信息化构建成本 ；到 2025 年，在全国率先建成具备国际竞争力的工业互联网网络基础设施和产业体系

资料来源：政府网站，， 东方证券研究所

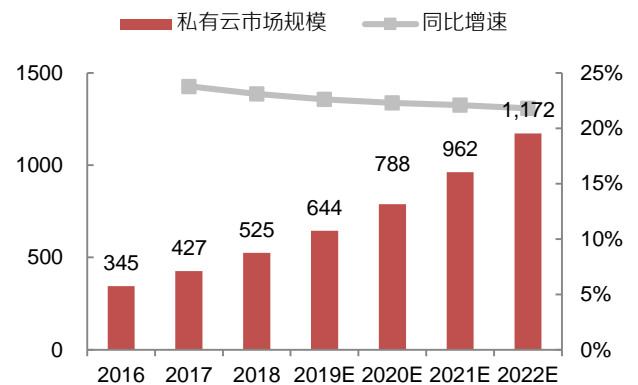
我国云计算产业仍处于高速增长阶段。中国信息通信研究院数据显示，2018 年我国公有云市场规模达到 437 亿元，预计 2018-2022 年 CAGR 达到 41%，我国私有云市场规模达到 427 亿元，预计 2018-2022 年 CAGR 达到 22%，低于公有云增速。当前我国云计算市场规模在全球总市场的占比较小，仍有巨大的发展空间，未来有望继续保持高速增长。

图 12：我国公有云市场规模及增速（亿元，%）



数据来源：中国信息通信研究院，东方证券研究所

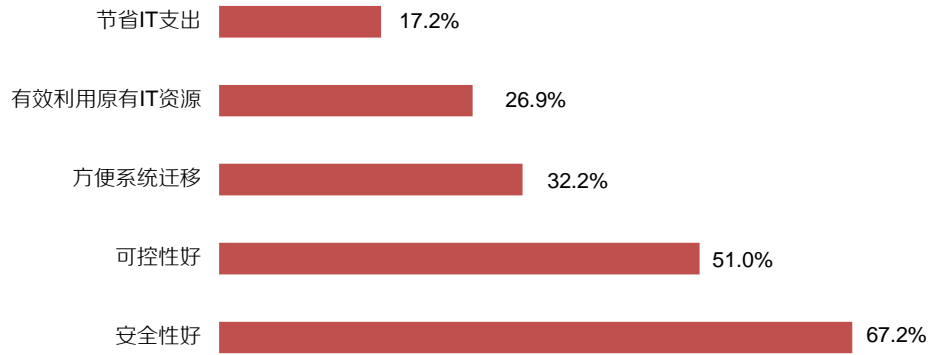
图 13：我国私有云市场规模及增速（亿元，%）



数据来源：中国信息通信研究院,东方证券研究所

与美国市场相比，我国私有云市场在整体云市场的占比更高，发展也更为迅速。当前美国云计算市场以公有云为主，私有云份额占比较小，而国内私有云市场规模却高于公有云，发展速度也快于美国，IDC 预测，2023 年中国私有云 IT 基础架构支出将超过美国，成为全球最大市场。国内企业依照行业规范及政府监管建设满足自身个性化需求的 IT，而标准化的公有云无法满足每一个企业自身个性化的 IT 需求，同时国内企业更加关注 IT 的安全性与可控性，因此更倾向于选择安全可控性更好的私有云。不同于公有云市场较为稳定的竞争格局，私有云市场呈现出多元化竞争趋势，拥有众多的市场参与者，深信服、华为、新华三都是其中的佼佼者。

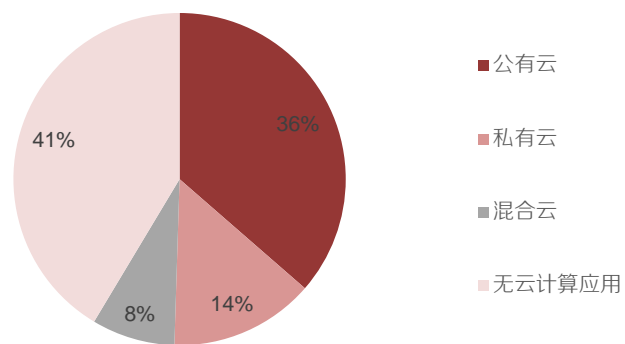
图 14：企业选择使用私有云的考虑因素



数据来源：《中国私有云发展调查报告（2018）》，东方证券研究所

随着企业越来越多的应用程序向云上迁移，同时网络安全态势越发严峻，兼顾私有云安全可控及公有云低成本弹性扩展等优点的混合云正成为越来越多企业上云方式。相比单纯的公有云或私有云部署方式，混合云更具成本及安全效益，可以为不同的业务系统选择更适合的云平台。全球第二大市场研究机构 Markets&Markets 预测，到 2021 年全球混合云的支出年均将增长 22.5%，达到近 920 亿美金，并认为混合云将成为未来云计算的主要模式。中国信通院调查统计，2018 年我国企业采用混合云部署的比例仅为 14.1%，但已应用混合云的企业中，54.7%的企业表示未来三年将加大在混合云上的投入力度，其中 19%的企业表示未来投入增幅将超过 50%，混合云的未来前景十分广阔。

图 15：中国企业混合云应用比例（2018）



数据来源：中国信息通信研究院，前瞻产业研究院，东方证券研究所

3.2、超融合架构是建设私有云及混合云的最佳选项

当前企业虚拟化数据中心性能瓶颈凸显。传统数据中心时代，计算、网络与存储泾渭分明，其硬件资源利用率极低，硬件投资成本大，运维管理复杂。发展到当下的虚拟化阶段，虽然服务器通过虚拟化技术对部分硬件资源进行整合，实现了计算资源的池化，但投资依然高昂。如今 IT 基础设施

已经从企业内部信息化支撑升级到业务支撑，在业务互联化的大趋势下，虚拟机的快速增长导致更高的存储访问及扩容需求，而集中式的存储架构在计算与存储之间存在明显的性能瓶颈，扩容复杂度快速上升。

图 16: 企业数据中心架构变迁



数据来源: 深信服社区, 东方证券研究所

超融合成为解决当前行业痛点的出路。超融合在统一的平台下，通过软件定义融合存储、计算及网络等资源，构建了软硬一体化的架构体系，实现数据中心商品化购买与“开箱即用”的快速配置，颠覆了传统数据中心的定制化配置模式。通过超融合构建企业级数据中心，不仅大大降低数据中心部署的难度，并能够统一运维，降低成本，满足企业 IT 架构的线性扩展需求。

图 17: 传统架构与超融合使用成本对比举例

	传统	超融合	超融合/传统架构
计算能力	CPU : 2.2GHz * 96C CPU	CPU : 2.2GHz * (96C - 4 * 3C)	91%
	内存 : 1024 GB	内存 : 1024GB - 4 * 16GB	93%
存储性能 (4K 读写混合7:3)	20K IOPS	130K IOPS	650%
可用容量	17* 0.9TB = 15.3TB	16TB	104%
机架空间	12 U	4U	33%
耗电	3200W	1920W	60%
3 年IDC机房租用超融合节省	3年 * 0.3万 / 每年每U * 8U = 7.2万		
自建机房3年电费超融合节省	3年 * 365天 * 24小时 * 1.2元 / 千瓦时 * (3.2 KW - 1.92 KW) = 5.93万		

数据来源: CSDN, 东方证券研究所

分布式存储、虚拟化计算及管理运维平台是构建超融合的技术核心。分布式存储实现数据中心性能的线性扩张，虚拟化计算能够提高资源的利用效率，减少硬件需求，而管理运维平台提升超融合的

易用性。云计算时代下，涌现出许多成熟的开源软件，如云计算管理平台 Openstack、开源虚拟化解决方案 KVM 及 XEN、分布式存储平台 Ceph 及 Gluster FS 等，为多数厂商构建超融合产品提供了技术支持。目前超融合主流厂商都通过自研或基于开源技术二次开发的方式构建自有超融合产品的软件定义存储、虚拟化计算及管理运维平台，性能指标上也各有优劣。

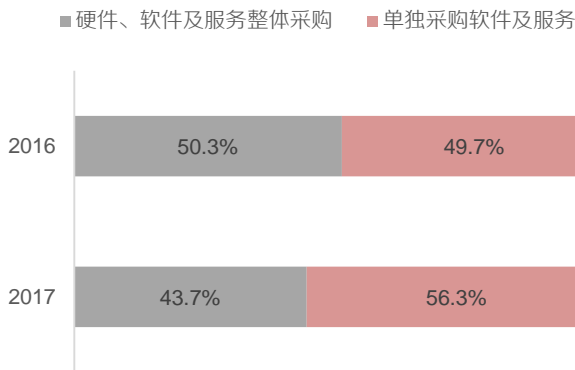
表 7：主流超融合厂商的分布式存储形式

	Nutanix	VMware	华为	新华三	深信服
软件定义存储	NDFS	VSAN	FusionStorage	基于 Ceph	基于 Gluster FS
虚拟化计算	基于 KVM	Vmware	基于 XEN	基于 KVM	基于 KVM
管理运维平台	Prism	vCenter	Fusion Cube Center	CAS	OpenStack Horizon

数据来源：CSDN，东方证券研究所

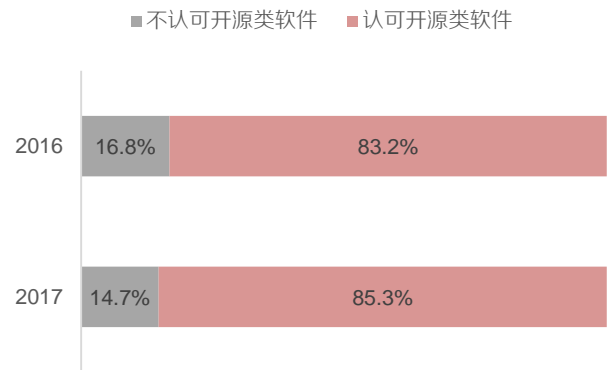
超融合兼具成本、性能和线性扩展等优势，迎合诸多企业建设私有云的需求，已逐渐成为建设私有云的主流架构。中国信息通信研究院 2018 年发布的《中国私有云发展调查报告（2018）》显示，2017 年选择利用自身已有硬件，单独购买软件及服务的方式部署私有云的企业比例达到 53.6%，较上年有所提升。超融合既可以作为一体机交付，也可以单独作为超融合软件进行交付，对硬件实现了完全的“解耦化”，可大大节约原本拥有硬件设备用户的硬件再投入。同时，企业对于开源私有云管理平台的认可度很高，融合多项开源技术的超融合备受青睐。

图 18：我国企业私有云建设方式选择



数据来源：中国信通院，东方证券研究所

图 19：我国企业对开源私有云管理平台的认可情况

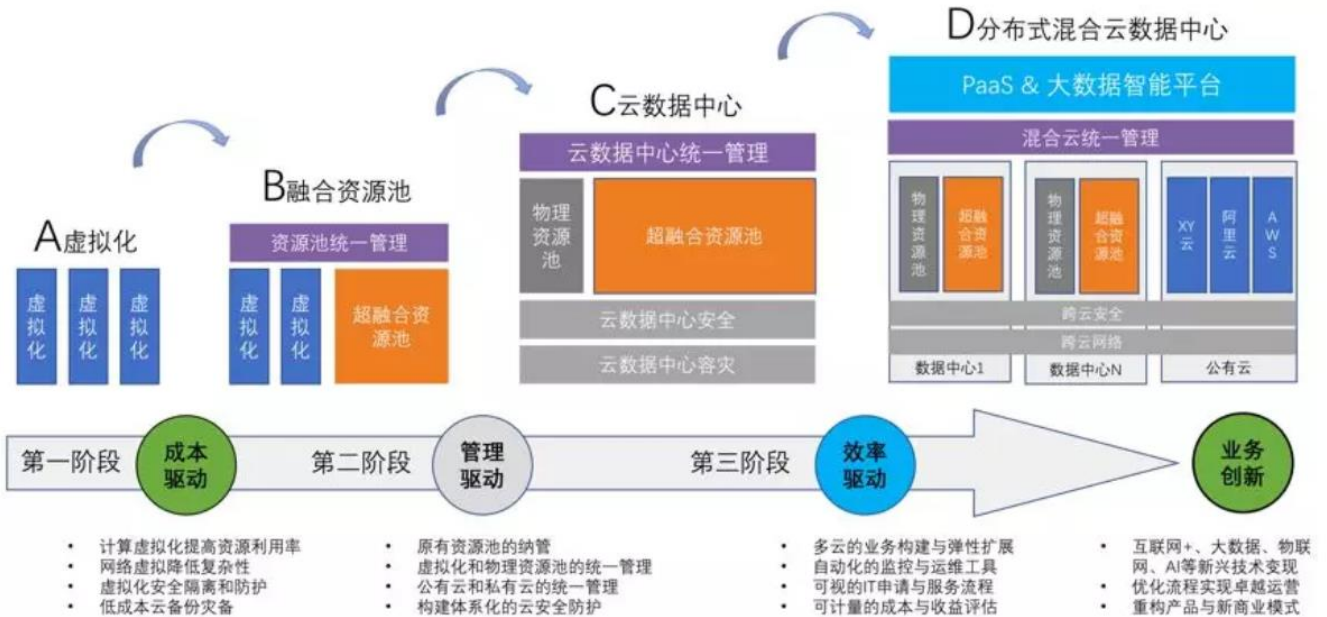


数据来源：中国信通院，东方证券研究所

超融合架构同样适用于混合云的构建。由于业务发展的需求及信息安全的考量，越来越多的企业选择混合云构建自身的 IT 基础架构。然而，公有云跟传统的企业私有云有着不同的架构、运维管理流程及工具，基础架构的差异导致混合云部署的难度提升，而运维管理流程及工具的差异也会增加混合云环境管理的复杂度，并增加运维成本。而通过超融合构建同架构混合云可屏蔽不同云平台的差异，灵活实现资源在云上云下的平滑迁移和扩容。通过混合云管理平台，可提升企业对 IT 的管

理及运维能力。国内华为、新华三、深信服等优势厂商均采用超融合架构解决方案来构建私有云及混合云平台。

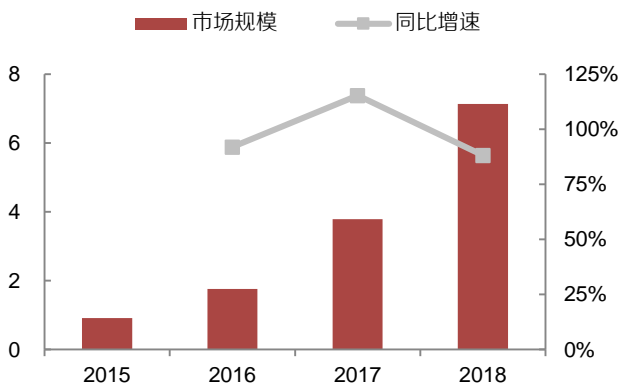
图 20：企业云化路径



数据来源：公司官网，东方证券研究所

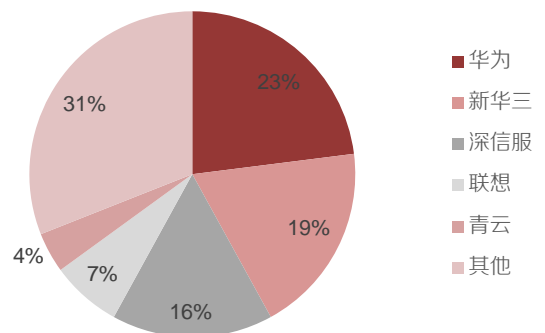
超融合市场保持快速增长，前三厂商优势明显。国内超融合市场竞争格局稳定，IDC 发布的报告显示，华为、新华三及深信服一直位列市占率前三，且领先优势明显，CR3 达到 58%。2018 年我国超融合市场规模达到 7.1 亿美元，同比增长 88.2%，2015-2018 年 CAGR 高达 98.2%，随着建设私有云及混合云的需求不断增长，预计未来三年国内超融合市场仍将保持高速增长。

图 21：我国超融合市场规模及增速（亿美元，%）



数据来源：IDC，东方证券研究所

图 22：我国超融合市场份额分布（2018）



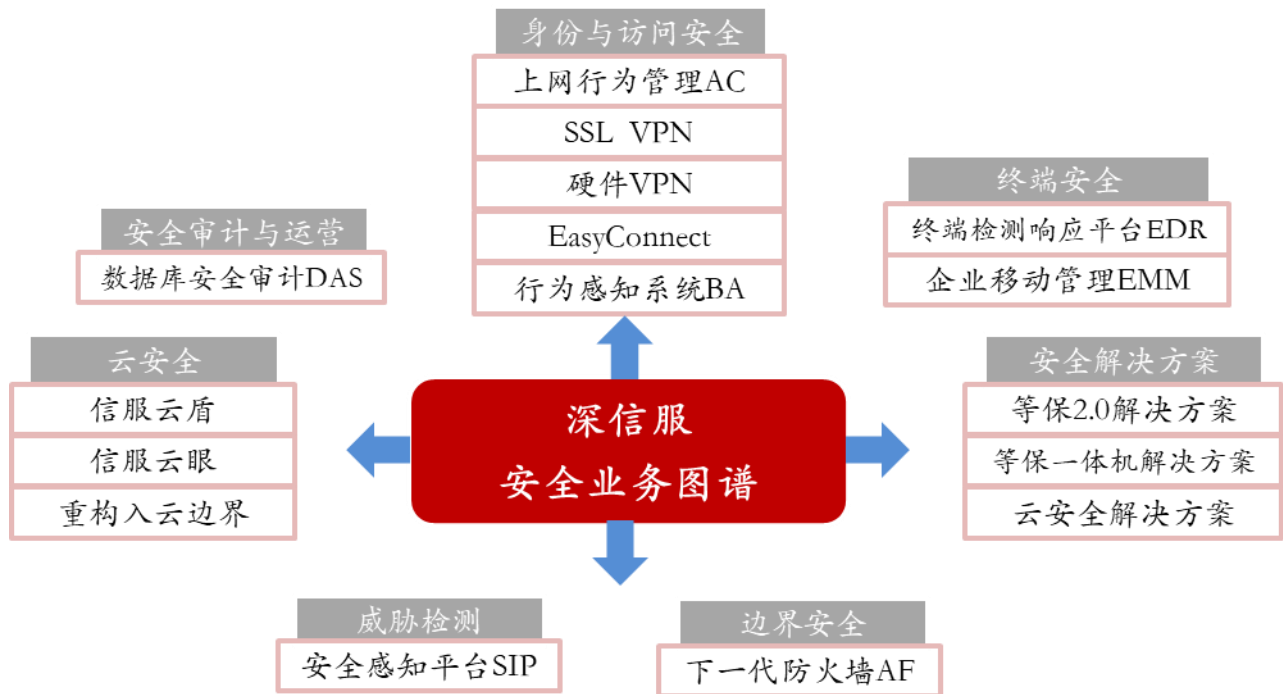
数据来源：IDC, 东方证券研究所

四、安全+云计算为战略重点，产品表现亮眼

4.1、安全业务：品类丰富，多个细分市场市占率领先

安全业务是公司的核心业务，包含产品种类十分丰富。公司自 2000 年成立以来积极投入研发，不断推出新产品。目前公司安全产品已覆盖云安全、边界安全、终端安全等多个领域，在各个领域均有一个或多个主打产品，如身份与访问安全领域公司拥有上网行为管理、SSLVPN 等核心产品，终端安全领域公司拥有终端检测响应平台 EDR 等核心产品。此外，公司还提供等保 2.0、云安全等一体化解决方案。

图 23：公司安全业务图谱



数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司的上网行为管理、VPN、防火墙、广域网优化、应用交付等多款产品依靠显著的技术优势，市场占有率常年保持行业领先，这主要得益于公司独特的产品战略。公司能够有效地对市场进行切割，在切割的细分领域公司投入比竞争对手更多的资源，将产品做专做精以取得领先优势，并依托其强大的销售渠道，产品迅速跃居市场前列：

- 1) **上网行为管理**: 产品具备丰富的高价值数据分析功能，独有的三大流量管理技术可以提高 30% 以上的带宽利用率，针对网络应用的管控更加全面精准和便捷，多次入围 Gartner 国际魔力象限。根据 IDC 的研究报告，2018 年公司凭借上网行为管理这款产品在国内安全内容管理市场占有率达到 25.5%，连续多年蝉联国内市场份额第一位；
- 2) **VPN**: VPN (虚拟专用网) 是应用范围最广的安全产品之一，公司是“IPSecVPN”及“SSL VPN”两行业标准的制定者，其 VPN 产品拥有极强的竞争力，具备安全、全面、快速、易用的特点，

多年占据国内市场份额第一位。根据 IDC 的研究报告，2018 年公司在虚拟专用网市场份额达到 30.6%，领先优势明显；

- 3) **广域网优化**：通过流削减、流压缩、流缓存等技术，削减 70% 的冗余流量，将丢包率降低至 1%，节省 50% 的链路费用，3-10 倍提升应用速度，最终实现应用性能或广域网速度的提升。
- 4) **防火墙**：公司的下一代防火墙可以通过事前预知、事中防御、事后检测响应的理念为提升用户对风险、保护过程及结果的认知。根据 IDC 的研究报告，2018 年公司在统一威胁管理市场份额排名第二，达到 14.1%。
- 5) **应用交付**：产品具备访问高效、部署便捷、交付安全、稳定性好等特点，多次入围 Gartner 国际魔力象限，市占率常年保持国内领先。

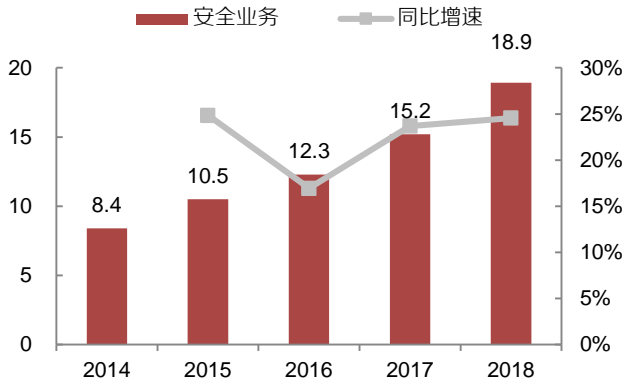
表 8：公司多款安全产品的技术优势及市占率排名

产品名称	技术优势	市占率排名
上网行为管理	提供高价值的数据分析；流量管理更加智能精准；应用及内容识别控制功能全面、便捷；便于用户终端统一管控	根据 IDC 研究报告，公司上网行为管理 2015-2018 年保持国内市场占有率第一；多次入围 Gartner 国际魔力象限
VPN	加密技术业内领先，安全性好；访问快速、便捷；提供丰富的移动端解决方案；支持业务系统轻松迁移	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、2018 年保持国内市场占有率第一；
广域网优化	传输速度高；融合 IPSec VPN 技术，支持多种加密算法；数据优化，流量削减，消除丢包；应用优化，提高效率	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；多次入围 Gartner 国际魔力象限；
防火墙	部署运维简单；产品形态多样适用多种业务场景；防护效果显著	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 NSS Labs “Web 攻击防护” 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
应用交付	访问高效、部署便捷、交付安全、稳定性好	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

资料来源：Frost&Sullivan，IDC，Gartner，东方证券研究所

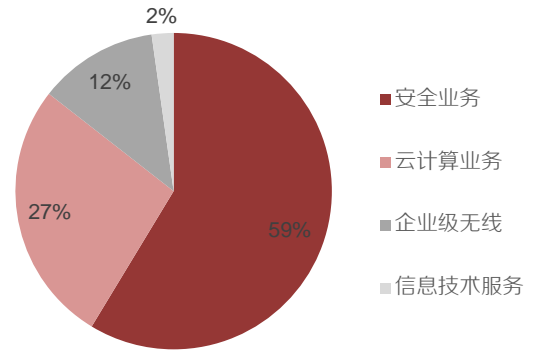
安全业务是公司最大的收入来源，近年来营收增速保持稳定。2018 年公司安全业务营收达到 15.2 亿元，同比增长 24.6%，近四年 CAGR 达到 22.5%，增长较为平稳。安全业务是公司最大的收入来源，但由于云计算等业务发展迅速，安全业务的营收占比逐年降低，从 2014 年的 88.5% 下降到 2017 年的 58.7%。我们认为，“云大物移智”等新兴技术不断拓展信息安全的应用边界，随着等保 2.0 等政策的落地实施，公司凭借自身的产品及渠道优势，业务有望继续保持平稳增长。

图 24：公司安全业务收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

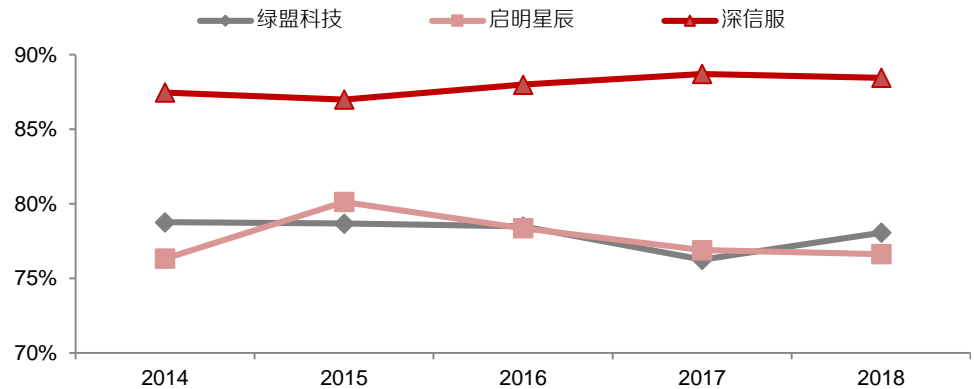
图 25：公司营收结构（2018）



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司安全产品毛利率显著高于同行业。公司安全业务毛利率保持稳定，2018年毛利率达到88.46%，高于同行业优势厂商启明星辰和绿盟科技安全产品的毛利率，这主要是由于公司安全软件产品占比较高，且核心产品市场竞争优势明显。

图 26：同行业安全产品毛利率比较

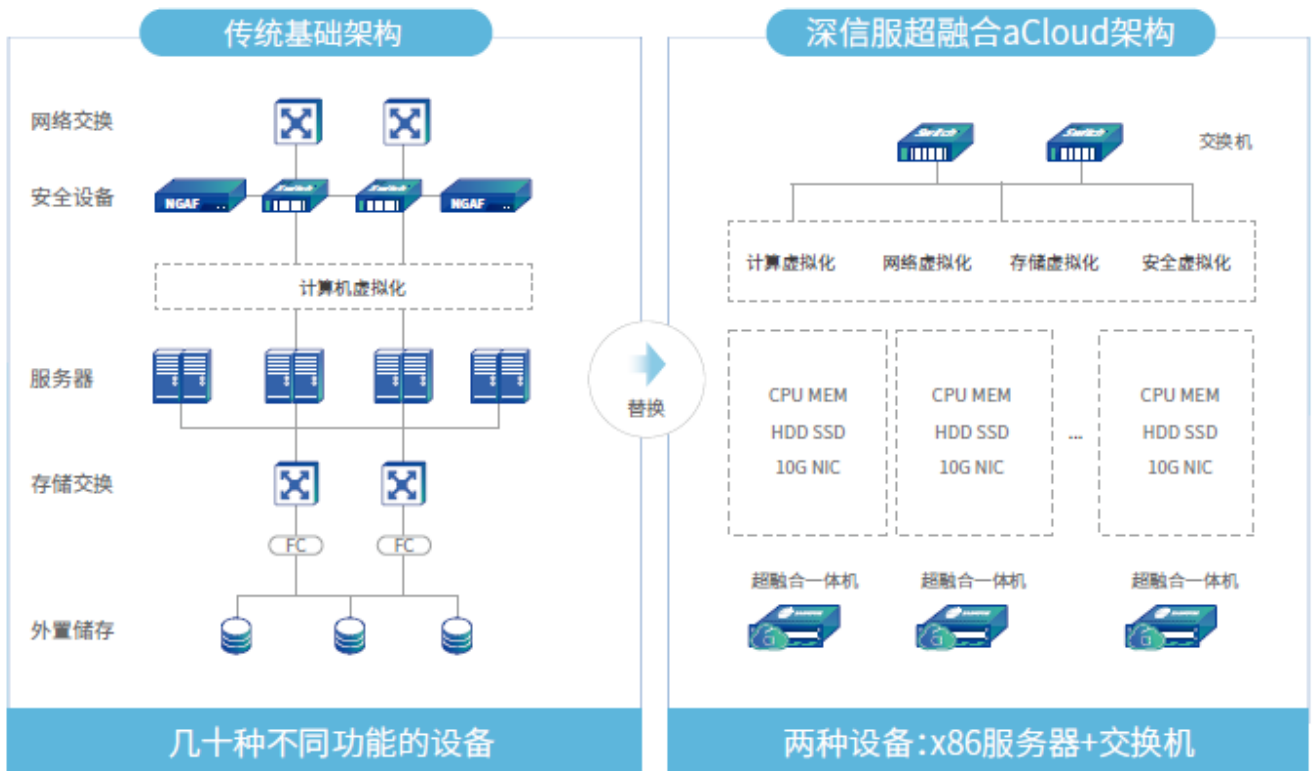


数据来源：Wind，东方证券研究所

4.2、云计算业务：基于超融合架构，提供全栈云解决方案

安全基因赋能，超融合奠定公司云计算产品的底层基础。公司的超融合产品是以虚拟化技术为核心，并注入自身的安全基因，融合了计算、存储、网络 and 安全的四大基础设施，不仅有效降低了用户的整体拥有成本，大大降低交付周期，还可以轻松实现横向扩展，稳定承载 SAP、医疗 HIS 系统等各类关键应用。截至 2019 年 6 月，公司超融合产品的用户已超过 4,000 家，超融合一体机已累计交付超过 60,000C，承载用户关键业务的比例超过 60%。

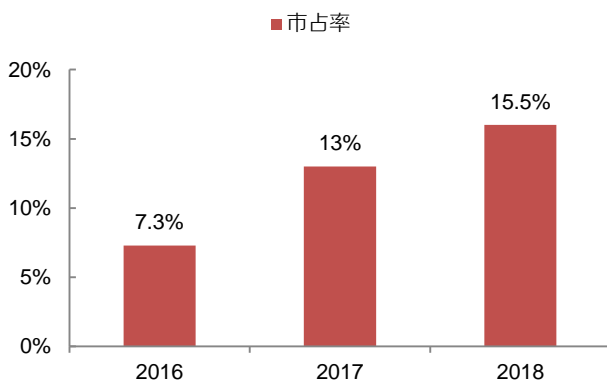
图 27：公司基于超融合架构的企业级 aCloud 云



数据来源：公司官网，东方证券研究所

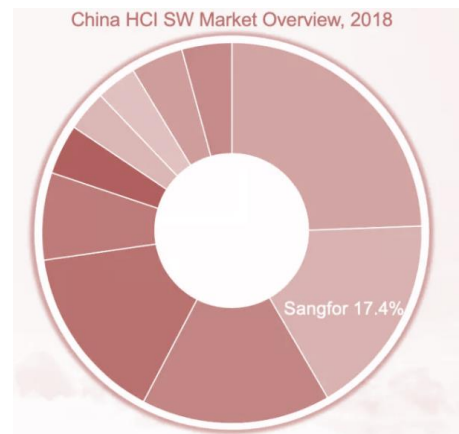
公司超融合市场份额不断提升。近年来，在国内超融合软硬件整体市场快速增长的背景下，公司凭借其超融合产品在虚拟化及安全方面的优势稳居国内超融合厂商的第一梯队，市占率提升明显，从2016年的7.3%上升到2018年的15.5%。此外，2018年公司在超融合软件市场占有率达到17.4%，排名第二。

图 28：公司超融合软硬件整体市场市占率情况



数据来源：IDC，东方证券研究所

图 29：公司在超融合软件市场的占有率（2018）



数据来源：IDC，东方证券研究所

依托超融合基础架构，公司已形成了兼容多种开源技术的全栈云计算体系。公司基于超融合技术为用户提供高效率、低成本的稳态 IT 交付方案，可承载各类关键应用，还具备从计算、存储、网络到安全、开发、运维管理的全栈云服务能力。目前公司已完成企业级云、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、云管平台、企业级云平台、跨云平台、云终端、桌面云、分布式存储等多款产品，为企业级用户提供从桌面到数据中心，从本地到云端，从私有云、行业云到混合云的完整云计算解决方案及服务。公司基于超融合的桌面云产品亦发展迅速，2018 年公司在国内的 VDI 瘦终出货量市场的份额达到 23.58%，蝉联市场第二位，并取得快速增长。当前，公司已与用友、金蝶、泛微等近 50 家应用厂商完成对接，以保证用户业务上云更加简单、高效和稳定。

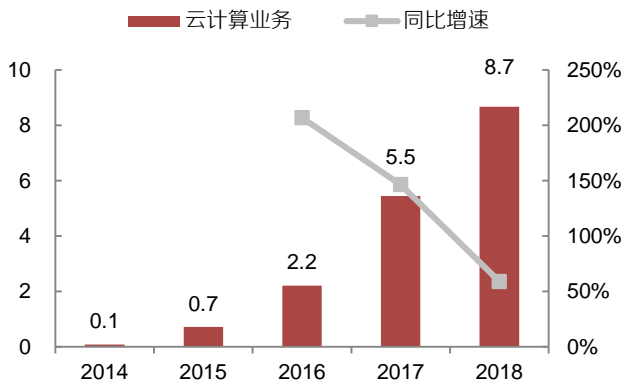
图 30：公司云计算整体架构



数据来源：公司官网，东方证券研究所

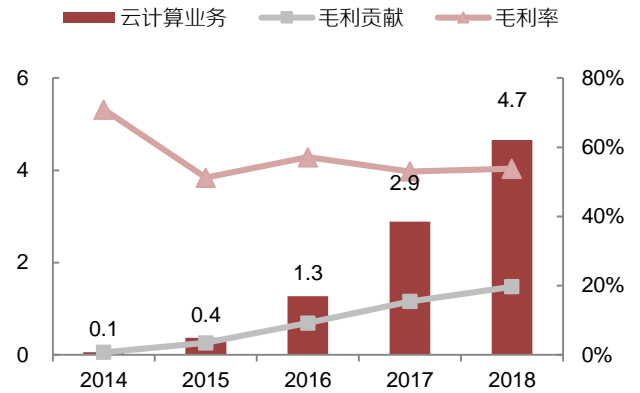
公司云计算业务营收高速增长，毛利率趋于稳定。目前云计算是公司增长最快的业务，2018 年营收达到 8.7 亿，同比增长 59.1%，近三年 CAGR 达到 129.2%。近年来云计算业务的毛利率维持稳定，2016-2018 年毛利率分别为 57.15%、53.00%、53.82%，随着业务的高速增长，其毛利贡献率提升迅速，从 2014 年的 1% 增长到 2018 年的 20%。我们认为当前国内超融合市场仍处于高速增长态势，公司云计算业务凭借产品的优势，有望继续保持快速增长态势。

图 31：公司云计算业务收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：公司云计算业务毛利贡献及毛利率（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

4.3、企业级无线业务：产品优势明显，市场份额领先

公司自 2014 年设立全资子公司信锐网科开展企业级无线业务，已拥有各型号无线 AP、无线 AC、交换机等产品。公司也将自身安全优势注入无线产品中，如其无线 AC 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、网络管理于一体，不仅能简化网络结构，降低企业的建设成本和运维成本，也能满足企业的安全需求。2019 年，公司在无线方面推出人脸识别上网认证、多因素无线安全准入等安全功能及增值营销功能。另外，公司还推出安全可视交换机、物联网等新产品和解决方案，不断提升企业级无线的差异化竞争优势。

图 33：公司企业级无线产品

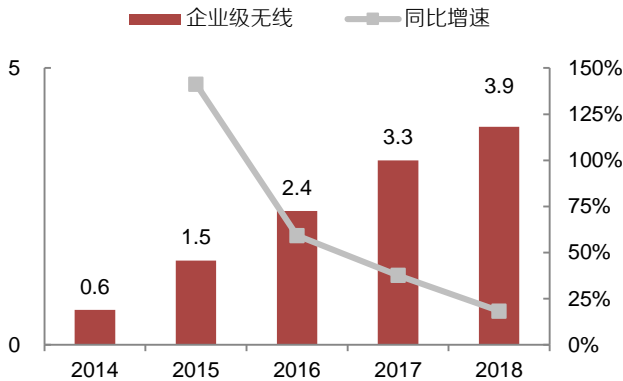


数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司企业级无线业务市占率领先，但营收增速有所放缓。公司自 2014 年进入企业级无线市场以来，凭借对市场需求的快速响应及不断创新带来的产品优势，业务收入取得了快速增长，2018 年达到 3.9 亿，同比增长 18.3%，近四年 CAGR 为 58.1%。公司市场份额也迅速提升，IDC 的数据显示，

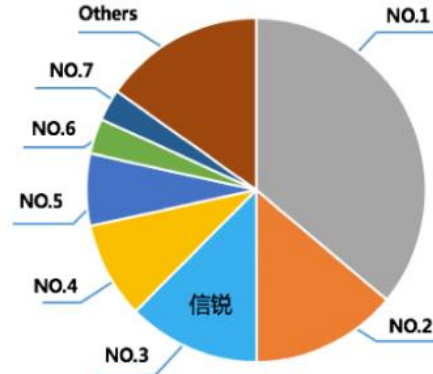
子公司信锐网科在 2018Q1 国内企业级无线市场的市占率排名第三。我们认为随着公司在无线产品及解决方案的不断创新，公司的企业级无线业务仍能保持较快发展。

图 34：公司企业级无线业务收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 35：信锐网科在企业级无线市场的市占率排名（2018Q1）



数据来源：IDC，东方证券研究所

五、渠道化战略+高研发投入，确保公司竞争优势

5.1、实施全面渠道化战略，提升全市场覆盖能力

渠道化代理已成为公司主要的销售方式。与行业内其他竞争对手相比，公司直销的营收占比较低，渠道代理的营收高，2017 年公司来自渠道代理的营业收入占到公司总营收的 97%。这是由于公司的主要目标客户为企业级用户，客户数量多且分布广，需要实行全行业、全区域的全面渠道化战略才能覆盖。成熟的渠道体系和营销网络不仅拓宽了公司产品的覆盖面，提升公司品牌的市场影响力，同时有利于公司贴近市场、更好地了解用户需求，快速有效地推出新产品。

表 9：行业内可比上市公司销售情况对比

名称	销售模式	客户类型	销售区域	特点
绿盟科技	采用直销与渠道代理销售相结合的方式，其中重点领域客户采取直销，其他采取渠道代理方式。2012 年度，直接销售占比 41.93%，代理销售占比 58.07%	2012 年营业收入中，来自政府、电信运营商、金融用户占比分别为 25.92%、29.17%、15.39%	2016 年来自华北地区销售占比 51.80%	收入来自政府、金融、运营商占比高，且主要集中华北市场
启明星辰	采取直销与代理销售相结合的方式，其中政府、军队、重点行业客户采取直销，地市市场采取代理销售模式	未披露	2016 年来自华北地区销售占比 44.71%	收入主要来自华北地区
北信源	采取直销与经销相结合的方式。2012 年 1-6 月，直销、经销的销售占比分别为 51.03%、48.97%	2016 年营业收入中，来自政府、能源、军工占比分别为 22.28%、	2016 年来自华东、华北市场销售占比分别为 47.12%、26.45%	收入主要来自华东地区

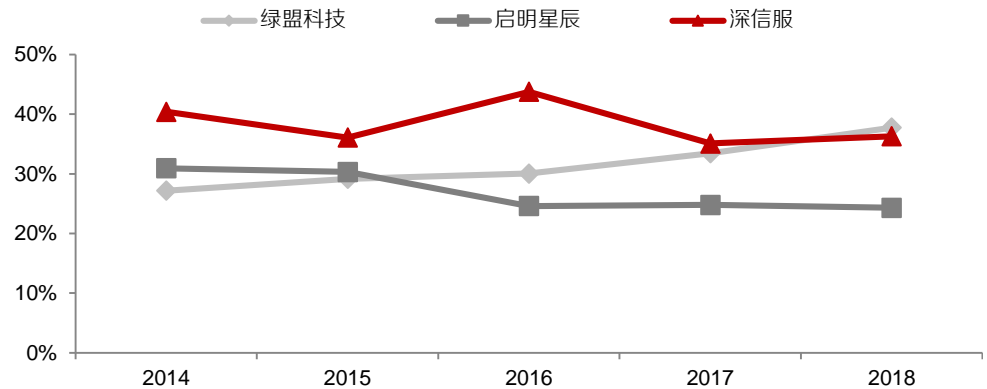
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

		19.08%、13.49%		
任子行	采取直销、渠道销售相结合的方式，政府、军队、运营商等采取直销，广大非政府直管市场，采取经销模式	2016 年营业收入中，来自公安占比 41.17%	2016 年来自华北、华东、华中、华南市场销售占比分别为 18.91%、28.11%、12.83%、12.91%	收入主要来自公安领域
蓝盾股份	一般直接面向客户开展业务，部分产品是由公司系统集成商客户采购后用于其系统集成项目或销售给其他客户	2016 年营业收入中，来自政府机关占 23.34%、系统集成商占 31.12%	2016 年华南市场销售占比 77.23%	收入主要来自政府机关、系统集成，且主要集中华南市场
美亚柏科	均采取直销的销售模式	2016 年营业收入中，来自司法机关及行政执法部门占比达 59.00%，企业类占比 39.05%	2016 年华东及华南市场销售占比 54.75%	收入主要来自司法机关及行政执法部门，且主要集中华东和华南市场
深信服	渠道代理为主、直销为辅：2017 年直销、渠道代理销售占比分别为 2.99%、97.01%	2017 年最终用户中，企业、教育、金融等众多行业的企业级用户占比超过 60%	产品销售覆盖全国市场，2017 年来自华东、华北、华南市场销售占比分别为 31.21%、21.08%、20.52%，分布较均衡	用户类型更分散、区域覆盖面更广

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

渠道化战略使得公司销售费用率较高。为了进一步提升市场覆盖程度，近年来公司销售人员数量增速较快，相比同行业，公司销售费用率保持在较高水平，近三年分别为 43.8%、35.1%、36.3%。其中，2016 年出现较大波动的原因在于当年有股权激励加速行权及股份支付费用的一次性摊销。我们预计公司销售人员数量增速将有所放缓，但仍会保持较大的销售投入来夯实渠道建设，增强公司核心竞争力，同时随着公司收入快速增加带来的摊薄影响，销售费用率有望进一步降低。

图 36：同行业销售费用率比较



数据来源：Wind，东方证券研究所

标准化产品及互利化合作机制奠定公司全面渠道化战略的基础。公司产品由标准化软件产品及配套的硬件组成，一般不需安装或只需简单安装，交付实施方便，适合通过渠道体系推广市场。另外，公司已推广渠道建设多年，在渠道能力提升、认证培训、技术支持、营销支持等方面形成了成熟的经验，并且一直延续互利共赢的理念，与渠道代理商形成了良好的合作关系。

图 37：公司“互利共赢”的合作支持体系



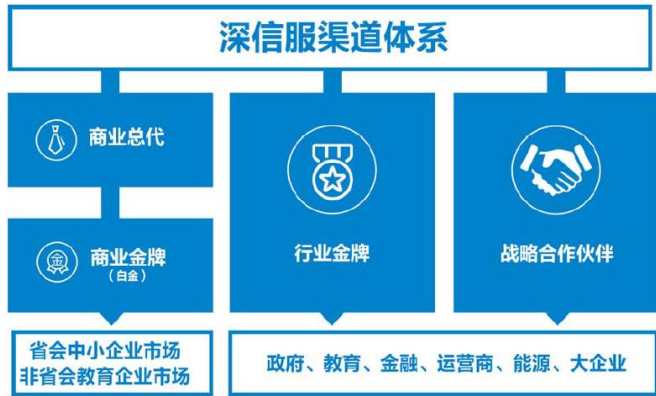
数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司渠道体系已十分完善。截止 2018 年底，公司已与国内上千家渠道代理商建立合作伙伴关系，同时境外成立了新加坡、香港 7 家子公司，形成了覆盖全国及部分海外市场的广泛的营销网络。公司的渠道代理商主要分为三级，分别为商业总代—商业金牌、行业金牌、战略合作伙伴，对应的目标客户分别为中小型企业、政府、教育、金融领域中大型企业。对于不同类型的客户，公司实施针对性的渠道化市场战略：

- 中小企业：合作伙伴主导，总代提供支持；
- 区域性大客户：合作伙伴主导，厂商提供支持；

➤ 全国性大客户：厂商协同合作伙伴。

图 38：公司渠道体系



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

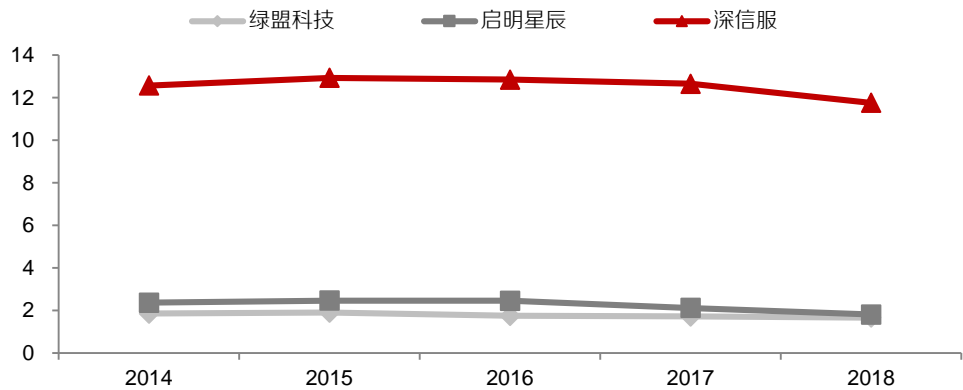
图 39：公司渠道化市场战略



数据来源：公司官网，东方证券研究所

良好的渠道管理确保公司优秀的回款能力。近三年公司的应收账款周转率总体在 11 次以上，远高于同行业可比公司 1-3 次的水平。主要原因在于公司采取全面渠道化战略，渠道代理销售全部为买断模式。公司对于渠道商有着严格的管理制度，在销售策略上采取预收账款的形式，预收账款金额较大，应收账款规模小，使得应收周转率较高。

图 40：同行业应收账款周转率比较



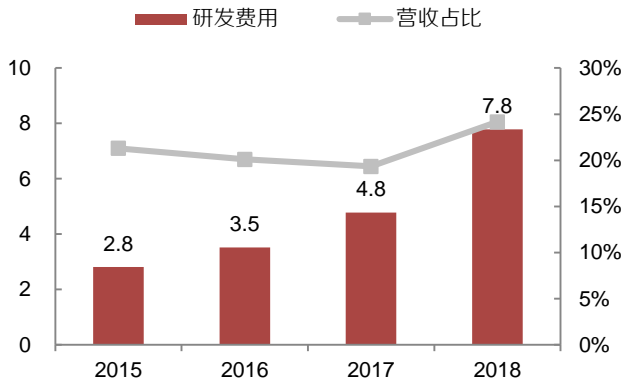
数据来源：Wind，东方证券研究所

5.2、保持高研发投入，持续推进新产品落地

公司重视研发投入，研发人员占比逐步提升。公司拥有硅谷、北京、深圳、长沙四大研发中心，研发费用的营收占比常年保持在 20% 左右，2018 年研发费用达到 7.8 亿，营收占比达到 24.2%。这主要是由于公司研发人员的快速增长导致的，2018 年公司研发人员数量达到 1664 人，同比增加 39.6%，占总人数的 36.6%。截止 2018 年底，公司累计申请的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

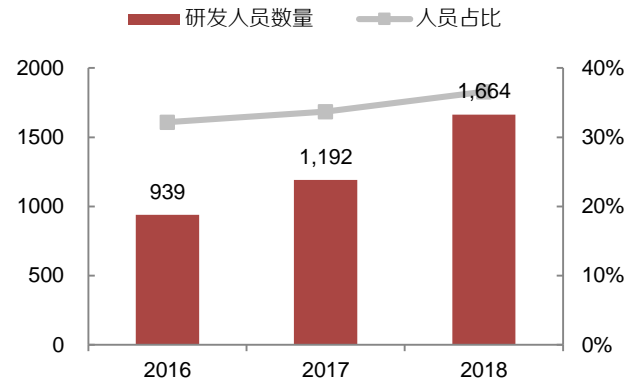
信息安全、云计算和 IT 基础架构等领域已构筑一定的技术壁垒。我们认为，公司将会继续保持高研发投入，从而保持公司产品强劲的市场竞争力，继续培育新的业务增长点。

图 41：公司研发费用及营收占比（2018 年前取自管理费用）



数据来源：Wind，东方证券研究所

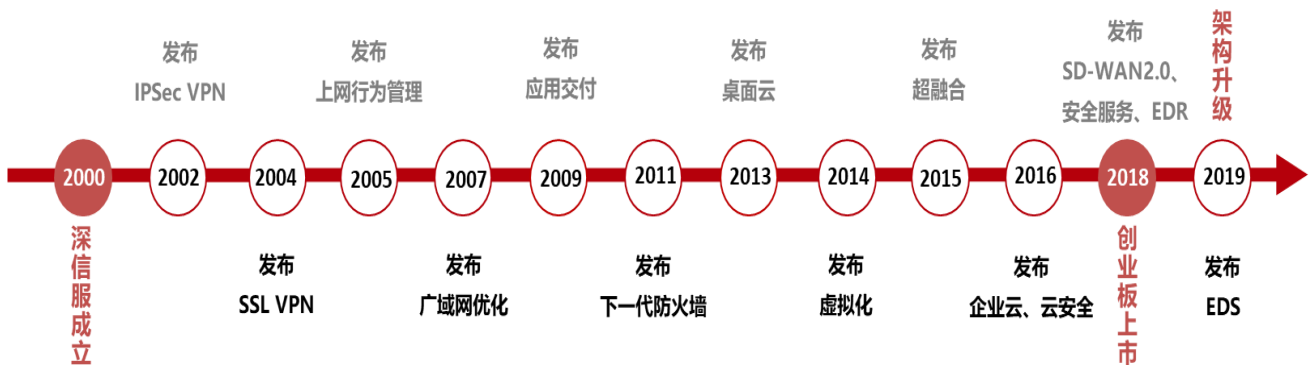
图 42：公司研发人员数量及占比



数据来源：Wind，东方证券研究所

贴近市场需求，提升创新成功率。公司不仅通过渠道化战略了解市场需求，技术人员也要求定期拜访客户，获得客户的真实需求与反馈。依托强大的研发能力，公司不断推出贴近市场需求的新产品，仅 2018 年公司就发布了下一代终端安全检测与响应产品 EDR、人机共智的安全即服务解决方案、软件定义广域网解决方案 SD-WAN、软件定义企业级分布式存储 EDS 等多款新产品，再叠加公司较强的渠道覆盖和管控能力，使得这些新产品往往一经推出就能获得市场认可。

图 43：公司不断推出新产品



数据来源：公司官网，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于安全及云计算两块业务。安全业务方面，当前行业整体增速稳定，公司多款产品市占率保持领先，公司在国内安全管理市场市占率为 25.5%，在虚拟专用网市场份额为 30.6%，在统一威胁管理市场份额为 14.1%，同时考虑公司渠道优势明显，我们认为未来公司安全业务收入增速略高于行业增速，预计 19-21 年收入增速分别为 24.8%、25.2%、25.7%。云计算业务方面，近年来超融合市场处于快速增长阶段，近两年 CAGR 达到 101.4%，公司在超融合市场的市占率亦不断提升，2018 年公司国内市占率排名第三，达到 15.5%，我们认为公司云计算业务未来增长将同时受益于行业规模的增长和市占率的提升，预计 19-21 年收入增速分别为 62.5%、45.4%、36.3%。
- 2) 将继续保持稍高于行业整体增速稳定增长。云计算产业近年来一直保持高速增长，公司基于超融合架构布局云计算业务，公司超融合产品市占率提升明显，我们认为公司云计算业务仍能凭借公司技术、品牌和渠道优势继续保持高速增长。
- 3) 公司 19-21 年综合毛利率分别为 72.57%、70.91%和 69.70%。公司信息安全业务增速稳定，该领域产品多为自主研发的软件产品，毛利率较高，云计算业务及企业级无线业务毛利率相对较低。近年来随着云计算增长迅速，毛利占比逐渐提升，公司整体毛利率将逐年下降。
- 4) 公司 19-21 年销售费用率为 34.77%、34.00%和 33.31%，管理费用率为 3.82%、3.66%和 3.46%，研发费用率为 23.20%、22.39%和 21.68%。公司重视研发投入，并实施渠道化占率，因此销售及研发费用率较高。随着公司人员及薪资增速逐渐放缓，我们预计公司销售费用率及研发费用率逐渐降低。另外，销售收入的增长也对销售费用及研发费用有一定的摊薄影响。
- 5) 公司 19-21 年的所得税率维持 9.75%

盈利预测核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
安全业务					
销售收入（百万元）	1,519	1,892	2,361	2,956	3,715
增长率	23.7%	24.5%	24.8%	25.2%	25.7%
毛利率	88.72%	88.46%	88.59%	87.90%	87.20%
云计算业务					
销售收入（百万元）	545	867	1408	2048	2792
增长率	146.0%	59.2%	62.5%	45.4%	36.3%
毛利率	53.00%	53.82%	53.41%	52.61%	51.81%
企业级无线业务					
销售收入（百万元）	333	394	471	547	617
增长率	37.5%	18.3%	19.7%	16.0%	12.9%
毛利率	64.33%	61.92%	62.32%	61.42%	60.88%

信息技术服务

销售收入（百万元）	76	72	89	111	142
增长率	30.9%	-5.2%	23.1%	24.7%	28.4%
毛利率	21.58%	-26.76%	5.00%	3.00%	2.00%
合计	2472	3224	4329	5661	7267
增长率	41.3%	30.4%	34.3%	30.8%	28.4%
综合毛利率	75.50%	73.32%	72.57%	70.91%	69.70%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 1.82、2.26、2.89 元。结合公司业务，我们选取迪普科技、绿盟科技、启明星辰、中国软件和数字认证作为可比公司。考虑到公司业务更加多元，在信息安全、超融合市场及企业级无线市场均处于领导者地位，同时安全业务与其他两项主营业务形成良好协同。另外，公司渠道优势明显，产品覆盖能力更强。根据可比公司 19 年的 PE 水平，我们给予公司 10% 的溢价，对应 19 年 PE 为 63 倍，目标价为 114.66 元，首次给予增持评级。

可比公司估值比较

公司	代码	最新价格 (元) 2019/8/19	每股收益（元）				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
迪普科技	300768	37.60	0.50	0.64	0.82	1.00	74.83	58.92	46.03	37.76
绿盟科技	300369	17.35	0.21	0.30	0.37	0.54	82.66	58.61	46.55	32.37
启明星辰	002439	29.99	0.63	0.78	0.98	1.23	47.27	38.35	30.58	24.33
中国软件	600536	60.31	0.22	0.56	0.97	1.44	269.12	107.07	62.50	41.88
数字认证	300579	28.65	0.48	0.53	0.80	1.19	59.65	54.06	35.81	24.10
	最大值						269.12	107.07	62.50	41.88
	最小值						47.27	38.35	30.58	24.10
	平均数						106.70	63.40	44.30	32.09
	调整后平均						72.38	57.20	42.80	31.49

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

1、信息安全及云计算产业政策落地不及预期的风险

政策是驱动信息安全及云计算行业快速发展的重要力量，若相关政策落地不及预期，导致行业需求出现波动，对公司相关收入造成不利影响。

2、研发进展不及预期的风险

高研发投入是公司的核心竞争力，确保产品的竞争力，并丰富公司产品线。若公司研发投入不能与下游行业技术革新速度相匹配，将对公司营收、净利润等产生不利影响。

3、行业内竞争恶化风险

目前公司在信息安全行业及超融合市场均处于优势地位，若行业市场竞争加剧，公司产品的毛利率和市场份额会受到挤压，对公司业绩增长带负面影响。

4、全面渠道化效果不及预期的风险

公司实施全面渠道化战略，导致销售费用率较高，若渠道战略效果不及预期，会导致收入增长不及预期，净利率出现下滑，影响公司盈利能力。若 2019 年公司销售费用率在原盈利预测的基础上各上升 1%、2%、3%，则对应的 2019 年的 EPS 分别为 1.72、1.62、1.52 元，若 2019 年公司销售费用率在原盈利预测的基础上各下降 1%、2%、3%，则对应的 2019 年的 EPS 分别为 1.93、2.03、2.13 元。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	216	737	1,454	2,334	3,481	营业收入	2,472	3,224	4,329	5,661	7,267
应收票据及应收账款	251	308	398	521	669	营业成本	606	860	1,188	1,647	2,202
预付账款	8	12	17	23	29	营业税金及附加	35	43	58	76	97
存货	88	128	173	240	322	营业费用	868	1,171	1,505	1,925	2,420
其他	1,525	1,860	2,206	2,632	3,164	管理费用及研发费用	587	909	1,170	1,475	1,827
流动资产合计	2,087	3,045	4,249	5,750	7,664	财务费用	(42)	(77)	(88)	(104)	(116)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	12	13	7	13	16
固定资产	144	182	193	179	140	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	7	19	20	21	22
无形资产	5	4	4	3	2	其他	222	289	302	353	445
其他	675	1,901	1,834	1,827	1,826	营业利润	637	614	811	1,004	1,288
非流动资产合计	824	2,088	2,031	2,009	1,968	营业外收入	6	5	5	5	5
资产总计	2,911	5,132	6,280	7,759	9,632	营业外支出	2	1	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	641	618	815	1,007	1,292
应付票据及应付账款	187	263	363	504	674	所得税	68	15	79	98	126
其他	857	1,247	1,611	2,041	2,579	净利润	574	603	735	909	1,166
流动负债合计	1,044	1,510	1,975	2,545	3,253	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	574	603	735	909	1,166
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.42	1.50	1.82	2.26	2.89
其他	127	185	132	132	132						
非流动负债合计	127	185	132	132	132	主要财务比率					
负债合计	1,171	1,695	2,107	2,677	3,385		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	360	403	403	403	403	营业收入	41.3%	30.4%	34.3%	30.8%	28.4%
资本公积	716	1,871	1,871	1,871	1,871	营业利润	477.7%	-3.5%	32.1%	23.7%	28.3%
留存收益	653	1,149	1,884	2,793	3,959	归属于母公司净利润	122.7%	5.2%	21.9%	23.6%	28.2%
其他	11	14	14	14	14	获利能力					
股东权益合计	1,741	3,437	4,173	5,082	6,248	毛利率	75.5%	73.3%	72.6%	70.9%	69.7%
负债和股东权益总计	2,911	5,132	6,280	7,759	9,632	净利率	23.2%	18.7%	17.0%	16.1%	16.0%
						ROE	38.9%	23.3%	19.3%	19.6%	20.6%
						ROIC	36.0%	20.2%	17.2%	17.5%	18.7%
						偿债能力					
						资产负债率	40.2%	33.0%	33.5%	34.5%	35.1%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.00	2.02	2.15	2.26	2.36
						速动比率	1.91	1.93	2.06	2.16	2.26
						营运能力					
						应收账款周转率	12.7	11.0	11.2	11.3	11.2
						存货周转率	8.7	8.0	7.9	8.0	7.8
						总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	1.42	1.50	1.82	2.26	2.89
						每股经营现金流	2.13	2.34	1.97	2.36	3.02
						每股净资产	4.32	8.53	10.35	12.61	15.50
						估值比率					
						市盈率	61.5	58.5	48.0	38.8	30.3
						市净率	20.3	10.3	8.5	6.9	5.6
						EV/EBITDA	53.9	55.6	42.5	34.0	26.3
						EV/EBIT	57.4	63.5	47.1	37.9	29.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

