

IT 新龙头的三阶成长之路

深信服(300454)

► 成长路径：利基市场突破=》品类扩展=》行业拓展

深信服是我国领先的泛 IT 基础架构领军企业，发展经历了从萌芽-提速-爆发 3 条增长曲线。公司以信息安全利基市场切入，把握传统 IT 基础架构向云架构升级的行业趋势，补齐业务中第三块拼图基础网络端业务，自此，公司已经形成了信息安全（基石）+云计算（平台）+基础网络（架构）的业务格局，最终转变成成为泛 IT 基础架构领域的解决方案提供商。

► 核心竞争力：优秀管理基因+研发高投入+全渠道营销

从产品的成长路径看，公司核心产品经历平均 3 年成为市场 top3，甚至第一。公司自成立以来，在信息安全、云计算、基础网络和物联网领域陆续推出了几十款产品，大多数核心产品经历了 3 年左右的时间，快速成长为行业 top 3，甚至第 1 的位置。公司产品能够快速获得市场成功的原因包括：优秀管理+研发高投入+全渠道营销。

► 市场空间：进军基础网络与物联网，万亿级空间

公司核心子公司信锐技术选择进入交换机市场，意在抢占万物互联的入口。进军物联网直面万亿级市场空间，公司已经完成了从底层硬件、软件到平台的布局，核心产品企业物联网解决方案在智慧医疗等场景都有应用案例，长期发展空间巨大。

投资建议

公司“3 条增长曲线”的路径不断拓展业务边界，抬升业务天花板，未来成长可期。我们预计 2020-2022 年公司的营业收入分别为 63.2/85.4/112.7 亿元，净利润为 9.8/13/元 16 亿。对标可比公司估值，给予公司 2021 年 13 倍 PS，目标市值 1110 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1) 云计算市场拓展不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 核心人才团队流失风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3224.45	4589.90	6317.83	8540.34	11274.17
YoY (%)	30.41	42.35	37.65	35.18	32.01
归母净利润(百万元)	603.28	758.90	976.17	1297.30	1599.12
YoY (%)	5.19	25.80	28.63	32.90	23.27
毛利率 (%)	73.32	72.19	71.80	71.50	71.25
每股收益(元)	1.55	1.90	2.39	3.17	3.91
ROE	17.55	17.56	18.43	19.67	19.52
市盈率	127.94	104.37	83.08	62.51	50.71

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	198.3
股票代码：	300454
52 周最高价/最低价：	212.83/85.4
总市值(亿)	810.96
自由流通市值(亿)	417.09
自由流通股数(百万)	210.33



分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120520020002
 联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120520050001
 联系电话：0755-82533391

研究助理：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn
 SAC NO:
 联系电话：

相关研究

1. 用友网络-深度报告：中国企业级 SaaS 脊梁 2020.05.07
2. 行业跟踪报告-云计算：华为关闭私有云和 Gauss DB 意欲何为？ 2020.05.13

正文目录

1. 优质泛 IT 基础架构领军，携带华为优质成长基因	5
1.1. 关于深信服的定位，我们与市场不同的观点	5
1.2. 优质成长基因，核心产品平均三年成为行业 top 3	5
2. 三条发展曲线：信息安全、云计算、软件定义 IT 架构.....	7
2.1. 第 1 条增长曲线：信息安全守护 IT 产业发展基石.....	9
2.2. 第 2 条增长曲线：超融合引领 IT 产业升级革命	12
2.3. 第 3 条增长曲线：软件重构 IT 基础架构，万物互联.....	14
3. 构建核心竞争力：优秀管理+研发高投入+全渠道营销.....	18
3.1. 优质管理基因：重视人才、进取精神与分享文化	20
3.2. 持续研发投入：产品竞争力持续领先的保证	21
3.3. 全渠道营销：实现快速销售和占领市场途径	22
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示	27

图表目录

图 1	华为、新华三、深信服核心业务“不约而同”走向 IT 基础架构	5
图 2	公司三大核心业务体系构成	6
图 3	公司三大核心业务体系构成：安全+云+新 IT	8
图 4	公司三大核心业务体系构成	8
图 5	近年公司营业收入及增速情况	9
图 6	近年公司归母净利润及增速情况	9
图 7	2019 年公司主营业务构成（亿元）	9
图 8	公司近年各主营业务毛利率	9
图 9	中国信息安全管理市场规模及增速预测	10
图 10	中国云安全市场规模及增速预测	10
图 11	中国信息安全市场构成情况	10
图 12	我国安全硬件市场构成情况	10
图 13	2019 年信息安全上市公司营业收入对比	11
图 14	2019 年信息安全上市公司归母净利润对比	11
图 15	2018 年中国安全内容管理硬件市场份额	11
图 16	2018 年中国 VPN 市场份额	11
图 17	公司安全感知平台 SIP 架构图	12
图 18	全球 IT 基础架构结构变化预测	12
图 19	中国超融合市场规模及增速预测	12
图 20	中国超融合市场竞争格局	13
图 21	中国超融合市场 TOP3 市占率变化	13
图 22	公司超融合架构的核心优势	14
图 23	公司云计算产品和解决方案演进	14
图 24	公司新 IT 业务：软件定义 IT 基础设施（云-网-端）	15
图 25	中国桌面云行业市场规模和增速	16
图 26	2019 年中国软件定义存储份额	16
图 27	中国应用交付（ADC）市场规模及增速	17
图 28	2017 年中国应用交付（ADC）市场份额	17
图 29	子公司信锐技术近 3 年营收及增速情况	17
图 30	子公司信锐技术近 3 年净利润及增速情况	17
图 31	信锐技术安视交换机产品	18
图 32	信锐技术企业物联网解决方案	18
图 33	中国物联网市场规模及增速预测	18
图 34	2019 年中国物联网市场层级结构	18
图 35	A 股信息安全公司人均薪酬比较（2019）	20
图 36	A 股信息安全类上市员工硕博比例（2019）	20
图 37	公司股权结构股（截止至 2020 年一季度）	21
图 38	华为 2019 年研发投入情况	21
图 39	公司近年研发费用和研发费用率变化	22
图 40	2018 年信息安全上市公司研发支出对比	22
图 41	深信服销售费用率明显高于竞争对手	23
图 42	华为销售人员平均薪酬明显高于竞争对手	23
图 43	公司近年销售费用和研发费用率变化	23
图 44	2018 年新型安全厂商直销和渠道比例比较	23
图 45	公司的 10 万家客户覆盖政府、企业和关键行业	24

表目录

表 1 公司多款产品入围 GartnerX86 服务器虚拟化基础架构魔力象限.....	6
表 2 公司核心产品平均 3 年成为市场 top3.....	7
表 3 IT 基础架构发展的三个阶段.....	13
表 4 2023 年全球和中国 IT 基础架构市场空间预测.....	15
表 5 桌面云与传统云性能对比	16
表 6 信息安全上市公司优势行业与竞争策略.....	19
表 7 两种不同财务特征的软件公司比较.....	19
表 8 公司控股股东与实际控制人背景.....	20
表 9 2020 年非公开发行募资投向项目.....	22
表 10 公司收入预测与业绩拆分（百万元）	25
表 11 可比上市公司估值表（PS 估值法）	26
表 12 可比上市公司估值表（PE 估值法）	27

1. 优质泛 IT 基础架构领军，携带华为优质成长基因

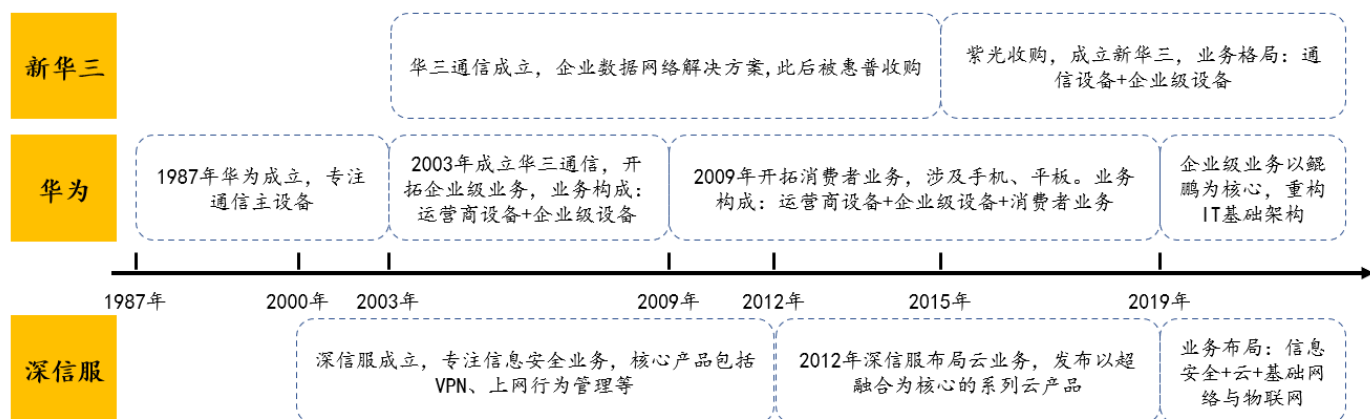
1.1. 关于深信服的定位，我们与市场不同的观点

关于公司的定位，市场上观点大致有 2 类：1) 深信服是一家信息安全或者云计算公司。2) 深信服是一家信息安全+云计算公司。

我们认为，以上 2 类观点均有失偏颇，首先，深信服并不是一家传统的信息安全公司，与传统信息安全厂商如启明星辰、绿盟科技错位竞争。其次，公司不能简单的与公有云 IaaS（如优刻得）和 SaaS（如广联达）公司比较，公司云业务更多基于私有云，打造从硬件到软件的一体化私有云解决方案（超融合）。最后，信息安全和云计算并非简单的双轮驱动，2 者有业务的协同和耦合关系。

我们认为，深信服的定位应该是泛 IT 基础架构产品和服务提供商，对标企业是华为和新华三。公司以信息安全利基市场切入，把握传统 IT 基础架构向云架构升级的行业趋势，补齐业务中第三块拼图基础网络端业务，自此，公司已经形成了信息安全（基石）+云计算（平台）+基础网络（架构）的业务格局，最终转变成为泛 IT 基础架构领域的解决方案提供商。

图 1 华为、新华三、深信服核心业务“不约而同”走向 IT 基础架构



资料来源：各公司官网，华西证券研究所

1.2. 优质成长基因，核心产品平均三年成为行业 top 3

信息安全是现金牛业务，支持云计算、新 IT（基础网络和物联网）业务持续投入。我们通过波士顿矩阵，分析公司三大业务：

1) 信息安全是明显的现金奶牛业务，销售收入和净利润增长稳定且持续贡献现金流，为云和新 IT 业务输血。该业务单个产品市占率均位列前 3，多个产品如 VPN/上网行为管理等甚至持续多年市占率第一，业务的增长来自于产品品类的扩张。

2) 云计算业务是明星业务，目前该业务仍处于投入阶段，利润贡献不明显。公司产品具备明显竞争力，市占率和增长率处于优势地位，2019 年超融合市场占有率为 19%，位列第 3 位。云计算业务保持持续快速增长，未来有望转入成为现金牛业务。

3) 新 IT (基础网络和物联网) 是山猫业务, 当前市场处于萌芽状态, 销售收入基数小, 所以增速高。该业务前空间极为广阔, 待市场激活后有望实现爆发式增长, 转为明星业务。

图 2 公司三大核心业务体系构成



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

从产品角度看, 公司多款核心产品入围 Gartner 魔力象限。公司多款核心产品入围 Gartner 魔力象限, 且持续多年市场占有率全国第一, 产品竞争优势明显。以 VPN 为例, 根据 IDC 数据, 公司 VPN 领域 2018 年市场占有率第一, 连续 11 年蝉联第一。

表 1 公司多款产品入围 GartnerX86 服务器虚拟化基础架构魔力象限

主要产品	市场排名/权威认可
上网行为管理	根据 IDC 研究报告, 公司上网行为管理 2012 年至 2016 年连续 5 年入围 Gartner 国际魔力象限, 2015-2017 年国内市场占有率第一;
VPN	根据 IDC 数据, 公司 VPN 领域 2018 年市场占有率第一, 连续 11 年蝉联第一;
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 年连续五年入围 Gartner 国际魔力象限。
广域网优化	根据 IDC 研究报告, 2013 年至 2016 年连续 4 年入围 Gartner 国际魔力象限; 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;
防火墙	根据 IDC 研究报告, 公司下一代防火墙 2015 年、2016 年入围 Gartner 国际魔力象限; 在 2016 年统一威胁管理类别中的国内市场占有率第二; 2017 年, IDC 集成类防火墙市场国内第二;
超融合	根据 IDC 报告, 2016 年入围 GartnerX86 服务器虚拟化基础架构魔力象限; 2017 年公司跻身国内超融合厂商第三名, 2019 年超融合整体市场占有率连续三年稳居国内前三。

资料来源: 公司官网, IDC, F&S 公司, 华西证券研究所

从产品的成长路径看，公司核心产品经历平均 3 年成为市场 top3，甚至第一。公司自成立以来，在信息安全、云计算、基础网络和物联网领域陆续推出了几十款产品，大多数核心产品经历了 3 年左右的时间，快速成长为行业 top 3，甚至第 1 的位置。近 2 年公司陆续推出了 SD-WAN、EDR、SIP 等产品，我们认为凭借产品的竞争力和公司优质的成长基因，越来越多的产品将会占据行业榜单。

表 2 公司核心产品平均 3 年成为市场 top3

核心产品	IPSec VPN	上网行为管理	广域网优化	应用交付	下一代防火墙	超融合
发布时间	2002	2005	2007	2009	2011	2015
Top3 时间	2005 年第 1	2006 年第 1	2011 年第 2	2012 年第 2	2016 年第 2	2017 年第 3
经历时间	3 年	1 年	4 年	3 年	5 年	2 年

资料来源：公司年报，华西证券研究所

2. 三条发展曲线：信息安全、云计算、软件定义 IT 架构

公司成立于 2000 年，以信息安全为切入点，陆续研发了边界安全、终端安全、威胁监测等多款信息安全产品，并迅速成为细分行业的 top3。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，为用户提供超融合一体机、企业级云平台、跨云管理平台、分布式存储等多款产品和解决方案。2018 年公司于深交所创业板正式挂牌上市，成为 A 股信息安全领域龙头厂商之一。

深信服是我国领先的泛 IT 基础架构领军企业，专注于企业级 IT 领域。公司致力于为各政府部门、医疗和教育等事业单位、各类金融机构、电信运营商、能源等企业级用户提供信息安全、云计算、基础网络及物联网领域相关的产品和解决方案。

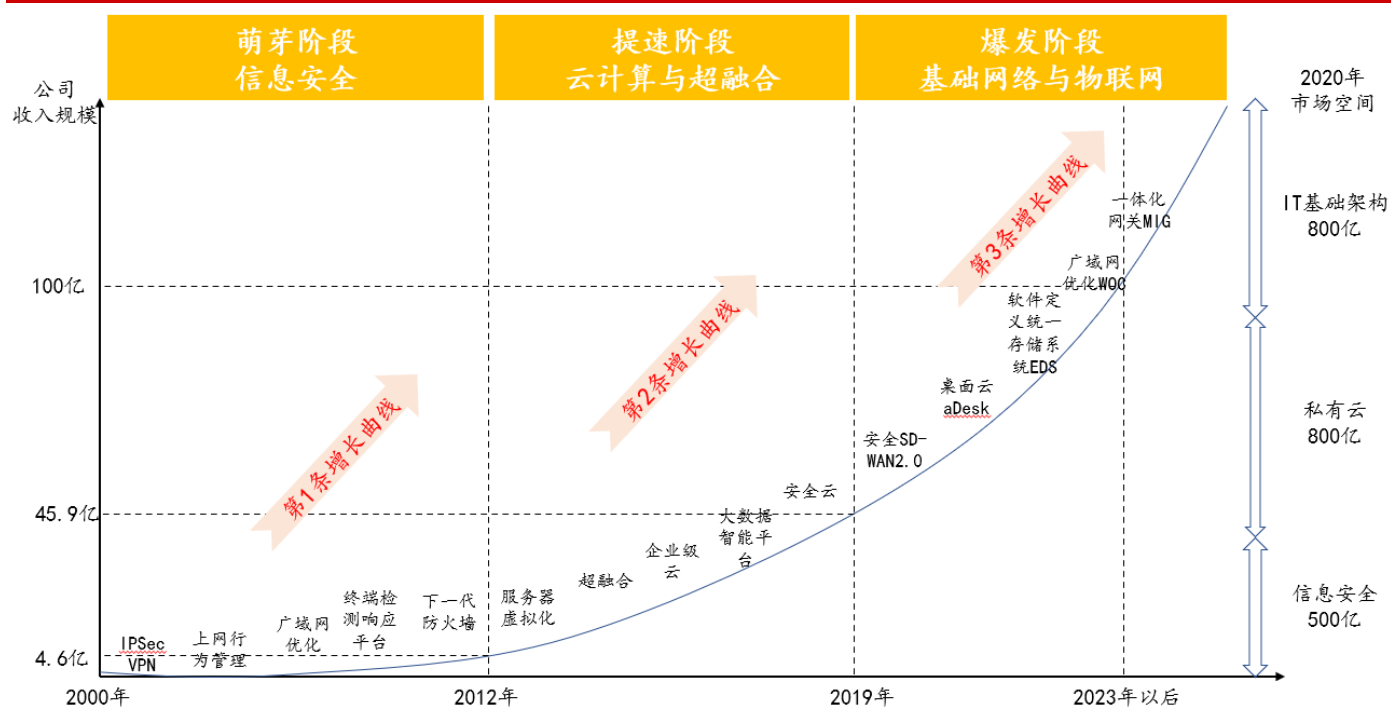
公司成长有萌芽-提速-爆发 3 个发展阶段：

萌芽阶段：以信息安全业务切入，直面 500 亿市场空间。公司以信息安全业务为切入点，以 VPN/上网行为管理等利基市场为主攻方向，构建第一条增长曲线。根据 IDC 数据，预计 2019 年中国信息安全市场规模 69 亿美元，即 483 亿元。

提速阶段：云计算与超融合接力，市场空间打开提至 1300 亿。2012 年公司抓住 IT 产业云转型的趋势，以超融合为核心，构建私有云、混合云、专属云等核心产品。根据中国通信院发布的《云计算发展白皮书（2019）》数据，预计 2020 年我国私有云市场规模为 788 亿元，公司市场空间打开，提升至 1300 亿。

爆发阶段：基础网络和物联网腾飞，市场空间有望突破万亿。公司通过收购锐网科切入企业级无线、企业级有线，同时提供基于网络连接的物联网开放中台和解决方案业务。根据华为发布的《鲲鹏计算产业发展白皮书》预测数据，2023 年我国 IT 基础架构软件市场规模中位数为 799 亿元，公司市场空间提升至 2100 亿元。

图3 公司三大核心业务体系构成：安全+云+新 IT



资料来源：公司官网，华西证券研究所

安全-云-新 IT 业务协同，泛 IT 基础架构领军者。公司坐拥信息安全、云计算和新 IT 基础架构三大黄金赛道，行业空间广阔，行业景气度和增速高。公司的定位是泛 IT 基础架构领军者，公司三大业务呈现出明显的递进关系和协同效应：信息安全是基石和保障，云计算搭建虚拟化平台，推进 IT 基础架构升级。

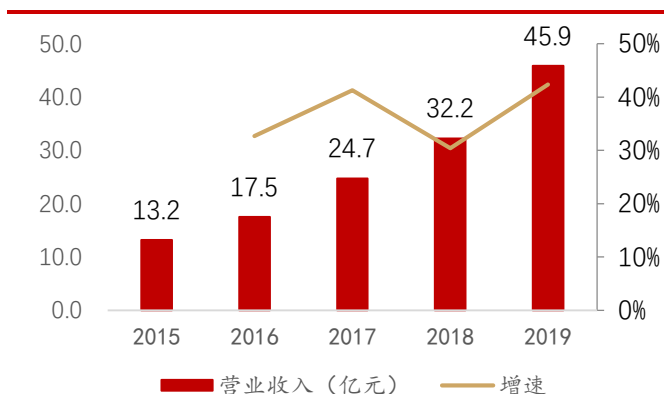
图4 公司三大核心业务体系构成



资料来源：公司官网，华西证券研究所

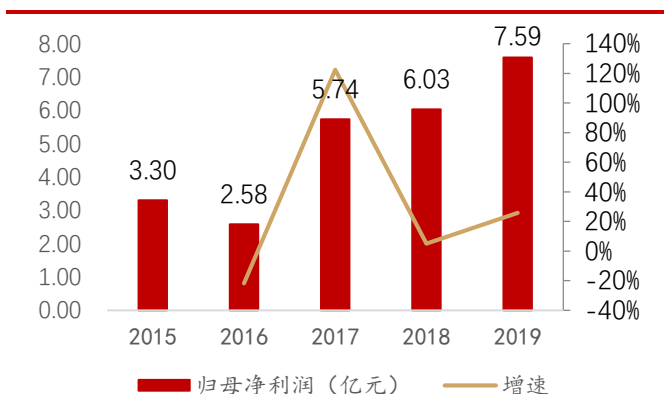
公司近五年业绩表现优异，信息安全和云业务高增长。近 5 年公司营业收入和净利润分别实现了 37%和 23%的复合增长。2019 年公司增长强劲，实现营业收入 45.9 亿元，同比增长 43%；实现净利润 7.59 亿元，同比增长 26%。利润端增长低于收入端的主要原因是公司云转型过程中持续的研发投入和销售费用的支出。

图5 近年公司营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

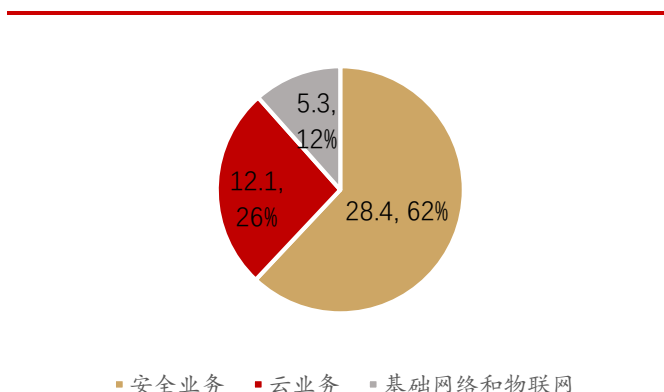
图6 近年公司归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

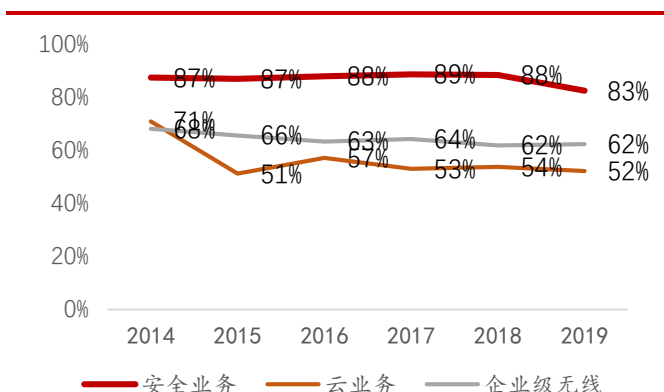
三大业务齐头并进，毛利率水平整体保持稳定。公司以信息安全业务起家，2011年和2018年分别拓展云业务、基础网络和物联网业务。2019年三大业务分别实现营业收入28.4亿、12.1亿和5.3亿元，同比增长分别为45%、40%和35%，营收占比分别为62%、26%和12%。毛利率方面，各业务毛利率水平整体保持稳定，2019年公司综合毛利率下降1.1pp至72.2%，主要原因是收入结构变化导致。

图7 2019年公司主营业务构成（亿元）



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 公司近年各主营业务毛利率

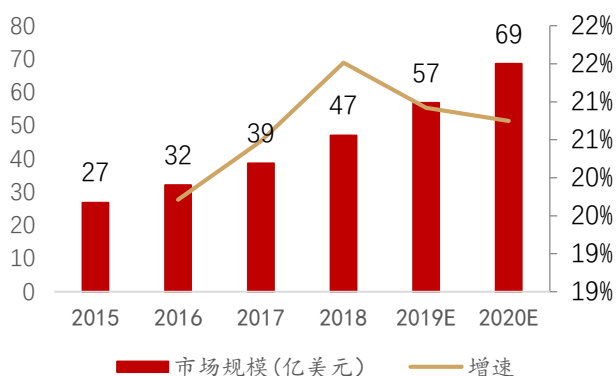


资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.1. 第1条增长曲线：信息安全守护IT产业发展基石

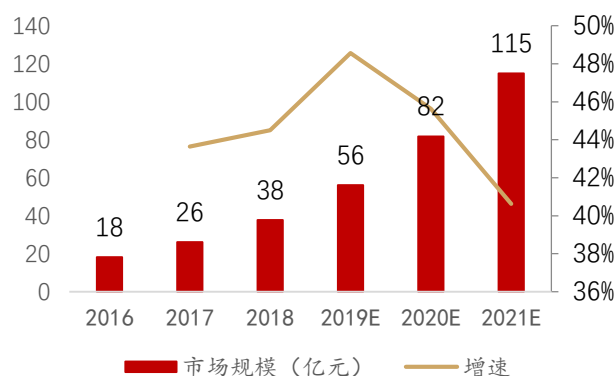
2020年预计信息安全行业市场规模483亿，云安全市场规模82亿。从行业角度看，信息安全行业整体保持较高景气度，近年来行业增速保持在20%左右。根据IDC数据预测，2020年中国信息安全行业市场规模有望达到69亿美元，即483亿元。其中云安全是其中一个高增长的子板块，2020年云安全市场规模有望达到82亿元。

图9 中国信息安全管理市场规模及增速预测



资料来源：IDC，华西证券研究所

图10 中国云安全市场规模及增速预测

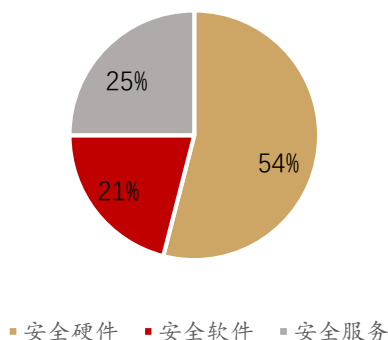


资料来源：赛迪网，华西证券研究所

安全硬件市场规模占比达 54%。从市场结构看，我国信息安全仍以硬件为主，而欧美国家已经发展到以软件和安全服务为主。2019 年我国信息安全市场中，安全硬件、安全软件和安全服务的占比分别为 54%、21%和 25%。

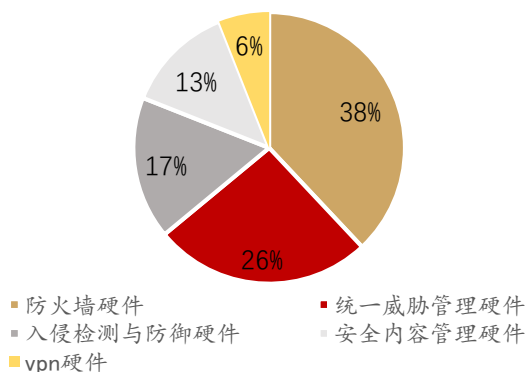
从硬件市场看，防火墙、统一威胁管理是安全硬件最大的 2 个子市场，分别占比 38%和 26%，入侵检测与防御、安全内容管理和 VPN 分别占比为 17%、13%和 6%。

图11 中国信息安全市场构成情况



资料来源：IDC，华西证券研究所

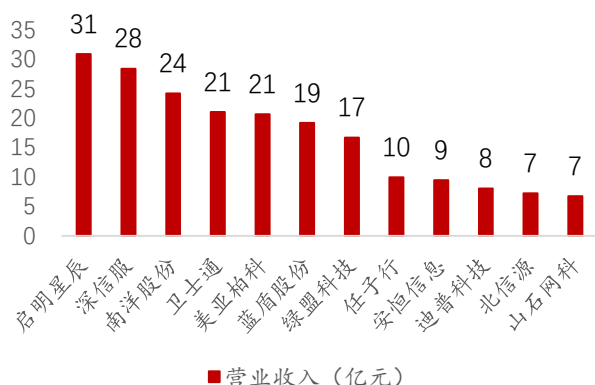
图12 我国安全硬件市场构成情况



资料来源：IDC，华西证券研究所

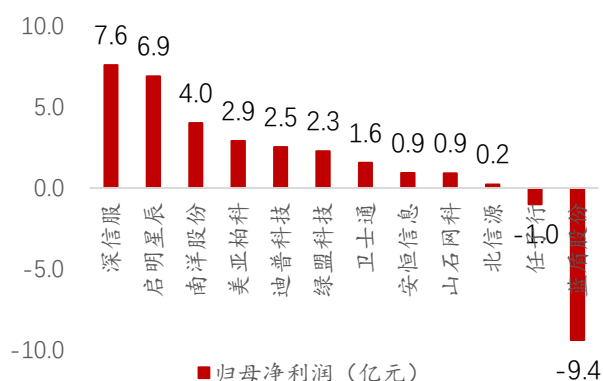
公司收入仅次于启明星辰，净利润位于 A 股信息安全上市公司首位。2019 年 A 股信息安全类上市公司当中，深信服、启明星辰、南洋股份（天融信）分别位列上市公司收入和利润体量前三名，公司信息安全业务营业收入 28 亿，仅次于启明星辰，净利润位于首位。中长期来看，我们认为公司具备更大的增长潜力和竞争优势，随着行业的发展和竞争格局的变化，公司有望进一步拉大与竞争对手的差距。

图 13 2019 年信息安全上市公司营业收入对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

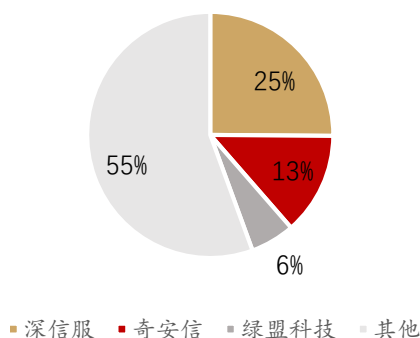
图 14 2019 年信息安全上市公司归母净利润对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

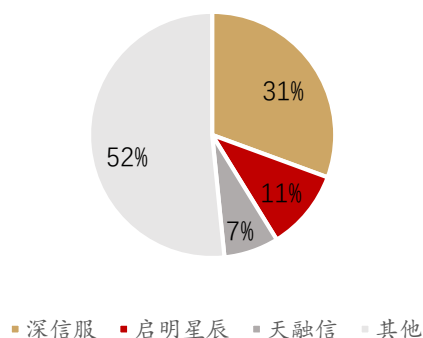
上网行为管理和 VPN 位居首位, 相比竞争者优势明显。从产品竞争格局看, 2018 年公司安全内容管理硬件 (上网行为管理) 市场占有率为 25%, 位居首位, 明显高于奇安信 (13%) 和绿盟科技 (6%)。2018 年公司 VPN 市场占有率为 31%, 明显高于启明星辰 (11%) 和天融信 (7%)。

图 15 2018 年中国安全内容管理硬件市场份额



资料来源: IDC, 华西证券研究所

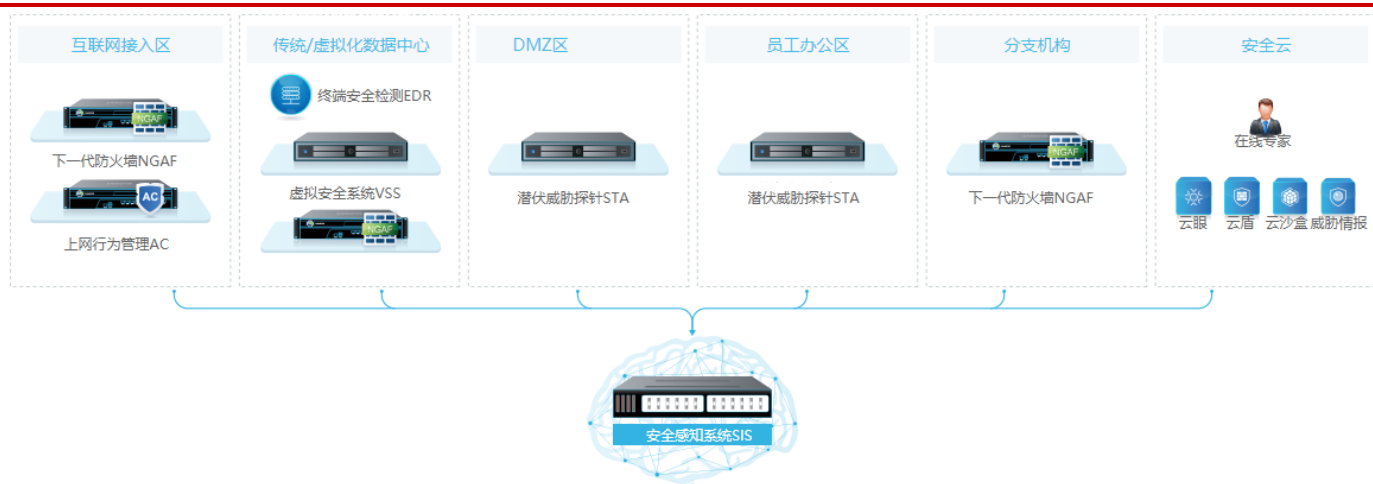
图 16 2018 年中国 VPN 市场份额



资料来源: IDC, 华西证券研究所

2018 年以来公司陆续推出包括安全感知平台 SIP、终端检测响应平台 EDR 和等保一体机在内的新产品, 市场表现和收入增长均表现较好。安全感知平台定位为客户的安全大脑, 是一个检测、预警、响应处置的大数据安全分析平台。其以全流量分析为核心, 结合威胁情报、行为分析建模、UEBA、失陷主机检测、图关联分析、机器学习、大数据关联分析、可视化等技术, 对全网流量实现全网业务可视化、威胁可视化、攻击与可疑流量可视化等, 帮助客户在高级威胁入侵之后, 损失发生之前及时发现威胁。

图 17 公司安全感知平台 SIP 架构图



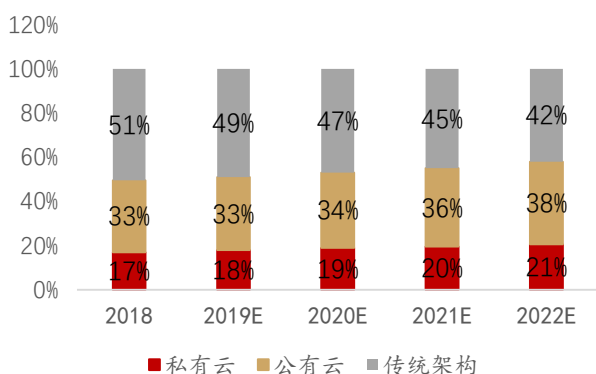
资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.2. 第 2 条增长曲线：超融合引领 IT 产业升级革命

从全球范围看，IT 产业正处于从传统的 IT 基础架构向云架构升级和转变的过程。根据 IDC 预测，传统的 IT 基础架构占比由 2018 年的 51% 下降至 2022 年的 42%，而私有云架构则由 2018 年的 17% 增长至 2022 年的 21%，提升了 4 个百分点。

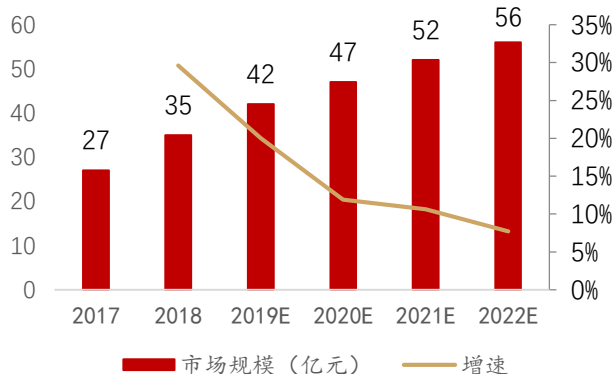
超融合是一种私有云（基础设施层）建设方案，既可获得纵向及横向扩展弹性，保证性能水平，由于架构简单又相对节省建设与运营成本。超融合解决了传统“服务器-存储网络-集中式共享存储”架构中存储瓶颈问题，已成为云基础设施建设大趋势。根据 IDC 数据预测，2022 年我国超融合市场规模预计增长至 56 亿元。

图 18 全球 IT 基础架构结构变化预测预测



资料来源：IDC，华西证券研究所

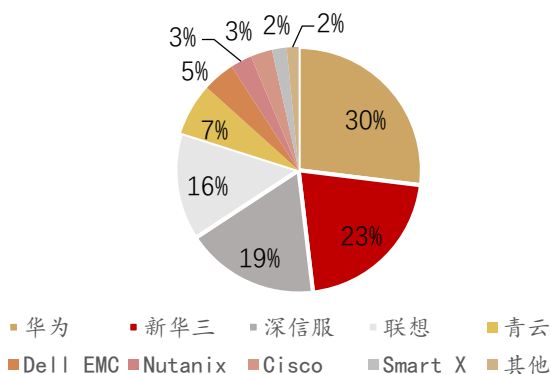
图 19 中国超融合市场规模及增速预测



资料来源：IDC，华西证券研究所

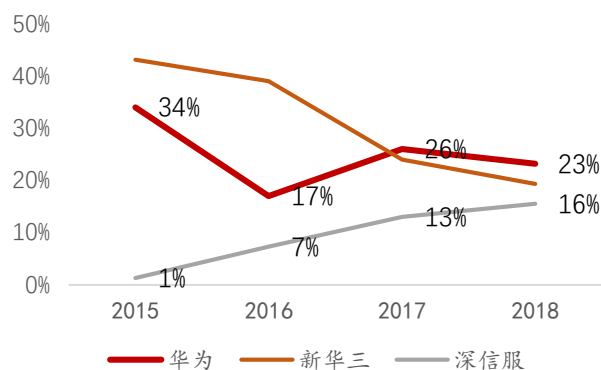
从超融合市场的竞争格局看，华为、新华三、深信服占据主要的市场份额。2018 年中国超融合市场占有率前 3 名分别为华为（30%）、新华三（23%）和深信服（19%）。从纵向看，深信服超融合市占率不断提升，由 2015 年的 1% 提升至 2018 年的 16%，提升显著。

图 20 中国超融合市场竞争格局



资料来源：IDC，华西证券研究所

图 21 中国超融合市场 TOP3 市占率变化



资料来源：IDC，华西证券研究所

从 IT 产业升级发展的趋势来看，IT 基础架构升级将经历传统 IT 架构-云计算架构-超融合架构的升级路线，相对于前面两者来说，超融合架构在多项性能指标上拥有明显优势，比如在硬件资源利用率方面，传统 IT 架构的利用率仅 10%-20%，而云计算架构的利用率可以提升至 50%-70%，超融合架构的硬件资源利用率最佳，达到 70%-90%。

表 3 IT 基础架构发展的三个阶段

关键指标	传统 IT 架构	云计算架构	超融合架构
硬件资源利用率	10%-20%	50%-70%	70%-90%
能否自助服务	手动操作	自主服务	自助服务
软硬件部署难度	软硬件协调困难，部署复杂	软硬件协调部署相对复杂	资源优化无需协调，部署简单
基础设施部署时间	数月	数周	30 分钟
IOPS	2000-5000	1000-2000	30000 以上
运维管理方式	人工运维管理	自动运维管理	智能运维管理
数据备份方式	数据备份	RIAD 保护	多副本备份
数据重构方式	人工分析	半自动分析	智能数据重构
能耗	较高	降低部分能耗	极大降低能耗

资料来源：赛迪网，华西证券研究所

超融合架构具备简易运维、高可靠性能和低投入落地快 3 个优点。以低投入落地快为例，采用超融合架构可实现按需采购，线性拓展，能有效节约 90%的空间和 60%-70%的能耗，缩短 60%的落地时间。

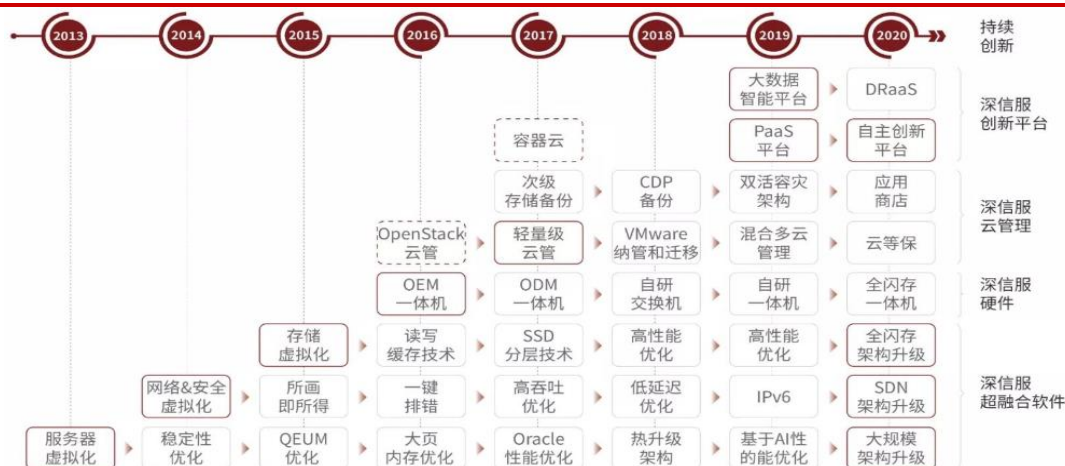
图 22 公司超融合架构的核心优势



资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司从 2012 年开始布局云计算，从超融合软件、硬件、云管理平台等多个层次持续创新，构建了多领域多层次的云产品体系。2020 年公司将持续加大云产品的迭代和更新，将进行全闪存、SDN 架构的全面升级。

图 23 公司云计算产品和解决方案演进



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.3. 第 3 条增长曲线：软件重构 IT 基础架构，万物互联

2023 年中国 IT 基础架构软件市场规模有望达到 800 亿元。根据华为《鲲鹏计算产业发展白皮书》预测数据，2023 年全球基础架构软件市场规模为 1525 亿美元，5 年复合增长率为 5.3%。我们按 5%-10% 的全球占比进行估计，预计 2023 年我国 IT 基础架构软件市场规模有望达到 76-153 亿美元，即 532-1065 亿人民币，取中位值为 799 亿元。

表 4 2023 年全球和中国 IT 基础架构市场空间预测

领域	产品	全球（亿美元）		中国（亿美元）		全球占比
		市场空间	5 年 CAGR	市场空间	5 年 CAGR	
硬件	服务器	1121.3	3.7%	339.7	12.4%	30%
	企业存储	311.0	1.0%	60	6.9%	19%
软件	基础架构软件	1524.7	5.3%			
	数据库	568.6	7.5%	39.8	26.9%	7%
	中间件	434	10.3%	13.6	15.7%	3%
	大数据平台	410	15.6%	26.6	44.7%	6%
	企业应用软件	4020.2	8.2%	155.8	11.7	4%
云计算	公有云	1409.9	31.4%			

资料来源：鲲鹏计算产业发展白皮书，华西证券研究所

公司新 IT 业务本质上是通过软件定义 IT 基础设施。1) 在云端，通过超融合、分布式存储 EDS 和应用交付 AD 构建云数据中心、私有云/混合云解决方案。2) 在网络端，公司通过软件定义广域网络帮助用户降低广域网的开支和提高网络连接灵活性。3) 在终端，公司通过桌面云服务，提供 UN 办公、终端数据泄密解决方案等服务。

图 24 公司新 IT 业务：软件定义 IT 基础设施（云-网-端）

	端	网	云
产品	桌面云 瘦终端 / 桌面云一体机	SD-WAN 集中管理平台 / 加速路由器 智能路由器 / 边界一体机	超融合 分布式存储 EDS 应用交付 AD 超融合一体机 存储一体机 物理 AD vAD 超融合软件 软件部署 OpenAD(云场景多租户负载)
解决方案	高效云办公 终端数据防泄密	多分支组网 全球访问加速 云网融合	云数据中心 海量数据存储 业务系统高可用 IPv6改造 私有云/混合云 云存储 双活数据中心
服务	DaaS桌面即服务	运营型SD-WAN	托管云服务、存储服务

资料来源：公司官网，华西证券研究所

桌面云是公司终端的核心产品，价格相对便宜，维护简单、能耗效率高、数据安全等优点。比如价格方面，桌面云主要是服务器和显示器的租借，其他都靠买，远低于桌面软件的价格。

表 5 桌面云与传统云性能对比

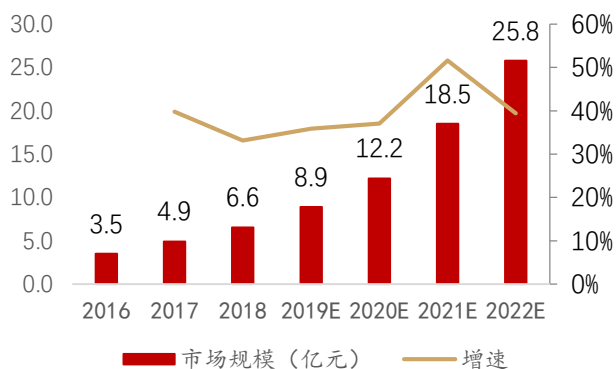
性能	传统 PC	桌面云
价格	为桌面云 2 倍（显示器、主机和键盘等配件）	主要费用是服务器的租借和显示器，低于传统 PC
维护	维护成本与维护时间与主机数量成正比	维护活动主要在服务器进行，与桌面云不相关
安全性	信息存储在机器上，安全性依赖于机器	数据保留在数据中心，由服务器处理
工作环境	线路复杂，噪音大	节省空间
效率	功耗大、处理能力取决于随配置	处理任务的强度取决于服务器配置
数据存储	分散存储在主机上，存储空间较小	储存在云平台，可通过桌面云进行管理

资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

2022 年桌面云市场规模为 25.8 亿元。根据智研数据中心预测，我国桌面云市场规模保持 40% 以上的速度增长，预计 2022 年桌面云市场规模为 25.8 亿元，同比增长 39%。2013 年公司发布第一款 aDesk 桌面云产品以来，经过多年的迭代和升级，市场领先，2018 年，深信服 aDesk 桌面云所用的超融合系统市场份额排名第二

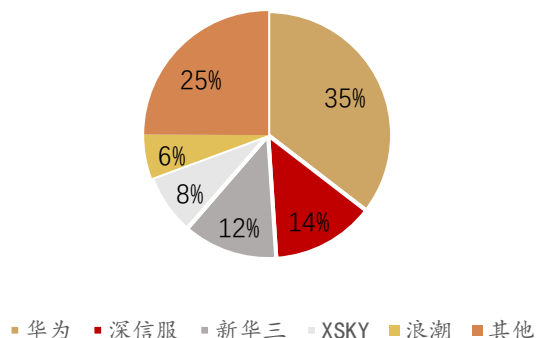
公司软件定义存储市占率第 2。在我国软件定义存储市场，华为、深信服、新华三位列前 3，市场占有率分别为 35%、14% 和 12%。2019 年公司发布 aStor-EDS 软件定义统一存储系统，采用全对称分布式架构，支持数千节点集群部署，EB 级存储空间、1000 万 IOPS 高性能支撑，真正实现了平台全面支撑块、文件、对象存储，为用户提供新 IT 时代的云数据存储资源。

图 25 中国桌面云行业市场规模和增速



资料来源：智研数据中心，华西证券研究所

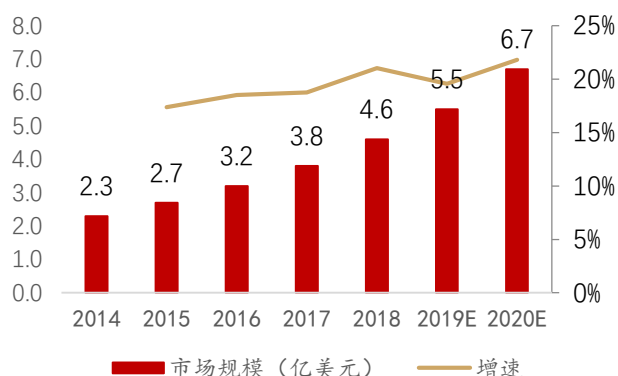
图 26 2019 年中国软件定义存储份额



资料来源：IDC，华西证券研究所

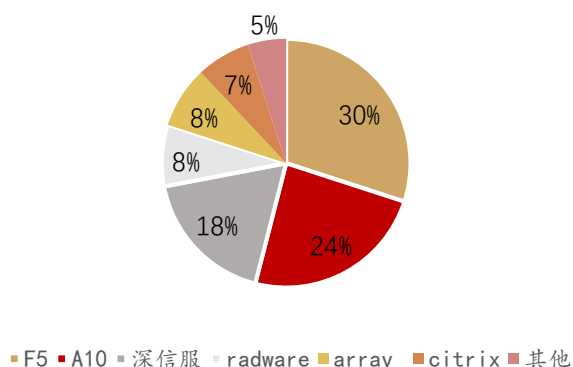
2020 年应用交付 (ADC) 市场规模 47 亿元，深信服市占率 18% 位列国产第 1 名。应用交付 (AD) 解决方案是对应用数据进行端到端的分析、调度、保护、加密和优化，探测应用交付过程中的故障，并毫秒级切换，保障应用稳定。根据 F&S 公司预测数据，2020 年中国应用交付 (ADC) 市场规模达到 6.7 亿美元，即 47 亿元。从市场竞争格局看，我国应用交付 top 3 分别为 F5 (30%)、A10 (24%)、深信服 (18%)，深信服位列国产产品第 1 名。

图 27 中国应用交付（ADC）市场规模及增速



资料来源：F&S 公司，华西证券研究所

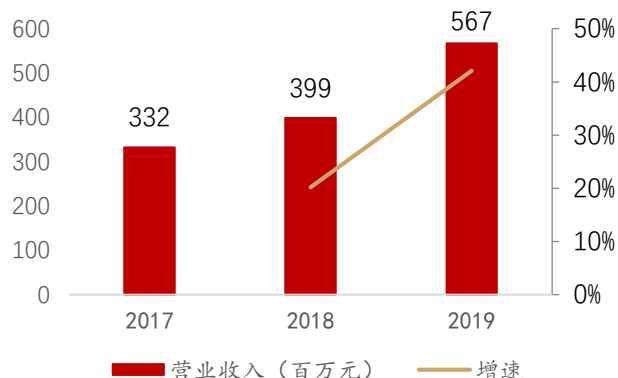
图 28 2017 年中国应用交付（ADC）市场份额



资料来源：F&S 公司，华西证券研究所

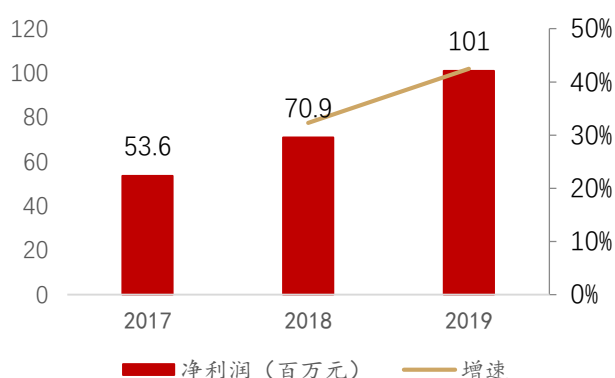
核心子公司信锐技术进军基础网络与物联网，直面万亿级市场空间。信锐技术是深信服旗下全资子公司，公司致力于企业级无线网络、物联网以及安视交换机产品的开发、应用，是下一代企业级无线、物联网及交换机解决方案厂商。信锐技术近 3 年营业收入和净利润均实现了高速增长。2019 年信锐技术实现营业收入 5.67 亿元，同比增长 42%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 42%。

图 29 子公司信锐技术近 3 年营收及增速情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 30 子公司信锐技术近 3 年净利润及增速情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

信锐技术选择进入交换机市场，意在抢占万物互联的入口。信锐的目标从“无线连接一切”到“构建全联接的未来”，未来物联网时代除了传统 PC、手机、平板外，汽车、家具（如冰箱、门、电梯）、办公会议视频等都将接入物联网，而交换机就是一切网络接入的入口。

图 31 信锐技术安视交换机产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

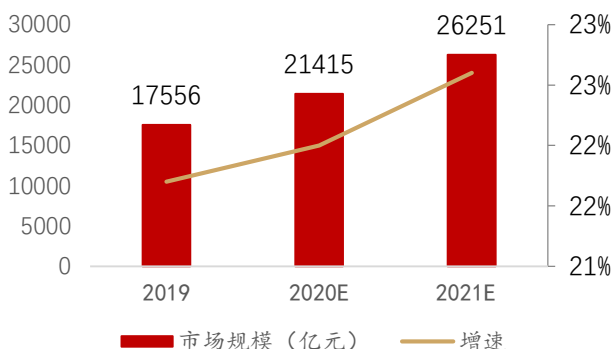
图 32 信锐技术企业物联网解决方案



资料来源：公司官网，华西证券研究所

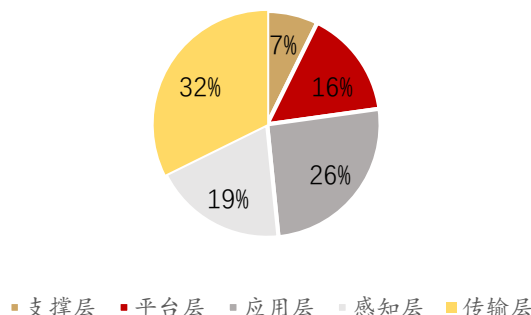
进军物联网直面万亿级市场空间，公司完成了从底层到应用层的布局。根据赛迪顾问统计数据，2019 年中国物联网市场规模达到 1.75 万亿，预计 2021 年将达到 2.62 万亿，复合增速为 22.5%。从市场结构看，传输层、感知层和应用层是 3 个最大的子市场，公司已经完成了从底层硬件、软件到平台的布局，核心产品企业物联网解决方案在智慧安防、智慧校园、智慧医疗等场景都有应用案例，长期发展空间巨大。

图 33 中国物联网市场规模及增速预测



资料来源：赛迪顾问，华西证券研究所

图 34 2019 年中国物联网市场层级结构



资料来源：赛迪顾问，华西证券研究所

3. 构建核心竞争力：优秀管理+研发高投入+全渠道营销

成长路径分析：利基市场单点突破=》多点复制品类扩展=》业务延伸行业拓展。

深信服在成立之初，天融信和启明星辰已经在市场上耕耘了 4-5 年，主流市场竞争格局均已被瓜分。公司从 2 个方面进行差异化竞争：

1) 以 VPN/上网行为管理等非主流的利基市场为切入点，投入大量研发和技术力量保证产品领先，迅速做到市场 top 3 的位置。

2) 相比启明星辰和天融信以政府和烟草等事业单位为主，深信服定位企业级市场，同时打造完善的客户服务网络 and 全渠道营销体系。

我们认为，在先做大 VS 先做强的问题，公司选择了后者，完成了利基市场单点突破=》多点复制品类扩展=》业务延伸行业拓展的三级跳，从而做大规模和体量

表 6 信息安全上市公司优势行业与竞争策略

公司	成立时间	核心产品	优势行业与市场	销售与竞争策略
深信服	2000 年	VPN、上网行为管理、下一代防火墙	企业级、医疗、教育等	全渠道营销
启明星辰	1996 年	入侵检测/防御、统一威胁管理、安全管理平台	政府、烟草、军队等	渠道+直销
绿盟科技	2000 年	网络及终端安全产品、Web 及应用安全产品	政府、电信、金融等	渠道+直销
天融信	1995 年	防火墙、安全检测系统	政府、金融、电信等	渠道+直销

资料来源：公司年报，华西证券研究所

优质软件公司财务特征：高研发铸就产品竞争力=》高销售费用产品迅速推广=》市占率提升，构建公司壁垒=》高毛利=》高研发+高销售费用率正向循环。

分析 A 股优质上市软件公司，基本具备高研发、高销售费用率、高毛利的“三高”特征。一般来说，高研发和高销售费用率的投入（>50%），保证了产品竞争力和销售推广的力度，从而快速提升市占率，构建公司壁垒，形成高毛利（>70%），同时高毛利反哺研发和销售，同时获得相对较高的净利率（>10%），形成有效正向循环。

表 7 两种不同财务特征的软件公司比较

财务特征	公司	市值（亿元）	毛利率	净利率	研发费用率	销售费用率	研发+销售
高研发高毛利型软件公司	恒生电子	824	97%	37%	40%	24%	64%
	金蝶国际	375	80%	11%	17%	48%	65%
	虹软科技	267	93%	37%	35%	18%	52%
	金山办公	1,210	86%	25%	38%	22%	60%
	合计		毛利率>70%	净利率>10%	费用：研发+销售>50%		
低研发低毛利型软件公司	银信科技	38	24%	9%	3%	7%	11%
	南天信息	44	23%	3%	9%	6%	15%
	高伟达	58	22%	8%	4%	4%	8%
	天源迪科	46	16%	3%	5%	3%	8%
	合计		毛利率<30%	净利率<10%	费用：研发+销售<20%		

资料来源：公司年报，华西证券研究所

综上所述，我们认为，公司的通过“利基市场单点突破=》多点复制品类扩展=》业务延伸行业拓展”的成长策略，实现公司业务纵向（产品品类扩张）+横向（行业延伸）的扩张，进入了“高研发+高销售=》高毛利”的三高模式，不断正向循环。

我们认为，公司具备具备纵向+横向扩张能力的原因包括 3 个方面：优质的管理基因、持续的研发投入、快速响应的全渠道营销体系。

3.1. 优质管理基因：重视人才、进取精神与分享文化

公司的三位创始人、控股股东兼实际控制人均来自于华为和中兴，在管理模式和管理思维方面更接近华为，深信服在业内素有“小华为”的说法。深信服从成立就自带华为基因，综合体现在管理、研发和销售 3 个方面。在管理方面，公司重视人才，提倡进取精神与文化建设，同时强调股权和利益共享，这些特征都打上了华为的“烙印”。公司 2018 年上市以来，已经进行了 2 次股权激励，充分体现公司股权和利益共享的文化。

此外，公司管理层与华为均保持较好的合作关系，2019 年深信服超融合进行了产品升级，其中就包括基于华为鲲鹏云架构下的超融合一体机。

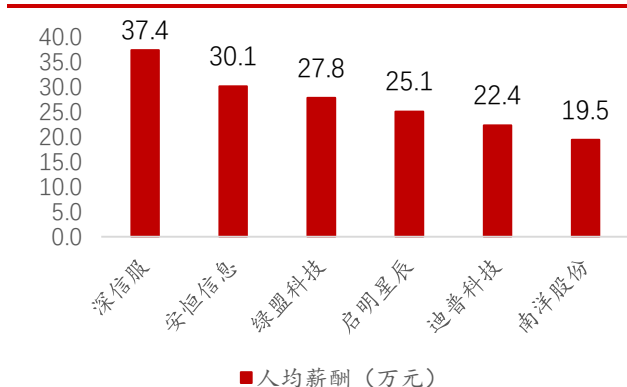
表 8 公司控股股东与实际控制人背景

创始人	职位	年龄	学历	工作经历
何朝曦	董事长、总经理	46	本科	1998-2000 年任职华为，2000 年以来担任公司董事长，总经理。
熊武	副总经理	44	本科	1998-2000 年任职华为，2000 年以来担任公司副总经理。
何朝曦	董事长、总经理	46	本科	1998-2000 年任职华为，2000 年以来担任公司董事长，总经理。

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

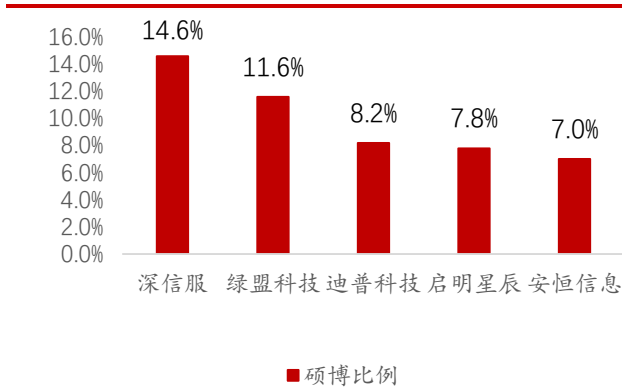
重视人才，积极进取，人均薪酬和硕博比例高于竞争对手。公司对人才高度重视，给予员工有竞争力的市场薪酬。对比 2019 年 A 股信息安全上市公司员工人均薪酬，深信服以 37.4 元的人均高于安恒信息（30 万）、绿盟额吉（28 万）等。从人才学历背景看，2019 年公司硕博比例 14.6%，明显高于绿盟科技（11.6%）、迪普科技（8.2%）等。其中公司有博士 43 人，硕士 85 人，均给予高出市场平均薪酬的待遇。

图 35 A 股信息安全公司人均薪酬比较（2019）



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

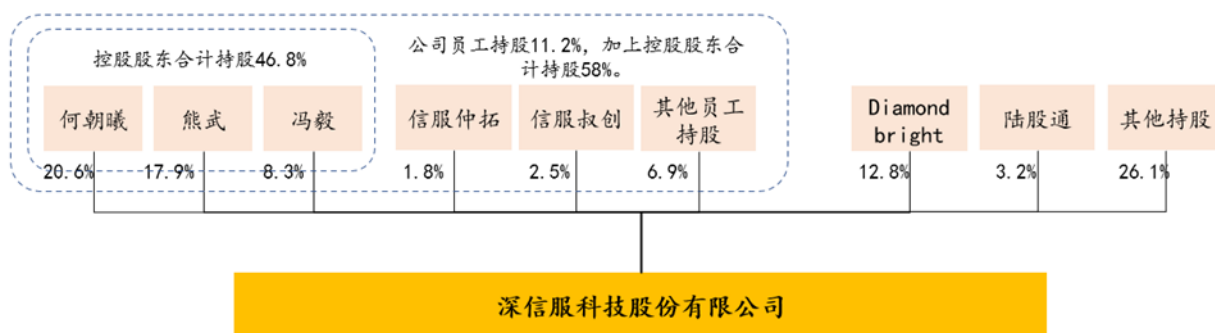
图 36 A 股信息安全类上市员工硕博比例（2019）



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

分享精神：员工持股合计超过 58%，2 次股权激励分享公司成长收益。与华为全员持股机制类似，公司股权结构以员工持股为主，同时对核心技术和业务骨干进行持续的股权激励。截止至 2020 年一季度，公司员工持股比例高达 58%，实现绝对控股。其中控股股东及公司实际控制人持股 46.8%，其他员工持股合计 11.2%。

图 37 公司股权结构（截止至 2020 年一季报）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

2018 年股权激励计划：公司以 360 万股限制性股票向公司 550 名核心技术和业务人员实施股权激励，占公司总股本 0.9%。

2019 年股权激励计划：公司以 640 万股限制性股票向公司 896 名核心技术和业务人员实施股权激励，占公司总股本 1.6%。

3.2. 持续研发投入：产品竞争力持续领先的保证

华为向来重视研发投入，近十年累计研发投入超过 6000 亿元。华为坚持每年将超过 10% 的销售收入投入研发。2019 年公司研发投入 1317 亿元，占全年收入的 15%，其中从事研究和开发的人员约 9.6 万人，约占公司总人数的 49%。

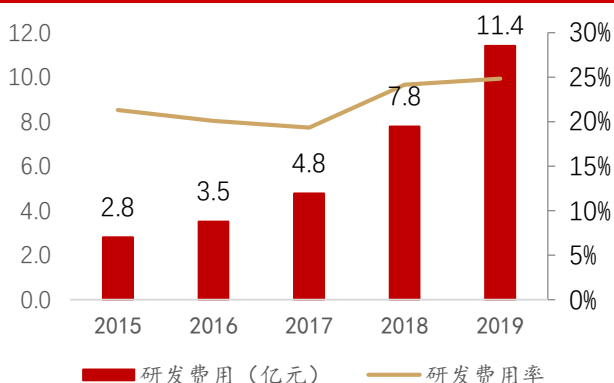
图 38 华为 2019 年研发投入情况



资料来源：华为年报，华西证券研究所

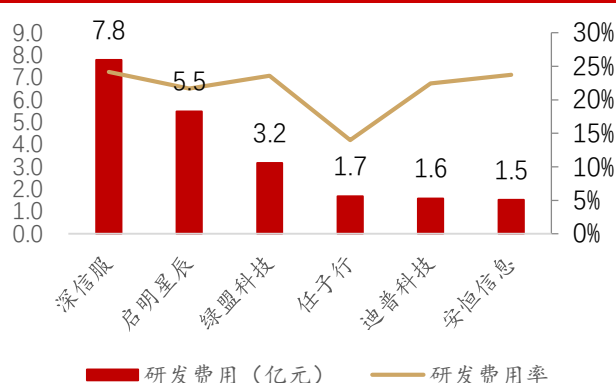
公司研发费用率超过 20%，明显高于 A 股同类上市公司。持续的研发投入是产品竞争力领先的保证。从纵向看，公司近 5 年研发投入增长较快，由 2015 年的 2.8 亿增长至 2019 年的 11.4 亿元，研发费用率保持在 20% 以上。从横向看，2018 年公司 7.8 亿的研发投入，明显高于竞争对手，如启明星辰（5.5 亿）、绿盟科技（3.2 亿），22% 的研发费用率也是行业领先。

图 39 公司近年研发费用和研发费用率变化



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 40 2018 年信息安全上市公司研发支出对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

非公开发行 15.6 亿元，定向投入到新 IT 和云安全领域。2020 年 4 月 15 日，公司发布非公开发行股票，通过定增募集 15.6 亿元，投入到“软件定义 IT 基础架构相关产品升级项目”、“云化环境下的安全产品和解决方案升级项目”和“网络信息安全服务与产品研发基地项目”中，投入资金分别为 6.3 亿、3.3 亿和 6.1 亿元。

表 9 2020 年非公开发行募资投向项目

所属业务	现有产品	本项目实施内容	项目实施的改进
软件定义 IT 基础架构	超融合一体机	超融合一体机模块	自动化性能调优、云安全加固、运维排障能力增强
	虚拟存储	aSAN 模块	虚拟存储优化，研发稳定可靠、高性价比的虚拟存储
	云计算管理平台	aCMP 模块	流程的自动化、异常分析及排障、容量及成本优化
	桌面云	aDESK 模块	多个可靠性和安全特性改进、引入智能运维能力
	软件定义分布式存储	aStor 模块	降低硬件成本、提升存储效率、改进运维管理
云化环境下的安全产品和解决方案	终端检测与响应	云数据中心安全域	业务关系梳理、策略优化和安全域智能推荐
	云图	云安全自动运维	可视化、操作易用性方面大幅提升
	云脑	高端威胁防护	优化云脑组件、查杀引擎技术，提升文件云查能力
	云盾	IPSec 及 WOC 模块	加密算法优化、策略路由、高性能高可用优化
	安全服务	漏洞优化	提升漏洞检测与处置能力

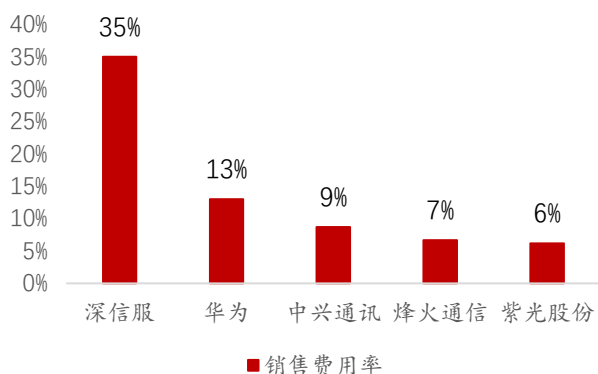
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

3.3. 全渠道营销：实现快速销售和占领市场途径

重视销售是华为基因的另一个体现，深信服销售费用率 35%。对比同类公司，华为 1142 亿的销售费用遥遥领先于竞争对手，深信服（35%）和华为（13%）销售费用率明显高于竞争对手中兴通讯（9%）、烽火通信（7%）、紫光股份（6%）。从销售人员

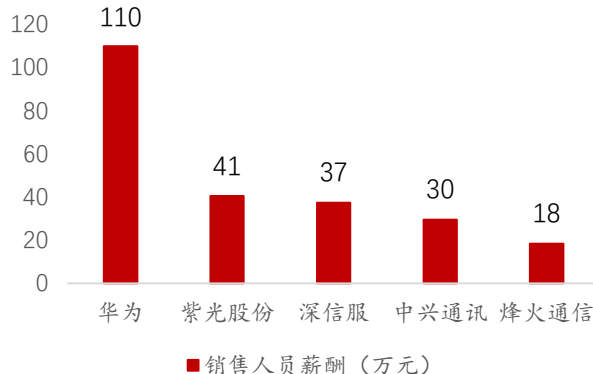
平均薪酬来看，华为 2019 年销售人员薪酬为 110 万元，明显高于紫光股份（41 万）、深信服（37 万）中兴通讯（30 万）和烽火通信（18 万）。

图 41 深信服销售费用率明显高于竞争对手



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

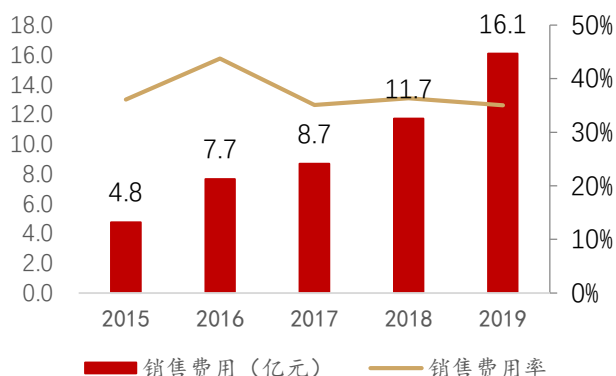
图 42 华为销售人员平均薪酬明显高于竞争对手



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

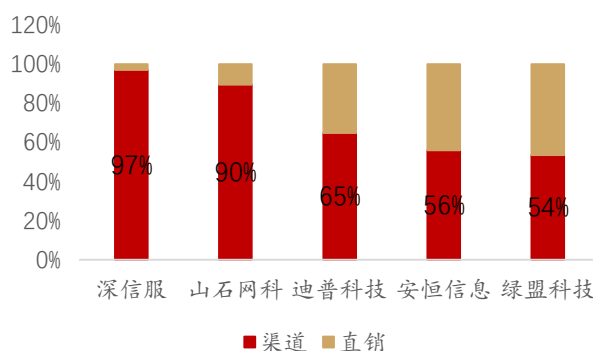
公司销售费用持续增长，全渠道营销体系渠道比例达到 97%。由于公司定位于企业级市场，相比于行业市场（如政府、军队）的直销模式，营销渠道和服务网络有望更快的把产品销售出去。近 5 年公司销售费用不断增长，由 2015 年的 4.8 亿增长至 2019 年 16.1 亿，销售费用率保持在 30% 以上。从销售渠道看，公司渠道销售比例高达 97%，远高于迪普科技（65%）、安恒信息（56%）和绿盟科技（54%）。

图 43 公司近年销售费用和销售费用率变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 44 2018 年新型安全厂商直销和渠道比例比较



资料来源：Wind，华西证券研究所

在销售网络建设方面，公司秉承以渠道为核心的市场战略，与国内数千余家渠道代理商建立了合作关系，分布于全国 32 个省（直辖市/自治区），同时在香港、马来西亚、印尼、新加坡等国家和地区设立了子公司，形成了覆盖全国市场及部分海外市场的营销网络。截止至 2019 年底，公司已经覆盖 10 万家客户，包括 90% 的政府部委，80% 的全球 500 强，80% 的金融机构等。

图 45 公司的 10 万家客户覆盖政府、企业和关键行业



资料来源：公司官网，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

假设 1：参考 IDC 数据，未来中国信息安全市场规模保持 20%左右的复合增长，考虑到公司是多个细分领域龙头，且信息安全产品品类不断增加，我们预计 2020-2022 年公司信息安全业务收入增速分别为：35%、33%、30%。

假设 2：云业务是公司增长第二条曲线，近年来公司每年都有 3-5 款云产品发布，给云计算业务贡献边际收入弹性。我们预计 2020-2022 年公司云计算业务收入增速分别为：45%、40%、35%。

假设 3：新 IT 业务（基础网络与物联网）直面万亿级市场空间，公司以软件定义 IT 基础架构为核心布局安视交换机，卡位物联网入口。参考物联网行业 22%左右的复合增速，我们预计 2020-2022 年公司新 IT 业务收入增速分别为：35%、35%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 10 公司收入预测与业绩拆分（百万元）

业务	项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
信息安全	收入	1518.8	1891.6	2843.7	3839.0	5105.9	6637.6
	yoy	23.7%	24.5%	50.3%	35.0%	33.0%	30.0%
	成本	171.4	218.2	496.1	669.7	890.7	1158.0
	毛利率	88.7%	88.5%	82.6%	82.6%	82.6%	82.6%
云计算	收入	544.6	866.8	1214.6	1761.2	2465.6	3328.6
	yoy	146%	59.2%	40.1%	45.0%	40.0%	35.0%
	成本	256.0	400.3	580.6	841.9	1178.6	1591.1
	毛利率	53.0%	53.8%	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
企业级无线	收入	332.8	393.8	531.6	717.7	968.8	1307.9
	yoy	37.5%	18.3%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
	成本	118.7	150.0	199.9	269.9	364.3	491.8
	毛利率	64.3%	61.9%	62.4%	62.4%	62.4%	62.4%
营业收入 (合计)	收入	2472.5	3224.5	4589.9	6317.8	8540.3	11274.2
	yoy	41.3%	30.4%	42.3%	37.6%	35.2%	32.0%
	成本	605.9	860.2	1276.7	1781.5	2433.7	3240.9
	毛利率	75.5%	73.3%	72.2%	71.8%	71.5%	71.3%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

估值与盈利预测：公司以“3 条增长曲线”的路径不断拓展业务边界，抬升业务天花板，未来成长可期。我们分别采用 PS 估值法和 PE 估值法：

1) 采用 PS 估值法，预计 2020-2022 年公司的营业收入分别为 63.2 亿、85.4 亿和 112.7 亿，对应的 PS 倍数分别为 13 倍、9 倍和 7 倍。对标可比公司估值，考虑到云业务的放量，给予公司 2021 年 13 倍 PS，目标市值 1110 亿元。

表 11 可比上市公司估值表 (PS 估值法)

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002410. SZ	广联达	629	42	51	63	15	12	10
688111. SH	金山办公	1,332	26	38	54	52	35	25
600588. SH	用友网络	1,263	101	122	147	12	10	9
688023. SH	安恒信息	229	14	20	27	17	12	8
300768. SZ	迪普科技	181	10	12	15	18	15	12
300369. SZ	绿盟科技	157	22	29	36	7	5	4
002212. SZ	南洋股份	312	22	27	41	14	12	8
002439. SZ	启明星辰	400	40	50	63	10	8	6
均值						18	14	10
300454. SZ	深信服	811	63	85	113	13	9	7

资料来源: Wind, 华西证券研究所

备注: 可比公司预测数据采用 wind 一致性预期; 南洋股份分拆天融信业务计算估值; 股价截止日期为 2020 年 5 月 19 日。

2) 采用 P/E 估值法, 预计 2020-2022 年公司净利润分别为 9.8 亿、13 亿和 16 亿, 对应的 EPS 分别为 2.4 元、3.2 元和 3.9 元, 对应的 P/E 倍数分别为 83 倍、63 倍和 51 倍。对标可比公司估值, 考虑到云业务的放量, 给予公司 2021 年 85 倍 PE, 目标市值 1103 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 12 可比上市公司估值表 (PE 估值法)

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002410. SZ	广联达	55. 67	0. 38	0. 59	0. 77	145	95	72
688111. SH	金山办公	288. 86	1. 58	2. 38	3. 41	183	121	85
600588. SH	用友网络	38. 88	0. 34	0. 43	0. 56	116	91	69
688023. SH	安恒信息	308. 96	1. 81	2. 55	3. 54	171	121	87
300768. SZ	迪普科技	45. 35	0. 77	0. 97	1. 24	59	47	36
300369. SZ	绿盟科技	19. 63	0. 40	0. 53	0. 68	49	37	29
002212. SZ	南洋股份	26. 92	0. 39	0. 60	0. 84	69	45	32
002439. SZ	启明星辰	42. 85	0. 95	1. 21	1. 53	45	36	28
		均值				105	74	55
300454. SZ	深信服	198. 30	2. 39	3. 17	3. 91	83	63	51

资料来源: Wind, 华西证券研究所

备注: 可比公司预测数据采用 wind 一致性预期; 南洋股份分拆天融信业务计算估值; 股价截止日期为 2020 年 5 月 19 日。

5. 风险提示

- 1) 云计算市场拓展不及预期: 用户对云产品接受度低, 推广效果差。
- 2) 行业竞争加剧: 华为、新华三大厂扩张进一步加剧行业竞争格局。
- 3) 核心人才团队流失风险: 公司核心技术人才可能因激励不足等原因流失。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4589.90	6317.83	8540.34	11274.17	净利润	758.90	976.17	1297.30	1599.12
YoY (%)	42.35	37.65	35.18	32.01	折旧和摊销	121.54	187.61	242.52	293.74
营业成本	1276.66	1781.47	2433.68	3240.94	营运资金变动	394.26	800.94	965.09	1006.75
营业税金及附加	53.44	82.61	108.60	140.68	经营活动现金流	1136.32	1942.82	2479.45	2873.39
销售费用	1608.17	2211.24	2989.12	3945.96	资本开支	320.03	182.89	257.37	335.34
管理费用	191.53	189.53	256.21	338.23	投资	1459.05	0.00	0.00	0.00
财务费用	-123.40	-41.04	-127.16	-231.90	投资活动现金流	-1671.28	-182.89	-257.37	-335.34
资产减值损失	-0.67	0.00	0.00	0.00	股权募资	286.37	0.00	0.00	0.00
投资收益	29.13	18.42	22.31	23.28	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	788.62	1031.15	1348.52	1672.75	筹资活动现金流	224.42	0.00	0.00	0.00
营业外收支	2.19	3.47	3.15	2.94	现金净流量	-310.53	1759.93	2222.09	2538.05
利润总额	790.82	1034.62	1351.67	1675.69	主要财务指标				
所得税	31.92	58.46	54.37	76.57		2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	758.90	976.17	1297.30	1599.12	成长能力				
归属于母公司净利润	758.90	976.17	1297.30	1599.12	营业收入增长率	42.35	37.65	35.18	32.01
YoY (%)	25.80	28.63	32.90	23.27	净利润增长率	25.80	28.63	32.90	23.27
每股收益	1.90	2.39	3.17	3.91	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	72.19	71.80	71.50	71.25
	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	16.53	15.45	15.19	14.18
货币资金	325.25	2085.18	4307.26	6845.31	总资产收益率 ROA	12.75	12.83	13.41	10.49
预付款项	36.04	32.57	48.90	71.96	净资产收益率 ROE	17.56	18.43	19.67	19.52
存货	200.95	237.13	374.65	440.88	偿债能力				
其他流动资产	2108.60	1975.86	2015.68	2244.39	流动比率	120.12	148.09	165.23	177.57
流动资产合计	2670.83	4330.74	6746.50	9602.54	速动比率	111.08	139.98	156.05	169.41
长期股权投资	29.42	47.84	70.14	93.43	现金比率	79.03	120.27	140.56	153.06
固定资产	264.15	238.49	196.83	134.37	资产负债率	36.20	37.31	39.53	40.75
无形资产	271.16	299.28	347.06	443.25	经营效率				
非流动资产合计	4101.60	4118.78	4159.08	4226.91	总资产周转率	77.11	83.01	88.25	91.16
资产合计	6772.44	8449.52	10905.58	13829.45	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.90	2.39	3.17	3.91
应付账款及票据	376.15	539.78	732.72	970.88	每股净资产	10.57	12.95	16.13	20.04
其他流动负债	1847.32	2384.60	3350.42	4437.01	每股经营现金流	2.78	4.75	6.06	7.03
流动负债合计	2223.46	2924.38	4083.14	5407.89	每股股利	0.19	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	228.00	228.00	228.00	228.00	PE	104.37	83.08	62.51	50.71
非流动负债合计	228.00	228.00	228.00	228.00	PB	18.77	15.31	12.30	9.90
负债合计	2451.46	3152.38	4311.14	5635.89					
股本	408.94	408.94	408.94	408.94					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	4320.97	5297.14	6594.44	8193.56					
负债和股东权益合计	6772.44	8449.52	10905.58	13829.45					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）： 2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名， 10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）： 计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（研究助理）： 金融学硕士， 2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

分析师承诺

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

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。