

# 深信服科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值





## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

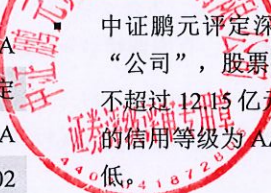
中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：陈轶



# 深信服科技股份有限公司创业板向不特定对象 发行可转换公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA	 中证鹏元评定深信服科技股份有限公司（以下简称“深信服”或“公司”，股票代码“300454.SZ”）本次拟向不特定对象公开发行不超过 12.15 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
评级展望	稳定	
债券信用等级	AA	
评级日期	2022-06-02	

- 上述等级的评定是考虑到网络安全市场需求扩大，用户广泛且政策不断利好，叠加公司行业经验丰富，研发实力较强，营业收入持续增长，业务获现能力较强；同时中证鹏元也关注到，公司面临激烈的市场竞争压力，营业利润和利润总额持续下降，2022 年一季度出现亏损，且客户较为分散，面临一定的渠道管理风险，以及募投项目存在进度及综合效益不达预期的风险等风险因素。

## 债券概况

**发行规模：**不超过 12.15 亿元（含）  
**发行期限：**6 年  
**偿还方式：**每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金并支付最后一年利息  
**发行目的：**投资建设软件定义 IT 基础架构项目和深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目

## 未来展望

- 公司所处行业市场需求扩大，政策不断利好，凭借研发实力和丰富的行业经验，公司经营和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

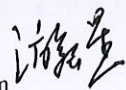
项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	98.45	109.50	96.56	67.72
归母所有者权益	67.59	73.05	65.11	43.21
总债务	2.42	2.43	3.32	0.00
营业收入	11.44	68.05	54.58	45.90
EBITDA 利息保障倍数	--	25.51	124.63	--
净利润	-5.18	2.73	8.09	7.59
经营活动现金流净额	-6.93	9.91	13.18	11.45
销售毛利率	58.86%	65.49%	69.98%	72.19%
EBITDA 利润率	--	4.30%	12.54%	16.55%
总资产回报率	--	2.60%	9.39%	13.29%
资产负债率	31.35%	33.29%	32.57%	36.20%
净债务/EBITDA	--	-9.16	-3.14	-2.40
总债务/总资本	3.45%	3.22%	4.85%	0.00%
FFO/净债务	--	3.95%	-12.64%	-19.81%
速动比率	1.49	1.56	1.73	1.11
现金短期债务比	18.42	29.76	8.07	--

注：2019 年公司无利息支出，2019 年末公司无短期债务。

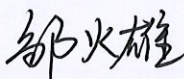
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：**游云星  
 youyx@cspengyuan.com



**项目组成员：**邹火雄  
 zouhx@cspengyuan.com



**联系电话：**0755-82872897



## 优势

- 网络安全市场需求扩大，用户广泛且政策不断利好。数字化经济发展促进了基于互联网的数字化系统和创新应用程序的快速增长，数字化转型后业务安全面临的挑战日益严峻，叠加行业政策密集出台，助推网络安全行业发展。目前网络安全领域的下游用户主要集中在数据信息较为敏感、信息化程度较高的政府、电信及金融行业等。
- 公司行业经验丰富，研发实力较强。公司为国内较早从事信息安全的企业，且通过长期跟踪该领域的技术发展趋势、用户需求的演变，积累了丰富的产品、交付和服务经验。近年公司研发费用投入较大，在国内外均设有研发中心，研发人员占总人数的比重较大，部分产品在中国市场占有率连续多年蝉联第一，且获得多项专利及荣誉称号。
- 公司营业收入持续增长，业务获现能力较强。受益于网络安全和云计算业务的不断拓展，近年公司营业收入持续增长；因销售货款主要采用预收的结算方式，公司经营活动现金流表现较好。

## 关注

- 面临激烈的市场竞争压力。随着政务云、智慧城市等 IT 基础设施建设集约化趋势愈发明显，国内越来越多企业涉足网络安全、云计算等领域，其中包括资金实力雄厚，且具备产业链优势的传统 IT 巨头和互联网公司。
- 公司营业利润和利润总额持续下降，2022 年一季度出现亏损。受行业竞争加剧、原材料价格上涨等因素的影响，近年公司销售毛利率持续下降。2022 年一季度受疫情等的影响，网络安全业务出现负增长，导致当期营业收入增长乏力。此外，公司所属行业技术密集度高且竞争激烈，为保持产品的核心竞争力，公司研发费用及销售费用投入较大。
- 客户较为分散，面临一定的渠道管理风险。公司产品的目标用户群多、用户的地域及行业分布广，故采用渠道代理销售为主、直销为辅的模式。近年公司前五大客户销售收入占比较低，未来随着业绩的增长，渠道不断拓展，渠道管理难度也有所增加。
- 募投项目存在建设进度及综合效益不达预期的风险。为保持产品竞争力，公司不断进行研发创新，2021 年末公司向特定对象发行股票募集资金及本期债券募投项目投资规模较大，受市场环境、产业政策变化、资金到位情况及人才储备等因素的影响，上述项目能否按期竣工并实现预期综合效益存在一定不确定性。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	深信服	奇安信-U	启明星辰	安恒信息	绿盟科技	北信源
总资产	109.50	134.83	89.36	48.52	47.65	28.31
营业收入	68.05	58.09	43.86	18.20	26.09	6.75
净利润	2.73	-5.54	8.63	0.11	3.45	-4.48
销售毛利率	65.49%	60.01%	65.99%	63.96%	61.39%	59.21%
资产负债率	33.29%	26.50%	24.60%	35.91%	23.70%	38.87%

注：1) 以上各指标为 2021 年/2021 年末数据；2) 奇安信-U (688561.SH)、启明星辰 (002439.SZ)、安恒信息 (688023.SH)、绿盟科技 (300369.SZ) 和北信源 (300352.SZ) 的全称分别为奇安信科技集团股份有限公司、启明星辰信息技术集团股份有限公司、杭州安恒信息技术股份有限公司、绿盟科技集团股份有限公司和北京北信源软件股份有限公司。

资料来源：Wind 及公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
软件与服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



**本次评级模型打分表及结果**

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	非常强		净债务/EBITDA	7
	经营规模	6		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	6		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	7
	经营效率	5		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	4		盈利状况	弱
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	2	
业务状况评估结果		非常强	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

**历史评级关键信息**

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	-	-	-	无



## 一、发行主体概况

公司前身为深圳市深信服电子科技有限公司，成立于2000年12月，设立时注册资本为30万元，由何朝曦、熊武、冯毅共同出资设立，出资比例分别为43.33%、36.67%和20.00%。2016年12月，根据公司决议，公司整体变更为股份有限公司，名称变更为现名，注册资本增至3.60亿元。2018年4月20日，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《关于核准深信服科技股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2018〕739号）核准，公司首次向社会公众公开发行不超过4,001万股人民币普通股（A股），发行价格为30.07元/股，扣除发行费用后实际募集资金净额为11.55亿元。2018年5月16日公司在深圳证券交易所创业板上市，公司股本增至4.00亿元。

2018-2020年公司分别实施了“限制性股票与股票期权激励计划”，共授予指定员工限制性股票和股票期权分别为1,083.59万股和42.60万份，2022年3月末公司累计回购限制性股票24.81万股，股票期权累计行权25.20万份。此外，2020年12月，公司向特定对象定向发行股票480.18万股人民币普通股（A股），发行价格为185.01元/股，扣除发行费用后实际募集资金净额为8.81亿元。

截至2022年3月末，公司注册资本和股本为4.16亿元（无限售和限售条件流通股股份数分别为2.71亿股和1.45亿股），股东何朝曦、熊武、冯毅为公司一致行动人，持股比例合计45.94%（无质押、标记或冻结情况），为公司实际控制人。

表1 截至2022年3月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例	持有有限售条件的股份数量
何朝曦	8,424.00	20.27%	6,318.00
熊武	7,300.80	17.56%	5,475.60
冯毅	3,369.60	8.11%	2,527.20
香港中央结算有限公司	2,736.84	6.58%	0.00
DIAMOND BRIGHT INTERNATIONAL LIMITED	1,058.57	2.55%	0.00
交通银行股份有限公司-万家行业优选混合型证券投资基金（LOF）	883.33	2.13%	0.00
张开翼	734.01	1.77%	0.00
夏伟伟	687.47	1.65%	0.00
招商银行股份有限公司-兴全合润混合型证券投资基金	578.29	1.39%	0.00
邓文俊	415.88	1.00%	0.00
合计	26,188.79	63.01%	14,320.80

资料来源：公司2022年第一季度报告，中证鹏元整理

公司是一家专注于企业级网络安全（原信息安全业务）、云计算及IT基础设施（原云计算业务）、基础网络与物联网的产品和服务提供商。截至2022年3月末，纳入公司合并报表范围内子公司共25家，详见附录四。



## 二、本期债券概况

**债券名称：**深信服科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券；

**发行规模：**不超过12.15亿元（含）；

**债券期限：**6年；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金并支付最后一年利息；

**转股期限：**自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

**初始转股价格：**本期债券初始转股价格不高于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司股票交易均价；

**转股价格向下修正条款：**在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施，持有公司本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

**债券赎回条款：**在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或者未转股余额不足3,000.00万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券；

**债券回售条款：**在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算；

本期债券最后两个计息年度内，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；



若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会或深圳证券交易所的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会或深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司，持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

**向原股东配售的安排：**本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请公司股东大会授权董事会根据发行时具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销团包销。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过12.15亿元（含），扣除发行费用后的募集资金投向明细如下表所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
软件定义IT基础架构项目	15.46	7.01	45.32%
深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目	5.79	5.14	88.85%
合计	21.25	12.15	57.18%

资料来源：《深信服科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告（修订稿）》（以下简称“《深信服可转债募集资金使用可行性报告》”），中证鹏元整理

#### （一）软件定义IT基础架构项目

##### 1、项目基本情况

本期债券募投项目软件定义IT基础架构项目实施主体为公司本部，项目建设地址位于深圳市南山区，建设期为3年。软件定义IT基础架构项目建设内容为：对下一代超融合模块、云计算管理平台aCMP模块、桌面云aDESK模块、软件定义分布式存储aStor模块等软件定义的包括计算、网络、存储、终端、管理平台在内的IT基础架构进行研发，对云计算所需的IT基础设施相关的产品予以升级。软件定义IT基础架构项目是在公司已有云计算相关技术、产品的基础上进行的升级研发，是现有业务的延伸和拓展。

##### 2、项目投资进度

根据公司公告的《深信服可转债募集资金使用可行性报告》，软件定义IT基础架构项目总投资15.46亿元，包括开发费用10.05亿元（产品开发人员薪酬8.30亿元、产品开发人员其他费用1.76亿元）、



实施费用3.55亿元、综合服务费1.55亿元和流动资金0.30亿元，上述项目投资情况具体如表5所示。

### 3、项目审批情况

软件定义IT基础架构项目已获得深圳市南山区发展和改革局《深圳市社会投资项目备案证》（深南山发改备案〔2021〕0465号）。

### 4、项目经济效益

根据公司出具的《深信服可转债募集资金使用可行性报告》，软件定义IT基础架构项目是对公司现有产品进行的升级研发，是现有业务的延伸和拓展，升级后的产品实现的效益是公司对该产品历史累计投入的结果，无法单独核算因本次募集资金使用而产生的效益。值得注意的是，公司所处行业升级换代迅速、市场竞争激烈，若市场环境、产业政策等出现重大不利变化、资金不能及时到位、人才储备不足或核心人才流失等，将可能导致上述项目建设进度及综合效益存在不及预期的风险。

## （二）深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目

### 1、项目基本情况

深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目（以下简称“长沙网安及云计算研发基地”）实施主体为子公司湖南深信服科技有限公司（以下简称“湖南深信服”），项目建设地址位于湖南省长沙高新技术产业开发区，建设期为3年。长沙网安及云计算研发基地用地面积3.33万平方米，总建筑面积约为7.30万平方米，项目建成后将作为公司在湖南省长沙市的办公基地，以满足公司日益增长的研发、运营需求。

### 2、项目投资进度

根据公司出具的《深信服可转债募集资金使用可行性报告》，长沙网安及云计算研发基地总投资为5.79亿元，包含建筑工程费用2.59亿元、装修费用1.12亿元、设备购置及安装费用0.59亿元、安装工程费用0.45亿元、工程建设其他费用0.42亿元、预备费用0.40亿元和土地购置费用0.23亿元，上述项目投资情况具体如表5所示。

### 3、项目审批情况

长沙网安及云计算研发基地已取得长沙高新区行政审批服务局《企业投资项目备案告知承诺信息表》（长高新管发计〔2021〕343号）及土地使用权证（湘〔2020〕长沙市不动产权第0377677号）；根据长沙市生态环境局高新分局于2021年11月9日出具的《关于湖南深信服科技有限公司深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目环评审批的复函》，确认长沙网安及云计算研发基地项目按照生态环境部《建设项目环境影响评价分类管理目录（2021版）》，无需办理环境影响评价审批。

### 4、项目经济效益



长沙网安及云计算研发基地将作为公司在湖南省长沙市的办公基地，以满足公司日益增长的研发、运营需求，不直接产生效益，项目建成后，将进一步提升公司的研发实力与运营管理能力，有利于公司长期健康发展。但需注意项目建设受资金到位情况等因素影响而存在进度不及预期的风险。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现在公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。



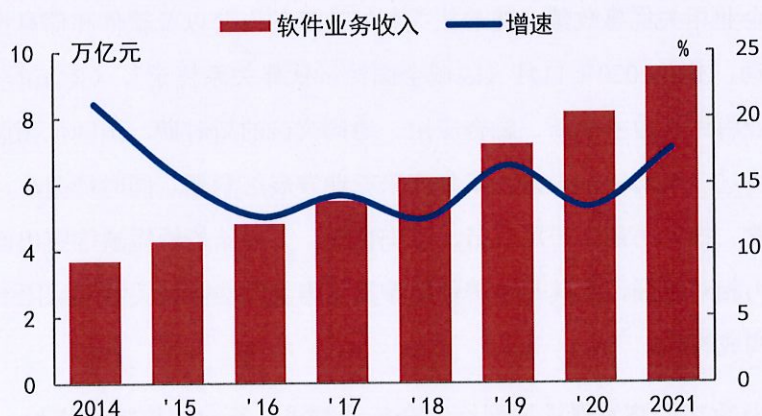
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业环境

我国软件和信息技术服务业快速发展，行业收入规模持续增长，叠加政策持续利好，未来将迎来行业发展红利期；但目前技术实力相对薄弱，且地缘政治因素对行业发展产生一定影响

我国软件和信息技术服务业快速发展，行业收入规模持续增长。随着我国产业结构的不断升级调整，我国软件和信息技术服务业发展迅速，近年信息传输、软件和信息技术服务业生产总值持续增长，2021年达4.40万亿元，增速为14.94%，显著高于同期国内生产总值增速。近年我国软件和信息技术服务业规模以上<sup>1</sup>企业数量有所增加，2021年超过4万家，累计完成软件业务收入9.50万亿元，增速小幅上升；实现利润总额1.19万亿元，同比增长7.6%，两年复合增长率为7.7%。从业人员方面，近年我国软件和信息技术服务业从业人员不断增加，2021年末增至809万人，同比增长7.4%。

图1 我国软件业务收入持续增长



资料来源：2021年软件和信息技术服务业统计公报，中证鹏元整理

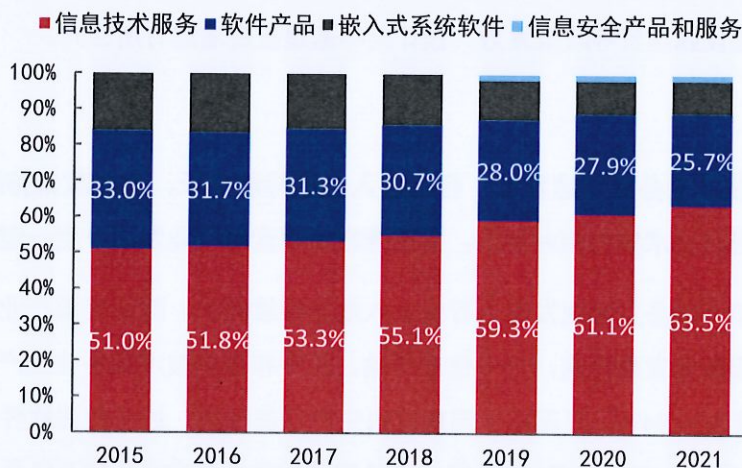
分领域来看，随着产业向服务化、云化演进，以在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等为代表的信息技术服务收入规模及其在整体行业收入中占比持续提升。2021年信息技术服务业务实现收入6.03万亿元，同比增长20.0%，占全国软件和信息技术服务业收入的比重为63.5%，较上年增加2.4个百分点。其中，云服务、大数据服务共实现收入7,768亿元，同比增长21.2%，占信息技术服务收入

<sup>1</sup>规模以上指主营业务年收入500万元以上的软件和信息技术服务企业。



的12.9%，占比较上年同期提高4.6个百分点；集成电路设计收入2,174亿元，同比增长21.3%；电子商务平台技术服务收入10,076亿元，同比增长33.0%。

**图2 我国软件和信息技术服务业收入集中在信息技术服务和软件产品**



资料来源：工信部，中证鹏元整理

我国软件和信息技术服务业政策持续利好。近年我国政府在产业规划、税收优惠、财政支出、软件著作权保护等方面出台多项政策及指导性文件（详见附录五），鼓励和支持软件及信息技术服务业发展。根据国发（2020）8号文，我国在软件和信息技术服务业的财税、投融资、研究开发、进出口、知识产权等方面给予行业企业相关优惠政策。随着相关利好政策的出台以及软件和信息技术服务业“十四五”发展规划布局的启动，叠加2020年11月《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）的正式签署，我国软件和信息技术服务业将进入自主创新、融合应用、协同突破的新时期，国际化拓展迎来崭新蓝图，“双循环”发展新格局将进一步清晰，未来几年将迎来行业发展红利期。同时需关注，我国软件及信息技术服务业面临重硬轻软、投入不足、产用脱节、生态薄弱、人才结构性短缺等突出问题，目前我国软件与技术服务技术实力相对薄弱，尤其是中美贸易摩擦使得美国在部分关键领域限制技术出口，一定程度上对我国部分产业构成影响。

**网络安全威胁及数字经济发展提振网络安全行业需求，行业规模持续增长，且用户广泛，但行业集中度较低、产品呈现碎片化**

我国网络安全正值加速发展期，行业市场规模持续增长，行业用户广泛。根据安全牛，我国网络安全发展历程可分为起源期、萌芽期、成长期和加速期，分别对应通信加密时代、计算机安全时代、信息安全时代和网络空间安全时代。随着通信技术演进及移动互联网普及，企业信息化程度持续提升，我国网络安全行业进入加速发展期，即“大安全”时代。随着新一代信息技术的融合发展，对网络空间安全的认知不断深化，根据中国信息通信研究院统计和分析，近年我国网络信息安全市场规模持续增长，2020年达1,729.3亿元，同比增速为10.6%，2021年市场快速复苏，预计产业规模约为2,002.5亿元，增速



约为15.8%。根据《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023年）（征求意见稿）》，预计到2023年我国网络安全产业规模超过2,500亿元，年复合增长率超过15%。从用户分布来看，目前网络安全领域的下游用户广泛，主要集中在数据信息较为敏感、信息化程度较高的政府、电信及金融行业，另外，教育、制造、能源、交通等行业也是国内网络安全的重点投入领域。

网络安全威胁及数字经济发展提振行业需求，叠加政策驱动，未来网络安全行业发展可期。随着互联网市场的持续发展，信息技术创新发展伴随的安全威胁与传统安全问题相互交织，使网络空间安全问题日益复杂隐蔽。近年来，通过自主捕获和厂商交换新增获得移动互联网恶意程序及CNVD收录的安全漏洞数量均呈上升趋势，2020年分别为302.8万个和2.07万个，2021年上半年分别为86.6万余个和1.31万个；2020年CNCERT/CC协调处置各类网络安全事件维持在10万起左右，网络安全风险较大。此外，“十四五”规划纲要将数字经济部分作为独立篇章，提出迎接数字时代，数字化经济发展促进了基于互联网的数字化系统和创新应用程序的快速增长。由于网络攻击技术和目标类型的更新，数字化转型后业务安全面临的挑战日益严峻，驱动网络安全市场需求。政策方面，自2014年中央网络安全和信息化领导小组成立以来，顶层设计者将网络安全上升到与信息化并重的国家战略高度，此后网络安全相关政策密集出台，尤其《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》的实施，为行业带来强合规要求，助推行业发展。

目前，我国网络安全市场趋于头部企业，产品呈现碎片化。近年来我国网络安全市场规模虽呈现快速增长，但由于行业细分领域较多，竞争较为激烈，产业集中度较低，2020年我国网络安全行业CR1、CR4、CR8分别为7.79%、26.04%、41.36%。此外，2022年3月安全牛发布《中国网络安全行业全景图（第九版）》，中国网络安全行业共分为14类一级安全领域，94类二级细分领域，产业碎片化严重。内生安全时代，网络安全系统将与信息系统深度融合，这对网络安全供应商提出了更高的要求，具有雄厚资本、产业线布局广泛的综合型网络安全商将更受资本方以及军政企业的青睐，市场向头部厂商集中的趋势将继续保持。

信息安全行业属于技术密集型产业，产品研发和技术创新要求企业具备较强的技术实力、配置较丰富的技术研发资源。随着网络安全问题日益复杂，市场对安全产品及服务的要求不断提升，若信息安全产业公司不能根据网络技术与安全形势的变化及时进行技术创新，则可能面临被市场淘汰的风险。同时，信息安全行业也属于智力密集型行业，对于行业企业而言，业务开展需要高素质的研发人员、优秀的管理人员及优质的销售团队，需持续关注信息安全产业公司的人才流失风险。

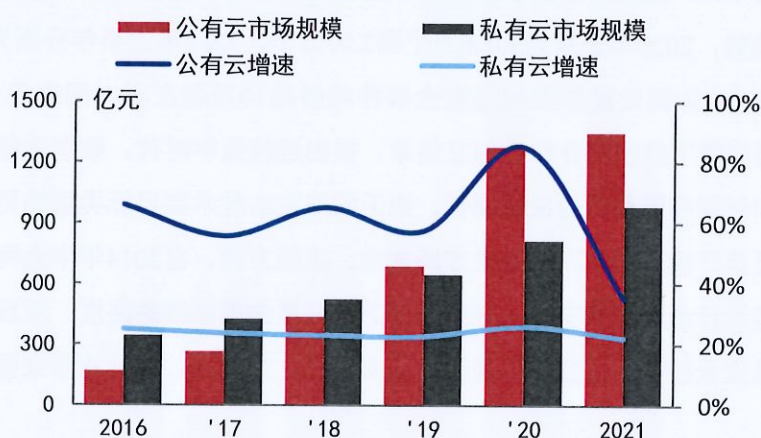
**我国云计算市场规模持续增长，IaaS细分领域集中度较高，且多云布局成趋势；此外，云计算的发展带动中国云安全市场快速发展**

我国云计算市场规模持续增长，且行业发展空间较大。云计算是推动信息技术能力实现按需供给、促进信息技术和数据资源充分利用的全新业态，是信息化发展的重大变革和必然趋势，全球IT企业都在



不断加快技术研发、企业转型以抢占云计算市场空间。作为云计算的先行者，北美地区占据云计算市场的主导地位，以中国为代表的亚洲云计算市场发展潜力较大。近年中国云计算市场规模呈现稳定增长态势，2021年增至2,330.6亿元，其中公有云市场规模占比为57.80%。伴随中国人工智能和边缘计算等高新技术的迅速发展及5G等前沿科技的落地，叠加我国出台了一系列行业利好政策，国内云计算行业发展空间较大。

**图3 中国云计算市场规模持续增长，2021年公有云市场规模增速有所下降**



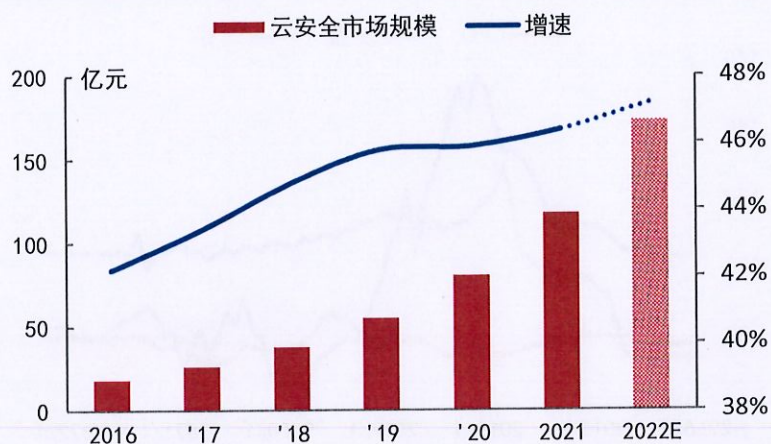
资料来源：中国信息通信研究院、艾媒数据中心，中证鹏元整理

中国云计算IaaS细分领域马太效应明显，集中度较高，且多云布局成趋势。据中国信息通信研究院调查统计，2020年中国公有云IaaS市场份额<sup>2</sup>前五厂商分别为阿里云、天翼云、腾讯云、华为云、移动云，占比分别为35.6%、13.3%、10.5%、9.7%和7.2%，市场集中度较高。在公有云PaaS方面，阿里云、腾讯云、百度云和华为云位于市场前列。在政策、经济、社会等因素推动下，中国云计算发展较快，但基于企业能力、支出成本、行业现状、安全隐私等多种因素的考量，传统IT与云并存、多种云部署模式并存、多家云厂商并存的混合复杂企业云环境，将是短期内中国云计算发展的一大趋势。

云计算的发展带动中国云安全市场快速发展。云计算安全服务随着云计算行业的迅速发展成为网络安全行业极具发展前景的细分市场。根据CCW Research统计结果，近年中国云安全市场规模持续增长，2021年为117.7亿元，同比增速为46.4%。随着国家对网络安全的重视、互联网产业的高速增长和伴随互联网发展而来的日趋严峻的安全问题，以及云计算、5G、大数据、物联网、工业互联网、人工智能等新技术、新应用的发展，针对云环境的安全服务产品具有广阔发展前景，预计到2022年中国云安全市场规模为173.3亿元，行业市场空间广阔。

<sup>2</sup>因为 IaaS 和 CDN 是两种业态，需要分别获得互联网资源协作服务业务牌照和内容分发网络业务牌照，所以 IaaS 市场统计不包含 CDN（云分发）收入，只统计计算、存储、网络（不包含 CDN）、数据库等纯基础资源服务的收入。



**图4 近年中国云安全市场规模持续增长**


资料来源：CCW Research，中证鹏元整理

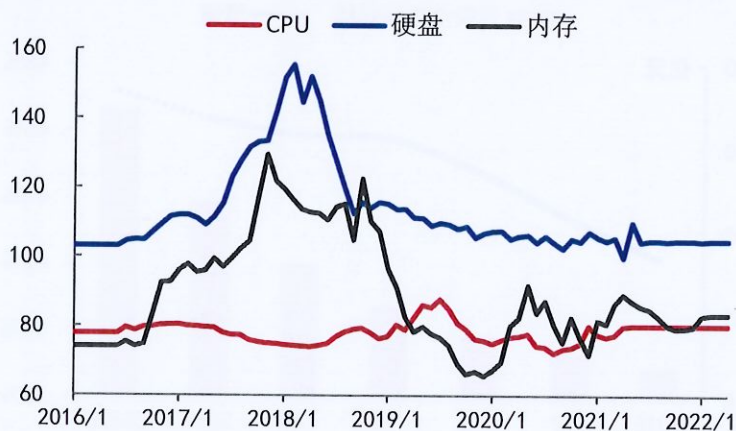
我国服务器行业进入高景气周期，服务器销售厂商集中度较高；伴随上游材料价格的上涨，2021年服务器价格有所增长

随着数字化大时代的到来，服务器需求持续高景气，且产品销售厂商集中度较高。云计算、AI等技术不断发展，企业对数据分析与处理的计算资源需求增加，企业数字化转型叠加IDC扩容需求拉动了市场对服务器需求提升。根据IDC统计结果，2021年我国服务器市场出货量为391.1万台，同比增长8.4%，市场销售额为250.9亿美元，同比增长12.7%。从厂商销售额来看，近年我国服务器销售商主要集中在浪潮、华为、新华三、戴尔和联想，其中浪潮服务器销量占比31.4%，居中国市场第一。根据IDC预计，随着国家“十四五”规划的推进以及新基建的投资，未来五年中国服务器市场规模将保持健康稳定的增长，2025年预计将达到424.7亿美元，五年复合增长率为12.7%，其中X86服务器市场规模预计为414.2亿美元，未来五年复合增长率为13.0%。长期看，我国服务器行业景气度向上。

伴随上游材料价格的上涨，2021年服务器价格有所增长。服务器行业的上游主要为CPU、硬盘等硬件设备制造业及操作系统软件行业，其中CPU、硬盘和内存等硬件采购成本占服务器生产成本的比重在75%左右。服务器上游核心零部件供应商集中度较高，其中X86架构CPU生产商仅为Intel和AMD，硬盘生产商主要为希捷和西部数据两家。高度集中的CPU市场供给，以及以X86架构为主体的生态环境使得上游供应商对服务器厂商具有较强的议价能力，同时由于服务器市场竞争相对激烈，CPU的价格变化对服务器行业的利润水平具有较大的影响。2021年CPU价格指数有所回升，且内存价格指数也上涨，从而导致2021年服务器价格有所上升。



图5 2021年服务器主要构成材料CPU和内存价格有所回升，2022年以来趋于平稳



注：上图中数据系中关村电子产品月价格指数，2008年8月=100。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

公司系在深圳证券交易所创业板上市的公司，按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》以及中国证券监督管理委员会、深圳证券交易所有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序。

近三年公司前十大股东较稳定，2022年3月末前十大股东持股情况如表1所示，股权结构相对集中。截至2022年3月末，一致行动人何朝曦、熊武、冯毅持有公司股份合计1.91亿股，持股比例合计45.94%（无质押、标记或冻结情况），为公司实际控制人。

股东大会为公司权力机构，股东大会召开时，公司董事、监事和董事会秘书应当出席会议，总经理和其他高级管理人员应当列席会议。公司董事会由6名董事组成，其中董事长1人，独立董事3人，不设职工代表董事。董事可以由经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任经理或者其他高级管理人员职务的董事不得超过全部董事的1/2。公司董事会设立审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会。

公司设监事会，由3名监事组成，其中设监事会主席和职工代表监事各一名。公司董事、经理和其他高级管理人员均不得兼任监事。监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或建议。公司设总经理1名，副总经理若干名，均由董事会聘任或解聘，总经理可以列席董事会会议。根据公司于2022年5月6日披露的相关公告，马家俊先生因个人家庭原因，申请辞去公司财务总监职务，董事会同意聘任蒋文光先生担任财务总监，同时，蒋文光先生因上述工作调整原因，申请辞去公司董事会秘书职务，董事会同意聘任陈山先生担任公司副总经理兼董事会秘书。



组织架构方面，为规范日常经营活动，公司设立了证券事务部、审计监察内控中心、产品开发部门等职能部门（组织结构图详见附录三），并制定了相应的决策机制、信息安全管理办法和财务管理制度等内部控制制度。

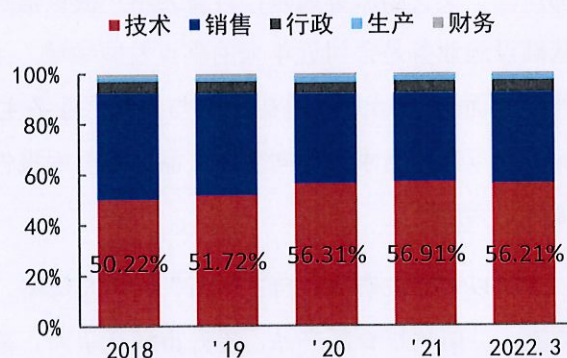
人员素质方面，伴随业务的不断拓展，公司员工人数持续增加，2022年3月末公司拥有员工8,912人。为提升核心技术人员的凝聚力、吸引国内外高尖端人才，公司2018-2021年连续四年均实施了股权激励计划，有助于增强核心技术人员的凝聚力。近年公司技术人员持续增长，占员工总人数的比重均超过50%。从学历构成来看，2022年3月末公司拥有的硕士及以上学历员工占比18.55%。总体来看，公司高学历及技术人员数量较多，符合行业发展特性。但值得注意的是，行业内中高端技术人才相对匮乏，未来随着市场竞争的加剧，行业内企业对人才的争夺将日益激烈，人员流动也将更频繁，存在核心技术人才流失的风险。

图6 公司硕士及以上学历人数占比增长



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图7 公司以技术和销售人员为主



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、经营与竞争

公司专注于软件和信息技术服务行业，聚焦网络安全、云计算及IT基础设施、基础网络和物联网三大业务。作为国内较早从事信息安全领域的企业，公司网络安全业务竞争优势明显，近年网络安全业务收入占同期营业收入的比重均在50%以上，且业务盈利水平较高，为公司收入和利润的主要来源。受疫情等因素的影响，近年公司网络安全业务收入增速放缓，2022年一季度出现负增长，导致当期营业收入整体增长乏力。近年来公司持续推进云计算产品、服务及解决方案的研发及升级，助推云计算及IT基础设施业务收入持续增长，增厚公司营业收入。基础网络和物联网业务由子公司深圳市信锐网科技术有限公司负责，产品包括企业级无线、安视交换机等，近年该业务对公司营业收入贡献相对较小。受行业竞争加剧、原材料价格上涨及疫情等因素的影响，近年公司销售毛利率持续下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
----	-----------	-------	-------	-------



	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
网络安全	6.23	76.61%	36.89	80.84%	33.49	81.67%	28.44	82.55%
云计算及 IT 基础设施	4.20	34.57%	23.79	44.14%	15.91	49.15%	12.15	52.20%
基础网络和物联网	1.01	50.50%	7.37	57.61%	5.18	58.43%	5.32	62.39%
合计	11.44	58.86%	68.05	65.49%	54.58	69.98%	45.90	72.19%

资料来源：公司 2019-2021 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司深耕信息安全领域，行业经验及产品种类相对丰富，通过持续的技术创新和研发投入，不断夯实产品竞争力，但面临激烈的市场竞争压力；公司在建研发项目投资规模较大，需关注项目建设进度及预期综合效益实现情况

公司主营业务为向企业级用户提供网络安全、云计算及IT基础设施、基础网络和物联网相关的产品和解决方案。其中，网络安全业务是公司自成立以来以来的核心业务，目前主要产品包括下一代防火墙、VPN、全网行为管理等，通过长期跟踪信息安全领域的技术发展趋势、用户需求的演变，公司积累了丰富的产品、交付和服务经验，具备为用户提供信息安全解决方案、快速满足用户需求的能力。云计算及IT基础设施业务是公司近年来的重点发展领域，主要产品包括服务器虚拟化、超融合产品HCI、软件定义终端桌面云aDesk等。基础网络与物联网业务主要产品包括企业级无线、安视交换机、企业级物联网等。公司以客户需求为导向生产产品，截至本报告出具日，公司产品种类超过60种，相对丰富，主要产品如附录六所示。

公司以“自主研发、自主创新”为研发策略，不断在行业内推出创新产品，更新迭代既有产品和解决方案，并孵化培育新产品，提升市场竞争力。公司设立了“深信服创新研究院”，由来自耶鲁大学、北京大学、清华大学等国内外顶尖高校的博士团队组成。研发投入方面，2019-2021年公司研发费用持续增加，占同期营业收入的比重维持在20%以上，且占比持续增长，分别在北京、深圳、长沙、南京和成都设立研发中心，并拥有领先的测试平台。人员方面，公司研发人员数量持续增长，2022年3月末合计占员工总数的比重增至40.17%，占比较高。公司已获批成立“博士后科研工作站”“下一代互联网信息安全技术国家地方联合工程实验室”“广东省智能云计算工程技术研究中心”等，为创新增添动力。专利方面，2021年末公司累计申请专利超过2,300件，其中1项荣获“中国专利奖银奖”、3项荣获“中国专利优秀奖”。公司自2010年开始连续多年被评为“国家规划布局内重点软件企业”、连续4年入选中国电子信息行业联合会发布的“软件与信息技术服务综合竞争力百强企业”榜单，2021年12月公司凭借“人机共智”的托管式安全运营服务（MSS）成为首批获得国家信息安全服务资质安全运营类一级的网络安全企业。此外，公司还参与了重要行业标准的制定，且为“G20峰会”“厦门金砖会晤”、博鳌亚洲论坛2021年年会等网络安全保卫工作技术支持单位。

表4 公司研发投入情况

指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
期末研发人员数量（人）	3,580	3,550	3,018	2,247



期末研发人员数量占比	40.17%	39.90%	39.96%	36.80%
研发投入金额（亿元）	6.10	20.88	15.09	11.41
研发投入占营业收入比例	53.29%	30.68%	27.65%	24.86%

资料来源：公司提供及公司 2019-2021 年年度报告，中证鹏元整理

通过不断的技术创新，公司产品获得一定的市场认可。网络安全方面，根据IDC研究报告<sup>3</sup>，公司VPN、全网行为管理均连续超过10年保持中国市场占有率第一，下一代防火墙、超融合等核心产品也排在前列。公司全网行为管理、VPN、下一代防火墙等产品连续多年入围Gartner全球魔力象等。云计算及IT基础设施方面，2021年公司桌面云终端（原VDI）产品在中国云终端市场占有率排第一，云桌面软件VCC类（桌面虚拟化、应用虚拟化）和超融合HCI产品自2017年开始连续多年在中国市场占有率居前三。用户分布方面，经过二十年发展，凭借具有市场竞争力的产品和解决方案等，公司已为全球超十万家企业级用户提供了产品和服务，包括80%的中国进入世界500强企业、90%的中国政府部委级单位、中国三大运营商以及中国规模最大的前10家银行等高端用户。

随着政务云、智慧城市等IT基础设施建设集约化趋势愈发明显，国内越来越多企业涉足网络安全、云计算等领域，此外，资金实力雄厚，且具备产业链优势的传统IT巨头和互联网公司也逐渐进入网络安全行业，导致整个行业竞争激烈。为保持产品竞争力，公司不断进行研发创新。截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资35.49亿元，其中59.06%源自募集资金，且公司资金充足，项目投资压力小，但需持续关注项目建设进度及建成后综合效益实现情况。根据公司于2022年4月19日披露的《深信服科技股份有限公司关于部分募集资金投资项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，截至公告日，云化环境下的安全产品和解决方案升级项目已实施完毕，募集资金节余（含利息收入）0.12亿元。

表5 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

类型	项目名称	计划总投资	拟投入募集资金	已使用募集资金	主要内容
定增	网络信息安全服务与产品研发基地项目	9.60	6.06	1.15	用地面积 5,933.88 平方米，预计建筑面积 71,560 平方米，项目建成后将作为公司在深圳的总部基地，以满足公司日益增长的研发、运营场地需求。
	云化环境下的安全产品和解决方案升级项目	4.64	2.75	1.84	进行云数据中心安全域自动划分模块、云安全自动运维和智能联动、高端威胁防护、IPSec 及 WOC 模块、漏洞优化等研发，对云化环境下的安全产品和解决方案进行升级。

<sup>3</sup>源自公司 2021 年年度报告。



本期 债券	软件定义 IT 基础架构项目	15.46	7.01	0.00	对下一代超融合模块、云计算管理平台 aCMP 模块、桌面云 aDESK 模块、软件定义分布式存储 aStor 模块等软件定义的包括计算、网络、存储、终端、管理平台在内的 IT 基础架构进行研发，对云计算所需的 IT 基础设施相关的产品予以升级。软件定义 IT 基础架构项目是在公司已有云计算相关技术、产品的基础上进行的升级研发，是现有业务的延伸和拓展。
	深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设	5.79	5.14	0.00	用地面积 3.33 万平方米，总建筑面积约为 7.30 万平方米，项目建成后将作为公司在湖南省长沙市的办公基地，以满足公司日益增长的研发、运营需求。
合计		35.49	20.96	2.99	--

资料来源：公司提供

公司产品销售以渠道代理销售为主，营销网络覆盖较广，且客户较为分散，面临一定的渠道管理风险；受下游用户的影响，公司产品销售结算具有明显的季节性

公司产品的目标用户群多、用户的地域及行业分布广，故采用渠道代理销售为主、直销为辅的模式。公司借助渠道商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；采用直销模式满足重点行业客户的需求。截至2022年3月末，公司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。伴随公司全面渠道化战略的持续推进，2019-2021年渠道代理销售收入占同期营业收入的比重均维持在96%以上。同时需注意，随着公司业务不断扩展，渠道管理难度也有所增加。

表6 公司渠道销售情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	0.78	6.79%	2.50	3.68%	1.60	2.93%	1.27	2.77%
渠道代理销售	10.66	93.21%	65.55	96.32%	52.98	97.07%	44.63	97.23%
合计	11.44	100.00%	68.05	100.00%	54.58	100.00%	45.90	100.00%

资料来源：公司提供

渠道经销商选择方面，公司根据产品推广计划、区域市场情况，综合考虑渠道资源、市场信誉、销售实力等情况，选择合作的渠道经销商，并与之签订合作协议。近年公司前五大客户稳定性较好，但前五大客户销售金额占比较小，客户集中度很低。款项结算方面，公司主要采用预收部分货款，剩余款项开具一定自然日到期的支票的形式进行结算，对于项目金额较大、需要账期支持的渠道经销商，公司会给予一定的信用账期，一般为30-90天。近年公司收现比维持在1以上，整体收现情况较好。

表7 公司前五大客户销售情况（单位：亿元）

时间	客户名称	销售金额	占年度销售总额的比重
----	------	------	------------



2022年1-3月	深圳市众安在线科技有限公司	0.34	2.95%
	浙江高驰科技有限公司	0.29	2.50%
	江苏群立开云信息技术有限公司	0.28	2.44%
	广州市天齐科技实业有限公司	0.27	2.34%
	联强国际贸易（中国）有限公司	0.22	1.96%
	<b>合计</b>	<b>1.39</b>	<b>12.19%</b>
2021年	深圳市众安在线科技有限公司	2.50	3.67%
	江苏群立开云信息技术有限公司	1.88	2.77%
	浙江高驰科技有限公司	1.65	2.43%
	广州市天齐科技实业有限公司	1.36	2.00%
	联强国际贸易（中国）有限公司	1.08	1.59%
	<b>合计</b>	<b>8.48</b>	<b>12.46%</b>
2020年	深圳市众安在线科技有限公司	2.06	3.78%
	浙江高驰科技有限公司	1.34	2.45%
	广州市天齐科技实业有限公司	1.17	2.14%
	江苏群立开云信息技术有限公司	1.14	2.09%
	山东弘锐信息科技有限公司	1.04	1.90%
	<b>合计</b>	<b>6.74</b>	<b>12.36%</b>
2019年	深圳市众安在线科技有限公司	1.89	4.11%
	山东弘锐信息科技有限公司	1.14	2.47%
	浙江高驰科技有限公司	1.11	2.42%
	广州市天齐科技实业有限公司	1.10	2.40%
	江苏群立开云信息技术有限公司	0.96	2.09%
	<b>合计</b>	<b>6.19</b>	<b>13.49%</b>

注：上表中数据之和与合计数存在略微的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司产品的主要用户以企业、政府单位、医疗和教育机构、金融机构、电信运营商为主，上述单位通常采取预算管理制度和集中采购制度，一般为下半年制订次年年度预算和投资采购计划，审批通常集中在次年上半年，设备采购招标一般则安排在次年年中或下半年。因此，公司每年上半年销售订单相对较少，年中订单开始增加，产品交付则集中在下半年尤其是第四季度。

**表8 公司营业收入季节分布情况（单位：亿元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一季度	11.44	--	10.92	16.05%	6.09	11.15%	6.42	13.98%
二季度	--	--	14.94	21.95%	11.35	20.80%	9.17	19.98%
三季度	--	--	17.90	26.31%	15.00	27.49%	12.33	26.86%
四季度	--	--	24.29	35.69%	22.14	40.56%	17.98	39.18%

资料来源：公司 2019-2021 年年度报告及 2022 年一季度报告，中证鹏元整理



公司与主要供应商合作紧密，服务器占生产成本比重较大，需关注其价格波动对公司盈利的影响

公司主营业务成本由直接材料、直接人工、制造费用、服务成本构成，其中直接材料是营业成本最主要的构成部分，近年其占营业成本的比重维持在80%左右。原材料采购方面，公司拥有独立的供应链体系，原材料采购主要由采购部门执行。公司对外采购的原材料主要为服务器、工控设备、交换机等硬件设备，以及少量第三方软件产品等。近年公司服务器采购金额占比维持在35%左右，其价格波动是影响产品成本变动的重要因素之一。2021年服务器价格有所上涨，对公司盈利造成一定不利影响。

表9 公司主要原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
服务器	1.38	34.04%	7.53	32.46%	6.00	36.17%	5.09	34.99%
工控设备	0.46	11.32%	2.76	11.90%	2.66	16.06%	2.94	20.24%
配件	1.24	30.68%	6.86	29.59%	3.36	20.25%	2.96	20.35%
路由器及交换机等	0.56	13.81%	3.18	13.72%	2.48	14.94%	1.78	12.26%
瘦终端	0.14	3.41%	1.04	4.47%	0.83	5.01%	0.75	5.14%
其他	0.27	6.74%	1.82	7.86%	1.26	7.56%	1.02	7.03%
合计	4.06	100.00%	23.19	100.00%	16.59	100.00%	14.53	100.00%

注：上表中数据之和与合计数存在略微的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

供应商的选择和认证方面，公司通过互联网、展览会等媒介，寻找有价值的供应商作为备选，采购部组织供应商认证小组对列入评价范围内的供应商进行评审，根据评价结果引进符合公司需要的供应商。此外，公司还对供应资源进行分级管理和优化，淘汰劣质供应商。近年公司与主要供应商合作紧密，有助于保障原材料供应的稳定性和渠道的通畅性。2019-2021年公司前五大供应商采购金额占比持续减少，采购集中度持续减弱。原材料采购结算方面，公司在收到货物并验收合格后，一般采用月结45天向供应商支付相关货款。

表10 公司前五大供应商采购情况（单位：亿元）

时间	供应商名称	采购金额	占采购总额的比重
2022年1-3月	广州耀恒信息科技有限公司	0.74	18.19%
	浪潮电子信息产业股份有限公司	0.28	7.02%
	广州市华胜弘邦计算机有限公司	0.24	5.85%
	北京神州数码有限公司	0.23	5.55%
	深圳市智微智能科技股份有限公司	0.22	5.38%
	合计	1.70	41.99%
2021年	广州耀恒信息科技有限公司	3.44	14.84%
	浪潮电子信息产业股份有限公司	2.48	10.69%
	深圳市智微智能科技股份有限公司	1.34	5.77%
	宁畅信息产业（北京）有限公司	1.08	4.66%



2020年	肯沃（上海）国际贸易有限公司	0.79	3.42%
	合计	9.13	39.38%
	浪潮电子信息产业股份有限公司	3.60	21.72%
	深圳市智微智能科技股份有限公司	1.33	8.02%
	广州耀恒信息科技有限公司	1.01	6.10%
	天弘（东莞）科技有限公司	0.82	4.97%
	东莞立华海威网联科技有限公司	0.62	3.72%
	合计	7.39	44.53%
2019年	浪潮（北京）电子信息产业有限公司	3.52	24.21%
	深圳市智微智能科技股份有限公司	1.36	9.35%
	北京立华莱康平台科技有限公司	1.17	8.07%
	天弘（东莞）科技有限公司	1.17	8.06%
	北京研华兴业电子科技有限公司	0.55	3.80%
	合计	7.77	53.49%

注：上表中数据之和与合计数存在略微的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2019年、2020年和2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。近三年及一期公司合并报表范围内子公司变化情况如下表所示。

表11 近三年及一期公司合并报表范围内子公司变化情况

子公司名称	是否纳入合并报表范围			
	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
长沙深信服信息科技有限公司	是	是	是	是
深圳市深信服投资控股有限公司	是	是	是	是
深圳市信锐网科技术有限公司	是	是	是	是
深圳市深信服信息安全有限公司	是	是	是	是
深圳市口袋网络科技有限公司	是	是	是	是
湖南深信服科技有限公司	是	是	是	否
青岛市深信服职业技能培训学校有限责任公司	是	是	是	否
北京深信服信息技术有限公司	是	是	否	否
北京路云天网络安全技术研究院有限公司	是	是	否	否
上海深信服信息科技有限公司	是	是	否	否
江苏深信服智能科技有限公司	是	否	否	否
广州琥珀安云一期创业投资合伙企业（有限合伙）	否	否	是	是



深信服网络科技（深圳）有限公司	否	否	是	是
Sangfor Technologies (Hong Kong) Limited	是	是	是	是
Virtiant Inc.	是	是	是	是
Sangfor Technologies (UK) Limited	是	是	是	是
Sangfor Technologies (Singapore) Pte. Ltd.	是	是	是	是
Sangfor Technologies (Malaysia) Sdn. Bhd.	是	是	是	是
PT. Sangfor Technologies Indonesia	是	是	是	是
Sangfor Technologies (Thailand) Company Limited.	是	是	是	是
方未科技（开曼）有限公司	是	是	否	否
Sangfor Technologies (Vietnam) Company Limited	是	是	否	否
Sangfor Technologies Netherlands B.V.	是	是	否	否
方未科技（荷兰）有限公司	是	是	否	否
Sangfor Technologies Italy S.r.l.	是	是	否	否
Sangfor Technologies (Macau) Limited	是	是	否	否
方未科技（美国）有限公司	是	是	否	否

资料来源：公司提供

## 资产结构与质量

公司近年资产总额持续增长，2021年加大权益类资产投资，非流动性资产占比同比有所上升；整体资产流动性较好

随着定增融入大额资金及经营业绩积累等，2019-2021年末公司资产总额持续增长。从资产构成来看，公司资产主要由货币资金、定期存款和银行理财产品等构成，2019-2021年上述资产账面价值合计占同期末资产总额的比重在70%左右。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.64	5.73%	5.79	5.29%	5.89	6.10%	3.25	4.80%
交易性金融资产	7.31	7.42%	14.75	13.47%	18.98	19.66%	14.32	21.14%
应收账款	3.74	3.80%	5.48	5.01%	4.94	5.11%	3.94	5.82%
存货	3.57	3.62%	3.50	3.20%	1.80	1.86%	2.01	2.97%
一年内到期的非流动资产	18.53	18.82%	17.84	16.30%	16.75	17.35%	1.10	1.62%
其他流动资产	2.31	2.34%	3.18	2.90%	2.62	2.71%	1.19	1.76%
<b>流动资产合计</b>	<b>42.62</b>	<b>43.30%</b>	<b>52.66</b>	<b>48.09%</b>	<b>52.47</b>	<b>54.34%</b>	<b>26.71</b>	<b>39.44%</b>
长期股权投资	3.74	3.80%	3.65	3.33%	0.30	0.31%	0.29	0.43%
其他权益工具投资	4.42	4.48%	4.78	4.36%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	3.43	3.48%	3.48	3.18%	2.81	2.91%	2.64	3.90%
无形资产	2.82	2.86%	2.83	2.58%	2.93	3.03%	2.71	4.00%



其他非流动资产	34.60	35.15%	35.22	32.16%	30.62	31.71%	31.29	46.21%
非流动资产合计	55.82	56.70%	56.84	51.91%	44.09	45.66%	41.02	60.56%
资产总计	98.45	100.00%	109.50	100.00%	96.56	100.00%	67.72	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

在经营规模持续扩大、盈利状况不断提升的情况下，公司保持一定的现金储备以便迅速把握市场机会，降低资金周转风险。公司货币资金主要为银行存款，2022年3月末受限货币资金占当期末货币资金账面价值的比重较小，主要为承兑汇票保证金、履约保证金等。交易性金融资产主要系公司用自有资金或募集资金适时购买的风险较低或保本型的银行理财产品及结构性存款。近年末公司交易性金融资产余额大幅波动，其中2021年公司赎回部分理财产品用于偿还债务及支付参与中国电信股份有限公司（以下简称“中国电信”，股票代码：601728.SH、0728.HK）A股首次公开发行战略配售的款项，导致当年末交易性金融资产有所下降；2022年一季度公司赎回大额理财产品用于发放员工年终奖及支付供应商采购款等，导致2022年3月末交易性金融资产较上年末大幅下降。2019-2021年末公司应收账款有所增长，主要为货款，应收对象较为分散，账龄主要在半年内。公司存货包括生产所需的服务器等硬件、库存商品和发出商品。因公司以软件销售为主，硬件仅为软件产品所需的承载工具，可选供应商较多，产品加工工序简单，生产周期短，不需要大批量备货，故存货规模较小。基于当前包括芯片在内的原材料缺货的大环境下，为保证产品的及时交付及预防价格上涨导致原材料采购成本增加等，公司提前进行了策略性备货，导致2021年末存货账面价值较上年末大幅增长。公司一年内到期的非流动资产和其他流动资产均主要为银行定期存款本金及利息。

因第三方股东对公司原子公司广州琥珀安云一期创业投资合伙企业（有限合伙）增资，导致其变更为公司合营企业，故2021年末长期股权投资大幅增长。其他权益工具投资系公司配售的中国电信1.10亿股股份，金额为5.00亿元，锁定期为中国电信上市交易日起36个月。中国电信自A股上市以来，股价呈下降趋势，公司存在一定的投资损失，需关注二级市场股价波动风险。公司为轻资产企业，固定资产规模较小，主要为服务器、AD/AC/AF安全设备等测试设备；其他非流动资产主要为一年以上到期的银行定期存款。

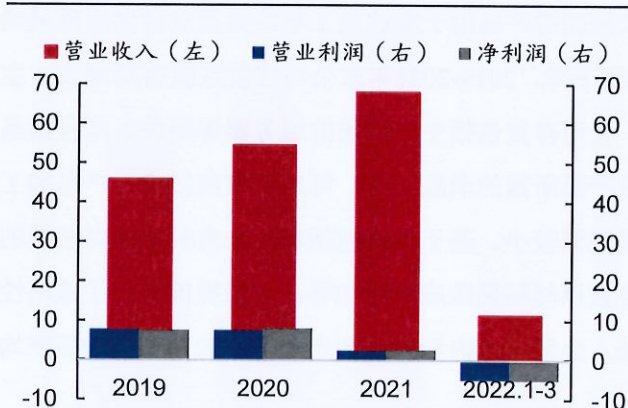
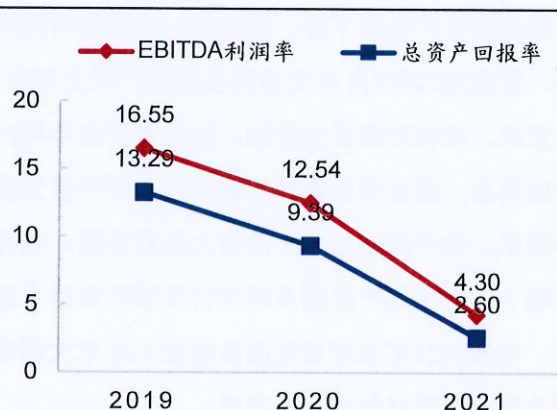
## 盈利能力

近年公司营业收入持续增长，但业务盈利能力持续减弱，且销售费用的不断增加对利润形成侵蚀，2019-2021年营业利润和净利润持续下降，2022年一季度出现亏损，补贴收入对盈利具有较好补充

受益于网络安全和云计算业务的不断拓展等，2019-2021年公司营业收入持续增长。受深圳市、东莞市等地疫情影响，部分原材料到货不及时，导致公司部分订单未能及时交付，以及疫情期间下游客户招标采购计划及公司客户拓展均受到一定影响，综合导致2022年一季度公司营业收入增长乏力。公司深耕网络安全领域，竞争优势明显，产品附加值较高，使得网络安全业务2019-2021年销售毛利率维持在80%以上。受行业竞争加剧及原材料价格上涨等因素的影响，近年公司销售毛利率持续下降。



公司所从事的网络安全和云计算行业技术密集度高且市场竞争激烈，要保持产品的核心竞争力，提升收入水平，需不断进行研发及销售投入。近年公司研发费用占同期营业收入的比重保持在20%以上，且持续提升。2019-2021年公司销售费用持续增长，占同期营业收入的比重在34%左右，2022年一季度占比达到55.11%。综合来看，2019-2021年公司销售费用和研发费用合计占同期营业收入的比重保持在60%左右，且持续增长，2022年一季度达108.40%，叠加公司业务销售毛利率整体持续减弱以及2022年一季度营业收入增长乏力，导致公司营业利润及利润总额持续下降，2022年一季度出现亏损，EBITDA利润率和总资产回报率近年也持续下降，需关注公司盈利情况。近年公司获得软件产品销售增值税退税等补贴对盈利具有较好补充。

**图8 公司收入及利润情况（单位：亿元）**

**图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

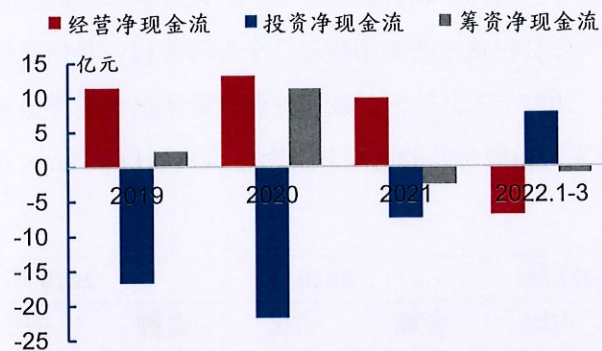
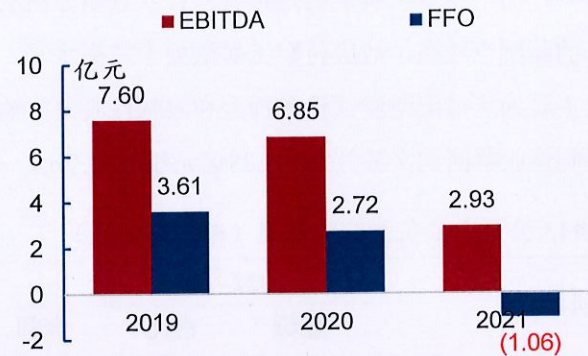
**公司业务获现能力较强，2019-2021年经营活动现金流表现较好，2022年一季度表现为净流出**

公司产品销售货款主要采用预收的结算方式，并适当给予部分大客户一定账期，但期限较短。近年公司收现比均在1以上，整体业务获现能力较强。受益于主营业务收入持续增长且回款较好，2019-2021年公司经营活动产生的现金持续大额净流入，EBITDA表现较好。2019-2020年公司FFO表现较好，2021年公司销售毛利率小幅下降，叠加研发及销售费用大幅增加，FFO为负数。因产品销售及回款具有季节性、原材料备货及支付奖金等，2022年1-3月公司经营活动现金表现为净流出。

投资活动方面，伴随公司购买理财产品等，2019-2021年公司投资活动产生的现金均表现为净流出。因理财等赎回，2022年一季度公司投资活动产生的现金净流入7.79亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于发行股票及银行借款，伴随上述途径融入资金，2019-2020年公司筹资活动产生的现金均表现为净流入；2021年及2022年1-3月公司筹资活动产生的现金均表现为净流出。



**图10 公司现金流结构**

**图11 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


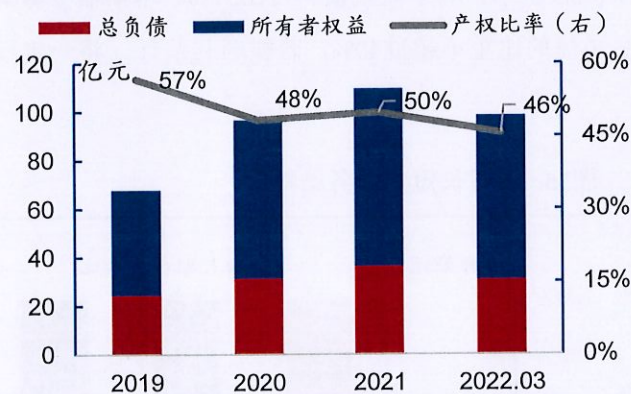
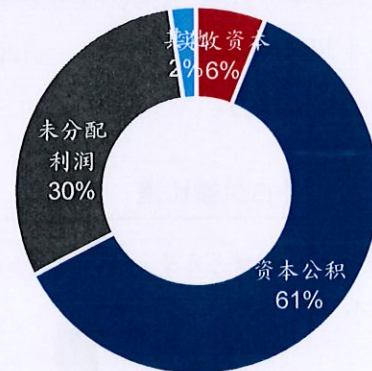
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

公司自身造血能力较强，债权融资规模很小，偿债压力小

在技术创新的不断加持下，公司产品竞争力较强，营业收入持续增长，且业务回款较好，2019-2021 年经营活动现金流表现较好，为自身发展提供了良好的资金支持。受益于股本溢价、支付的股权激励计划费用等金额较大及经营业绩的积累等，2019-2021 年末公司所有者权益有所增长。近年公司总负债规模较小，产权比率较小且整体有所下降，所有者权益对总负债的保障程度较高。

**图12 公司资本结构**

**图13 2022年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

注：上图中资本公积系扣除库存股后的值。

资料来源：公司未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，近年公司以流动负债为主。2019 年公司以股权融资为主，未进行债权融资，2020 年公司向银行取得了一定规模的借款。公司应付账款系材料款，伴随业务持续扩张、原材料价格上涨等，近年应付账款余额有所增长。预收款项系预收的货款及服务费用，根据新的会计准则，自 2020 年 1 月 1 日起，



预收款项调至合同负债列示。公司合同负债包括预收货款及服务费、递延收入（一年以内实现的服务费），而一年以上实现的递延收入计入其他非流动负债。公司为知识密集型企业，对人才要求较高，相应的薪酬也较高，故应付职工薪酬处于较高水平。公司应交税费主要为增值税及个人所得税。其他应付款主要为应付渠道测试设备押金和限制性股票回购款，2021年末其他应付款中应付渠道测试设备押金和限制性股票回购义务分别为3.88亿元和0.83亿元，占年末其他应付款的比重分别为63.58%和13.67%。

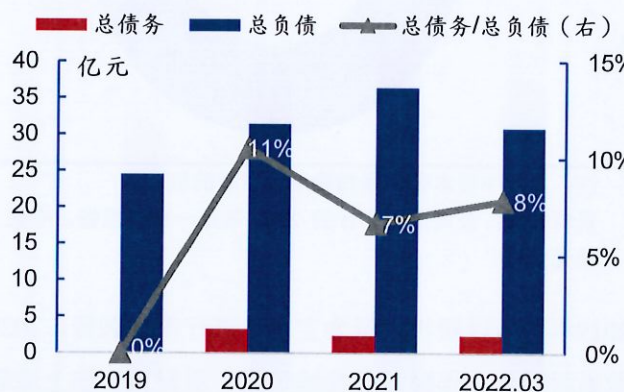
表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.58	1.88%	0.27	0.75%	3.22	10.23%	0.00	0.00%
应付账款	2.65	8.59%	4.04	11.09%	4.39	13.96%	3.76	15.34%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.96	16.17%
合同负债	10.53	34.11%	11.57	31.74%	7.21	22.94%	0.00	0.00%
应付职工薪酬	4.49	14.54%	5.42	14.88%	4.39	13.96%	5.69	23.22%
应交税费	0.48	1.56%	2.51	6.90%	1.98	6.29%	1.11	4.51%
其他应付款	6.06	19.65%	6.10	16.73%	7.47	23.76%	7.71	31.45%
<b>流动负债合计</b>	<b>26.20</b>	<b>84.90%</b>	<b>31.58</b>	<b>86.62%</b>	<b>29.26</b>	<b>93.04%</b>	<b>22.23</b>	<b>90.70%</b>
递延收益	0.18	0.59%	0.13	0.35%	0.12	0.39%	1.74	7.11%
其他非流动负债	3.27	10.60%	3.33	9.13%	1.91	6.09%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.66</b>	<b>15.10%</b>	<b>4.88</b>	<b>13.38%</b>	<b>2.19</b>	<b>6.96%</b>	<b>2.28</b>	<b>9.30%</b>
<b>负债合计</b>	<b>30.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

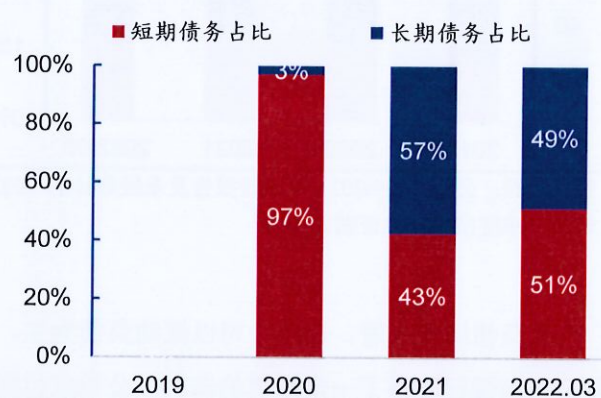
截至2022年3月末，公司总债务余额为2.42亿元，规模很小，其中短期债务占比51%。本期债券募集资金合计不超过12.15亿元（含），占2022年3月末总负债的比重不超过40%，若能顺利发行，将一定程度增加公司债务压力。

图14 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图15 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理



从偿债能力指标来看，近年公司资产负债率有所下降，整体处于较低水平；2019-2021年净债务均为负数，总债务/总资本处于较低水平，债务压力小。

表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	31.35%	33.29%	32.57%	36.20%
净债务/EBITDA	--	-9.16	-3.14	-2.40
EBITDA 利息保障倍数	--	25.51	124.63	--
总债务/总资本	3.45%	3.22%	4.85%	0.00%
FFO/净债务	--	3.95%	-12.64%	-19.81%

注：2019年公司无利息支出。

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司资产主要由货币资金、定期存款和银行理财产品构成，速动比率均在1以上，资产流动性较强。公司现金短期债务比处于较高水平，短期偿债压力小。公司为创业板上市公司，资本市场融资渠道通畅，2022年3月末未使用银行授信金额合计11.24亿元，具备一定的融资弹性。

图16 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 八、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

### 或有事项分析

为积极支持公司经销商发展，解决部分经销商参与公司云计算业务因前期投入较大导致资金压力问



题，推动公司云计算业务相关战略有效落地，公司对符合条件的优质经销商向公司指定的银行申请贷款提供连带责任保证担保。截至2022年4月末，公司对民营企业成都矢量科技有限公司、内蒙古启正信息科技有限公司担保余额合计305万元，占2022年3月末净资产规模的比重很小，且上述担保均设有反担保措施。

**表15 截至 2022 年 4 月末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	企业性质	担保余额	担保到期日	是否有反担保
内蒙古启正信息科技有限公司	民营企业	230	2022/12/30	是
成都矢量科技有限公司	民营企业	30	2022/10/22	是
成都矢量科技有限公司	民营企业	30	2022/5/28	是
成都矢量科技有限公司	民营企业	15	2022/10/16	是
合计	--	305	--	--

资料来源：公司提供

## 九、抗风险能力分析

我国网络安全正值加速发展期，行业市场需求扩大，用户广泛且政策不断利好。公司深耕信息安全领域，行业经验丰富，研发实力较强。此外，公司不断拓展网络安全和云计算业务，营业收入持续增长，且业务获现能力较强，债权融资规模很小，偿债压力小。同时中证鹏元也关注到，国内越来越多企业涉足网络安全、云计算等领域，行业竞争激烈，近年公司营业利润和利润总额持续下降，2022年一季度出现亏损，公司客户较为分散，随着渠道的不断拓展，面临一定的渠道管理风险，此外，受市场环境、产业政策变化、资金到位情况及人才储备等因素的影响，募投项目存在建设进度及综合效益不达预期的风险。总体来看，公司抗风险能力较强。

## 十、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金主要来源于公司经营性业务产生的现金流。受益于网络安全和云计算业务的不断拓展，近年公司营业收入持续增长，2021年为68.05亿元，2019-2021年复合增长率为21.76%。公司销售商品、提供劳务收到的现金占同期营业收入的比重均维持在1以上，现金生成能力较好，营业收入增长以及经营活动现金净流入为本期债券的本息偿付提供较强保障。但中证鹏元也注意到，公司产品销售以渠道销售为主，营销网络覆盖较广，客户较为分散，面临一定的渠道管理风险及激烈的市场竞争压力；主要原材料价格波动、研发及销售费用的上升将对公司的盈利水平产生不利影响。此外，2022年3月末公司银行理财产品和定期存款规模较大，必要时可考虑通过变现相关资产来补充偿债资金。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转



股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股，将进一步增加公司的债务压力。同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场等渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

## 十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。



## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

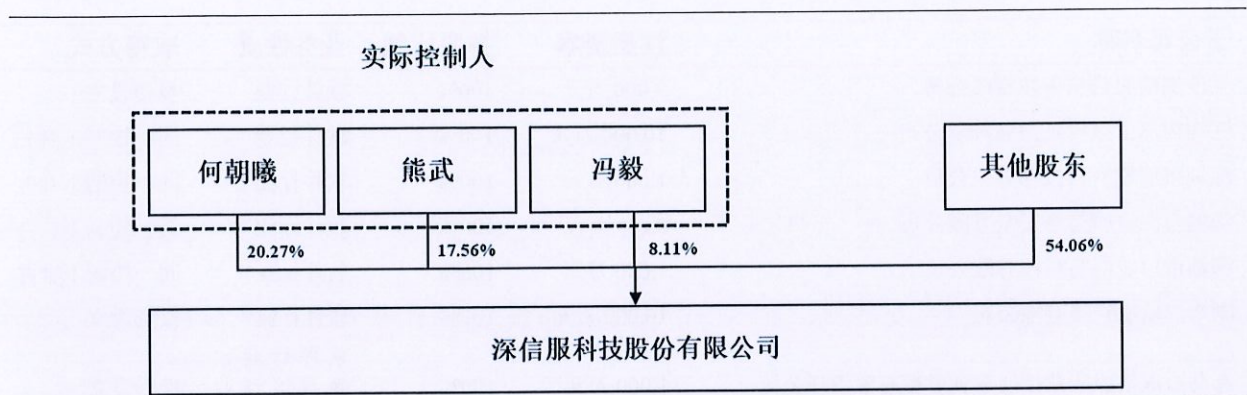
财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.64	5.79	5.89	3.25
一年内到期的非流动资产	18.53	17.84	16.75	1.10
流动资产合计	42.62	52.66	52.47	26.71
其他非流动资产	34.60	35.22	30.62	31.29
非流动资产合计	55.82	56.84	44.09	41.02
资产总计	98.45	109.50	96.56	67.72
短期借款	0.58	0.27	3.22	0.00
合同负债	10.53	11.57	7.21	0.00
应付职工薪酬	4.49	5.42	4.39	5.69
其他应付款	6.06	6.10	7.47	7.71
一年内到期的非流动负债	0.61	0.73	0.00	0.00
流动负债合计	26.20	31.58	29.26	22.23
长期借款	0.00	0.00	0.10	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.02	0.02
其他非流动负债	3.27	3.33	1.91	0.00
非流动负债合计	4.66	4.88	2.19	2.28
负债合计	30.86	36.46	31.45	24.51
总债务	2.42	2.43	3.32	0.00
归属于母公司的所有者权益	67.59	73.05	65.11	43.21
营业收入	11.44	68.05	54.58	45.90
净利润	-5.18	2.73	8.09	7.59
经营活动产生的现金流量净额	-6.93	9.91	13.18	11.45
投资活动产生的现金流量净额	7.79	-7.41	-21.79	-16.71
筹资活动产生的现金流量净额	-1.02	-2.63	11.27	2.24
<b>财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	58.86%	65.49%	69.98%	72.19%
EBITDA 利润率	--	4.30%	12.54%	16.55%
总资产回报率	--	2.60%	9.39%	13.29%
产权比率	45.66%	49.91%	48.30%	56.73%
资产负债率	31.35%	33.29%	32.57%	36.20%
净债务/EBITDA	--	-9.16	-3.14	-2.40
EBITDA 利息保障倍数	--	25.51	124.63	--
总债务/总资本	3.45%	3.22%	4.85%	0.00%
FFO/净债务	--	3.95%	-12.64%	-19.81%
速动比率	1.49	1.56	1.73	1.11





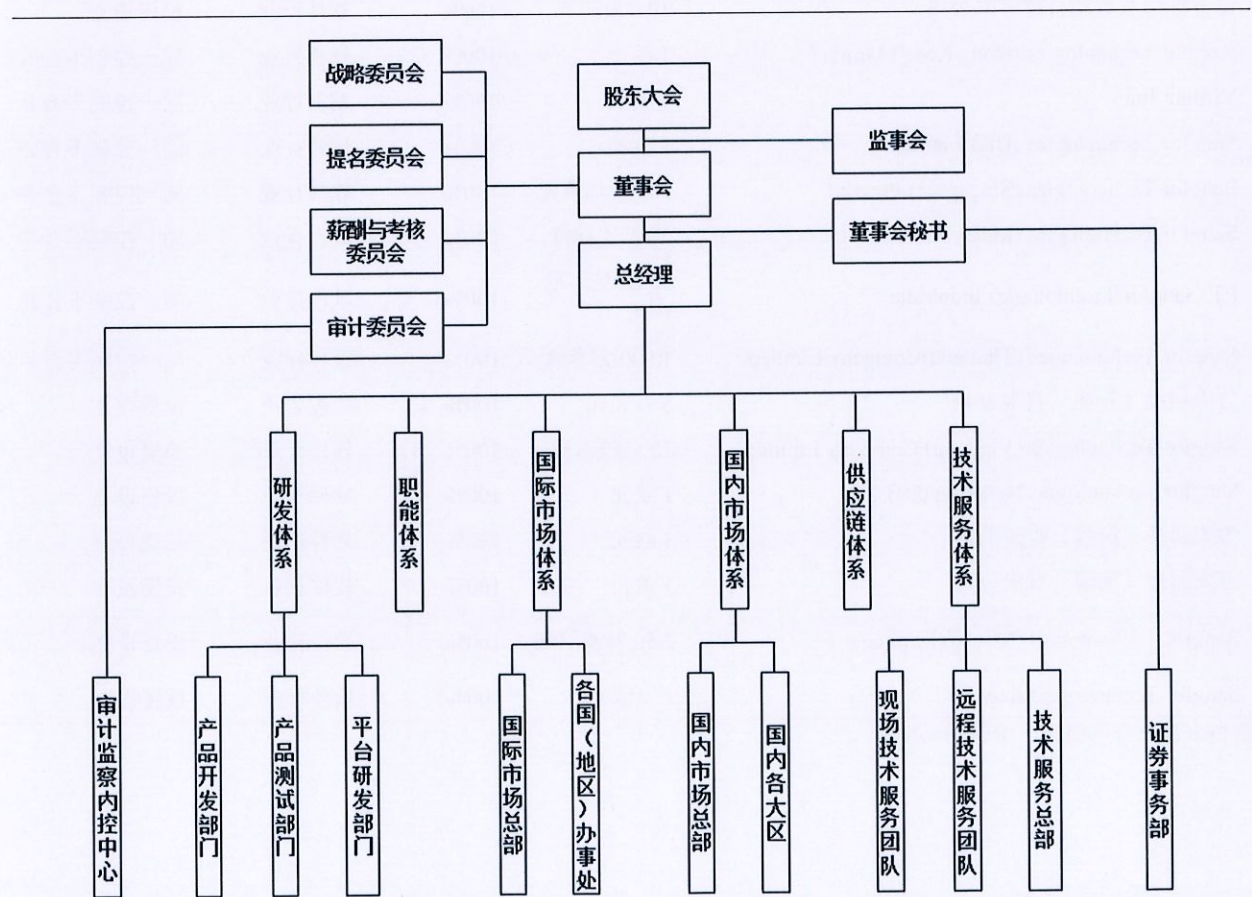


## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
长沙深信服信息科技有限公司	3,000 万元	100%	软件行业	投资设立
深圳市深信服投资控股有限公司	10,000 万元	100%	软件行业	同一控制下合并
深圳市信锐网科技术有限公司	1,000 万元	100%	软件行业	同一控制下合并
深圳市深信服信息安全有限公司	2,000 万元	100%	软件行业	同一控制下合并
深圳市口袋网络科技有限公司	1,000 万元	100%	软件行业	同一控制下合并
湖南深信服科技有限公司	10,000 万元	100%	软件行业	投资设立
青岛市深信服职业技能培训学校有限责任公司	1,000 万元	100%	软件行业、 教育培训业务	投资设立
北京深信服信息技术有限公司	5,000 万元	100%	软件行业	投资设立
北京路云天网络安全技术研究院有限公司	1,000 万元	100%	政策研究	投资设立
上海深信服信息科技有限公司	1,000 万元	100%	软件行业	投资设立
江苏深信服智能科技有限公司	10,000 万元	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies (Hong Kong) Limited	1 港元	100%	软件行业	同一控制下合并
Virtiant Inc.	1 美元	100%	软件行业	同一控制下合并
Sangfor Technologies (UK) Limited	1 英镑	100%	软件行业	同一控制下合并
Sangfor Technologies (Singapore) Pte. Ltd.	100 新加坡元	100%	软件行业	同一控制下合并
Sangfor Technologies (Malaysia) Sdn. Bhd	50 万吉兰特	100%	软件行业	同一控制下合并
PT. Sangfor Technologies Indonesia	38.23 亿印尼 卢比	100%	软件行业	同一控制下合并
Sangfor Technologies (Thailand) Company Limited	1,000 万泰铢	100%	软件行业	同一控制下合并
方未科技（开曼）有限公司	5 万美元	100%	控股公司	投资设立
Sangfor Technologies (Vietnam) Company Limited	10 亿越南盾	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies Netherlands B.V.	1 欧元	100%	软件行业	投资设立
方未科技（荷兰）有限公司	1 欧元	100%	软件行业	投资设立
方未科技（美国）有限公司	1 美元	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies (Macau) Limited	2.50 万澳门元	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies Italy S.r.l.	1 万欧元	100%	软件行业	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 附录五 近年我国软件和信息技术服务业主要政策情况

时间	政策颁发机构	政策名称	主要内容
2021年11月30日	工业和信息化部	《“十四五”大数据产业发展规划》	坚持目标导向和问题导向，培育壮大企业主体，优化大数据公共服务，推动产业集群化发展，完善数据安全保障体系，推动数据安全产业发展，为产业高质量发展提供全方位支撑。
2021年11月30日	工业和信息化部	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	持续深化信息化与工业化融合发展，促进数字技术与实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级，催生新产业新业态新模式，加速制造业数字化转型，持续做好两化深度融合。
2021年11月15日	工业和信息化部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	围绕推动软件产业链升级、提升产业基础保障水平、强化产业创新发展能力、激发数字化发展新需求、完善协同共享产业生态部署5项主要任务。设置了关键基础软件补短板、新兴平台软件锻长板、信息技术服务应用示范、产业基础能力提升、“软件定义”创新应用培育、工业技术软件化推广、开源生态培育和软件产业高水平集聚8个专项行动，以及健全组织实施机制、加大财政金融支持、打造一流人才队伍、强化安全服务保障、深化国际开放合作5项保障措施。
2021年3月11日	十三届全国人大四次会议	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加快推动数字化产业化：培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。
2020年7月27日	国务院	《国务院关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》（国发〔2020〕8号）	为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，我国在财税、投融资、研究开发、进出口、知识产权等方面给予行业企业相关优惠政策。
2020年9月21日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》（国办发〔2020〕32号）	坚定实施扩大内需战略，以新业态新模式为引领，加快推动新型消费扩容提质，加快新型消费基础设施和服务保障能力建设，努力实现新型消费加快发展，推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2017年1月17日	工业和信息化部	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）的通知》	“十三五”期间培育软件和信息技术服务收入百亿级企业达20家以上，产生5家到8家收入千亿元级企业，产业收入超千亿元的城市20个以上，行业产业年均增速定为13%以上，到2020年，产业业务收入突破8万亿元。

资料来源：中证鹏元整理



## 附录六 公司各业务主要产品

业务类型	产品
网络安全	下一代防火墙、终端检测与响应平台、VPN（虚拟专用网络产品）、全网行为管理、安全态势感知平台、零信任访问控制系统、应用交付、云安全产品、软件定义广域网 SD-WAN、数据安全方案及产品、安全 SaaS、安全服务等
云计算	虚拟化、超融合、云数据中心、云计算服务等
IT 基础设施	桌面云、桌面即服务、分布式存储、数据库管理平台、大数据智能平台等
基础网络与物联网业务	企业级无线、安视交换机、企业级物联网、面向中小企业的 SMB 数通组网产品等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/〔（本年资产总额+上年资产总额）/2〕×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务



## 附录八 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。