



# 2023年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2023年跟踪评级报告

---

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评级的变化  
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：

# 2023年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 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
信服转债	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）仍作为国内网络安全领域具有一定核心竞争力和市场地位的企业，聚焦网络安全、云计算及 IT 基础设施、基础网络和物联网等业务，网络安全和云计算等仍有市场需求，叠加公司不断地技术研发创新和市场渠道积累，近年营业收入保持增长，业务回款较好且资产流动性和财务杠杆保持良好。同时中证鹏元也关注到近年宏观经济和行业增速放缓，公司仍面临激烈的市场竞争压力，短期业绩承压，收入增长乏力，利润波动较大，受公司产品交付集中在下半年影响，2023 年半年度利润出现亏损，且公司客户较为分散，面临一定的渠道管理风险，以及募投项目存在综合效益不达预期的风险等风险因素。

## 评级日期

2023 年 09 月 26 日

## 联系方式

**项目负责人：**蒋申  
jiangsh@cspengyuan.com

**项目组成员：**邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.6	2022	2021	2020
总资产	119.60	121.83	109.50	96.56
归母所有者权益	76.55	77.20	73.05	65.11
总债务	10.55	11.46	2.43	3.32
营业收入	29.34	74.13	68.05	54.58
净利润	-5.54	1.94	2.73	8.09
经营活动现金流净额	-2.87	7.46	9.91	13.18
净债务/EBITDA	--	-21.93	-23.77	-10.27
EBITDA 利息保障倍数	--	18.45	25.51	124.63
总债务/总资本	12.11%	12.93%	3.22%	4.85%
FFO/净债务	--	1.17%	1.40%	-4.36%
EBITDA 利润率	--	4.34%	4.30%	12.54%
总资产回报率	--	2.04%	2.60%	9.39%
速动比率	1.07	1.47	1.56	1.73
现金短期债务比	8.46	8.00	71.14	23.23
销售毛利率	64.48%	63.82%	65.49%	69.98%
资产负债率	35.98%	36.63%	33.29%	32.57%

注：其中 2020-2022 年末及 2023 年 6 月末，公司净债务为负数。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司行业经验丰富，研发实力较强，在国内网络安全领域具有一定的核心竞争力和市场地位，2022 年营业收入仍保持增长且有望持续受益行业发展。**2022 年以来公司 VPN、全网行为管理等产品在中国市场占有率继续保持前列，随着网络安全业务的稳定开展及第二增长曲线云计算业务的开拓，营业收入保持增长且有望持续受益于网络安全及云计算市场红利。
- **公司业务获现能力较强且资产流动性较好。**因销售货款主要采用预收的结算方式，公司 2022 年经营活动收现能力表现较好。此外，公司资产主要以货币资金、定期存款和银行理财产品为主，整体流动性较好。

## 关注

- **受行业增速放缓，网络安全和云计算市场竞争加剧影响，公司收入增长乏力，短期业绩承压，2022 年营业利润和利润总额有所下降；受产品交付集中在下半年影响，2023 年上半年公司处于亏损状态。**2022 年及 2023 年 1-6 月受宏观经济增速放缓、行业竞争加剧等因素影响，公司营业收入增长乏力。随着公司云化、服务化战略转型推进，毛利率相对偏低的云计算业务收入占比提升，而毛利率相对较高的网络安全业务增速放缓，销售毛利率有所下降。此外，公司研发费用及销售费用投入较大，2022 年营业利润及利润总额有所下降，受公司产品交付集中在下半年影响，成本支出相对均衡，2023 年半年度处于亏损状态。
- **公司继续实行渠道代理为主的销售模式，面临一定的渠道管理风险，客户仍较为分散。**基于产品目标用户群分散、用户的地域及行业分布广泛，公司继续实行渠道代理销售为主、直销为辅的销售模式，借助渠道合作伙伴的营销网络，实现在不同行业和地区的用户覆盖以及快速的产品导入，有助于提升产品市场占有率；直销模式作为补充，可满足重点行业客户的需求；2022 年及 2023 年 1-6 月公司前五大客户销售收入占比仍较低，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，定增募投项目及信服转债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、人才储备以及网络安全业务市场较为成熟，产品竞争较为激烈，云计算业务的发展也需不断的研发创新投入等因素的影响，上述项目能否实现预期综合效益仍存在一定不确定性。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司所处行业市场需求扩大，政策不断利好，作为国内网络安全领域具有一定核心竞争力和市场地位的企业，凭借较强的研发实力和丰富的行业经验，公司经营和财务风险仍相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	深信服	奇安信 (688561.SH)	启明星辰 (002439.SZ)	安恒信息 (688023.SH)	绿盟科技 (300369.SZ)	北信源 (300352.SZ)
总资产	121.83	137.59	100.02	50.14	49.04	26.96
营业收入	74.13	62.23	44.37	19.80	26.29	5.43
净利润	1.94	0.58	6.27	-2.53	0.29	-1.88
销售毛利率	63.82%	64.34%	62.66%	64.20%	62.28%	57.06%
资产负债率	36.63%	27.54%	25.91%	41.70%	25.39%	42.83%
研发费用率	30.32%	27.23%	21.16%	32.62%	22.78%	25.88%
销售费用率	32.52%	30.45%	26.18%	43.09%	33.29%	31.18%

注：以上各指标为 2022 年/2022 年末数据。

资料来源：同花顺 iFinD 及各公司 2022 年年度报告，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	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	6/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 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
AA/稳定	AA/信服转债	2022-06-02	游云星、邹火雄	<a href="#">软件与服务企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
信服转债	12.15	12.15	2022-06-02	2029-07-27

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2023年7月发行6年期12.15亿元可转债，募集资金原计划扣除发行费用后用于软件定义IT基础设施项目和深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目。截至2023年8月28日，信服转债募集资金专项账户余额为120,959.90万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。2022年5月27日，公司注册资本由4.14亿元变更为4.16亿元，截至2023年6月末，公司股本为4.17亿元（无限售和限售条件流通股股份数分别为2.73亿股和1.44亿股），第一大股东仍为何朝曦，持股20.21%，实际控制人仍为一致行动人何朝曦、熊武、冯毅，持股比例合计45.80%（无质押、标记或冻结情况），具体股权结构见附录二。

**表1 截至2023年6月末，公司前十大股东明细（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	20.21%	6,318.00
熊武	7,300.80	17.51%	5,475.60
冯毅	3,369.60	8.08%	2,527.20
香港中央结算有限公司	1,815.98	4.36%	0.00
张开翼	728.31	1.75%	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）	673.34	1.62%	0.00
夏伟伟	645.07	1.55%	0.00
中国建设银行股份有限公司-中欧养老产业混合型证券投资基金	567.34	1.36%	0.00
交通银行-汇丰晋信动态策略混合型证券投资基金	455.26	1.09%	0.00
交通银行股份有限公司-汇丰晋信低碳先锋股票型证券投资基金	444.88	1.07%	0.00
<b>合计</b>	<b>24,424.57</b>	<b>58.59%</b>	<b>14,320.80</b>

资料来源：公司2023年半年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍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。2022年和2023年1-6月公司纳入合并范围的子公司分别新增1家和2家，均系公司投资设立，无减少子公司。截至2023年6月末，公司纳入合并范围的子公司共计27家，详见附录四。

**表2 2022年和2023年1-6月新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式	时间
江苏深信服智能科技有限公司	100%	1.00 亿元	软件行业	投资设立	2022.3
方未科技（德国）有限公司	100%	5.00 万欧元	软件行业	投资设立	2023.5
SANGFOR TEKNOLOJİ LİMİTED ŞİRKETİ	100%	10.00 万土耳其里拉	软件行业	投资设立	2023.6

资料来源：公司 2022 年年度报告和 2023 年半年度报告、公司提供及公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

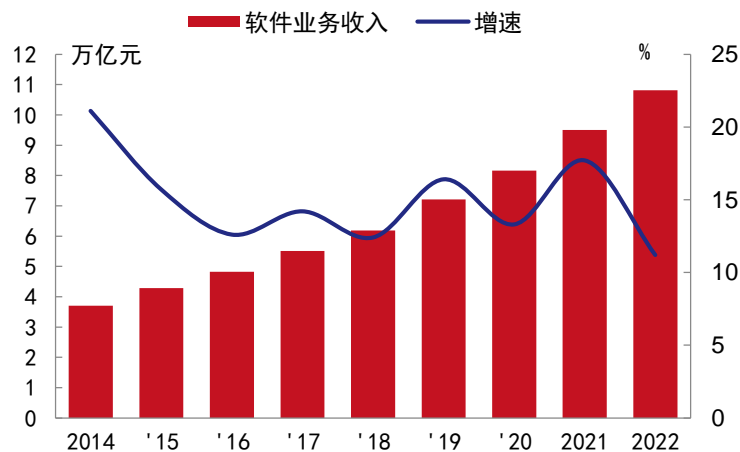
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

### 行业环境

我国软件和信息技术服务业运行稳步向好，行业收入规模持续增长，叠加政策持续利好，将迎来行业发展红利期；但近年软件业务收入增速有所放缓，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持续发展，行业收入规模保持增长，2022年增速有所放缓。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，2022年达4.79万亿元，增速较上年下降5.84个百分点至9.1%。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，2022年超过3.5万家，累计完成软件业务收入10.81万亿元，增速较上年同期回落6.5个百分点，实现利润总额1.26万亿元，同比增长5.7%，增速较上年同期回落1.9个百分点。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 2022年我国软件业务收入持续增长，但增速有所下滑**



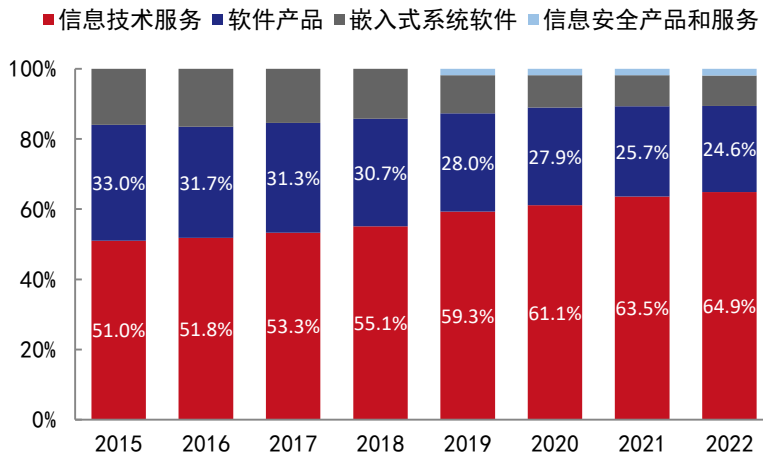
资料来源：2022年软件和信息技术服务业统计公报，中证鹏元整理

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。2022年信息技术服务业务实现收入7.01万亿元，同比增长11.7%，占全国软件和信息技术服务业收入的比重为64.9%，较上年增加1.4个百分点。其中，云服务、大数据服务共实现收入10,427亿元，同比增长8.7%，占信息技术服务收入的14.9%，占比较上年同期提高2个百分点；集成电路设计收入2,797亿元，同比增长12.0%；电子商务平台技术服务收入11,044亿元，同比增长18.5%。

**图2 我国信息技术服务收入在软件和信息技术服务业收入占比持续提升**

<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。





资料来源：工信部，中证鹏元整理

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，国民经济“十四五”规划中指出，加快推动数字产业化，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。《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》对我国软件业发展进行了系统性规划，指出到2025年，规模以上企业软件业务收入突破14万亿元，年均增长12%以上，工业APP突破100万个，建设2-3个有国际影响力的开源社区，高水平建成20家中国软件名园。2022年12月，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，指出聚焦核心基础零部件及元器件、关键基础材料、关键基础软件、先进基础工艺和产业技术基础，引导产业链上下游联合攻关等。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业技术实力相对薄弱，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，据中国网络安全产业联盟（CCIA）发布的《2023年中国网络安全市场与企业竞争力分析》报告显示，2022年我国网络安全市场规模约为633亿元，同比增长率为3.1%。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。

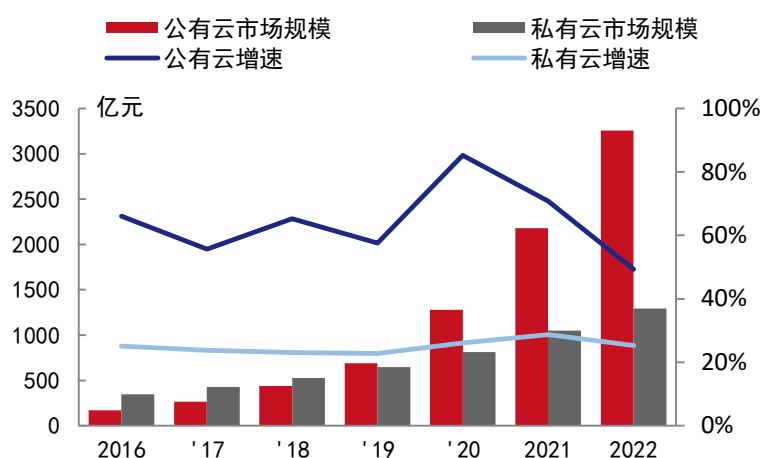
我国网络安全市场趋于头部企业，产品仍呈现碎片化。近年来我国网络安全市场规模虽呈现快速增长，但由于行业细分领域较多，竞争较为激烈，产业集中度较低，2022年我国网络安全市场CR1为9.83%，CR4为28.59%，CR8为44.91%，市场集中度进一步提升。近年来，头部企业的市场份额一直呈现出上升趋势，网安行业竞争格局分散的问题近年来逐步有所改善。2020年我国网络安全行业CR1、CR4、CR8分别为7.79%、26.04%、41.36%。面对巨大的市场机遇，更多企业加入网安赛道，新注册企业数量快速增长。截至2023年4月3日，中国网络安全行业注册企业共有4,743家，2022年新注册企业数量创历史新高，达328家。此外，2023年4月安全牛发布《中国网络安全行业全景图（第十版）》，中国网络安全行业共分为15类一级安全领域，106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，2022年增至4,550亿元，其中公有云市场规模占比为71.56%。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，2022年公有云市场及私有云市场规模增速下降**



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

从细分领域看，云计算市场以IaaS市场为主，2022年IaaS市场收入稳定，是PaaS+SaaS的三倍，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<sup>2</sup>，2022年中国公有云IaaS市场份额<sup>3</sup>前六厂商分别为阿里云、天翼云、移动云、华为云、腾讯云和联通云，占比分别为25.00%、16.29%、10.33%、10.13%、9.67%和6.43%，市场集中度较高。在公有云PaaS方面，阿里云、华为云、腾讯云、天翼云和百度云处于领先地位。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。

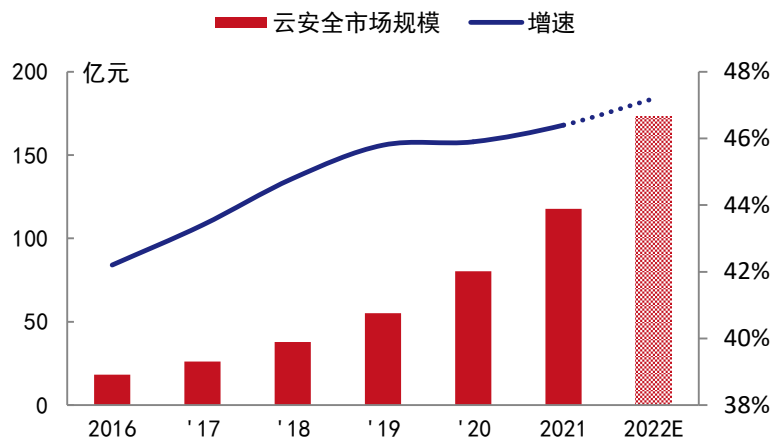
云计算的发展带动中国云安全市场快速发展。云计算安全服务随着云计算行业的迅速发展成为网络

<sup>2</sup> 市场规模为 2022 年全年数据统计，主要依据企业财报、人员访谈、可信云评估、隶属数据等得出。对于市场数据不明确的领域，只发布头部企业整体情况，不做具体排名。

<sup>3</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。

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。

**图4 近年中国云安全市场规模持续增长**



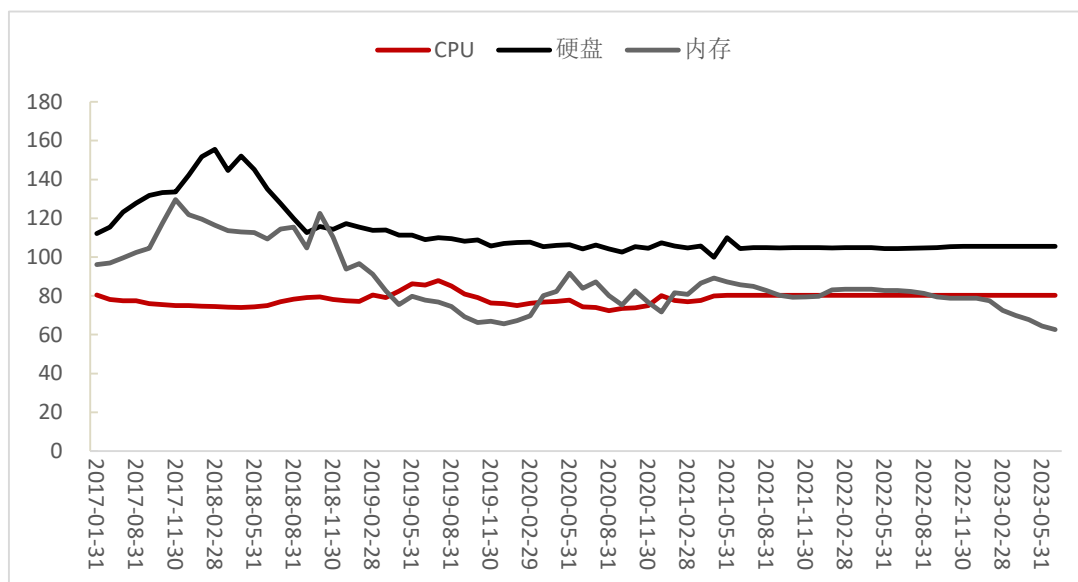
资料来源：CCW Research，中证鹏元整理

**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下滑，2022年下半年以来服务器价格呈下降态势**

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。随着云计算、互联网、人工智能的快速发展，我国服务器市场需求不断扩大，根据智研咨询和IDC数据，2023年我国服务器出货量有望达到449万台，同比增长3.43%。2022年我国服务器市场销售额为273.4亿美元，2019年到2022年复合年均增长率达14.5%。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2022年下半年以来上游主要材料价格的下滑，服务器价格呈下降态势。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。2022年以来CPU及硬盘价格指数较为稳定，但内存价格指数有所下滑，从而导致2022年服务器价格有所下降。

**图5 2022年以来服务器主要构成材料 CPU 价格平稳，硬盘价格回升企稳，内存价格有所下滑**



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：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司继续专注于企业级网络安全、云计算及IT基础设施、基础网络与物联网业务，行业经验及产品种类相对丰富，研发实力较强，在国内网络安全领域具有一定的核心竞争力和市场地位，部分细分产品市场占有率处于前列，但仍面临激烈的市场竞争压力，2022年以来收入增速有所放缓

公司系国内较早从事信息安全领域的企业，网络安全业务竞争优势明显。2022年以来公司业务仍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，其中，2022年和2023年1-6月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。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基础设施业务收入保持高速增长，2022年收入占比提升至38.57%。因宏观经济及行业增速放缓，网络安全和云计算市场竞争加剧，公司营业收入增速由2021年的24.67%下滑至2022年的8.93%，2023年1-6月收入增速为4.22%。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，该业务对公司营业收入贡献相对较小，受终端客户因经济下行影响，产品需求短期内有所减少，2022年公司基础网络和物联网收入规模及占比有所下滑。

受行业竞争加剧、公司云化、服务化战略转型推进，毛利率较低的云计算业务收入占比提升，而主

要收入来源的网络安全业务增速放慢等因素影响，2022年公司销售毛利率有所下滑。2023年1-6月，随着云计算业务板块加强和上游技术创新和战略合作，公司供应链管理水平和对上游议价能力提升，同时进行质量提升和成本优化，云计算业务毛利空间有所提升，带动公司整体毛利率较上年略微增长。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-6月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
网络安全	15.09	51.44%	79.42%	38.98	52.58%	80.50%	36.89	54.20%	80.84%
云计算及IT基础设施	11.57	39.44%	47.86%	28.59	38.57%	43.56%	23.79	34.97%	44.14%
基础网络和物联网	2.68	9.12%	52.05%	6.56	8.85%	53.05%	7.37	10.83%	57.61%
<b>合计</b>	<b>29.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>64.48%</b>	<b>74.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>63.82%</b>	<b>68.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>65.49%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

为了在加剧的行业竞争下保持产品竞争力，2022年以来公司研发及销售继续保持了较高投入，对利润形成侵蚀，且在建研发项目投资规模较大，需关注项目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。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，产品种类较丰富。

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，导致行业竞争激烈。为保持产品竞争力，公司不断进行研发创新，同时由于网络安全及云计算技术更新迭代较快，需要保持较高的研发投入，2022年公司研发投入占营业收入比重维持在30%以上，研发人员相对稳定。2023年上半年受业务增速放缓，公司研发投入增速相应放缓和公司优化提升研发人员质量战略影响，期末研发人员数量有所下降，研发投入较2022年上半年下降6.60%。专利方面，截至2023年6月末，公司累计申请专利超过2,900件，其中1项发明专利获“中国专利奖银奖”、4项发明专利荣获“中国专利优秀奖”。2023年上半年，公司公开演示了国内第一款企业级安全大语言模型——安全GPT，安全GPT是公司利用多年安全领域 AI 研发积累的高质量数据、算力、人才优势，基于多款开源基础大模型训练得到的垂直领域大模型。凭借多年的持续创新和开拓，公司现已发展成为国内网络安全领域具有一定核心竞争力和市场地位的领军企业之一。

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>4</sup>，公司

<sup>4</sup>资料来源于公司 2022 年年度报告。

VPN产品自2008年至2023年一季度，连续15年稳居国内虚拟专用网市场占有率第一；全网行为管理产品自2009年至2023年一季度，连续14年在安全内容管理类别中保持国内市场占有率第一，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全球魔力象限等。云计算及IT基础设施方面，公司桌面云终端（原VDI）产品2017至2022年连续6年保持中国云端市场占有率前二，云桌面软件VCC类（桌面虚拟化、应用虚拟化）产品2017年至2021年中国市场占有率保持前三。超融合HCI软件产品自2017年至2022年连续6年保持中国市场占有率保持前三。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。

**表4 公司研发投入情况**

指标名称	2023年1-6月	2022年	2021年
期末研发人员数量（人）	3,389	3,572	3,550
期末研发人员数量占比	38.88%	39.01%	39.90%
研发投入金额（亿元）	11.38	22.48	20.88
研发投入占营业收入比例	38.79%	30.32%	30.68%

资料来源：公司2021-2022年报及公司提供

截至2023年6月末，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，项目投资压力可控。2023年3月14日，根据公司《关于调整募集资金投资项目实施期限的议案》，拟将“网络信息安全服务与产品研发基地项目”的实施期限延后一年，计划完工日期延至2024年4月。此外，网络安全业务市场较为成熟，产品竞争较为激烈，云计算业务的发展也需不断的研发创新投入，需持续关注公司募投项目建设进度及建成后综合效益实现情况。

**表5 截至2023年6月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	累计已投资	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	3.15	3.15	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	2.69	2.69	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。

信 服 转 债	软件定义 IT 基础架构项目	15.46	7.01	0.00	3.21	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项目	5.79	5.14	0.00	0.91	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。
<b>合计</b>		<b>35.49</b>	<b>20.96</b>	<b>5.83</b>	<b>9.95</b>	--

资料来源：公司提供

公司产品销售仍以渠道代理销售为主，经营回款表现仍较好，营销网络覆盖较广，且客户较为分散，但面临一定的渠道管理风险，同时较高的销售费用也对利润形成一定侵蚀

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2023年6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，2022年和2023年1-6月渠道代理销售收入占同期营业收入的比重均维持在93%以上。同时需注意，随着公司业务的不断扩展，渠道管理难度也有所增加。销售费用方面，随着公司业务的拓展，销售费用保持增长，但受业务增速放缓影响，公司销售费用增速由2021年的27.91%下降至2022年的4.08%，较高的销售费用也对利润形成一定侵蚀。

**表6 公司渠道销售情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	2.02	6.88%	3.60	4.85%	2.50	3.68%
渠道代理销售	27.32	93.12%	70.53	95.15%	65.55	96.32%
<b>合计</b>	<b>29.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>74.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>68.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2022-2023年6月，公司前五大客户稳定性仍较好，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。2022年及2023年1-6月公司收现比维持在1以上，



整体收现情况仍较好。

**表7 公司前五大销售客户情况（单位：亿元）**

时间	客户名称	销售金额	占年度销售总额的比重
2023年1-6月	深圳市众安在线技术有限公司	0.85	2.91%
	浙江高驰科技有限公司	0.79	2.68%
	广州市天齐科技实业有限公司	0.72	2.45%
	联强国际贸易（中国）有限公司	0.69	2.34%
	江苏群立开云信息技术有限公司	0.63	2.15%
	<b>合计</b>	<b>3.67</b>	<b>12.53%</b>
2022年	浙江高驰科技有限公司	1.78	2.41%
	深圳市众安在线技术有限公司	1.75	2.35%
	江苏群立开云信息技术有限公司	1.74	2.34%
	广州市天齐科技实业有限公司	1.63	2.20%
	联强国际贸易（中国）有限公司	1.41	1.90%
	<b>合计</b>	<b>8.31</b>	<b>11.20%</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>

资料来源：公司提供

2022年及2023年1-6月，公司产品的主要用户仍以政府及事业单位、企业、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，上半年收入规模相对较小，但成本支出相对均衡，致使2023年上半年公司仍亏损。

**表8 公司营业收入季节分布情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一季度	12.13	41.34%	11.44	15.43%	10.92	16.05%
二季度	17.21	58.66%	16.71	22.54%	14.94	21.95%
三季度	-	-	19.33	26.07%	17.90	26.31%
四季度	-	-	26.65	35.96%	24.29	35.69%

注：其中2023年一、二季度占比为占2023年半年度营业收入的比重。

资料来源：公司2021-2022年年度报告，公司提供，中证鹏元整理

公司与主要供应商合作紧密，供应商集中度不断提升，服务器占生产成本比重较大，2022年下半年

### 年以来服务器价格有所下降，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，2022年及2023年1-6月其占营业成本的比重仍维持在80%左右。公司拥有独立的供应链体系，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。2022年以来随着云计算及IT基础设施业务的扩张，公司服务器采购金额占比有所提升，其价格波动是影响产品成本变动的重要因素之一。2022年下半年以来服务器价格呈下降态势，公司云计算及IT基础设施业务毛利率有所提升。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9 公司主要原材料采购情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
服务器	3.22	37.86%	9.70	41.27%	7.53	32.46%
工控设备	1.56	18.38%	3.10	13.18%	2.76	11.90%
配件	1.90	22.37%	6.00	25.53%	6.86	29.59%
路由器及交换机等	1.16	13.57%	2.69	11.44%	3.18	13.72%
瘦终端	0.28	3.34%	0.81	3.43%	1.04	4.47%
其他	0.38	4.48%	1.21	5.16%	1.82	7.86%
<b>合计</b>	<b>8.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.19</b>	<b>100.00%</b>

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。2022年及2023年1-6月公司主要供应商变动不大，与主要供应商合作仍较紧密，前五大供应商采购金额占比持续提升，采购集中度有所增加，有助于保障原材料供应的稳定性和渠道的通畅性。

**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
2023年1-6月	浪潮电子信息产业股份有限公司	1.30	15.28%
	广州耀恒信息科技有限公司	1.27	14.92%
	香港华胜泓邦科技有限公司	0.66	7.80%
	深圳市智微智能科技股份有限公司	0.56	6.54%
	威健实业国际有限公司	0.47	5.58%
	<b>合计</b>	<b>4.27</b>	<b>50.12%</b>
2022年	广州耀恒信息科技有限公司	3.57	15.18%
	浪潮电子信息产业股份有限公司	3.51	14.94%
	深圳市智微智能科技股份有限公司	1.57	6.67%

2021 年	东莞华贝电子科技有限公司	1.23	5.23%
	广州市华胜弘邦计算机有限公司	0.88	3.75%
	<b>合计</b>	<b>10.76</b>	<b>45.77%</b>
	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%
	肯沃（上海）国际贸易有限公司	0.79	3.42%
	<b>合计</b>	<b>9.13</b>	<b>39.38%</b>

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

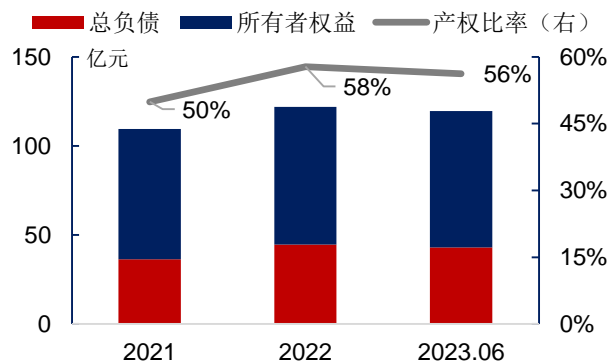
### 财务分析基础说明

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）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年和2023年1-6月，公司合并报表范围新增3家子公司，见表2，截至2023年6月末，纳入公司合并报表范围的子公司共27家，详见附录四。

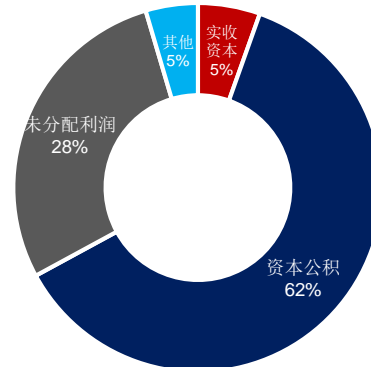
### 资本实力与资产质量

**公司为知识密集型的轻资产企业，资产规模持续增长，且以货币资金、定期存款和银行理财产品等资产为主，整体资产流动性较好**

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，2022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，2022年末公司所有者权益有所增长，2023年上半年因亏损影响，未分配利润有所下降，公司所有者权益小幅下降。近年公司总负债规模较小，2022年末产权比率有所上升但仍较小，所有者权益对总负债的保障程度较高。

**图6 公司资本结构**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

**图7 2023 年 6 月末公司所有者权益构成**


注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

随着2022年新增融资及经营业绩积累等，2022年末公司资产总额有所增长。从资产构成来看，公司资产主要由货币资金、定期存款（一年内到期的非流动资产、其他流动资产及其他非流动资产）和银行理财产品（交易性金融资产）等构成，2023年6月末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11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 6 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.48	7.09%	14.06	11.54%	5.79	5.29%
交易性金融资产	6.35	5.31%	14.96	12.28%	14.75	13.47%
应收账款	5.52	4.62%	8.09	6.64%	5.48	5.01%
存货	2.94	2.46%	2.74	2.25%	3.50	3.20%
一年内到期的非流动资产	14.81	12.38%	16.92	13.89%	17.84	16.30%
<b>流动资产合计</b>	<b>42.94</b>	<b>35.91%</b>	<b>60.09</b>	<b>49.32%</b>	<b>52.66</b>	<b>48.09%</b>
其他权益工具投资	6.21	5.20%	4.62	3.80%	4.78	4.36%
长期股权投资	3.90	3.26%	3.94	3.23%	3.65	3.33%
固定资产	3.29	2.75%	3.77	3.09%	3.48	3.18%
在建工程	3.90	3.26%	3.25	2.67%	1.37	1.26%
无形资产	2.71	2.26%	2.75	2.25%	2.83	2.58%
其他非流动资产	51.84	43.35%	38.84	31.88%	35.22	32.16%
<b>非流动资产合计</b>	<b>76.65</b>	<b>64.09%</b>	<b>61.74</b>	<b>50.68%</b>	<b>56.84</b>	<b>51.91%</b>
<b>资产总计</b>	<b>119.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>121.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>109.50</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

在经营规模持续扩大的情况下，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，2023年6月末受限货币资金（0.55亿元）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闲置自有资金适时购买的安全性高、流动性好、风险较低的非保本、浮动收益银行理财产品，2023年6月末大幅下降主要系公司处置部分理财产品所致。

随着收入规模的增加，议价能力较强的优质渠道数量增加使得公司给予更优的账期权益以扶持优质渠道以及账期较长的直签项目增加，公司2022年及2023年6月末应收账款及账龄同比均有所增长，主要为货款，应收对象较为分散，账龄主要在半年内及半年到一年以内。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。

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2023年年初以来，股价整体呈上升趋势，公司2023年上半年存在一定的累计利得及股利收入，其他权益工具账面价值有所增长，但需关注二级市场股价波动风险。长期股权投资主要为对广州琥珀安云一期创业投资合伙企业（有限合伙）等联营企业的投资。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。

## 盈利能力

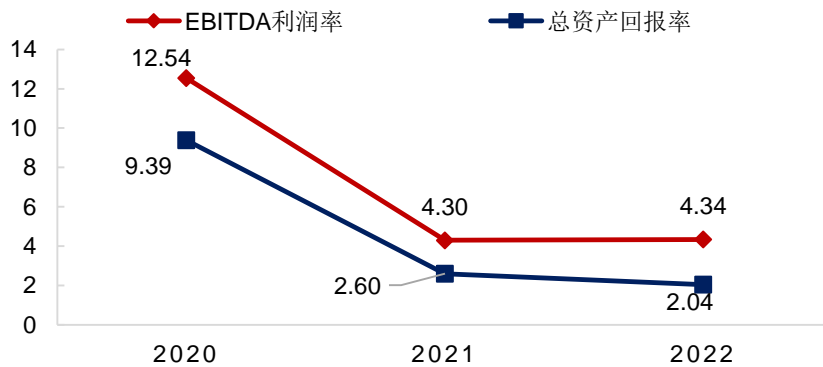
**近年公司营业收入持续增长，补贴收入对盈利具有较好补充，但短期业绩承压，业务盈利能力减弱，销售费用及研发费用不断增加，对利润形成侵蚀，2022年营业利润和净利润继续下降，2023年半年度出现亏损但亏损幅度有所收窄**

受益于网络安全和云计算业务的不断拓展等，2022年和2023年1-6月公司营业收入同比均持续增长。但受2022年以来行业竞争加剧，增速放缓，公司部分产品的差异化竞争优势不够明显以及创新类产品收入贡献占比较小等影响，2022年及2023年半年度公司营业收入增长明显乏力。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2022年和2023年1-6月销售毛利率均维持在80%左右。受行业竞争加剧及毛利率较低的云计算及IT基础设施业务收入占比提升影响，2022年公司销售毛利率有所下降，随着主要原材料服务器价格一定幅度地下降，2023年1-6月相应业务毛利率较上年略微提升。

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。2022年和2023年1-6月公司研发费用占同期营业收入的比重分别为30.32%和38.79%，占比较高且不断提升。2022年公司销售费用继续增长，占同期营业收入的比重为32.52%，2023年半年度占比达到48.01%。综合来看，2022年公司销售费用和研发费用合计占同期营业收入的比重为62.85%，且持续增长，2023年半年度达86.80%，叠加公司业务销售毛利率有所减弱以及营收增速放缓，导致公司营业利润及利润总额持续下降，同时受公司产品交付主要集中在下半年，上半年收入规模相对较小，但成本支出相对均衡影响，2023年半年度出现亏损，EBITDA利润率和总资产

产回报率近年也有所下降，需关注后续公司盈利情况。此外，2022年和2023年1-6月，公司继续获得软件产品销售增值税退税分别为3.29亿元和1.50亿元。软件产品销售增值税退税补助持续性较好，对盈利具有较好补充。

**图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司业务获现能力较强，经营活动现金流表现较好，自身造血能力较强，债务融资规模很小，偿债压力不大

公司总债务主要由银行借款，应付票据和租赁负债等构成，主要以短期银行借款为主。2022年及2023年上半年银行给予公司的借款成本较低，且公司自有资金资产收益尚可，公司研发和销售费用投入规模较大，为保持营运资金运转，2022年和2023年1-6月公司新增较大规模短期借款，用于支付员工工资、报销款及供应商货款。应付票据主要为银行承兑汇票，其中2022年规模大幅增长主要系采用票据结算所致。租赁负债主要为房屋租赁，一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的租赁负债。

经营性债务方面，应付账款主要为应付材料款，随着业务规模的扩张，应付账款规模有所增长。合同负债主要为预收货款及服务款以及递延收入（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等。

**表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.62	17.71%	7.91	17.72%	0.27	0.75%
应付票据	1.46	3.39%	2.03	4.55%	0.03	0.09%
应付账款	3.33	7.74%	5.38	12.07%	4.04	11.09%

合同负债	11.62	27.00%	11.78	26.40%	11.57	31.74%
应付职工薪酬	4.83	11.22%	2.47	5.52%	5.42	14.88%
其他应付款	6.10	14.18%	6.17	13.83%	6.10	16.73%
一年内到期的非流动负债	0.56	1.31%	0.52	1.17%	0.73	2.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>37.53</b>	<b>87.21%</b>	<b>39.08</b>	<b>87.57%</b>	<b>31.58</b>	<b>86.62%</b>
租赁负债	0.91	2.11%	1.00	2.25%	1.39	3.82%
其他非流动负债	4.33	10.06%	4.31	9.65%	3.33	9.13%
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.50</b>	<b>12.79%</b>	<b>5.55</b>	<b>12.43%</b>	<b>4.88</b>	<b>13.38%</b>
<b>负债合计</b>	<b>43.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>44.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.46</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	10.55	24.52%	11.46	25.69%	2.43	6.66%
其中：短期债务	9.65	22.41%	10.46	23.44%	1.03	2.83%
长期债务	0.91	2.11%	1.00	2.25%	1.39	3.82%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，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，2022年和2023年1-6月收现比分别为1.10和1.20，2021-2022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，2023年1-6月经营活动现金净流出2.87亿元。投资活动方面，伴随公司购买理财产品等，2022年和2023年1-6月公司投资活动产生的现金流均表现为净流出。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源银行借款，随着借款融入资金，2022年和2023年1-6月公司筹资活动产生的现金流均表现为净流入。

杠杆状况指标方面，随着2022年新增短期借款，公司资产负债率较2021年末有所提升，但整体处于较低水平。由于近年利润下滑影响，FFO持续为负，EBITDA规模有所下降，净债务/EBITDA和FFO/净债务指标表现有所弱化，EBITDA和FFO对净债务的保障程度减弱。但公司债务规模较小，总债务/总资本仍处于较低水平，净债务为负，债务压力不大。

**表13 公司现金流及杠杆状况指标**

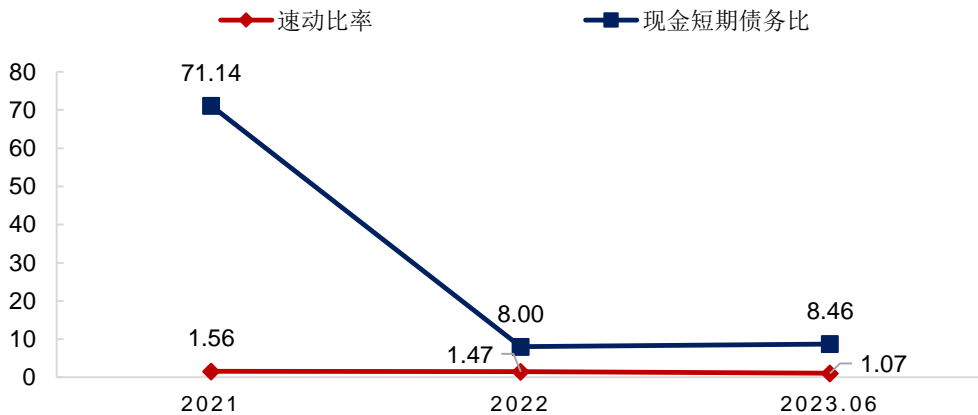
指标名称	2023年6月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-2.87	7.46	9.91
FFO（亿元）	--	-0.82	-0.98
资产负债率	35.98%	36.63%	33.29%
净债务/EBITDA	--	-21.93	-23.77
EBITDA 利息保障倍数	--	18.45	25.51
总债务/总资本	12.11%	12.93%	3.22%
FFO/净债务	--	1.17%	1.40%
经营活动现金流/净债务	4.09%	-10.56%	-14.25%
自由现金流/净债务	5.92%	-4.02%	-9.22%

注：其中 2021-2022 年末及 2023 年 6 月末，公司净债务为负数。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，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。相比2021年末，公司现金短期债务比2022年末及2023年6月末虽有所下降，但仍处于较高水平，短期偿债压力小。同时公司为创业板上市公司，资本市场融资渠道通畅，2023年6月末未使用银行授信额度合计8.02亿元，具备一定的融资弹性。

**图9 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

根据公司提供的《深信服科技股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开查询，公司过去一年不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到相应处罚的情形，未因环境因素收到相关部门的处罚。

#### 社会因素

根据公司提供的《深信服科技股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开查询，公司过去一年不存在违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面的问题，无劳动诉讼事项等。

#### 公司治理

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。2022年5月，公司财务总监马家俊因个人家庭原因离职，



由蒋文光担任；2023年5月，公司独立董事到期换届，监事会主席变更为郝丹。除此之外，近年公司主要管理层保持相对稳定，董事长、总裁及董事等均在网络安全领域拥有丰富的行业经验。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年8月8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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2023年9月20日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）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2023年6月末，公司对民营企业江苏群立开云信息技术有限公司、内蒙古启正信息科技有限公司等担保余额合计8,463.09万元，占2023年6月末净资产规模的比重很小，且上述担保均设有实控人资产抵押提供的反担保措施。

**表14 截至2023年6月30日公司对外担保情况（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
江苏群立开云信息技术有限公司	民营企业	1,000.00	2023/9/25	是
内蒙古启正信息科技有限公司	民营企业	1,000.00	2024/2/20	是
成都矢量科技有限公司	民营企业	999.50	2024/2/28	是
山西鑫鼎宸科技股份有限公司	民营企业	951.34	2023/12/12	是
湖南纵骏信息科技有限公司	民营企业	904.00	2023/10/14	是
深圳市蓝德信诺科技有限公司	民营企业	633.90	2024/6/12	是
吉林省卓越科技有限公司	民营企业	600.00	2024/4/19	是
河北讯联电子科技有限公司	民营企业	500.00	2024/6/28	是
河南中网云科物联网科技有限公司	民营企业	418.00	2024/1/18	是
山东弘锐信息科技有限公司	民营企业	416.00	2024/6/27	是
吉林省卓越科技有限公司	民营企业	400.00	2023/10/31	是
陕西易维计算机技术服务有限公司	民营企业	327.54	2024/3/24	是
湖南纵骏信息科技有限公司	民营企业	200.00	2024/6/28	是
吉林省合讯通信科技有限公司	民营企业	72.90	2024/4/19	是
昆明迪思软件有限公司	民营企业	39.91	2024/3/28	是
<b>合计</b>	-	<b>8,463.09</b>	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、结论

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，同时云计算市场发展潜力较大。公司深耕信息安全领域，行业经验丰富，研发实力较强，在国内网络安全领域具有一定的核心竞争力和市场地位。此外，随着网络安全业务的稳定开展及第二增长曲线云计算业务的开拓，营业收入保持增长，且业务获现能力较强，资产主要以货币资金、定期存款和银行理财产品为主，流动性较好，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，叠加宏观经济增速放缓，行业增速放缓，近年公司收入增速有所下降，较高的研发及销售费用对利润形成侵蚀，2022年营业利润和利润总额有所下降，2023年上半年出现亏损，且公司客户较为分散，随着渠道的不断拓展，也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、人才储备以及网络安全业务市场较为成熟，产品竞争较为激烈，云计算业务的发展也需不断的研发创新投入等因素的影响，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。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“信服转债”的信用等级为AA。

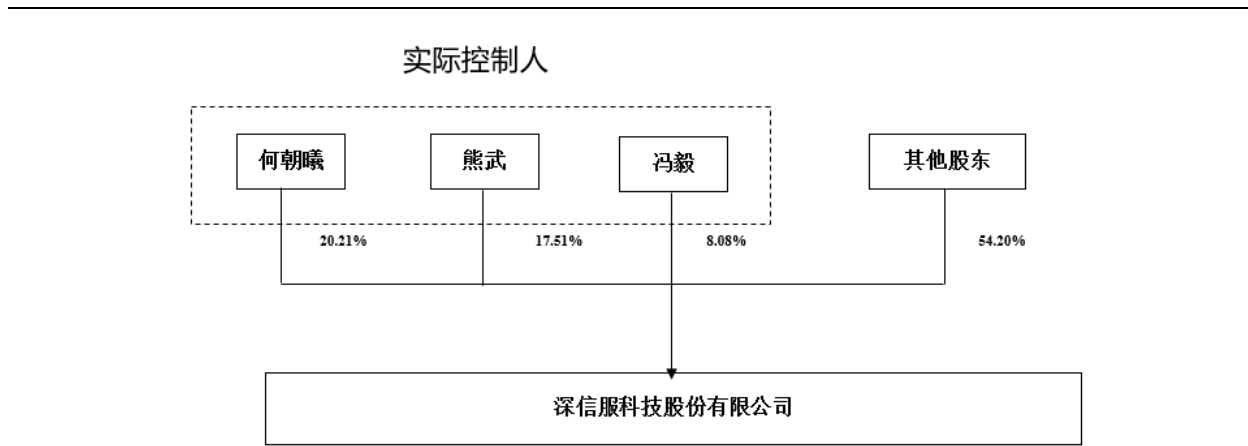
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年6月	2022年	2021年	2020年
货币资金	8.48	14.06	5.79	5.89
交易性金融资产	6.35	14.96	14.75	18.98
一年内到期的非流动资产	14.81	16.92	17.84	16.75
流动资产合计	42.94	60.09	52.66	52.47
其他非流动资产	51.84	38.84	35.22	30.62
非流动资产合计	76.65	61.74	56.84	44.09
资产总计	119.60	121.83	109.50	96.56
短期借款	7.62	7.91	0.27	3.22
合同负债	11.62	11.78	11.57	7.21
应付职工薪酬	4.83	2.47	5.42	4.39
其他应付款	6.10	6.17	6.10	7.47
一年内到期的非流动负债	0.56	0.52	0.73	0.00
流动负债合计	37.53	39.08	31.58	29.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.10
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.33	4.31	3.33	1.91
非流动负债合计	5.50	5.55	4.88	2.19
负债合计	43.03	44.63	36.46	31.45
总债务	10.55	11.46	2.43	3.32
所有者权益	76.56	77.20	73.05	65.11
营业收入	29.34	74.13	68.05	54.58
营业利润	-5.70	2.04	2.49	7.61
净利润	-5.54	1.94	2.73	8.09
经营活动产生的现金流量净额	-2.87	7.46	9.91	13.18
投资活动产生的现金流量净额	-3.72	-4.24	-7.41	-21.79
筹资活动产生的现金流量净额	0.65	4.95	-2.63	11.27
财务指标	2023年6月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	3.22	2.93	6.85
FFO（亿元）	--	-0.82	-0.98	3.06
净债务（亿元）	-70.24	-70.59	-69.57	-70.28
销售毛利率	64.48%	63.82%	65.49%	69.98%
EBITDA 利润率	--	4.34%	4.30%	12.54%
总资产回报率	--	2.04%	2.60%	9.39%
资产负债率	35.98%	36.63%	33.29%	32.57%
净债务/EBITDA	--	-21.93	-23.77	-10.27
EBITDA 利息保障倍数	--	18.45	25.51	124.63

总债务/总资本	12.11%	12.93%	3.22%	4.85%
FFO/净债务	--	1.17%	1.40%	-4.36%
速动比率	1.07	1.47	1.56	1.73
现金短期债务比	8.46	8.00	71.14	23.23

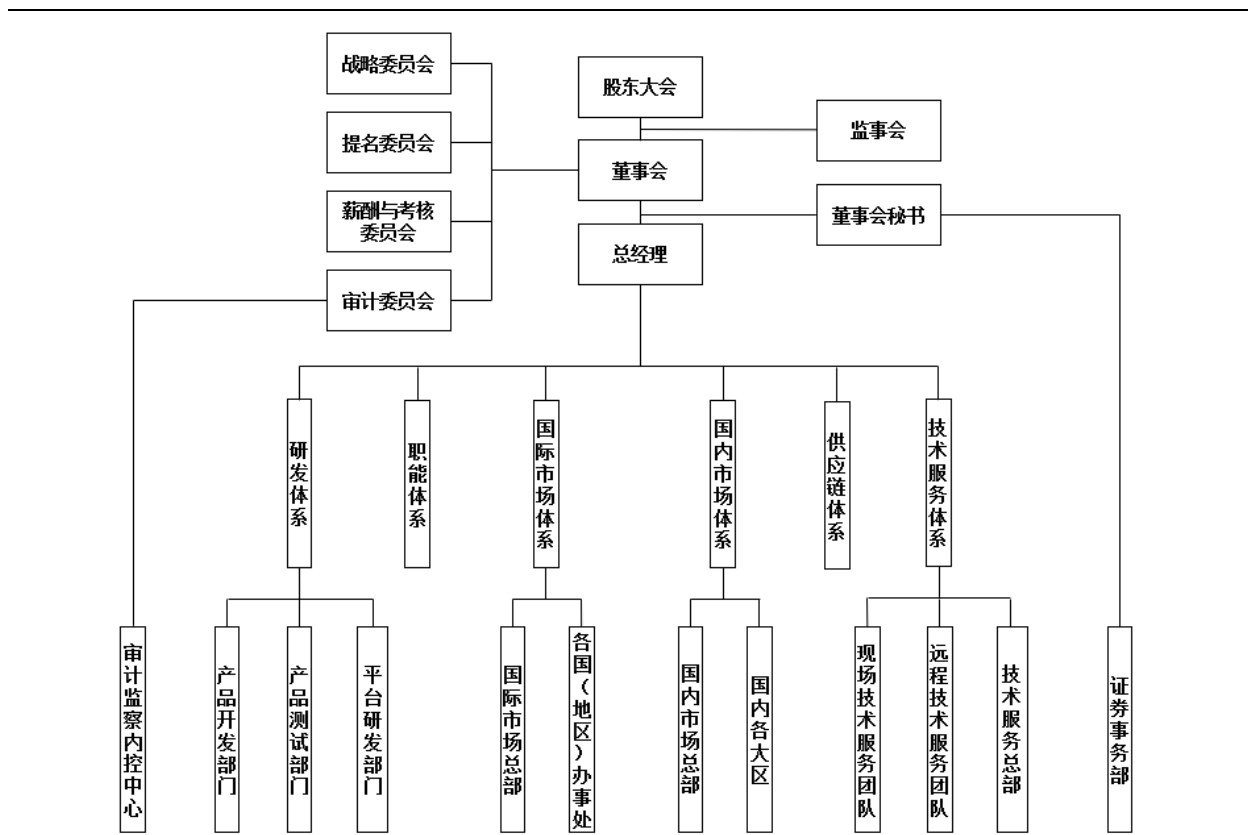
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年6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	30,000 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	5,000 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	1,333 万元	75%	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	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
方未科技（德国）有限公司	5.00 万欧元	100%	软件行业	投资设立
SANGFOR TEKNOLOJİ LİMİTED ŞİRKETİ	10.00 万土耳其里拉	100%	软件行业	投资设立

资料来源：公司 2023 年半年度报告、公司提供及公开信息，中证鹏元整理

## 附录五 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

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