



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司



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 2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级	评级观点
主体信用等级	AA	AA	<p>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，持续研发并保持在国内网络安全领域仍具有一定核心竞争力和市场地位，2023年营收和利润有所提升，业务获现能力保持较强，经营活动现金流表现和流动性仍保持较好。同时中证鹏元也关注到受下游客户的投入谨慎、需求恢复较为缓慢，加之市场竞争激烈等多重因素影响，公司收入增速放缓，短期业绩承压，2024年一季度营业收入有所下滑，受业务季节性影响仍呈亏损状态。此外，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因素。</p>
评级展望	稳定	稳定	
信服转债	AA	AA	

评级日期

2024年06月25日

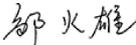
公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

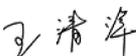
合并口径	2024.03	2023	2022	2021
总资产	144.46	150.29	121.83	109.50
归母所有者权益	82.93	88.05	77.20	73.05
总债务	29.92	24.56	11.46	2.43
营业收入	10.35	76.62	74.13	68.05
净利润	-4.89	1.99	1.94	2.73
经营活动现金流净额	-11.54	9.47	7.46	9.91
净债务/EBITDA	--	-36.19	-21.93	-23.77
EBITDA 利息保障倍数	--	5.22	18.45	25.51
总债务/总资本	26.51%	21.80%	12.93%	3.22%
FFO/净债务	--	2.13%	1.17%	1.40%
EBITDA 利润率	--	3.03%	4.34%	4.30%
总资产回报率	--	1.82%	2.04%	2.60%
速动比率	1.27	1.47	1.47	1.56
现金短期债务比	5.83	8.82	8.00	71.14
销售毛利率	58.18%	65.13%	63.82%	65.49%
资产负债率	42.58%	41.40%	36.63%	33.29%

注：其中 2021-2023 年末公司净债务为负数。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：邹火雄 
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：王清洋 
wangqy@cspengyuan.com

评级总监：
联系电话：0755-82872897

优势

- **公司在国内网络安全领域仍保持一定的核心竞争力和市场地位，有望持续受益行业发展。**2023 年以来公司全网行为管理、下一代防火墙（AF）、VPN、应用交付（AD）等产品在中国市场占有率继续保持前列，此外，公司于国内率先推出深信服自研大模型——安全 GPT，赋能业务发展，2023 年公司营业收入保持增长，随着网络安全业务的稳定开展及云计算业务的开拓，公司未来仍有望持续受益于行业发展期红利。
- **公司资产流动性保持较好，业务获现能力仍较强，经营活动现金流表现较好。**因销售货款主要采用预收的结算方式，公司经营活动收现能力表现较好，2023 年经营活动现金流净额较上年大幅增长。此外，公司资产主要以货币资金、定期存款和银行理财产品等现金类资产为主，整体流动性较好。

关注

- **2023 年以来下游客户投入谨慎、需求恢复较为缓慢，加之市场竞争激烈等多重因素影响，2023 年公司营业收入增长乏力，2024 年一季度出现下降，短期业绩承压。**2023 年以来受宏观经济影响，政府和企业在网络安全方面的预算增幅有所降低，需求侧表现不佳，加之行业竞争日趋激烈，短期内中国网络安全市场增长有所放缓，公司网络安全业务收入小幅下降，随着公司云化、服务化战略转型推进，云计算业务收入占比提升，但增速有所下滑，导致公司营业收入增长乏力，2023 年同比增速较上年下降 5.57 个百分点至 3.36%，2024 年一季度营业收入同比下滑 14.66%，受业务季节性影响仍呈亏损状态。此外，公司研发费用及销售费用投入较大，对利润形成一定侵蚀。
- **公司客户仍较为分散，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。**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；2023 年公司前五大客户销售收入占比仍较低，未来随着渠道不断拓展，渠道管理难度也有所增加。
- **募投项目部分延期且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。此外，深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目实施期限延后 18 个月，计划完工期限延期至 2025 年 6 月，需关注项目的进度情况。

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，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	150.29	162.65	148.65	49.78	41.55	23.78
营业收入	76.62	64.42	45.07	21.70	16.81	6.83
净利润	1.99	0.75	7.40	-3.66	-9.77	0.05
销售毛利率	65.13%	65.38%	57.76%	61.78%	46.15%	74.76%
资产负债率	41.40%	37.40%	19.21%	48.49%	33.96%	35.57%
研发费用率	29.58%	23.06%	18.07%	29.33%	37.43%	23.30%
销售费用率	35.26%	29.74%	22.89%	41.86%	51.56%	25.56%

注：以上各指标为 2023 年度/2023 年末数据。

资料来源：同花顺 iFinD 及各公司 2023 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	cspv_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspv_ffmx_2022V1.0

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	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					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

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。

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	12.1474	2023-09-26	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（截至2024年6月25日转股价格：111.26元/股），募集资金计划扣除发行费用后用于软件定义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（以下简称“长沙研发基地项目”）。2023年12月1日，公司第三届董事会第九次会议及第三届监事会第六次会议审议通过了《关于调整募集资金投资项目实施期限的议案》，根据长沙研发基地项目的实际建设与投入情况，公司在募投项目实施主体、实施方式、建设内容、募集资金投资用途及投资规模不发生变更的前提下，将长沙研发基地项目的实施期限延后18个月，及计划完工时间延期至2025年6月。截至2023年12月31日，信服转债募集资金专项账户余额为6.45亿元。

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。截至2024年3月末，公司股本为4.20亿元（无限售和限售条件流通股股份数分别为2.76亿股和1.44亿股），第一大股东仍为何朝曦，持股20.06%，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45.48%（无质押、标记或冻结情况），具体股权结构见附录二。

表1 截至2024年3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	20.06%	6,318.00
熊武	7,300.80	17.39%	5,475.60
冯毅	3,369.60	8.03%	2,527.20
香港中央结算有限公司	955.53	2.28%	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)	900.00	2.14%	0.00
张开翼	696.65	1.66%	0.00
夏伟伟	644.63	1.54%	0.00
中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	491.55	1.17%	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	429.95	1.02%	0.00
邓文俊	401.28	0.96%	0.00
合计	23,613.99	56.25%	14,320.80

资料来源：公司2024年第一季度报告，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。2023年公司纳入合并范围的子公司新增2家，注销1家子公司。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共计26家，详见附录四。

表2 2023年 纳入公司合并范围的子公司变化情况

新纳入合并报表范围的子公司情况					
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式	时间
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
不再纳入合并报表范围的子公司情况					
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并范围原因	时间
青岛市深信服职业技能培训学校 有限责任公司	100%	1,000万元	软件行业、 教育培训	注销	2023

资料来源：公司2023年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一

步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

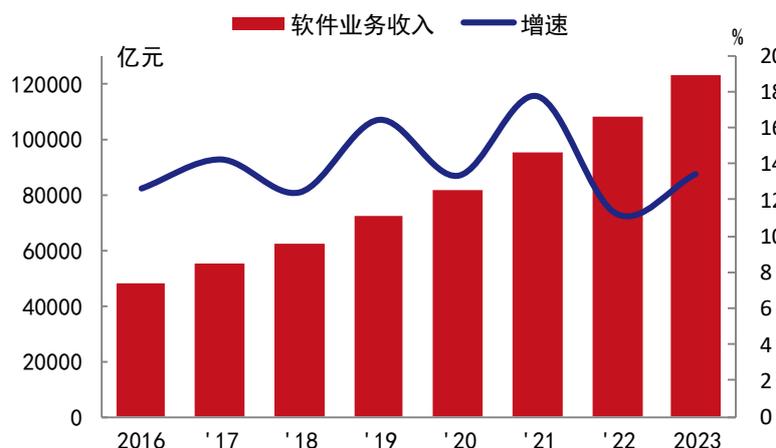
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

我国软件和信息技术服务业运行稳中向好，行业收入规模持续增长，叠加政策持续利好，国内外市场需求的释放将为软件行业发展带来更多机遇，将迎来行业发展红利期，以大模型为代表的新技术不断开辟软件产业竞争新赛道，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持续发展，2023年运行稳步向好，行业收入规模保持增长。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，2023年达5.52万亿元，较上年同期增长11.9%，软件和信息技术服务业规模以上¹企业数量有所增加，2023年超过3.8万家，累计完成软件业务收入12.33万亿元，同比增长13.4%，实现利润总额1.46万亿元，同比增长13.6%，增速较上年同期提高7.9个百分点。

图1 2023年我国软件业务收入持续增长，增速有所回升

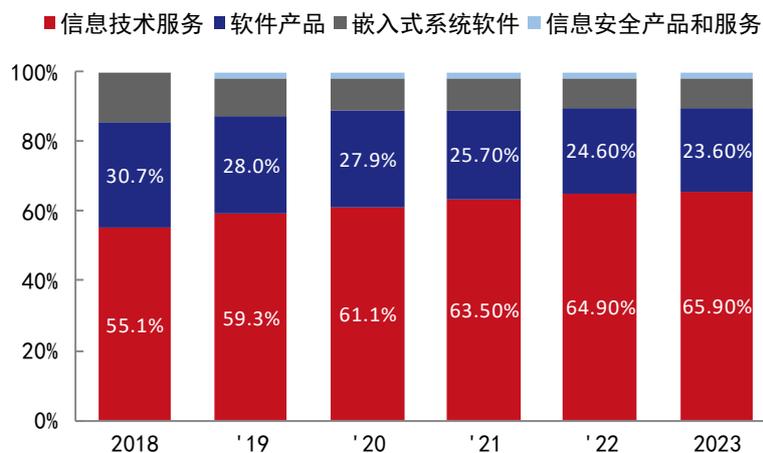


资料来源：工信部各年软件和信息技术服务业统计公报，中证鹏元整理

¹规模以上指主营业务收入500万元以上的软件和信息技术服务企业。

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。2023年信息技术服务业务实现收入8.12万亿元，同比增长14.7%，占全国软件和信息技术服务业收入的比重为65.9%，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12,470亿元，同比增15.4%，占信息技术服务收入的15.4%，占比较上年同期提高0.5个百分点；集成电路设计收入3,069亿元，同比增长6.4%；电子商务平台技术服务收入11,789亿元，同比增长9.6%。

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



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。2023年2月，国务院发布《质量强国纲要》，支持通用基础软件、工业软件、平台软件、应用软件工程化开发、实现工业质量分析与控制软件关键技术突破。2023年4月工信部《关于推进IPv6技术演进和应用创新发展的实施意见》，抓住IPv6演进创新的窗口期，围绕网络协议、系统设备、基础软件等重要环节、强化关键核心技术攻关和产业化，形成技术引领优势。我国政府及相关部门对软件业一直采取积极鼓励的政策，并为大力发展软件业提供了各方面的政策支持。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。

2023年，以大模型为代表的新技术飞速发展，带来新质生产力的持续跃升。自ChatGPT爆火以来，

生成式人工智能备受瞩目。从国际角度看，Github年度新增生成式人工智能项目6.5万个，同比增长248%，围绕大模型的API及工具链不断丰富，大模型生态初步显现。从国内角度看，阿里、华为、智谱AI等软件头部企业、创新企业及科研机构多元主体纷纷入局大模型，国产大模型数量目前已超过200个，面向产业的大模型加速落地，应用场景覆盖办公、制造、气象、煤矿、医药等各个垂直行业领域。

以大模型为代表的新技术将进一步加速软件产业及其他行业变革，重塑以人工智能为核心的业务模式。从软件产业发展角度看，基于大模型的AI编程助手将大幅提升编程效率，“AI+低代码”的深度融合将允许更多非软件专业的业务人员参与到软件开发的过程中，重塑软件产业发展格局。从行业赋能角度看，以大模型为代表的新技术将深度拓展AR/VR、元宇宙、智能机器人、模型即服务（MaaS）等新兴产业应用场景，并有力推动金融、能源、文娱、制造等传统行业效率提升。

网络安全威胁日益严峻、数字经济发展、生成式人工智能出世，提振网络安全行业需求，行业规模持续增长且用户广泛；网络安全技术加速迭代升级，趋向云化、服务化，但行业集中度较低、产品呈现碎片化、同质化趋势，受国内经济增速放缓，市场竞争加剧，短期内网安行业增速放缓，下游需求恢复面临一定压力

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。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IDC发布的《全球网络安全支出指南》（2024年V1版）显示，2022年全球网络安全IT总投资规模为1,890.1亿美元，并有望在2027年增至3,288.8亿美元，五年复合增长率约为11.7%。中国网络安全市场规模预计将从2022年的123.5亿美元快速增长至2027年的233.2亿美元，期间年复合增长率为13.5%，高于全球平均水平，但根据IDC发布的《2023年第四季度中国IT安全硬件市场跟踪报告》显示，受宏观经济、预算收紧等因素的影响，2023年中国IT安全硬件市场规模达到224.8亿元人民币（约合31.6亿美元），同比下降0.9%，增速不及预期，短期内网安行业增速放缓。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。

网络安全威胁日益严峻、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，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

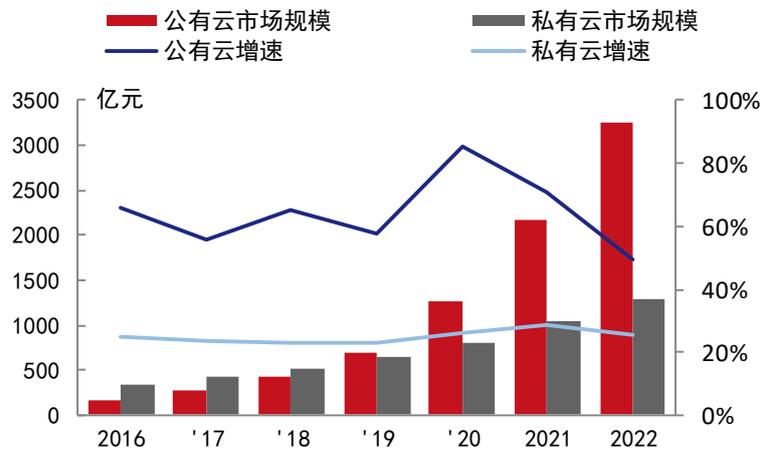
保护基本要求》的实施，为行业带来强合规要求，助推行业发展。2023年，以Chat GPT为代表的生成式人工智能的出现和快速普及，网络安全威胁态势升级，新安全才能应对新威胁。中长期而言，中国网络安全市场的发展前景良好，但2022年以来，受宏观经济下行压力增大等因素影响，政府和企业网络安全方面的预算增幅有所降低，需求侧表现不佳，加之市场竞争日趋激烈，短期内中国网络安全市场增长有所放缓。IDC发布的《2023年第四季度中国IT安全硬件市场跟踪报告》显示，受宏观经济、预算收紧等因素的影响，2023年中国IT安全硬件市场规模达到224.8亿元人民币（约合31.6亿美元），同比下降0.9%，增速不及预期。

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。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，正加速向传统行业渗透；此外，云计算的发展带动中国云安全市场快速发展

近年中国云计算市场规模呈现稳定增长态势，2022年增长40.91%至4,550亿元，其中公有云市场规模增长49.3%至3,256亿元，私有云市场增长25.3%至1,294亿元，相比全球19%的增速，我国云计算市场仍处于快速发展期，预计2025年我国云计算整体市场规模将突破万亿元，同时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。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。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。

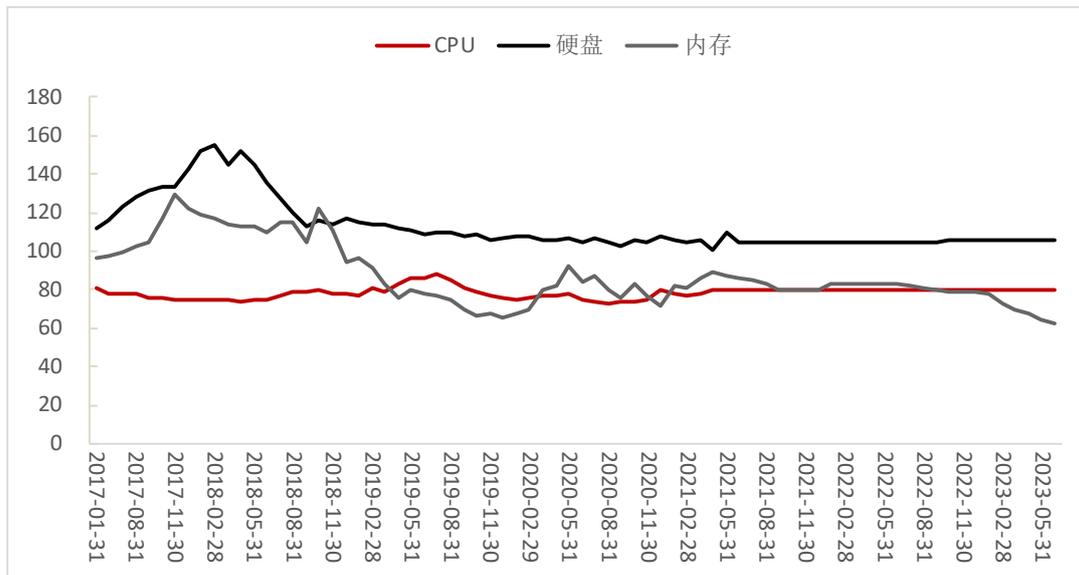
图3 中国云计算市场规模持续增长


资料来源：中国信息通信研究院，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，2023年上半年服务器价格呈下降态势；随着AI大模型时代到来，算力需求激增，分布式存储迎来新的发展机遇

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%。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。2023年年初以来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2023年上半年以来服务器价格有所下降。

图4 2023年上半年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

IDC发布的《全球ICT支出指南：行业与企业规模》（2024年V1版）显示，企业级ICT硬件支出以五年复合增长率8.7%的速度超过了GDP增速，在不考虑设备支出的情况下增速更为明显；而在中国市场，服务器和存储设备的投资五年复合增长率达到了8.5%，显示出企业对于数据处理和存储能力提升的需求日益增强。赛迪顾问发布的《中国分布式存储市场研究报告（2023年）》指出，受数据要素价值持续释放、分布式架构场景加快普及和线上经济加速发展、丰富数字治理实践等因素影响，中国分布式存储市场规模快速发展，2022年中国分布式存储市场规模达到104.2亿元，尽管相比集中式存储仍有一定差距，但2020-2022年市场规模增速要比集中式存储高了近20个百分点。2023-2025年，数字中国建设进入关键时期，分布式存储的高扩展性、高效作业、高可靠性等优势将越发显著，市场规模持续增长，预计到2025年有望达到211.4亿元。

随着AI大模型技术的快速发展，当前主流的共享存储搭配本地SSD盘（Solid State Disk，固态硬盘）的存储架构已无法满足企业的发展要求。各行各业正积极拥抱AI大模型，开展AIGC自动内容生成、智能开发、智能客服、智能机器人等多种新型人工智能业务。然而，昂贵的AI算力成本以及海量的训练数据存储和管理需求成为制约行业发展的障碍。而具备高性能、高可用、高性价比的训练推理一体化方案，预计将从2024年开始快速发展。同时，分布式存储系统因其高扩展性、大容量以及高性能特点，能够支撑AI业务的全流程。这种存储系统能够协同管理数据的全生命周期管理，有望成为各行业首选，并迎来高速增长。

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，持续研发投入，

行业经验及产品种类仍相对丰富，在国内网络安全领域保持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，2023年以来受下游客户的投入谨慎、需求恢复较为缓慢，加之市场竞争激烈等多重因素影响，收入增速有所放缓，2024年一季度收入有所下降

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。2023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。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，公司收入增速承压，2024年1-3月收入同比下滑14.66%。其中，2023年和2024年1-3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，2023年收入占比提升至40.33%。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，2023年公司基础网络和物联网收入规模及占比变动不大。

随着公司云化、服务化战略转型的推进，云计算业务收入的不断增长，公司对供应链上游供应商的影响力不断提升，公司通过持续加强和上游芯片、部件、整机厂商的技术创新以及战略合作等措施，进一步提升供应链管理水平和对上游厂商的议价能力，2023年云计算业务产品质量和毛利率进一步提升。同时，通过增加网络安全产品中软件和服务的增复购、降低网络安全产品部分硬配件的采购成本、优化网络安全产品线销售结构，网络安全产品的毛利率亦小幅提升。综合影响下，2023年公司整体毛利率为65.13%，同比上升1.31个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022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	5.37	51.92%	75.03%	38.92	50.79%	81.24%	38.98	52.58%	80.50%
云计算及IT基础设施	4.13	39.87%	38.65%	30.90	40.33%	47.47%	28.59	38.57%	43.56%
基础网络和物联网	0.85	8.21%	46.50%	6.80	8.88%	53.24%	6.56	8.85%	53.05%
合计	10.35	100.00%	58.18%	76.62	100.00%	65.13%	74.13	100.00%	63.82%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

为保持产品竞争力，2023年以来公司研发及销售继续保持了较高投入，但对利润形成侵蚀，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，2023年公司研发投入规模仍较大，占同期营业收入的比重仍维持在30%左右。受业务增速放缓等因素影响，2023年公司研发投入增速相应放缓，此外，公司优化提升研发人员质量，期末研发人员数量有所下降。销售费用方面，随着公司业务的不拓展，销售费用保持增长，2023年初公司对当年业绩预期较为乐观，导致2023年销售费用投入较高，同比增长12.07%，但当年业务增速不及预期，较高的销售费用也对利润形成一定侵蚀。专利方面，2023年公司及子公司新增授权专利327件，新增获准登记的软件著作权46件，并荣获“国家知识产权示范企业”称号。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，凝聚公司安全能力，构建的以 AI 为核心的“开放平台+领先组件+云端服务”的安全新范式的垂直领域大模型。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。

表4 公司研发投入情况

指标名称	2023年	2022年
期末研发人员数量（人）	3,252	3,572
期末研发人员数量占比	38.68%	39.01%
研发投入金额（亿元）	22.66	22.48
研发投入占营业收入比例	29.58%	30.32%

资料来源：公司2022-2023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²，公司VPN产品自2008年至2023年第三季度，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年三季度，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，公司是国内第一家通过云计算服务安全评估的安全厂商和安全托管运营服务商，也是目前为止唯一一个以SaaS化云服务模式通过评估的云平台。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。

截至2024年3月末，公司主要在建项目计划总投资30.85亿元，主要源自募集资金，且公司资金充足，项目投资压力可控，其中网络信息安全服务与产品研发基地项目已于2024年4月完工结项。长沙研发基

²资料来源于公司 2023 年年度报告。

地项目实施期限延后18个月，计划完工期限延期至2025年6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2024年3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	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	3.87	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。
可转债	软件定义 IT 基础架构项目	15.46	7.01	4.64	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	1.52	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		30.85	18.21	10.03	--

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，国内企业客户及海外市场收入维持较高增速，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

公司产品的目标用户群多、主要用户以企业、政府、金融、电信运营商为主，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。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，2023年国内市场企业客户对IT建设需求表现出较好的韧性，包括能源、交通等在内的行业客户维持较高的订单增速，企业客户收入增速达19.73%，同时，海外市场收入规模延续较高增长态势，收入增速达47.98%，但受宏观经济下行压力增大等因素影响，政府和企业网络安全方面的预算增幅有所降低，需求侧表现不佳，加之市场竞争日趋激烈，短期内中国网络安全市场增长有所放缓。伴随公司全面渠道化战略的持续推进，2023年和2024年1-3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	2024年1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
渠道代理销售	9.65	93.25%	71.36	93.14%	70.53	95.15%
直销	0.70	6.75%	5.26	6.86%	3.60	4.85%
合计	10.35	100.00%	76.62	100.00%	74.13	100.00%

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，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。2023年及2024年1-3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	深圳市众安在线技术有限公司	2.03	2.64%
	广州市天齐科技实业有限公司	1.73	2.26%
	浙江高驰科技有限公司	1.72	2.24%
	江苏群立开云信息技术有限公司	1.54	2.01%
	联强国际贸易（中国）有限公司	1.51	1.97%
	合计	8.53	11.12%
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%
	合计	8.31	11.20%

资料来源：公司提供

2023年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2024年一季度公司仍亏损。

表8 公司营业收入季节分布情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比

一季度	12.13	15.83%	11.44	15.43%
二季度	17.21	22.46%	16.71	22.54%
三季度	18.74	24.46%	19.33	26.07%
四季度	28.54	37.25%	26.65	35.96%

资料来源：公司2022-2023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，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，2023年其占营业成本的比重为76.82%。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。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。随着公司云化、服务化战略转型的推进，云计算业务收入的不增长，公司对供应链上游供应商的影响力不断提升。2023年公司通过持续加强和上游芯片、部件、整机厂商的技术创新以及战略合作等措施，进一步提升供应链管理水平和对上游厂商的议价能力，公司云计算业务的产品质量和毛利率进一步提升。同时，通过增加网络安全产品中软件和服务的增复购、降低网络安全产品部分硬配件的采购成本、优化网络安全产品线销售结构，网络安全产品的毛利率亦小幅提升。

表9 公司主要原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
服务器	9.18	38.94%	9.70	41.27%
工控设备	3.05	12.93%	3.10	13.18%
配件	6.57	27.87%	6.00	25.53%
路由器及交换机等	2.69	11.42%	2.69	11.44%
瘦终端	0.76	3.23%	0.81	3.43%
其他	1.32	5.61%	1.21	5.16%
合计	23.58	100.00%	23.51	100.00%

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。2023年公司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	广州耀恒信息科技有限公司	3.56	15.09%

	浪潮电子信息产业股份有限公司	2.63	11.14%
	香港华胜泓邦科技有限公司	1.95	8.27%
	广东东勤科技有限公司	1.56	6.66%
	威健实业国际有限公司	1.41	5.97%
	合计	11.11	47.13%
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%
	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%
	合计	10.76	45.77%

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）审计并出具标准的无保留意见的2021-2022年审计报告和安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）³审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围新增2家子公司，注销1家子公司，见表2。截至2023年末纳入公司合并报表范围的子公司共26家，详见附录四。

资本实力与资产质量

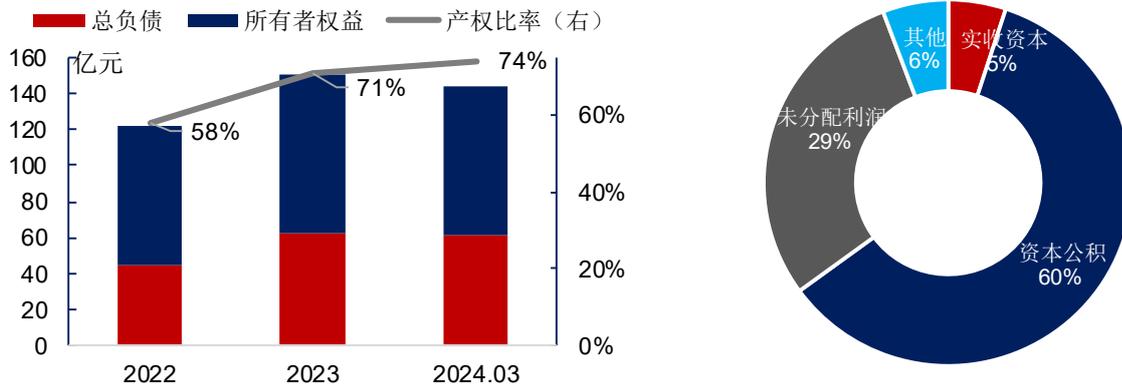
公司为知识密集型的轻资产企业，资产以货币资金、定期存款和银行理财产品等为主，整体资产流动性较好

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，2023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，2023年末公司所有者权益有所增长；因2024年一季度亏损，2024年3月末公司未分配利润有所下降，期末所有者权益较2023年末小幅下降。近年公司总负债规模较小，2023年末产权比率有所上升但所有者权益对总负债的保障程度仍较高。

图 5 公司资本结构

图 6 2024年3月末公司所有者权益构成

³ 根据公司于 2023 年 9 月发布的《深信服科技股份有限公司关于拟变更会计师事务所的公告》，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）已连续多年为公司提供审计服务，综合考虑公司业务发展和整体审计的需要及会计师事务所人员安排及工作计划等情况，经综合评估及审慎研究，公司拟聘请安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2023 年度审计机构。



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着2023年新增“信服转债”融资及经营业绩积累等，2023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，2024年3月末上述资产账面价值合计占同期末资产总额的比重在72%左右。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.56	6.62%	7.37	4.91%	14.06	11.54%
交易性金融资产	9.57	6.62%	20.13	13.40%	14.96	12.28%
应收账款	4.66	3.22%	8.82	5.87%	8.09	6.64%
存货	5.37	3.72%	3.83	2.55%	2.74	2.25%
一年内到期的非流动资产	23.14	16.02%	22.98	15.29%	16.92	13.89%
其他流动资产	7.30	5.06%	5.19	3.45%	2.47	2.03%
流动资产合计	61.50	42.57%	69.53	46.26%	60.09	49.32%
其他权益工具投资	6.71	4.65%	5.97	3.97%	4.62	3.80%
固定资产	2.99	2.07%	3.12	2.08%	3.77	3.09%
在建工程	6.12	4.24%	4.92	3.27%	3.25	2.67%
其他非流动资产	56.20	38.90%	55.59	36.99%	38.84	31.88%
非流动资产合计	82.96	57.43%	80.76	53.74%	61.74	50.68%
资产总计	144.46	100.00%	150.29	100.00%	121.83	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 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年末货币资金规模同比大幅下滑，主要系购买理财产品和定期存款所致；2024年3月末受限货币资金（0.52亿元）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，2024年3月末交易性金融资产较2023年末大幅下降，主要系公司赎回部分理财产品用于支付供应商货款、预付原材料货款和发放2023年度年终奖等所致。公司其他流动资产、其他非流动资产、一年内到期的非流动资产仍主要为定期存款。

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2023年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。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；2023年以来，为应对部分原材料价格上涨，公司进行策略性备货，2023年末及2024年3月末存货规模同比均大幅增长。

其他权益工具投资系公司配售的中国电信（601728.SH）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年存在一定的累计利得及股利收入，使得2023年末其他权益工具账面价值同比有所增长，但仍需关注未来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；在建工程主要系公司留仙洞总部基地和长沙产业园项目。

盈利能力

2023年公司营业收入保持增长但增速放缓，2024年一季度出现下降，补贴收入对盈利具有较好补充，但销售费用及研发费用对利润侵蚀较大，2024年一季度利润亏损有所扩大，短期业绩承压

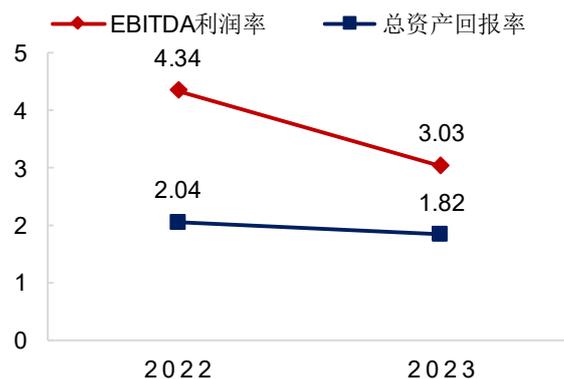
2023年国内宏观经济环境复苏力度较弱，下游客户的投入谨慎、采购流程变长、需求恢复较为缓慢，加之市场竞争激烈，政府和企业网络安全方面的预算增幅有所降低，需求侧表现不佳，短期内中国网络安全市场增长有所放缓，公司部分产品的差异化竞争优势不够明显以及创新类产品收入贡献占比较小等，2023年公司营业收入同比增速较上年下降5.57个百分点至3.36%，2024年一季度营业收入同比下滑14.66%。2023年公司通过增加网络安全产品中软件和服务的增复购、降低网络安全产品部分硬件配件的采购成本、优化网络安全产品线销售结构，网络安全业务毛利率稳中略增。同时公司通过持续加强和上游芯片、部件、整机厂商的技术创新以及战略合作等措施，进一步提升供应链管理水平和对上游厂商的议价能力，公司云计算业务的产品质量和毛利率进一步提升。受益于云计算收入占比及毛利率提升，2023年公司销售毛利率有所提升。因2023年一季度客户需求短暂反弹，2024年一季度国内宏观经济环境仍处于较为缓慢复苏中，下游客户对IT投入仍然谨慎，新增订单情况尚不理想；公司营业收入同比下滑14.66%，毛利率下降至58.18%。

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。受2023年营业收入增速放缓，2024年一季度营收增速转负，

且公司需不断进行研发投入，公司研发费用占比较高且不断提升，2023年和2024年1-3月公司研发费用占同期营业收入的比重分别上升至29.58%和51.37%。2023年公司销售费用继续增长，占同期营业收入的比重为35.26%，2024年一季度占比达61.48%。综合来看，受收入增速放缓，持续的销售费用及研发费用支出规模较大且较为刚性影响，销售费用及研发费用占同期营业收入的比重持续增长，2023年及2024年一季度公司销售费用和研发费用合计占同期营业收入的比重上升至64.84%和112.85%，叠加公司业务销售毛利率有所减弱，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，2024年一季度仍出现亏损，且亏损幅度有所扩大。2023年EBITDA利润率和总资产回报率有所下降，需关注后续公司盈利情况。

此外，2023年和2024年1-3月，公司继续获得软件产品销售增值税退税分别为3.27亿元和0.95亿元。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 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 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、应付债券和租赁负债等构成，主要以短期银行借款为主。2023年及2024年一季度银行给予公司的借款成本仍较低，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，2024年1-3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；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。应付债券系“信服转债”。

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及应付服务供应商款项等。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.61	25.38%	8.26	13.27%	7.91	17.72%
应付票据	1.60	2.61%	3.73	5.99%	2.03	4.55%
应付账款	3.79	6.16%	6.03	9.69%	5.38	12.07%
合同负债	12.31	20.01%	13.47	21.64%	11.78	26.40%
应付职工薪酬	3.03	4.92%	4.07	6.53%	2.47	5.52%
其他应付款	5.84	9.50%	5.31	8.53%	6.17	13.83%
一年内到期的非流动负债	0.62	1.01%	0.53	0.84%	0.52	1.17%
流动负债合计	44.30	72.02%	44.69	71.83%	39.08	87.57%
应付债券	11.27	18.32%	11.18	17.96%	0.00	0.00%
其他非流动负债	4.72	7.68%	5.10	8.20%	4.31	9.65%
非流动负债合计	17.21	27.98%	17.52	28.17%	5.55	12.43%
负债合计	61.51	100.00%	62.21	100.00%	44.63	100.00%
总债务合计	29.92	48.64%	24.56	39.47%	11.46	25.69%
其中：短期债务	17.84	28.99%	12.51	20.10%	10.46	23.44%
长期债务	12.09	19.65%	12.05	19.37%	1.00	2.25%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 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，2023年收现比为1.14，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；2024年1-3月经营活动现金净流出11.54亿元，主要系为应对部分原材料上涨而进行策略性备货，购买商品，接受劳务支付的现金大幅增加所致。投资活动方面，伴随公司购买理财产品等，2023年投资活动产生的现金流仍表现为净流出。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源银行借款及发行“信服转债”，随着借款融入资金，2023年和2024年1-3月公司筹资活动产生的现金流均表现为大幅净流入。

杠杆状况指标方面，随着公司短期借款规模的增长及本期可转换公司债券的发行，公司资产负债率持续上升至2024年3月末的42.58%。由于近年利润增速承压及债务增加带来的利息支出增加等，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	2024年3月	2023年	2022年
------	---------	-------	-------

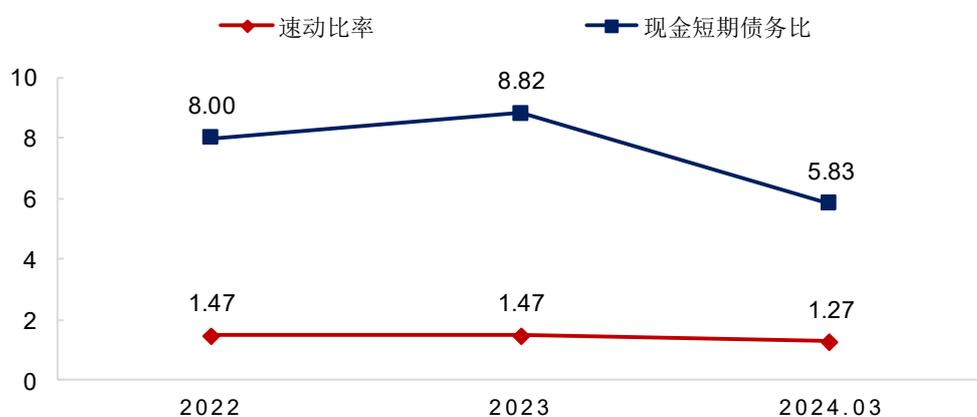
经营活动净现金流（亿元）	-11.54	9.47	7.46
FFO（亿元）	--	-1.79	-0.82
资产负债率	42.58%	41.40%	36.63%
净债务/EBITDA	--	-36.19	-21.93
EBITDA 利息保障倍数	--	5.22	18.45
总债务/总资本	26.51%	21.80%	12.93%
FFO/净债务	--	2.13%	1.17%
经营活动现金流净额/净债务	15.66%	-11.27%	-10.56%
自由现金流/净债务	16.84%	-7.36%	-4.02%

注：其中 2022-2023 年末，公司净债务为负数。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 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。公司经营活动收现情况较好，随着现金类资产的积累，2023年公司现金短期债务比有所提升，处于较高水平，2024年3月末随有所下降，但现金类资产对短期债务的偿付保障仍处于较高水平。同时公司为创业板上市公司，资本市场融资渠道通畅，2024年3月末未使用银行授信额度合计14.58亿元，具备较强的融资弹性。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 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

根据公司提供的相关说明及公开查询，公司过去一年不存在因空气污染或温室气体排放、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

根据公司提供的相关说明及公开查询，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。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、总经理及非独立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2021年1月1日至报告查询日（2024年5月14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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾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（2024年6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2024年3月末，公司对民营企业担保余额合计9,079.21万元，占2024年3月末净资产规模的比重为1.09%，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 2024 年 3 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	1,000.00	2024/3/8-2025/3/8	是
河北讯联电子科技有限公司	民营企业	1,000.00	2023/6/29-2024/6/28	是
湖南纵骏信息科技有限公司	民营企业	1,000.00	2022/10/17-2025/10/17	是
山东弘锐信息科技有限公司	民营企业	1,000.00	2023/6/21-2024/6/20	是
河南中网云科物联网科技有限公司	民营企业	990.00	2024/3/4-2025/3/4	是
吉林省卓越科技有限公司	民营企业	990.00	2023/4/20-2024/4/19	是
山西鑫鼎宸科技股份有限公司	民营企业	931.04	2023/11/9-2024/11/8	是
湖南纵骏信息科技有限公司	民营企业	750.00	2023/6/29-2024/6/28	是

成都矢量科技有限公司	民营企业	745.50	2024/3/4-2025/3/4	是
明智数通技术有限公司	民营企业	300.00	2023/9/13-2024/9/12	是
吉林省合讯通信科技有限公司	民营企业	260.66	2023/4/20-2024/4/19	是
深圳市蓝德信诺科技有限公司	民营企业	112.00	2023/6/13-2024/6/12	是
合计	-	9,079.21	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

我国网络安全产业仍处于发展期，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，2024年一季度营业收入出现下降，同期净利润表现为亏损，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。

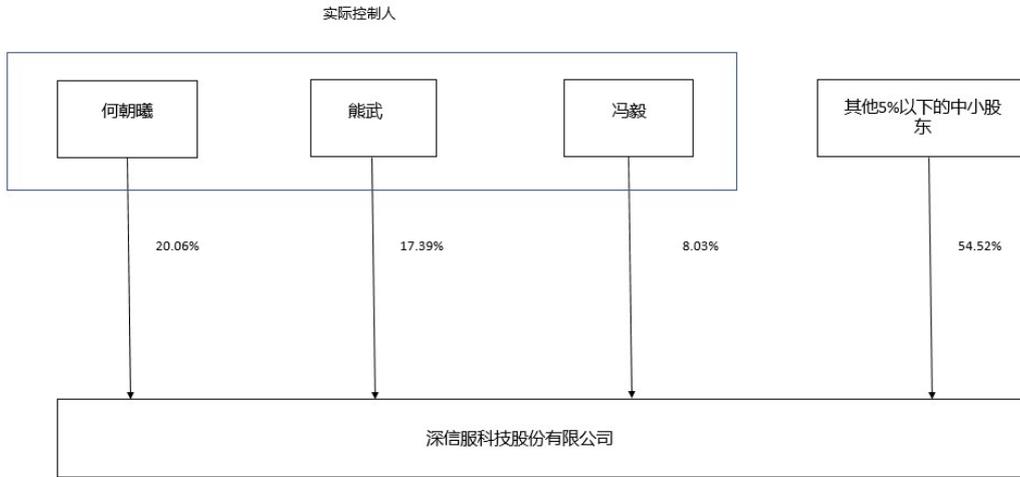
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	9.56	7.37	14.06	5.79
交易性金融资产	9.57	20.13	14.96	14.75
应收账款	4.66	8.82	8.09	5.48
存货	5.37	3.83	2.74	3.50
一年内到期的非流动资产	23.14	22.98	16.92	17.84
其他流动资产	7.30	5.19	2.47	3.18
流动资产合计	61.50	69.53	60.09	52.66
其他权益工具投资	6.71	5.97	4.62	4.78
在建工程	6.12	4.92	3.25	1.37
其他非流动资产	56.20	55.59	38.84	35.22
非流动资产合计	82.96	80.76	61.74	56.84
资产总计	144.46	150.29	121.83	109.50
短期借款	15.61	8.26	7.91	0.27
应付账款	3.79	6.03	5.38	4.04
合同负债	12.31	13.47	11.78	11.57
应付职工薪酬	3.03	4.07	2.47	5.42
其他应付款	5.84	5.31	6.17	6.10
一年内到期的非流动负债	0.62	0.53	0.52	0.73
流动负债合计	44.30	44.69	39.08	31.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	11.27	11.18	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.72	5.10	4.31	3.33
非流动负债合计	17.21	17.52	5.55	4.88
负债合计	61.51	62.21	44.63	36.46
总债务合计	29.92	24.56	11.46	2.43
其中：短期债务	17.84	12.51	10.46	1.03
所有者权益	82.95	88.08	77.20	73.05
营业收入	10.35	76.62	74.13	68.05
营业利润	-4.91	2.09	2.04	2.49
净利润	-4.89	1.99	1.94	2.73
经营活动产生的现金流量净额	-11.54	9.47	7.46	9.91
投资活动产生的现金流量净额	8.17	-31.07	-4.24	-7.41
筹资活动产生的现金流量净额	5.83	14.32	4.95	-2.63
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	2.32	3.22	2.93

FFO（亿元）	--	-1.79	-0.82	-0.98
净债务（亿元）	-73.73	-83.99	-70.59	-69.57
销售毛利率	58.18%	65.13%	63.82%	65.49%
EBITDA 利润率	--	3.03%	4.34%	4.30%
总资产回报率	--	1.82%	2.04%	2.60%
资产负债率	42.58%	41.40%	36.63%	33.29%
净债务/EBITDA	--	-36.19	-21.93	-23.77
EBITDA 利息保障倍数	--	5.22	18.45	25.51
总债务/总资本	26.51%	21.80%	12.93%	3.22%
FFO/净债务	--	2.13%	1.17%	1.40%
经营活动现金流净额/净债务	15.66%	-11.27%	-10.56%	-14.25%
自由现金流/净债务	16.84%	-7.36%	-4.02%	-9.22%
速动比率	1.27	1.47	1.47	1.56
现金短期债务比	5.83	8.82	8.00	71.14

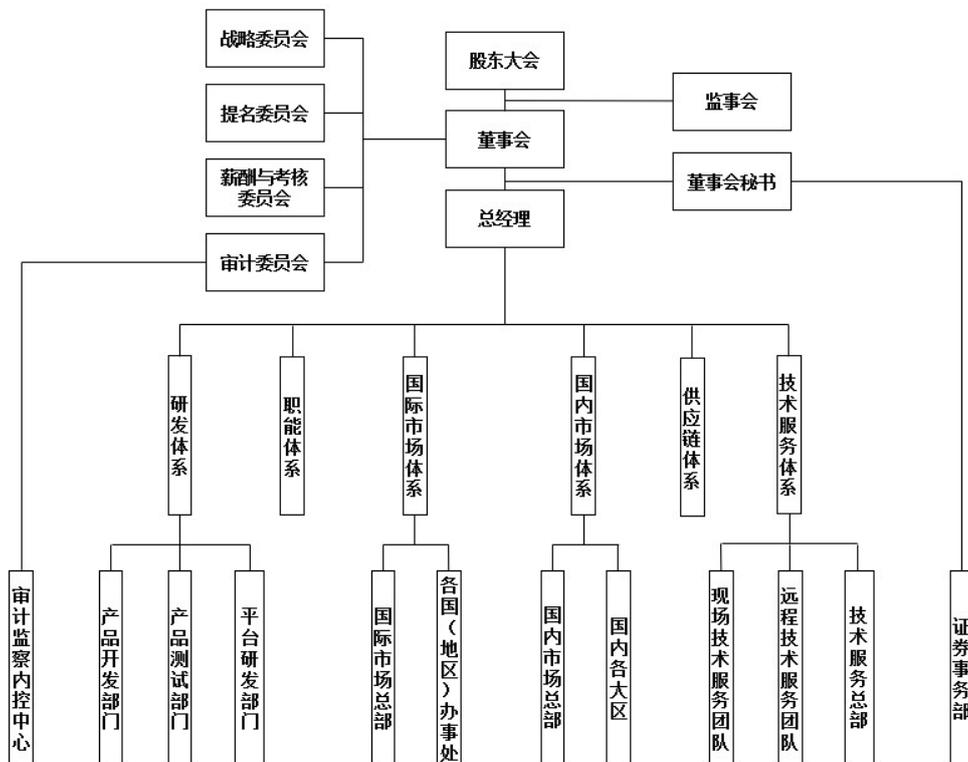
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年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集团有限公司	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
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
上海具身智能设备有限公司（曾用名：上海深信服信息科技有限公司）	5,000 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 亿印尼盾	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	1 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 年年度报告及公开信息，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
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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	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。
aa	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。
a	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。
bbb	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。
bb	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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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
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。