

Sangfor Access: 深信服新款 SASE 黑科技

深信服(300454)

评级:	买入	股票代码:	300454
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	333.33/154.4
目标价格:		总市值(亿)	1,106.61
最新收盘价:	267.42	自由流通市值(亿)	571.43
		自由流通股数(百万)	213.68

事件概述

近日，在 IDC 发布的《2020 年第四季度中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》中，2020 年深信服凭借全网行为管理产品以 21.3% 的市场占有率在安全内容管理分类下再次拔得头筹，市场份额远超其他厂商。除了功能升级外，深信服推出基于 SASE 概念的云服务模式的安全访问服务 Sangfor Access。

► SASE 重新定义了网络和安全架构，在移动、云端等场景具备广泛应用

传统网络和安全架构已经无法适应数字化转型需求：随着数字化转型的推进，边缘计算、云服务和混合网络兴起，传统网络和安全架构出现的多方崩塌迹象越来越明显，例如：延迟严重、网络盲点、过多的管理开销以及随着服务变化而不断进行重新配置的需求。

SASE 是一种全新的设计理念，重新定义了网络和安全架构。SASE (Secure Access Service Edge)，即安全访问服务边缘，Gartner 在《Top 10 strategic technology trends for 2020》报告中指出：SASE 提供了一种全新的设计理念，放弃了将 SD-WAN 设备、防火墙和其他网络及安全解决方案拼凑到一起的做法，用统一的安全管控解决方案替代各类繁杂的终端网络设备，最终实现安全的云环境。根据 Gartner 的报告指出，SASE 在移动终端、云端等场景具备广泛的应用：

场景 1：员工出差、远程办公环境下的笔记本安全管理。员工在出差、远程办公时，办公笔记本处于外网状态下可能导致敏感数据泄露。SASE 可实现电脑终端防泄密、以及工作效率的分析与管控。

场景 2：SaaS 应用安全访问服务导致的敏感信息泄露。在 SaaS 应用模式下，由于账号安全性低导致的敏感信息泄露。SASE 可通过身份的权限控制、认证等模块，确保企业员工业务访问安全，防止云端数据泄露。

► 对标国际领先 SASE 厂商，深信服 Sangfor Access 有望领跑中国市场

从全球范围看，当前 SASE 产品仍处于起步阶段，企业的采用率还不到 1%，只有少数领先供应商可以提供。Cato Networks、思科、Versa、VMware 等少数 SD-WAN 提供商有望在新兴的 SASE 市场中率先占据领导地位。

1、Cato Networks：全球第一家 SASE 平台厂商，通过一个全球分布式的云服务系统，为所有终端提供企业网络和安全能力。Cato Cloud 的云原生平台能实现对云资源和移动设备的无缝支持，可以轻松地云资源和移动用户连接到 Cato Cloud，通过自助服务控制台统一管理。

2、Palo Alto Networks：随着 Prisma Access 的推出，Palo Alto Networks 成为了最早采用 SASE 的厂商之一。2020 年 3 月底，Palo Alto 以收购了 CloudGenix，强化其 SASE 产品核心性能与能力。

3、Zscaler：Zscaler Cloud Security Platform 是一项从零开始构建的 SASE 服务，通过与全球数百个合作伙伴建立连接，为用户确保了最佳的性能和可靠性。

2020 年深信服发布 Sangfor Access，有望领跑中国 SASE 企业市场。深信服是中国领先的云安全产品和服务提供商，2020 年 9 月发布 Sangfor Access 产品以来，已经在中国平安、可口可乐、途牛、链家等客户当中得到推广，并获得客户一致好评。深信服通过 Sangfor Access，真正实现了全网外发管控，阻断网盘上传敏感信息的高危行为，并实现全通路审计，终端侧实现 U 盘、外设管控，防止违规外传数据。

我们认为，Sangfor Access 产品是适应数字化转型管理需求推出，是对其上网行为管理 (AC) 产品的重大升级。目前，深信服的上网行为管理 (AC) 已经覆盖了医疗、互联网、制造等行业的 5000 多家客户，具备广泛的用户群体，Sangfor Access 的推出有望为深信服带来新的业绩增量的同时，强化客户粘性，进一步提升公司在云安全领域的市场份额与市场地位。

投资建议

我们看好 Sangfor Access 为公司带来的业绩增量和用户粘性的提升，考虑到全年疫情对业绩的影响，我们维持对公司的盈利预测：2020-2022 年公司营业收入为 54.6/80.0/113 亿元；归母净利润为 8.0/11.5/15.2 亿元。考虑到安全业务和云业务的长期成长性，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示

1) 云计算市场拓展不及预期；2) 安全产品客户接受度低；3) 行业竞争加剧；4) 核心人才团队流失风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,224	4,590	5,458	7,996	11,317
YoY (%)	30.4%	42.3%	18.9%	46.5%	41.5%
归母净利润(百万元)	603	759	803	1,145	1,515
YoY (%)	5.2%	25.8%	5.8%	42.7%	32.3%
毛利率 (%)	73.3%	72.2%	72.1%	70.4%	68.9%
每股收益 (元)	1.47	1.86	1.96	2.80	3.71
ROE	17.6%	17.6%	15.7%	18.3%	19.5%
市盈率	175.26	139.32	131.71	92.32	69.77

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,590	5,458	7,996	11,317	净利润	759	803	1,145	1,515
YoY (%)	42.3%	18.9%	46.5%	41.5%	折旧和摊销	121	92	82	86
营业成本	1,277	1,525	2,365	3,518	营运资金变动	394	209	1,020	1,342
营业税金及附加	53	71	102	141	经营活动现金流	1,145	1,001	2,109	2,679
销售费用	1,608	1,883	2,719	3,961	资本开支	-320	-208	-251	-293
管理费用	192	382	560	679	投资	-1,459	0	0	0
财务费用	-123	45	33	-21	投资活动现金流	-1,671	10	69	160
资产减值损失	-1	-87	-96	-87	股权募资	286	0	0	0
投资收益	29	218	320	453	债务募资	0	2,389	260	196
营业利润	789	828	1,169	1,570	筹资活动现金流	224	2,337	150	77
营业外收支	2	23	24	18	现金净流量	-301	3,348	2,328	2,915
利润总额	791	851	1,193	1,588	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	32	48	48	73	成长能力				
净利润	759	803	1,145	1,515	营业收入增长率	42.3%	18.9%	46.5%	41.5%
归属于母公司净利润	759	803	1,145	1,515	净利润增长率	25.8%	5.8%	42.7%	32.3%
YoY (%)	25.8%	5.8%	42.7%	32.3%	盈利能力				
每股收益	1.86	1.96	2.80	3.71	毛利率	72.2%	72.1%	70.4%	68.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	16.5%	14.7%	14.3%	13.4%
货币资金	325	3,674	6,002	8,917	总资产收益率 ROA	11.2%	7.8%	8.7%	9.0%
预付款项	36	28	48	78	净资产收益率 ROE	17.6%	15.7%	18.3%	19.5%
存货	201	229	360	539	偿债能力				
其他流动资产	2,109	2,258	2,507	2,840	流动比率	1.20	1.24	1.34	1.41
流动资产合计	2,671	6,188	8,915	12,374	速动比率	1.09	1.19	1.28	1.34
长期股权投资	29	29	29	29	现金比率	0.15	0.74	0.90	1.02
固定资产	264	309	378	436	资产负债率	36.2%	50.5%	52.4%	53.6%
无形资产	271	362	480	639	经营效率				
非流动资产合计	4,102	4,154	4,252	4,390	总资产周转率	0.68	0.53	0.61	0.68
资产合计	6,772	10,342	13,167	16,764	每股指标 (元)				
短期借款	0	2,389	2,649	2,845	每股收益	1.86	1.96	2.80	3.71
应付账款及票据	376	462	712	1,054	每股净资产	10.56	12.53	15.33	19.03
其他流动负债	1,847	2,140	3,309	4,852	每股经营现金流	2.80	2.45	5.16	6.55
流动负债合计	2,223	4,991	6,670	8,751	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	228	228	228	228	PE	139.32	131.71	92.32	69.77
非流动负债合计	228	228	228	228	PB	10.83	16.92	13.82	11.13
负债合计	2,451	5,219	6,898	8,979					
股本	409	409	409	409					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,321	5,124	6,269	7,784					
负债和股东权益合计	6,772	10,342	13,167	16,764					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

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

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件等。

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

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

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

华西证券免责声明

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

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

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

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

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。