

细说深信服爆款新品如何炼成

华西计算机团队

2021年5月18日

分析师：刘泽晶

SAC NO: S1120520020002

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

联系人：刘忠腾

邮箱：liuzt@hx168.com

联系人：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com

核心推荐逻辑

- ◆ **紧跟科技前沿：多款新品全球市场空间数百亿美元级，主流竞争对手以科技巨头和新兴独角兽为主**
 - ✓ 2020年以来，公司发布了5款爆款新品，分别为信息安全领域的访问控制系统aTrust、Sangfor Access；云计算领域的ARM超融合；IT基础架构领域的大数据智能平台aBDI、数据库运维平台DMP。
 - ✓ **从全球市场空间看：**1) 零信任访问控制系统aTrust和数据库运维平台DMP市场规模超过400亿美元级。2) SASE产品Sangfor Access和低代码开发平台大数据智能平台aBDI超过100亿美元级。
 - ✓ **从竞争对手角度看：**深信服最新5大爆款均处于科技领域前沿，主流的竞争对手有两大类：1、科技巨头如谷歌、华为、阿里等，2、新兴独角兽如Palo Alto、Flix、火山引擎等。
- ◆ **五个爆款，五个维度提升企业数字化能力：安全架构、访问安全、融合计算、低代码开发、数据库运维**
 - ✓ **访问控制系统aTrust：**深信服零信任主打产品，可信访问、智能、极简的安全架构；对标谷歌Beyond Corp角逐中国零信任市场，已成功落地“视源股份”等多个标杆案例。
 - ✓ **Sangfor Access：**深信服SASE主打产品，解决用户办公、出差场景下远程接入的访问安全问题，主要竞争对手包括Cato Networks、Palo Alto Networks、Zscaler sase、Cisco等新兴玩家。
 - ✓ **ARM超融合：**基于国产ARM架构的超融合系统，对接海量生态厂商，长期稳局Gartner HCI魔力象限，打造中国Vmware。
 - ✓ **大数据智能平台aBDI：**低代码，AI增强的智能开发平台，大幅降低开发成本，提升7倍开发效率，
 - ✓ **数据库运维平台DMP：**数据库标准化统一部署，极大降低运维门槛，解决数据库运维困境，让数据库运维成为简单的事。
- ◆ **盈利预测与投资建议：**我们预计2021-2023年公司营业收入为80.0/113/153亿元,同比增长分别为46.5%/41.5%/35%。归母净利润为11.5/15.2/20.3亿元，同比增长41.5%/32.3%/33.9%。考虑到安全业务和云业务的长期成长性，参考金山办公、奇安信等可比公司的估值，2022年予以公司15倍PS，目标市值为1698亿，持续推荐, 维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**云计算市场拓展不及预期、行业竞争加剧、核心人才团队流失风险等。



目录

01 细数深信服近两年爆款新品

02 盈利预测及估值

03 风险提示



01 详述：细数深信服近两年爆款新品

概览：深信服五大新产品市场空间和竞争格局探讨

- ◆ 市场规模：1) 全球零信任和数据库运维系统在超过400亿美元级。2) 全球SASE和低代码开发平台超过100亿美元级。
- ◆ 竞争格局：5大产品均处于行业前沿，竞争对手要么是科技巨头如谷歌、华为、阿里等，要么是新兴独角兽如Palo Alto、火山引擎等。

全球市场规模

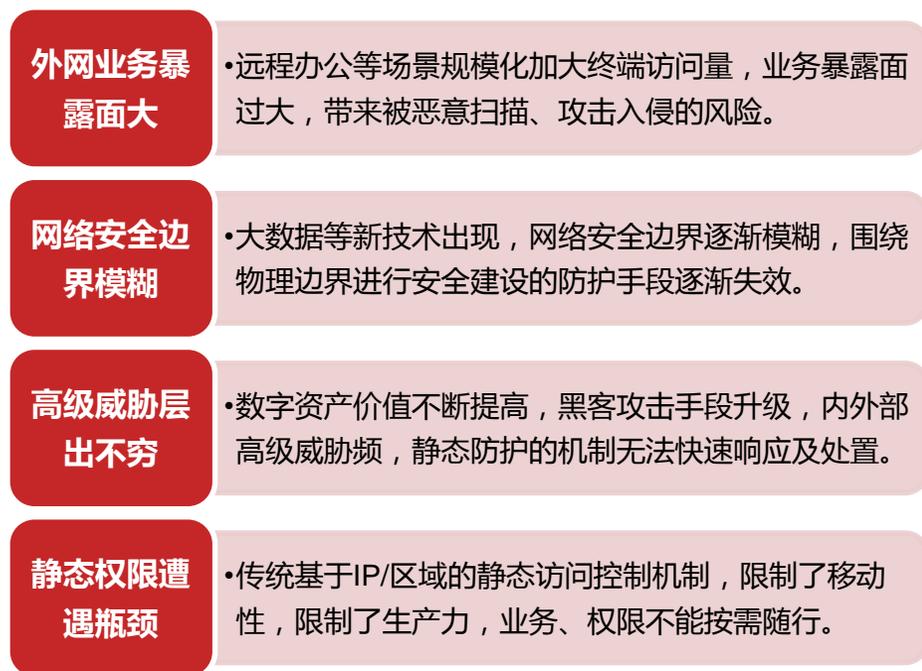
竞争格局



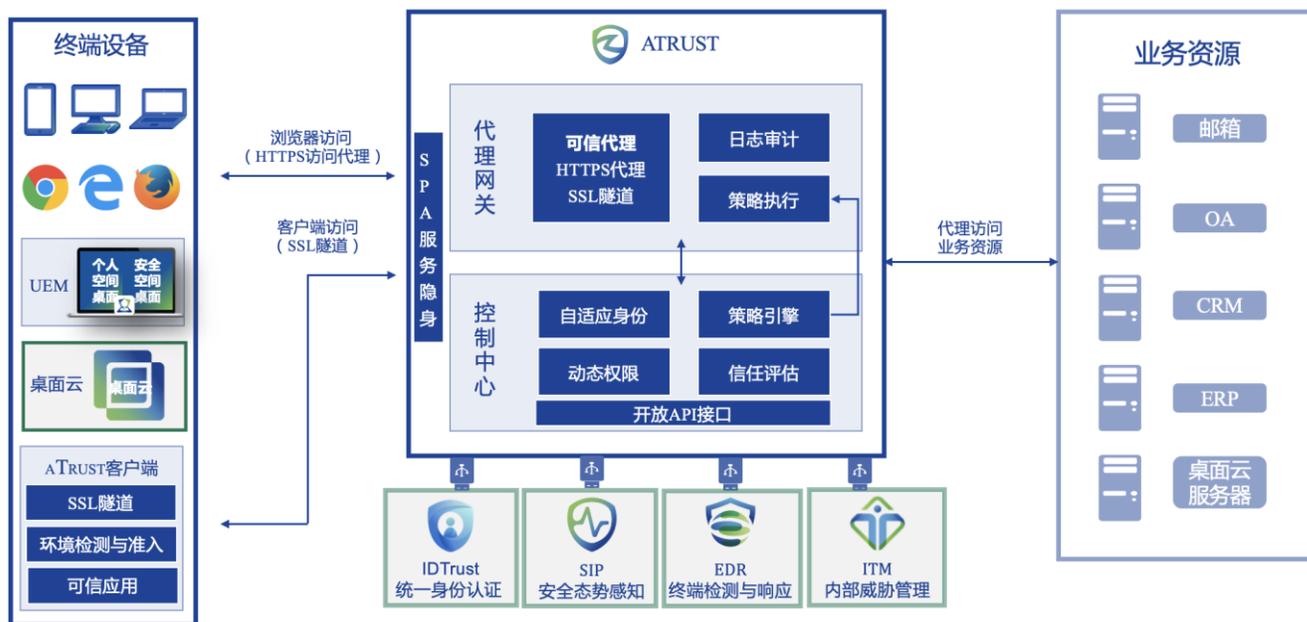
1.1 零信任：访问控制系统aTrust，可信访问、智能、极简的安全架构

- ◆ 零信任访问控制系统aTrust：以身份为基石，构建可信访问、智能权限、极简运维的零信任安全架构。
- ✓ 深信服aTrust是一款基于零信任安全理念推出的一款以“流量身份化”和“动态自适应访问控制”为核心的创新安全产品。
- ✓ 传统的内外网边界来构建信任关系的模式难以有效满足当前企业的安全建设要求：随着企业数字化转型的持续深入，远程办公常态化，企业业务大量上云，企业的网络边界逐渐模糊，传统基于边界的安全架构面临越来越大的挑战。

图表1：新技术新场景下安全挑战与需求分析



图表2：深信服零信任访问控制系统aTrust产品架构图



1.1 零信任：海内外十年探索历程，深信服aTrust角逐中国零信任市场

- ◆ 零信任安全一词最早出现在2010年，由IT和安全分析机构Forrester的首席分析师约翰金德维提出，历经了10年发展。
 - ✓ 2011年-2017年：[谷歌Beyond Corp的零信任安全架构](#)，通过全面身份化、多源信任评估和动态访问控制，成功解决了破碎的边界的问题。
 - ✓ 2017年-2020年：海外巨头厂商大力跟进，包括：[微软推出Microsoft 365零信任网络](#)、[思科推出基于SD-Access网络架构等](#)。
 - ✓ 2020年开始：国内云安全龙头厂商发力零信任安全领域，包括：[深信服推出零信任访问控制系统aTrust](#)、[腾讯推出iOA零信任安全系统](#)、[阿里云推出办公零信任解决方案等](#)。
-
- ◆ Gartner一篇名为《Market Guide for Zero Trust Network Access》（零信任网络访问ZTNA市场指南）的行业报告指出：
 - ✓ 2022年：[面向生态系统合作伙伴开放的80%的新数字业务应用程序将通过零信任网络访问进行访问](#)。
 - ✓ 2023年：[60%的企业将淘汰大部分VPN（远程访问虚拟专用网络），转而使用零信任网络访问](#)。40%的企业将采用零信任网络访问用于报告中描述的其他使用场景。

图表3：国内外关于“零信任”安全架构的探索和发展历程



1.1 零信任：aTrust入选2020世界计算机大会，标杆案例持续落地

- ◆ 官方认证：深信服零信任访问控制系统aTrust入选2020世界计算机大会创新技术与产品应用成果展示
- ✓ 深信服零信任安全架构入围2020世界计算机大会创新技术与产品应用成果展示，深信服零信任安全架构的入围，是对深信服在该领域的创新性、技术先进性及市场影响力的认可。实施落地方面，深信服已经打造包括“**视源股份**”和“**上海环境集团**”等标杆案例。

图表4：深信服零信任访问控制系统aTrust标杆案例：视源股份与上海环境集团

视源股份

上海环境集团

客户痛点

- 1、业务快速发展带来的数据泄露风险：**信息化部门迅速扩张，部门几乎全员超级权限，缺少有效权限控制机制，存在敏感数据泄密风险。
- 2、权限维护机制流程繁琐：**外包、实习等人员为了方便办公，可通过获取高权限账号并共享等方式访问关键业务，造成权限逃逸；
- 3、数据泄露时间追溯措施缺失：**缺少对数据泄露、权限滥用等行为的追溯及治理，企业迫切想要实现全面安全稽查；

- 1、OA系统存在外部访客导致的攻击风险：**公司OA系统给供应商访问，存在黑客直接进行网站页面攻击等安全风险。
- 2、集团公司对供应商登录行为的管控：**通过互联网接入系统进行操作，需要提升传统VPN在终端身份可信、权限动态化的短板。
- 3、多套密码登录繁琐和泄露风险：**集团公司有多套账号密码，导致登陆繁琐，且存在因为记录多账号密码而带来的泄露风险。

解决痛点

- 1、访问权限自动化梳理。**通过自动化的权限梳理工具，实现访问权限的流程化自动梳理，实现每个用户的最小权限化。
- 2、持续评估，实施调整：**可针对不同敏感粒度的应用，制定多维且不同安全级别要求的安全基线，达到持续评估，实现最小可信；
- 3、增加零信任拓展能力，灵活拓展：**零信任方案拓展能力较强，能够灵活拓展应用到如移动办公、内外网统一访问控制等场景。

- 1、缩减系统暴露面，提升访问安全性：**通过深信服零信任访问控制系统aTrust，缩小供应商系统暴露面，提升系统访问的安全性。
- 2、持续检验，强化行为管控：**终端环境实现持续检测，解决传统方式下只检测登录VPN时，接入后无持续检测的空白。
- 3、打通多个系统账户，实现一站式登录：**多业务登陆账号打通，门户推送消息，提升用户体验。

1.2 SASE : Sangfor Access解决用户痛点，提升远程接入安全

- ◆ 以用友/金蝶SAAS 应用为例，提升安全保护与防泄密能力
 - ✓ 对用友云或金蝶云的应用进行黑白名单的管控，同时绑定特定的PC和终端才能访问应用，满足针对应用访问过程中的数据安全管控。
- ◆ 员工出差、远程办公环境下的PC 办公审计（上网行为管理）
 - ✓ 传统硬件行为管理部署在企业互联网出口，无法实现员工离开内网办公（出差）、通过手机热点上网条件下的上网行为管理，对于有出差笔记本办公审计需求的企业用户，通过AC+SIA混合部署，可以实现内外网无缝切换，做到真正的全网行为管理。

图表5: Sangfor Access解决用户远程接入痛点

各类型客户远程接入，提升工作效率和数据防泄密

机械/设备生产企业

拥有自开发团队，需要防止图纸敏感文件等关键数据外发

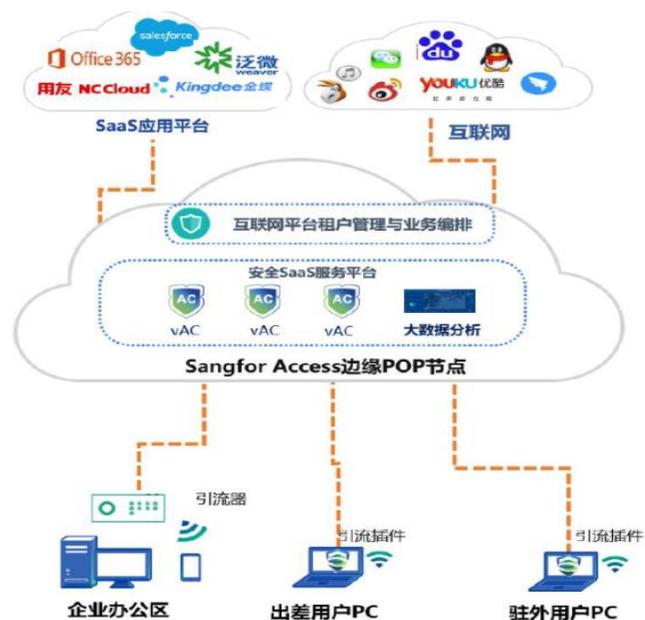
研发型公司

针对代码、核心专利技术泄露等事件会影响整个公司的存亡

电商/销售企业

人员流动性高，容易发生飞单、客户信息泄露的事件

图表6: Sangfor Access 云安全访问服务产品架构示意图



图表7: Sangfor Access 云安全访问服务的优势

为什么选择云AC，它的优势是什么？

- 1、纯云化的模式交付安全，与传统销售SAAS 软件
- 2、从测试到采购周期2-3周，传统硬件无法达到。
- 3、按年付费更大的覆盖面和更广泛的用户。

1.2 SASE : 深信服云安全访问服务，保障移动办公安全

- ◆ 深信服云安全访问服务 (Sangfor Access) 是国内首批基于SASE模型的云安全服务平台。
 - ✓ 聚合并云化深信服已有的安全能力 (上网行为管理、终端安全检测与响应、上网安全防护、内网安全接入服务等) 。
 - ✓ 通过轻量级客户端软件，将网络流量引流上云进行管理和安全检测，满足企业总部、分公司、移动办公多场景下的办公安全需求。
- ◆ 云安全访问服务以 SASE 模型为核心，通过集成 “SD-WAN接入服务+完整的云交付安全产品栈” 以及部署在全球的多个 POP 节点，为海内外用户提供更灵活、更稳定、更有效的端到端网络及安全服务。

图表8: Sangfor Access 解决方案



图表9: Sangfor Access 产品架构



1.2 SASE : 产业处于起步阶段，深信服先发优势抢占市场先机

- ◆ 从先发优势来说，深信服有望抢占国内SASE业务市场先机，成为国内SASE市场领军地位。
- ✓ 目前，SASE仍处于起步阶段，采用率还不到1%，只有少数供应商可以提供。全球范围内主要竞争对手有Cato Networks、Palo Alto Networks、Zscaler Sase、Cisco、Vmware、Versa networks。
- ✓ Cato Networks、Palo Alto Networks、Zscaler sase、Cisco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，未来还将会其他SD-WAN供应商加入这一行列。

图表10：深信服Sangfor Access与海外主流竞品优劣势比较



1.3 ARM超融合：开放式&低功耗架构，对接海量生态厂商

- ◆ ARM以其开放的架构和低功耗的优势占据移动端绝大部分市场份额,引起业界瞩目。
- ◆ 深信服自主研发推出支持ARM服务器的超融合版本aCloud平台，可以同时支持x86和ARM双重服务器架构,帮助用户在新架构的服务器中实现云化管理,降低新架构服务器引进带来的管理负担。
- ◆ 广泛对接各类核心应用：操作系统、数据库、芯片等

深信服ARM超融合基础设施向上端大量对接各个领域核心应用,与多家操作系统、中间件、数据库、国产化芯片和应用厂商开展广泛深入的产品技术适配,再利用超融合管理平台实现资源的统一管理和运维。

1、扩大硬件生态开放性

在现有版本发布以后,深信服超融合能够全面支持:x86架构的intel、AMD、兆芯、海光,ARM架构的鲲鹏、飞腾,更好的帮助用户实现软件定义的数据中心。

2、适配丰富的软件生态

除了近几年在x86架构下与用友、金蝶、卫宁等软件合作伙伴的适配,在ARM架构中深信服也进行了充分的准备:操作系统的中标麒麟、银河麒麟、深度,数据库的达梦、人大金仓、南大通用,中间件的中创、宝兰德、东方通等等。深信服还会根据用户需求,与越来越多的软件生态伙伴形成深入地合作。

图表11：深信服超融合ARM虚拟化方案架构



基于ARM架构的国产化云计算解决方案

双栈：云管平台支持异构纳管ARM架构和x86架构的服务器集群

生态：持续打造完整的国产应用生态，覆盖从芯片、操作系统到数据库、中间件、应用软件的适配

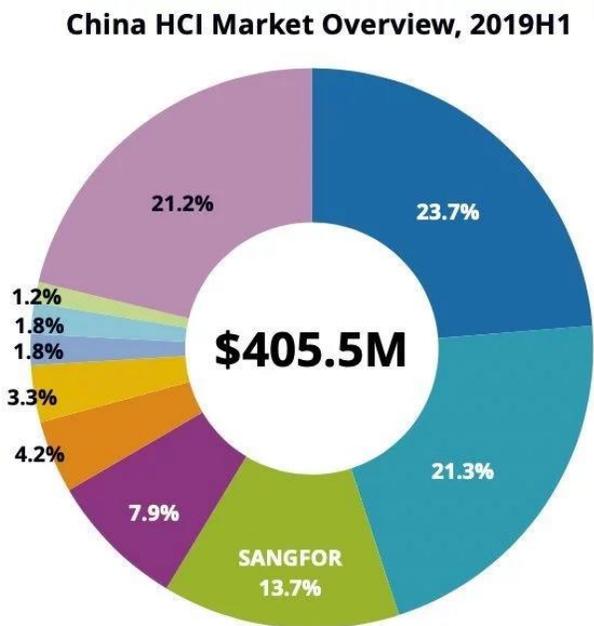
超融合：IaaS层提供计算、存储、网络资源虚拟化的能力，实现底层资源复用、灵活扩展、按需使用

云管：提供云化服务能力，通过租户、工单、计费、服务目录实现业务流程云化，提升运营价值

1.3 ARM超融合：19年行业加速，深信服明显高于行业增速

- ◆ 2019年上半年中国超融合市场增速56.7%：全球知名咨询公司IDC发布的《China HCI Market Key Vendor Analysis, 2019H1》显示，中国超融合市场继续呈高速增长态势，按厂商收入统计，2019上半年中国超融合市场增长率为56.7%，大幅超越去年同期增长速度。
- ✓ 深信服超融合Acloud位列中国TOP3：深信服超融合软硬件整体市场占有率稳居国内前三，市场份额为13.7%，销售额同比增长80.6%，高于同期56.7%的行业增速，未来仍将持续发力。
- ✓ 多行业覆盖，下游客户超过5000家：深信服作为云计算超融合市场上的主力军，在政府、教育、制造业、运营商、医疗等多个行业广泛交付极简、稳定、安全、高性能的超融合架构超过5000家，是众多行业用户首选的云计算品牌。

图表12：IDC报告2019年中国超融合市场深信服占比



图表13：2019年深信服超融合业务增长



1.3 ARM超融合：稳居Gartner HCI魔力象限，打造中国VMware

- ◆ Gartner 2020年超融合（HCI）软件魔力象限发布，这是Gartner首次以纯软件形态为标准的超融合魔力象限。以往在榜的老牌硬件类厂商纷纷出局，而深信服等新晋云厂商却强势入围。
- ✓ **变化一：老牌硬件类厂商出局。**Dell EMC、HPE、Cisco、华为等硬件类大厂从魔力象限里集体消失了，这是因为今年的入围标准为纯软件。人们更愿意接受非绑定的产品，自由地选择硬软件产品，从而也再次验证了软件定义基础设施是大势所趋。
- ✓ **变化二：注重超融合的实际用例。**除了产品形态上的标准，此次Gartner对商业标准也有严格的规定，例如：为每个要评估的产品提供至少50个获利的生产客户的证据；在“超融合基础架构的关键功能”中确定的至少四个用例中，提供满足用户要求的解决方案等。
- ✓ **变化三：中国厂商仅2家入围。**此次Gartner魔力象限中，仅有两家中国云厂商入围，分别是：深信服，华云数据。其中，华云数据主要凭借收购Maxta进入魔力象限，与Maxta之前在魔力象限中的位置并无变化。深信服则是凭借自身技术优势、服务能力、广泛用户实践再次入围魔力象限，在执行能力和创新远见两大维度上都较去年有所提升。
- ◆ **为什么2019-2020年稳居Gartner HCI魔力象限的中国厂商只有深信服？**
- ✓ **从技术路线看，深信服是国内少数坚持走软件定义基础设施路线的厂商。**深信服从一开始就定位于软件定义基础设施，将计算、存储、网络等资源虚拟化，并将安全理念融入其中，从而在2015年推出了纯软件形态的超融合架构。
- ✓ **从市场落地看，深信服超融合有大量的实际用户案例，市场份额位居前列。**深信服不仅持续提升超融合产品的可靠性与性能，同时对超融合架构的深度优化和解耦，满足用户各类业务场景中的需求。截至2019年，深信服云计算的用户已经超过10000家。

1.4 大数据平台：深信服大数据智能平台aBDI，低代码，AI增强

- ◆ 深信服大数据智能平台aBDI：深信服打造的分布式数据处理系统，提供一站式大数据智能分析能力，包括深信服大数据基础平台aBDI-Base，深信服大数据开发工具套件aBDI-Studio两个子产品。
- ✓ aBDI-Studio：通过低代码大数据开发技术，让用户和ISV开发者无需编码或通过少量代码就可以快速完成大数据的开发工作。
- ✓ aBDI-Base：在可靠性、安全性、易用性、高效性等方面对开源组件进行了深入增强，提供稳定高效的商业支撑。

大数据开发平台-行业痛点

- ✓ 开发和交付成本高、周期长：大数据技术掌握门槛高，开发工作量大，人才成本高。此外，交付流程复杂，交付周期漫长。
- ✓ 运维复杂、问题定位困难：大数据项目交付需要结合用户业务，进行大量大数据组件调优，之后的运维、问题定位仍需要进行大量复杂代码的分析工作。
- ✓ 业务难以稳定高效运行：开源版本Bug多，稳定性差，常会引起数据丢失、集群宕机等一系列可靠性和可用性问题。

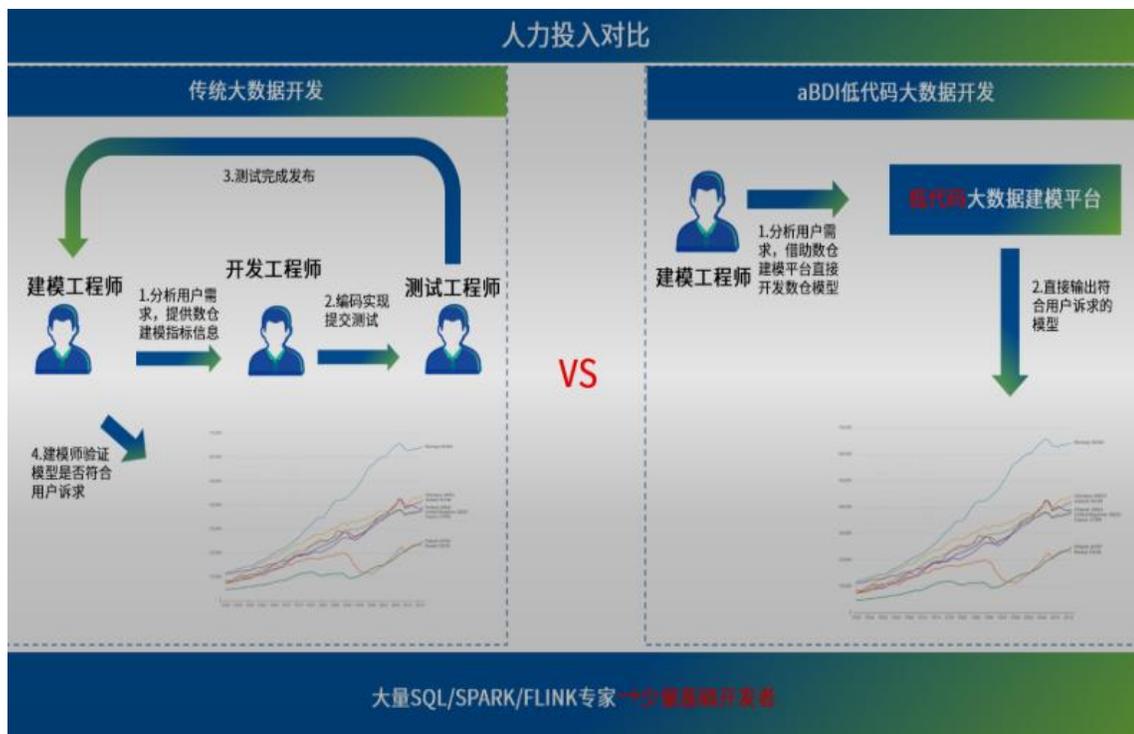
图表14：深信服大数据智能平台aBDI产品架构图



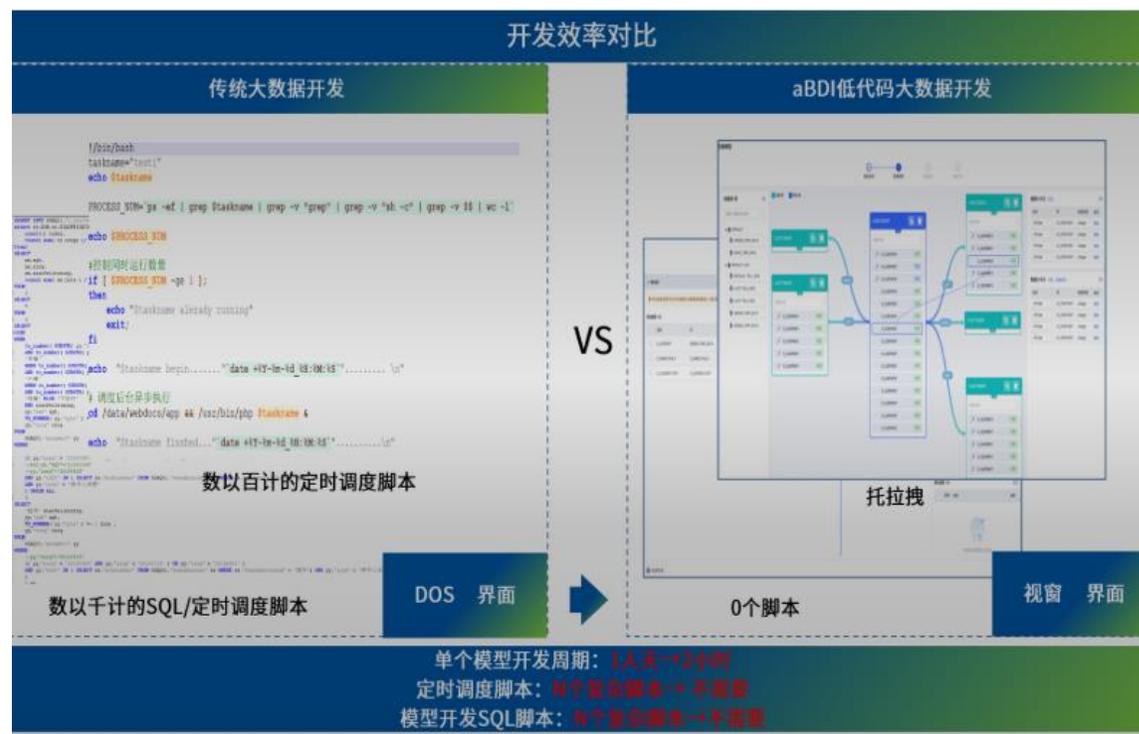
1.4 大数据平台：大幅降低开发成本，有效提升7倍开发效率

- ◆ 深信服aBDI强大的功能属性：大幅降低开发成本+提升7倍开发效率。
- ✓ 深信服aBDI在实时开发、离线开发、数仓建设等不同场景，提供工具支持大规模数据并发接入、数仓可视化建模、数据可视化展现等不同功能需求，有效降低大数据开发各阶段的技术门槛，缩短大数据应用的开发周期，提升开发效率。
- ✓ 支持基于信服云的一键部署、弹性资源伸缩，既有效的提升了集群的资源利用率，又简化了运维，实现统一交付。

图表15：深信服aBDI大幅降低人力投入成本以及开发门槛



图表16：深信服aBDI提升7倍以上开发效率



1.4 大数据平台：深信服aBDI比肩国际水平，引领国内市场

- ◆ 国外主流的大数据平台和解决方案
 - ✓ 国内外主流的大数据平台和解决方案可分为三大类：Hadoop生态系统，传统厂商，以及云数据仓库。其中，基于Hadoop生态系统的spark产品占主流，包括：Intel、IBM、MapR、Hortonworks、Cloudera等。
 - ✓ 此外，传统大数据平台产品包括：SAP HANA、IBM Biginsights、Oracle、Teradata等。

- ◆ 深信服aBDI：以低代码、智能加速、AI增强等技术，为用户打造更易用、更省心、更高效的大数据平台。
 - ✓ 深信服aBDI提供低代码的大数据开发平台，屏蔽复杂技术实现及大数据接口，降低数据开发门槛，实现全流程可视化数据开发，让ISV与用户更加专注业务创新。

图表17：深信服与国外主流的大数据开发平台优劣势比较

| | 深信服aBDI | SAP HANA | IBM Biginsights | Oracle | Teradata |
|------|-----------------------|--------------------------------------|------------------------------------|--|--------------------------|
| 开发特点 | 低代码开发 | 基于内存的管理平台 | 在Hadoop平台基础上优化的专属解决方案 | 现有产品与Hadoop平台的结合 | 现有产品与Hadoop平台的结合 |
| 优势 | 全流程可视化；组件内核级能力增强与性能调优 | SAP专属的分布式大数据平台，数据运算效率高，与SAP其他组件的配合度高 | 在Hadoop原生平台上的改进升级与IBM其他工具配合度较好 | 与Oracle本身硬件结合，方案完整性较好 | UDA数据架构，使得联通性和扩展性强 |
| 不足 | 开发组件不足，生态有待完善 | 与其他Hadoop平台组件的连接、配合不足 | 组件、工具多，全面掌握难，开发难度高 | 更多依赖Oracle 原有工具 | |
| 适用场景 | 日志分析；物联网分析；数据仓库 | 已使用SAP ERP及其他产品的公司 | 已建立IBM数据仓库的公司；要求少量开发，同时寻求全面解决方案的公司 | 可进入大规模投资的企业，并且具备对于Oracle各产品组件相对熟悉的开发能力 | 数据平台的初期投资，对扩展性和灵活性要求高的企业 |

1.5 深信服DMP：让数据库运维成为一件简单的事，解决运维困境

- ◆ 深信服数据库服务平台DMP针对数据库标准化统一部署，极大降低运维门槛，解决数据库运维困境。
- ✓ 与信服云结合，为客户提供云上DBaaS，完善云化整体解决方案：深信服云数据库服务提供统一的数据库运维管理平台DMP，针对数据库提供统一的自动化部署、全生命周期管理、数据库高可用、自动化运维、数据安全保护等优势，为客户提供服务化的云数据库能力，极大简化数据库运维管理流程，降低数据库运维门槛，解决数据库运维困境，助力客户专注业务创新。
- ✓ 深信服DMP产品价值：标准化数据库服务交付，自动化运维管理，实时监控及数据备份保护。

图表18：深信服数据库服务平台DMP架构



图表19：深信服数据库运维平台DMP的4大产品价值



1.5 深信服DMP：完美解决数据库运维场景下四大痛点

- ◆ **深信服DMP完美解决四大痛点**：当下传统数据库运维正面临一系列困境，包括部署上线周期过长，运维管理要求过高，业务保障对人力过于依赖等等，为解决这些困境，用户只能寄希望于DBA，但过高的雇佣成本让用户难以承受。

图表20：深信服数据库运维管理平台解决四大痛点



1.5 深信服DMP：强大数据库管理能力，出色于同类型产品。

- ◆ 深信服DMP平台简化数据库运维流程，降低数据运维门槛，解决数据库运维困难，强势区分于同类型产品。
- ✓ 深信服云数据库服务提供统一的数据库运维管理平台DMP，针对数据库提供统一的自动化部署、全生命周期管理、数据库高可用、自动化运维、数据安全保护等优势，为客户提供服务化的云数据库能力，极大简化数据库运维管理流程，降低数据库运维门槛，解决数据库运维困境，助力客户专注业务创新。

图表21：深信服数据库运维平台DMP对比行业其他竞品比较

| | 深信服DMP | Hippo CMMS (国外) | 简道云 (国内) | eMaint (国内) | UpKeep (国内) |
|----|--|---|--|--|--|
| 介绍 | 提供统一的数据库运维管理平台DMP，极大简化数据库运维管理流程，解决数据库运维困境。 | 一款功能强大的用户友好的设备维修管理软件。Hippo目前拥有超过1,100名客户和10,000名活跃用户。 | 基于无编程平台简道云，可以实现诸多功能是国内本土的软件，成本相比较低，性价比高。 | eMaint是一个基于“云”的CMMS软件。旨在改进组织管理其维护可靠性操作、资源、设备等。 | UpKeep CMMS提供了一个现代化的维护和设备管理解决方案。可以免费下载和注册。 |
| 优势 | 高可靠的工作流执行；完善的故障自愈；事务级备份保护；全方位监控巡检。 | 适用于各行各业；功能亮点在于维修管理，配备所需的所有关键功能；易用使用，提供客户支持。 | 支持自动分析；操作简单，无需代码基础，API功能，可以跟企业其他管理系统对接。 | 适用于任何规模的组织或企业。功能全面。 | 可以在各种移动端随时随地地进行维护。提醒功能完善，有资产折损警报、任务更新通知等功能 |
| 缺点 | 不支持多语言系统 | 不能支持量身定制；没有中文版本。 | 应用搭建与修改只能在电脑上操作，在手机上只能使用管理员搭建好的应用。 | 不支持量身定制或者DIY；没有中文版本。 | 软件还没汉化，只有英文版。仅限一个账号使用。 |
| 价格 | — | 起价40美元一个月，套餐多，可以免费试用 | 初阶版免费，高级版收费。可按需付费。 | 起价33美元/月，企业级的120美元/月。 | 如果月付，起价35美元/月，仅限一个账号使用。 |



02 盈利预测及估值

2.1 盈利预测：未来三年营收增速中枢落于35%-45%区间

◆ 基于公司基本面情况，对公司未来经营作如下假设：

✓ **假设1**：参考IDC数据，未来中国信息安全市场规模保持20%左右的复合增长，考虑到公司是多个细分领域龙头，且信息安全产品品类不断增加，我们预计2021-2023年公司信息安全业务收入增速分别为：35%、30%、25%。

✓ **假设2**：云业务是公司增长第二条曲线，近年来公司每年都有3-5款云产品发布，给云计算业务贡献边际收入弹性。我们预计2021-2023年公司云计算业务收入增速分别为：80%、65%、50%。

✓ **假设3**：新IT业务（基础网络与物联网）直面万亿级市场空间，公司以软件定义IT基础架构为核心布局安视交换机，卡位物联网入口。参考物联网行业22%左右的复合增速，我们预计2021-2023年公司新IT业务收入增速分别为：25%、25%、25%。

深信服营收预测（百万元）

| 业务 | 项目 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入（合计） | 营业收入 | 4589.9 | 5458.3 | 7996.3 | 11317.0 | 15273.5 |
| | yoy | 42.3% | 18.9% | 46.5% | 41.5% | 35.0% |
| | 营业成本 | 1276.7 | 1525.2 | 2364.7 | 3518.3 | 4936.7 |
| | 毛利率 | 72.2% | 72.1% | 70.4% | 68.9% | 67.7% |
| 安全业务 | 收入 | 2843.7 | 3384.0 | 4568.4 | 5938.9 | 7423.7 |
| | yoy | 44.9% | 19.0% | 35.0% | 30.0% | 25.0% |
| | 成本 | 496.1 | 590.4 | 797.0 | 1036.1 | 1295.1 |
| | 毛利率 | 82.6% | 82.6% | 82.6% | 82.6% | 82.6% |
| 云计算业务 | 收入 | 1214.6 | 1518.3 | 2732.9 | 4509.2 | 6763.8 |
| | yoy | 39.8% | 25.0% | 80.0% | 65.0% | 50.0% |
| | 成本 | 580.6 | 725.8 | 1306.4 | 2155.5 | 3233.2 |
| | 毛利率 | 52.2% | 52.2% | 52.2% | 52.2% | 52.2% |
| 企业级无线 | 收入 | 531.6 | 556.1 | 695.1 | 868.8 | 1086.0 |
| | yoy | 35.0% | 4.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| | 成本 | 199.9 | 209.1 | 261.4 | 326.7 | 408.4 |
| | 毛利率 | 62.4% | 62.4% | 62.4% | 62.4% | 62.4% |

2.2 估值：安全+云高成长，给予22年15倍PS

- ◆ 综上所述，根据目前公司产品需求及行业竞争格局，结合公司经营状况，我们对于公司的收入预测假设如下表所示。
- ◆ **投资建议：**深信服是中国新IT龙头，我们看好访问控制系统aTrust、Sangfor Access等新产品为公司带来的业绩增量和用户粘性的提升，同时考虑到疫情对对业绩的影响，我们维持对公司的盈利预测。
- ◆ 我们预计2021-2023年公司营业收入为80.0/113/153亿元,同比增长分别为46.5%/41.5%/35%。归母净利润为11.5/15.2/20.3亿元，同比增长41.5%/32.3%/33.9%。
- ◆ 考虑到安全业务和云业务的长期成长性，参考金山办公、奇安信等可比公司的估值，2022年予以公司15倍PS，目标市值为1698亿元，持续推荐, 维持“买入”评级。

中望软件盈利预测表

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,590 | 5,458 | 7,996 | 11,317 | 15,274 |
| YoY (%) | 42.3% | 18.9% | 46.5% | 41.5% | 35.0% |
| 归母净利润(百万元) | 759 | 809 | 1,145 | 1,515 | 2,028 |
| YoY (%) | 25.8% | 6.7% | 41.5% | 32.3% | 33.9% |
| 毛利率 (%) | 72.2% | 70.0% | 70.4% | 68.9% | 67.7% |
| 每股收益 (元) | 1.83 | 1.96 | 2.77 | 3.66 | 4.90 |
| ROE | 17.6% | 12.4% | 15.0% | 16.5% | 18.1% |
| 市盈率 | 148.64 | 139.37 | 98.51 | 74.47 | 55.63 |

可比公司估值表

| 公司代码 | 公司简称 | 市值 (亿元) | 营业收入(亿元) | | | PS | | |
|-----------|------|------------|----------|--------|--------|-----|-----|-----|
| | | | 21E | 22E | 23E | 21E | 22E | 23E |
| 002410.SZ | 广联达 | 828 | 49.94 | 61.69 | 75.29 | 17 | 13 | 11 |
| 688111.SH | 金山办公 | 1,722 | 34.25 | 48.75 | 64.74 | 50 | 35 | 27 |
| 600588.SH | 用友网络 | 1,133 | 104.27 | 128.54 | 155.14 | 11 | 9 | 7 |
| 688023.SH | 安恒信息 | 206 | 19.35 | 27.57 | 37.92 | 11 | 7 | 5 |
| 300768.SZ | 迪普科技 | 143 | 11.88 | 15.33 | 19.47 | 12 | 9 | 7 |
| 300369.SZ | 绿盟科技 | 129 | 26.59 | 34.53 | 43.28 | 5 | 4 | 3 |
| 002212.SZ | 天融信 | 218 | 41.80 | 54.02 | 65.87 | 5 | 4 | 3 |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 288 | 47.28 | 59.22 | 72.54 | 6 | 5 | 4 |
| 均值 | | | | | | 15 | 11 | 8 |
| 300454.SZ | 深信服 | 1,174 | 79.96 | 113.17 | 152.74 | 15 | 10 | 8 |



03 风险因素

3 风险提示

- ◆ 云计算市场拓展不及预期：用户对云产品接受度低，推广效果差。
- ◆ 行业竞争加剧：华为、新华三等大厂扩张进一步加剧行业竞争格局。
- ◆ 核心人才团队流失风险：公司核心技术人才可能因激励不足等原因流失。

附录-三张表及主要财务比例

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 5,458 | 7,996 | 11,317 | 15,274 | 净利润 | 809 | 1,145 | 1,515 | 2,028 |
| YoY (%) | 18.9% | 46.5% | 41.5% | 35.0% | 折旧和摊销 | 152 | 95 | 135 | 153 |
| 营业成本 | 1,638 | 2,365 | 3,518 | 4,937 | 营运资金变动 | 622 | 965 | 1,301 | 1,532 |
| 营业税金及附加 | 63 | 98 | 134 | 182 | 经营活动现金流 | 1,318 | 2,006 | 2,682 | 3,290 |
| 销售费用 | 1,811 | 2,719 | 3,848 | 5,193 | 资本开支 | -228 | -34 | -149 | -97 |
| 管理费用 | 272 | 559 | 715 | 915 | 投资 | -2,019 | -2,357 | -2,577 | -2,758 |
| 财务费用 | -137 | 55 | 53 | 19 | 投资活动现金流 | -2,179 | -2,071 | -2,274 | -2,244 |
| 资产减值损失 | -2 | -87 | -96 | -87 | 股权募资 | 899 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 24 | 320 | 453 | 611 | 债务募资 | 316 | 2,239 | 89 | 196 |
| 营业利润 | 761 | 1,119 | 1,481 | 1,970 | 筹资活动现金流 | 1,127 | 2,175 | -25 | 76 |
| 营业外收支 | 5 | 29 | 26 | 18 | 现金净流量 | 264 | 2,111 | 383 | 1,122 |
| 利润总额 | 766 | 1,148 | 1,507 | 1,988 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | -44 | 3 | -7 | -40 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 809 | 1,145 | 1,515 | 2,028 | 营业收入增长率 | 18.9% | 46.5% | 41.5% | 35.0% |
| 归属于母公司净利润 | 809 | 1,145 | 1,515 | 2,028 | 净利润增长率 | 6.7% | 41.5% | 32.3% | 33.9% |
| YoY (%) | 6.7% | 41.5% | 32.3% | 33.9% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.96 | 2.77 | 3.66 | 4.90 | 毛利率 | 70.0% | 70.4% | 68.9% | 67.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率 | 14.8% | 14.3% | 13.4% | 13.3% |
| 货币资金 | 589 | 2,700 | 3,083 | 4,205 | 总资产收益率ROA | 8.4% | 7.9% | 8.5% | 9.1% |
| 预付款项 | 39 | 52 | 87 | 116 | 净资产收益率ROE | 12.4% | 15.0% | 16.5% | 18.1% |
| 存货 | 180 | 328 | 476 | 632 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 4,439 | 7,049 | 9,956 | 13,154 | 流动比率 | 1.79 | 1.55 | 1.61 | 1.68 |
| 流动资产合计 | 5,247 | 10,129 | 13,602 | 18,107 | 速动比率 | 1.72 | 1.49 | 1.54 | 1.61 |
| 长期股权投资 | 30 | 30 | 30 | 30 | 现金比率 | 0.20 | 0.41 | 0.37 | 0.39 |
| 固定资产 | 281 | 232 | 252 | 280 | 资产负债率 | 32.6% | 46.9% | 48.6% | 49.6% |
| 无形资产 | 293 | 293 | 292 | 201 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 4,409 | 4,289 | 4,234 | 4,109 | 总资产周转率 | 0.57 | 0.55 | 0.63 | 0.69 |
| 资产合计 | 9,656 | 14,418 | 17,836 | 22,216 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 322 | 2,560 | 2,649 | 2,845 | 每股收益 | 1.96 | 2.77 | 3.66 | 4.90 |
| 应付账款及票据 | 439 | 684 | 999 | 1,385 | 每股净资产 | 15.73 | 18.50 | 22.16 | 27.06 |
| 其他流动负债 | 2,165 | 3,299 | 4,798 | 6,569 | 每股经营现金流 | 3.18 | 4.85 | 6.48 | 7.95 |
| 流动负债合计 | 2,926 | 6,543 | 8,446 | 10,798 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 209 | 209 | 209 | 209 | PE | 139.37 | 98.51 | 74.47 | 55.63 |
| 非流动负债合计 | 219 | 219 | 219 | 219 | PB | 15.76 | 14.73 | 12.30 | 10.07 |
| 负债合计 | 3,145 | 6,762 | 8,665 | 11,017 | | | | | |
| 股本 | 414 | 414 | 414 | 414 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股东权益合计 | 6,511 | 7,656 | 9,171 | 11,199 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 9,656 | 14,418 | 17,836 | 22,216 | | | | | |

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+4年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3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/hxq/hxindex.html>

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。

THANKS

