

## 深信服(300454.SZ)

## 数字经济建设将刺激安全和ICT需求，公司有望实现较快恢复

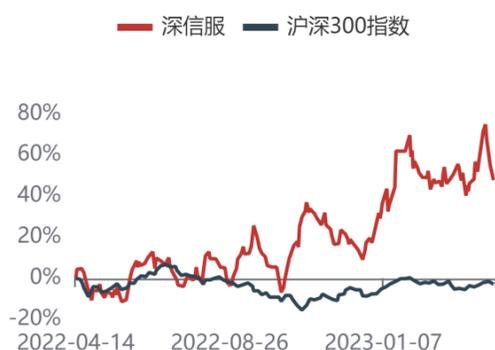
## 推荐 (维持)

股价:140.2元

## 主要数据

行业	计算机
公司网址	www.sangfor.com.cn
大股东/持股	何朝曦/20.27%
实际控制人	
总股本(百万股)	417
流通A股(百万股)	273
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	584
流通A股市值(亿元)	383
每股净资产(元)	18.52
资产负债率(%)	36.6

## 行情走势图



## 证券分析师

付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn
闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
徐勇	投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn

## 研究助理

徐碧云	一般证券从业资格编号 S1060121070070 XUBIYUN372@pingan.com.cn
-----	--



## 事项:

公司发布2022年年报。2022年，公司实现营业收入74.13亿元，同比增长8.93%；实现归母净利润1.94亿元，同比下降28.84%；实现扣非归母净利润1.00亿元，同比下降23.33%。公司公布利润分配预案：不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本，剩余未分配利润结转至以后年度。

## 平安观点:

- 公司转型期受到外部冲击，营收增长趋缓且盈利连续第二年下降。近年来，公司积极推动安全业务云化和服务化转型，积极发展云计算和IT基础设施业务，并持续保持较高投入加强新产品研发。但是，2022年外部市场环境更为复杂，而且公司面临的竞争压力持续在加大。2022年，公司收入增速较上年下降15.74个百分点，除了金融等客户外，政府及事业单位、一般企业客户的收入增速都较为缓慢；毛利率为63.82%，较上年下降1.67个百分点；期间费用率为65.48%，较上年同期下降2.04个百分点，其中销售和研发费用占比分别为32.52%和30.32%，分别较上年同期下降1.52和0.36个百分点。2022年，公司归母净利润降幅为28.84%，较上年同期收窄37.45个百分点。
- 安全主业竞争压力增大，创新类业务尚难以支撑增长。其中，主业网络安全业务收入约为38.98亿元，同比增长5.66%，占公司整体收入比重由上年同期的54.20%下降至2022年的52.58%。近年来，网络安全产业快速发展，但主要产品如防火墙、内容管理等主要产品市场竞争比较激烈，企业想做到差异化难度很大，加上2022年由于疫情干扰和宏观经济增长压力较大等因素影响，政企客户在IT支出上整体表现的较为谨慎，公司相关单品增长乏力。同期，公司重点投入的创新产品，比如SaaS XDR、SASE 3.0战略升级版、政务网络安全托管服务MSS等，但这些创新类产品仍处于市场探索阶段，尽管部分产品增速较快，但收入规模仍较小，对安全业务整体增长的拉动效果尚并不明显。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,805	7,413	9,311	11,529	13,995
YOY(%)	24.7	8.9	25.6	23.8	21.4
净利润(百万元)	273	194	371	472	579
YOY(%)	-66.3	-28.8	90.8	27.3	22.7
毛利率(%)	65.5	63.8	62.2	60.7	59.4
净利率(%)	4.0	2.6	4.0	4.1	4.1
ROE(%)	3.7	2.5	4.5	5.5	6.3
EPS(摊薄/元)	0.65	0.47	0.89	1.13	1.39
P/E(倍)	214.2	301.0	157.7	123.9	101.0
P/B(倍)	8.0	7.6	7.1	6.8	6.4

- **云计算业务增长相对平稳，超融合表现更为稳健。**2022年，公司云计算业务实现收入约为28.59亿元，同比增长20.17%，占公司整体收入比重由去年同期的34.97%上升至2022年的38.57%。公司云计算业务主要包括超融合和桌面云两个板块。2022年，公司超融合业务发布了新版本，产品功能和用户体验都得到较大幅度的提升，增长相对平稳。公司超融合HCI软件产品自2017年连续五年起市占率稳居市场前列，2022年第三季度中国市场占有率前三。桌面云因客户群体主要集中在政府、教育等领域，该类客户群体的采购需求受宏观经济下行影响较大，导致该板块未能实现较好的增长，但这部分业务无论是终端还是虚拟化软件，公司都能够保持在市场前列，竞争优势依然存在。
- **公司调整转型效果将逐步显现，数字中国等建设也将带来新增需求。**内部转型方面，公司将更加注重研发的效率，持续推动云化和服务化转型，并对公司调整后的管理架构进行磨合，后续在整体竞争力上预计会持续提升；外部机遇方面，2023年伴随着宏观经济的持续恢复，以及国家“数字中国”建设投入加码，安全、算力等方面的需求将保持较快增长，公司的安全产品及服务、云计算等业务增长均有望恢复到正常水平。
- **投资建议：**公司是国内较为领先的ICT厂商，在网络安全、云计算和基础网络等方面都有着较强的竞争力。虽然近年来，受到内外部因素的影响，公司业绩出现一定波动，但公司的核心竞争力依然存在。结合公司的年报和行业发展趋势，我们调整了公司的盈利预期，预计2023-2025年归母净利润分别为3.71亿元（前值为3.68亿元）、4.72亿元（前值为4.48亿元）和5.79亿元（新增），EPS分别为0.89元、1.13元和1.39元，对应4月13日收盘价PE分别为157.7X、123.9X和101.0X。我们依然看好公司的行业地位和中长期发展，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 技术风险。公司一直以来在研发投入强度较高，安全和云计算业务的新产品也在持续推出，但如果这些产品后续长期未能给公司增长带来贡献，可能影响公司的收入增长，并且造成资源浪费。2) 市场风险。网络安全和云计算市场竞争趋于激烈，市场同质化也开始趋于明显，如果公司在转型调整方面动作迟缓，可能在竞争中被甩下。3) 经济恢复不及预期。如果政府和企业IT支出依然保守，公司收入和业绩可能会受到较大影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6009	7404	9203	11244
现金	1406	1725	2510	3423
应收票据及应收账款	821	781	967	1174
其他应收款	50	146	181	220
预付账款	23	46	57	69
存货	274	337	435	545
其他流动资产	3435	4368	5052	5813
<b>非流动资产</b>	6174	6076	5969	5881
长期投资	394	457	520	583
固定资产	535	501	459	408
无形资产	275	229	183	137
其他非流动资产	4971	4889	4808	4753
<b>资产总计</b>	12183	13479	15172	17125
<b>流动负债</b>	3908	4770	6060	7514
短期借款	791	0	0	0
应付票据及应付账款	741	973	1253	1570
其他流动负债	2376	3797	4808	5944
<b>非流动负债</b>	555	532	509	488
长期借款	100	78	55	33
其他非流动负债	454	454	454	454
<b>负债合计</b>	4463	5302	6570	8002
少数股东权益	0	0	0	0
股本	416	417	417	417
资本公积	4526	4649	4649	4649
留存收益	2779	3112	3537	4058
<b>归属母公司股东权益</b>	7720	8178	8602	9123
<b>负债和股东权益</b>	12183	13479	15172	17125

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	660	1012	802	935
净利润	194	371	472	579
折旧摊销	214	166	176	158
财务费用	-195	16	-4	-8
投资损失	-27	-48	-48	-48
营运资金变动	112	577	277	325
其他经营现金流	362	-70	-70	-70
<b>投资活动现金流</b>	-424	50	49	48
资本支出	356	5	6	7
长期投资	-239	0	0	0
其他投资现金流	-541	45	43	41
<b>筹资活动现金流</b>	495	-743	-65	-71
短期借款	764	-791	0	0
长期借款	-39	-23	-22	-22
其他筹资现金流	-230	71	-43	-50
<b>现金净增加额</b>	730	319	786	912

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7413	9311	11529	13995
营业成本	2682	3519	4532	5680
税金及附加	71	89	111	134
营业费用	2411	2700	3228	3779
管理费用	390	484	553	658
研发费用	2248	2616	3113	3639
财务费用	-195	16	-4	-8
资产减值损失	-6	-11	-13	-16
信用减值损失	-33	-27	-34	-41
其他收益	394	395	395	395
公允价值变动收益	16	0	0	0
投资净收益	27	48	48	48
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	204	292	393	500
营业外收入	22	85	85	85
营业外支出	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	219	371	472	579
所得税	25	-0	-0	-0
<b>净利润</b>	194	371	472	579
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	194	371	472	579
EBITDA	238	553	643	728
EPS (元)	0.47	0.89	1.13	1.39

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	8.9	25.6	23.8	21.4
营业利润(%)	-18.1	42.9	34.7	27.3
归属于母公司净利润(%)	-28.8	90.8	27.3	22.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	63.8	62.2	60.7	59.4
净利率(%)	2.6	4.0	4.1	4.1
ROE(%)	2.5	4.5	5.5	6.3
ROIC(%)	-0.1	5.2	7.1	9.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	36.6	39.3	43.3	46.7
净负债比率(%)	-6.7	-20.1	-28.5	-37.2
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	9.2	12.2	12.2	12.2
应付账款周转率	4.98	4.98	4.98	4.98
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.89	1.13	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	2.43	1.92	2.24
每股净资产(最新摊薄)	18.52	19.62	20.63	21.88
<b>估值比率</b>				
P/E	301.0	157.7	123.9	101.0
P/B	7.6	7.1	6.8	6.4
EV/EBITDA	189	101	86	75

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层  
邮编:518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼  
邮编:200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层  
邮编:100033