

深信服 (300454.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

控费效果显著，看好公司 XaaS 转型

事件

2023年4月13日公司披露年报，2022年实现收入74.13亿元，同比增长8.93%，归母净利润1.94亿元，同比下降28.84%，扣非归母净利润1亿元，同比下降23.33%。其中Q4实现收入26.65亿元，同比增长9.74%，归母净利润8.91亿元，同比增长119.77%，扣非归母净利润9亿元，同比增长160.9%。

点评

受疫情影响收入增速放缓，控费成果显著。公司下游客户主要以地方政府和中小型企业为主，受宏观经济增速放缓及疫情影响，客户对公司安全及云计算产品的需求有所下降或推迟，导致全年收入增速有所下滑。报告期内，公司加大了在费用端的管控力度，研发、销售、管理费用合计增速为5.27%，控费效果良好。

持续加大 XaaS 类产品投入力度，不断更迭云计算核心产品。分业务来看，公司网络安全业务收入为38.98亿元，同比增长5.66%，收入占比由去年的54.21%下降至52.58%。公司持续加大 XaaS 类产品和服务的投入力度，发布 SaaS XDR、SASE 3.0 升级版本以及政务网络安全托管服务 MSS 等产品，相关产品保持较快增速，但收入体量相对较小。云计算业务实现收入约28.59亿元，同比增长20.17%，收入占比从去年的34.97%上升至38.57%，超融合产品稳定增长，报告期内发布全新版本，持续提升产品质量和客户满意度。基础网络及物联网业务收入为6.56亿元，同比下降10.99%。

核心产品多年保持领先优势，看好公司 XaaS 转型。公司的核心竞争力体现在对客户需求的深刻理解、打造爆款产品的硬实力以及行业内领先的渠道优势。报告期内公司核心产品继续保持领先优势，VPN、全网行为管理、应用交付产品市占率第一，下一代防火墙、桌面云市占率第二，超融合市占率前三。在数字化、云化、服务化的大背景下，公司发展战略迎合行业发展趋势，疫情过后下游需求有望回暖，公司核心主力安全产品有望持续为公司转型提供现金流支持，看好公司的中长期发展。

盈利调整和投资建议

我们上调此前的盈利预测，预计公司2023-2025年的收入分别为91.86/115.16/143.97亿元，净利润分别为3.04/5.81/9.48亿元，对应EPS 0.73/1.39/2.27元/股，当前股价对应2022-2024年PE分别为192x/101x/62x，维持“买入”评级。

风险提示

云计算行业竞争加剧风险；XaaS 战略落地不及预期。

计算机组

联系人：纪超

jichao@gjzq.com.cn

分析师：孟灿 (执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：140.20 元

相关报告：

- 《股权激励彰显信心，看好中长期发展-深信服公司点评》，2022.12.1
- 《疫情影响下游需求，三季度环比有所改善-深信服2022年三季报...》，2022.10.28
- 《业绩悲观预期已过，看好下半年触底回升趋势-《2022-08-...》，2022.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,805	7,413	9,186	11,516	14,397
营业收入增长率	24.67%	8.93%	23.92%	25.36%	25.01%
归母净利润(百万元)	273	194	304	581	948
归母净利润增长率	-66.29%	-28.84%	56.65%	91.12%	63.04%
摊薄每股收益(元)	0.656	0.467	0.730	1.394	2.274
每股经营性现金流净额	2.38	1.79	2.50	4.32	6.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.74%	2.52%	3.79%	6.77%	10.00%
P/E	291.00	240.91	192.15	100.54	61.66
P/B	10.87	6.06	7.27	6.81	6.17

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,458	6,805	7,413	9,186	11,516	14,397
增长率	24.7%	8.9%	23.9%	25.4%	25.0%	
主营业务成本	-1,638	-2,348	-2,682	-3,405	-4,368	-5,553
%销售收入	30.0%	34.5%	36.2%	37.1%	37.9%	38.6%
毛利	3,820	4,457	4,731	5,781	7,148	8,843
%销售收入	70.0%	65.5%	63.8%	62.9%	62.1%	61.4%
营业税金及附加	-63	-66	-71	-88	-111	-138
%销售收入	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,811	-2,317	-2,411	-2,783	-3,282	-3,901
%销售收入	33.2%	34.0%	32.5%	30.3%	28.5%	27.1%
管理费用	-272	-392	-390	-427	-489	-576
%销售收入	5.0%	5.8%	5.3%	4.7%	4.3%	4.0%
研发费用	-1,509	-2,088	-2,248	-2,591	-3,121	-3,743
%销售收入	27.6%	30.7%	30.3%	28.2%	27.1%	26.0%
息税前利润 (EBIT)	164	-405	-389	-108	145	485
%销售收入	3.0%	n.a	n.a	n.a	1.3%	3.4%
财务费用	137	201	195	-29	-3	41
%销售收入	-2.5%	-3.0%	-2.6%	0.3%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-12	-32	-39	-46	-54	-66
公允价值变动收益	80	-5	16	45	50	55
投资收益	24	66	27	40	50	60
%税前利润	3.1%	25.7%	12.4%	11.7%	7.7%	5.6%
营业利润	761	249	204	322	628	1,035
%营业收入	13.9%	3.7%	2.8%	3.5%	5.5%	7.2%
营业外收支	5	7	15	20	25	30
税前利润	766	256	219	342	653	1,065
利润率	14.0%	3.8%	3.0%	3.7%	5.7%	7.4%
所得税	44	16	-25	-38	-72	-117
所得税率	-5.7%	-6.4%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	809	273	194	304	581	948
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	809	273	194	304	581	948
净利率	14.8%	4.0%	2.6%	3.3%	5.0%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	809	273	194	304	581	948
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	164	279	339	316	493	774
非经营收益	-278	-264	-211	-54	-94	-141
营运资金变动	622	704	423	474	818	1,090
经营活动现金净流	1,318	991	746	1,040	1,798	2,671
资本开支	-228	-349	-459	-629	-765	-1,038
投资	-2,019	-581	-239	-40	-50	-60
其他	69	189	274	30	40	50
投资活动现金净流	-2,179	-741	-424	-639	-775	-1,048
股权募资	899	196	10	0	0	0
债权募资	316	-289	763	96	-526	-167
其他	-88	-170	-278	-60	-82	-76
筹资活动现金净流	1,127	-263	495	36	-608	-243
现金净流量	264	-15	816	438	415	1,380

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	589	579	1,406	1,814	2,203	3,557
应收款项	588	728	872	965	1,084	1,172
存货	180	350	274	335	394	424
其他流动资产	3,890	3,608	3,458	3,630	3,789	3,951
流动资产	5,247	5,266	6,009	6,743	7,470	9,105
%总资产	54.3%	48.1%	49.3%	50.7%	51.9%	55.4%
长期投资	569	1,049	1,045	1,120	1,210	1,315
固定资产	331	485	701	741	776	815
%总资产	3.4%	4.4%	5.8%	5.6%	5.4%	5.0%
无形资产	328	322	330	353	379	409
非流动资产	4,409	5,684	6,174	6,544	6,916	7,317
%总资产	45.7%	51.9%	50.7%	49.3%	48.1%	44.6%
资产总计	9,656	10,950	12,183	13,288	14,386	16,421
短期借款	322	100	843	885	304	82
应付款项	1,186	1,017	1,358	1,279	1,417	1,553
其他流动负债	1,418	2,040	1,707	2,494	3,437	4,608
流动负债	2,926	3,158	3,908	4,659	5,158	6,243
长期贷款	10	0	0	0	0	0
其他长期负债	209	488	555	594	644	699
负债	3,145	3,646	4,463	5,253	5,802	6,942
普通股股东权益	6,511	7,305	7,720	8,035	8,584	9,480
其中：股本	414	416	416	417	417	417
未分配利润	2,369	2,558	2,724	3,028	3,567	4,453
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,656	10,950	12,183	13,288	14,386	16,421

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.956	0.656	0.467	0.730	1.394	2.274
每股净资产	15.734	17.572	18.575	19.273	20.592	22.740
每股经营现金净流	3.185	2.385	1.794	2.497	4.315	6.410
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100	0.150
回报率						
净资产收益率	12.43%	3.74%	2.52%	3.79%	6.77%	10.00%
总资产收益率	8.38%	2.49%	1.59%	2.29%	4.04%	5.77%
投入资本收益率	2.54%	-5.82%	-4.03%	-1.08%	1.46%	4.51%
增长率						
主营业务收入增长率	18.92%	24.67%	8.93%	23.92%	25.36%	25.01%
EBIT 增长率	-48.49%	-346.55%	-4.07%	-72.13%	-234.22%	233.16%
净利润增长率	6.65%	-66.29%	-28.84%	56.65%	91.12%	63.04%
总资产增长率	42.58%	13.41%	11.26%	9.07%	8.26%	14.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.7	27.9	33.4	36.0	33.0	29.0
存货周转天数	42.4	41.2	42.5	37.0	35.0	31.0
应付账款周转天数	90.8	65.6	64.2	68.0	61.0	55.0
固定资产周转天数	18.8	18.7	18.5	16.1	13.7	11.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.34%	-26.74%	-26.66%	-30.55%	-40.24%	-53.39%
EBIT 利息保障倍数	-1.2	2.0	2.0	-3.7	50.8	-11.7
资产负债率	32.57%	33.29%	36.63%	39.53%	40.33%	42.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-20	买入	272.59	N/A
2	2021-04-29	买入	273.32	N/A
3	2021-08-20	买入	263.90	326.50~326.50
4	2021-10-29	买入	202.64	N/A
5	2022-08-28	买入	91.71	N/A
6	2022-10-28	买入	120.69	N/A
7	2022-12-01	买入	112.23	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402