

多项指标明显改善、低调的 AI 时代卖铲人

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:	167.5/80.61
目标价格:		总市值(亿)	573.63
最新收盘价:	137.6	自由流通市值(亿)	375.86
		自由流通股数(百万)	273.16

事件概述

2023年4月13日晚，深信服发布2022年年度报告，2022年公司实现营业总收入约74.13亿元，同比增长8.93%；实现公司归属于上市公司股东的净利润约为人民币1.94亿元，同比下降28.84%。

► 多项指标明显改善（毛利率回升，人均毛利稳定增长，费用增速降低），盈利向上周期开启

2022年公司实现营业总收入约74.13亿元，同比增长8.93%；实现公司归属于上市公司股东的净利润约为人民币1.94亿元，同比下降28.84%。

分业务来看，网络安全业务收入约为38.98亿元，同比增长5.66%；云计算及IT基础设施业务收入约为28.59亿元，同比增长20.17%；基础网络及物联网业务收入为人民币6.56亿元，同比下降10.99%。

毛利率显著回升，22Q1至Q4的毛利率分别为58.83%/63.02%/63.79%/66.49%，22Q4单季已恢复到与21Q1（66.48%）相当的水平。根据公司年报，2022年公司通过加强与厂商的战略合作，整合供应商资源，增加向厂商直采比例等措施；叠加2022年下半年以来服务器市场价格呈下降态势，公司云计算及IT基础设施业务的毛利率逐步提升。

营收稳定增长，22Q1至Q4的单季营收同比增速分别为4.76%/11.85%/7.99%/9.72%；合同负债稳定增长，22Q1至Q4的合同负债分别为10.53/10.51/10.85/11.78亿元。人均创收、人均毛利稳定增长，20-22年人均创收分别为72.27/76.49/80.96万元；20-22年人均毛利分别为50.58/50.10/51.67万元。

费用增速大幅降低，20-22年的三费（研发费用、销售费用、管理费用）之和的同比增速分别为22.16%/33.51%/5.27%。

我们认为，在2022年宏观经济增速放缓，部分客户短期内采购减少或推迟的背景下，公司保持了高质量增长（毛利率显著回升，人均创收、人均毛利稳定增长，费用增速大幅降低），获此成绩实属不易，体现了公司经营调整的能力。经历低谷期的洗礼，公司已进入高质量增长阶段（重视毛利增长、控制费用增速），叠加宏观环境改善，下游需求恢复，我们维持公司盈利持续向上的观点不变，当下正处于盈利向上的早期。

► 低调的 AI 时代卖铲人，高研发投入构成竞争壁垒

在AI与数字经济叠加的时代，公司所从事的网络安全和云计算行业皆为时代“卖铲人”，是AI和数字经济发展的必需品。

根据公司年报，公司深知IT行业唯一不变的就是变化，因此公司坚持高研发投入。20-22年公司研发投入金额分别为15.09/20.88/22.48亿元（全部为费用化研发投入），占营业收入的比例分别为27.65%/30.68%/30.32%。

根据砍柴网报道，公司在AI领域深度布局，公司的AI Ops技术获得维科杯·OFweek 2022人工智能行业“技术突破奖”。在网络安全方面，AI能力应用在病毒文件检测和家族分类、Web对抗攻击、威胁情报、数据分级分类等产品中。在云计算方面，像桌面云视频画面的增强、托管云平台故障智能预测和性能诊断与优化、边缘云的安全生产视频监控分析等场景也会用到AI。

在信创领域，公司2022年下半年正式推出了信创超融合sCloud 6.8.1版本，支持全面的信创生态适配，支持国密算法的加密卡方案、承载国产VDI、国产GPU、国产数据库等等，实现了与X86芯片架构下的产品能力保持一致，保证了客户业务平滑过渡。

我们认为，公司作为低调的AI、数字经济时代“卖铲人”，在AI、信创等领域深度布局，通过高研发投入实现技术持续迭代，坚定看好公司在大变革时代把握机遇的能力，持续高增长可期。

投资建议

根据公司年报数据，我们下调公司 23-24 年营收 94.75/122.02 亿元的预测，新增 25 年营收预测，至 23-25 年营收预测 92.72/116.23/145.27 亿元；下调 23-24 年每股收益 (EPS) 1.95/2.94 元的预测，新增 25 年每股收益 (EPS) 预测，至 23-25 年分别为 1.20/1.95/2.82 元，对应 2023 年 4 月 14 日 137.60 元/股收盘价，PE 分别为 115.0/70.5/48.7 倍，**维持公司“买入”评级。**

风险提示

1) 疫情导致企业 IT 预算下降；2) 行业竞争加剧导致盈利水平下降；3) 核心技术突破进程低于预期；4) 新产品推广进程不及预期；5) 公司核心人才团队流失。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,805	7,413	9,272	11,623	14,527
YoY (%)	24.7%	8.9%	25.1%	25.4%	25.0%
归母净利润(百万元)	273	194	497	811	1,173
YoY (%)	-66.3%	-28.8%	156.2%	63.1%	44.6%
毛利率 (%)	65.5%	63.8%	63.5%	62.5%	61.7%
每股收益 (元)	0.67	0.47	1.20	1.95	2.82
ROE	3.7%	2.5%	6.1%	9.0%	11.5%
市盈率	205.37	292.77	114.97	70.49	48.74

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 刘泽晶

联系人: 刘波

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

邮箱: liubo1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

SAC NO:

联系电话:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,413	9,272	11,623	14,527	净利润	194	497	811	1,173
YoY (%)	8.9%	25.1%	25.4%	25.0%	折旧和摊销	300	279	298	326
营业成本	2,682	3,389	4,362	5,564	营运资金变动	423	692	619	971
营业税金及附加	71	96	115	144	经营活动现金流	746	1,460	1,701	2,440
销售费用	2,411	2,877	3,374	4,071	资本开支	-459	-384	-330	-357
管理费用	390	469	588	735	投资	-239	-182	-105	-144
财务费用	-195	-153	-173	-193	投资活动现金流	-424	-512	-361	-423
研发费用	2,248	2,719	3,292	3,897	股权募资	10	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0	债务募资	763	0	0	0
投资收益	27	55	75	77	筹资活动现金流	495	-47	-47	-47
营业利润	204	496	824	1,224	现金净流量	816	901	1,293	1,969
营业外收支	15	0	0	0					
利润总额	219	496	824	1,224	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	25	-2	12	51	成长能力				
净利润	194	497	811	1,173	营业收入增长率	8.9%	25.1%	25.4%	25.0%
归属于母公司净利润	194	497	811	1,173	净利润增长率	-28.8%	156.2%	63.1%	44.6%
YoY (%)	-28.8%	156.2%	63.1%	44.6%	盈利能力				
每股收益	0.47	1.20	1.95	2.82	毛利率	63.8%	63.5%	62.5%	61.7%
					净利率	2.6%	5.4%	7.0%	8.1%
					总资产收益率 ROA	1.6%	3.6%	5.2%	6.5%
					净资产收益率 ROE	2.5%	6.1%	9.0%	11.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	1,406	2,307	3,599	5,568	流动比率	1.54	1.47	1.50	1.54
预付款项	23	37	43	58	速动比率	1.03	1.03	1.13	1.21
存货	274	426	496	666	现金比率	0.36	0.47	0.61	0.75
其他流动资产	4,307	4,477	4,771	5,086	资产负债率	36.6%	40.1%	41.8%	43.8%
流动资产合计	6,009	7,246	8,910	11,378	经营效率				
长期股权投资	394	576	681	824	总资产周转率	0.61	0.68	0.75	0.80
固定资产	377	367	335	276	每股指标 (元)				
无形资产	275	265	257	248	每股收益	0.47	1.20	1.95	2.82
非流动资产合计	6,174	6,462	6,600	6,775	每股净资产	18.58	19.77	21.72	24.55
资产合计	12,183	13,708	15,510	18,153	每股经营现金流	1.79	3.51	4.09	5.87
短期借款	791	791	791	791	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	741	762	1,094	1,323	估值分析				
其他流动负债	2,376	3,383	4,042	5,282	PE	292.77	114.97	70.49	48.74
流动负债合计	3,908	4,936	5,926	7,396	PB	6.06	6.96	6.33	5.61
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	555	555	555	555					
非流动负债合计	555	555	555	555					
负债合计	4,463	5,491	6,481	7,951					
股本	416	416	416	416					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,720	8,218	9,029	10,202					
负债和股东权益合计	12,183	13,708	15,510	18,153					

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。

刘波（研究助理）：17年计算机产业经验，主要覆盖工业软件、金融科技方向。

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。