

深信服(300454)

报告日期: 2023年04月14日

Q4 业绩超预期, 多信号预示 2023 利润释放可持续

——深信服 2022 年报点评

事件:

公司发布 2022 年年度报告, 2022 年实现营业收入 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%), 扣非后归母净利润 (同比下降 23.33%)。

- **从业务类别来看:** 公司网络安全业务、云计算及 IT 基础设施业务、基础网络和物联网业务收入分别为 38.98/28.59/6.56 亿, 分别同比增长 5.66%/20.17%/10.99%。
- **从下游客户分布来看:** 公司政府及事业单位、企业、金融及其他收入占比分别为 48.89%/38.59%/12.52%, 对应同比增长 5.98%/9.22%/21.18%。

单 Q4 而言, 公司实现营业收入 26.65 亿元 (同比增长 9.74%), 归母净利润 8.91 亿元 (同比增长 120%), 扣非后归母净利润 (同比增长 161%)。

点评:

□ 收入增长逐步复苏, 实际表现好于表观数字增长

从表观收入来看, 公司下半年收入增长呈现回升趋势。一方面, 公司 22H2 整体收入同比增长 8.93%, 相较于 22H1 (8.86%) 略有提升; 另一方面, 公司 22H2 安全业务收入同比增长 5.66%, 亦好于 22H1 安全业务收入增速 (5.24%)。

然而我们认为公司 2022 年下半年的实际业务表现要好于表观的数字增长, 主要从两个方面考虑:

- 22H2 收入在全年收入占比约 62%, 收入体量更大, 要做到高于 22H1 的增长难度更大;
- 考虑到递延收入 (主要为之前订单延续的维护服务收入) 在全年确认的节奏分布相对平衡, 故而递延收入对下半年的收入贡献更小。

□ 控费力度增大, Q4 释放利润超预期

公司三大费用单季度同比增长率 2022 年连续四个季度下降, Q4 呈现同比负增长, 单 Q4 销售、研发、管理费用分别同比下降 19%/30%/18%, 进一步加速了利润释放, 使得 Q4 利润超预期。进一步拆解公司的控费举措:

- **从人员数量来看:** 2022 年员工总人数同比增长 3%, 自 2014 年来首次低于 10%, 其中管理、研发、技术支持人员的增速均为公司上市以来最低值;
- **从人均薪酬来看:** 根据我们估算, 公司 2022 年研发、销售、管理人员平均薪酬水平分别为 45、43.5、57.9 万元, 对应 2021 年分别为 44、43.1、58.8 万元, 薪酬增幅显著下降;
- **从其他费用开销来看:** 公司“购买商品、接受劳务支付的现金”2022 年约为 21 亿元, 同比下降 15%, 亦为 2014 年以来首次下滑。

□ 多信号预示公司 2023 年利润释放可持续

我们认为公司 2023 年的利润释放仍可持续, 主要基于以下考虑:

- **宏观经济复苏, 下游需求有望改善, 促进收入增长回升:** 从 2022 年的下游收入构成来看, 政府及事业单位收入增速放缓, 我们认为或与政府的预算开支缩减有关, 随着 2023 年政府在公共卫生领域预算压力的释放以及医疗、教育等领域推出较为宽松的贷款政策, 公司的收入增长有望受益于下游预算改善;
- **云计算毛利率回升:** 公司 2022 年 Q1-Q4 毛利率水平分别为 59%、62%、64%、67%, 呈现持续改善趋势。根据公司年报, 22Q4 单季度云计算业

投资评级: 买入(维持)

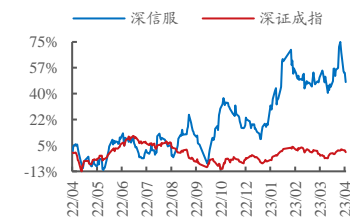
分析师: 刘雯蜀
 执业证书号: s1230523020002
 liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 刘静一
 liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 140.20
总市值(百万元)	58,446.64
总股本(百万股)	416.88

股票走势图



相关报告

- 1 《控费效果明显净利润超预期, 数据安全政策带动景气度提升》 2023.01.18
- 2 《业绩低点已过, 龙头再次起航——深信服 2022 年三季度报点评报告》 2022.10.31
- 3 《Q2 营收略超预期, 下半年有望进一步提速——深信服 2022 年中报点评》 2022.08.29

务毛利率上升至约 48%，较 2022 年初有所回升，考虑到公司自 2022 年以来在供应链管理水平和对上游厂商的议价能力上有所提升，我们预期 2023 年公司云计算毛利率水平有望企稳或微升；

- **控费成效持续：**2022 年的控费举措为公司 2023 筑低费用基数，在公司持续的控费措施下，公司 2023 年费用率有望进一步摊薄，加速释放利润空间。

考虑到公司 2022 年下半年业务表现好转，且 2023 年利润释放有望持续，我们调整此前预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 89.80、114.83、141.94 亿元，归母净利润分别为 5.96、12.20、15.93 亿元。参考 2023 年 4 月 13 日收盘价，现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 98/48/37 倍，**维持“买入”评级。**

风险提示：人均薪酬测算部分包含主观假设，或与公司实际数据有偏差；下游客户预算复苏不及预期；公司新业务拓展不及预期；毛利率受到上游供应链影响持续波动；市场竞争加剧。

财务摘要

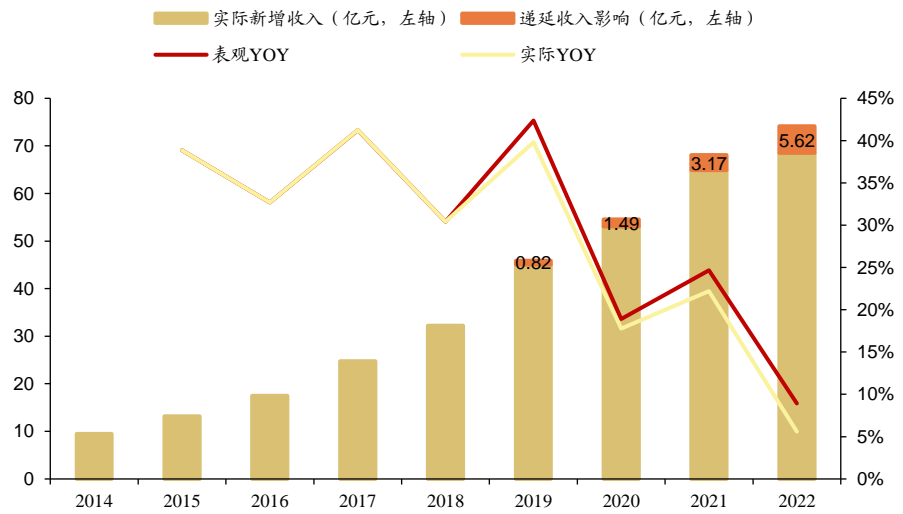
(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,412.88	8,980.01	11,482.75	14,193.98
(+/-) (%)	8.93%	21.14%	27.87%	23.61%
归母净利润	194.17	595.53	1,219.87	1,592.64
(+/-) (%)	-28.84%	206.70%	104.84%	30.56%
每股收益(元)	0.47	1.43	2.94	3.83
P/E	300.10	97.85	47.77	36.59

资料来源：浙商证券研究所

图表目录

图 1: 公司表观营业收入与实际营业收入(扣减递延收入影响)增速表现	4
图 2: 公司各季度营业收入表现	4
图 3: 公司各类业务营业收入表现	4
图 4: 公司安全业务收入表现(半年度数据)	4
图 5: 公司云计算业务收入表现(半年度数据)	4
图 6: 公司综合毛利率 vs 分业务毛利率	5
图 7: 公司各季度毛利率变化趋势	5
图 8: 公司三大费用率情况	5
图 9: 公司各季度费用增长情况	5
图 10: 公司经营性现金流变化情况	5
图 11: 公司现金流质量情况	5
图 12: 公司合同负债变化 vs 公司收入变化	6
图 13: 公司合同负债结构变化	6
图 14: 公司员工人数变化情况	6
图 15: 公司人员薪酬变化情况(单位: 万元)	6
图 16: 公司人均创收(单位: 万元)	6
图 17: 公司人均创利(单位: 万元)	6
表附录: 三大报表预测值	7

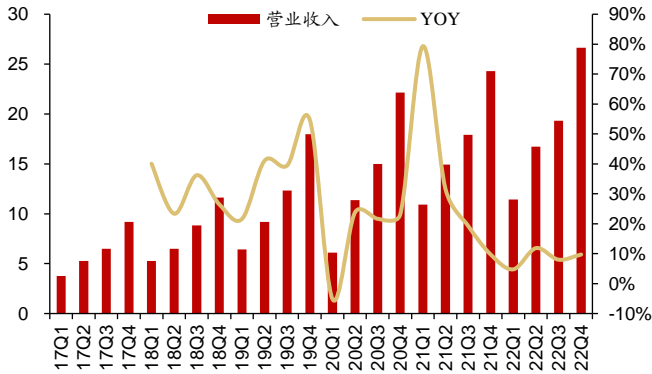
图1: 公司表观营业收入与实际营业收入(扣减递延收入影响)增速表现



资料来源: 公司公告、wind、浙商证券研究所

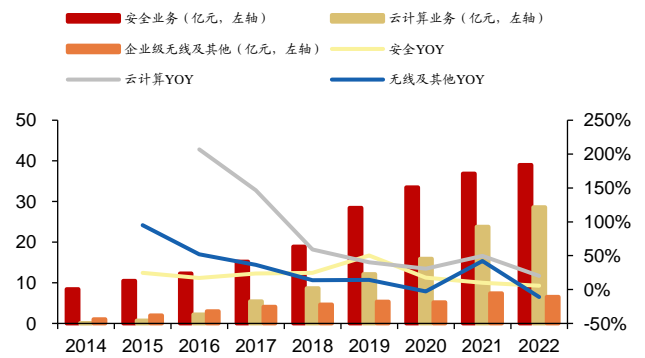
注: 公司自2020年开始披露递延收入明细, 2019年数据为我们参考往年递延收入分布特点估算

图2: 公司各季度营业收入表现



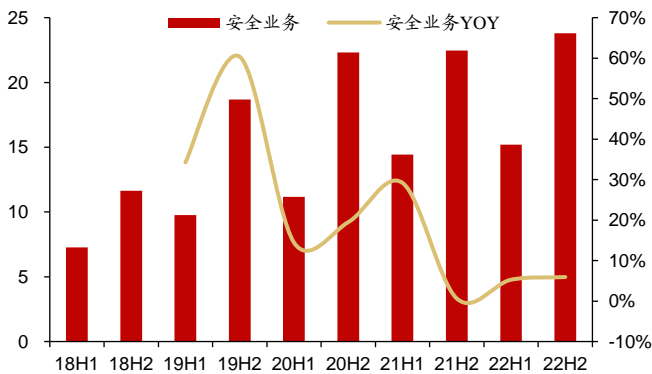
资料来源: wind、浙商证券研究所

图3: 公司各类业务营业收入表现



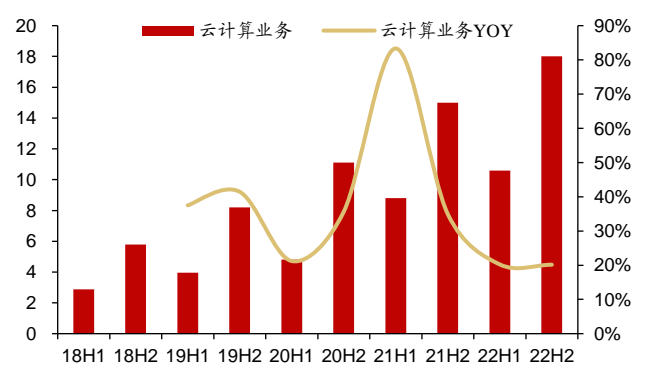
资料来源: wind、浙商证券研究所

图4: 公司安全业务收入表现(半年度数据)



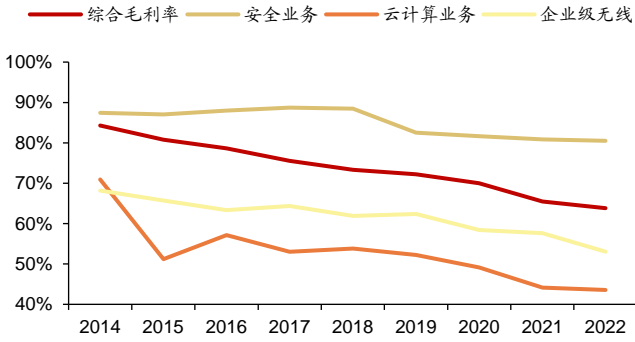
资料来源: wind、浙商证券研究所

图5: 公司云计算业务收入表现(半年度数据)



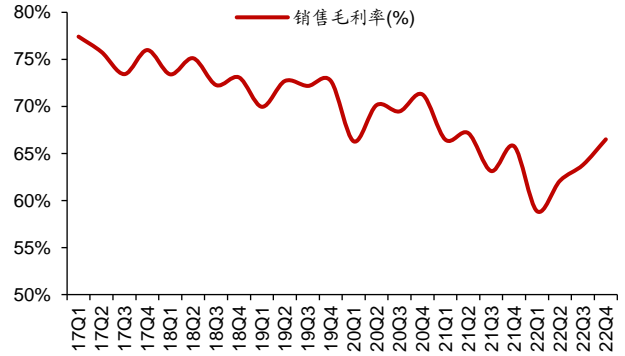
资料来源: wind、浙商证券研究所

图6: 公司综合毛利率 vs 分业务毛利率



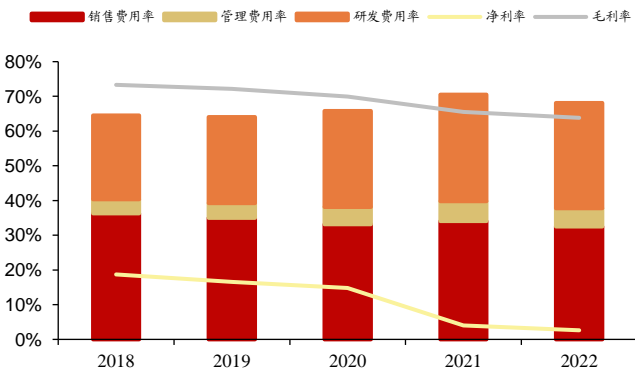
资料来源: wind、浙商证券研究所

图7: 公司各季度毛利率变化趋势



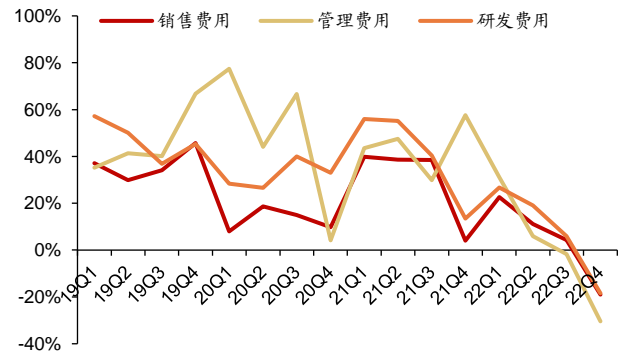
资料来源: wind、浙商证券研究所

图8: 公司三大费用率情况



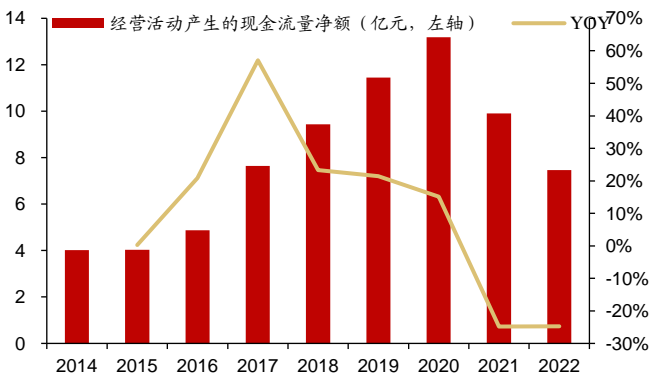
资料来源: wind、浙商证券研究所

图9: 公司各季度费用增长情况



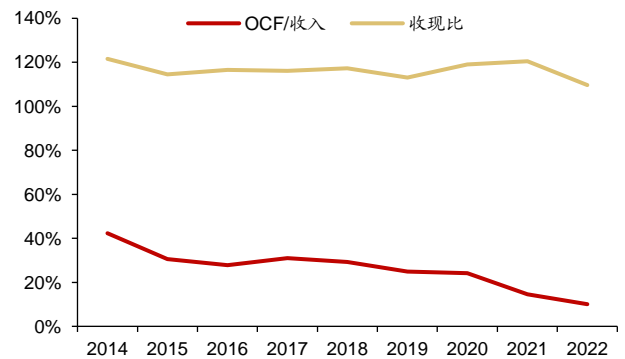
资料来源: wind、浙商证券研究所

图10: 公司经营性现金流变化情况



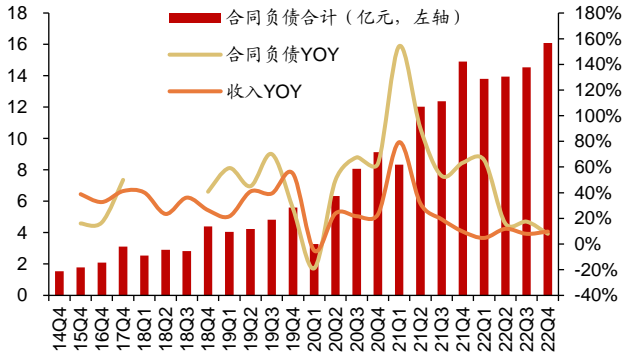
资料来源: wind、浙商证券研究所

图11: 公司现金流质量情况



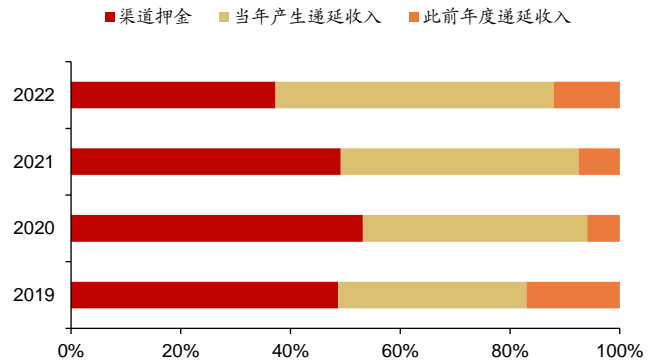
资料来源: wind、浙商证券研究所

图12: 公司合同负债变化 vs 公司收入变化



资料来源: wind、公司公告、浙商证券研究所

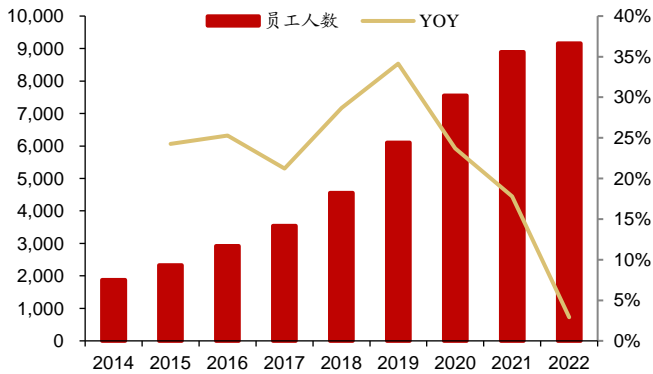
图13: 公司合同负债结构变化



资料来源: wind、公司公告、浙商证券研究所

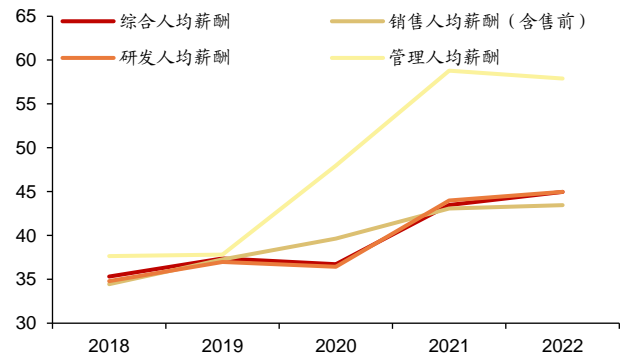
注: 公司自2020年开始披露递延收入明细, 2019年数据为我们参考往年递延收入分布特点估算

图14: 公司员工人数变化情况



资料来源: wind、浙商证券研究所

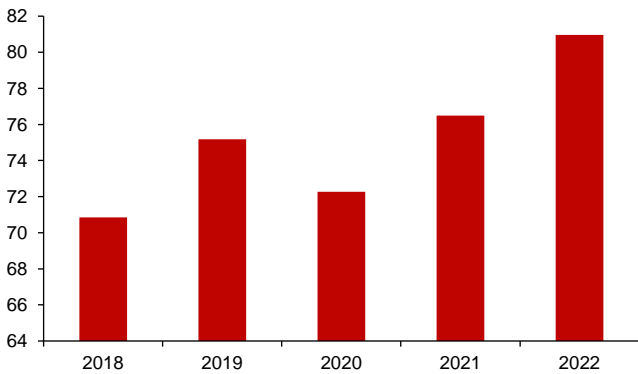
图15: 公司人员薪酬变化情况 (单位: 万元)



资料来源: wind、公司公告、浙商证券研究所

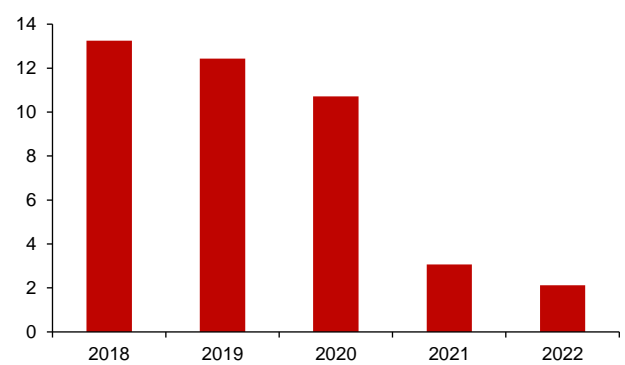
注: 销售、管理、研发人员平均薪酬为我们估算, 其中针对技术支持人员的处理, 我们假设一半计入销售(售前)、一半计入研发(售后)

图16: 公司人均创收 (单位: 万元)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图17: 公司人均创利 (单位: 万元)



资料来源: wind、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,009	7,077	8,313	9,791
现金	1,406	2,125	3,099	4,173
交易性金融资产	1,496	1,623	1,531	1,550
应收账款	821	989	1,226	1,480
其它应收款	50	61	78	96
预付账款	23	26	34	43
存货	274	314	406	508
其他	1,939	1,939	1,939	1,939
非流动资产	6,174	6,352	7,253	8,345
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	394	394	394	394
固定资产	377	416	439	448
无形资产	275	263	244	227
在建工程	325	260	208	166
其他	4,804	5,019	5,968	7,110
资产总计	12,183	13,429	15,566	18,135
流动负债	3,908	4,432	5,371	6,399
短期借款	791	791	791	791
应付款项	741	850	1,099	1,378
预收账款	1,178	1,428	1,825	2,256
其他	1,198	1,364	1,655	1,974
非流动负债	555	555	555	555
长期借款	0	0	0	0
其他	555	555	555	555
负债合计	4,463	4,987	5,926	6,953
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	7,720	8,442	9,640	11,182
负债和股东权益	12,183	13,429	15,566	18,135

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	746	689	814	1,005
净利润	194	591	1,198	1,542
折旧摊销	214	61	67	70
财务费用	(195)	(11)	(42)	(73)
投资损失	(27)	(39)	(44)	(37)
营运资金变动	(51)	336	637	700
其它	610	(249)	(1,001)	(1,198)
投资活动现金流	(424)	(112)	117	(3)
资本支出	(216)	0	0	0
长期投资	(29)	0	0	0
其他	(179)	(112)	117	(3)
筹资活动现金流	495	142	42	73
短期借款	764	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(269)	142	42	73
现金净增加额	817	719	974	1,075

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,413	8,980	11,483	14,194
营业成本	2,682	3,074	3,977	4,984
营业税金及附加	71	93	113	141
营业费用	2,411	2,773	3,327	3,993
管理费用	390	351	333	400
研发费用	2,248	2,473	2,843	3,412
财务费用	(195)	(11)	(42)	(73)
资产减值损失	39	37	54	67
公允价值变动损益	16	31	14	20
投资净收益	27	39	44	37
其他经营收益	394	395	404	398
营业利润	204	656	1,339	1,725
营业外收支	15	9	10	11
利润总额	219	665	1,349	1,737
所得税	25	75	151	195
净利润	194	591	1,198	1,542
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	194	591	1,198	1,542
EBITDA	423	708	1,372	1,731
EPS (最新摊薄)	0.47	1.42	2.88	3.71

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力	8.93%	21.14%	27.87%	23.61%
营业收入	-18.14%	221.73%	104.03%	28.87%
营业利润	-28.84%	204.18%	102.84%	28.73%
归属母公司净利润				
获利能力	63.82%	65.77%	65.37%	64.89%
毛利率	2.62%	6.58%	10.43%	10.86%
净利率	2.58%	7.31%	13.25%	14.81%
ROE	2.04%	5.85%	10.52%	11.75%
ROIC				
偿债能力	36.63%	37.14%	38.07%	38.34%
资产负债率	18.89%	16.91%	14.23%	12.13%
净负债比率	1.54	1.60	1.55	1.53
流动比率	1.47	1.53	1.47	1.45
速动比率				
营运能力	0.64	0.70	0.79	0.84
总资产周转率	10.92	10.04	10.28	10.13
应收账款周转率	5.69	5.32	5.62	5.54
应付账款周转率				
每股指标(元)	0.47	1.42	2.88	3.71
每股收益	1.79	1.66	1.96	2.42
每股经营现金	18.58	20.31	23.19	26.90
每股净资产				
估值比率	300.10	98.66	48.64	37.79
P/E	7.55	6.90	6.04	5.21
P/B	106.87	78.92	40.10	31.14
EV/EBITDA	8.93%	21.14%	27.87%	23.61%

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>