

**深信服 (300454.SZ)**
**2022Q4 利润高速增长，有望迎来盈利拐点**

2023年04月15日

**——公司信息更新报告**
**投资评级：买入（维持）**
**陈宝健（分析师）**
**刘逍遥（分析师）**

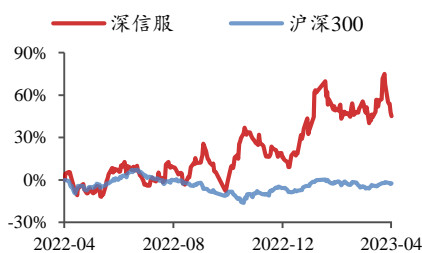
chenbaojian@kysec.cn

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

日期	2023/4/14
当前股价(元)	137.60
一年最高最低(元)	167.50/80.61
总市值(亿元)	573.63
流通市值(亿元)	375.86
总股本(亿股)	4.17
流通股本(亿股)	2.73
近3个月换手率(%)	94.12

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《Q2 业绩环比改善，彰显经营韧性——公司信息更新报告》-2022.8.28

《疫情影响 Q1 业绩，后续有望逐季好转——公司信息更新报告》-2022.4.26

《坚持技术与模式创新，投入产出错配导致利润承压——公司信息更新报告》-2022.4.20

**● 高度看好公司长期发展，维持“买入”评级**

考虑投入加大的影响，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测为 5.17、7.40 亿元（原预测为 6.51、9.55 亿元），新增 2025 年预测为 10.58 亿元，EPS 分别为 1.24、1.78、2.54 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 111.0、77.5、54.2 倍，考虑公司在云与网安领域的领军地位及长期成长性，维持“买入”评级。

**● 2022Q4 利润高速增长，2023 年有望延续效益化发展趋势**

(1) 公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 74.13 亿元，同比增长 8.93%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比下滑 28.84%。其中，Q4 单季度实现营业收入 26.65 亿元，同比增长 9.74%；实现归母净利润 8.91 亿元，同比增长 119.77%。

(2) 全年公司综合毛利率为 63.8%，同比下降 1.67 个百分点，主要由于云业务收入占比提升所致。费用端来看，2022Q4 开始公司加强费用管理，全年三费增速放缓至 5.27% 左右，2023 年有望延续这一趋势，实现利润率的恢复。

(3) 全年经营活动产生的现金流量净额为 7.46 亿元，同比下降 24.80%。此外，2022 年底公司应收账款为 8.09 亿元，较年初增长 47.53%，主要由于信用等级较高的优质渠道数量增加，公司给予其更优的账期权益，同时直签项目增加，账期通常较长，使得账期款有所增加。

**● 安全业务稳健增长，云业务保持快速发展**

(1) 2022 年公司网络安全业务收入约为 38.98 亿元，同比增长 5.66%。其中，AC/AF 等单品增速相对较慢，同时，公司持续加大对零信任、安全 XaaS 类产品和服务的投入力度，正式发布了 SaaS XDR、SASE 3.0 战略升级版本、政务 MSS 等产品，部分创新产品实现较快增长。(2) 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%，其中，超融合业务保持快速增长，桌面云因客户群体主要集中在政府、教育等领域，受宏观环境影响较大，业务规模预计保持稳定。(3) 基础网络及物联网业务收入为 6.56 亿元，同比下降 10.99%，经济环境影响下游需求，加上主力产品芯片供应短缺，导致无线、交换机业务收入下滑。

● **风险提示：**政府财政支出紧张风险；市场竞争加剧风险；新业务进展不及预期。

**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,805	7,413	9,169	11,773	15,156
YOY(%)	24.7	8.9	23.7	28.4	28.7
归母净利润(百万元)	273	194	517	740	1,058
YOY(%)	-66.3	-28.8	166.1	43.3	43.0
毛利率(%)	65.5	63.8	63.2	63.2	62.9
净利率(%)	4.0	2.6	5.6	6.3	7.0
ROE(%)	3.7	2.5	6.3	8.3	10.6
EPS(摊薄/元)	0.65	0.47	1.24	1.78	2.54
P/E(倍)	210.2	295.4	111.0	77.5	54.2
P/B(倍)	7.9	7.4	7.0	6.4	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5266	6009	7849	9023	13154
现金	579	1406	2502	4011	6139
应收票据及应收账款	564	821	977	986	2382
其他应收款	164	50	316	0	261
预付账款	31	23	58	41	86
存货	350	274	504	494	804
其他流动资产	3577	3435	3492	3491	3482
<b>非流动资产</b>	5684	6174	6003	6218	6327
长期投资	365	394	492	592	675
固定资产	348	377	408	431	432
无形资产	283	275	252	231	209
其他非流动资产	4689	5129	4851	4964	5011
<b>资产总计</b>	10950	12183	13852	15242	19482
<b>流动负债</b>	3158	3908	5139	5783	8983
短期借款	27	791	791	791	791
应付票据及应付账款	408	741	946	1943	2560
其他流动负债	2723	2376	3402	3050	5632
<b>非流动负债</b>	488	555	475	503	502
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	488	555	475	503	502
<b>负债合计</b>	3646	4463	5614	6287	9485
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	416	416	417	417	417
资本公积	4223	4526	4526	4526	4526
留存收益	2766	2931	3421	4128	5145
<b>归属母公司股东权益</b>	7305	7720	8238	8955	9996
<b>负债和股东权益</b>	10950	12183	13852	15242	19482

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	991	746	915	1595	2117
净利润	273	194	517	740	1058
折旧摊销	174	214	183	218	292
财务费用	-201	-195	-277	-309	-377
投资损失	-66	-27	-7	-18	-32
营运资金变动	350	112	540	979	1196
其他经营现金流	462	447	-42	-16	-22
<b>投资活动现金流</b>	-741	-424	36	-400	-348
资本支出	350	462	-19	29	27
长期投资	-581	-239	-98	-119	-83
其他投资现金流	-972	-200	-80	-491	-404
<b>筹资活动现金流</b>	-263	495	145	314	359
短期借款	-294	764	0	0	0
长期借款	-10	0	0	0	0
普通股增加	2	-0	1	0	0
资本公积增加	498	303	0	0	0
其他筹资现金流	-458	-572	144	314	359
<b>现金净增加额</b>	-15	816	1097	1509	2128

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6805	7413	9169	11773	15156
营业成本	2348	2682	3375	4333	5629
营业税金及附加	66	71	73	94	121
营业费用	2317	2411	2792	3532	4395
管理费用	392	390	440	530	637
研发费用	2088	2248	2613	3238	4092
财务费用	-201	-195	-277	-309	-377
资产减值损失	-15	-6	-47	-57	-68
其他收益	423	394	433	477	524
公允价值变动收益	-5	16	19	20	22
投资净收益	66	27	7	18	32
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	249	204	565	814	1170
营业外收入	14	22	27	32	38
营业外支出	7	7	10	13	16
<b>利润总额</b>	256	219	582	834	1192
所得税	-16	25	65	93	134
<b>净利润</b>	273	194	517	740	1058
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	273	194	517	740	1058
EBITDA	414	439	755	1002	1380
EPS(元)	0.65	0.47	1.24	1.78	2.54

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.7	8.9	23.7	28.4	28.7
营业利润(%)	-67.2	-18.1	177.0	44.1	43.7
归属于母公司净利润(%)	-66.3	-28.8	166.1	43.3	43.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	65.5	63.8	63.2	63.2	62.9
净利率(%)	4.0	2.6	5.6	6.3	7.0
ROE(%)	3.7	2.5	6.3	8.3	10.6
ROIC(%)	3.2	2.2	5.3	6.8	8.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.3	36.6	40.5	41.2	48.7
净负债比率(%)	0.1	-0.1	-15.1	-30.4	-48.5
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.6	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	12.8	10.7	10.2	12.0	9.0
应付账款周转率	5.5	4.7	4.0	3.0	2.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.47	1.24	1.78	2.54
每股经营现金流(最新摊薄)	2.38	1.79	2.19	3.83	5.08
每股净资产(最新摊薄)	17.52	18.52	19.76	21.48	23.98
<b>估值比率</b>					
P/E	210.2	295.4	111.0	77.5	54.2
P/B	7.9	7.4	7.0	6.4	5.7
EV/EBITDA	134.9	127.4	72.4	53.0	37.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn