

营收实现稳健增长，降本增效成果显著

买入|维持

——深信服(300454.SZ)2022年年度报告点评

事件：

公司于2023年4月13日收盘后发布《2022年年度报告》。

点评：

● 营业收入稳中有升，海外业务快速成长

2022年，公司实现营业总收入74.13亿元，同比增长8.93%，系部分产品的差异化竞争优势不够明显，创新类产品收入贡献占比较小，叠加宏观经济增速放缓，对公司核心目标客户群体的生产经营产生了一定程度的负面影响，部分客户短期内对公司相关产品服务采购减少、推迟。公司实现海外收入2.34亿元，同比增长46.93%。公司实现归母净利润1.94亿元，同比下降28.84%；经营活动产生的现金流量净额为7.46亿元，同比下降24.80%。

● 网络安全业务持续加大新产品研发力度，核心产品保持领先

公司网络安全业务实现收入38.98亿元，同比增长5.66%，增速放缓主要系全网行为管理AC、下一代防火墙AF等对营收贡献较大的单品增长乏力。在研发及产品侧，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、政务网络安全托管服务MSS等产品。根据IDC研究报告，公司多项核心产品市占率持续领先。VPN产品连续15年稳居国内第一；全网行为管理产品连续14年在安全内容管理类别中保持国内第一；下一代防火墙连续7年在统一威胁管理类别中保持国内第二；应用交付产品2014年至2021年国内市场占有率第二，2022年升至第一；全网行为管理、VPN、下一代防火墙、广域网优化、应用交付等5款网络安全核心产品连续多年入围Gartner国际魔力象限。

● 云计算及IT基础设施业务收入占比提升，超融合产品稳定增长

公司云计算及IT基础设施业务实现收入28.59亿元，同比增长20.17%，收入比重由去年的34.97%上升至38.57%。2022年，超融合HCI发布了全新的6.8.0版本，升级后的架构统一了HCI与VDI底座、X86与ARM平台，优化了热升级、热迁移、热补丁“三热”能力，产品质量、稳定性和客户满意度进一步提升。公司桌面云终端（原VDI）产品2017年以来保持中国云终端市场占有率前二；云桌面软件VCC类（桌面虚拟化、应用虚拟化）产品2017年至2021年中国市场占有率保持前三；超融合HCI软件产品2022年第三季度位居中国市场占有率前三。

● 盈利预测与投资建议

公司主要聚焦网络安全和云计算行业，不断更新迭代既有产品和解决方案，未来持续成长空间广阔。预测公司2023-2025年的营业收入为92.64、113.94、137.33亿元，归母净利润为5.07、7.90、10.33亿元，EPS为1.22、1.89、2.48元/股，对应PE为113.21、72.62、55.55倍。公司所处的云计算和网络安全行业处于快速发展期，各项费用投入较多，净利润率偏低，适用PS估值法。过去三年，公司PS TTM主要运行在5-25倍之间，维持公司2023年8倍的目标PS，目标价为177.78元。维持“买入”评级。

● 风险提示

云计算业务推进不及预期的风险；超融合市场竞争加剧的风险；新产品研发进度及推广不及预期的风险；核心技术泄密及核心技术人员流失的风险。

当前价/目标价：137.60元/177.78元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：165.97 / 83.53

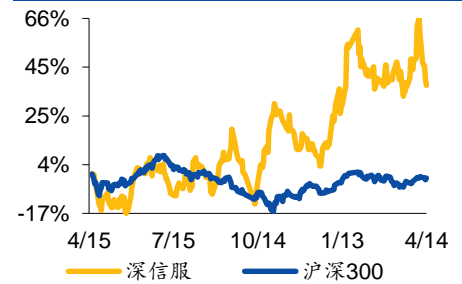
A股流通股（百万股）：273.16

A股总股本（百万股）：416.88

流通市值（百万元）：37586.49

总市值（百万元）：57362.75

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-深信服(300454.SZ)2022年度业绩预告点评：营收实现稳健增长，未来加速成长可期》
2023.01.18

《国元证券公司研究-深信服(300454.SZ)2022年半年度报告点评：积极应对疫情扰动，二季度环比减亏明显》
2022.08.30

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

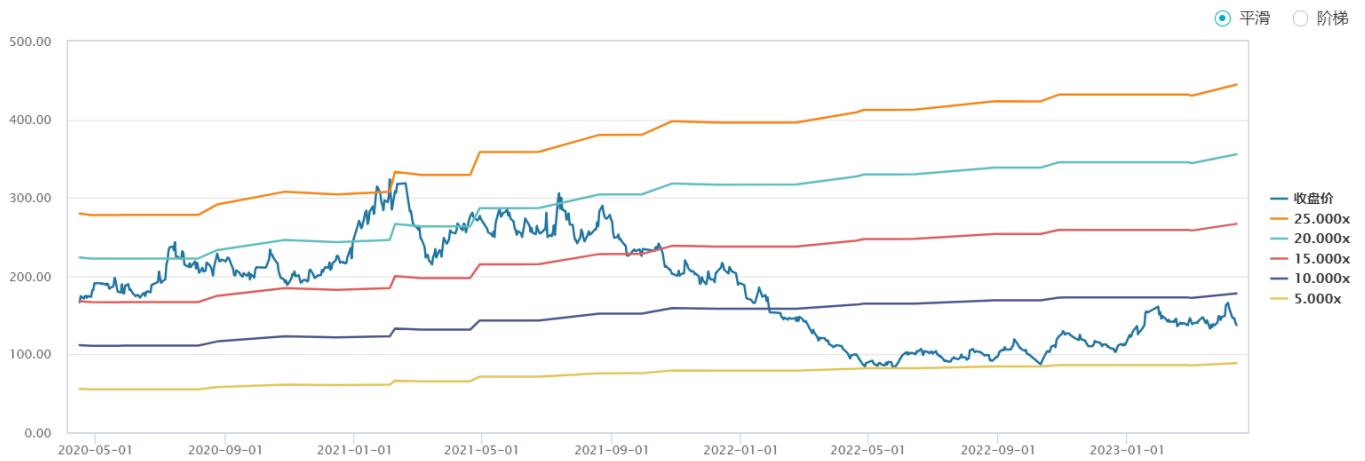
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6804.90	7412.88	9264.34	11394.13	13732.64
收入同比(%)	24.67	8.93	24.98	22.99	20.52
归母净利润(百万元)	272.86	194.17	506.71	789.94	1032.65
归母净利润同比(%)	-66.29	-28.84	160.96	55.90	30.73
ROE(%)	3.74	2.52	6.14	8.79	10.39
每股收益(元)	0.65	0.47	1.22	1.89	2.48
市盈率(P/E)	210.23	295.43	113.21	72.62	55.55

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：深信服过去三年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5265.87	6009.16	6676.23	7564.40	8539.07	
现金	579.01	1405.73	1767.63	2324.25	2939.71	
应收账款	548.39	809.02	923.82	1079.36	1246.93	
其他应收款	164.33	50.33	62.07	75.20	89.26	
预付账款	31.33	23.04	28.77	35.18	41.80	
存货	350.31	273.55	339.81	416.48	497.06	
其他流动资产	3592.50	3447.49	3554.13	3633.93	3724.30	
非流动资产	5684.47	6173.98	6159.81	6275.25	6391.54	
长期投资	365.12	393.66	400.17	403.46	408.82	
固定资产	347.84	376.56	391.77	406.64	428.22	
无形资产	282.83	274.60	284.63	295.86	308.39	
其他非流动资产	4688.68	5129.16	5083.24	5169.29	5246.12	
资产总计	10950.33	12183.14	12836.04	13839.65	14930.61	
流动负债	3157.91	3908.21	3966.72	4200.08	4310.80	
短期借款	27.31	790.83	533.27	437.86	241.25	
应付账款	404.45	538.47	633.18	734.50	823.49	
其他流动负债	2726.15	2578.90	2800.27	3027.72	3246.06	
非流动负债	487.62	554.65	619.62	650.61	677.19	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	487.62	554.65	619.62	650.61	677.19	
负债合计	3645.53	4462.85	4586.34	4850.69	4987.99	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	415.71	415.62	416.88	416.88	416.88	
资本公积	4222.65	4525.93	4525.93	4525.93	4525.93	
留存收益	2766.20	2931.38	3438.09	4177.35	5131.01	
归属母公司股东权益	7304.81	7720.28	8249.70	8988.96	9942.62	
负债和股东权益	10950.33	12183.14	12836.04	13839.65	14930.61	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	991.44	745.56	756.94	1019.87	1097.19	
净利润	272.86	194.17	506.71	789.94	1032.65	
折旧摊销	173.57	214.11	234.16	350.62	219.07	
财务费用	-201.46	-194.55	-16.92	-29.64	-44.28	
投资损失	-65.94	-27.19	-25.31	-22.68	-20.97	
营运资金变动	349.93	111.76	-31.39	-52.03	-97.27	
其他经营现金流	462.48	447.26	89.69	-16.33	7.99	
投资活动现金流	-741.06	-423.51	-180.41	-349.80	-253.00	
资本支出	350.04	461.65	53.27	246.53	157.58	
长期投资	580.83	238.54	17.08	16.04	14.86	
其他投资现金流	189.81	276.68	-110.06	-87.23	-80.56	
筹资活动现金流	-262.66	494.62	-214.64	-113.45	-228.73	
短期借款	-294.30	763.52	-257.56	-95.41	-196.61	
长期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	1.90	-0.09	1.26	0.00	0.00	
资本公积增加	497.69	303.28	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-457.95	-572.09	41.66	-18.04	-32.12	
现金净增加额	-15.46	815.82	361.89	556.62	615.47	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	6804.90	7412.88	9264.34	11394.13	13732.64	
营业成本	2348.38	2681.89	3384.19	4187.58	5036.61	
营业税金及附加	65.91	71.19	86.16	104.83	124.97	
营业费用	2316.56	2410.99	2812.65	3373.80	3981.09	
管理费用	391.52	389.88	474.33	579.96	688.01	
研发费用	2087.90	2247.78	2449.08	2836.86	3368.42	
财务费用	-201.46	-194.55	-16.92	-29.64	-44.28	
资产减值损失	-15.26	-6.48	-1.71	-1.68	-1.65	
公允价值变动收益	-4.73	16.00	8.60	9.12	9.78	
投资净收益	65.94	27.19	25.31	22.68	20.97	
营业利润	249.15	203.97	525.97	825.33	1081.16	
营业外收入	14.25	22.17	15.01	15.45	15.86	
营业外支出	6.99	7.45	6.31	7.69	8.64	
利润总额	256.41	218.68	534.67	833.09	1088.38	
所得税	-16.45	24.51	27.96	43.15	55.73	
净利润	272.86	194.17	506.71	789.94	1032.65	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	272.86	194.17	506.71	789.94	1032.65	
EBITDA	221.26	223.53	743.22	1146.31	1255.95	
EPS (元)	0.66	0.47	1.22	1.89	2.48	

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力						
营业收入(%)	24.67	8.93	24.98	22.99	20.52	
营业利润(%)	-67.24	-18.14	157.87	56.91	31.00	
归属母公司净利润(%)	-66.29	-28.84	160.96	55.90	30.73	
获利能力						
毛利率(%)	65.49	63.82	63.47	63.25	63.32	
净利率(%)	4.01	2.62	5.47	6.93	7.52	
ROE(%)	3.74	2.52	6.14	8.79	10.39	
偿债能力						
资产负债率(%)	33.29	36.63	35.73	35.05	33.41	
净负债比率(%)	2.75	18.89	12.84	10.24	6.06	
流动比率	1.67	1.54	1.68	1.80	1.98	
速动比率	1.55	1.47	1.60	1.70	1.86	
营运能力						
总资产周转率	0.66	0.64	0.74	0.85	0.95	
应收账款周转率	11.85	9.87	9.68	10.31	10.71	
应付账款周转率	5.57	5.69	5.78	6.12	6.47	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.47	1.22	1.89	2.48	
每股经营现金流(最新摊薄)	2.38	1.79	1.82	2.45	2.63	
每股净资产(最新摊薄)	17.52	18.52	19.79	21.56	23.85	
估值比率						
P/E	210.23	295.43	113.21	72.62	55.55	
P/B	7.85	7.43	6.95	6.38	5.77	
EV/EBITDA	228.29	225.98	67.97	44.07	40.22	

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188