

产品竞争力强劲，XaaS 战略持续推进，行业需求逐渐复苏

深信服 (300454.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件** 公司发布 2022 年年度报告，报告期内实现营业收入 74.13 亿元，同比增长 8.93%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比下降 28.84%；实现扣非归母净利润 1.00 亿元，同比减少 23.33%。
- **费用管控合理，毛利率有所下滑。** 公司发布 2022 年年度报告，报告期内实现营业收入 74.13 亿元，同比增长 8.93%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比下降 28.84%；实现扣非归母净利润 1.00 亿元，同比减少 23.33%，收入与业绩整体符合预期。报告期内，网络安全业务实现收入 38.98 亿元，同比增长 5.66%，收入增速放缓系疫情影响，行业下游需求受限；云计算业务收入为 28.59 亿元，同比增长 20.17%，占公司整体收入比重由去年同期的 34.97% 上升至 38.57%，受云计算占比提升，公司毛利率下滑 1.67%。毛利额下降主要原因为毛利率较低的云计算业务占收入比例提升。公司费用管控合理，三费增速放缓。销售、管理、研发费率分别为 32.52%、5.26%、30.32%，同比下降 1.52、0.49、0.36 个百分点。
- **公司行业地位稳固，XaaS 战略稳步进行。** 公司网安 VPN、全网行为管理、下一代防火墙、应用交付等多个产品市场份额始终保持在第一梯队：根据 IDC 数据，公司 VPN 产品自 2008 年至 2022 年，连续 15 年稳居国内虚拟专用网市占率第一；全网行为管理产品自 2009 年至 2022 年，连续 14 年在安全内容管理类别中保持国内市占率第一；公司下一代防火墙自 2016 年至 2022 年连续 7 年在统一威胁管理类别中的国内市占率第二；应用交付产品自 2014 年至 2021 年国内市占率第二，2022 年升至第一。此外，公司全网行为管理、VPN、下一代防火墙、广域网优化、应用交付产品连续多年入围 Gartner 国际魔力象限。
- 云计算方面，根据 IDC 数据，公司桌面云终端（原 VDI）产品 2017 年至 2022 年连续 6 年保持中国云终端市占率前二；云桌面软件 VCC 类（桌面虚拟化、应用虚拟化）产品 2017 年至 2021 年中国市占率保持前三；超融合 HCI 软件产品自 2017 年连续五年起市占率稳居市场前列，2022 年第三季度中国市占率前三。报告期内，公司入选 Gartner《存储与数据》、《工作负载与网络安全》等多项榜单；产品迭代更新不断，公司发布“6+1 实验室”、超融合 6.8.0 版本、信服桌面云 aDesk 更新至 5.5.3 版本、EDR 升级至 3.5.30 版、优化 SASE 架构并发布驱动级对抗新引擎等。我们认为，网安与云计算赛道均为长期高景气度赛道，短期疫情影响将逐步消散，随着公司坚定 XaaS 战略推进，长期趋势向好。

分析师

吴砚靖

☎: (8610) 66568589

✉: wuyanjing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

李璐昕

☎: (021) 20252650

✉: liluxin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521040001

- **疫情影响消散，行业复苏在即，AI 大模型有望带来全新增长点。**
事件方面，滴滴事件、俄乌战争、黑客跨国攻击等安全事件频发，网络安全形势严峻。数据安全更是涉及到政治、经济、居民生活的方方面面，网络安全在数字经济处于不可替代的位置。政策层面，《数据出境安全评估办法》，《网络安全等级保护 2.0》《数据安全法》《网络安全产业高质量发展三年行动计划》等持续加码，网络安全的战略意义不言而喻。技术发展方面，数据安全、云安全、物联网安全、工控安全等新兴技术与应用场景对安全不断提出新要求，叠加 AIGC 大模型全新技术催生新的应用场景，对网安行业提出新需求。我们认为，2021 年与 2022 年受疫情影响，网安公司在获客与项目进展上多处受限。但行业并没有停止创新步伐，研发费用率依然维持在高水准，行业整体业绩承压。2023 年，随着疫情影响逐渐消散，行业需求确定性较高，业绩有望释放。
- **投资建议** 我们预计，公司 2023-2025 年 EPS 为 0.88/1.49/1.82，对应市盈率分别为 155.81X/92.24X/75.70X。公司作为网安龙头，伴随网安业务收入逐步修复，XaaS 战略稳步推进，看好公司长期发展，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 研发成果与市场需求不匹配的风险；下游需求景气度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；费用管控与人效下降的风险。

盈利预测与财务指标

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6804.90	7383.09	10101.55	12962.66
增长率	8.93%	19.90%	26.27%	26.71%
归母净利润(百万元)	194.17	368.16	621.91	757.74
增长率	-28.84%	89.61%	68.92%	21.84%
每股收益 EPS(元)	0.47	0.88	1.49	1.82
PE	241.64	155.81	92.24	75.70

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

财务预测表

利润表	单位: 百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7412.88	8888.16	11223.38	14220.82
营业成本	2681.89	3293.84	4282.01	5587.52
营业税金及附加	71.19	91.62	110.73	141.15
营业费用	2410.99	2666.45	3254.78	3981.83
管理费用	389.88	533.29	631.85	826.92
财务费用	-194.55	-11.32	-69.24	-116.03
资产减值损失	-6.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	16.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.19	32.60	41.17	52.16
营业利润	203.97	347.63	587.29	715.66
营业外收入	22.17	8.00	8.00	8.00
营业外支出	7.45	5.00	3.00	2.00
利润总额	218.68	350.63	592.29	721.66
所得税	24.51	-17.53	-29.61	-36.08
净利润	194.17	368.16	621.91	757.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	194.17	368.16	621.91	757.74
EPS (元)	0.47	0.88	1.49	1.82

现金流量表	单位: 百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	745.56	987.29	1361.06	1607.21
净利润	194.17	368.16	621.91	757.74
折旧摊销	299.56	101.91	25.67	-2.20
财务费用	-191.05	19.77	0.00	0.00
投资损失	-25.73	-32.60	-41.17	-52.16
营运资金变动	423.45	533.62	760.37	910.73
其它	45.16	-3.57	-5.72	-6.91
投资活动现金流	-423.51	118.67	109.87	108.73
资本支出	-458.72	86.07	68.71	56.57
长期投资	-238.54	0.00	0.00	0.00
其他	273.76	32.60	41.17	52.16
筹资活动现金流	494.62	-810.60	0.00	0.00
短期借款	763.52	-790.83	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-268.90	-19.77	0.00	0.00
现金净增加额	815.82	295.36	1470.94	1715.94

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6804.90	7383.09	10101.55	12962.66
收入增长率%	8.93%	19.90%	26.27%	26.71%
归母净利润(百万元)	194.17	368.16	621.91	757.74
归母净利润增长率%	-28.84%	89.61%	68.92%	21.84%
摊薄EPS(元)	0.47	0.88	1.49	1.82
PE	241.64	155.81	92.24	75.70

资产负债表	单位: 百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6009.16	6507.33	8351.96	10573.18
现金	1405.73	1701.09	3172.03	4887.97
应收账款	809.02	830.00	1059.14	1407.33
其它应收款	50.33	139.59	174.50	180.33
预付账款	23.04	50.24	53.08	67.49
存货	273.55	335.96	436.76	569.92
其他	3447.49	3450.45	3456.46	3460.14
非流动资产	6173.98	5989.57	5900.90	5853.44
长期投资	393.66	393.66	393.66	393.66
固定资产	376.56	73.71	-152.90	-351.65
无形资产	274.60	284.79	294.99	305.18
其他	5129.16	5237.41	5365.16	5506.25
资产总计	12183.14	12496.90	14252.86	16426.62
流动负债	3908.21	3853.81	4987.87	6403.89
短期借款	790.83	0.00	0.00	0.00
应付账款	538.47	661.34	859.75	1121.87
其他	2578.90	3192.47	4128.12	5282.02
非流动负债	554.65	554.65	554.65	554.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	208.97	554.65	554.65	554.65
负债合计	4462.85	4408.46	5542.51	6958.53
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	7720.28	8088.44	8710.35	9468.09

财务比率/增长率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8.93%	19.90%	26.27%	26.71%
营业利润	-18.14%	70.43%	68.94%	21.86%
归属母公司净利润	-28.84%	89.61%	68.92%	21.84%
毛利率	63.82%	62.94%	61.85%	60.71%
净利率	2.62%	4.14%	5.54%	5.33%
ROE	2.52%	4.55%	7.14%	8.00%
ROIC	-3.99%	-3.50%	-2.35%	-3.26%
资产负债率	36.63%	35.28%	38.89%	42.36%
净负债比率	57.81%	54.50%	63.63%	73.49%
流动比率	1.54	1.69	1.67	1.65
速动比率	1.46	1.59	1.58	1.55
总资产周转率	0.61	0.71	0.79	0.87
应收帐款周转率	9.16	10.71	10.60	10.10
应付帐款周转率	13.77	13.44	13.05	12.68
每股收益	0.47	0.88	1.49	1.82
每股经营现金	1.79	2.37	3.26	3.86
每股净资产	18.52	19.40	20.89	22.71
PE	241.64	155.81	92.24	75.70
PS	7.71	6.43	5.10	4.02

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人

北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

李璐昕 计算机/科创板研究员

悉尼大学硕士，2019年加入中国银河证券，主要从事计算机/科创板投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn