

证券研究报告

公司研究

点评报告

深信服 (300454.SZ)

投资评级:

上次评级:

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号: S1500522110006

邮箱: pangqianqian@cindasc.com

郑祥 计算机行业研究助理

邮箱: zhengxiang@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q4 盈利指标明显改善，核心产品保持竞争优势

2023年4月18日

- **事件:** 深信服发布 2022 年年报，公司实现营收 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%；实现归母扣非净利润 1.00 亿元，同比下降 23.23%；实现经营性现金流净额 7.46 亿元，同比下降 24.80%。
- **整体收入增速有所放缓，云计算业务表现亮眼。** 2022 年，公司实现营收 74.13 亿元，同比增长 8.93%，增速同比有所放缓。主要因部分产品差异化优势不明显，创新类产品收入贡献较小，同时叠加 2022 年国内宏观经济增速放缓，部分客户短期内存在对公司相关产品或服务采购减少、推迟所致。**分产品来看**，网络安全业务实现收入 38.98 亿元，同比增长 5.66%。网安业务增速不佳，主要因全网行为管理 AC、下一代防火墙 AF 等对营收贡献较大的单品增长乏力所致。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%，占公司整体收入比重由 2021 年的 34.97% 上升至 2022 年的 38.57%；其中超融合 HCI 产品收入保持较为稳定的增长。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%，主要由于终端客户因经济下行冲击，产品需求短期内有所减少，加之主力产品芯片供应短缺，导致无线、交换机业务收入下滑所致。
- **Q4 盈利指标明显改善，全年费用率有所下降。** 三费及三费率方面，2022 年，公司销售费用支出 24.1 亿元，同比增长 4.08%；管理费用支出 3.90 亿元，同比下降 0.42%，研发费用支出 22.48 亿元，同比增长 7.66%；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 32.52%/5.26%/30.32%，相较 2021 年分别下降 1.52/0.49/0.36 个百分点。**尽管公司全年净利润有所下滑，但从 2022Q4 来看**，公司实现营收 26.65 亿元，较 2021Q4 同比增长 9.74%；实现归母净利润 8.91 亿元，较 2021Q4 同比增长 119.78%。2019-2021 年期间，公司人员数量与费用投入增长较快，对利润端有一定影响。**我们认为，看 2022 年，公司控费已初见成效，且 Q4 盈利指标提升明显；展望 23 年，公司利润端有望向好。**
- **深耕核心领域，产品持续创新迭代。** 公司对网络安全和云计算领域具有较为深厚的技术积累和行业理解，**凭借多年沉淀，公司核心产品保持竞争优势。** 2022 年，公司的：1.VPN 产品、全网行为管理产品市占率全国第一；2.应用交付产品、下一代防火墙产品市占率全国第二；3.桌面云终端产品全国市占率前三。**在保持优势的同时，公司持续推进产品创新。** 在安全产品方面，公司发布下一代防火墙全新架构，实现与零信任平台的协同，实现内网可信访问并降低内网横向渗透的风险。在云计算产品方面，公司持续推动超融合 HCI、托管云、智能边缘技术等关键技术和产品的升级；2022 年 7 月，公司超融合 HCI 发布 6.8.0 版本，优化了热升级、热迁移机制，实现了 X86 与 ARM 平台、HCI 与 VDI 底

座、容器与虚拟机业务等多业务平台的融合。

- **盈利预测：**2022 年，公司三费率均有一定程度下降，且 Q4 盈利指标明显改善。我们认为，公司持续深耕核心领域，产品竞争优势有望延续；叠加费用率改善，公司有望迎来新一轮发展机遇。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.87/1.36/1.75 元，对应 PE 为 156.41/100.28/78.20 倍。
- **风险提示：**行业竞争加剧；产品推进不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6,805	7,413	9,022	11,084	13,646
增长率 YoY %	24.7%	8.9%	21.7%	22.9%	23.1%
归属母公司净利润(百万元)	273	194	364	568	729
增长率 YoY%	-66.3%	-28.8%	87.6%	56.0%	28.2%
毛利率(%)	65.5%	63.8%	62.7%	62.0%	60.9%
ROE(%)	3.7%	2.5%	4.6%	6.7%	8.1%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.47	0.87	1.36	1.75
市盈率 P/E (倍)	208.85	293.49	156.41	100.28	78.20
市净率 P/B (倍)	7.80	7.38	7.14	6.76	6.33

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,266	6,009	6,879	8,104	9,838
货币资金	579	1,406	1,987	2,903	4,287
应收票据	16	12	21	22	29
应收账款	548	809	964	1,138	1,323
预付账款	31	23	29	36	46
存货	350	274	343	453	584
其他	3,741	3,486	3,535	3,551	3,570
非流动资产	5,684	6,174	6,252	6,356	6,417
长期股权投资	365	394	422	451	479
固定资产(合计)	348	377	367	335	276
无形资产	283	275	265	257	248
其他	4,689	5,129	5,198	5,314	5,413
资产总计	10,950	12,183	13,131	14,460	16,255
流动负债	3,158	3,908	4,652	5,530	6,744
短期借款	27	791	791	791	791
应付票据	3	203	264	298	354
应付账款	404	538	657	795	1,027
其他	2,723	2,376	2,940	3,647	4,571
非流动负债	488	555	502	502	502
长期借款	0	0	0	0	0
其他	488	555	502	502	502
负债合计	3,646	4,463	5,154	6,032	7,246
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7,305	7,720	7,977	8,428	9,009
负债和股东权益	10,950	12,183	13,131	14,460	16,255

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,805	7,413	9,022	11,084	13,646
同比(%)	24.7%	8.9%	21.7%	22.9%	23.1%
归属母公司净利润	273	194	364	568	729
同比(%)	-66.3%	-28.8%	87.6%	56.0%	28.2%
毛利率(%)	65.5%	63.8%	62.7%	62.0%	60.9%
ROE(%)	3.7%	2.5%	4.6%	6.7%	8.1%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.47	0.87	1.36	1.75
P/E	208.85	293.49	156.41	100.28	78.20
P/B	7.80	7.38	7.14	6.76	6.33
EV/EBITDA	339.30	174.57	133.84	99.87	88.10

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,805	7,413	9,022	11,084	13,646
营业成本	2,348	2,682	3,363	4,214	5,333
营业税金及附加	66	71	87	107	131
销售费用	2,317	2,411	2,662	3,159	3,821
管理费用	392	390	433	521	639
研发费用	2,088	2,248	2,797	3,381	4,135
财务费用	-201	-195	-206	-295	-432
减值损失合计	-15	-6	0	0	0
投资净收益	66	27	33	41	50
其他	402	378	465	575	711
营业利润	249	204	385	613	781
营业外收支	7	15	0	0	0
利润总额	256	219	385	613	781
所得税	-16	25	21	45	52
净利润	273	194	364	568	729
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	194	364	568	729
EBITDA	233	265	418	550	608
EPS(当年)(元)	0.67	0.47	0.87	1.36	1.75

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	991	746	1,047	1,358	1,839
净利润	273	194	364	568	729
折旧摊销	247	300	242	243	281
财务费用	-185	-191	5	3	3
投资损失	-65	-26	-33	-41	-50
营运资金变动	704	423	454	569	862
其它	18	45	14	14	14
投资活动现金流	-741	-424	-301	-320	-304
资本支出	-349	-459	-305	-319	-312
长期投资	-581	-239	-29	-43	-43
其他	189	274	33	41	50
筹资活动现金流	-263	495	-165	-121	-151
吸收投资	196	10	0	0	0
借款	187	821	0	0	0
支付利息或股息	-88	-38	-113	-121	-151
现金净增加额	-15	816	581	916	1,384

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

郑祥，计算机行业研究助理，北京大学工商管理硕士，武汉大学管理学学士，2021年7月加入信达证券研究所，从事计算机行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。