

# 深信服 (300454.SZ)

## 买入(维持评级)

### 22Q4 利润改善明显，2023 盈利能力有望提升

当前价格: 131.92 元

目标价格: 163 元

**事件:** 公司发布2022年报, 全年实现营收74.1亿元, 同比增长8.9%; 22年全年归母净利润1.9亿元, 同比下降28.8%。

**点评:**

- **云业务占比持续提升, Q4利润改善。** 2022年毛利率63.8%, 同比下降1.67pct, 主要系毛利率较低的云业务占比提升所致。22Q4营业收入26.7亿元, 同比增长9.7%, 归母净利润8.9亿元, 同比增长119.8%, Q4利润改善。
- **费控效率有所提升, 2023年盈利能力有望提升。** 费用端看, 在外部环境存在不确定性的情况下, 公司持续实施降本增效措施, 报告期内研发、销售、管理费用增速放缓至5.3%左右。2023年云计算业务将加速进入收获期, 成本端压力减轻, 叠加费控效率提升, 2023年公司盈利能力有望提升。
- **研发持续投入, 提升产品竞争力。** 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; 同时发布了超融合6.8.0版本, 升级后的架构统一HCI与VDI底座、X86与ARM平台, 优化热升级、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。
- **23年公司将持续完善关键业务和核心产品的竞争力, 实现以利润为导向的高质量增长。** 展望2023年, 加大安全产品和整体解决方案推广力度; 完善云化、服务化的交付方式和服务订阅的商业模式; 推动云业务持续增长, 提升托管云的产品吸引力和客户认可度; 巩固市场既有优势, 加大在头部客户、信创应用场景的业务布局。
- **盈利预测与投资建议:** 由于疫情影响业务拓展及交付, 同时产品结构中较低毛利的云相关业务占比提升导致整体净利率下滑, 我们调整23/24/25年营收分别为92.7/116.2/145.08亿元(23/24年原值108.6/138.3亿元), 归母净利润分别为4.2/6.8/9.5亿元(23/24年原值8.57/13.4亿元), 对应EPS分别为1.01/1.63/2.27。参照可比公司, 我们认为目前公司合理估值水平为2024年100倍市盈率, 对应目标价163元, 维持买入评级。
- **风险提示:** 监管风险; 行业竞争加剧风险; 技术研发不及预期风险等。

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	417/273
总市值/流通市值(百万元)	54995/36035
每股净资产(元)	18.82
资产负债率(%)	36.63
一年内最高/最低(元)	165.97/83.47

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 钱劲宇  
执业证书编号: S0210522050004  
邮箱: QJY3773@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 《深信服(300454.SZ): 以云为帆的网安龙头》——2022.07.05
- 《深信服(300454.SZ): 订单回暖, 费用控制进一步加强》——2022.10.31

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,805	7,413	9,272	11,623	14,508
增长率(%)	25%	9%	25%	25%	25%
净利润(百万元)	273	194	421	678	947
增长率(%)	-66%	-29%	117%	61%	40%
EPS(元/股)	0.65	0.47	1.01	1.63	2.27
市盈率(P/E)	201.6	283.2	130.7	81.2	58.1
市净率(P/B)	7.5	7.1	6.7	6.3	5.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,406	1,854	2,325	2,902	营业收入	7,413	9,272	11,623	14,508
应收票据及账款	821	971	1,109	1,345	营业成本	2,682	3,307	4,252	5,425
预付账款	23	28	37	47	税金及附加	71	99	121	146
存货	274	336	432	551	销售费用	2,411	2,782	3,255	3,917
合同资产	0	0	0	0	管理费用	390	464	523	609
其他流动资产	3,486	3,632	4,700	5,292	研发费用	2,248	2,596	3,138	3,772
流动资产合计	6,009	6,821	8,602	10,135	财务费用	-195	20	29	36
长期股权投资	394	394	394	394	信用减值损失	-33	-20	-23	-25
固定资产	377	464	581	725	资产减值损失	-6	-8	-10	-8
在建工程	325	275	225	175	公允价值变动收益	16	31	14	20
无形资产	275	261	242	226	投资收益	27	39	44	37
商誉	0	0	0	0	其他收益	394	400	400	400
其他非流动资产	4,804	4,858	4,918	4,986	营业利润	204	448	730	1,026
非流动资产合计	6,174	6,251	6,359	6,507	营业外收入	22	22	22	22
<b>资产合计</b>	<b>12,183</b>	<b>13,072</b>	<b>14,962</b>	<b>16,642</b>	营业外支出	7	7	7	7
短期借款	791	879	1,482	1,432	利润总额	219	463	745	1,041
应付票据及账款	741	728	969	1,285	所得税	25	42	67	94
预收款项	0	0	0	0	净利润	194	421	678	947
合同负债	1,178	1,474	1,848	2,306	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	617	617	617	617	<b>归属母公司净利润</b>	<b>194</b>	<b>421</b>	<b>678</b>	<b>947</b>
其他流动负债	581	644	707	792	EPS (摊薄)	0.47	1.01	1.63	2.27
流动负债合计	3,908	4,342	5,622	6,433	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0		<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	555	555	555	555	营业收入增长率	8.9%	25.1%	25.4%	24.8%
非流动负债合计	555	555	555	555	EBIT 增长率	-56.1%	1899.2%	60.6%	39.0%
<b>负债合计</b>	<b>4,463</b>	<b>4,896</b>	<b>6,177</b>	<b>6,988</b>	归母净利润增长率	-28.8%	116.7%	61.0%	39.7%
归属母公司所有者权益	7,720	8,176	8,785	9,654	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	63.8%	64.3%	63.4%	62.6%
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,720</b>	<b>8,176</b>	<b>8,785</b>	<b>9,654</b>	净利率	2.6%	4.5%	5.8%	6.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,183</b>	<b>13,072</b>	<b>14,962</b>	<b>16,642</b>	ROE	2.5%	5.1%	7.7%	9.8%
					ROIC	1.0%	37.2%	52.1%	60.4%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	36.6%	37.5%	41.3%	42.0%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	1.5	1.6	1.5	1.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>746</b>	<b>771</b>	<b>1,244</b>	<b>1,617</b>	速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5
现金收益	214	659	970	1,303	<b>营运能力</b>				
存货影响	77	-62	-96	-119	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
经营性应收影响	-242	-147	-137	-238	应收账款周转天数	33	35	32	30
经营性应付影响	341	-14	241	316	存货周转天数	42	33	32	33
其他影响	357	335	265	355	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-424</b>	<b>-404</b>	<b>-1,279</b>	<b>-877</b>	每股收益	0.47	1.01	1.63	2.27
资本支出	-422	-242	-312	-399	每股经营现金流	1.79	1.85	2.98	3.88
股权投资	-29	0	0	0	每股净资产	18.52	19.61	21.07	23.16
其他长期资产变化	27	-162	-967	-478	<b>估值比率</b>				
<b>融资活动现金流</b>	<b>495</b>	<b>82</b>	<b>505</b>	<b>-163</b>	P/E	283	131	81	58
借款增加	743	88	603	-50	P/B	7	7	6	6
股利及利息支付	-38	-102	-124	-135	EV/EBITDA	156	53	36	27
股东融资	10	13	0	0					
其他影响	-220	83	26	22					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn