

深信服(300454)

报告日期: 2023年04月26日

盈利能力改善, 可持续收入占比提升

——深信服 2023 年一季报点评

事件:

公司发布 2023 年一季度报告, 2023 年一季度实现营业收入 12.13 亿元 (同比增长 6.02%), 归母净利润-4.12 亿元 (同比减亏 20.43%), 扣非后归母净利润-4.26 亿元 (同比减亏 26.48%)。

点评:

□ 一季度在全年收入占比低, 利润亏损参考价值有限

公司销售收入呈现明显的季节性特征, 一季度占比较低, 然而公司费用确认在全年分布较为均匀, 故而我们认为公司一季度利润亏损对全年整体利润的参考性较低。

□ 盈利能力改善, 降本控费成效显著 多指标显示公司盈利能力改善:

- 公司 2023Q1 毛利率约为 62%, 相较于 2022Q1 提升 3.25pct, 我们认为公司毛利率的改善主要得益于公司云计算产品毛利率的逐步恢复。根据公司披露数据, 公司 2022 年上半年云计算毛利率为 38.61%, 2022Q4 毛利率上升至约 48%, 相较于上半年提升近 10pct。从 2023 年全年来看, 公司 Q1 毛利率呈现较大幅度提升, 我们认为公司 2023 年全年毛利率大概率会有进一步改善;
- 公司 2023Q1 经营活动产生的现金流量净额为-4.66 亿元, 经营活动产生的现金流量净流出同比减少 32.85%, 主要原因为公司支付的上年年终奖较去年同期减少, 带来支付给职工员工的现金同比降低 20.65%;
- 公司 2023Q1 归母净利润为-4.12 亿元, 同比减亏 20.43%, 快于收入增速, 主要由毛利提升和费用控制两方面共同促进。

从费用端来看, 公司降本控费成效显著: 公司 2023Q1 销售费用/管理费用/研发费用为 6.69/0.93/5.79 亿元, 同比增长 6.07%/-16.85%/-5.03%, 相较于 2022Q1 费用增长率有显著下降(2022Q1 三大费用分别同比增长 22.61%/31.09%/26.69%), 其中 2023Q1 的费用投入向销售侧倾斜, 且整体而言公司在 2022 年基础上仍在采取控费举措, 我们认为有利于 2023 年的利润释放。

□ 长期合同负债增速快于收入增速, 可持续收入占比提升

公司 2023Q1 末合同负债余额合计 14.75 亿元, 其中短期合同负债余额为 10.6 亿元, 长期合同负债为 4.15 亿元 (资产负债表中“其他非流动负债”)。针对长期合同负债而言, 公司 2022Q1 末长期合同负债余额 3.27 亿元, 2023Q1 末长期合同负债余额相较于 2022Q1 末同比增长 26.91%, 快于收入增速, 考虑到公司长期合同负债包含部分需逐年确认至收入的软件授权费以及后续维护等费用, 我们推断公司收入结构中可持续业务收入的占比提升。

考虑到公司 2023 年利润释放有望持续, 我们维持此前预测, 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 89.80、114.83、141.94 亿元, 归母净利润分别为 5.91、11.98、15.42 亿元。参考 2023 年 4 月 25 日收盘价, 现价对应 2023-2025 年 PE 分别为 87/43/33 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 人均薪酬测算部分包含主观假设, 或与公司实际数据有偏差; 下游客户预算复苏不及预期; 公司新业务拓展不及预期; 毛利率受到上游供应链影响持续波动; 市场竞争加剧。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: s1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

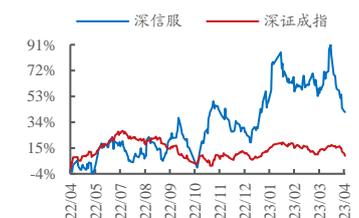
研究助理: 刘静一

liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 140.20
总市值(百万元)	58,446.64
总股本(百万股)	416.88

股票走势图



相关报告

- 1 《Q4 业绩超预期, 多信号预示 2023 利润释放可持续》 2023.04.15
- 2 《控费效果明显净利润超预期, 数据安全政策带动景气度提升》 2023.01.18
- 3 《业绩低点已过, 龙头再次起航——深信服 2022 年三季报点评报告》 2022.10.31

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,412.88	8,980.01	11,482.75	14,193.98
(+/-) (%)	8.93%	21.14%	27.87%	23.61%
归母净利润	194.17	590.63	1,198.01	1,542.14
(+/-) (%)	-28.84%	204.18%	102.84%	28.73%
每股收益(元)	0.47	1.42	2.88	3.71
P/E	263.18	86.52	42.65	33.14

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,009	7,077	8,313	9,791
现金	1,406	2,125	3,099	4,173
交易性金融资产	1,496	1,623	1,531	1,550
应收账款	821	989	1,226	1,480
其它应收款	50	61	78	96
预付账款	23	26	34	43
存货	274	314	406	508
其他	1,939	1,939	1,939	1,939
非流动资产	6,174	6,352	7,253	8,345
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	394	394	394	394
固定资产	377	416	439	448
无形资产	275	263	244	227
在建工程	325	260	208	166
其他	4,804	5,019	5,968	7,110
资产总计	12,183	13,429	15,566	18,135
流动负债	3,908	4,432	5,371	6,399
短期借款	791	791	791	791
应付款项	741	850	1,099	1,378
预收账款	1,178	1,428	1,825	2,256
其他	1,198	1,364	1,655	1,974
非流动负债	555	555	555	555
长期借款	0	0	0	0
其他	555	555	555	555
负债合计	4,463	4,987	5,926	6,953
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7,720	8,442	9,640	11,182
负债和股东权益	12,183	13,429	15,566	18,135

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	746	689	814	1,005
净利润	194	591	1,198	1,542
折旧摊销	214	61	67	70
财务费用	(195)	(11)	(42)	(73)
投资损失	(27)	(39)	(44)	(37)
营运资金变动	(51)	336	637	700
其它	610	(249)	(1,001)	(1,198)
投资活动现金流	(424)	(112)	117	(3)
资本支出	(216)	0	0	0
长期投资	(29)	0	0	0
其他	(179)	(112)	117	(3)
筹资活动现金流	495	142	42	73
短期借款	764	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(269)	142	42	73
现金净增加额	817	719	974	1,075

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,413	8,980	11,483	14,194
营业成本	2,682	3,074	3,977	4,984
营业税金及附加	71	93	113	141
营业费用	2,411	2,773	3,327	3,993
管理费用	390	351	333	400
研发费用	2,248	2,473	2,843	3,412
财务费用	(195)	(11)	(42)	(73)
资产减值损失	39	37	54	67
公允价值变动损益	16	31	14	20
投资净收益	27	39	44	37
其他经营收益	394	395	404	398
营业利润	204	656	1,339	1,725
营业外收支	15	9	10	11
利润总额	219	665	1,349	1,737
所得税	25	75	151	195
净利润	194	591	1,198	1,542
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	194	591	1,198	1,542
EBITDA	423	708	1,372	1,731
EPS (最新摊薄)	0.47	1.42	2.88	3.71

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	8.93%	21.14%	27.87%	23.61%
营业利润	-18.14%	221.73%	104.03%	28.87%
归属母公司净利润	-28.84%	204.18%	102.84%	28.73%
获利能力				
毛利率	63.82%	65.77%	65.37%	64.89%
净利率	2.62%	6.58%	10.43%	10.86%
ROE	2.58%	7.31%	13.25%	14.81%
ROIC	2.04%	5.85%	10.52%	11.75%
偿债能力				
资产负债率	36.63%	37.14%	38.07%	38.34%
净负债比率	18.89%	16.91%	14.23%	12.13%
流动比率	1.54	1.60	1.55	1.53
速动比率	1.47	1.53	1.47	1.45
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.70	0.79	0.84
应收账款周转率	10.92	10.04	10.28	10.13
应付账款周转率	5.69	5.32	5.62	5.54
每股指标(元)				
每股收益	0.47	1.42	2.88	3.71
每股经营现金	1.79	1.66	1.96	2.42
每股净资产	18.58	20.31	23.19	26.90
估值比率				
P/E	263.18	86.52	42.65	33.14
P/B	6.62	6.05	5.30	4.57
EV/EBITDA	106.87	68.80	34.88	27.00

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>