

携手腾讯，打造中国混合云标杆

深信服(300454)

评级:	买入	股票代码:	300454
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	333.33/140.1
目标价格:		总市值(亿)	1,230.28
最新收盘价:	297.3	自由流通市值(亿)	635.27
		自由流通股数(百万)	213.68

事件概述

1月29日，深信服发布“关于签订战略合作协议的公告”，公司与腾讯云计算（北京）有限责任公司，签订《战略合作协议》，双方将在云网资源等多个方面进行优势互补和深度合作。

携手腾讯云网络+云端的合作，优势互补强化公司产品、渠道竞争力

合作是基于云与安全业务的整合：本次战略合作中，双方将在技术、市场、品牌等多个层面展开深入合作，在云网资源、产品技术、服务体系等方面进行优势互补和深度融合，合作的重点领域主要包括2个方面：1) 基于SD-WAN、云骨干网、SASE等技术及市场合作；2) 基于云与安全业务整合的其他合作；

优势互补，强强联合的典型范例：腾讯云在云网络方面拥有超过100T的宽带储备，同时还拥有遍布全球的一级可用区和边缘可用区。深信服旗下多款安全产品在中国市场占有率第一，先后有7款产品入围Gartner魔力象限。双方的优势碰撞，将优先围绕“云网端安”能力，基于SD-WAN、云骨干网、SASE等技术，构建贴合用户场景与适应发展趋势的云网一体解决方案，助力用户低延时、低成本快速安全上云。我们认为，与腾讯云的
合作是“强强联合”的典范，本次战略合作协议的签订有望加强深信服云网融合产品的推广，夯实深信服云业务的技术能力，进一步加强公司品牌、渠道的竞争力。

行业趋势从超融合到混合云，深信服与腾讯合作打造中国混合云标杆

技术发展趋势：从超融合到混合云。超融合的发展经历了3个阶段：1) 超融合1.0阶段，厂商把数据中心的服务器、存储、网络交换机融合到X86服务器里面，这个阶段一般只能跑客户的非核心的、不关键的边缘业务系统。2) 超融合2.0阶段，技术成熟度已经非常可靠和稳定，企业可以把生产系统业务等核心系统，比如一些关键的oracle数据库Y集群等跑在窗口平台上面。3) 超融合3.0阶段就是一个多云时代，就是混合云的时代，突破私有云跟公有云之间无缝连接的一个联通问题，实现能够将多个云平台统一部署和管理。

紧跟国外，打造中国版混合云标杆。国外云计算厂商在混合云的实践上已经领先一步，2017年Nutanix联合微软和亚马逊发展订阅制超融合系统，实现了私有云和公有云的统一部署。在国内深信服作为超融合领域两强之一，携手中国领先的公有云厂商腾讯云，有望打造中国版的混合云统一部署系统，助力企业客户实现业务数据在公有云和私有云上的无缝衔接。

投资建议

我们看好本次与腾讯云的战略合作对公司的积极影响，维持2020-2022年公司营业收入为63.2/85.4/113亿元，归母净利润为9.5/12.8/16.3亿元，EPS为2.31/3.12/3.97元的盈利预测，对应的PE为123/91/72倍。考虑到等保2.0的推进公司安全业务的放量、云计算的长期成长性，给予2021年16倍PS，目标市值为1366亿元，维持“买入”评级。

风险提示

1) 云计算市场拓展不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 核心人才团队流失风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,224	4,590	6,318	8,540	11,274
YoY (%)	30.4%	42.3%	37.6%	35.2%	32.0%
归母净利润(百万元)	603	759	946	1,275	1,625
YoY (%)	5.2%	25.8%	24.6%	34.8%	27.5%
毛利率 (%)	73.3%	72.2%	71.8%	71.5%	71.3%
每股收益 (元)	1.47	1.86	2.31	3.12	3.97
ROE	17.6%	17.6%	18.0%	19.5%	19.9%
市盈率	192.97	153.40	123.10	91.32	71.62

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 刘泽晶

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话:

分析师: 刘忠腾

邮箱: liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话: 0755-82533391

研究助理: 孔文彬

邮箱: kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话:

研究助理: 吴祖鹏

邮箱: wuzp1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,590	6,318	8,540	11,274	净利润	759	946	1,275	1,625
YoY (%)	42.3%	37.6%	35.2%	32.0%	折旧和摊销	121	92	82	86
营业成本	1,277	1,781	2,434	3,241	营运资金变动	394	501	816	947
营业税金及附加	53	83	109	141	经营活动现金流	1,145	1,402	2,012	2,397
销售费用	1,608	2,242	3,041	3,989	资本开支	-320	-208	-251	-293
管理费用	192	430	512	789	投资	-1,459	0	0	0
财务费用	-123	45	27	-26	投资活动现金流	-1,671	45	90	158
资产减值损失	-1	-87	-96	-87	股权募资	286	0	0	0
投资收益	29	253	342	451	债务募资	0	2,389	260	196
营业利润	789	979	1,304	1,685	筹资活动现金流	224	2,337	150	77
营业外收支	2	23	24	18	现金净流量	-301	3,784	2,253	2,631
利润总额	791	1,002	1,328	1,703	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	32	57	53	78	成长能力				
净利润	759	946	1,275	1,625	营业收入增长率	42.3%	37.6%	35.2%	32.0%
归属于母公司净利润	759	946	1,275	1,625	净利润增长率	25.8%	24.6%	34.8%	27.5%
YoY (%)	25.8%	24.6%	34.8%	27.5%	盈利能力				
每股收益	1.86	2.31	3.12	3.97	毛利率	72.2%	71.8%	71.5%	71.3%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	16.5%	15.0%	14.9%	14.4%
货币资金	325	4,109	6,362	8,993	总资产收益率 ROA	11.2%	8.7%	9.4%	9.7%
预付款项	36	33	49	72	净资产收益率 ROE	17.6%	18.0%	19.5%	19.9%
存货	201	268	370	497	偿债能力				
其他流动资产	2,109	2,352	2,564	2,835	流动比率	1.20	1.25	1.37	1.48
流动资产合计	2,671	6,761	9,345	12,397	速动比率	1.09	1.19	1.31	1.41
长期股权投资	29	29	29	29	现金比率	0.15	0.76	0.93	1.07
固定资产	264	309	378	436	资产负债率	36.2%	51.7%	51.9%	51.3%
无形资产	271	362	480	639	经营效率				
非流动资产合计	4,102	4,154	4,252	4,390	总资产周转率	0.68	0.58	0.63	0.67
资产合计	6,772	10,915	13,597	16,786	每股指标 (元)				
短期借款	0	2,389	2,649	2,845	每股收益	1.86	2.31	3.12	3.97
应付账款及票据	376	540	733	971	每股净资产	10.56	12.88	15.99	19.97
其他流动负债	1,847	2,491	3,445	4,575	每股经营现金流	2.80	3.43	4.92	5.86
流动负债合计	2,223	5,420	6,827	8,391	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	228	228	228	228	PE	153.40	123.10	91.32	71.62
非流动负债合计	228	228	228	228	PB	10.83	16.46	13.25	10.61
负债合计	2,451	5,648	7,055	8,619					
股本	409	409	409	409					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,321	5,267	6,542	8,167					
负债和股东权益合计	6,772	10,915	13,597	16,786					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件等。

孔文彬（研究助理）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

吴祖鹏（研究助理）：2019年新财富公用事业第三（核心成员），覆盖5G应用、智能驾驶、医疗IT等。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。