

## 深信服 (300454)

## 四季度当季业绩增长亮眼，看好所选赛道和长期发展

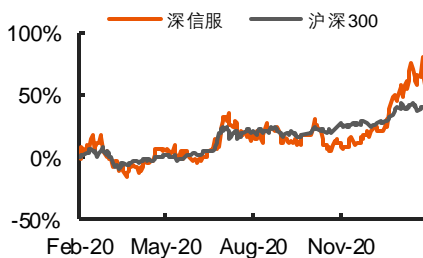
## 推荐 (维持)

现价: 285.43 元

## 主要数据

行业	计算机
公司网址	www.sangfor.com.cn
大股东/持股	何朝曦/20.36%
实际控制人	何朝曦、熊武、冯毅
总股本(百万股)	414
流通 A 股(百万股)	214
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,181.16
流通 A 股市值(亿元)	609.91
每股净资产(元)	10.88
资产负债率(%)	38.2

## 行情走势图



## 证券分析师

付强 投资咨询资格编号  
S1060520070001

fuqiang021@pingan.com.cn

闫磊 投资咨询资格编号  
S1060517070006

010-56800140

yanlei511@pingan.com.cn



## 投资要点

## 事项:

公司发布2020年业绩快报。快报显示,2020年公司实现营业总收入54.58亿元,同比增长18.92%;实现归母净利润8.03亿元,同比增长5.75%。

## 平安观点:

- **公司正处在转型发展期,收入增速放缓但盈利符合预期。**公司正逐步成长为一家综合性 IT 基础设施企业,产品和服务涵盖了智能安全、云计算和新 IT 领域。2020 年,公司处在转型的关键时期,意图在确保安全业务平稳较快发展的基础上,将云计算摆在更为优先的位置,力求在云计算这个大赛道上获得更多的市场份额。但战略转型都会有一段磨合期,公司在资源配置和经营打法上都需要做比较大调整。2020 年公司在调整过程中确实遇到一些困难和阻碍,战略转型和管理提效进度相对较慢,加上疫情、服务收入递延(影响金额 1.91 亿元)等因素影响,收入增速较 2019 年出现下降。2020 年,公司收入增长 18.92%,增速较上年下降了 23.43 个百分点;归母净利润增长 5.75%,该增速同我们对公司三季报点评中对全年的预期基本一致(预测值为增长 5.3%)。
- **当季经营状况逐季向好,4 季度表现尤为亮眼。**随着国内疫情的逐步控制,公司产品销售逐季向好,业绩也在回升。1-4 季度,公司当季收入分别为 6.09 亿、11.35 亿、15.00 亿和 22.14 亿元,同比分别下降 5.12%、增长 23.82%、增长 21.68%和 23.11%。在 2019 年 4 季度公司收入基数较高(增长 54.80%)基础上,2020 年 4 季度收入增速仍超过了 20%,表现良好。1-4 季度分别实现净利润-1.94 亿、0.68 亿、1.95 亿和 7.33 亿元,其中 4 季度当季净利润增速实现转正,大幅增长 64.36%。
- **公司核心逻辑并未发生变化,持续看好公司发展。**首先,在数字经济发展的背景下,中小企业信息化投入增长预计更为迅速,公司在该领域的渠道覆盖较为全面,预计云计算和安全业务都会受益;其次,随着公司定向增发项目的实施,公司在云安全、高级威胁防护、网络安全服务方面的竞

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3224	4590	5458	7188	9362
YoY (%)	30.4	42.3	18.9	31.7	30.2
净利润(百万元)	603	759	803	1049	1372
YoY (%)	5.2	25.8	5.8	30.6	30.8
毛利率(%)	73.3	72.2	70.4	69.3	68.3
净利率(%)	18.7	16.5	14.7	14.6	14.7
ROE(%)	17.6	17.6	13.5	15.1	16.6
EPS(摊薄/元)	1.46	1.83	1.94	2.53	3.31
P/E(倍)	195.8	155.6	147.2	112.6	86.1
P/B(倍)	34.4	27.3	19.9	17.0	14.3

争力也将显著增强，2021-2022 年有望形成新的增长点；再次，公司在渠道和技术方面的优势依然明显，业界领先的渠道体系将帮助企业在数字化市场中获得更多市场份额，持续较高的研发投入将使得公司始终站在市场前沿，毛利率有望维持在较高水平；最后，公司滚动式的股权激励计划将进一步激发内部员工的战斗力并留住核心人才，有利于公司长远的发展。

- **投资建议：**公司是国内网络安全行业的一线企业，也是云计算、基础网络领域的重要参与者，目前正处在战略转型期，发力云计算和新安全。随着国内数字经济发展的提速，以及战略转型的加快，公司将持续受益。结合公司 2020 年业绩快报以及我们对行业发展趋势的判断，我们调整了公司的盈利预测，预计 2020-2022 年净利润为 8.03、10.49、13.72 亿元（原预测为 7.99、10.70、14.17 亿元），对应 EPS 分别为 1.94 元、2.53 元和 3.31 元，PE 分别为 147.2X、112.6X 和 86.1X。公司作为网络安全和私有云解决方案的龙头企业，盈利增速虽有波动，但我们坚定看好其所在赛道以及战略调整方向。相比盈利，建议投资者可更加关注公司的营收增长，我们坚定看好公司中长期发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险。公司所处的网络安全、云计算板块，是国家重点鼓励发展的领域，市场需求增长确定性较高，竞争对手可能增多，公司整体毛利率可能出现下滑。（2）网络安全和云计算等行业增长不及预期。公司是国内网络安全龙头企业，同时也是云计算解决方案的主要提供商之一，其收入增长与行业发展趋势密切相关。如果网络安全、云计算行业增速低于预期，则公司相关业务发展将受到显著影响。（3）研发投入不能带来收入和盈利增长的风险。公司研发投入金额和强度在行业内都处于领先地位，但是如果研发方向选择失误或者进度不及预期，可能会给公司收入和盈利的增长带来不利影响。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2671	4426	6436	8193
现金	325	2021	3618	5188
应收票据及应收账款	410	443	680	783
其他应收款	38	65	70	106
预付账款	36	21	54	44
存货	201	215	353	411
其他流动资产	1661	1661	1661	1661
<b>非流动资产</b>	4102	4110	4154	4212
长期投资	29	59	89	118
固定资产	264	237	241	240
无形资产	271	292	316	346
其他非流动资产	3537	3523	3509	3508
<b>资产总计</b>	6772	8537	10591	12405
<b>流动负债</b>	2223	2364	3405	3891
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	376	432	672	814
其他流动负债	1847	1933	2733	3077
<b>非流动负债</b>	228	228	228	228
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	228	228	228	228
<b>负债合计</b>	2451	2592	3633	4119
少数股东权益	0	0	0	0
股本	409	414	414	414
资本公积	2427	3321	3321	3321
留存收益	1844	2606	3589	4852
<b>归属母公司股东权益</b>	4321	5945	6958	8286
<b>负债和股东权益</b>	6772	8537	10591	12405

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1145	826	1576	1504
净利润	759	803	1049	1372
折旧摊销	121	126	155	179
财务费用	-123	-153	-223	-314
投资损失	-29	-29	-29	-29
营运资金变动	267	81	627	300
其他经营现金流	150	-2	-2	-3
<b>投资活动现金流</b>	-1671	-104	-167	-205
资本支出	322	-21	14	28
长期投资	-1459	-30	-30	-30
其他投资现金流	-2808	-154	-183	-206
<b>筹资活动现金流</b>	224	974	188	270
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	6	5	0	0
资本公积增加	404	894	0	0
其他筹资现金流	-186	75	188	270
<b>现金净增加额</b>	-301	1696	1596	1570

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4590	5458	7188	9362
营业成本	1277	1614	2204	2968
营业税金及附加	53	64	84	109
营业费用	1608	1856	2372	3089
管理费用	192	304	359	374
研发费用	1141	1365	1653	2060
财务费用	-123	-153	-223	-314
资产减值损失	-1	0	0	0
其他收益	319	319	319	319
公允价值变动收益	7	2	2	3
投资净收益	29	29	29	29
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	789	759	1089	1427
营业外收入	5	6	5	4
营业外支出	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	791	763	1092	1429
所得税	32	-40	44	57
<b>净利润</b>	759	803	1049	1372
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	759	803	1049	1372
EBITDA	902	854	1162	1475
EPS(元)	1.83	1.94	2.53	3.31

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	42.3	18.9	31.7	30.2
营业利润(%)	28.4	-3.8	43.5	31.0
归属于母公司净利润(%)	25.8	5.8	30.6	30.8
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	72.2	70.4	69.3	68.3
净利率(%)	16.5	14.7	14.6	14.7
ROE(%)	17.6	13.5	15.1	16.6
ROIC(%)	16.7	12.5	13.6	14.7
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	36.2	30.4	34.3	33.2
净负债比率(%)	-3.5	-31.0	-49.5	-60.5
流动比率	1.2	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.0	1.7	1.7	1.9
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	12.8	12.8	12.8	12.8
应付账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.83	1.94	2.53	3.31
每股经营现金流(最新摊薄)	6.85	2.00	3.81	3.64
每股净资产(最新摊薄)	10.44	14.37	16.81	20.02
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	155.6	147.2	112.6	86.1
P/B	27.3	19.9	17.0	14.3
EV/EBITDA	129.2	134.5	97.4	75.7

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033