

深信服 (300454)

公司研究/点评报告

疫情影响下保持坚韧，期待未来高速成长

—深信服 2020 年报点评

点评报告/计算机

2021 年 04 月 20 日

一、事件概述

深信服于 4 月 19 日晚发布年报，2020 年实现营收 54.58 亿元，同增 18.92%；实现归母净利润 8.09 亿元，同增 6.65%。网络安全业务、云计算业务同比增速分别为 17.8%、31%。

二、分析与判断

➤ 疫情背景下保持坚韧，“安全+云”双轮驱动

营收增速保持韧性，两大业务齐头并进。深信服 20 年营收 54.6 亿元同增 19%，其中网安业务收入 33.5 亿元同增 18%，营收占比 61%；云计算业务收入 15.9 亿元同增 31%，营收占比提升至 29%。疫情冲击下整个 IT 行业面临交付受阻、订单延迟、IT 支出下滑的困难，受影响更大的中小客户与公司的主要客户基础高度重合，公司在疫情的背景下依然保持稳健的收入增长，彰显十足的韧性。

费用控制卓越，加大研发投入致短期业绩承压。公司的管理能力再度得到验证，20 年销售费率、管理费率分别为 33%、5%，较 19 年同比-1.86pct/+0.81pct，费用管控能力优秀。研发投入达到 15.09 亿元同增 32.3%，研发费率增加 2.79pct 至 27.65%，公司紧抓企业云化转型机遇，在云安全、私有云领域加大研发，短期影响利润表现。

➤ 安全、云领域持续突破，从细分领域龙头到领先的综合厂商

网络安全：传统产品保持领先地位，新兴赛道实现突破。公司过去在网络安全细分领域具备多款优势产品，UTM、下一代防火墙、VPN、上网行为管理等领域均连续多年保持行业第一或领先地位，受到 Gartner 等机构的认可。2020 年公司在安全领域更进一步，推出基于 SASE 模型的安全 SaaS 产品 Sangfor Access，标志着公司安全能力开始云化交付，目前云安全业务营收占比已超过 10%。

云计算：从超融合到私有云，客户实现向上突破。公司云计算以超融合起家，一直以超过 10% 的市场份额保持国内超融合前三玩家的地位，20 年公司将云业务进一步升级至“信服云”品牌，从超融合到企业整体云解决方案的全面升级。公司私有云业务持续得到市场认可，实现中大型客户的突破，将客户基础进一步拓展，也显示公司产品实力不断被市场认可。

➤ 产品研发+渠道体系构建坚实壁垒，充分享受行业高成长带来的红利

预计 20-24 年网安市场 CAGR 达到 16.8%，私有云市场保持 20% 增速。根据 IDC 的数据，20 年中国网安市场规模达到 102.2 亿美元，20-24 年复合增速为 16.8%，预计 2024 年达到 172.7 亿美元；根据信通院的数据，我国私有云业务预计将保持 20% 以上的增速，预计到 23 年达到 1447 亿元。公司产品实力依然得到市场认可，多款安全、云产品均实现从入局到行业领先的成功案例，而强大成熟的渠道体系为公司带来坚实的增长动力和良好的财务质量，我们认为深信服具备极强的核心竞争力，将充分享受行业高增长带来的红利。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年营收分别为 78.05、103.07、130.69 亿元；归母净利润分别为 10.69、14.17、18.56 亿元。公司是高速成长的“网安+云计算”领先企业，目前可比公司在 Wind 一致预期下对应 21 年 PS 为 11 倍，公司当前市值对应 21 年 PS 为 14 倍，考虑到公司的龙头地位，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格： 272.59 元

交易数据 2021-4-19

近 12 个月最高/最低(元)	324.0/171.78
总股本(百万股)	414
流通股本(百万股)	214
流通股比例(%)	51.64
总市值(亿元)	1,128
流通市值(亿元)	582

该股与沪深 300 走势比较



分析师：强超廷

执业证号： S0100519020001

电话： 021-60876718

邮箱： qiangchaoting@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号： S0100120090026

电话： 021-60876718

邮箱： dingchenhui@mszq.com

相关研究

- 1.深信服(300454):营收持续增长,研发投入加大短期压制利润
- 2.深信服(300454):“安全+云”双核驱动,看好公司持续成长

四、风险提示

企业 IT 支出不及预期；网络安全需求不及预期；行业竞争加剧致毛利率下滑

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,458	7,805	10,307	13,069
增长率 (%)	18.9	43.0	32.1	26.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	809	1,069	1,417	1,856
增长率 (%)	6.7	32.1	32.6	31.0
每股收益 (元)	2.01	2.58	3.42	4.48
PE (现价)	135.6	105.5	79.6	60.8
PB	17.3	14.9	12.5	10.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,458	7,805	10,307	13,069
营业成本	1,638	2,345	3,215	4,215
营业税金及附加	63	91	120	152
销售费用	1,811	2,497	3,298	4,182
管理费用	272	351	464	588
研发费用	1,509	1,951	2,474	3,006
EBIT	164	569	736	926
财务费用	(137)	9	(7)	(24)
资产减值损失	(2)	6	23	12
投资收益	24	25	50	100
营业利润	761	1,125	1,492	1,954
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	766	1,125	1,492	1,954
所得税	(44)	56	75	98
净利润	809	1,069	1,417	1,856
归属于母公司净利润	809	1,069	1,417	1,856
EBITDA	316	724	905	1,117
资产负债表 (百万元)				
货币资金	589	2156	3942	6438
应收账款及票据	500	590	841	974
预付款项	39	59	80	105
存货	180	276	349	470
其他流动资产	1937	1937	1937	1937
流动资产合计	5247	7039	9214	12015
长期股权投资	30	55	105	205
固定资产	281	431	611	811
无形资产	293	301	308	315
非流动资产合计	4409	4479	4520	4679
资产合计	9656	11518	13734	16693
短期借款	322	322	322	322
应付账款及票据	439	733	874	1233
其他流动负债	60	60	60	60
流动负债合计	2926	3719	4518	5621
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	207	207	207	207
非流动负债合计	219	219	219	219
负债合计	3145	3938	4737	5840
股本	414	414	414	414
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6511	7580	8997	10853
负债和股东权益合计	9656	11518	13734	16693

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	18.9	43.0	32.1	26.8
EBIT 增长率	-48.5	246.2	29.3	25.8
净利润增长率	6.7	32.1	32.6	31.0
盈利能力				
毛利率	70.0	70.0	68.8	67.7
净利润率	14.8	13.7	13.8	14.2
总资产收益率 ROA	8.4	9.3	10.3	11.1
净资产收益率 ROE	12.4	14.1	15.8	17.1
偿债能力				
流动比率	1.8	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.7	1.8	2.0	2.1
现金比率	0.9	1.1	1.3	1.5
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	29.3	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	41.8	35.0	35.0	35.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	2.0	2.6	3.4	4.5
每股净资产	15.7	18.3	21.7	26.2
每股经营现金流	2.4	4.3	4.7	6.7
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	135.6	105.5	79.6	60.8
PB	17.3	14.9	12.5	10.4
EV/EBITDA	61.6	41.5	32.3	25.9
股息收益率	0.1	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	809	1,069	1,417	1,856
折旧和摊销	143	161	192	203
营运资金变动	325	562	387	787
经营活动现金流	999	1,782	1,960	2,761
资本开支	228	200	160	250
投资	(2,019)	0	0	0
投资活动现金流	(2,179)	(200)	(160)	(250)
股权募资	899	0	0	0
债务募资	316	0	0	0
筹资活动现金流	1,127	(15)	(15)	(15)
现金净流量	(52)	1,567	1,786	2,496

分析师与研究助理简介

强超廷，民生证券研究院计算机&教育行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职与海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020年加入民生证券研究院。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。