

证券研究报告—动态报告

信息技术

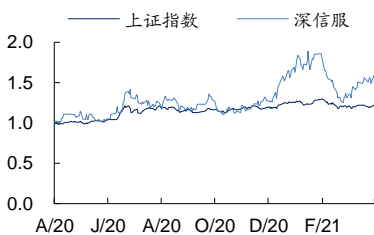
软件与服务

深信服(300454)
买入

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	414/214
总市值/流通(百万元)	112,800/58,247
上证综指/深圳成指	3,478/14,118
12 个月最高/最低(元)	333.33/167.96

相关研究报告:

《深信服-300454-2020 年业绩快报点评: 整体业绩符合预期, 看好 21 年开启全面云化高速增长》——2021-02-08

《深信服-300454-2020 年三季报点评: 三季度稳健增长, 安全服务升级值得期待》——2020-10-27

《深信服-300454-2020 年中报点评: 营收增速超预期, 安全和云计算仍有上佳表现》——2020-08-24

《深信服-300454-重大事件快评: 股权激励如期而至, 捆绑核心注重长期成长》——2020-07-07

《深信服-300454-2020 年一季报点评: 营收下滑较小, 逆境中继续加大研发投入》——2020-04-27

证券分析师: 熊莉

 E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 库宏鑫

 电话: 021-60875168
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

现金流验证成长质量, 全面云化有望加速

● 现金流稳定增长, 合同负债高增长

公司全年收入 54.48 亿元 (+18.92%), 归母净利润为 8.09 亿元 (+6.65%), 扣非归母净利润为 6.77 亿元 (-0.58%); 由于新收入准则的影响, 本年度递延收入为 1.91 亿元, 加回后营收同比增长 23.07%。公司销售商品提供劳务收到现金为 64.98 亿元 (+25.18%), 经营活动现金净流量为 13.18 亿元 (+15.11%), 现金流再次验证了公司高质量成长; 同时公司合同负债达到了 7.21 亿元 (+82.07%)。

● 研发持续高强度投入, 安全和云计算驱动增长

公司销售费用率为 33.18% (-1.86 pct), 管理费用率为 4.98% (+0.81 pct), 研发费用率为 27.65% (+2.79 pct), 费用增长主要有股权激励摊销的原因, 2020 年共计摊销 2.93 亿元。公司安全业务收入为 33.49 亿元 (+17.76%), 云计算及 IT 基础架构收入为 15.91 亿元 (+31.02%), 基础网络及物联网收入为 5.18 亿元 (-2.50%), 各业务增速逐季提升。公司 2020 年毛利率达到 69.98% (-2.21 pct), 主要是受到云业务影响, 其毛利率下降 3.05%。分行业来看, 公司企业市场营收占比为 34.31%, 政务及事业单位占比为 54.24%, 金融及其他占比为 11.45%。

● 安全云化开启, 云计算持续加码

安全方面, 公司在 2020 年 9 月正式推出 SASE 业务, 实现多种安全模块的云交付, 对标美国 Zscaler 以及防火墙龙头厂商的转型, SASE 代表安全云化未来。公司已经在国内多个城市开展, 将在海外尝试推广 SASE。云计算方面, 公司品牌升级为“信服云”, 发布 ARM 架构超融合产品、数据库管理平台、大数据智能分析平台等多款产品。同时, 公司提供托管云、私有云等云数据中心方案, 有望成为公司持续攫取云计算市场的重点。

● 风险提示: 等保 2.0 等政策不及预期; 行业竞争加剧; 疫情影响加剧。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

预测 2021-2023 年归母净利润为 10.31/14.28/18.97 亿元, 年增速分别为 27%/39%/33%, 摊薄 EPS=2.49/3.45/4.58 元。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,590	5,458	7,526	10,157	13,232
(+/-%)	42.3%	18.9%	37.9%	35.0%	30.3%
净利润(百万元)	759	809	1031	1428	1897
(+/-%)	25.8%	6.7%	27.3%	38.6%	32.8%
摊薄每股收益(元)	1.88	1.98	2.49	3.45	4.58
EBIT Margin	31.8%	30.7%	7.9%	9.1%	9.9%
净资产收益率(ROE)	17.6%	12.4%	13.9%	16.4%	18.2%
市盈率(PE)	146.9	137.7	109.4	79.0	59.5
EV/EBITDA	71.6	63.4	183.6	122.3	88.6
市净率(PB)	25.8	17.12	15.17	12.93	10.82

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

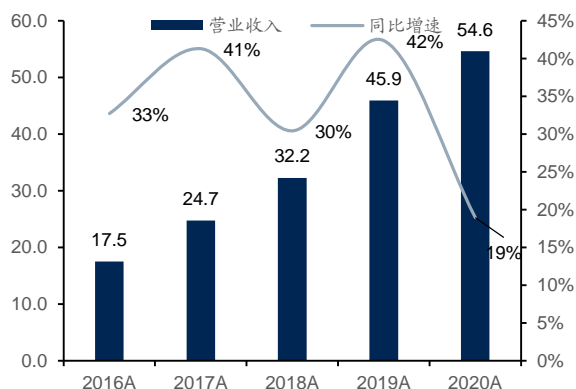
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

全年业绩稳健增长。2020 年公司实现营收 54.58 亿元 (+18.92%)，归母净利润为 8.09 亿元 (+6.65%)。扣非归母净利润为 6.77 亿元 (-0.58%)；由于新收入准则的影响，本年度递延收入为 1.91 亿元，加回后营收同比增长 23.07%。

安全和云计算驱动，核心业务依然稳健增长。公司安全业务收入为 33.49 亿元 (+17.76%)，云计算及 IT 基础架构收入为 15.91 亿元 (+31.02%)，基础网络及物联网收入为 5.18 亿元 (-2.50%)。中报开始，公司核心业务开始加速，信息安全 Q2\Q3\Q4 增速分别约为 14%\17%\18%，云计算增速分别约为 21%\26%\31%；整体上受到基础网络业务的拖累，公司营收增长放缓。

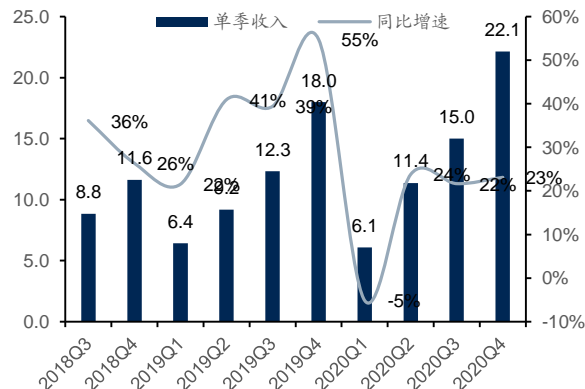
公司目前四大单品营收占比在 10%以上：安全方向，行为管理增速有限，防火墙增速低于公司整体水平，疫情下安全行业整体增长受到一定影响，2021 年行业有望逐步恢复；云计算方向，超融合和云桌面增长较快，超融合保持市场第三，云桌面升至第二，公司进一步加大了云业务的战略投入，同时疫情催化了远程办公的需求，国产化背景也带来了替换机会，因此云业务增速较快。**从公司当前战略来看，全面云化是公司开启未来的关键。**公司 2020 年 9 月推出 SASE，代表行为管理、VPN 等安全功能云化，未来会持续加入防火墙等新模块，对标美国 Zscaler 和防火墙龙头厂商的云转型，公司在战略和布局上已经取得领先。云计算更是得到了公司空前的重视，基于超融合的长期积累，结合不同的应用场景，打造云桌面、托管云等新兴的云计算业务，公司致力于成为中国领先、全球主流的私有云产品、方案、服务提供商。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



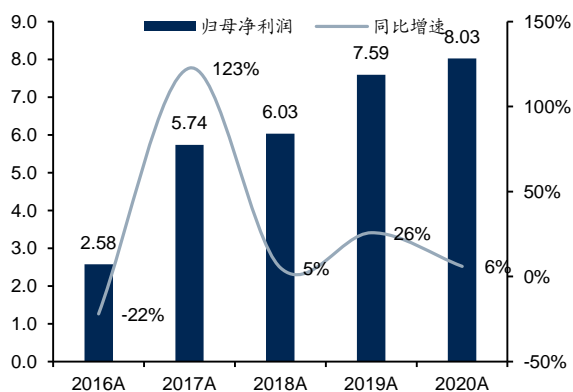
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



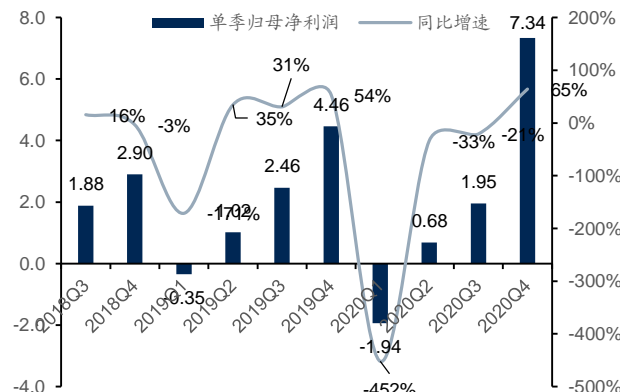
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

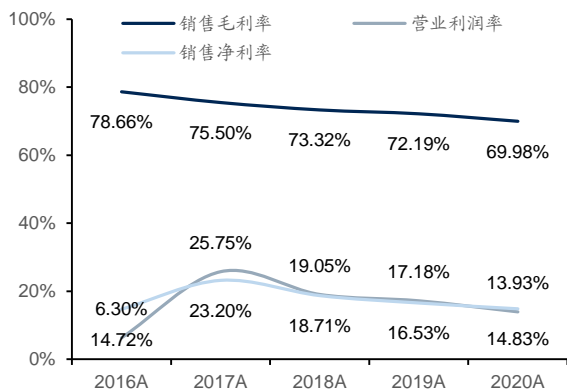
图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

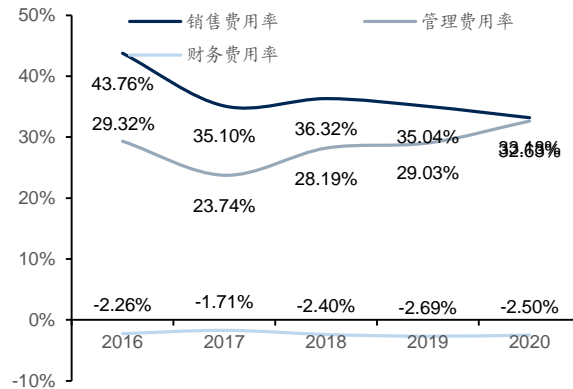
云计算和物联网拖累毛利率，研发费用率持续上升。公司 2020 年毛利率达到 69.98% (-2.21 pct)，主要是受到云业务影响，其毛利率下降 3.05%；物联网业务毛利率也下滑约 4%。公司销售费用率为 33.18% (-1.86 pct)，管理费用率为 4.98% (+0.81 pct)，研发费用率为 27.65% (+2.79 pct)，费用增长主要有股权激励摊销的原因，2020 年共计摊销 2.93 亿元；2021 年预计股权激励摊销也较大，预计达到 3.36 亿元。

图 5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

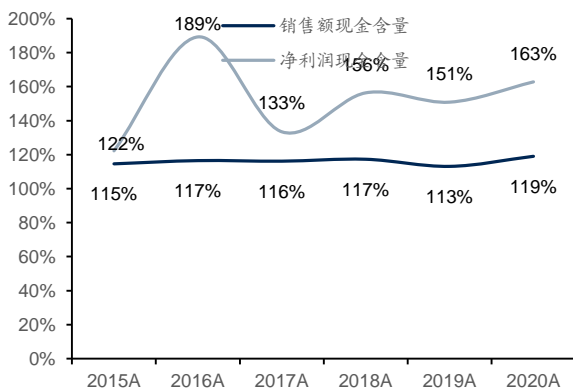
图 6：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

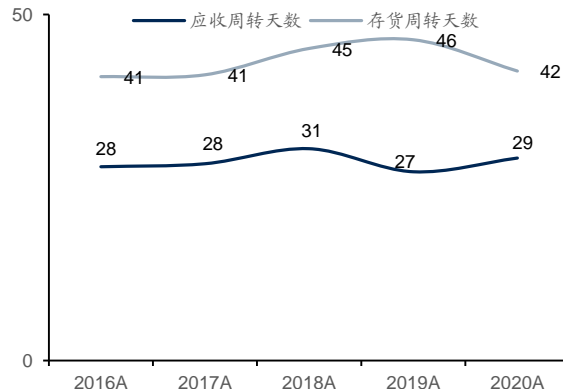
收入现金高增长，各项资产持续优化。公司销售商品提供劳务收到现金为 64.98 亿元 (+25.18%)，经营活动现金净流量为 13.18 亿元 (+15.11%)，较高的收入现金增长，反应了公司真实营收质量较高。同时，公司合同负债达到了 7.21 亿元 (+82.07%)。公司资产负债表进一步持续优化，应收账款和存货占总资产比例进一步下降，应收周转天数整体平稳；公司加强存货管理，存货总额有所下降，周转天数进而下降。

图 7：公司经营现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。考虑到公司是信息安全和云计算龙头，21 年全面开启云化战略，有望重回高增长。预测 2021-2023 年归母净利润为 10.31/14.28/18.97 亿元，年增速分别为 27%/39%/33%，摊薄 EPS=2.49/3.45/4.58 元。维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210419	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (20A)	PS (21E)	投资 评级	
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E				23E
300454	深信服	272.59	1128.0	2.0	2.5	3.5	4.6	137.7	109.5	79.0	59.5	12.4	14.99	买入
688561	奇安信	96.24	654.06	-0.5	-0.1	0.5	1.1	-196	-740	201	91.7	-3.3	11.26	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	589	2842	5139	8048	营业收入	5458	7526	10157	13232
应收款项	588	811	1095	1426	营业成本	1638	2277	3111	4109
存货净额	180	266	363	481	营业税金及附加	63	87	118	153
其他流动资产	316	436	588	766	销售费用	1811	2295	3047	3877
流动资产合计	5247	7928	10759	14294	管理费用	272	2269	2957	3783
固定资产	331	388	437	481	财务费用	(137)	(52)	(118)	(196)
无形资产及其他	293	282	272	261	投资收益	24	50	50	50
投资性房地产	3755	3755	3755	3755	资产减值及公允价值变动	82	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	30	30	30	31	其他收入	(1156)	395	420	450
资产总计	9656	12383	15254	18822	营业利润	761	1084	1502	1996
短期借款及交易性金融负债	322	10	10	10	营业外净收支	5	1	1	1
应付款项	439	648	886	1172	利润总额	766	1085	1503	1997
其他流动负债	2165	4083	5445	7037	所得税费用	(44)	54	75	100
流动负债合计	2926	4741	6342	8218	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	10	15	20	25	归属于母公司净利润	809	1031	1428	1897
其他长期负债	209	190	171	152					
长期负债合计	219	205	191	177					
负债合计	3145	4946	6533	8395					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	6511	7438	8721	10427					
负债和股东权益总计	9656	12383	15254	18822					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	809	1031	1428	1897
资产减值准备	1	1	0	0
折旧摊销	134	44	52	58
公允价值变动损失	(82)	10	10	10
财务费用	(137)	(52)	(118)	(196)
营运资本变动	(149)	1680	1048	1231
其它	(1)	(1)	(0)	(0)
经营活动现金流	712	2765	2538	3196
资本开支	(258)	(101)	(101)	(101)
其它投资现金流	(2032)	0	0	0
投资活动现金流	(2291)	(101)	(101)	(101)
权益性融资	899	0	0	0
负债净变化	10	5	5	5
支付股利、利息	(82)	(104)	(144)	(192)
其它融资现金流	1088	(312)	0	0
融资活动现金流	1843	(411)	(139)	(187)
现金净变动	264	2253	2298	2909
货币资金的期初余额	325	589	2842	5139
货币资金的期末余额	589	2842	5139	8048
企业自由现金流	1496	2190	1877	2433
权益自由现金流	2593	1933	1994	2624

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.98	2.49	3.45	4.58
每股红利	0.20	0.25	0.35	0.46
每股净资产	15.92	17.97	21.08	25.20
ROIC	60%	23%	68%	602%
ROE	12%	14%	16%	18%
毛利率	70%	70%	69%	69%
EBIT Margin	31%	8%	9%	10%
EBITDA Margin	33%	9%	10%	10%
收入增长	19%	38%	35%	30%
净利润增长率	7%	27%	39%	33%
资产负债率	33%	40%	43%	45%
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
P/E	137.7	109.4	79.0	59.5
P/B	17.1	15.2	12.9	10.8
EV/EBITDA	63.4	183.6	122.3	88.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032