

# 深信服 (300454.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 276.75 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.14
已上市流通 A 股(亿股)	2.14
总市值(亿元)	1,145.21
年内股价最高最低(元)	324.00/171.60
沪深 300 指数	5083
创业板指	2896



## 相关报告

- 1.《业绩复合预期,长期看好公司引领安全云化-业绩复合预期,长期看...》, 2021.03.08
- 2.《持续投入业务升级, Q4 增速有望重回 30%+ - 深信服 Q3 季报点...》, 2020.10.28
- 3.《疫情期经营稳健,云和安全业务 H2 值得期待 - 国金通信 - 深信服 2...》, 2020.8.25

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003  
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开

联系人  
shaoyikai@gjzq.com.cn

## 云计算战略升级增收显著,网安云化引领市场

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,590	5,458	7,534	9,831	12,039
营业收入增长率	42.35%	18.92%	38.03%	30.48%	22.45%
归母净利润(百万元)	759	809	1,122	1,496	1,799
归母净利润增长率	25.80%	6.65%	38.66%	33.28%	20.31%
摊薄每股收益(元)	1.856	1.956	2.712	3.615	4.349
每股经营性现金流净额	2.78	3.15	7.16	5.03	5.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.56%	12.43%	14.49%	16.40%	16.72%
P/E	61.64	126.80	102.05	76.56	63.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 2021年4月19日晚公司披露年报,实现营业收入54.58亿元,同比增长18.92%,实现归母净利润8.09亿元,同比增长6.65%,扣非归母净利润6.77亿元,同比减少0.58%。

### 经营分析

- **Q4 单季度经营改善显著,持续投入研发费用打造核心竞争力。**由于疫情影响上下游需求,竞争加剧,且2020年执行新会计准则,1.91亿元售后技术支持服务收入递延到本报告期后,还原后收入增速23.1%。公司Q4单季度营收22.14亿元,同比增长23.11%,环比增长47.6%;归母净利润7.40亿元,同比增长65.88%。报告期内研发投入15.09亿元,同比增长32.29%,占营收比重27.65%,提升2.79PP,体现公司注重研发实力,不断更新迭代已有产品和解决方案的核心竞争力,并孵化新业务,应对市场变化趋势。
- **云计算战略再升级,收入占比稳步提升 2.69 PP。**2020-2021年公司重新定位云业务发展策略:1)从过去销售超融合架构,向提供数据中心云化整体解决方案演进;2)从过去主攻中小客户市场,切入到腰部以上客户以及头部客户市场。报告期内云计算及IT基础架构业务收入为人民币15.92亿元,同比增长31.02%,占总营收比重由19年的26.46%增长至本期的29.15%。云计算业务行业整体高景气,行业总体复合增速30%,我们判断公司未来三年收入增速30%+。
- **网络安全下游需求旺盛,长期看好公司引领安全业务云化。**在等保2.0、个人信息保护法、数据安全法等政策驱动下,政企安全预算将持续增加,预计2021年中国网络安全市场总体支出将超过100亿美元,未来5年国内网络安全行业依然维持在较高景气度(CAGR约为17%)。凭借多年研发创新,公司在国内网络安全领域取得市场领先地位,并创新地发布安全SaaS业务。我们认为公司作为网络安全领域龙头企业,未来收入增速超行业水平。

### 盈利调整与投资建议

- 我们根据年报调整,预计公司21-23年营业收入75.34/98.31(-8%)/120.39亿元,归母净利润8.09/11.22/14.96亿元,EPS为2.71/3.62/4.35元。采用SOTP对公司估值(安全业务50倍PE+云计算业务20倍PS),公司22年合理市值1277.58亿元,目标价308.8元。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 云计算市场拓展不达预期;行业竞争加剧,产品迭代与市场不匹配风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,224</b>	<b>4,590</b>	<b>5,458</b>	<b>7,534</b>	<b>9,831</b>	<b>12,039</b>	货币资金	737	325	589	3,405	5,073	6,605
增长率		42.3%	18.9%	38.0%	30.5%	22.5%	应收账款	356	447	588	696	962	1,244
<b>主营业务成本</b>	<b>-860</b>	<b>-1,277</b>	<b>-1,638</b>	<b>-2,236</b>	<b>-2,887</b>	<b>-3,684</b>	存货	128	201	180	291	384	500
%销售收入	26.7%	27.8%	30.0%	29.7%	29.4%	30.6%	其他流动资产	1,823	1,697	3,890	1,558	1,571	1,587
<b>毛利</b>	<b>2,364</b>	<b>3,313</b>	<b>3,820</b>	<b>5,298</b>	<b>6,944</b>	<b>8,355</b>	流动资产	3,045	2,671	5,247	5,951	7,991	9,937
%销售收入	73.3%	72.2%	70.0%	70.3%	70.6%	69.4%	%总资产	59.3%	39.4%	54.3%	56.2%	61.8%	64.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-43</b>	<b>-53</b>	<b>-63</b>	<b>-87</b>	<b>-114</b>	<b>-140</b>	长期投资	46	387	569	569	569	569
%销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	182	278	331	396	478	586
<b>销售费用</b>	<b>-1,171</b>	<b>-1,608</b>	<b>-1,811</b>	<b>-2,486</b>	<b>-3,195</b>	<b>-3,852</b>	%总资产	3.5%	4.1%	3.4%	3.7%	3.7%	3.8%
%销售收入	36.3%	35.0%	33.2%	33.0%	32.5%	32.0%	无形资产	19	302	328	357	383	406
<b>管理费用</b>	<b>-130</b>	<b>-192</b>	<b>-272</b>	<b>-301</b>	<b>-364</b>	<b>-409</b>	非流动资产	2,088	4,102	4,409	4,632	4,942	5,375
%销售收入	4.0%	4.2%	5.0%	4.0%	3.7%	3.4%	%总资产	40.7%	60.6%	45.7%	43.8%	38.2%	35.1%
<b>研发费用</b>	<b>-779</b>	<b>-1,141</b>	<b>-1,509</b>	<b>-1,884</b>	<b>-2,409</b>	<b>-2,889</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,132</b>	<b>6,772</b>	<b>9,656</b>	<b>10,583</b>	<b>12,933</b>	<b>15,312</b>
%销售收入	24.2%	24.9%	27.6%	25.0%	24.5%	24.0%	短期借款	0	0	322	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>241</b>	<b>319</b>	<b>164</b>	<b>540</b>	<b>863</b>	<b>1,064</b>	应付款项	1,010	1,543	1,186	2,117	2,696	3,263
%销售收入	7.5%	7.0%	3.0%	7.2%	8.8%	8.8%	其他流动负债	500	680	1,418	709	1,107	1,278
<b>财务费用</b>	<b>77</b>	<b>123</b>	<b>137</b>	<b>86</b>	<b>211</b>	<b>291</b>	流动负债	1,510	2,223	2,926	2,826	3,804	4,541
%销售收入	-2.4%	-2.7%	-2.5%	-1.1%	-2.1%	-2.4%	长期贷款	0	0	10	10	10	10
<b>资产减值损失</b>	<b>-13</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	185	228	209	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>80</b>	<b>60</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>负债</b>	<b>1,695</b>	<b>2,451</b>	<b>3,145</b>	<b>2,836</b>	<b>3,814</b>	<b>4,551</b>
<b>投资收益</b>	<b>19</b>	<b>29</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,437</b>	<b>4,321</b>	<b>6,511</b>	<b>7,747</b>	<b>9,119</b>	<b>10,761</b>
%税前利润	3.1%	3.7%	3.1%	2.4%	1.9%	1.9%	其中：股本	403	409	414	414	414	414
<b>营业利润</b>	<b>614</b>	<b>789</b>	<b>761</b>	<b>1,057</b>	<b>1,553</b>	<b>1,869</b>	未分配利润	1,023	1,653	2,369	3,392	4,764	6,406
营业利润率	19.0%	17.2%	13.9%	14.0%	15.8%	15.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,132</b>	<b>6,772</b>	<b>9,656</b>	<b>10,583</b>	<b>12,933</b>	<b>15,312</b>
<b>税前利润</b>	<b>618</b>	<b>791</b>	<b>766</b>	<b>1,062</b>	<b>1,558</b>	<b>1,874</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	19.2%	17.2%	14.0%	14.1%	15.8%	15.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>-32</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>-62</b>	<b>-75</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	2.4%	4.0%	-5.7%	-5.6%	4.0%	4.0%	每股收益	1.496	1.856	1.956	2.712	3.615	4.349
<b>净利润</b>	<b>603</b>	<b>759</b>	<b>809</b>	<b>1,122</b>	<b>1,496</b>	<b>1,799</b>	每股净资产	8.527	10.566	15.734	18.721	22.036	26.004
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.340	2.775	3.150	7.162	5.034	5.038
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>603</b>	<b>759</b>	<b>809</b>	<b>1,122</b>	<b>1,496</b>	<b>1,799</b>	每股股利	0.000	0.150	0.190	0.240	0.300	0.380
净利率	18.7%	16.5%	14.8%	14.9%	15.2%	14.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	17.55%	17.56%	12.43%	14.49%	16.40%	16.72%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	11.75%	11.21%	8.38%	10.60%	11.57%	11.75%
净利润	603	759	809	1,122	1,496	1,799	投入资本收益率	6.74%	7.00%	2.54%	7.35%	9.07%	9.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	98	120	150	93	98	106	主营业务收入增长率	30.41%	42.35%	18.92%	38.03%	30.48%	22.45%
非经营收益	-93	-138	-278	27	-116	-142	EBIT 增长率	-36.02%	32.41%	-48.49%	228.19%	59.89%	23.37%
营运资金变动	335	394	622	1,721	606	322	净利润增长率	5.19%	25.80%	6.65%	38.66%	33.28%	20.31%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>943</b>	<b>1,135</b>	<b>1,304</b>	<b>2,964</b>	<b>2,083</b>	<b>2,085</b>	总资产增长率	76.30%	31.95%	42.58%	9.60%	22.20%	18.40%
资本开支	-314	-320	-228	-418	-400	-530	<b>资产管理能力</b>						
投资	-1,373	-1,459	-2,019	670	80	100	应收账款周转天数	31.0	27.7	29.7	28.0	29.0	30.0
其他	76	108	69	25	30	35	存货周转天数	45.7	47.0	42.4	48.0	49.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,610</b>	<b>-1,671</b>	<b>-2,179</b>	<b>277</b>	<b>-290</b>	<b>-395</b>	应付账款周转天数	95.5	91.3	90.8	89.5	85.0	80.0
股权募资	1,317	286	899	213	0	0	固定资产周转天数	20.6	21.0	18.8	16.1	14.8	14.9
债权募资	0	0	316	-527	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-129	-61	-90	-111	-125	-158	净负债/股东权益	-21.47%	-40.67%	-33.34%	-59.49%	-67.74%	-70.71%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,188</b>	<b>225</b>	<b>1,124</b>	<b>-424</b>	<b>-125</b>	<b>-158</b>	EBIT 利息保障倍数	-3.1	-2.6	-1.2	-6.3	-4.1	-3.7
<b>现金净流量</b>	<b>521</b>	<b>-311</b>	<b>250</b>	<b>2,816</b>	<b>1,668</b>	<b>1,532</b>	资产负债率	33.03%	36.20%	32.57%	26.80%	29.49%	29.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	9	12	41	81
增持	0	0	1	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.15	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-27	买入	118.53	140.69~140.69
2	2019-10-25	买入	125.90	140.69~140.69
3	2020-04-16	买入	160.00	N/A
4	2020-08-25	增持	228.99	249.50~249.50
5	2020-10-28	买入	192.51	230.70~230.70
6	2021-02-08	买入	285.43	347.40~347.40

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402