

业绩符合预期，云业务持续推进

深信服 (300454.SZ)

推荐 维持评级

核心观点：

- **公司业绩恢复高增长，云收入占比持续提升。**2020年公司实现营业收入54.58亿元，同增18.92%；实现归母净利润8.09亿元，扣非归母净利润6.77亿元，较去年同期分别增加6.65%和-0.58%，基本符合预期。分季度来看，Q4收入快速增长，实现营收22.14亿，实现归母净利润7.4亿元。分业务来看，网络安全业务收入为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%；基础网络及物联网收入5.18亿元，同比下降2.50%，营收占比降至9.50%。报告期内，公司收入增速有所放缓，主要系公司受到疫情影响，上下游需求受到影响，战略调整及执行的速度不及预期。此外，公司执行新收入准则，原来与商品销售一起确认收入的售后技术支持服务，自2020年开始作为单项履约业务，先确认为合同负债后分期确认收入，部分收入须递延至本报告期之后确认收入，报告期内受此影响的收入为人民币1.91亿元。
- **高研发夯实产品竞争力，各项指标表现亮眼。**公司毛利率较去年同期下降2.21个百分点，主要是由于云计算及IT基础设施业务占比提升所致。盈利能力方面，公司期间费用率较去年同期上升1.92个百分点，其中，销售费用率下降1.86个百分点，管控合理。研发投入15.09亿元，占收入比重高达27.65%，同比上涨32.29%。高研发投入保障了公司新品研发符合市场趋势，进一步夯实了产品竞争力。此外，公司预收账款为7.21亿元，同比增长82.07%。期间发布股权激励计划2.97亿元，占净利润比例36.72%，其中核心技术人员激励为1.37亿元，占总激励计划的46.06%，体现了公司依靠技术创新稳健发展的决心。
- **网安云化交付能力显现，将持续受益于网安市场高景气度。**报告期内，公司发布SaaS化网安业务SASE“云安全访问服务 Sangfor Access”率先布局安全云化市场，符合市场趋势。此外，在传统安全方面，根据IDC数据，公司下一代防火墙已连续5年在统一威胁管理类别中的国内市场占有率第二；VPN产品连续13年持续保持国内市场占有率第一；全网行为管理产品连续12年在安全内容管理类别中持续保持国内市场占有率第一；应用交付产品2014年至2020年前三季度国内市场占有率持续保持第二，2020年第四季度升至市场第一。公司多款网络安全核心产品入围Gartner国际魔力象限，产品影响力得到肯定。根据IDC数据，2021年全球网络安全硬件、软件、服务投资将达到1,435亿美元，同比增长8.7%。预计2019-2024年，全球网络安全相关支出年均复合增长率为9.41%，2024年将达到1,892亿美元。预计2021年中国网络安全市场总体支出将达到102.2亿美元，2024年中国网络安全市场规模将增长至172.7亿美元，年均复合增长率为16.8%，增速继续领跑全球网络安全市场。公司作为国内较早从事网络安全业务的企业，在网安市场具有领先优势。此外，公司持续将超过营收的20%投入到研发创新，在网络安

分析师

吴砚靖

☎：(8610) 66568589

✉：wuyanjing@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519070001

李璐昕

☎：(021) 20252650

✉：liluxin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521040001

全与云计算领域已有深厚的技术积累。公司坚持全行业覆盖的渠道策略，和公司达成深度合作关系的代理商已超过千家，成熟的渠道体系助力公司实现高速增长。在网安市场高景气度下，公司作为行业龙头具有强大的核心竞争力，有望充分收益。

- **云计算业务持续推进，多款产品市场竞争力强劲。**2020 年公司持续推进云计算业务升级，完成从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化的转变，推出了 ARM 架构超融合、深信服容器云平台、深信服大数据平台、深信服数据库服务平台等多款创新性产品。根据 IDC 数据，公司桌面云 VDI 终端产品连续四年中国市场占有率排名第二；超融合 HCI 产品连续三年中国市场占有率排名第三；云桌面软件 VCC 产品 2017 年至 2018 年中国市场占有率排名第三，2019 年升至第二。公司在云计算领域占据市场优势地位，核心竞争力逐步上升。
- **投资建议** 我们预计，公司 2021-2023 年 EPS 为 2.56/3.32/4.44，对应市盈率分别为 107/82/61。目前，网络安全行业景气度较高，公司作为行业龙头企业地位稳固，核心产品市场竞争力强，市场份额有望进一步提升，看好公司未来发展，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 市场竞争加剧的风险；海外疫情扩散致国际市场拓展进展缓慢的风险；研发、销售投入加大致期间费用较高，且不能带来营收和利润预期增长的风险；技术创新、产品迭代与市场不匹配的风险。

盈利预测与财务指标

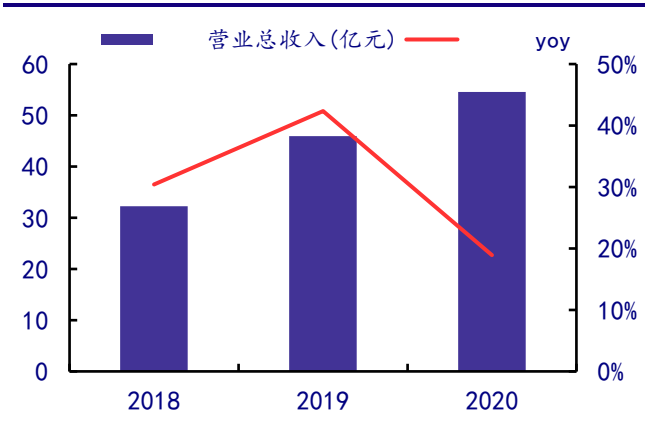
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百元)	5458.40	7420.00	9764.00	12458.00
增长率	18.92%	35.94%	31.59%	27.59%
归母净利润(百元)	809.38	1057.71	1373.83	1837.31
增长率	6.65%	30.68%	29.89%	33.74%
每股收益 EPS(元)	1.96	2.56	3.32	4.44
PE	126.80	106.65	82.11	61.39

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

附录

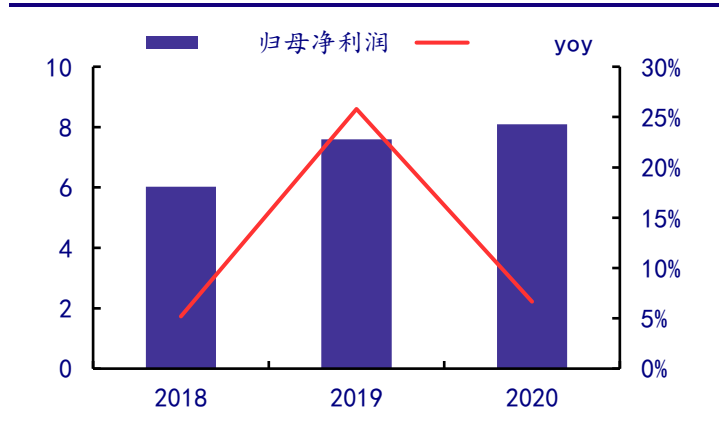
公司整体经营运行状况跟踪

图 1：营业收入及同比增速



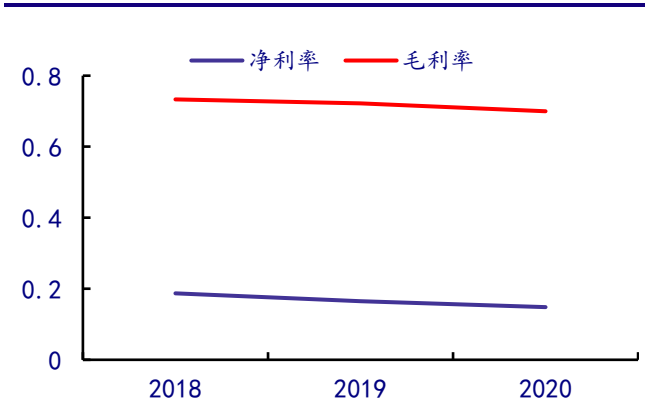
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：归母净利润及同比增速



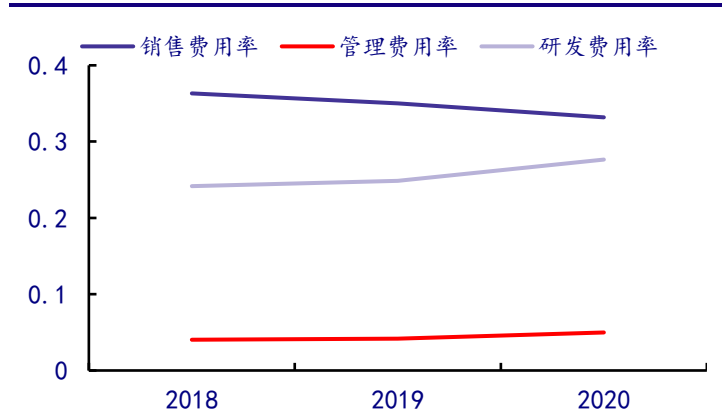
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：毛利率及净利率变动情况



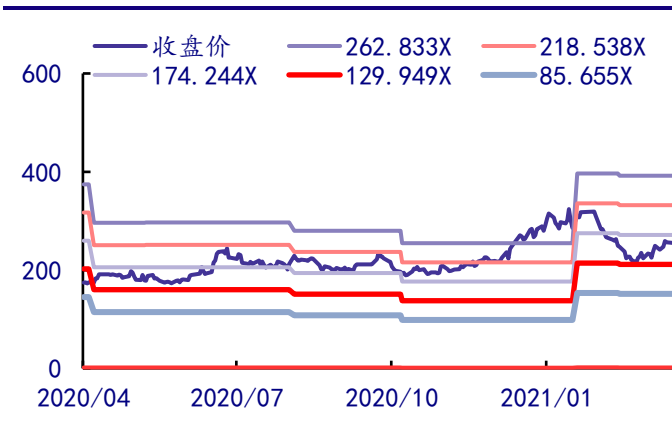
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：期间费用率变动情况



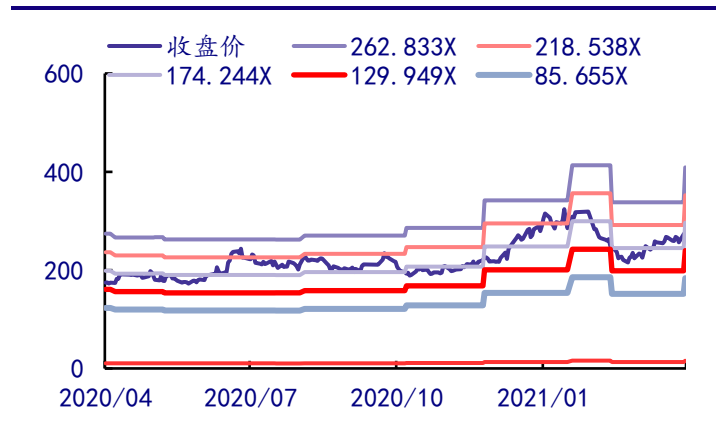
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：PE—Bands



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：PB—Bands



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

财务预测表

利润表	单位:百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5458.40	7420.00	9764.00	12458.00
营业成本	1638.37	2289.00	3011.00	3789.00
营业税金及附加	63.50	90.79	115.58	148.27
营业费用	1811.05	2448.60	3222.12	4111.14
管理费用	271.82	311.64	390.56	473.40
财务费用	-136.68	-28.06	-85.56	-156.09
资产减值损失	-1.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	80.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.69	32.20	42.37	54.06
营业利润	760.59	1004.35	1303.41	1743.82
营业外收入	10.00	8.00	8.00	8.00
营业外支出	5.09	5.00	3.00	2.00
利润总额	765.50	1007.35	1308.41	1749.82
所得税	-43.87	-50.37	-65.42	-87.49
净利润	809.38	1057.71	1373.83	1837.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	809.38	1057.71	1373.83	1837.31
EPS (元)	1.96	2.56	3.32	4.44

现金流量表	单位:百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1317.87	1670.03	2174.93	2728.23
净利润	809.38	1057.71	1373.83	1837.31
折旧摊销	151.92	126.36	102.66	106.99
财务费用	-124.42	8.04	0.00	0.00
投资损失	-23.16	-32.20	-42.37	-54.06
营运资金变动	621.97	513.11	745.80	843.99
其它	-117.81	-3.00	-5.00	-6.00
投资活动现金流	-2178.51	-112.09	-105.44	-95.60
资本支出	-228.12	-144.29	-147.81	-149.66
长期投资	-2018.99	0.00	0.00	0.00
其他	68.60	32.20	42.37	54.06
筹资活动现金流	1126.78	-329.65	0.00	0.00
短期借款	321.61	-321.61	0.00	0.00
长期借款	10.00	0.00	0.00	0.00
其他	795.17	-8.04	0.00	0.00
现金净增加额	263.76	1228.29	2069.48	2632.63

基本指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5458.40	7420.00	9764.00	12458.00
收入增长率%	0.19	0.36	0.32	0.28
净利润(百万元)	809.38	1057.71	1373.83	1837.31
摊薄 EPS(元)	1.96	2.56	3.32	4.44
PE	126.80	106.65	82.11	61.39
PS	20.67	15.20	11.55	9.05
ROIC	0.03	0.05	0.06	0.06
总资产周转率	0.57	0.66	0.72	0.75

资产负债表	单位:百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5247.15	6750.65	9153.12	12189.72
现金	589.08	1817.37	3886.85	6519.48
应收账款	493.57	667.44	866.43	1117.53
其它应收款	88.30	97.56	122.10	173.70
预付账款	39.03	50.22	74.26	88.95
存货	179.96	251.43	330.74	416.20
其他	3857.21	3866.64	3872.74	3873.86
非流动资产	4408.68	4429.61	4479.76	4528.44
长期投资	29.73	29.73	29.73	29.73
固定资产	281.07	263.57	269.77	271.64
无形资产	293.02	314.89	336.75	358.61
其他	3804.86	3821.43	3843.52	3868.46
资产总计	9655.83	11180.27	13632.89	16718.16
流动负债	2925.91	3392.63	4471.42	5719.38
短期借款	321.61	0.00	0.00	0.00
应付账款	439.05	613.41	806.90	1015.39
其他	2165.25	2779.22	3664.53	4703.99
非流动负债	218.97	218.97	218.97	218.97
长期借款	10.00	10.00	10.00	10.00
其他	208.97	208.97	208.97	208.97
负债合计	3144.88	3611.60	4690.39	5938.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	6510.95	7568.66	8942.49	10779.81

主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18.92%	35.94%	31.59%	27.59%
营业利润	-3.55%	32.05%	29.78%	33.79%
归属母公司净利润	6.65%	30.68%	29.89%	33.74%
毛利率	69.98%	69.15%	69.16%	69.59%
净利率	14.83%	14.25%	14.07%	14.75%
ROE	12.43%	13.97%	15.36%	17.04%
ROIC	2.54%	5.32%	5.68%	6.29%
资产负债率	32.57%	32.30%	34.40%	35.52%
净负债比率	48.30%	47.72%	52.45%	55.09%
流动比率	1.79	1.99	2.05	2.13
速动比率	1.72	1.90	1.96	2.04
总资产周转率	0.57	0.66	0.72	0.75
应收帐款周转率	11.06	11.12	11.27	11.15
应付帐款周转率	12.43	12.10	12.10	12.27
每股收益	1.96	2.56	3.32	4.44
每股经营现金	3.18	4.04	5.26	6.59
每股净资产	15.73	18.29	21.61	26.05
PE	126.80	106.65	82.11	61.39
PS	20.67	15.20	11.55	9.05

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人

北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

李璐昕 计算机/科创板研究员

悉尼大学硕士，2019年加入中国银河证券，主要从事计算机/科创板投资研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn