

深信服(300454.SZ)

受益于国内数字经济发展，三大主业收入均实现高速增长

推荐（维持）

现价：263.9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)	266
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,092
流通A股市值(亿元)	703
每股净资产(元)	15.82
资产负债率(%)	33.6

行情走势图



证券分析师

付强 投资咨询资格编号
S1060520070001
010-56610303
FUQIANG021@pingan.com.cn

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
YANLEI511@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2021 年半年度报告。报告显示，上半年公司实现营业收入 25.86 亿元，同比增长 48.26%；净亏损 1.33 亿元，亏损额较上年同期略有扩大（上年同期净亏损 1.26 亿元）。

平安观点：

■ **公司三项业务均实现快速增长，云计算业务表现更为亮眼：**上半年，公司实现营业收入 25.86 亿元，同比增长 48.26%，增速较上年同期高 36.35 个百分点。上半年，国内数字经济发展快速，疫情也得到较好控制，公司业务拓展力度持续加大，三项主业收入均实现了快速增长。其中云计算、基础网络及物联网业务收入分别增长 83.36% 和 78.64%，收入占比较大的网络安全业务也增长了 29.18%。上半年，公司毛利率为 66.87%，较上年同期下降 1.93 个百分点，主要是因为毛利率相对较低的云计算业务增长更快所致；期间费用控制相对较好，费用率为 83.27%，较上年同期下降了 1.60 个百分点，其中销售和管理费用率均较上年同期有所下降。上半年，公司净亏损 1.33 亿元，亏损额较上年同期小幅扩大。从单季度来看，亏损额逐季收窄，Q1 亏损 0.96 亿元，Q2 亏损 0.37 亿元。

■ **网络安全业务竞争力依然强劲，加快向服务化转型：**传统产品上网行为管理业务继续保持着稳固的市场领先地位，为适应客户业务云化、移动化的需要，产品功能从互联网管控拓展到全网管控，包括全网用户、终端、业务和数据，同时实现了云化交付（服务化）。同样，公司的下一代防火墙产品也在功能上持续进行升级，并广泛应用于企业互联网出口、对外业务发布、分支机构、数据中心以及物联网等场景。据 IDC 最新数据显示，2021 年 1 季度，公司上网行为管理的市场份额达到 19.5%，而友商市场份额均在个位数，领先优势明显；下一代防火墙单品在 UTM（统一威胁管理）市场上的份额为 21.5%，较竞争对手也有着较大优势。此外，公司在终端安全、VPN、云安全等赛道上，也都处在市场前列。

■ **顺应云化、服务化以及国产化大势，公司信服云正在提供多阶段的解决方案支持企业数字化转型：**自 2013 年起深信服就已经开始布局云计算业务，

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,590	5,458	7,954	10,307	13,318
YOY(%)	42.3	18.9	45.7	29.6	29.2
净利润(百万元)	759	809	1,072	1,374	1,707
YOY(%)	25.8	6.7	32.4	28.2	24.3
毛利率(%)	72.2	70.0	67.6	66.8	66.0
净利率(%)	16.5	14.8	13.5	13.3	12.8
ROE(%)	17.6	12.4	14.3	15.8	16.7
EPS(摊薄/元)	1.83	1.96	2.59	3.32	4.13
P/E(倍)	143.9	134.9	101.9	79.5	64.0
P/B(倍)	25.3	16.8	14.6	12.5	10.7

目前已经形成了独立的云计算品牌——信服云。顺应客户数据中心向云化演进不同阶段的需要，信服云提供了从超融合、超融合云数据中心、私有云数据中心、混合云数据中心以及多云服务中台等系列解决方案。公司通过托管云、DaaS（桌面即服务）、SASE（安全访问服务边缘）等形式，把云基础设施和安全等能力服务化交付给客户。公司主要云服务在市场上也保持着较好的市场地位。据 IDC 最新数据显示，2021 年 1 季度公司云桌面业务市场份额为 35.66%，位列第一，该业务广泛应用于医疗、金融、政府和教育等行业客户；超融合市场份额相对稳定，2021 年 1 季度占比为 10.6%，排在第四位。

- **投资建议：**结合公司 2021 年半年报最新情况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 2021-2023 年净利润分别为 10.72 亿元（原为 10.30 亿元）、13.74 亿元（原为 13.42 亿元）和 17.07 亿元（原为 16.58 亿元），对应 EPS 分别为 2.59 元、3.32 元和 4.13 元，对应 8 月 19 日 PE 分别为 101.9X、79.5X 和 64.0X。公司是国内网络安全和云计算解决方案的龙头企业，我们坚定看好其所在的数字化赛道以及其战略调整方向，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。

会计年度	单位:百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,247	7,685	10,393	13,793
现金	589	1,965	3,535	5,477
应收票据及应收账款	500	732	949	1,226
其他应收款	88	105	136	175
预付账款	39	50	64	83
存货	180	358	475	628
其他流动资产	3,851	4,476	5,234	6,204
非流动资产	4,409	4,255	4,143	4,047
长期投资	30	30	31	31
固定资产	281	244	206	166
无形资产	293	244	195	147
其他非流动资产	3,805	3,737	3,711	3,703
资产总计	9,656	11,940	14,536	17,840
流动负债	2,926	4,247	5,610	7,382
短期借款	322	0	0	0
应付票据及应付账款	439	746	991	1,310
其他流动负债	2,165	3,500	4,619	6,072
非流动负债	219	217	215	213
长期借款	10	8	6	4
其他非流动负债	209	209	209	209
负债合计	3,145	4,464	5,825	7,595
少数股东权益	0	0	0	0
股本	414	414	414	414
资本公积	3,725	3,728	3,728	3,728
留存收益	2,372	3,335	4,569	6,103
归属母公司股东权益	6,511	7,477	8,711	10,245
负债和股东权益	9,656	11,940	14,536	17,840

会计年度	单位:百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,318	1,750	1,634	2,023
净利润	809	1,072	1,374	1,707
折旧摊销	152	111	113	97
财务费用	-137	3	-9	-16
投资损失	-24	-60	-70	-80
营运资金变动	325	581	226	313
其他经营现金流	192	43	1	1
投资活动现金流	-2,179	59	69	79
资本支出	248	0	0	-0
长期投资	-2,019	0	0	0
其他投资现金流	-407	59	69	79
筹资活动现金流	1,127	-433	-132	-160
短期借款	322	-322	0	0
长期借款	10	-2	-2	-2
其他筹资现金流	795	-109	-130	-158
现金净增加额	264	1,376	1,570	1,942

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	单位:百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,458	7,954	10,307	13,318
营业成本	1,638	2,579	3,424	4,526
税金及附加	63	93	120	155
营业费用	1,811	2,466	3,092	3,862
管理费用	272	334	412	533
研发费用	1,509	1,909	2,402	3,063
财务费用	-137	3	-9	-16
资产减值损失	-2	0	0	0
信用减值损失	-11	-10	-13	-17
其他收益	368	450	450	450
公允价值变动收益	80	0	0	0
投资净收益	24	60	70	80
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	761	1,071	1,374	1,708
营业外收入	10	7	7	7
营业外支出	5	3	3	3
利润总额	766	1,074	1,377	1,711
所得税	-44	2	3	4
净利润	809	1,072	1,374	1,707
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	809	1,072	1,374	1,707
EBITDA	781	1,189	1,481	1,793
EPS (元)	1.96	2.59	3.32	4.13

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	18.9	45.7	29.6	29.2
营业利润(%)	-3.6	40.8	28.3	24.3
归属于母公司净利润(%)	6.7	32.4	28.2	24.3
获利能力				
毛利率(%)	70.0	67.6	66.8	66.0
净利率(%)	14.8	13.5	13.3	12.8
ROE(%)	12.4	14.3	15.8	16.7
ROIC(%)	21.4	23.8	33.8	43.1
偿债能力				
资产负债率(%)	32.6	37.4	40.1	42.6
净负债比率(%)	-4.0	-26.2	-40.5	-53.4
流动比率	1.8	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	11.1	11.1	11.1	11.1
应付账款周转率	3.7	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.96	2.59	3.32	4.13
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	4.23	3.95	4.89
每股净资产(最新摊薄)	15.73	18.07	21.05	24.75
估值比率				
P/E	134.9	101.9	79.5	64.0
P/B	16.8	14.6	12.5	10.7
EV/EBITDA	128.9	89.0	70.5	57.3

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

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
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 16 层
邮编：100033