

# 深信服 (300454.SZ)

## 营收增速、毛利率略超预期，研发及股权激励保障竞争力

**营收增速、云业务毛利率略超预期，净利润略微下滑符合预期。**深信服 2021H1 实现营收 25.86 亿元，同比增长 48.26%，归母净亏损 1.33 亿元，亏损同比扩大 5.81%，扣非归母净利润亏损 1.96 亿元，亏损同比扩大 10.11%。其中网安、云、无线业务分别实现营收 14.43、8.80、2.63 亿元，同比分别增长 28.43%、78.27%、71.26%，毛利率分别变动+0.11%、+1.51%、+1.80%，云业务营收增速及毛利率超预期，云业务占比提升 6.51%至 34.03%导致整体毛利率下降约 1.93%，研发、销售投入加大及持续实施的员工股权激励计划致期间费用较高，2021H1 研发、管理费用率分别为 38.39%(+1.80%)、45.48%(+1.67%)，归母净利润亏损扩大 5.81%符合预期，经营性现金流流入同比增 53.19%匹配营收。

**网安、云计算与 IT 基础架构业务高基数之上高成长，产品竞争力、渠道优势再获验证。**1) 网安、云、无线业务分别实现营收 14.43、8.80、2.63 亿元，同比 19H1 分别增长 47.85%、122.22%、41.40%，网安、云业务复合增速同业领先；2) 据 IDC 数据，2020 年中国市场软件定义存储 (SDS) 同比增长 51.7%，市场规模约 94.7 亿人民币；超融合存储系统 (HCI) 实现 36.5% 的增长，市场规模约 85 亿人民币。深信服在超融合领域的市占率由 2015 年的 1% 提升至 2020 年的 13.1%，位列华为 (23.9%) 和 H3C (20.7%) 之后；3) 公司已经完成了以超融合为核心的承载业务平台布局，陆续发布“ARM 架构超融合”、“云计算平台 SCP”、“云原生平台 SCNP”等重量级产品，未来公司将从企业业务层面助力企业的数字化转型，打造新型的融合架构，将品牌升级为“信服云”，为客户提供高效主动的安全体系。公司的“信服云”产品具备自主知识产权，可将 VMware 虚拟机平滑无损迁移到新平台，可满足用户对国产化产品的需求，若国际形势趋于复杂，公司产品有望加速对 VMware 的国产替代。4) 据 IDC 数据，软件定义存储 (SDS) 以及超融合存储系统 (HCI) 的硬件收入占比在整体外置存储市场已经接近 40%，凭借在混合云、大数据等场景能灵活提供存储容量的优势，深信服凭借长期研发投入有望进一步提升市场份额。

**网安业务高景气依旧，标品化及渠道差异贡献营收韧性，发力头部客户标杆项目打磨公司解决方案与服务竞争力，安全即服务 (SECaaS) 长周期有望成国内安全市场主流，中小 B 客户提供创新业务“试验田”。**1) 公司被动防御产品产品线齐全，VPN、上网行为管理等多为企业自发投资需求，受疫情冲击相对较小，由深信服招股说明书数据可知，渠道收入占比约 97%，21H1 预收账款达 9.7 亿元，同比增速达 140.35%，结合网安行业招投标数据情况，预计全年维持稳健增长；2) 深信服中小 B 客群核心业务及数据上公有云接受度更高，SASE 等云安全业务处于早期。产业层面，从海内外云安全服务发展脉络、IaaS、SaaS 层面公司发展阶段分析，我们认为国内云安全市场滞后海外约 5-7 年，公司层面，国内安全厂商机遇在私有云及混合云市场。由于云服务商基因及生态建设偏好差异，国内头部客户偏好私有云等因素，国内第三方安全厂商在私有云、多云环境存在较大发展空间，与其他网安厂商相比，深信服具备客群、研发及渠道优势。

**维持“买入”评级。**我们预计 2021/22/23 年公司营业收入为 81.41/111.25/144.63 亿元，归母净利润为 12.08/17.80/28.73 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧风险；政策力度不及预期风险；新领域布局缓慢风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,590	5,458	8,141	11,125	14,463
增长率 yoy (%)	42.3	18.9	49.1	36.7	30.0
归母净利润 (百万元)	759	809	1,208	1,780	2,873
增长率 yoy (%)	25.8	6.7	49.2	47.4	61.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.83	1.96	2.92	4.30	6.94
净资产收益率 (%)	17.6	12.4	15.8	19.0	23.6
P/E (倍)	143.9	134.9	90.4	61.4	38.0
P/B (倍)	26.2	17.4	14.8	12.2	9.6

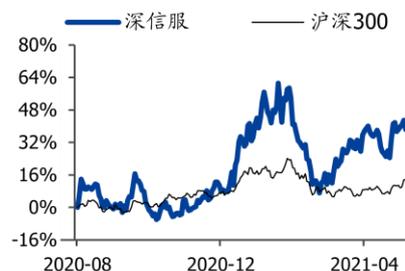
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 08 月 19 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
08 月 19 日收盘价	263.90
总市值(百万元)	109,204.02
总股本(百万股)	413.81
其中自由流通股(%)	213.68
30 日日均成交量(百万股)	0.88

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

#### 相关研究

- 《深信服 (300454.SZ)：未来五年成长动力来自何处？》2021-06-10
- 《深信服 (300454.SZ)：云与网安景气共振，业绩高增超预期》2021-04-29
- 《深信服 (300454.SZ)：业绩符合预期，云与网安增速低点已过》2021-02-07



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2671	5247	7717	10408	14352	营业收入	4590	5458	8141	11125	14463
现金	325	589	2470	4928	8206	营业成本	1277	1638	2354	3278	4222
应收票据及应收账款	410	500	857	997	1413	营业税金及附加	53	63	95	129	168
其他应收款	38	88	99	157	176	营业费用	1608	1811	2578	3412	4291
预付账款	36	39	73	80	119	管理费用	192	272	324	443	286
存货	201	180	367	395	587	研发费用	1141	1509	2169	2854	3565
其他流动资产	1661	3851	3851	3851	3851	财务费用	-123	-137	-231	-373	-542
非流动资产	4102	4409	4492	4555	4614	资产减值损失	-1	-2	-2	-3	-4
长期投资	29	30	31	32	33	其他收益	319	368	343	356	350
固定资产	264	281	349	388	397	公允价值变动收益	7	80	22	28	34
无形资产	271	293	327	367	414	投资净收益	29	24	20	23	24
其他非流动资产	3537	3805	3787	3768	3770	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	6772	9656	12210	14962	18966	营业利润	789	761	1239	1792	2884
流动负债	2223	2926	4357	5088	6589	营业外收入	5	10	7	7	7
短期借款	0	322	322	322	322	营业外支出	3	5	3	3	4
应付票据及应付账款	376	439	732	899	1202	利润总额	791	766	1242	1795	2888
其他流动负债	1847	2165	3303	3867	5066	所得税	32	-44	35	16	14
非流动负债	228	219	217	215	213	净利润	759	809	1208	1780	2873
长期借款	0	10	8	6	4	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	228	209	209	209	209	归属母公司净利润	759	809	1208	1780	2873
负债合计	2451	3145	4574	5303	6802	EBITDA	902	920	1354	1894	2938
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.83	1.96	2.92	4.30	6.94
股本	409	414	414	414	414						
资本公积	2427	3725	3725	3725	3725						
留存收益	1844	2576	3692	5302	7905						
归属母公司股东权益	4321	6511	7636	9660	12163						
负债和股东权益	6772	9656	12210	14962	18966						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1145	1318	1913	2344	3037
净利润	759	809	1208	1780	2873
折旧摊销	121	152	138	189	228
财务费用	-123	-137	-231	-373	-542
投资损失	-29	-24	-20	-23	-24
营运资金变动	267	325	840	798	536
其他经营现金流	150	192	-22	-28	-34
投资活动现金流	-1671	-2179	-180	-201	-229
资本支出	322	229	83	61	58
长期投资	-1459	-2019	-1	-1	-1
其他投资现金流	-2808	-3969	-98	-141	-172
筹资活动现金流	224	1127	148	315	470
短期借款	0	322	0	0	0
长期借款	0	10	-2	-2	-2
普通股增加	6	5	0	0	0
资本公积增加	404	1298	0	0	0
其他筹资现金流	-186	-508	150	317	472
现金净增加额	-301	264	1881	2458	3278

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	42.3	18.9	49.1	36.7	30.0
营业利润(%)	28.4	-3.6	62.9	44.7	61.0
归属于母公司净利润(%)	25.8	6.7	49.2	47.4	61.5
获利能力					
毛利率(%)	72.2	70.0	71.1	70.5	70.8
净利率(%)	16.5	14.8	14.8	16.0	19.9
ROE(%)	17.6	12.4	15.8	19.0	23.6
ROIC(%)	16.7	11.5	14.5	17.1	21.2
偿债能力					
资产负债率(%)	36.2	32.6	37.5	35.4	35.9
净负债比率(%)	-3.5	-0.8	-25.3	-46.9	-63.1
流动比率	1.2	1.8	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	12.8	12.0	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.83	1.96	2.92	4.30	6.94
每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	3.18	4.62	5.66	7.34
每股净资产(最新摊薄)	10.44	15.73	18.45	22.62	29.39
估值比率					
P/E	143.9	134.9	90.4	61.4	38.0
P/B	25.3	16.8	14.3	11.7	9.0
EV/EBITDA	119.3	116.6	77.8	54.3	33.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 08 月 18 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com