

## 公司研究

## 云计算重回高增长，战略升级效果开始显现

## ——深信服（300454.SZ）2021年半年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2021 年半年报：上半年实现收入 25.86 亿元，同比增长 48.26%；实现归母净利润-1.33 亿元，亏损额同比增长 5.81%；实现扣非归母净利润-1.96 亿元，亏损同比增长 10.11%。

**收入快速增长，业绩符合预期：**受益于公司持续加强产品研发和市场开拓，及去年疫情带来的低基数，上半年公司整体收入同比增长 48.26%，实现较快的增长。分季度来看，Q1 和 Q2 分别同比增长 79.37%和 31.58%。分业务来看，网络安全业务、云计算及 IT 基础架构业务、基础网络和物联网业务相比 20H1 分别增长了 29.18%、83.36%和 78.64%，云计算业务经过几年的调整之后，重回高增长，战略效果开始显现。分客户来看，企业、政府及事业单位、金融及其他相比 20H1 分别增长 58.14%、46.40%和 27.53%，企业客户增长较快。受低毛利率的云计算业务占比提升，公司整体毛利率相比 20H1 下降 1.93 个百分点至 66.87%。上半年公司期间费用率、销售费率、管理费用率、研发费用率和财务费用率相比 20H1 分别变化了-1.6、-2.73、-0.13、1.8 和-0.54，除了研发费用率以外的各项费用率均稳步下降。净利润亏损额增加主要系因为股权激励费用大幅增长，剔除股权激励费用影响后的净利润为 0.54 亿元，同比实现扭亏为盈。上半年实现经营性现金流净额 1.23 亿元，实现扭亏为盈。各项业绩增长符合预期。

**云计算战略升级效果开始显现：**2020 年，深信服的云计算战略从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化转变，并全新定义数据中心云化五大演进阶段。同时董事长亲自负责云 BU，足以体现公司对云计算业务的重视。随着投入的持续增加，公司云计算战略升级效果开始显现，上半年云计算及 IT 基础架构业务在去年高基数的基础上重回高增长。此外公司云计算及 IT 基础架构业务产品线也进一步扩充，已陆续推出以服务器虚拟化产品 aSV、超融合产品 HCI、企业级分布式存储产品 EDS、软件定义终端桌面云 aDesk、大数据平台、数据库服务平台等为代表的多款创新产品，并向用户提供包括托管云、私有云等云数据中心方案。并在多个产品市场份额位居行业前三。

**盈利预测、估值与评级：**维持 21-23 年归母净利润预测分别为 10.36、14.54 和 19.28 亿元，看好公司在产品和市场的双轮驱动下业绩持续保持高增长，维持“买入”评级。

**风险提示：**云计算及服务市场拓展不及预期，新产品推广不达预期，下游开支缩减，市场竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,590	5,458	7,517	10,033	12,777
营业收入增长率	42.35%	18.92%	37.72%	33.47%	27.35%
净利润（百万元）	759	809	1,036	1,454	1,928
净利润增长率	25.80%	6.65%	27.98%	40.37%	32.60%
EPS（元）	1.86	1.96	2.50	3.51	4.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.56%	12.43%	13.87%	16.49%	18.20%
P/E	142	135	105	75	57
P/B	25.0	16.8	14.6	12.4	10.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-19

## 买入（维持）

当前价：263.90 元

## 作者

分析师：姜国平

执业证书编号：S0930514080007

021-52523857

jianggp@ebsecn.com

分析师：万义麟

执业证书编号：S0930519080001

021-52523859

wanyilin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.14
总市值(亿元)	1092.20
一年最低/最高(元)	185.00/333.33
近 3 月换手率	33.12%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.31	10.39	1.83
绝对	4.39	4.39	4.39

资料来源：Wind

## 相关研报

收入稳健增长，产品线进一步丰富——深信服（300454.SZ）2020 年年报点评（2021-04-20）  
收入稳健增长，持续推出股权激励绑定员工利益——深信服（300454.SZ）2020 年三季度报点评（2020-10-27）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,590	5,458	7,517	10,033	12,777
营业成本	1,277	1,638	2,215	2,940	3,709
折旧和摊销	108	134	100	156	213
税金及附加	53	63	87	117	149
销售费用	1,608	1,811	2,494	3,311	4,216
管理费用	192	272	376	462	575
研发费用	1,141	1,509	2,054	2,649	3,296
财务费用	-123	-137	-179	-229	-259
投资收益	29	24	25	25	25
营业利润	789	761	1,072	1,506	1,997
利润总额	791	766	1,079	1,515	2,008
所得税	32	-44	43	61	80
净利润	759	809	1,036	1,454	1,928
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	759	809	1,036	1,454	1,928
EPS(元)	1.86	1.96	2.50	3.51	4.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,145	1,318	946	1,425	1,916
净利润	759	809	1,036	1,454	1,928
折旧摊销	108	134	100	156	213
净营运资金增加	-1,963	1,541	135	122	153
其他	2,241	-1,167	-324	-307	-378
投资活动产生现金流	-1,671	-2,179	-142	-271	-271
净资本支出	-320	-228	-334	-334	-334
长期投资变化	29	30	0	0	0
其他资产变化	-1,381	-1,980	192	64	64
融资活动现金流	224	1,127	-143	219	215
股本变化	6	5	0	0	0
债务净变化	0	332	-311	11	12
无息负债变化	756	362	484	637	681
净现金流	-301	264	661	1,373	1,860

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	72.2%	70.0%	70.5%	70.7%	71.0%
EBITDA 率	16.6%	12.6%	11.9%	13.8%	14.9%
EBIT 率	14.0%	9.8%	10.6%	12.3%	13.2%
税前净利润率	17.2%	14.0%	14.4%	15.1%	15.7%
归母净利润率	16.5%	14.8%	13.8%	14.5%	15.1%
ROA	11.2%	8.4%	9.6%	11.4%	12.6%
ROE (摊薄)	17.6%	12.4%	13.9%	16.5%	18.2%
经营性 ROIC	21.8%	12.6%	15.6%	23.0%	30.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	36%	33%	31%	31%	31%
流动比率	1.20	1.79	2.00	2.19	2.44
速动比率	1.11	1.73	1.92	2.10	2.34
归母权益/有息债务	-	19.63	364.12	279.53	245.72
有形资产/有息债务	-	27.77	503.17	389.95	342.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,772	9,656	10,784	12,780	15,253
货币资金	325	589	1,250	2,623	4,483
交易性金融资产	1,432	1,898	1,709	1,709	1,709
应收帐款	394	494	676	895	1,144
应收票据	16	6	9	12	15
其他应收款 (合计)	38	88	122	162	207
存货	201	180	244	325	410
其他流动资产	119	262	303	353	408
流动资产合计	2,671	5,247	6,051	7,834	10,148
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	29	30	30	30	30
固定资产	264	281	464	601	686
在建工程	14	50	82	107	125
无形资产	271	293	312	329	346
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,129	3,062	3,123	3,123	3,123
非流动资产合计	4,102	4,409	4,733	4,946	5,104
总负债	2,451	3,145	3,317	3,966	4,658
短期借款	0	322	0	0	0
应付账款	376	439	594	788	994
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	396	0	0	0	0
其他流动负债	0	60	101	151	206
流动负债合计	2,223	2,926	3,019	3,571	4,160
长期借款	0	10	21	32	43
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	174	204	273	358	450
非流动负债合计	228	219	299	395	499
股东权益	4,321	6,511	7,467	8,815	10,594
股本	409	414	414	414	414
公积金	2,618	3,932	3,935	3,935	3,935
未分配利润	1,653	2,369	3,322	4,670	6,449
归属母公司权益	4,321	6,511	7,467	8,815	10,594
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	35.04%	33.18%	33.18%	33.00%	33.00%
管理费用率	4.17%	4.98%	5.00%	4.60%	4.50%
财务费用率	-2.69%	-2.50%	-2.38%	-2.28%	-2.03%
研发费用率	24.86%	27.65%	27.33%	26.40%	25.80%
所得税率	4%	-6%	4%	4%	4%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.19	0.20	0.26	0.36	0.48
每股经营现金流	2.80	3.18	2.29	3.44	4.63
每股净资产	10.57	15.73	18.04	21.30	25.60
每股销售收入	11.22	13.19	18.16	24.24	30.87

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	142	135	105	75	57
PB	25.0	16.8	14.6	12.4	10.3
EV/EBITDA	142.3	161.1	119.4	76.4	54.8
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE