

深信服 (300454.SZ)

毛利率保持高水平，预收款项高增长

核心观点:

- **公司发布 21 年中报:** 上半年营业收入 25.9 亿元，同比增加 48.3%；较 19 年同期增加 65.9%；2019H1-2021H1 的营收 CAGR 为 28.8%。归母净利润-1.33 亿元，亏损同比扩大 5.8%；扣非归母-2.0 亿元，亏损同比扩大 10.1%。
- 上半年网络安全业务收入 14.4 亿元，同比增加 29.2%，较 2019 年同期增加 47.8%，2019H1-2021H1 复合增速为 21.6%；毛利率为 80.5%，毛利率同比增加 0.11PCT。网安业务实现较快增长。
- 上半年云计算及 IT 基础架构业务收入 8.8 亿元，同比增加 83.4%，较 2019 年同期增加 122.0%，2019H1-2021H1 复合增速为 49.0%；毛利率为 47.0%，毛利率同比增加 1.5PCT。公司发力云计算业务，成效显著，且毛利率得以保持。
- 上半年预收款和合同负债合计金额 9.7 亿元，同比增加 140.4%，去年同期 4.0 亿元；较 2019 年同期增加 225.9%，2019 年为 3.0 亿元，2019H1-2021H1 的复合增速为 80.5%。**合同负债高增长，对下半年收入增长有一定保障。**
- 上半年经营活动现金流量净额 1.23 亿元，去年同期为-1.22 亿元，经营性净现金流改善。
- **盈利预测和投资建议:** 预计 21-23 年业绩分别为 2.29、3.01、3.87 元/股 (现有激励计划下，预计 21-23 年的股份支付费用分别为 3.3、1.2、0.4 亿元。预计 22-23 年股份支付会有所增加)。预计公司业务今年能有较好复苏，且经营层面有积极变化，维持上一篇报告的估值水平，予以 21 年 17 倍 PS，合理价值为 307.93 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 云计算相关业务格局复杂，前景不确定性较大；公司向上拓展行业客户的前景有不确定。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,590	5,458	7,496	9,822	12,733
增长率 (%)	42.3	18.9	37.3	31.0	29.6
EBITDA (百万元)	440	316	557	642	754
归母净利润 (百万元)	759	809	948	1,246	1,603
增长率 (%)	25.8	6.7	17.1	31.5	28.7
EPS (元/股)	1.86	1.96	2.29	3.01	3.87
市盈率 (P/E)	61.64	126.80	115.21	87.63	68.11
ROE (%)	17.6	12.4	12.7	14.3	15.6
EV/EBITDA	105.56	323.62	191.85	163.07	135.01

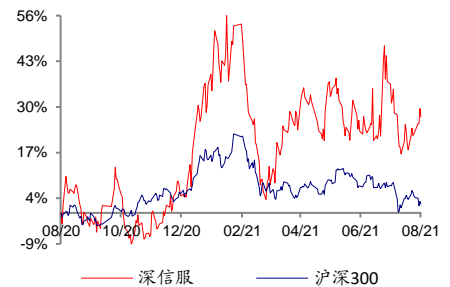
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	263.90 元
合理价值	307.93 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-20

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

庞倩倩



SAC 执证号: S0260519010004

SFC CE No. BON635



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

相关研究:

深信服 (300454.SZ): 业绩增长超预期, 账面预收类金额高 2021-04-29

深信服 (300454.SZ): 企业端客户投入受疫情影响更明显, 公司今年下游需求复苏弹性大 2021-04-20

深信服 (300454.SZ): 公司与腾讯云开展战略合作, 渠道拓展有积极突破 2021-02-01

一、公司主要财务指标

(一) 21H1 财务指标

营业收入25.9亿元，同比增加48.3%，去年同期17.4亿元；较19年增加65.9%，19年同期15.6亿元，2019H1-2021H1的营收CAGR为28.8%；

营业利润-2.4亿元，亏损同比扩大92.4%，去年同期-1.3亿元；较19年减少429.4%，19年同期7345万元；

归母净利-1.33亿元，亏损同比扩大5.8%，去年同期-1.26亿元；较19年减少298.9%，19年同期6685万元；

扣非归母-2.0亿元，亏损同比扩大10.1%，去年同期-1.8亿元；较19年减少1439.8%，19年同期1463万元；

预收款和合同负债合计金额9.7亿元，同比增加140.4%，去年同期4.0亿元；较2019年同期增加225.9%，2019年为3.0亿元，2019H1-2021H1的复合增速为80.5%；

毛利率为66.9%，同比2020年下降1.9PCT，同比2019年下降4.7PCT；

净利率为-5.1%，同比2020年下降2.1PCT，同比2019年下降9.4PCT。

销售费用10.8亿元，同比增加39.2%，主要由于报告期相比去年同期销售人员增加带来薪酬福利增加所致。去年同期受“新冠”疫情影响，销售费用增速放缓，而报告期随着国内疫情得到有效控制，公司业务正常推进，市场营销和差旅活动正常开展。

管理费用1.8亿元，同比增加45.6%，主要由于报告期相比去年同期职能类人员增加带来薪酬福利增加所致。

研发费用9.9亿元，同比增加55.5%，主要由于报告期相比去年同期研发人员增加带来薪酬福利增加所致。

网络安全业务收入14.4亿元，同比增加29.2%，较2019年同比增加47.8%，2019H1-2021H1复合增速为21.6%；毛利率为80.5%，毛利率同比增加0.11PCT；

云计算及IT基础架构业务收入8.8亿元，同比增加83.4%，较2019年同比增加122.0%，2019H1-2021H1复合增速为49.0%；毛利率为47.0%，毛利率同比增加1.5PCT；

基础网络和物联网业务收入2.6亿元，同比增加78.6%，较2019年同比增加41.4%，2019H1-2021H1复合增速为18.9%；毛利率为58.3%，毛利率同比增加

1.8PCT。

预收款和合同负债合计金额9.7亿元，同比增加140.4%，去年同期4.0亿元；较2019年同期增加225.9%，2019年为3.0亿元，2019H1-2021H1的复合增速为80.5%。

经营活动现金流量净额1.23亿元，去年同期为-1.22亿元；主要由于报告期业务规模扩大，销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期增加所致。

投资活动现金流量净额1.3亿元，去年同期为2359万元；主要由于报告期赎回理财产品，引起现金流入增加较多。

筹资活动现金流量净额为-4.2亿元，去年同期为2.4亿元；主要由于报告期偿还债务支付现金，而去年同期为取得借款收到现金。

表1：半年报财务数据

主要财务指标 (亿元)	2021H1	2020H1	2019H1
营业收入	25.86	17.44	15.59
营业成本	8.57	5.44	4.43
销售费用	10.81	7.77	6.86
管理费用 (不含研发费用)	1.83	1.26	0.80
研发费用	9.93	6.38	5.01
财务费用	-1.04	-0.61	-0.57
资产减值损失	0.00	-0.01	-
投资净收益	0.37	0.15	0.19
其他收益	1.74	1.51	1.72
归母净利润	-1.33	-1.26	0.67
扣非后归母净利润	-1.96	-1.78	0.15
YOY			
营业收入	48.26%	11.91%	32.27%
归母净利润	-5.81%	-287.97%	-46.46%
扣非后归母净利润	-10.11%	-1316.73%	-84.89%
主要比率			
毛利率	66.87%	68.80%	71.57%
销售费用	41.82%	44.55%	43.99%
管理费用 (不含研发费用)	7.09%	7.22%	5.11%
研发费用	38.39%	36.59%	32.14%
财务费用	-4.03%	-3.49%	-3.69%
净利率	-5.14%	-7.20%	4.29%
扣非归母净利率	-7.58%	-10.20%	0.94%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 21Q2 财务指标

营业收入14.9亿元，同比增加31.6%，去年同期11.4亿元；较19年增加62.9%，19年同期9.2亿元；

营业利润-8819万元，同比减少225.7%，去年同期7016万元；

归母净利-3688万元，同比减少154.2%，去年同期6804万元；

扣非归母-4397万元，同比减少259.3%，去年同期2761万元。

表2: 季度财务数据

财报数据 (亿元)	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1
营业收入	14.94	10.92	22.14	15.00	11.35	6.09
营业成本	4.91	3.66	6.36	4.58	3.39	2.05
销售费用	5.67	5.14	5.70	4.64	4.09	3.68
管理费用 (不含研发费用)	0.98	0.85	0.67	0.79	0.66	0.59
研发费用	5.12	4.81	4.74	3.97	3.30	3.09
财务费用	-0.45	-0.60	-0.40	-0.36	-0.24	-0.37
资产减值损失	0.02	-0.01	0.00	-0.01	0.00	-0.01
投资净收益	0.23	0.14	0.05	0.03	0.02	0.13
其他收益	0.74	0.99	1.39	0.78	0.51	0.99
归母净利润	-0.37	-0.96	7.40	1.95	0.68	-1.94
扣非归母净利润	-0.44	-1.52	6.70	1.85	0.28	-2.06
YoY						
营业收入	31.58%	79.37%	23.11%	21.68%	23.82%	-5.12%
归母公司净利润	-154.20%	50.40%	65.88%	-20.73%	-33.25%	-452.25%
扣非净利润	-259.26%	26.07%	54.76%	-20.81%	-61.94%	-254.95%
主要比率						
毛利率	67.16%	66.47%	71.27%	69.47%	70.14%	66.29%
销售费用率	37.97%	47.09%	25.76%	30.91%	36.05%	60.40%
管理费用率 (不含研发费用)	6.56%	7.82%	3.04%	5.23%	5.85%	9.77%
研发费用率	34.24%	44.07%	21.41%	26.46%	29.04%	50.68%
财务费用率	-2.98%	-5.46%	-1.79%	-2.40%	-2.12%	-6.06%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

预计21-23年业绩分别为2.29、3.01、3.87元/股。预计公司业务今年能有较好复苏,且经营层面有积极变化,维持上一篇报告的估值水平,21年17倍PS,合理价值为307.93元/股,维持“买入”评级。

公司股份支付费用对未来3年的利润增速有较大影响,现有激励计划下,预计21-23年的股份支付费用分别为3.3、1.2、0.4亿元。预计股权激励会成为常态化,22-23年股份支付会有所增加。

四、风险提示

云计算业务未来竞争格局不确定；需关注公司新品的推出和销售情况；需关注公司向上拓展行业客户的进展。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,671	5,247	7,264	9,835	13,136
货币资金	325	589	2,357	4,591	7,473
应收及预付	446	539	675	890	1,153
存货	201	180	300	396	520
其他流动资产	1,699	3,939	3,932	3,959	3,991
非流动资产	4,102	4,409	4,347	4,269	4,173
长期股权投资	29	30	30	30	30
固定资产	264	281	182	65	-69
在建工程	14	50	78	109	140
无形资产	271	293	301	310	317
其他长期资产	3,523	3,755	3,755	3,755	3,755
资产总计	6,772	9,656	11,610	14,105	17,309
流动负债	2,223	2,926	3,942	5,190	6,791
短期借款	0	322	0	0	0
应付及预收	772	439	836	1,016	1,370
其他流动负债	1,451	2,165	3,105	4,174	5,421
非流动负债	228	219	219	219	219
长期借款	0	10	10	10	10
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	228	209	209	209	209
负债合计	2,451	3,145	4,161	5,409	7,010
股本	409	414	414	414	414
资本公积	2,427	3,725	3,725	3,725	3,725
留存收益	1,844	2,576	3,524	4,770	6,373
归属母公司股东权益	4,321	6,511	7,450	8,696	10,299
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	6,772	9,656	11,610	14,105	17,309

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,145	1,318	2,156	2,275	2,907
净利润	759	809	948	1,246	1,603
折旧摊销	121	152	151	169	187
营运资金变动	394	622	1,089	910	1,182
其它	-129	-265	-31	-51	-65
投资活动现金流	-1,671	-2,179	-50	-41	-25
资本支出	-320	-228	-81	-82	-79
投资变动	-1,459	-2,019	0	0	0
其他	108	69	31	41	54
筹资活动现金流	224	1,127	-338	0	0
银行借款	0	316	-322	0	0
股权融资	286	899	0	0	0
其他	-62	-88	-17	0	0
现金净增加额	-302	266	1,768	2,234	2,882
期初现金余额	625	323	589	2,357	4,591
期末现金余额	323	587	2,357	4,591	7,473

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	42.3%	18.9%	37.3%	31.0%	29.6%
营业利润增长	28.4%	-3.6%	16.8%	31.5%	28.7%
归母净利润增长	25.8%	6.7%	17.1%	31.5%	28.7%
获利能力					
毛利率	72.2%	70.0%	66.8%	66.2%	65.8%
净利率	16.5%	14.8%	12.6%	12.7%	12.6%
ROE	17.6%	12.4%	12.7%	14.3%	15.6%
ROIC	11.9%	4.0%	13.4%	22.5%	63.8%
偿债能力					
资产负债率	36.2%	32.6%	35.8%	38.3%	40.5%
净负债比率	0.0%	3.4%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.20	1.79	1.84	1.90	1.93
速动比率	1.09	1.72	1.75	1.80	1.84
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.66	0.70	0.76	0.81
应收账款周转率	12.80	12.00	12.25	12.17	12.20
存货周转率	7.76	8.60	8.30	8.40	8.37
每股指标 (元)					
每股收益	1.86	1.96	2.29	3.01	3.87
每股经营现金流	2.80	3.18	5.21	5.50	7.03
每股净资产	10.57	15.73	18.00	21.01	24.89
估值比率					
P/E	61.64	126.80	115.21	87.63	68.11
P/B	10.83	15.76	14.66	12.56	10.60
EV/EBITDA	105.56	323.62	191.85	163.07	135.01

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,590	5,458	7,496	9,822	12,733
营业成本	1,277	1,638	2,490	3,323	4,353
营业税金及附加	53	63	87	114	148
销售费用	1,608	1,811	2,301	3,015	3,909
管理费用	192	272	300	393	509
研发费用	1,141	1,509	1,911	2,505	3,247
财务费用	-123	-137	-18	-60	-105
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	7	80	0	0	0
投资净收益	29	24	31	41	54
营业利润	789	761	888	1,169	1,504
营业外收支	2	5	8	10	12
利润总额	791	766	896	1,179	1,516
所得税	32	-44	-51	-68	-87
净利润	759	809	948	1,246	1,603
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	759	809	948	1,246	1,603
EBITDA	440	316	557	642	754
EPS (元)	1.86	1.96	2.29	3.01	3.87

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。
- 雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：高级分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。