

# 深信服 (300454)

证券研究报告

2021年08月21日

## 收入增速超预期，公司同时发布股权激励计划

### 事件：

公司发布 2021 年 H1 半年度报告，上半年实现营业收入 25.86 亿元，同比增长 48.26%，主要是由于云业务增速快，其中云计算和 IT 基础架构业务同比增速达到 83.36%。2021 年 H1 公司实现归母净利润-1.33 亿元，同比下降 5.81%；归母扣非净利润-1.96 亿元，主要是由于高增速的云计算业务毛利率较低，以及公司支付给员工的薪酬福利增加。

### 点评：

#### 1、H1 增速超市场预期 5~10%，预计云业务订单翻倍

上半年公司收入同比增加 48%、其中二季度收入同比增加 32%。在供应链影响交付的背景下，云业务依然表现突出。云计算及 IT 基础架构业务 H1 收入规模达到 8.8 亿元、同比增长 83.36%，其中桌面云和超融合均有贡献。尽管有内部资源调整的影响，网络安全业务营收同比增长 29%、H1 安全业务收入 14.43 亿元，仍然表现良好。

#### 2、现金流彰显业务高景气度，展望 H2 营收增速预计重回 40%以上

二季度供应链影响了公司的订单交付和收入确认，但仍可确认业务的高景气度。上半年经营活动现金流入增速达 53.22%。考虑到收入确认推迟至三季度、公司业务尤其是云业务的高景气度，预计 H2 营收增速有望重回 40%以上。

#### 3、毛利率表现亮眼，公司同时发布股权激励计划且已锁价

市场此前担心毛利率下滑，但半年报显示公司的云计算业务和网络安全业务毛利率均有提升，其中网络安全业务毛利率达到 80.54%、云计算业务毛利率达到 47.02%。这再度体现出公司在不利经营环境下的应变能力和传导能力，突显了公司的竞争力。此次公司同时发布激励计划（限制性股票），激励对象为核心技术和业务人员 1992 人，且已锁价 133.92 元。

**投资建议与盈利预测：**考虑到公司云业务的高增速，上调利润增速，预计 2021-2023 年收入增速分别为 45%/42%/39%，预测公司 2021-2023 年收入 79.15/112.39/156.22 亿元；考虑转型投入和激励成本，下调利润增速，我们预计 2021-2023 年归母净利润增速为 0%/10%/20%，归母利润 8.1/8.91/10.77 亿元。看好公司前景，调高到“买入”评级。

**风险提示：**供应链影响订单交付和收入确认；云计算业务增速不及预期

| 财务数据和估值     | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E     | 2023E     |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 4,589.90 | 5,458.40 | 7,914.67 | 11,238.84 | 15,621.98 |
| 增长率(%)      | 42.35    | 18.92    | 45.00    | 42.00     | 39.00     |
| EBITDA(百万元) | 1,605.46 | 1,913.40 | 499.00   | 385.10    | 404.82    |
| 净利润(百万元)    | 758.90   | 809.38   | 809.56   | 891.29    | 1,072.73  |
| 增长率(%)      | 25.80    | 6.65     | 0.02     | 10.10     | 20.36     |
| EPS(元/股)    | 1.83     | 1.96     | 1.96     | 2.15      | 2.59      |
| 市盈率(P/E)    | 154.34   | 144.71   | 144.68   | 131.41    | 109.18    |
| 市净率(P/B)    | 27.11    | 17.99    | 15.23    | 13.79     | 12.39     |
| 市销率(P/S)    | 25.52    | 21.46    | 14.80    | 10.42     | 7.50      |
| EV/EBITDA   | 25.78    | 49.67    | 215.69   | 276.59    | 257.03    |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 计算机/计算机应用 |
| 6 个月评级 | 买入（调高评级）  |
| 当前价格   | 283 元     |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| A 股总股本(百万股)   | 413.87        |
| 流通 A 股股本(百万股) | 266.33        |
| A 股总市值(百万元)   | 117,126.42    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 75,370.44     |
| 每股净资产(元)      | 15.82         |
| 资产负债率(%)      | 33.61         |
| 一年内最高/最低(元)   | 333.33/185.00 |

### 作者

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《深信服-季报点评:Q1 业绩超预期，重申云业务拐点逻辑》2021-04-29
- 《深信服-年报点评报告:年报符合预期，云业务拐点得到初步验证》2021-04-21
- 《深信服-公司点评:预计云业务超预期，中国私有云的潜在龙头》2021-02-08

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019            | 2020            | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 325.25          | 589.08          | 4,402.15         | 4,807.01         | 7,015.98         |
| 应收票据及应收账款        | 409.74          | 499.96          | 808.63           | 396.21           | 1,278.52         |
| 预付账款             | 36.04           | 39.03           | 45.03            | 88.46            | 100.31           |
| 存货               | 200.95          | 179.96          | 406.61           | 422.14           | 734.47           |
| 其他               | 1,588.96        | 2,263.63        | 1,604.06         | 1,890.04         | 2,019.05         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,560.94</b> | <b>3,571.66</b> | <b>7,266.47</b>  | <b>7,603.87</b>  | <b>11,148.33</b> |
| 长期股权投资           | 29.42           | 29.73           | 29.73            | 29.73            | 29.73            |
| 固定资产             | 264.15          | 281.07          | 309.55           | 349.56           | 383.49           |
| 在建工程             | 13.55           | 49.70           | 65.82            | 87.49            | 82.50            |
| 无形资产             | 271.16          | 293.02          | 280.55           | 268.08           | 255.61           |
| 其他               | 3,523.32        | 3,755.16        | 3,048.66         | 3,415.39         | 3,389.69         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>4,101.60</b> | <b>4,408.68</b> | <b>3,734.31</b>  | <b>4,150.26</b>  | <b>4,141.01</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>6,772.44</b> | <b>9,655.83</b> | <b>11,937.23</b> | <b>12,661.40</b> | <b>16,462.42</b> |
| 短期借款             | 0.00            | 321.61          | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付票据及应付账款        | 376.15          | 439.05          | 765.53           | 926.97           | 1,427.46         |
| 其他               | 1,847.32        | 2,165.25        | 3,272.99         | 3,028.06         | 5,369.68         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,223.46</b> | <b>2,925.91</b> | <b>4,038.51</b>  | <b>3,955.03</b>  | <b>6,797.14</b>  |
| 长期借款             | 0.00            | 10.00           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 228.00          | 208.97          | 207.42           | 214.80           | 210.39           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>228.00</b>   | <b>218.97</b>   | <b>207.42</b>    | <b>214.80</b>    | <b>210.39</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,451.46</b> | <b>3,144.88</b> | <b>4,245.93</b>  | <b>4,169.83</b>  | <b>7,007.54</b>  |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 股本               | 408.94          | 413.81          | 413.87           | 413.87           | 413.87           |
| 资本公积             | 2,426.68        | 3,724.95        | 3,974.10         | 3,974.10         | 3,974.10         |
| 留存收益             | 4,271.05        | 6,301.00        | 7,277.42         | 8,077.70         | 9,041.01         |
| 其他               | (2,785.70)      | (3,928.81)      | (3,974.10)       | (3,974.10)       | (3,974.10)       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>4,320.97</b> | <b>6,510.95</b> | <b>7,691.29</b>  | <b>8,491.57</b>  | <b>9,454.88</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6,772.44</b> | <b>9,655.83</b> | <b>11,937.23</b> | <b>12,661.40</b> | <b>16,462.42</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019              | 2020              | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 758.90            | 809.38            | 809.56          | 891.29          | 1,072.73        |
| 折旧摊销           | 120.87            | 151.92            | 27.87           | 30.79           | 33.54           |
| 财务费用           | (110.96)          | (124.42)          | (368.85)        | (690.69)        | (886.72)        |
| 投资损失           | (29.13)           | (23.16)           | (24.06)         | (24.06)         | (24.06)         |
| 营运资金变动         | (448.44)          | 658.28            | 1,469.36        | (5.49)          | 1,544.01        |
| 其它             | 853.73            | (154.11)          | (788.06)        | 369.88          | 16.10           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,144.97</b>   | <b>1,317.87</b>   | <b>1,125.82</b> | <b>571.73</b>   | <b>1,755.59</b> |
| 资本支出           | 457.74            | 228.16            | 61.55           | 72.62           | 54.40           |
| 长期投资           | 29.42             | 0.31              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (2,158.44)        | (2,406.98)        | 2,217.68        | (839.16)        | (378.33)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,671.28)</b> | <b>(2,178.51)</b> | <b>2,279.23</b> | <b>(766.54)</b> | <b>(323.93)</b> |
| 债权融资           | 0.00              | 331.61            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股权融资           | 324.93            | 1,608.64          | 835.58          | 704.35          | 900.39          |
| 其他             | (100.51)          | (813.47)          | (427.56)        | (104.67)        | (123.09)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>224.42</b>     | <b>1,126.78</b>   | <b>408.02</b>   | <b>599.68</b>   | <b>777.30</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(301.88)</b>   | <b>266.14</b>     | <b>3,813.07</b> | <b>404.87</b>   | <b>2,208.97</b> |

| 利润表(百万元)         | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E            | 2023E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>4,589.90</b> | <b>5,458.40</b> | <b>7,914.67</b> | <b>11,238.84</b> | <b>15,621.98</b> |
| 营业成本             | 1,276.66        | 1,638.37        | 2,375.63        | 3,373.40         | 4,689.02         |
| 营业税金及附加          | 53.44           | 63.50           | 96.84           | 133.03           | 185.93           |
| 营业费用             | 1,608.17        | 1,811.05        | 1,662.08        | 3,236.78         | 4,606.92         |
| 管理费用             | 191.53          | 271.82          | 404.44          | 769.86           | 929.51           |
| 研发费用             | 1,140.89        | 1,509.24        | 2,136.96        | 3,765.01         | 4,878.74         |
| 财务费用             | (123.40)        | (136.68)        | (368.85)        | (690.69)         | (886.72)         |
| 资产减值损失           | (0.67)          | (1.77)          | 3.60            | 0.39             | 0.74             |
| 公允价值变动收益         | 7.08            | 80.39           | (788.06)        | 369.88           | 16.10            |
| 投资净收益            | 29.13           | 23.69           | 24.06           | 24.06            | 24.06            |
| 其他               | (381.56)        | (561.81)        | 1,527.99        | (787.89)         | (80.32)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>788.62</b>   | <b>760.59</b>   | <b>839.98</b>   | <b>1,045.00</b>  | <b>1,258.00</b>  |
| 营业外收入            | 5.42            | 10.00           | 6.83            | 7.41             | 8.08             |
| 营业外支出            | 3.22            | 5.09            | 3.20            | 3.84             | 4.04             |
| <b>利润总额</b>      | <b>790.82</b>   | <b>765.50</b>   | <b>843.60</b>   | <b>1,048.57</b>  | <b>1,262.04</b>  |
| 所得税              | 31.92           | (43.87)         | 34.05           | 157.29           | 189.31           |
| <b>净利润</b>       | <b>758.90</b>   | <b>809.38</b>   | <b>809.56</b>   | <b>891.29</b>    | <b>1,072.73</b>  |
| 少数股东损益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>758.90</b>   | <b>809.38</b>   | <b>809.56</b>   | <b>891.29</b>    | <b>1,072.73</b>  |
| 每股收益(元)          | 1.83            | 1.96            | 1.96            | 2.15             | 2.59             |

| 主要财务比率         | 2019     | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 营业收入           | 42.35%   | 18.92%  | 45.00%  | 42.00%  | 39.00%  |
| 营业利润           | 28.40%   | -3.55%  | 10.44%  | 24.41%  | 20.38%  |
| 归属于母公司净利润      | 25.80%   | 6.65%   | 0.02%   | 10.10%  | 20.36%  |
| <b>获利能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 毛利率            | 72.19%   | 69.98%  | 69.98%  | 69.98%  | 69.98%  |
| 净利率            | 16.53%   | 14.83%  | 10.23%  | 7.93%   | 6.87%   |
| ROE            | 17.56%   | 12.43%  | 10.53%  | 10.50%  | 11.35%  |
| ROIC           | -282.58% | -61.69% | -42.04% | -16.67% | -14.90% |
| <b>偿债能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 36.20%   | 32.57%  | 35.57%  | 32.93%  | 42.57%  |
| 净负债率           | -7.53%   | -3.95%  | -57.24% | -56.61% | -74.20% |
| 流动比率           | 1.20     | 1.79    | 2.03    | 2.15    | 1.81    |
| 速动比率           | 1.11     | 1.73    | 1.93    | 2.05    | 1.70    |
| <b>营运能力</b>    |          |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 12.80    | 12.00   | 12.10   | 18.66   | 18.66   |
| 存货周转率          | 27.91    | 28.66   | 26.99   | 27.12   | 27.01   |
| 总资产周转率         | 0.77     | 0.66    | 0.73    | 0.91    | 1.07    |
| <b>每股指标(元)</b> |          |         |         |         |         |
| 每股收益           | 1.83     | 1.96    | 1.96    | 2.15    | 2.59    |
| 每股经营现金流        | 2.77     | 3.18    | 2.72    | 1.38    | 4.24    |
| 每股净资产          | 10.44    | 15.73   | 18.58   | 20.52   | 22.85   |
| <b>估值比率</b>    |          |         |         |         |         |
| 市盈率            | 154.34   | 144.71  | 144.68  | 131.41  | 109.18  |
| 市净率            | 27.11    | 17.99   | 15.23   | 13.79   | 12.39   |
| EV/EBITDA      | 25.78    | 49.67   | 215.69  | 276.59  | 257.03  |
| EV/EBIT        | 27.65    | 53.41   | 228.45  | 300.63  | 280.25  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |