

收入确认扰动业绩，合同负债彰显景气

深信服(300454)

评级:	买入	股票代码:	300454
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	333.33/185.0
目标价格:		总市值(亿)	847.44
最新收盘价:	204.78	自由流通市值(亿)	545.38
		自由流通股数(百万)	266.33

事件概述

10月27日，公司发布2021年三季报，前三季度实现营业收入43.8亿元，同比增长34.9%；实现归母净利润-1.3亿元，相比去年同期的6924.8万元，由盈转亏。拆分来看，单三季度公司实现营业收入17.9亿元，同比增长19.3%；实现归母净利润45万元，同比下降99.8%。

► 业务确认节奏 & 结构扰动收入端和毛利率水平，合同负债彰显下游景气度

1、收入端来看，Q3收入增长低于预期。2021Q1-Q3公司营收增速为34.9%，较H1的48.3%的增速明显下滑，即Q3单季度收入增长19.3%不及预期。我们判断，云计算及IT基础架构业务大概率增长稳定，主要问题或是安全业务。考虑去年Q3是网安业绩复苏高峰期、带来相应高基数，与此同时年内政府财政预算压力和Q3区域疫情问题一定程度导致安全业务确认递延，判断公司或在Q4集中推动业务确认。另一个值得关注的问题是，公司为匹配业务结构的持续调整，在Q3发起系统性对供应链管理变革，带来原材料采购、发货交付等环节的磨合阵痛，短期冲击与长期优化并存。

2、成本端来看，毛利率出现结构性扰动。2021Q1-Q3公司整体毛利率为54.3%，同比下降8.8个pct。公司毛利率的下降主要是收入结构变化导致，判断毛利率相对较低的云计算业务实现快速增长，较大程度拉低综合毛利率。具体而言，2021H1公司网络安全、云计算、IT基础架构业务的毛利率分别为80.53%、47.02%、58.26%，随着高毛利率的安全业务在Q4集中确认，综合毛利率下滑幅度区域收窄（考虑云业务占比的趋势性提升，或仍有小幅下滑）。此外，服务类业务快速增长带来收入递延加剧、芯片荒带来成本涨价压力也是影响因素，多因素共振导致公司毛利率短期扰动。

3、费用端来看，高研发投入仍旧是导致前三季度亏损的主要原因。2021Q1-Q3公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为39.4%、6.5%、35.4%，研发费用率相较于去年同期提升了3.5个pct。近三年来公司持续加大研发投入，Q3进一步推出：1)多云安全管理平台MCSP、2)云工作负载平台CWPP等新品，高频迭代和爆款频出正是持续强研发的结果。此外公司在Q3额外引入第三方咨询服务机构以提升研发效率，相关服务费增长较快。

4、合同负债来看，验证下游订单景气度高昂。2021Q3公司合同负债9.7亿元，较去年同期5.1亿元增长90.2%。若考虑加回合同负债，同口径下，2021Q1-Q3“营业收入+合同负债”为53.5亿元，相比去年同期的37.5亿元大幅增长42.7%，远高于34.9%的收入端增速，佐证下游订单景气度旺盛，收入确认问题无需过虑。

5、其他指标来看，公司仍在发力展业，全年预期乐观。其他可以验证公司业务进展的指标包括：1)2021Q3存货高达5.9亿元，同比暴增247.1%，验证项目进程和确认节奏问题，此外芯片荒也是导致存货激增的重要原因（预付材料款同步大增）；2)2021Q1-Q3经营性回款达到53.4亿元，同比大增35.2%（Q3单季度同比增长将近2亿元）。

► 21年股权激励短期影响表观利润，看好公司长期竞争力与成长性

2021年股权激励发布，提升员工士气和积极性。公司年内披露2021年限制性股票激励计划，拟向1992名激励对象授予限制性股票数量为530万股，占公司总股本的1.28%。业绩考核目标与去年相同，即以公司2020年营业收入值为基础，2021-2023年三个会计年度作为考核年度，营业收入增长率目标值为5%/10%/15%。我们认为，业绩考核标准的设置体现了公司股权激励的普适性和分享精神，未来3年有望超额完成目标。

股权激励摊销影响短期利润，利好公司长期竞争力的形成。摊销费用方面，本次激励计划需摊销6.57亿元，即2021-2024年分别为0.70\3.79\1.50\0.57亿元；叠加此前3次股权激励，则2021-2024年股权激励摊

销费用分别为 3.95\4.97\1.84\0.57 亿元，将对 2021 年和 2022 年业绩产生一定程度的冲击。我们认为，股权激励已是公司每年常规操作，虽然短期看，高额的摊销费用影响公司表观利润，但长期看，股权激励提升了员工的积极性和士气，有望提升公司产品竞争力和市场份额，快速做大做强。

	合计	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
2021年	6.56			0.70	3.79	1.50	0.57
2020年	4.56		0.74	2.51	0.97	0.34	
2019年	3.14	0.68	1.62	0.63	0.21		
2018年	1.20	0.79	0.30	0.11			
合计				3.95	4.97	1.84	0.57

投资建议

看好深信服云业务的高增长带来的业绩增量，维持对公司的盈利预测：预计 2021-2023 年公司营业收入为 80.0/113/153 亿元，同比增长分别为 46.5%/41.5%/35%；归母净利润为 11.5/15.2/20.3 亿元，同比增长 41.5%/32.3%/33.9%；EPS 分别为 2.77/3.66/4.90 元。2021 年 10 月 27 日股价为 204.78 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 74.0/55.9/41.8 倍。考虑安全业务和云业务的长期成长性，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 云计算市场拓展不及预期；
- 2) 安全产品客户接受度低；
- 3) 核心人才团队流失风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,590	5,458	7,996	11,317	15,274
YoY (%)	42.3%	18.9%	46.5%	41.5%	35.0%
归母净利润(百万元)	759	809	1,145	1,515	2,028
YoY (%)	25.8%	6.7%	41.5%	32.3%	33.9%
毛利率 (%)	72.2%	70.0%	70.4%	68.9%	67.7%
每股收益 (元)	1.83	1.96	2.77	3.66	4.90
ROE	17.6%	12.4%	15.0%	16.5%	18.1%
市盈率	111.66	104.70	74.01	55.94	41.79

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,458	7,996	11,317	15,274	净利润	809	1,145	1,515	2,028
YoY (%)	18.9%	46.5%	41.5%	35.0%	折旧和摊销	152	95	135	153
营业成本	1,638	2,365	3,518	4,937	营运资金变动	622	965	1,301	1,532
营业税金及附加	63	98	134	182	经营活动现金流	1,318	2,006	2,682	3,290
销售费用	1,811	2,719	3,848	5,193	资本开支	-228	-34	-149	-97
管理费用	272	559	715	915	投资	-2,019	-2,357	-2,577	-2,758
财务费用	-137	55	53	19	投资活动现金流	-2,179	-2,071	-2,274	-2,244
资产减值损失	-2	-87	-96	-87	股权募资	899	0	0	0
投资收益	24	320	453	611	债务募资	316	2,239	89	196
营业利润	761	1,119	1,481	1,970	筹资活动现金流	1,127	2,175	-25	76
营业外收支	5	29	26	18	现金净流量	264	2,111	383	1,122
利润总额	766	1,148	1,507	1,988	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-44	3	-7	-40	成长能力				
净利润	809	1,145	1,515	2,028	营业收入增长率	18.9%	46.5%	41.5%	35.0%
归属于母公司净利润	809	1,145	1,515	2,028	净利润增长率	6.7%	41.5%	32.3%	33.9%
YoY (%)	6.7%	41.5%	32.3%	33.9%	盈利能力				
每股收益	1.96	2.77	3.66	4.90	毛利率	70.0%	70.4%	68.9%	67.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	14.8%	14.3%	13.4%	13.3%
货币资金	589	2,700	3,083	4,205	总资产收益率 ROA	8.4%	7.9%	8.5%	9.1%
预付款项	39	52	87	116	净资产收益率 ROE	12.4%	15.0%	16.5%	18.1%
存货	180	328	476	632	偿债能力				
其他流动资产	4,439	7,049	9,956	13,154	流动比率	1.79	1.55	1.61	1.68
流动资产合计	5,247	10,129	13,602	18,107	速动比率	1.72	1.49	1.54	1.61
长期股权投资	30	30	30	30	现金比率	0.20	0.41	0.37	0.39
固定资产	281	232	252	280	资产负债率	32.6%	46.9%	48.6%	49.6%
无形资产	293	293	292	201	经营效率				
非流动资产合计	4,409	4,289	4,234	4,109	总资产周转率	0.57	0.55	0.63	0.69
资产合计	9,656	14,418	17,836	22,216	每股指标 (元)				
短期借款	322	2,560	2,649	2,845	每股收益	1.96	2.77	3.66	4.90
应付账款及票据	439	684	999	1,385	每股净资产	15.73	18.50	22.16	27.06
其他流动负债	2,165	3,299	4,798	6,569	每股经营现金流	3.18	4.85	6.48	7.95
流动负债合计	2,926	6,543	8,446	10,798	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10	10	10	10	估值分析				
其他长期负债	209	209	209	209	PE	104.70	74.01	55.94	41.79
非流动负债合计	219	219	219	219	PB	15.76	14.73	12.30	10.07
负债合计	3,145	6,762	8,665	11,017					
股本	414	414	414	414					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	6,511	7,656	9,171	11,199					
负债和股东权益合计	9,656	14,418	17,836	22,216					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，4年证券研究经验，主要覆盖云计算、网络安全、人工智能那个、金融科技等研究方向。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。