

营业收入增速放缓，云计算业务占比提高

——深信服(300454.SZ)2021年三季度点评

买入|上调

事件：

公司于2021年10月27日晚发布《2021年第三季度报告》。

点评：

● 营业收入呈现稳健增长态势，加强芯片备货抵御环境变动

第三季度，公司实现营业收入17.90亿元，同比增长19.32%，收入增速放缓的原因是公司销售节奏变化，且公司启动了供应链管理变革，原材料采购、发货交付等仍在磨合过程中。前三季度，公司实现营业收入43.76亿元，同比增长34.88%，主要原因是去年同期收入受疫情影响。由于云计算业务收入占比提高、公司战略转型等原因，公司目前仍处于亏损状态，前三季度归母净利润为-1.33亿元。在全球芯片供应紧张的市场大环境下，公司策略性备货，预付材料款与存货大幅增加。三季度末，公司预付款项为5701.36万元，同比增长46.08%；存货为5.86亿元，同比增长225.53%。

● 加强市场营销与研发管理水平，云安全产品推陈出新

公司提升人员薪酬福利、加强市场营销活动，并引入咨询服务机构提升管理与研发效率。前三季度，公司销售费用为17.23亿元，同比增长38.89%；管理费用为2.85亿元，同比增长39.56%；研发费用为15.50亿元，同比增长49.71%。9月23日，公司正式发布“面向未来、持续生长”的下一代云安全能力矩阵，推出多云安全平台MCSP和云主机安全保护平台CWPP两款云安全新品，助力用户构建混合多云时代下简单有效的安全体系。

● 拟发行可转债募资12.15亿元，有望进一步巩固技术优势

2021年9月，公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券预案》，募集资金总额不超过12.15亿元，拟用于长沙网络安全与云计算研发基地建设项目(5.14亿元)、软件定义IT基础架构项目(7.01亿元)。研发基地项目完成后将有效解决公司办公资源紧张、人员办公密度较高的问题，以满足公司日益增长的研发、运营需求。软件定义IT基础架构项目是在公司已有云计算相关技术、产品的基础上进行的升级研发，是现有业务的延伸和拓展。通过募投项目的实施，公司将进一步提升研发实力与创新能力。

● 投资建议与盈利预测

公司主要聚焦网络安全和云计算行业，围绕客户的实际需求，加大研发投入，不断更新迭代既有产品和解决方案，未来持续成长空间广阔。参考《2021年第三季度报告》，小幅下调公司2021-2023年营业收入预测至72.78、96.62、126.15亿元，下调归母净利润预测至9.67、12.74、16.84亿元，EPS为2.34、3.08、4.07元/股，对应PE为87.63、66.52、50.32倍。公司所处的云计算和网络安全行业处于快速发展期，公司投入的研发等费用较多，导致净利润率偏低，因此，采用PS估值法较为合理。过去三年，公司PS主要运行在10-26倍之间，考虑到公司的成长性和行业的景气度，小幅下调公司2021年的目标PS至18倍，对应的目标价为316.56元。考虑到目前的股价距目标价空间较大，上调至“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；云计算业务推进不及预期；超融合市场竞争加剧；新产品研发进度及推广不及预期等。

当前价/目标价：204.78元/316.56元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：324.0/189.11

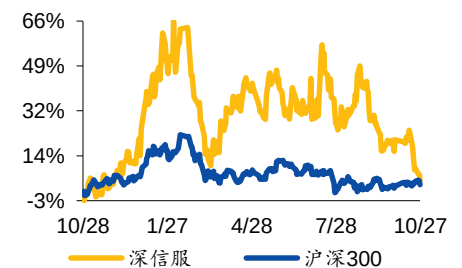
A股流通股(百万股)：266.33

A股总股本(百万股)：413.83

流通市值(百万元)：54538.37

总市值(百万元)：84744.49

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-深信服(300454.SZ)2021年半年度报告点评：云与安全双轮驱动，股权激励护航成长》
2021.08.20

《国元证券行业研究-网络安全行业点评报告：网络安全政策频出，行业景气持续上行》2021.07.13

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

分析师 陈图南

执业证书编号 S0020521090001

电话 021-51097188

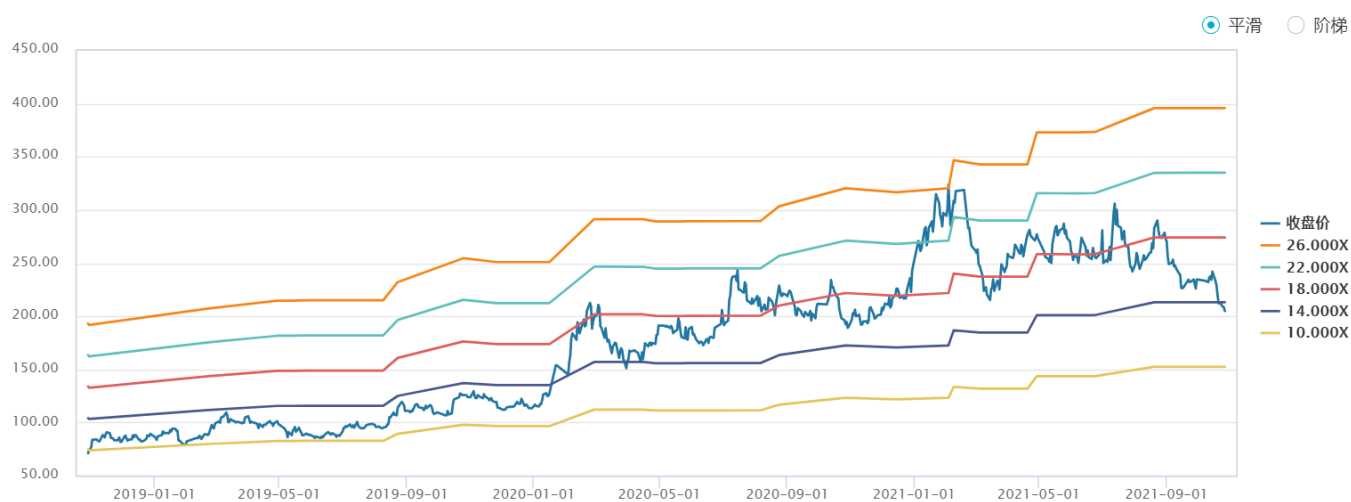
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4589.90	5458.40	7277.91	9661.80	12615.02
收入同比(%)	42.35	18.92	33.33	32.76	30.57
归母净利润(百万元)	758.90	809.38	967.03	1273.95	1684.07
归母净利润同比(%)	25.80	6.65	19.48	31.74	32.19
ROE(%)	17.56	12.43	13.07	14.86	16.62
每股收益(元)	1.83	1.96	2.34	3.08	4.07
市盈率(P/E)	111.66	104.70	87.63	66.52	50.32

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：深信服过去三年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2670.83	5247.15	6437.85	7820.20	9666.23
现金	325.25	589.08	1319.40	2139.45	3364.29
应收账款	393.99	493.57	655.76	864.07	1119.33
其他应收款	37.59	88.30	114.26	146.86	184.18
预付账款	36.04	39.03	50.98	66.03	83.36
存货	200.95	179.96	241.54	318.59	413.62
其他流动资产	1677.02	3857.21	4055.91	4285.19	4501.46
非流动资产	4101.60	4408.68	4476.68	4674.35	4838.38
长期投资	29.42	29.73	30.17	30.46	30.82
固定资产	264.15	281.07	284.85	292.84	306.39
无形资产	271.16	293.02	303.05	314.28	326.81
其他非流动资产	3536.87	3804.86	3858.60	4036.76	4174.35
资产总计	6772.44	9655.83	10914.53	12494.55	14504.61
流动负债	2223.46	2925.91	3272.58	3649.81	4071.76
短期借款	0.00	321.61	343.27	359.86	371.25
应付账款	376.15	439.05	589.52	775.36	1002.93
其他流动负债	1847.32	2165.25	2339.79	2514.59	2697.58
非流动负债	228.00	218.97	245.69	269.75	299.90
长期借款	0.00	10.00	10.00	10.00	10.00
其他非流动负债	228.00	208.97	235.69	259.75	289.90
负债合计	2451.46	3144.88	3518.28	3919.56	4371.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	408.94	413.82	413.82	413.82	413.82
资本公积	2426.68	3724.95	3724.95	3724.95	3724.95
留存收益	1844.37	2576.04	3460.31	4637.56	6194.23
归属母公司股东权益	4320.97	6510.95	7396.26	8574.99	10132.94
负债和股东权益	6772.44	9655.83	10914.53	12494.55	14504.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1144.97	1317.87	1130.94	1354.96	1686.20
净利润	758.90	809.38	967.03	1273.95	1684.07
折旧摊销	120.87	151.92	178.08	258.75	162.72
财务费用	-123.40	-136.68	4.26	-2.73	-12.40
投资损失	-29.13	-23.69	-24.31	-25.68	-26.97
营运资金变动	267.38	324.76	-56.26	-141.10	-149.75
其他经营现金流	150.35	192.18	62.15	-8.23	28.54
投资活动现金流	-1671.28	-2178.51	-336.31	-459.00	-359.04
资本支出	322.31	228.75	123.27	216.53	127.58
长期投资	1459.05	2018.99	24.99	45.60	43.97
其他投资现金流	110.09	69.22	-188.05	-196.87	-187.49
筹资活动现金流	224.42	1126.78	-64.32	-75.90	-102.33
短期借款	0.00	321.61	21.66	16.59	11.39
长期借款	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	5.81	4.87	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	404.31	1298.28	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-185.70	-507.98	-85.98	-92.49	-113.72
现金净增加额	-301.19	263.76	730.31	820.06	1224.83

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4589.90	5458.40	7277.91	9661.80	12615.02
营业成本	1276.66	1638.37	2207.12	2921.47	3806.20
营业税金及附加	53.44	63.50	84.42	112.08	146.33
营业费用	1608.17	1811.05	2296.91	3121.73	4022.93
管理费用	191.53	271.82	339.88	440.58	568.94
研发费用	1140.89	1509.24	1787.08	2196.86	2768.42
财务费用	-123.40	-136.68	4.26	-2.73	-12.40
资产减值损失	-0.67	-1.77	-1.71	-1.68	-1.65
公允价值变动收益	7.08	80.39	8.60	9.12	9.78
投资净收益	29.13	23.69	24.31	25.68	26.97
营业利润	788.62	760.59	973.37	1283.41	1696.92
营业外收入	5.42	10.00	12.01	13.45	14.86
营业外支出	3.22	5.09	6.31	7.69	8.64
利润总额	790.82	765.50	979.07	1289.17	1703.14
所得税	31.92	-43.87	12.04	15.21	19.08
净利润	758.90	809.38	967.03	1273.95	1684.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	758.90	809.38	967.03	1273.95	1684.07
EBITDA	786.10	775.84	1155.70	1539.42	1847.24
EPS (元)	1.86	1.96	2.34	3.08	4.07

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	42.35	18.92	33.33	32.76	30.57
营业利润(%)	28.40	-3.55	27.98	31.85	32.22
归属母公司净利润(%)	25.80	6.65	19.48	31.74	32.19
获利能力					
毛利率(%)	72.19	69.98	69.67	69.76	69.83
净利率(%)	16.53	14.83	13.29	13.19	13.35
ROE(%)	17.56	12.43	13.07	14.86	16.62
偿债能力					
资产负债率(%)	36.20	32.57	32.23	31.37	30.14
净负债比率(%)	0.00	10.54	10.04	9.44	8.72
流动比率	1.20	1.79	1.97	2.14	2.37
速动比率	1.11	1.73	1.89	2.05	2.27
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.66	0.71	0.83	0.93
应收账款周转率	11.79	11.13	11.56	11.61	11.62
应付账款周转率	4.00	4.02	4.29	4.28	4.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.83	1.96	2.34	3.08	4.07
每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	3.18	2.73	3.27	4.07
每股净资产(最新摊薄)	10.44	15.73	17.87	20.72	24.49
估值比率					
P/E	111.66	104.70	87.63	66.52	50.32
P/B	19.61	13.02	11.46	9.88	8.36
EV/EBITDA	100.63	101.96	68.45	51.39	42.82

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188