

➤ **事件：**1月25日，公司发布2021年年度业绩预告，2021年预计实现营收67.07亿元-68.16亿元，同比增加22.87%-24.87%；实现归母净利润2.41亿元-3.09亿元，同比减少61.82%-70.22%；扣非归母净利润1.01亿元-1.69亿元，同比减少75.05%-85.09%。

➤ **下游客户预算受限+公司坚持长期战略映射至收入增速放缓。**2021年公司利润相比收入增速下滑较为明显，一方面由于疫情等不可抗力因素，导致客户的预算无法按需投入至网络安全建设；另一方面，云转型带来的毛利率和费用端的“一降一升”为短期阵痛。公司长期战略目标将转向云计算为核心的XaaS模式，毛利率较低的云计算从收入占比上逐步提高，导致整体毛利率下滑；而渠道和研发双端与转型战略的推进同步进行，确保“研发-销售-反馈-更新”的闭环完善落地，进一步加强公司的核心竞争力。

➤ **坚持 XaaS 为核心，未来有望全面转向订阅制。**公司自身业务以基础设施即服务的托管云、安全即服务的 SASE 架构的 SangforAccess、桌面即服务的桌面云 aDesk 和运维管理即服务的 MSS 等为主。可以清晰的看出“一切即服务”的 XaaS 核心战略方向，在数字化转型的大背景下，企业上云并以私有云和混合云为主的格局将为重要主线，公司专注于服务模式符合整体脉络，有望完成前端末梢服务的全覆盖。

➤ **投资建议：**网络安全的主线逻辑将伴随数字化转型的浪潮下，由“成本侧+合规推动”升华至“产品力+末梢服务”为主，客户主动建设意愿相较传统将有较大提升。深信服作为行业内具备完善渠道服务的稀缺厂商，叠加自身优秀研发能力，未来有望迅速打开网安新格局。根据公司2021年业绩预告，我们调整前期预测值，预计2021-2023年公司收入分别为67.49/95.30/127.04亿，归母净利润分别为3.11/7.05/13.89亿元。22/23年对应PE为91X与46X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**云化转型不及预期；疫情反复持续导致下游客户预算受限；渠道建设不及预期。

推荐
维持评级
当前价格：
154.00 元

分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

- 1.深信服(300454)2021年三季报点评：季度收入增速放缓，磨练内功聚焦长期发展
- 2.深信服(300454):云计算业务增速亮眼，股权激励绑定人才
- 3.深信服(300454.SZ)2021年一季报点评：收入端显著增长，现金流表现靓丽
- 4.深信服(300454.SZ)2020年报点评：疫情影响下保持坚韧，期待未来高速增长
- 5.深信服(300454):营收持续增长，研发投入加大短期压制利润

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,458	6,749	9,530	12,704
增长率(%)	18.9	23.7	41.2	33.3
归属母公司股东净利润(百万元)	809	311	705	1,389
增长率(%)	6.7	-61.6	126.9	97.1
每股收益(元)	2.01	0.75	1.70	3.34
PE	77	206	91	46
PB	15.8	9.3	8.4	7.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年1月28日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,458	6,749	9,530	12,704
营业成本	1,638	2,118	2,944	3,840
营业税金及附加	63	78	111	147
销售费用	1,811	2,463	3,416	4,350
管理费用	272	393	497	633
研发费用	1,509	2,100	2,882	3,745
EBIT	679	67	354	873
财务费用	-137	-229	-332	-476
资产减值损失	-2	-2	-1	-1
投资收益	24	34	48	64
营业利润	761	296	685	1,349
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	766	296	685	1,349
所得税	-44	-14	-20	-40
净利润	809	311	705	1,389
归属于母公司净利润	809	311	705	1,389
EBITDA	831	161	447	945

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	589	885	2,405	4,670
应收账款及票据	500	567	798	1,062
预付款项	39	53	74	96
存货	180	467	570	639
其他流动资产	3,939	3,943	3,981	4,025
流动资产合计	5,247	5,915	7,828	10,492
长期股权投资	30	30	30	30
固定资产	281	187	124	103
无形资产	293	293	293	293
非流动资产合计	4,409	4,395	4,412	4,470
资产合计	9,656	10,310	12,239	14,962
短期借款	322	0	0	0
应付账款及票据	439	580	807	1,052
其他流动负债	2,165	2,592	3,585	4,664
流动负债合计	2,926	3,173	4,391	5,716
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	209	209	209	209
非流动负债合计	219	219	219	219
负债合计	3,145	3,392	4,610	5,935
股本	414	416	416	416
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,511	6,918	7,629	9,027
负债和股东权益合计	9,656	10,310	12,239	14,962

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.92	23.65	41.20	33.30
EBIT 增长率	-9.83	-90.10	426.40	146.84
净利润增长率	6.65	-61.62	126.92	97.06
盈利能力 (%)				
毛利率	69.98	68.61	69.10	69.78
净利率	14.83	4.60	7.40	10.94
总资产收益率 ROA	8.38	3.01	5.76	9.28
净资产收益率 ROE	12.43	4.49	9.24	15.39
偿债能力				
流动比率	1.79	1.86	1.78	1.84
速动比率	1.15	1.17	1.25	1.41
现金比率	0.20	0.28	0.55	0.82
资产负债率 (%)	32.57	32.90	37.67	39.67
经营效率				
应收账款周转天数	33.00	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	40.09	80.00	70.00	60.00
总资产周转率	0.57	0.65	0.78	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	0.75	1.70	3.34
每股净资产	15.73	16.64	18.35	21.72
每股经营现金流	3.18	1.39	3.81	5.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	77	206	91	46
PB	15.8	9.3	8.4	7.1
EV/EBITDA	123.26	392.66	137.81	62.84
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	809	311	705	1,389
折旧和摊销	152	94	93	71
营运资金变动	622	211	846	952
经营活动现金流	1,318	579	1,583	2,332
资本开支	-228	-80	-110	-130
投资	-2,019	0	0	0
投资活动现金流	-2,179	-46	-62	-66
股权募资	899	92	0	0
债务募资	316	-322	0	0
筹资活动现金流	1,127	-238	-1	-1
现金净流量	264	296	1,520	2,265

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001