

深信服（300454.SZ）——2021 年年报点评

高投入转型阵痛，云化是未来突破口

买入

核心观点

2021 业绩下滑较大，现金流和合同负债表现稳定。2021 年公司实现收入 68.05 亿元（+24.67%），归母净利润 2.73 亿元（-66.29%），扣非归母净利润 1.31 亿元（-80.66%）。单 Q4 来看，公司实现收入 24.29 亿元（+9.70%），归母净利润 4.05 亿元（-45.23%），扣非归母净利润 3.45 亿元（-48.52%）。公司经营性现金流入为 87.04 亿元（+24.71%），经营活动现金净流量为 9.91 亿元（-24.77%），依然保持较高水平。净现金流下滑主要系购买商品、接收劳务支付，以及员工薪酬增长过大。公司存货达到 3.50 亿元（+94%），主要是原材料备货大幅增长，公司进行策略性备货。公司合同负债为 11.57 亿元（+60%），依然保持较快增长。

安全业务增速放缓，云化是未来突破口。2021 年安全业务放缓，主要是资源投入错配，在政府及事业单位领域投入较多资源，产出不及预期；同时 XaaS 战略在 2021 年落地效果未能充分体现。从公司核心安全产品来看，无论是 vpn，行为管理，防火墙，应用交付等依然保持了龙头的行业格局和竞争优势，2022 年产品升级背景下，全面转云值得期待。例如公司防火墙首次进入 Gartner 远见者象限，发布全新架构 Sangfor OS，重构底层逻辑，将性能提升数倍，有望再次提振性价比优势。云安全领域，公司发布多云安全管理平台 MCSP、云主机安全 CWPP、容器安全等多款产品；SASE 也逐渐成熟，公司近期发布 3.0 版本，截止 2022 年 3 月，全球部署近 40 个 POP 点服务，覆盖中国最主要的一二线城市，合计带宽资源超 150G，服务超过 20 万在线用户。

超融合和云桌面份额提升，托管云是差异化。公司超融合常年排名第三，2021 年份额达到 14.5%，比 20 年 13.1% 有所提升。云桌面常年排名第二，2021 年提升为第一，市场份额达到 41.7%。2021 年超融合行业增长 41.1%，整体保持了较快增长势头。公司在云计算领域发布大数据智能平台 aBDI、数据库管理平台 DMP 等多款产品，并创造性提出托管云方案，实现从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化的转变。托管云为客户提供了第三种上云选择，可以兼顾公有云快捷方便的上云体验，以及私有云的专属资源及服务响应，成为公司云计算在超融合之外的主要差异化。结合 sase 安全领域的云转型，融合边缘架构背景下，能和托管云业务形成广泛协同。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 88.71/114.92/145.30 亿元，增速分别为 30%/30%/26%，归母净利润 5.72/9.38/12.12 亿元，对应当前 PE 为 72/44/34 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,458	6,805	8,871	11,492	14,530
(+/-%)	18.9%	24.7%	30.4%	29.5%	26.4%
净利润(百万元)	809	273	572	938	1212
(+/-%)	6.7%	-66.3%	109.7%	63.9%	29.2%
每股收益(元)	1.96	0.66	1.38	2.26	2.91
EBIT Margin	3.0%	-6.0%	0.8%	3.2%	3.9%
净资产收益率 (ROE)	12.4%	3.7%	7.4%	11.3%	13.2%
市盈率 (PE)	50.8	151.4	72.2	44.1	34.1
EV/EBITDA	148.4	-176.3	378.2	108.9	77.0
市净率 (PB)	6.32	5.66	5.37	4.96	4.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

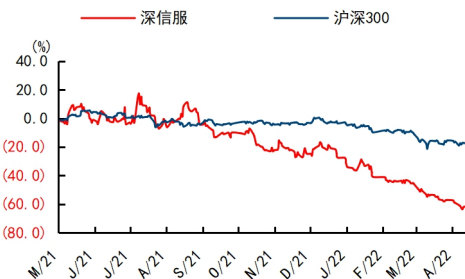
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	99.40 元
总市值/流通市值	41350/26937 百万元
52 周最高价/最低价	320.88/93.53 元
近 3 个月日均成交额	338.41 百万元

市场走势



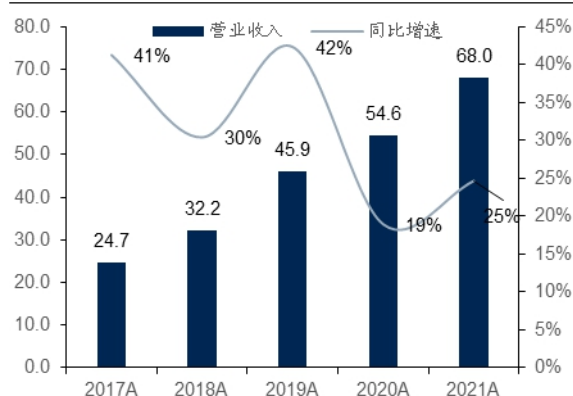
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《深信服-300454-2021 三季报点评：三季报增速放缓，坚定 XaaS 战略不改长期信心》——2021-10-29
- 《深信服-300454-2021 年中报点评：中报整体符合预期，云计算高质量高成长》——2021-08-20
- 《深信服-300454-2021 年一季报点评：一季报超预期，现金流和合同负债高增长》——2021-04-30
- 《深信服-300454-2020 年报点评：现金流验证成长质量，全面云化有望加速》——2021-04-21
- 《深信服-300454-2020 年业绩快报点评：整体业绩符合预期，看好 21 年开启全面云化高增长》——2021-02-08

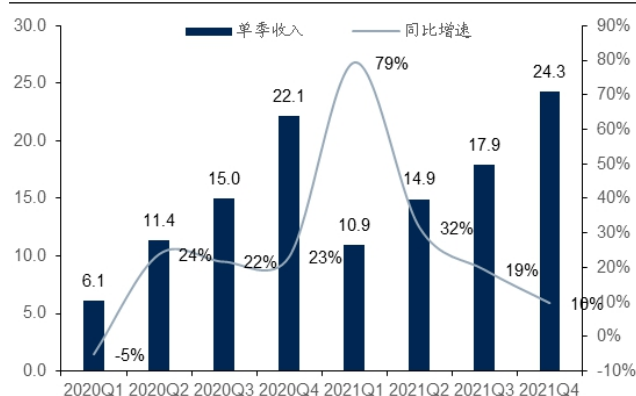
整体收入稳定增长，投入加大至利润下滑较大。。2021 年公司实现收入 68.05 亿元（+24.67%），归母净利润 2.73 亿元（-66.29%），扣非归母净利润 1.31 亿元（-80.66%）。单 Q4 来看，公司实现收入 24.29 亿元（+9.70%），归母净利润 4.05 亿元（-45.23%），扣非归母净利润 3.45 亿元（-48.52%）。公司当前积极向 XaaS 战略转型，安全业务增速放缓，云计算毛利率下滑，叠加较高的费用投入，导致了 2021 年整体业绩下滑较大。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



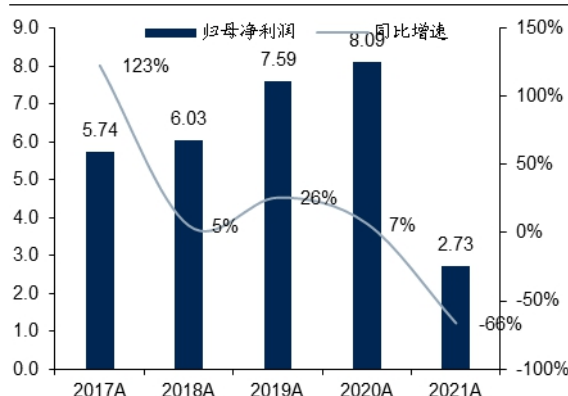
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



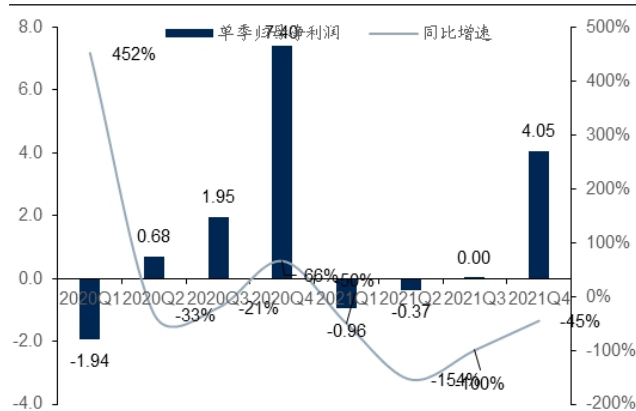
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

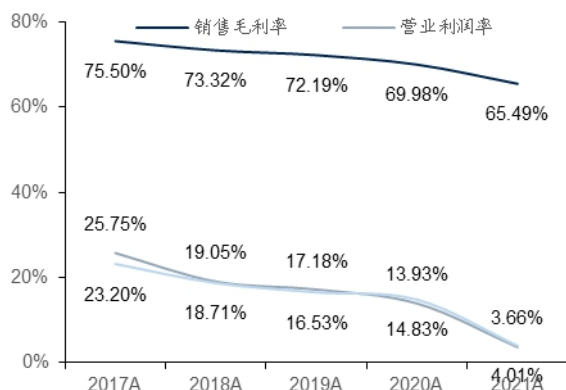
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

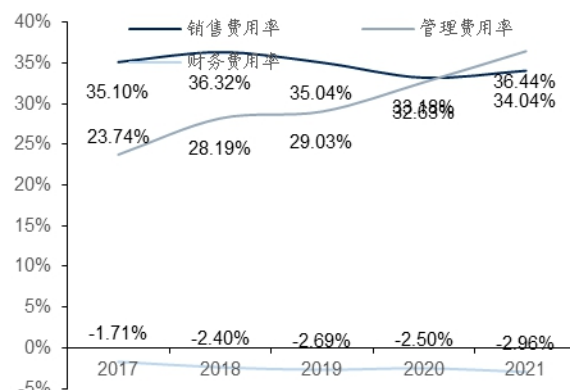
公司整体毛利率为 65.49%，下降 4.49pct。分产品看，网络安全业务收入 36.89 亿元（+10.15%），毛利率 80.84%，保持稳定；云计算业务收入 23.79 亿元（+49.53%），毛利率 44.14%，下降 5.01 个 pct；基础网络和物联网业务 7.37 亿元（+42.15%），毛利率 57.61%，保持稳定。公司 2021 年底人员达到 8897 人（+17.79%），其中研发人员增长 17.63%。研发、管理、销售费用增长分别为 38.34%、44.04%、27.91%，均高于收入增速，尤其研发费用率提升了 3.03pct。根据前期数次股权激励摊销累计，2021 年激励摊销达到 4.06 亿元，导致费用均呈现上升。公司 2021 年净利率下滑 10 个百分点以上，与毛利率下滑，费用率增加基本匹配。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

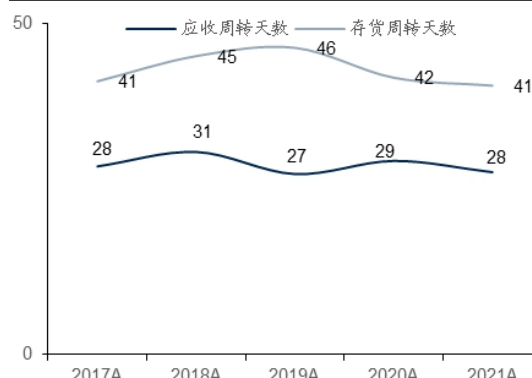
公司经营性现金流入为 87.04 亿元（+24.71%），经营活动现金净流量为 9.91 亿元（-24.77%），依然保持较高水平。净现金流下滑主要系购买商品、接收劳务支付，以及员工薪酬增长过大。公司存货达到 3.50 亿元（+94%），主要是原材料备货大幅增长，公司进行策略性备货。公司合同负债为 11.57 亿元（+60%），依然保持较快增长。

图7：公司经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：预计 2022-2024 年营业收入为 88.71/114.92/145.30 亿元，增速分别为 30%/30%/26%，归母净利润 5.72/9.38/12.12 亿元，对应当前 PE 为 72/44/34 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
300454	深信服	99.40	413.16	0.7	1.4	2.3	2.9	151.4	72.2	44.1	34.1	3.7	0.66	买入
002439	启明星辰	19.68	183.73	0.9	1.2	1.5	1.8	21.4	17.0	13.4	10.9	12.8	0.66	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	589	579	1591	2987	4698	营业收入	5458	6805	8871	11492	14530
应收款项	588	699	911	1180	1492	营业成本	1638	2348	3180	4206	5398
存货净额	180	350	496	656	843	营业税金及附加	63	66	86	111	141
其他流动资产	316	379	494	640	809	销售费用	1811	2317	2750	3447	4214
流动资产合计	5247	5266	6751	8721	11101	管理费用	272	392	455	471	593
固定资产	331	485	516	542	561	研发费用	1509	2088	2333	2884	3618
无形资产及其他	293	283	273	262	252	财务费用	(137)	(201)	(24)	(55)	(94)
投资性房地产	3755	4551	4551	4551	4551	投资收益	24	66	50	50	50
长期股权投资	30	365	415	465	515	资产减值及公允价值变动	82	11	(20)	(20)	(20)
资产总计	9656	10950	12506	14542	16980	其他收入	(1156)	(1711)	(1883)	(2404)	(3098)
短期借款及交易性金融负债	322	100	50	50	50	营业利润	761	249	571	937	1211
应付款项	439	408	577	763	981	营业外净收支	5	7	1	1	1
其他流动负债	2165	2650	3420	4355	5476	利润总额	766	256	572	938	1212
流动负债合计	2926	3158	4047	5168	6507	所得税费用	(44)	(16)	0	0	0
长期借款及应付债券	10	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	209	488	766	1045	1324	归属于母公司净利润	809	273	572	938	1212
长期负债合计	219	488	766	1045	1324	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3145	3646	4813	6213	7830	净利润	809	273	572	938	1212
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	13	6	1	1
股东权益	6511	7305	7693	8328	9150	折旧摊销	134	150	54	65	71
负债和股东权益总计	9656	10950	12506	14542	16980	公允价值变动损失	(82)	(11)	20	20	20
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(137)	(201)	(24)	(55)	(94)
每股收益	1.96	0.66	1.38	2.26	2.91	营运资本变动	(149)	(394)	751	826	950
每股红利	0.20	0.21	0.44	0.73	0.94	其它	(1)	(13)	(6)	(1)	(1)
每股净资产	15.73	17.57	18.50	20.03	22.01	经营活动现金流	712	19	1398	1849	2253
ROIC	11.06%	-5.79%	3%	15%	31%	资本开支	0	(316)	(101)	(101)	(101)
ROE	12.43%	3.74%	7%	11%	13%	其它投资现金流	(2032)	315	0	0	0
毛利率	70%	65%	64%	63%	63%	投资活动现金流	(2032)	(337)	(151)	(151)	(151)
EBIT Margin	3%	-6%	1%	3%	4%	权益性融资	(2)	196	0	0	0
EBITDA Margin	5%	-4%	1%	4%	4%	负债净变化	10	(10)	0	0	0
收入增长	19%	25%	30%	30%	26%	支付股利、利息	(82)	(88)	(184)	(302)	(390)
净利润增长率	7%	-66%	110%	64%	29%	其它融资现金流	1730	308	(50)	0	0
资产负债率	33%	33%	38%	43%	46%	融资活动现金流	1584	308	(235)	(302)	(390)
股息率	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	现金净变动	264	(10)	1012	1396	1712
P/E	50.8	151.4	72.2	44.1	34.1	货币资金的期初余额	325	589	579	1591	2987
P/B	6.3	5.7	5.4	5.0	4.5	货币资金的期末余额	589	579	1591	2987	4698
EV/EBITDA	148.4	(176.3)	378.2	108.9	77.0	企业自由现金流	0	(991)	772	1162	1487
						权益自由现金流	0	(693)	745	1217	1581

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032