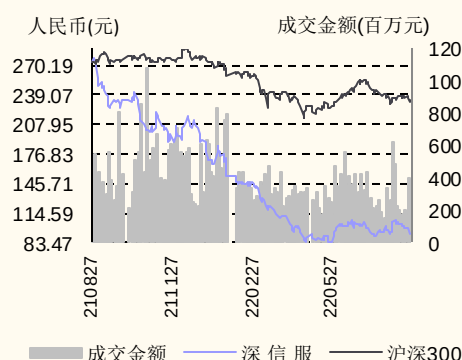


深信服 (300454.SZ) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 91.71 元

业绩悲观预期已过, 看好下半年触底回升趋势
市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.16
已上市流通 A 股(亿股)	2.70
总市值(亿元)	381.13
年内股价最高最低(元)	278.27/83.47
沪深 300 指数	4108
创业板指	2640


公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,458	6,805	8,094	10,137	12,961
营业收入增长率	18.92%	24.67%	18.94%	25.24%	27.86%
归母净利润(百万元)	809	273	333	431	607
归母净利润增长率	6.65%	-66.29%	22.09%	29.48%	40.63%
摊薄每股收益(元)	1.956	0.656	0.802	1.038	1.460
每股经营性现金流净额	3.18	2.38	0.10	2.92	4.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.43%	3.74%	4.41%	5.41%	7.07%
P/E	126.80	291.00	114.41	88.36	62.84
P/B	15.76	10.87	5.05	4.78	4.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8 月 26 日, 公司发布 2022 年中报, 22H1 实现营收 28.15 亿元, 同比增长 8.86%, 归母净利润-6.90 亿元, 同比下降 5.57 亿元。22Q2 实现营收 16.71 亿元, 同比增长 11.85%, 归母净利润-1.72 亿元, 同比下降 1.35 亿元。

经营分析

- 收入受疫情影响较大, 费用端投入加大使得利润端承压。受疫情影响, 公司客户推迟或减少了相关产品或服务的采购, 并且对公司业务拓展、产品交付造成了一定影响, 尤其是二季度占公司收入比重较大的华东地区受疫情影响导致该地区业务同比增速基本持平。此外报告期内公司持续加大投入, 研发、销售、管理费用分别同比增长 22.75%、16.59%、17.65%, 均高于营收增速, 其中研发投入占比达到 43.29%, 同比提升近 5pct, 费用端投入加大致使公司上半年利润受到一定影响。
- 二季度收入增速环比提升, 利润减亏趋势明显。报告期内公司毛利率同比下降 5.55pct, 主要由于网络安全业务占比下降及硬件采购成本增加。上半年疫情对公司的签单、收入确认以及供应链均造成了一定的影响, 其中安全业务同比增长 5.24%, 云计算业务同比增长 20.27%, 与去年全年相比增速显著下降, 但公司二季度收入增速环比提升, 净利润亏损程度环比大幅改善, 随着疫情影响逐渐消退, 公司下半年经营状况有望加速回暖。
- XaaS 战略转型期, 短期阵痛不改长期高景气。报告期内公司持续加大 XaaS 类产品和服务的投入力度并且发布了 SaaS XDR、SASE 3.0 战略升级版本、政务网络安全托管服务 MSS 等产品, 相关产品保持较快增速。在数字化、云化、服务化的大背景下, 公司发展战略迎合行业发展趋势, 短期看随着疫情形势对公司负面影响下降, 公司核心主力安全产品有望继续为公司转型提供现金流支持, 中长期看期待公司未来业绩的放量。

投资建议

- 公司坚定执行“一切皆服务”战略, 相关产品不断落地, 费用端投入持续加大彰显公司转型决心, 公司业绩短期承压, 中长期有望放量。我们预计公司 2022-2024 年的净利润分别为 3.33、4.31、6.07 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 114、88、63 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新冠疫情反复的风险; 云计算行业竞争加剧风险; 长尾市场客户流失风险

李忠宇 联系人
lizhongyu01@gjzq.com.cn

纪超 联系人
jichao@gjzq.com.cn

孟灿 分析师 SAC 执业编号: S1130522050001
mengcan@gjzq.com.cn

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130522020003
luolu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,590	5,458	6,805	8,094	10,137	12,961
增长率		18.9%	24.7%	18.9%	25.2%	27.9%
主营业务成本	-1,277	-1,638	-2,348	-2,961	-3,872	-5,116
%销售收入	27.8%	30.0%	34.5%	36.6%	38.2%	39.5%
毛利	3,313	3,820	4,457	5,133	6,265	7,845
%销售收入	72.2%	70.0%	65.5%	63.4%	61.8%	60.5%
营业税金及附加	-53	-63	-66	-79	-98	-126
%销售收入	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,608	-1,811	-2,317	-2,674	-3,244	-4,018
%销售收入	35.0%	33.2%	34.0%	33.0%	32.0%	31.0%
管理费用	-192	-272	-392	-405	-456	-518
%销售收入	4.2%	5.0%	5.8%	5.0%	4.5%	4.0%
研发费用	-1,141	-1,509	-2,088	-2,444	-2,932	-3,564
%销售收入	24.9%	27.6%	30.7%	30.2%	28.9%	27.5%
息税前利润 (EBIT)	319	164	-405	-469	-465	-382
%销售收入	7.0%	3.0%	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	123	137	201	225	255	279
%销售收入	-2.7%	-2.5%	-3.0%	-2.8%	-2.5%	-2.2%
资产减值损失	-9	-12	-32	-39	-47	-56
公允价值变动收益	7	80	-5	45	50	55
投资收益	29	24	66	70	80	90
%税前利润	3.7%	3.1%	25.7%	22.4%	19.7%	15.8%
营业利润	789	761	249	305	396	560
营业利润率	17.2%	13.9%	3.7%	3.8%	3.9%	4.3%
营业外收支	2	5	7	8	9	10
税前利润	791	766	256	313	405	570
利润率	17.2%	14.0%	3.8%	3.9%	4.0%	4.4%
所得税	-32	44	16	20	26	37
所得税率	4.0%	-5.7%	-6.4%	-6.4%	-6.4%	-6.4%
净利润	759	809	273	333	431	607
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	759	809	273	333	431	607
净利率	16.5%	14.8%	4.0%	4.1%	4.3%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	759	809	273	333	431	607
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	130	164	279	272	423	653
非经营收益	-138	-278	-264	-101	-136	-153
营运资金变动	394	622	704	-461	495	577
经营活动现金净流	1,145	1,318	991	43	1,214	1,684
资本开支	-320	-228	-349	-574	-940	-1,380
投资	-1,459	-2,019	-581	650	-130	-190
其他	108	69	189	65	75	85
投资活动现金净流	-1,671	-2,179	-741	141	-995	-1,485
股权募资	286	899	196	-70	0	0
债权募资	0	316	-289	-9	20	20
其他	-62	-88	-170	-43	-45	-57
筹资活动现金净流	224	1,127	-263	-122	-25	-37
现金净流量	-301	264	-15	63	194	162

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	325	589	579	602	762	893
应收款项	447	588	728	793	943	1,150
存货	201	180	350	356	421	503
其他流动资产	1,697	3,890	3,608	3,096	3,270	3,448
流动资产	2,671	5,247	5,266	4,847	5,395	5,994
%总资产	39.4%	54.3%	48.1%	44.6%	44.6%	43.9%
长期投资	387	569	1,049	1,139	1,324	1,584
固定资产	278	331	485	621	766	924
%总资产	4.1%	3.4%	4.4%	5.7%	6.3%	6.8%
无形资产	302	328	322	352	390	438
非流动资产	4,102	4,409	5,684	6,010	6,693	7,675
%总资产	60.6%	45.7%	51.9%	55.4%	55.4%	56.1%
资产总计	6,772	9,656	10,950	10,857	12,088	13,670
短期借款	0	322	100	75	80	85
应付款项	1,147	1,186	1,017	491	589	709
其他流动负债	1,076	1,418	2,040	2,257	2,959	3,810
流动负债	2,223	2,926	3,158	2,823	3,628	4,604
长期贷款	0	10	0	0	0	0
其他长期负债	228	209	488	480	481	491
负债	2,451	3,145	3,646	3,303	4,109	5,095
普通股股东权益	4,321	6,511	7,305	7,555	7,978	8,575
其中：股本	409	414	416	416	416	416
未分配利润	1,653	2,369	2,558	2,858	3,252	3,809
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,772	9,656	10,950	10,857	12,088	13,670

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.856	1.956	0.656	0.802	1.038	1.460
每股净资产	10.566	15.734	17.572	18.178	19.198	20.634
每股经营现金净流	2.800	3.185	2.385	0.104	2.920	4.050
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.080	0.090	0.120
回报率						
净资产收益率	17.56%	12.43%	3.74%	4.41%	5.41%	7.07%
总资产收益率	11.21%	8.38%	2.49%	3.07%	3.57%	4.44%
投入资本收益率	7.00%	2.54%	-5.82%	-6.54%	-6.13%	-4.69%
增长率						
主营业务收入增长率	42.35%	18.92%	24.67%	18.94%	25.24%	27.86%
EBIT增长率	32.41%	-48.49%	-346.55%	15.68%	-0.89%	-17.90%
净利润增长率	25.80%	6.65%	-66.29%	22.09%	29.48%	40.63%
总资产增长率	31.95%	42.58%	13.41%	-0.85%	11.33%	13.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.7	29.7	27.9	28.0	27.0	26.0
存货周转天数	47.0	42.4	41.2	46.0	43.0	40.0
应付账款周转天数	91.3	90.8	65.6	60.0	55.0	50.0
固定资产周转天数	21.0	18.8	18.7	18.2	16.5	14.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.67%	-33.34%	-26.74%	-17.62%	-19.01%	-19.50%
EBIT利息保障倍数	-2.6	-1.2	2.0	2.1	1.8	1.4
资产负债率	36.20%	32.57%	33.29%	30.42%	33.99%	37.27%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	14	71
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.14	1.07	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402