



2022-08-29

公司点评报告

买入/维持

深信服(300454)

昨收盘: 91.71

计算机 软件开发

二季度经营环比好转，期待下半年表现

■ 走势比较

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	416/270
总市值/流通(百万元)	38,113/24,799
12 个月最高/最低(元)	278.46/83.53

相关研究报告:

深信服(300454)《短期业务转型阵痛，不改长期发展态势》
—2022/04/28

深信服(300454)《业绩符合预期，长期发展态势不变》
—2021/10/28

深信服(300454)《收入增速超预期，高研发投入成为常态》
—2021/08/20

证券分析师：曹佩

电话：

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

事件：公司发布 2022 年中报，实现营业收入 28.15 亿元，同比增长 8.86%；归母净利润亏损 6.90 亿元，同比减少 418.65%；扣非后的归母净利润亏损 7.70 亿元，同比减少 293.13%。

二季度营收增速触底回升。2022 年上半年，公司实现营收 28.15 亿元，同比增长 8.86%，分季度来看，一、二季度分别实现营收 11.44 亿元、16.71 亿元，分别同比增长 4.76%、11.85%，二季度营收增速触底回升。从客户类型来看，政府及事业单位、企业客户、金融及其他的营业收入分别为 12.80 亿元、11.70 亿、3.64 亿，分别同比增长 0.94%、14.31%、24.06%。从营收的地区贡献来看，华东地区、华北地区、华南地区、其他地区上半年营业收入分别为 9.38 亿元、5.86 亿元、5.08 亿元、7.82 亿元，分别同比增长 1.26%、16.84%、15.13%、9.24%。

上半年公司营业收入同比增速不佳，主要由于疫情反复导致下游用户对相关产品或服务采购出现推迟或减少的情况，新增订单不理想，同时疫情防控措施也对公司业务拓展、产品交付等产生较大影响，特别表现在政府及事业单位客户收入增速放缓、公司营收贡献较大的华东地区收入增速明显低于全国其他地区。随着各地区疫情管控进入常态化，预计下半年公司经营情况将会有所好转。

云计算业务增速保持韧性。分业务条线来看，上半年网络安全业务、云计算及 IT 基础设施业务、基础网络和物联网业务收入分别为 15.19 亿元、10.58 亿元、2.38 亿元，同比增长 5.24%、20.27%、-9.51%。网络安全业务中对营收贡献较大的单品，如全网行为管理 AC、下一代防火墙 AF 等增长乏力。云计算及 IT 基础设施业务中超融合 HCI 产品保持稳定增长，桌面云因客户群体主要集中在政府、医疗等领域，受疫情影响采购需求缩减，增速不佳。

云化战略深化，毛利率中枢下移。2022 年上半年，公司毛利率 61.32%，同比下降 5.55pc；其中，网络安全业务、云计算及 IT 基础设施业务、基础网络和物联网业务毛利率分别为 78.76%、38.61%、51.00%，分别较上年同期下降 1.78pc、下降 8.41pc、下降 7.26pc。上半年，公司毛利率有所下滑，一方面是因为部分硬件采购成本和交付成本上涨，各产品条线毛利率均出现下行，其中云计算及 IT 基础设施业务毛利率下降最为明显；另一方面随着公司云化、服务化战略转型的推进，毛利率较低的云计算业务收入占比逐步提升，拉低整体毛利率水平。

费率管控环比好转。2022 年上半年，净利率-24.50%，同比下降 19.35pc；扣非后归母净利率-27.36%，同比下降 19.79pc。销售费率、管理费率、研发费率分别为 44.79%、7.66%、43.29%，分别同比提升 2.97pc、提升 0.57pc、提升 4.90pc。公司持续加大研发投入，网安业务方面，全网行为管理产品连续 13 年在安全内容管理类别中保持国内市场占有率第一，下一代防火墙在统一威胁管理类别中的国内市场占有率于今年一季度升至第一，公司在 5 月正式发布 SaaS-XDR，有望成为公司网安业务新的突破口。同时今年 7 月，公司超融合 HCI 正式发布 6.8.0 版本，性能大幅提升，预计在国内超融合 HCI 软件产品市占率有望进一步提升。公司着力提升人均效能，不断完善内部管理机制，同时控制员工规模的扩张速度，二季度以来公司整体三费增速呈放缓趋势。

投资建议：公司是国内信息安全和云计算的龙头企业。我们预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 0.61 元、1.04、1.40 元，维持“买入”评级。

风险提示：数据安全业务进展不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6804.90	7893.69	10261.79	13545.57
(+/-%)	24.67%	16.00%	30.00%	32.00%
净利润(百万元)	272.86	255.02	433.75	581.05
(+/-%)	-66.29%	-6.54%	70.09%	33.96%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.61	1.04	1.40
市盈率(PE)	140	149	88	66

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6804.90	7893.69	10261.79	13545.57
营业成本	2348.38	2762.79	3591.63	4740.95
营业税金及附加	65.91	78.94	102.62	135.46
销售费用	2316.56	2604.92	3181.16	4063.67
管理费用	391.52	315.75	379.69	501.19
财务费用	-201.46	-33.78	-64.80	-92.22
资产减值损失	-15.26	0.00	0.00	0.00
投资收益	65.94	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	-4.73	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	295.81	203.96	402.97	542.86
其他非经营损益	-39.40	11.33	8.89	9.43
利润总额	256.41	215.29	411.86	552.28
所得税	-16.45	-39.73	-21.89	-28.77
净利润	272.86	255.02	433.75	581.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	272.86	255.02	433.75	581.05
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	579.01	1794.41	2426.46	3332.33
应收和预付款项	729.91	862.95	1124.39	1479.85
存货	350.31	420.69	548.16	726.01
其他流动资产	3606.64	1877.88	1998.82	2166.54
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	485.31	440.80	395.63	349.78
无形资产和开发支出	282.83	250.91	218.99	187.07
其他非流动资产	4629.17	4590.13	4590.13	4590.13
资产总计	10950.33	10524.94	11589.74	13118.87
短期借款	27.31	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1201.47	1666.33	2076.63	2726.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2416.75	1310.32	1557.14	1899.38
负债合计	3645.53	2976.65	3633.77	4626.17
股本	415.71	415.71	415.71	415.71
资本公积	4222.65	4222.65	4222.65	4222.65
留存收益	2766.20	2993.33	3401.03	3937.75
归属母公司股	7304.81	7548.28	7955.98	8492.70

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	272.86	255.02	433.75	581.05
折旧与摊销	173.57	125.46	87.09	87.76
财务费用	-201.46	-33.78	-64.80	-92.22
资产减值损失	-15.26	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	93.85	-821.62	146.15	290.92
其他	667.88	-16.09	-8.89	-9.54
经营活动现金流净额	991.44	-491.00	593.31	857.97
资本支出	-188.40	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-552.66	1794.37	10.00	10.00
投资活动现金流净额	-741.06	1784.37	0.00	0.00
短期借款	-294.30	-27.31	0.00	0.00
长期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	499.59	0.00	0.00	0.00
支付股利	-82.71	-27.88	-26.06	-44.32
其他	-375.24	-22.77	64.80	92.22
筹资活动现金流净额	-262.66	-77.96	38.74	47.90
现金流量净额	-15.46	1215.41	632.05	905.87
财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	24.67%	16.00%	30.00%	32.00%
营业利润增长率	-61.82%	-31.04%	97.55%	34.71%
净利润增长率	-66.29%	-6.54%	70.09%	33.96%
EBITDA 增长率	-66.09%	10.36%	43.83%	26.60%
获利能力				
毛利率	65.49%	65.00%	65.00%	65.00%
期间费率	67.52%	66.57%	64.07%	63.02%
净利率	4.01%	3.23%	4.23%	4.29%
ROE	3.74%	3.38%	5.45%	6.84%
ROA	2.49%	2.42%	3.74%	4.43%
ROIC	280.26%	33.22%	31.12%	33.56%
EBITDA/销售收入	3.94%	3.75%	4.14%	3.97%
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.74	0.93	1.10
固定资产周转率	21.64	24.24	36.55	57.58
应收账款周转率	13.06	12.97	13.38	13.54
存货周转率	8.59	6.97	7.29	7.33
销售商品提供劳务收到现	120.54%	—	—	—

东权益				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	7304.81	7548.28	7955.98	8492.70
负债和股东权益合计	10950.33	10524.94	11589.74	13118.87
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	267.92	295.66	425.26	538.40
PE	139.72	149.50	87.90	65.61
PB	5.22	5.05	4.79	4.49
PS	5.60	4.83	3.72	2.81
EV/EBITDA	118.17	102.63	69.87	53.50

金/营业收入				
资本结构				
资产负债率	33.29%	28.28%	31.35%	35.26%
带息债务/总负债	0.75%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.67	1.99	1.94	1.86
速动比率	1.56	1.82	1.76	1.69
每股指标				
每股收益	0.66	0.61	1.04	1.40
每股净资产	17.57	18.16	19.14	20.43
每股经营现金	2.38	-1.18	1.43	2.06

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。