

经营质量持续回暖，盈利边际稳定改善

2022 年 10 月 29 日

➤ **事件：**2022 年 10 月 27 日公司发布 2022 年三季度报，前三季度营收 47.48 亿元，同比增长 8.49%，归母净利润亏损 6.97 亿元；单季度看，公司 Q3 实现营业收入 19.33 亿元，同比 7.96%，Q3 归属母公司股东的净利润为-0.07 亿元。

➤ **控费效果明显，盈利边际稳定改善。**公司控费行为效果显著，2022 年 Q3 研发费用 5.90 亿元（环比下降 3.04%），管理费用 1.00 亿元（环比下降 3.43%）。结合 Q2 双费情况，公司首次实现连续两季度双费环比下降；同时各行业用户上云、用云趋势加速，公司云计算及 IT 基础设施业务收入增速恢复相对平稳，公司整体营收维持正增长。第三季度以来，部分行业客户的需求有所恢复，公司新增商机、订单情况环比出现改善迹象，多方共振，映射至扣非净利润环比快速恢复，亏损环比收窄 84.21%。

➤ **现金流持续改善，股权激励完善公司长效激励机制。**2022 年前三季度公司期末现金及等价物净增 1.86 亿元，期末现金流达到近三年新高，其中 2022 年第三季度经营活动现金流 1.04 亿元，继 Q2 扭亏为盈后继续保持正现金流。2022 年 8 月 19 日公司实施股权激励，向核心技术及业务员工激励 880 万股，提升公司凝聚力，为后续发展打下良好基础。

➤ **产品持续创新，入选 Gartner 多项榜单得到认可。**2022 年第三季度公司有多项前沿研究成果发布，7 月公司发布“6+1 实验室”提升核心攻防能、通过热迁移、热升级、热补丁发布超融合 6.8.0 版本优化产品性能；8 月公司发布芯片行业解决方案扩大业务覆盖范围、信服桌面云 aDesk 更新至 5.5.3 版本扩大部署规模和运维能力、率先成立医疗安全运营中心业务辐射全国；九月公司 EDR 升级至 3.5.30 版同时优化 SAVE 架构和发布驱动级对抗新引擎，提升产品全面防护能力和使用流畅度、升级信服云托管云，提升产品在专属可控、安全有效、贴身服务、生态开放等领域的能力。同时，2022 年第三季度公司入选 Gartner《存储与数据》、《工作负载与网络安全》等多项榜单，产品力得到国际认可。

➤ **投资建议：**网络安全的主线在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，通过 XaaS 战略的持续推进，未来有望迅速打开“网安+云”的新格局；同时，公司主动的求新求变叠加近期发布的股权激励，彰显公司对于发展路径的详细规划和充足信心。预计 2022-2024 年公司收入分别为 90.03/118.84/144.98 亿元，归母净利润分别为 4.17/7.17/11.62 亿元。对应 PE 为 123X、71X、44X，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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6805	9003	11884	14498
增长率（%）	24.7	32.3	32.0	22.0
归属母公司股东净利润（百万元）	273	417	717	1162
增长率（%）	-66.3	52.8	72.0	62.1
每股收益（元）	0.66	1.00	1.73	2.80
PE	187	123	71	44
PB	7.0	6.7	6.1	5.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

123.00 元


分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

- 1.深信服 (300454.SZ) 2022 年中报点评：Q2 经营质量回暖，XaaS 业务初现峥嵘-2022/08/28
- 2.深信服 (300454.SZ) 2022 年一季报点评：XaaS 战略布局，短期业绩承压-2022/04/28
- 3.深信服 2021 年业绩预告点评：转型短期阵痛，不改长期 XaaS 高景气-2022/01/29
- 4.深信服 (300454) 2021 年三季度报点评：季度收入增速放缓，磨练内功聚焦长期发展-2021/10/28
- 5.深信服(300454):云计算业务增速亮眼，股权激励绑定人才-2021/08/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6805	9003	11884	14498
营业成本	2348	3238	4369	5234
营业税金及附加	66	104	138	168
销售费用	2317	3025	3899	4484
管理费用	392	509	643	742
研发费用	2088	2529	3209	3748
EBIT	-14	-403	-373	122
财务费用	-201	-227	-292	-385
资产减值损失	-15	-2	-1	-1
投资收益	66	45	59	72
营业利润	249	439	755	1224
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	256	439	755	1224
所得税	-16	22	38	61
净利润	273	417	717	1162
归属于母公司净利润	273	417	717	1162
EBITDA	233	-249	-203	310

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	579	2059	3694	5720
应收账款及票据	564	752	992	1210
预付款项	31	81	109	131
存货	350	713	843	868
其他流动资产	3741	4016	4055	4091
流动资产合计	5266	7621	9693	12020
长期股权投资	365	365	365	365
固定资产	348	335	303	254
无形资产	283	268	254	240
非流动资产合计	5684	5731	5761	5773
资产合计	10950	13352	15454	17792
短期借款	27	350	150	50
应付账款及票据	408	887	1197	1434
其他流动负债	2723	3982	5251	6281
流动负债合计	3158	5219	6598	7765
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	488	494	494	494
非流动负债合计	488	494	494	494
负债合计	3646	5713	7092	8259
股本	416	416	416	416
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7305	7639	8362	9533
负债和股东权益合计	10950	13352	15454	17792

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.67	32.30	32.00	22.00
EBIT 增长率	-102.67	-2797.31	7.26	132.69
净利润增长率	-66.29	52.85	71.98	62.07
盈利能力 (%)				
毛利率	65.49	64.03	63.24	63.90
净利率	4.01	4.63	6.04	8.02
总资产收益率 ROA	2.49	3.12	4.64	6.53
净资产收益率 ROE	3.74	5.46	8.58	12.19
偿债能力				
流动比率	1.67	1.46	1.47	1.55
速动比率	0.98	0.91	1.01	1.15
现金比率	0.18	0.39	0.56	0.74
资产负债率 (%)	33.29	42.79	45.89	46.42
经营效率				
应收账款周转天数	29.41	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	54.45	80.00	70.00	60.00
总资产周转率	0.62	0.67	0.77	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	1.00	1.73	2.80
每股净资产	17.57	18.38	20.12	22.93
每股经营现金流	2.39	4.14	4.92	5.43
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	187	123	71	44
PB	7.0	6.7	6.1	5.4
EV/EBITDA	217.97	-199.10	-235.10	146.93
股息收益率 (%)	0.06	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	273	417	717	1162
折旧和摊销	247	153	170	188
营运资金变动	704	1207	1222	992
经营活动现金流	991	1723	2047	2257
资本开支	-349	-200	-200	-200
投资	-581	0	0	0
投资活动现金流	-741	-471	-141	-128
股权募资	196	0	0	0
债务募资	-289	310	-260	-100
筹资活动现金流	-263	228	-271	-104
现金净流量	-15	1480	1635	2025

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026