

# 深信服（300454.SZ）——2022 年报点评

云计算仍保持 20%增长，坚持长期价值创新方向

买入

## 核心观点

**四季度业绩反弹明显，全年受宏观影响大。**公司发布 2022 年报，全年实现收入 74.13 亿元（+8.93%），归母净利润 1.94 亿元（-28.84%），扣非归母净利润 1.00 亿元（-23.33%）。单 q4 来看，公司收入 26.65 亿元（+9.74%），归母净利润 8.91 亿元（+119.77%），扣非归母净利润 9.00 亿元（+160.90%）。

**网安业务增速放缓，云计算保持 20%增长。**分业务来看，网络安全收入 38.98 亿元（+5.66%），毛利率仍保持 80%，主要是行为管理、防火墙等大单品增长乏力；但在云安全方面，公司积极布局，发布了 SaaS XDR、SASE 3.0、安全托管 MSS 等新产品，保持较快增长。云计算收入 28.59 亿元（+20.17%），毛利率 43.56%，同比略有下降，但四季度已回升至 48%；超融合仍保持了稳定增长，尤其是超融合 6.8.0 版本的发布，产品质量、稳定性和客户满意度进一步提升；桌面云未能实现较好增长，主要是政府和教育客户较为集中，22 年经济环境影响较大。基础网络及物联网收入 6.56 亿元（-10.99%），毛利率下滑 4.56 个百分点，主要受经济下行和经济环境影响。分行业来看，企业收入 28.60 亿元（+9.22%），政府及事业单位收入 36.25 亿元（+5.98%），金融及其他收入 9.28 亿元（+21.18%），对于预算充足且数字化水平高的金融行业，需求仍保持较快增长。

**坚持长期价值创新方向，多重催化 23 年有望逐步反弹。**网络安全、云计算均是持续成长，且没有严格意义天花板的行业，短期经济波动对业绩的影响，不改变全球数字化转型下基础 IT 的价值。公司坚持长期价值方向创新，安全方面更多投入在边界安全的零信任联动；应用交付性能持续提升以满足国产替代需求，22 年超过 F5 份额达到全国第一；xaaS 升级面向未来云安全，sase 打造云办公安全；安全服务自动化工具等；云计算方面，即将发布的超融合 690 进一步提升性能；数据库管理平台 DMP 产品提升数据迁移能力等。23 年经济逐步恢复背景下，数据要素市场化将带来大量安全需求，信创下沉和行业拓展带来安全和云计算的同步建设，以及人工智能泛化使用造成的潜在安全威胁，均会推动行业逐步恢复。同时，公司加强海外市场建设，22 年收入 2.34 亿元（+46.93%），推出东南亚、欧洲两个安全托管服务 MSS；超融合在欧洲市场已有突破

**风险提示：**网络安全和云计算竞争加剧；下游 IT 支出不及预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入为 92.46/117.78/149.10 亿元，增速分别为 25%/27%/27%，归母净利润为 5.45/9.53/15.16 亿元，对应当前 PE 为 107/61/39 倍，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 6,805  | 7,413  | 9,246  | 11,778 | 14,910 |
| (+/-%)       | 24.7%  | 8.9%   | 24.7%  | 27.4%  | 26.6%  |
| 净利润(百万元)     | 273    | 194    | 545    | 953    | 1516   |
| (+/-%)       | -66.3% | -28.8% | 180.8% | 74.7%  | 59.1%  |
| 每股收益(元)      | 0.65   | 0.47   | 1.31   | 2.28   | 3.63   |
| EBIT Margin  | -6.0%  | -5.2%  | 0.5%   | 3.2%   | 5.8%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 3.7%   | 2.5%   | 6.7%   | 10.7%  | 14.9%  |
| 市盈率 (PE)     | 214.3  | 301.1  | 107.2  | 61.4   | 38.6   |
| EV/EBITDA    | -243.5 | -311.1 | 602.5  | 143.5  | 69.7   |
| 市净率 (PB)     | 8.00   | 7.57   | 7.17   | 6.55   | 5.76   |

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

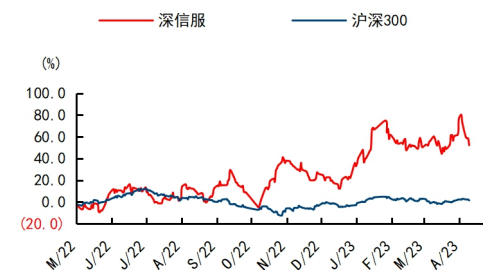
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 140.20 元        |
| 总市值/流通市值    | 58447/38297 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 167.50/80.61 元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 629.16 百万元      |

### 市场走势

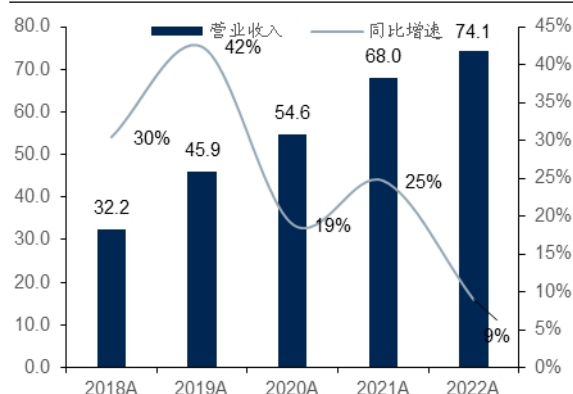


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

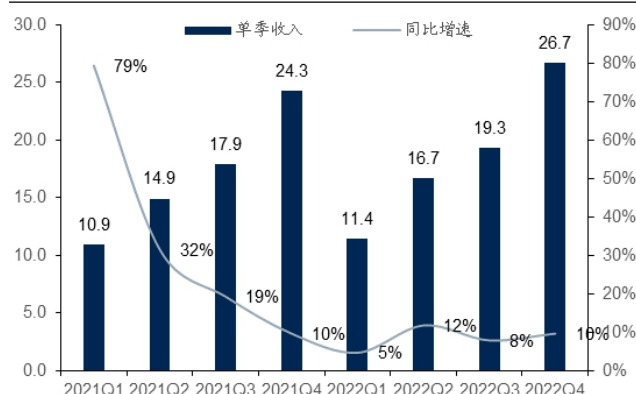
### 相关研究报告

- 《深信服（300454.SZ）——2022 三季报点评-单季度收入增速 8%，费用控制效果进一步显现》——2022-10-30
- 《深信服（300454.SZ）——2022 中报点评-二季度费用端逐步企稳，下半年业绩有望加速》——2022-08-28
- 《深信服（300454.SZ）——2022 一季报点评-疫情影响显著，短期业绩承压》——2022-04-28
- 《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》——2022-04-20
- 《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

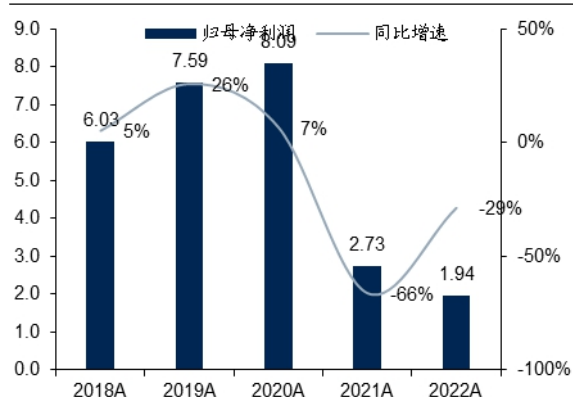
公司发布 2022 年报，全年实现收入 74.13 亿元（+8.93%），归母净利润 1.94 亿元（-28.84%），扣非归母净利润 1.00 亿元（-23.33%）。单 q4 来看，公司收入 26.65 亿元（+9.74%），归母净利润 8.91 亿元（+119.77%），扣非归母净利润 9.00 亿元（+160.90%），四季度公司业绩反弹显著。全年主要受到宏观经济环境影响。

**图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）**


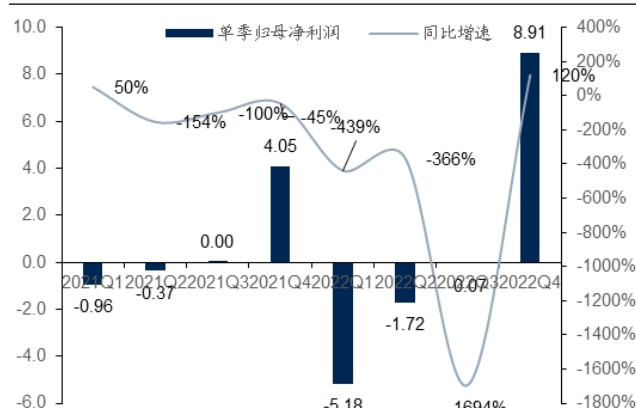
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**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、%）**


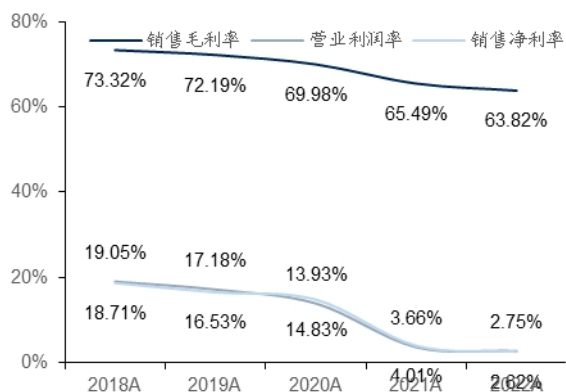
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**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

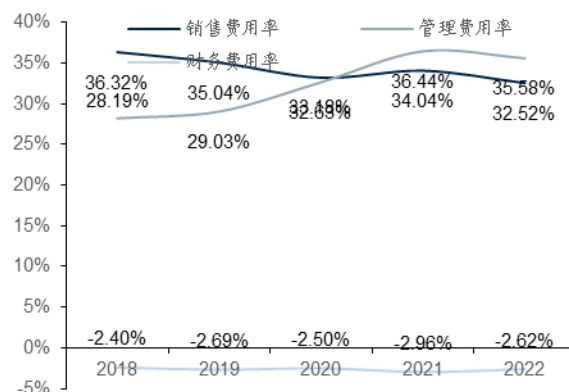
费用控制效果显著，毛利率逐步企稳。公司持续实施降本增效措施，全年维度来看，销售、管理、研发费用率分别为 32.52%（-1.52pct）、5.26%（-0.49pct）、30.32%（-0.36pct），各费用率开始稳步下降。公司整体毛利率 63.82%（-1.67pct），从四季度来看已经有明显提升，毛利率下降主要是云计算增长较快导致的业务结构变化。另一方面，公司导入高性价比芯片、加强芯片和配件厂商的战略合作，增加供应商直采比例，不断优化供应链管理，同时下半年服务器价格下降，公司云计算毛利率在 q4 已经有明显回升。

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

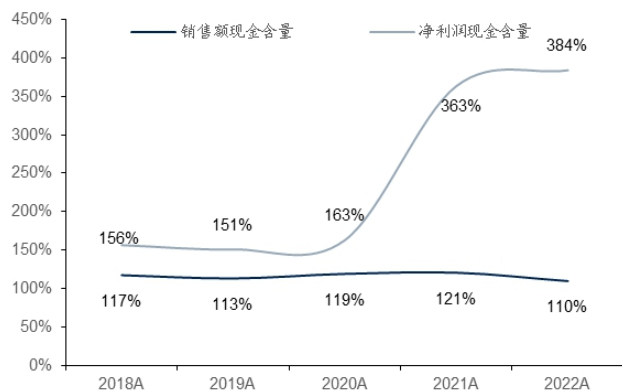
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

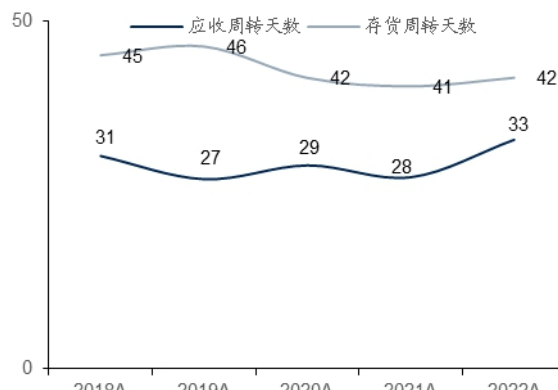
2022 年公司收现略有下降, 经营活动现金净流量 7.46 亿元, 同比下降 24.7%。由于净利润当前体量较小, 因此净利润现金含量较高。公司应收周转天数有所提升, 存货周转天数仍保持稳定。

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:** 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入为 92.46/117.78/149.10 亿元, 增速分别为 25%/27%/27%, 归母净利润为 5.45/9.53/15.16 亿元, 对应当前 PE 为 107/61/39 倍, 维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |              |              |              |              |              | 利润表（百万元）          |             |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                   | 2021        | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 现金及现金等价物         | 579          | 1406         | 1957         | 3429         | 5452         | 营业收入              | 6805        | 7413         | 9246         | 11778        | 14910        |
| 应收款项             | 699          | 872          | 1087         | 1385         | 1753         | 营业成本              | 2348        | 2682         | 3388         | 4367         | 5617         |
| 存货净额             | 350          | 274          | 363          | 468          | 603          | 营业税金及附加           | 66          | 71           | 89           | 113          | 143          |
| 其他流动资产           | 379          | 270          | 337          | 429          | 543          | 销售费用              | 2317        | 2411         | 2681         | 3298         | 3877         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5266</b>  | <b>6009</b>  | <b>6932</b>  | <b>8899</b>  | <b>11540</b> | 管理费用              | 392         | 390          | 455          | 565          | 682          |
| 固定资产             | 485          | 701          | 716          | 719          | 715          | 研发费用              | 2088        | 2248         | 2589         | 3062         | 3727         |
| 无形资产及其他          | 283          | 275          | 265          | 255          | 245          | 财务费用              | (201)       | (195)        | (30)         | (79)         | (131)        |
| 投资性房地产           | 4551         | 4804         | 4804         | 4804         | 4804         | 投资收益              | 66          | 27           | 50           | 50           | 50           |
| 长期股权投资           | 365          | 394          | 422          | 451          | 479          | 资产减值及公允价值变动       | 11          | 22           | (30)         | (30)         | (30)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>10950</b> | <b>12183</b> | <b>13140</b> | <b>15128</b> | <b>17783</b> | 其他收入              | (1711)      | (1899)       | (2139)       | (2582)       | (3227)       |
| 短期借款及交易性金融负债     | 100          | 843          | 50           | 50           | 50           | 营业利润              | 249         | 204          | 544          | 952          | 1515         |
| 应付款项             | 408          | 741          | 1033         | 1330         | 1714         | 营业外净收支            | 7           | 15           | 1            | 1            | 1            |
| 其他流动负债           | 2650         | 2324         | 3276         | 4132         | 5117         | <b>利润总额</b>       | <b>256</b>  | <b>219</b>   | <b>545</b>   | <b>953</b>   | <b>1516</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3158</b>  | <b>3908</b>  | <b>4359</b>  | <b>5512</b>  | <b>6880</b>  | 所得税费用             | (16)        | 25           | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债           | 488          | 555          | 622          | 689          | 756          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>273</b>  | <b>194</b>   | <b>545</b>   | <b>953</b>   | <b>1516</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>488</b>   | <b>555</b>   | <b>622</b>   | <b>689</b>   | <b>756</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> |             |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>3646</b>  | <b>4463</b>  | <b>4980</b>  | <b>6201</b>  | <b>7636</b>  | 净利润               | 273         | 194          | 545          | 953          | 1516         |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备            | 13          | (9)          | 5            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 7305         | 7720         | 8159         | 8926         | 10147        | 折旧摊销              | 150         | 187          | 61           | 78           | 85           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>10950</b> | <b>12183</b> | <b>13140</b> | <b>15128</b> | <b>17783</b> | 公允价值变动损失          | (11)        | (22)         | 30           | 30           | 30           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用              | (201)       | (195)        | (30)         | (79)         | (131)        |
| 每股收益             | 0.65         | 0.47         | 1.31         | 2.28         | 3.63         | 营运资本变动            | (394)       | (175)        | 943          | 727          | 818          |
| 每股红利             | 0.21         | 0.09         | 0.25         | 0.45         | 0.71         | 其它                | (13)        | 9            | (5)          | (0)          | (0)          |
| 每股净资产            | 17.52        | 18.51        | 19.57        | 21.41        | 24.33        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>19</b>   | <b>183</b>   | <b>1580</b>  | <b>1787</b>  | <b>2448</b>  |
| ROIC             | -5.79%       | -3.67%       | 2%           | 12%          | 30%          | 资本开支              | 0           | (403)        | (101)        | (101)        | (101)        |
| ROE              | 3.74%        | 2.52%        | 7%           | 11%          | 15%          | 其它投资现金流           | 315         | 71           | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 65%          | 64%          | 63%          | 63%          | 62%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(21)</b> | <b>(361)</b> | <b>(130)</b> | <b>(130)</b> | <b>(130)</b> |
| EBIT Margin      | -6%          | -5%          | 0%           | 3%           | 6%           | 权益性融资             | (3)         | 10           | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | -4%          | -3%          | 1%           | 4%           | 6%           | 负债净变化             | (10)        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 25%          | 9%           | 25%          | 27%          | 27%          | 支付股利、利息           | (88)        | (38)         | (106)        | (186)        | (295)        |
| 净利润增长率           | -66%         | -29%         | 181%         | 75%          | 59%          | 其它融资现金流           | 191         | 1070         | (793)        | 0            | 0            |
| 资产负债率            | 33%          | 37%          | 38%          | 41%          | 43%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(8)</b>  | <b>1004</b>  | <b>(899)</b> | <b>(186)</b> | <b>(295)</b> |
| 股息率              | 0.2%         | 0.1%         | 0.2%         | 0.3%         | 0.5%         | <b>现金净变动</b>      | <b>(10)</b> | <b>827</b>   | <b>551</b>   | <b>1472</b>  | <b>2024</b>  |
| P/E              | 214.3        | 301.1        | 107.2        | 61.4         | 38.6         | 货币资金的期初余额         | 589         | 579          | 1406         | 1957         | 3429         |
| P/B              | 8.0          | 7.6          | 7.2          | 6.5          | 5.8          | 货币资金的期末余额         | 579         | 1406         | 1957         | 3429         | 5452         |
| EV/EBITDA        | (243.5)      | (311.1)      | 602.5        | 143.5        | 69.7         | 企业自由现金流           | 0           | (737)        | 948          | 1076         | 1666         |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0           | 333          | 185          | 1155         | 1796         |

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<br>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<br>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提及的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