

深信服 (300454) / 计算机

证券研究报告/公司点评

2023 年 05 月 09 日

评级：买入（维持）

市场价格：116.03 元/股

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

分析师：苏仪

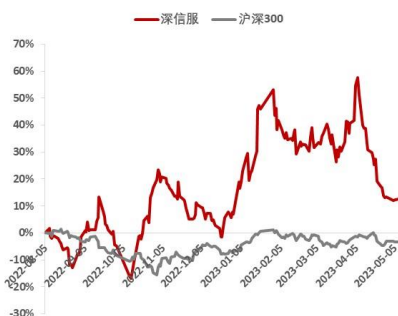
执业证书编号：S0740520060001

Email: suyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	416.88
流通股本(百万股)	273.16
市价(元)	116.03
市值(百万元)	48370.64
流通市值(百万元)	31694.48

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《深信服 (300454)：安全与云双驱动，21 年业绩有望加速》

2 《深信服 (300454)：与腾讯签订战略合作协议，看好云计算业务成长前景》

3 《深信服 (300454)：同口径下单季度营收增长 26%》

公司盈利预测及估值

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,805	7,413	8,873	11,021	13,776
增长率 yoy%	25%	9%	20%	24%	25%
净利润	273	194	471	859	1,203
增长率 yoy%	-66%	-29%	142%	82%	40%
每股收益 (元)	0.65	0.47	1.13	2.06	2.89
每股现金流量	2.38	1.79	2.03	2.50	3.06
净资产收益率	4%	3%	6%	10%	12%
P/E	177.3	249.1	102.8	56.3	40.2
P/B	6.6	6.3	6.0	5.4	4.8

备注：股价为 2023 年 05 月 09 日收盘价

投资要点

- 投资事件：**公司发布 2022 年年报：2022 年营业收入范围为 74.13 亿元，同比增长 8.93%；归母净利润 1.94 亿元，较上年同期下降 28.84%；扣非净利润 1.00 亿元，较上年同期下降 23.33%。
- 整体营收保持稳定增长，云计算业务仍保持较高增速。**2022 年公司实现营收 74.13 亿元，同比增长 8.93%。单 Q4 营收 26.65 亿元，同比增速为 9.74%。分产品来看，网络安全业务收入约 38.98 亿元，同比增长 5.66%；云计算及 IT 基础设施业务收入约 28.59 亿元，同比增长 20.17%；基础网络及物联网业务收入为 6.56 亿元，同比下降 10.99%。其中云计算业务占比提升至 38.57%，较去年同期增加 3.6pcts；网络安全业务占比有所下降至 52.28%，较去年同期减少 1.26pcts；基础网络及物联网业务占比也下降至 8.85%，较去年同期减少 1.98pcts。公司营收放缓主要是由于创新类产品收入贡献占比较小，同时叠加 2022 年国内宏观经济增速放缓，对公司核心目标客户群体的生产经营产生了一定程度的负面影响。网络安全业务增速不佳，主要是由于全网行为管理 AC、下一代防火墙 AF 等对营收贡献较大的单品增长乏力。而主力产品芯片供应短缺，导致无线、交换机业务收入下滑。
- 单 Q4 利润超预期，利润拐点明显。**截至 2022 年年末，公司的综合毛利率为 63.8%，同比下降 1.67pcts，这主要是因为毛利率较低的云计算业务收入占比逐步提升，而毛利率较高的网络安全业务增速较慢。公司通过提升供应链管理水平和对上游厂商的议价能力，以及下半年服务器市场价格呈下降态势，公司云计算及 IT 基础设施业务的毛利率逐步提升，第四季度的单季毛利率上升至约 48%，带动公司整体毛利率较年初有所回升。单 Q4 归母净利润为 8.91 亿元，同比增长 119.77%；扣非归母净利润为 160.90 亿元，同比增长 160.90%。在外部环境存在不确定性的情况下，公司持续实施降本增效措施，三费用增速放缓至 5.27% 左右。
- 云计算将成为数字经济重点产业，公司将持续受益行业红利。**“十四五”规划中强调需加快推动数字产业化，培育壮大云计算、网络安全、人工智能、区块链等新兴数字产业；同时推进产业数字化转型，实施“上云用数赋智”行动，推动数据赋能全产业链协同转型。随着工业经济向数字经济大步迈进，云计算将在未来数年内成为我国数字经济重点产业。公司超融合 HCI 发布了全新的 6.8.0 版本，升级后的架构统一了 HCI 与 VDI 底座、X86 与 ARM 平台，优化了热升级、热迁移、热补丁“三热”能力，产品质量、稳定性和客户满意度进一步提升。公司在托管云服务持续完善托管云服务目录，提供云容灾、WAF、网页防篡改、大数据 aBDI、边缘计算、DaaS 等增值服务。此外在信创领域，托管云开放信创适配能力，支持海光、鲲鹏等信创资源，提供麒麟、

统信标准镜像。

- **投资建议：**公司是云计算龙头企业，我们长期看好公司的发展。考虑到需求侧拉动，我们小幅上调预期。预计 2023-2025 年公司收入 88.73/110.21/137.76 亿元（调整前 2023-2024 年营收为 88.05、109.36 亿元），同比增长 20%、24%、25%；归母净利润 4.71/8.59/12.03 亿元，（调整前 2023-2024 年归母净利润为 4.55、8.28 亿元）。公司 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 1.13/2.06/2.89 元（调整前 2023-2024 年为 1.09/1.99 元）。给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策变动；新业务投入方向偏离用户需求，市场推进不达预期的风险；市场竞争加剧导致公司盈利能力不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,406	1,848	2,923	4,375	营业收入	7,413	8,873	11,021	13,776
应收票据	12	18	22	28	营业成本	2,682	3,310	4,144	5,373
应收账款	809	807	903	1,066	税金及附加	71	89	110	137
预付账款	23	33	41	54	销售费用	2,411	2,866	3,438	4,064
存货	274	463	518	645	管理费用	390	408	441	482
合同资产	0	0	0	0	研发费用	2,248	2,396	2,755	3,141
其他流动资产	3,486	3,569	3,795	4,189	财务费用	-195	-180	-259	-222
流动资产合计	6,009	6,738	8,202	10,355	信用减值损失	-33	-25	-30	-15
其他长期投资	138	216	269	336	资产减值损失	-6	-5	-5	-50
长期股权投资	394	365	365	365	公允价值变动收益	16	5	5	5
固定资产	377	264	185	129	投资收益	27	70	70	70
在建工程	325	325	325	325	其他收益	394	450	460	460
无形资产	275	261	242	226	营业利润	204	480	891	1,272
其他非流动资产	4,667	4,421	4,437	4,452	营业外收入	22	15	15	15
非流动资产合计	6,174	5,851	5,822	5,833	营业外支出	7	7	7	7
资产合计	12,183	12,589	14,024	16,188	利润总额	219	488	899	1,280
短期借款	791	0	0	439	所得税	25	17	40	77
应付票据	203	3	4	6	净利润	194	471	859	1,203
应付账款	538	530	642	752	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	194	471	859	1,203
合同负债	1,178	1,775	2,204	2,686	NOPLAT	21	297	612	995
其他应付款	617	580	570	560	EPS (按最新股本摊薄)	0.47	1.13	2.06	2.89
一年内到期的非流动负债	52	73	73	73					
其他流动负债	528	977	1,073	1,170	主要财务比率				
流动负债合计	3,908	3,938	4,566	5,685	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	-75	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	8.9%	19.7%	24.2%	25.0%
其他非流动负债	555	523	553	553	EBIT增长率	-56.1%	1177.0%	107.9%	65.2%
非流动负债合计	555	523	553	478	归母公司净利润增长率	-28.8%	142.4%	82.5%	40.1%
负债合计	4,463	4,460	5,119	6,163	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,720	8,129	8,905	10,025	毛利率	63.8%	62.7%	62.4%	61.0%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	2.6%	5.3%	7.8%	8.7%
所有者权益合计	7,720	8,129	8,905	10,025	ROE	2.5%	5.8%	9.6%	12.0%
负债和股东权益	12,183	12,589	14,024	16,188	ROIC	1.0%	39.3%	46.5%	42.2%
					偿债能力				
					资产负债率	36.6%	35.4%	36.5%	38.1%
					债务权益比	18.1%	7.3%	7.0%	9.9%
					流动比率	1.5	1.7	1.8	1.8
					速动比率	1.5	1.6	1.7	1.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
					应收账款周转天数	33	33	28	26
					应付账款周转天数	63	58	51	47
					存货周转天数	42	40	43	39
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.47	1.13	2.06	2.89
					每股经营现金流	1.79	2.03	2.50	3.06
					每股净资产	18.52	19.50	21.36	24.05
					估值比率				
					P/E	249	103	56	40
					P/B	6	6	5	5
					EV/EBITDA	89	46	28	18

资料来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。