

深信服 (300454)

证券研究报告

2023年05月15日

三个乐观的信号

1、前端：长周期的相对底部区域，行业迈入“十四五”中后期阶段

公司的客户结构决定，景气度恢复仍然需要时间，但从长周期而言，我们认为当下或是相对底部区域。公司下游很大一部分客户的支出在长周期内具备一定刚性，如参考十四五规划 2021-2025 年，展望 2024~2025 年相关客户的支出有望恢复。

2、后端：变革的成效正在体现，产品力的提升只是开始

深信服的变革带给过公司“阵痛”，也走过一些“弯路”，但我们看到成效正在体现，包括超融合 680/690 关键功能的突破。产品力的提升有望助力公司挺进如金融、能源等行业，以此打开更大的市场。

另一方面，大模型的技术趋势也给了公司机遇，考虑公司一直注重产品创新，且多次上榜“福布斯中国最具创新力企业榜”，我们认为深信服有望积极把握此次趋势。公司董事长何朝曦近期表示，“坚持 AI First 战略构建网络安全核心能力”。

3、未来：耕耘十年进入收获期，海外是一片新蓝海

深信服在海外市场耕耘已久（14 年报表即有一定收入），但我们认为，面向全球竞争，海外市场的打开渠道、产品、品牌三者缺一不可，尤其是品牌。从过去一年的市场端情况来看，公司海外业务正进入收获期尤其是东南亚。根据海外官网介绍，标杆客户包括：

- 1、教育，泰国前五综合大学之一（Sripatum University）
- 2、医疗，印尼最大的医院集团之一（Mitra Keluarga）
- 3、集团，泰国制造业公司（Venine Cable）

公司董事长何朝曦近期表示，“深信服立志成为全球领先的高科技企业”。我们认为，海外坚持渠道模式，很大程度避免了业务的不确定性，同时参考海外网络安全公司商业模式，这样的增长也将更稳定更持续。

考虑去年因疫情反复导致业务拓展及交付造成的影响，以及云计算业务占比提升导致毛利率下降，我们小幅下调此前 23 年盈利预测，但我们持续看好未来公司产品力的提升及对大模型技术趋势的把握所带来竞争力的提升。预计公司 2023-2025 年收入为 85.14/110.92/144.66 亿元（原预测 2023-2024 年 96.97/123.78 亿元），归母净利润为 5.06/14.07/21.23 亿元（原预测 2023-2024 年 5.64/9.1 亿元）。考虑到疫情影响减小，公司业务恢复后利润仍具有较大成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：新业务市场推进不及预期、网络安全和云计算市场竞争加剧、国产化方案硬件采购成本上涨

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,804.90	7,412.88	8,513.69	11,091.63	14,465.71
增长率(%)	24.67	8.93	14.85	30.28	30.42
EBITDA(百万元)	1,909.28	2,095.18	588.27	1,423.28	1,784.98
归属母公司净利润(百万元)	272.86	194.17	505.79	1,407.10	2,123.20
增长率(%)	(66.29)	(28.84)	160.49	178.20	50.89
EPS(元/股)	0.65	0.47	1.21	3.38	5.09
市盈率(P/E)	182.68	256.72	98.55	35.42	23.48
市净率(P/B)	6.82	6.46	6.06	5.16	4.24
市销率(P/S)	7.33	6.72	5.85	4.49	3.45
EV/EBITDA	37.25	18.24	69.77	27.12	20.54

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	119.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	416.88
流通 A 股股本(百万股)	273.16
A 股总市值(百万元)	49,846.40
流通 A 股市值(百万元)	32,661.46
每股净资产(元)	18.64
资产负债率(%)	32.50
一年内最高/最低(元)	167.50/80.61

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《深信服-季报点评:现金流结构先行改善，费用稳定下静待利润释放》 2022-11-02
- 2 《深信服-半年报点评:Q2 增速重回双位数，下半年有望进入快速增长通道》 2022-08-29
- 3 《深信服-季报点评:安全业务拐点有望迎来，同步受益于疫情恢复》 2022-05-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	579.01	1,405.73	1,636.19	3,741.18	5,386.89
应收票据及应收账款	564.09	821.26	625.82	963.56	644.46
预付账款	31.33	23.04	74.88	34.12	103.25
存货	350.31	273.55	430.75	481.86	711.55
其他	3,741.13	3,485.58	3,850.26	3,987.52	4,377.12
流动资产合计	5,265.87	6,009.16	6,617.90	9,208.24	11,223.27
长期股权投资	365.12	393.66	393.66	393.66	393.66
固定资产	347.84	376.56	386.30	367.04	493.50
在建工程	137.47	324.73	404.73	454.73	519.73
无形资产	282.83	274.60	261.59	248.58	235.57
其他	4,551.21	4,804.44	4,350.23	4,529.62	4,535.44
非流动资产合计	5,684.47	6,173.98	5,796.50	5,993.63	6,177.90
资产总计	10,950.33	12,183.14	12,414.40	15,201.86	17,401.16
短期借款	27.31	790.83	523.60	568.20	479.50
应付票据及应付账款	407.59	741.31	482.44	1,040.30	835.86
其他	1,566.08	1,197.65	2,763.39	3,454.67	3,836.00
流动负债合计	2,000.97	2,729.79	3,769.43	5,063.17	5,151.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	487.62	554.65	417.08	486.45	486.06
非流动负债合计	487.62	554.65	417.08	486.45	486.06
负债合计	3,645.53	4,462.85	4,186.51	5,549.62	5,637.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	415.71	415.62	416.88	416.88	416.88
资本公积	4,222.65	4,525.93	4,525.93	4,525.93	4,525.93
留存收益	2,766.20	2,931.38	3,437.16	4,844.26	6,967.46
其他	(99.75)	(152.65)	(152.09)	(134.83)	(146.52)
股东权益合计	7,304.81	7,720.28	8,227.89	9,652.25	11,763.75
负债和股东权益总计	10,950.33	12,183.14	12,414.40	15,201.86	17,401.16

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	272.86	194.17	505.79	1,407.10	2,123.20
折旧摊销	173.57	214.11	203.27	212.27	56.55
财务费用	(185.24)	(191.05)	(200.12)	(380.03)	(662.27)
投资损失	(65.45)	(25.73)	(38.94)	(44.02)	(36.72)
营运资金变动	(17.06)	(342.96)	268.81	855.76	3.35
其它	812.75	897.02	300.00	300.00	300.00
经营活动现金流	991.44	745.56	1,038.81	2,351.08	1,784.12
资本支出	351.36	355.85	417.57	160.63	235.39
长期投资	335.39	28.54	0.00	0.00	0.00
其他	(1,427.82)	(807.90)	(1,158.63)	(846.61)	(933.67)
投资活动现金流	(741.06)	(423.51)	(741.06)	(685.98)	(698.28)
债权融资	(29.95)	937.53	(69.11)	422.63	571.57
股权融资	574.69	250.29	1.82	17.26	(11.69)
其他	(807.40)	(693.21)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(262.66)	494.62	(67.29)	439.89	559.88
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(12.29)	816.67	230.46	2,104.99	1,645.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,804.90	7,412.88	8,513.69	11,091.63	14,465.71
营业成本	2,348.38	2,681.89	3,058.12	3,975.24	5,170.04
营业税金及附加	65.91	71.19	81.73	106.48	138.87
销售费用	2,316.56	2,410.99	2,509.84	2,796.20	3,382.08
管理费用	391.52	389.88	407.81	469.18	666.87
研发费用	2,087.90	2,247.78	2,416.18	2,884.93	3,724.92
财务费用	(201.46)	(194.55)	(200.12)	(380.03)	(662.27)
资产/信用减值损失	(31.77)	(39.35)	(26.05)	(30.52)	(34.13)
公允价值变动收益	(4.73)	16.00	300.00	300.00	300.00
投资净收益	65.94	27.19	38.94	44.02	36.72
其他	(482.49)	(402.12)	0.00	0.00	0.00
营业利润	249.15	203.97	553.03	1,553.13	2,347.78
营业外收入	14.25	22.17	15.47	17.30	18.31
营业外支出	6.99	7.45	6.51	6.98	6.98
利润总额	256.41	218.68	561.99	1,563.44	2,359.11
所得税	(16.45)	24.51	56.20	156.34	235.91
净利润	272.86	194.17	505.79	1,407.10	2,123.20
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	272.86	194.17	505.79	1,407.10	2,123.20
每股收益(元)	0.65	0.47	1.21	3.38	5.09

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	24.67%	8.93%	14.85%	30.28%	30.42%
营业利润	-67.24%	-18.14%	171.14%	180.84%	51.16%
归属于母公司净利润	-66.29%	-28.84%	160.49%	178.20%	50.89%
获利能力					
毛利率	65.49%	63.82%	64.08%	64.16%	64.26%
净利率	4.01%	2.62%	5.94%	12.69%	14.68%
ROE	3.74%	2.52%	6.15%	14.58%	18.05%
ROIC	-4.72%	-0.85%	-38.05%	-184.35%	-95.40%
偿债能力					
资产负债率	33.29%	36.63%	33.72%	36.51%	32.40%
净负债率	-6.55%	-7.29%	-12.91%	-32.37%	-41.32%
流动比率	1.67	1.54	1.76	1.82	2.18
速动比率	1.56	1.47	1.64	1.72	2.04
营运能力					
应收账款周转率	12.79	10.70	11.77	13.96	17.99
存货周转率	25.67	23.76	24.18	24.31	24.24
总资产周转率	0.66	0.64	0.69	0.80	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.65	0.47	1.21	3.38	5.09
每股经营现金流	2.38	1.79	2.49	5.64	4.28
每股净资产	17.52	18.52	19.74	23.15	28.22
估值比率					
市盈率	182.68	256.72	98.55	35.42	23.48
市净率	6.82	6.46	6.06	5.16	4.24
EV/EBITDA	37.25	18.24	69.77	27.12	20.54
EV/EBIT	40.43	20.03	106.61	31.88	21.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com