业绩符合预期，云业务前景广阔

——深信服(300454)2020 年度业绩快报点评

增持|维持

事件：

根据《2020 年度业绩快报》：2020 年，公司实现营业总收入 54.58 亿元，同比增长 18.92%；实现归母净利润 8.03 亿元，同比增长 5.75%。

点评：

- **公司经营情况逐步恢复，还原新准则影响后全年收入增长约 23.08%**

2020 年，受新冠疫情冲击，公司总体上下游需求受到影响，较上年营业总收入增速放缓。单季度来看，Q4 公司实现收入 22.14 亿元，同比增长 23.11%，前三季度增速分别为-5.12%、23.82%、21.68%，公司经营情况在 Q1 承压后逐步恢复。由于执行新收入准则，公司原来与商品销售一起确认收入的售后技术支持服务，自 2020 年开始作为单项履约业务，先确认为合同负债，在服务期内按履约进度分期确认收入，受影响的收入约为 1.91 亿元。如果将此部分还原，则全年实现收入 56.49 亿元，同比增长约 23.08%。

- **加大研发投入致费用增速超收入增速，归母净利润同比增长 5.75%**

2020 年，公司营业利润和利润总额同比分别下降 3.71%和 3.54%，主要原因是：1）营业收入增速放缓；2）进一步加大研发投入，导致费用增速超过收入增速。公司全年实现归母净利润 8.03 亿元，同比增长 5.75%。在营业利润和利润总额下降的情况下，归母净利润反而略有增长，主要原因是由于股权激励解除限售，依照规定计算确定的相关成本费用进行税前扣除导致整体企业所得税费用为负数（去年同期企业所得税费用为 3191.72 万元）。

- **多业务板块协同发展，云计算业务有望持续实现突破**

云计算业务方面：在政府积极引导和企业战略布局推动下，我国云计算产业保持较好的发展态势，但渗透率较低，仍然处于起步阶段。公司云计算业务已初步形成包括桌面云、超融合、软件定义存储、私有云、专属云、混合云的业务布局，成长空间巨大。**安全业务方面：**数字化时代威胁升级，网络安全成为国内外各行业的核心诉求。公司实施定增后，云安全、高级威胁防护、网络安全服务等方面有望成为新的增长点。同时，公司加大经销商培养力度，发挥渠道优势；充分利用信息安全、云计算、基础网络及物联网等多产品优势，满足客户不同场景的 IT 建设诉求。

- **投资建议与盈利预测**

公司主要聚焦网络安全和云计算行业，围绕客户的实际需求，加大研发投入，不断更新迭代既有产品和解决方案，同时孵化培育新产品和新业务，未来持续成长空间广阔。预测公司 2020-2022 年营业收入为 54.58、74.79、99.29 亿元，归母净利润为 8.03、10.94、14.73 亿元，EPS 为 1.94、2.64、3.56 元/股，对应 PE 为 147.15、107.93、80.20 倍。公司所处的云计算和网络安全行业处于快速发展期，公司投入的研发等费用较多，导致净利润率偏低，因此，采用 PS 估值法较为合理。上市以来，公司 PS 主要运行在 10-26 倍之间，考虑到公司的竞争力和行业的景气度，维持公司 2021 年 18 倍的目标 PS，对应的目标价为 325.32 元，维持“增持”评级。

- **风险提示**

新冠肺炎疫情影响下游客户 IT 预算；云计算业务推进不及预期；超融合市场竞争加剧；新产品研发进度及推广不及预期等。

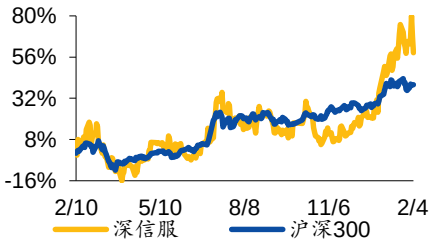
当前价/目标价：285.43 元/325.32 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	324.0 / 151.24
A 股流通股（百万股）：	213.68
A 股总股本（百万股）：	413.82
流通市值（百万元）：	60990.91
总市值（百万元）：	118115.65

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-深信服(300454.SZ)事件点评：与腾讯云战略合作，推动企业数智升级》2021.02.01

报告作者

分析师　耿军军

执业证书编号　S0020519070002

电话　021-51097188-1856

邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南

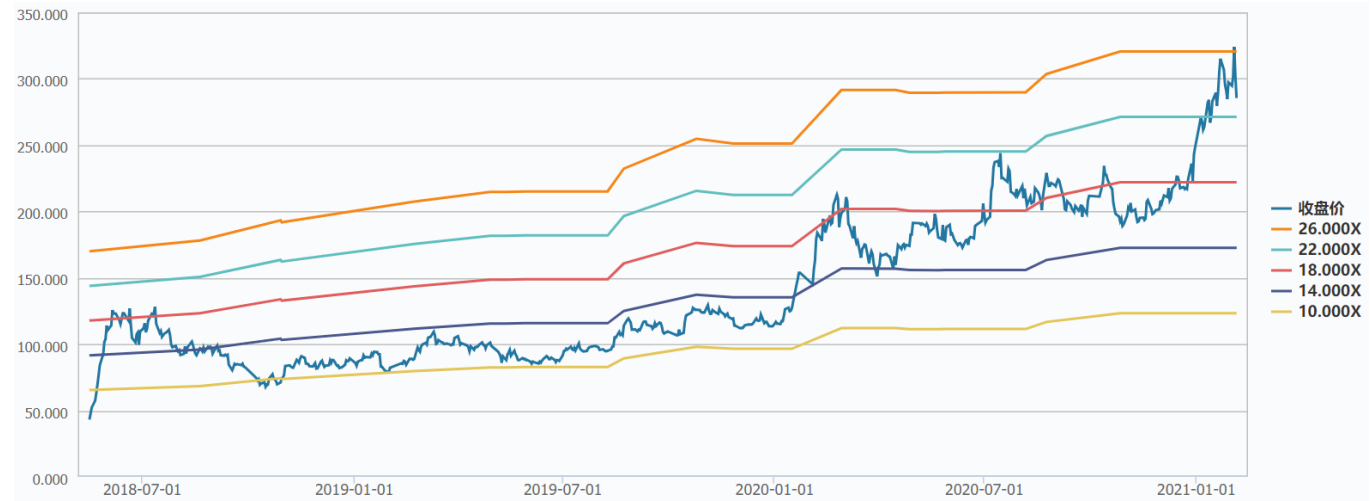
邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3224.45	4589.90	5458.40	7479.09	9928.69
收入同比(%)	30.41	42.35	18.92	37.02	32.75
归母净利润(百万元)	603.28	758.90	802.56	1094.17	1472.53
归母净利润同比(%)	5.19	25.80	5.75	36.33	34.58
ROE(%)	17.55	17.56	13.54	15.76	17.74
每股收益(元)	1.46	1.83	1.94	2.64	3.56
市盈率(P/E)	195.76	155.61	147.15	107.93	80.20

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：深信服上市以来 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3044.75	2670.83	4317.33	5555.59	7164.49
现金	737.42	325.25	1781.41	2657.33	3783.46
应收账款	301.78	393.99	466.65	639.94	848.14
其他应收款	48.62	37.59	44.21	59.83	78.44
预付账款	11.84	36.04	43.27	59.53	79.58
存货	127.93	200.95	238.83	325.27	426.74
其他流动资产	1817.15	1677.02	1742.96	1813.68	1948.13
非流动资产	2087.65	4101.60	4403.22	4720.69	5125.13
长期投资	0.00	29.42	30.72	32.92	35.48
固定资产	181.84	264.15	347.52	373.44	420.24
无形资产	4.48	271.16	331.68	395.93	465.87
其他非流动资产	1901.33	3536.87	3693.30	3918.40	4203.53
资产总计	5132.40	6772.44	8720.55	10276.28	12289.61
流动负债	1509.69	2223.46	2527.14	3025.57	3624.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	262.86	376.15	448.90	610.81	808.95
其他流动负债	1246.83	1847.32	2078.24	2414.77	2815.76
非流动负债	185.29	228.00	265.48	309.64	362.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	185.29	228.00	265.48	309.64	362.16
负债合计	1694.98	2451.46	2792.62	3335.22	3986.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	403.13	408.94	413.75	413.75	413.75
资本公积	2022.37	2426.68	3303.12	3303.12	3303.12
留存收益	1148.68	1844.37	2569.23	3581.22	4941.71
归属母公司股东权益	3437.42	4320.97	5927.94	6941.06	8302.73
负债和股东权益	5132.40	6772.44	8720.55	10276.28	12289.61

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	943.24	1144.97	978.03	1291.79	1653.71
净利润	603.28	758.90	802.56	1094.17	1472.53
折旧摊销	84.34	120.87	157.24	243.32	241.79
财务费用	-77.31	-123.40	-10.53	-22.19	-32.20
投资损失	-19.37	-29.13	-32.22	-35.64	-38.92
营运资金变动	292.18	267.38	152.47	148.12	181.39
其他经营现金流	60.12	150.35	-91.49	-135.98	-170.87
投资活动现金流	-1610.24	-1671.28	-336.80	-357.02	-448.93
资本支出	315.22	322.31	213.51	245.21	265.49
长期投资	1372.51	1459.05	12.30	15.20	24.56
其他投资现金流	77.49	110.09	-110.99	-96.61	-158.88
筹资活动现金流	1185.35	224.42	814.93	-58.85	-78.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	43.13	5.81	4.80	0.00	0.00
资本公积增加	1306.42	404.31	876.44	0.00	0.00
其他筹资现金流	-164.20	-185.70	-66.31	-58.85	-78.66
现金净增加额	521.27	-301.19	1456.16	875.92	1126.12

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3224.45	4589.90	5458.40	7479.09	9928.69
营业成本	860.17	1276.66	1539.96	2126.02	2852.45
营业税金及附加	43.31	53.44	62.77	85.26	112.19
营业费用	1170.98	1608.17	1867.32	2522.70	3301.29
管理费用	129.88	191.53	225.43	307.39	404.10
研发费用	779.03	1140.89	1374.17	1706.59	2167.48
财务费用	-77.31	-123.40	-10.53	-22.19	-32.20
资产减值损失	-13.23	-0.67	-0.97	-1.54	-3.54
公允价值变动收益	0.64	7.08	6.98	6.73	6.52
投资净收益	19.37	29.13	32.22	35.64	38.92
营业利润	614.20	788.62	759.34	1137.74	1531.58
营业外收入	5.07	5.42	6.74	5.47	5.50
营业外支出	1.29	3.22	3.25	3.33	3.51
利润总额	617.99	790.82	762.83	1139.88	1533.57
所得税	14.71	31.92	-39.73	45.71	61.04
净利润	603.28	758.90	802.56	1094.17	1472.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	603.28	758.90	802.56	1094.17	1472.53
EBITDA	621.23	786.10	906.05	1358.86	1741.16
EPS（元）	1.50	1.86	1.94	2.64	3.56

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.41	42.35	18.92	37.02	32.75
营业利润(%)	-3.85	28.40	-3.71	49.83	34.62
归属母公司净利润(%)	5.19	25.80	5.75	36.33	34.58
获利能力					
毛利率(%)	73.32	72.19	71.79	71.57	71.27
净利率(%)	18.71	16.53	14.70	14.63	14.83
ROE(%)	17.55	17.56	13.54	15.76	17.74
ROIC(%)	10290.13	-95.58	-114.44	-140.01	-169.24
偿债能力					
资产负债率(%)	33.03	36.20	32.02	32.46	32.44
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.02	1.20	1.71	1.84	1.98
速动比率	1.93	1.11	1.61	1.73	1.86
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.77	0.70	0.79	0.88
应收账款周转率	10.61	11.79	11.35	12.11	11.97
应付账款周转率	3.82	4.00	3.73	4.01	4.02
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.83	1.94	2.64	3.56
每股经营现金流(最新摊薄)	2.28	2.77	2.36	3.12	4.00
每股净资产(最新摊薄)	8.31	10.44	14.33	16.78	20.07
估值比率					
P/E	195.76	155.61	147.15	107.93	80.20
P/B	34.36	27.33	19.92	17.01	14.22
EV/EBITDA	181.88	143.74	124.71	83.15	64.89

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188