公司研究

公司信息更新报告

开源证券 证券研究报告

深信服（300454.SZ）

2021 年 02 月 07 日

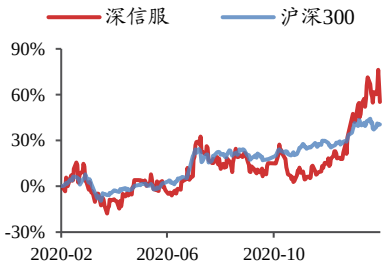
Q4 收入预计同比增长 23.11%，符合市场预期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/2/5
当前股价(元)	285.43
一年最高最低(元)	333.33/148.00
总市值(亿元)	1,181.16
流通市值(亿元)	609.91
总股本(亿股)	4.14
流通股本(亿股)	2.14
近 3 个月换手率(%)	53.3

股价走势图



数据来源：贝格数据

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

● **高度看好公司的长期成长，维持“买入”评级**

考虑所得税影响，我们调整公司 2020 年归母净利润预测为 8.03 亿元（原预测为 7.96 亿元），维持 2021-2022 年归母净利润预测为 10.84、14.60 亿元，EPS 为 1.94、2.62、3.53 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 147.1、109.0、80.9 倍，考虑公司良好成长属性，维持“买入”评级。

● **Q4 收入同比增长 23.11%，符合市场预期**

根据公司业绩快报，公司 2020 年预计实现营业收入 54.58 亿元，同比增长 18.92%。考虑公司执行新收入准则，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，按照原收入准则可以在 2020 年确认的部分收入须递延，受此影响的收入为 1.91 亿元，扣除此影响同口径收入预计为 56.49 亿元，同比增长 23.08%，符合市场预期。其中，Q4 单季度预计实现收入 22.14 亿元，同比增长 23.11%。

● **研发投入持续加大，为长远发展奠定坚实基础**

2020 年公司营业利润和利润总额预计同比分别下降 3.71%和 3.54%，公司进一步加大投入，特别是加大研发投入导致费用增速超过收入增速，公司减持加大研发投入为长远发展奠定良好基础。同时，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较 2019 年大幅下降，综合影响下，公司 2020 年预计实现归母净利润 8.03 亿元，同比增长 5.75%。

● **我们对公司 2021 年的发展充满信心**

云计算板块，2020 年公司发布“信服云”品牌，实现“新战略”升级，从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化完成转变。2021 年公司有望依靠积极的市场策略及领先的技术实力，实现云业务的加速发展。网络安全板块，在等保 2.0、网络安全实战攻防演练等合规性政策的推动下，2021 年网络安全行业有望恢复高景气，公司在云安全，态势感知等领域有着前瞻布局，有望实现高增长。

● **风险提示：**行业竞争加剧；人才流失风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,224	4,590	5,458	7,737	10,365
YOY(%)	30.4	42.3	18.9	41.7	34.0
归母净利润(百万元)	603	759	803	1,084	1,460
YOY(%)	5.2	25.8	5.8	35.0	34.7
毛利率(%)	73.3	72.2	71.0	69.7	68.3
净利率(%)	18.7	16.5	14.7	14.0	14.1
ROE(%)	17.6	17.6	15.9	17.9	19.6
EPS(摊薄/元)	1.46	1.83	1.94	2.62	3.53
P/E(倍)	195.8	155.6	147.1	109.0	80.9
P/B(倍)	34.4	27.3	23.4	19.5	15.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3045	2671	5181	6503	7880
现金	737	325	1864	2824	3915
应收票据及应收账款	308	410	660	857	1176
其他应收款	49	38	57	77	102
预付账款	12	36	7	56	31
存货	128	201	195	397	434
其他流动资产	1811	1661	2397	2293	2222
非流动资产	2088	4102	3165	3579	3755
长期投资	0	29	44	61	80
固定资产	182	264	241	275	292
无形资产	4	271	362	500	587
其他非流动资产	1901	3537	2517	2743	2796
资产总计	5132	6772	8346	10082	11635
流动负债	1510	2223	3098	3802	3960
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	263	376	529	811	1069
其他流动负债	1247	1847	2569	2991	2892
非流动负债	185	228	197	205	206
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	185	228	197	205	206
负债合计	1695	2451	3294	4007	4167
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	403	409	414	414	414
资本公积	2022	2427	2427	2427	2427
留存收益	1149	1844	2579	3563	4888
归属母公司股东权益	3437	4321	5051	6075	7469
负债和股东权益	5132	6772	8346	10082	11635

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	943	1145	660	1338	1181
净利润	603	759	803	1084	1460
折旧摊销	84	121	134	182	223
财务费用	-77	-123	-135	-216	-307
投资损失	-19	-29	-38	-49	-64
营运资金变动	292	267	-97	341	-127
其他经营现金流	60	150	-7	-4	-4
投资活动现金流	-1610	-1671	849	-543	-330
资本支出	315	322	55	162	107
长期投资	-1373	-1459	-15	-18	-19
其他投资现金流	-2668	-2808	889	-399	-242
筹资活动现金流	1185	224	30	164	241
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	43	6	5	0	0
资本公积增加	1306	404	0	0	0
其他筹资现金流	-164	-186	26	164	241
现金净增加额	521	-301	1539	959	1092

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3224	4590	5458	7737	10365
营业成本	860	1277	1584	2345	3290
营业税金及附加	43	53	64	90	121
营业费用	1171	1608	1938	2572	3343
管理费用	130	192	243	311	425
研发费用	779	1141	1384	1934	2488
财务费用	-77	-123	-135	-216	-307
资产减值损失	13	-1	-11	-13	-16
其他收益	289	319	348	386	459
公允价值变动收益	1	7	4	4	5
投资净收益	19	29	38	49	64
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	614	789	760	1127	1518
营业外收入	5	5	6	8	9
营业外支出	1	3	4	5	6
利润总额	618	791	763	1130	1521
所得税	15	32	-40	46	61
净利润	603	759	803	1084	1460
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	603	759	803	1084	1460
EBITDA	680	902	864	1241	1643
EPS(元)	1.46	1.83	1.94	2.62	3.53

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.4	42.3	18.9	41.7	34.0
营业利润(%)	-3.5	28.4	-3.6	48.2	34.7
归属于母公司净利润(%)	5.2	25.8	5.8	35.0	34.7
获利能力					
毛利率(%)	73.3	72.2	71.0	69.7	68.3
净利率(%)	18.7	16.5	14.7	14.0	14.1
ROE(%)	17.6	17.6	15.9	17.9	19.6
ROIC(%)	16.3	16.7	14.8	16.3	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	36.2	39.5	39.7	35.8
净负债比率(%)	-17.6	-3.5	-34.1	-44.0	-50.4
流动比率	2.0	1.2	1.7	1.7	2.0
速动比率	0.7	1.0	1.3	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	1.0
应收账款周转率	11.6	12.8	10.2	10.2	10.2
应付账款周转率	3.8	4.0	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.83	1.94	2.62	3.53
每股经营现金流(最新摊薄)	2.28	2.77	1.59	3.23	2.85
每股净资产(最新摊薄)	8.31	10.44	12.19	14.67	18.04
估值比率					
P/E	195.8	155.6	147.1	109.0	80.9
P/B	34.4	27.3	23.4	19.5	15.8
EV/EBITDA	172.8	129.2	133.1	91.9	68.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn