太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-12-15

公司深度报告

买入/维持

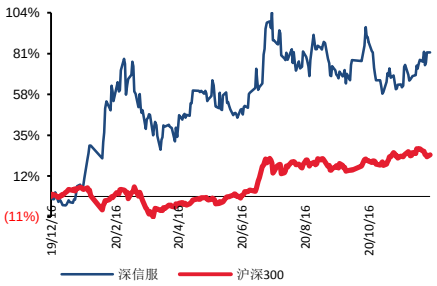
深信服(300454)

昨收盘：217.07

信息技术 软件与服务

布局 ARM 领域，构筑增长新动能

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	414/214
总市值/流通(百万元)	89,827/46,384
12 个月最高/最低(元)	243.81/113.56

相关研究报告：

深信服(300454)《非公开发行落地，助力双主业发展》--2020/12/10

深信服（300454）《业绩逐步回暖，享受信安行业增长红利》--2020/10/27

证券分析师：曹佩

电话：13122223631

E-MAIL：caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520080001

报告摘要

- **公司在 ARM 方向的布局主要集中在两个方面：**基于 ARM 的超融合架构以及完全基于 ARM 的瘦终端，也是公司在云计算领域重要的产品。
- **超融合领域的领导者，前瞻布局 ARM 领域。**根据 Gartner 于 2020 年 12 月发布的 2020 年度超融合软件魔力象限显示，2020 年全球共有 10 家 IT 服务商入围来自中国的有两家，其中一家是深信服。2019 年 11 月，公司发布基于 ARM 架构的超融合版本，公司超融合的架构既能支持 x86 架构的 intel、AMD、兆芯、海光，也可以支持 ARM 架构的鲲鹏、飞腾，并且相继通过了国产软件公司的认证，和中标麒麟、银河麒麟、深度等操作系统，以及达梦、人大金仓等数据库相匹配。
- **瘦终端增速明显，公司排名第一。**根据 IDC 的报告《中国 VDI(Virtual Desktop Infrastructure,桌面虚拟化)客户终端市场追踪报告》，在 2020 年 Q1 公司出货量排名第一，市场占有率为 31.49%，超过第 2-7 名总和。公司 VDI 产品全线采用 ARM 架构。通过采用 aDesk 瘦终端和 VDS 桌面云一体机两种硬件，即可搭建深信服的桌面云平台。公司目前成功交付 75 万+台云终端，重点客户包括中国文化部、国家文物局、黑龙江省监狱管理局、中国人民银行、黑龙江省分行、富士康科技等。
- **投资建议：**我们认为，ARM 目前在 PC 端和数据中心的应用相对以往都在发生变化，公司在桌面云以及私有云领域的布局完善，已经做好了充分的准备。预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 2.05 元、3.25 元和 4.79 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**等保 2.0 政策执行不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4589.90	6104.57	8668.48	12049.19

增长率	42.35%	33.00%	42.00%	39.00%
归属母公司净利润	758.90	839.83	1327.12	1959.32
增长率	25.80%	10.66%	58.02%	47.64%
每股收益 EPS（元）	1.86	2.05	3.25	4.79
PE	107	96	61	41

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司在 ARM 方向的布局 5
(一) 公司在超融合领域保持领先地位，率先支持 ARM 架构 5
(二) 瘦终端全线支持 ARM 架构 8
二、 投资建议 10
三、 风险提示 11

图表目录

图表 1：深信服在超融合领域的排名 5
图表 2：2020 年 GARTNER 超融合魔力象限 6
图表 3：深信服推出支持 ARM 的超融合架构 7
图表 4：信服云推出支持 ARM 的超融合架构 7
图表 5：深信服超融合支持 8
图表 6：2020Q1 深信服 VDI 出货份额 9
图表 7：深信服桌面云平台架构 9
图表 8：公司桌面云瘦终端 10
图表 9：公司桌面云瘦终端 10

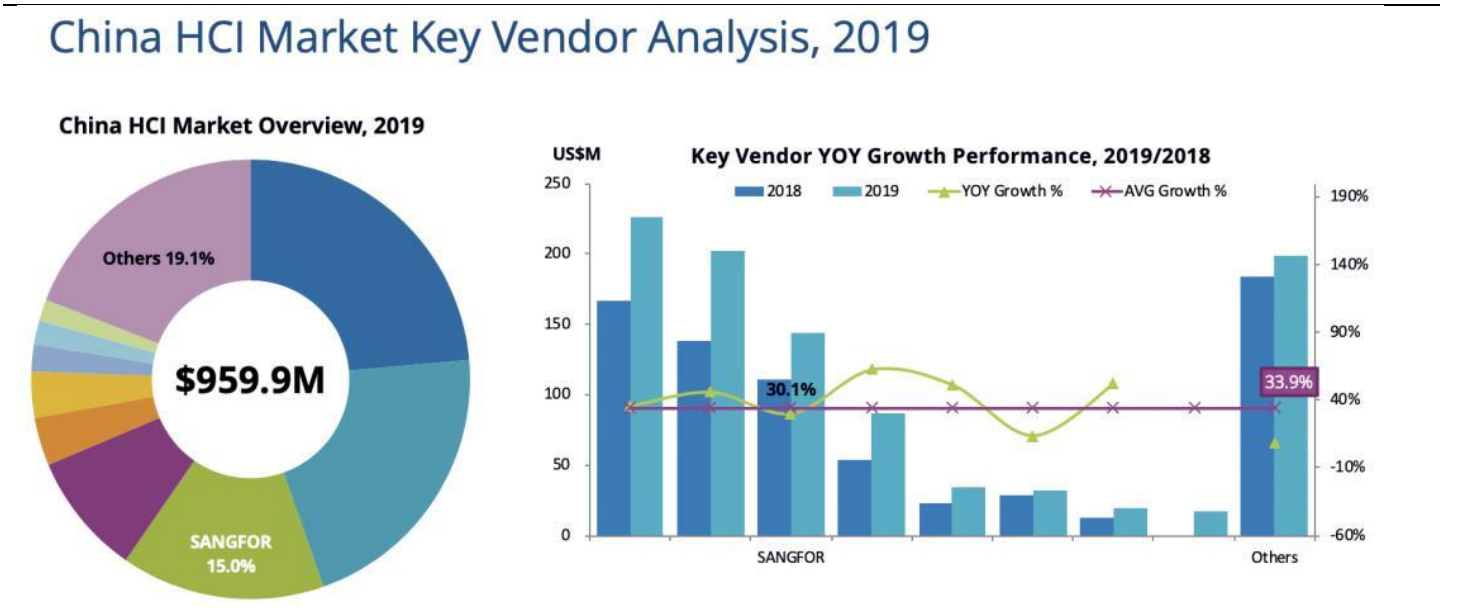
一、 公司在 ARM 方向的布局

公司在 ARM 方向的布局主要集中在两个方面：基于 ARM 的超融合架构以及完全基于 ARM 的瘦终端，是公司在云计算领域重要的产品。

（一）公司在超融合领域保持领先地位，率先支持 ARM 架构

超融合市场保持高速增长。根据 IDC 的报告，2019 年全年中国超融合市场规模约人民币 67.9 亿，同比增长率为 33.8%，市场驱动力主要来自于云计算和软件定义的存储平台。其中，深信服排名第三名，市占率为 15.0%。与 2018 年相比，其排名保持稳定。

图表 1：深信服在超融合领域的排名



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

在 Gartner 魔力象限中深信服中国位列前二。根据 Gartner 于 2020 年 12 月发布的 2020 年度超融合软件魔力象限显示，2020 年全球共有 10 家 IT 服务商入围来自中国的有两家，其中一家是深信服。Gartner 在新的超融合魔力象限其更关注于软件方面的表现。

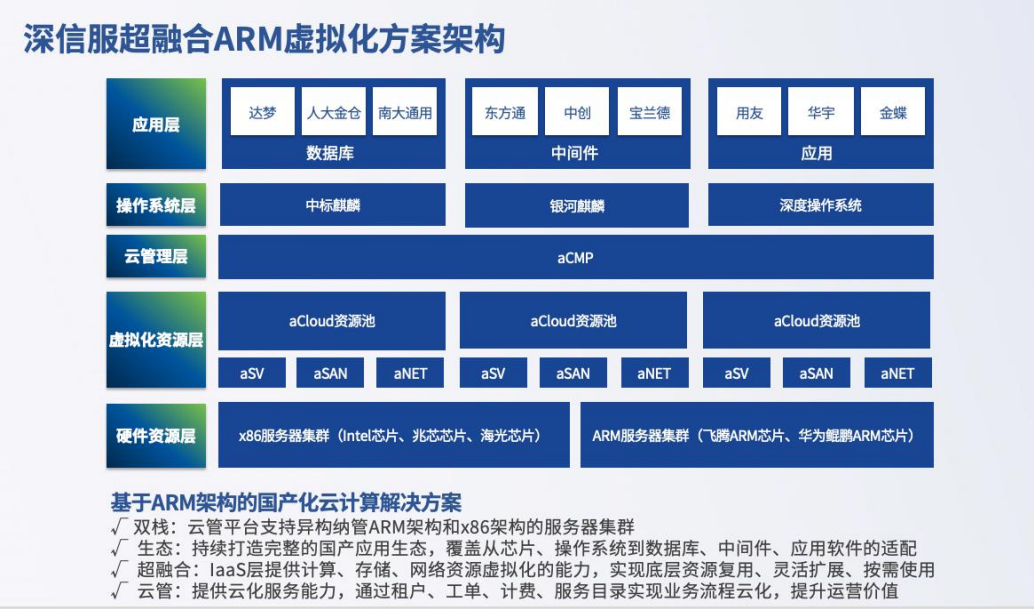
图表 2：2020 年 Gartner 超融合魔力象限



资料来源：Gartner，太平洋证券研究院

公司发布基于 ARM 的超融合架构。2019 年 11 月，公司发布基于 ARM 架构的超融合版本。基于 ARM 技术方案的非封闭性，目前已经获得了大量厂商的认同。公司认为，在未来的很长一段时间内，x86 架构和 ARM 架构的服务器将会在用户的数据中心共同存在。升级版的信服云同样支持实现 X86 和 ARM 架构业务跨栈拉通，使业务在双栈架构之间可以灵活切换。信服云针对 ARM 服务器进行了软件的“极致计算性能”优化，可以做到相同规格虚拟机计算性能与 X86 服务器数据持平，单服务器虚拟机密度提升 20%。

图表 3：深信服推出支持 ARM 的超融合架构



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

不仅仅是技术的进步，也是国产自主创新的一步。公司超融合的架构既能支持 x86 架构的 intel、AMD、兆芯、海光，也可以支持 ARM 架构的鲲鹏、飞腾，并且相继通过了国产软件公司的认证，和中标麒麟、银河麒麟、深度等操作系统，以及达梦、人大金仓等数据库相匹配。

图表 4：信服云推出支持 ARM 的超融合架构



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

公司亦支持华为 Taishan 体系的服务器。2019 年 12 月，华为 TaiShan 服务器与深信服超融合完成兼容性认证测试并发布联合解决方案。公司的超融合管理平台能够配合基于 ARM 的鲲鹏处理器，实现资源的统一管理和运维，提升用户在运维管理上的工作效率。

图表 5：深信服超融合支持



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

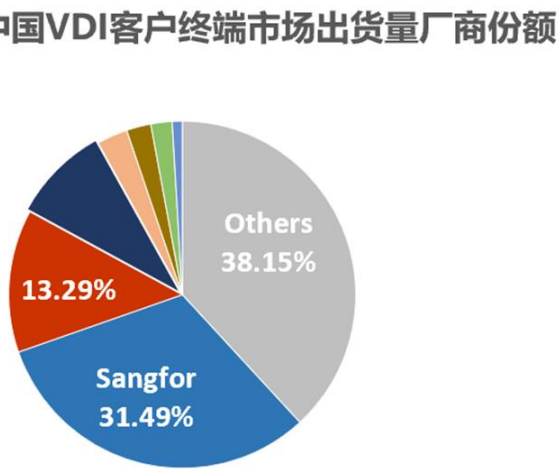
无独有偶，云计算巨头亚马逊也尝试在数据中心使用 ARM 芯片。2019 年 ARM 推出了第一代的 Neoverse N1 处理器，在 2020 年发布第二代的 Neoverse N2 及 Neoverse V1 处理器平台。2020 年 6 月，据 SiliconANGLE 报道，亚马逊云计算部门宣布三种计算资源产品由公司自己研制的基于 ARM 架构的 Graviton2 处理器支持。和 x86 的同类产品相比，亚马逊使用自家 ARM 处理器的三款产品（通用 M6g、计算优化 C6g 和内存优化 R6g）的性价比高出 40%。

（二）瘦终端全线支持 ARM 架构

瘦终端增速明显，公司排名第一。根据 IDC 的报告《中国 VDI（Virtual Desktop Infrastructure，桌面虚拟化）客户终端市场追踪报告》，在 2020 年 Q1 公司出货量排名第一，市场占有率为 31.49%，超过第 2-7 名总和。2020 年 Q2，IDC 的《中国 VDI 客户终端市场追踪报告》显示公司桌面云再次排名第一，市占率 32.53%，较 Q1 提

升 1 个左右百分点。

图表 6：2020Q1 深信服 VDI 出货份额



资料来源：IDC，太平洋证券研究院

公司 VDI 产品全线采用 ARM 架构。通过采用 aDesk 瘦终端和 VDS 桌面云一体机两种硬件，即可搭建深信服的桌面云平台。公司目前成功交付 75 万+台云终端，重点客户包括中国文化部、国家文物局、黑龙江省监狱管理局、中国人民银行、黑龙江省分行、富士康科技等。

图表 7：深信服桌面云平台架构



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

公司所有的桌面云皆采用 ARM 芯片。以 aDesk-STD-100-S 为例，其配置为其采用的是基于 ARM A9 的芯片，附带 1G 内存、4G 闪存、6USB 等配置。

图表 8：公司桌面云瘦终端



资料来源：中关村之家，太平洋证券研究院

图表 9：公司桌面云瘦终端



资料来源：苏宁易购，太平洋证券研究院

二、 投资建议

我们认为，ARM 目前在 PC 端和数据中心的应用相对以往都在发生变化，公司在桌面云以及私有云领域的布局完善，已经做好了充分的准备。预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 2.05 元、3.25 元和 4.79 元，维持“买入”评级。

三、 风险提示

等保 2.0 政策执行不及预期；行业竞争加剧。

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4589.90	6104.57	8668.48	12049.19
营业成本	1276.66	1723.93	2441.04	3394.26
营业税金及附加	53.44	61.05	86.68	120.49
销售费用	1608.17	2136.60	2860.60	3735.25
管理费用	191.53	225.87	320.73	445.82
财务费用	-123.40	-33.68	-89.76	-169.65
资产减值损失	-0.67	0.00	0.00	0.00
投资收益	29.13	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	7.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	798.60	874.66	1378.74	2041.21
其他非经营损益	-7.79	5.36	4.04	4.18
利润总额	790.82	880.03	1382.79	2045.39
所得税	31.92	40.19	55.67	86.07
净利润	758.90	839.83	1327.12	1959.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	758.90	839.83	1327.12	1959.32

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	758.90	839.83	1327.12	1959.32
折旧与摊销	120.87	94.60	64.46	65.12
财务费用	-123.40	-33.68	-89.76	-169.65
资产减值损失	-0.67	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	1176.23	530.61	801.59	1071.96
其他	-786.97	-10.33	-9.94	-9.97
经营活动现金流净额	1144.97	1421.03	2093.47	2916.79
资本支出	-96.40	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-1574.88	119.89	10.00	10.00
投资活动现金流净额	-1671.28	109.89	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	410.12	0.00	0.00	0.00
支付股利	-60.46	-76.06	-84.17	-133.00
其他	-125.24	17.82	89.76	169.65
筹资活动现金流净额	224.42	-58.24	5.59	36.64
现金流量净额	-301.19	1472.68	2099.06	2953.43

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	325.25	1797.93	3896.99	6850.42
应收和预付款项	476.28	652.78	921.13	1276.39
存货	200.95	271.92	385.11	535.62
其他流动资产	1668.36	1600.24	1670.95	1764.19
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	277.70	252.22	226.07	199.25
无形资产和开发支出	271.16	242.85	214.55	186.24
其他非流动资产	3265.58	3234.77	3234.77	3234.77
资产总计	6772.44	8339.87	10836.73	14334.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1452.49	2001.90	2822.73	3918.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	998.98	1269.09	1702.16	2277.80
负债合计	2451.46	3270.98	4524.89	6195.88
股本	408.94	408.94	408.94	408.94
资本公积	2426.68	2426.68	2426.68	2426.68
留存收益	1844.37	2608.15	3851.10	5677.42
归属母公司股东权益	4320.97	5068.89	6311.84	8138.16

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	42.35%	33.00%	42.00%	39.00%
营业利润增长率	30.02%	9.52%	57.63%	48.05%
净利润增长率	25.80%	10.66%	58.02%	47.64%
EBITDA 增长率	28.14%	17.52%	44.66%	43.09%
获利能力				
毛利率	72.19%	71.76%	71.84%	71.83%
期间费率	61.38%	63.15%	59.66%	57.29%
净利率	16.53%	13.76%	15.31%	16.26%
ROE	17.56%	16.57%	21.03%	24.08%
ROA	11.21%	10.07%	12.25%	13.67%
ROIC	456.32%	-276.21%	-205.23%	-179.29%
EBITDA/销售收入	17.34%	15.33%	15.61%	16.07%
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.81	0.90	0.96
固定资产周转率	20.58	24.28	38.43	60.52
应收账款周转率	13.19	12.88	13.03	13.00
存货周转率	7.75	7.28	7.42	7.37
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.10%	—	—	—

少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4320.97	5068.89	6311.84	8138.16
负债和股东权益合计	6772.44	8339.87	10836.73	14334.04
业绩和估值指标	**2019A**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
EBITDA	796.08	935.58	1353.44	1936.69
PE	106.79	96.50	61.06	41.36
PB	18.76	15.99	12.84	9.96
PS	17.66	13.28	9.35	6.73
EV/EBITDA	95.21	79.43	53.36	35.76

资本结构				
资产负债率	36.20%	39.22%	41.76%	43.22%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.20	1.42	1.60	1.75
速动比率	1.11	1.33	1.51	1.66
每股指标				
每股收益	1.86	2.05	3.25	4.79
每股净资产	10.57	12.40	15.43	19.90
每股经营现金	2.80	3.47	5.12	7.13

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。