创新技术与企业服务研究中心

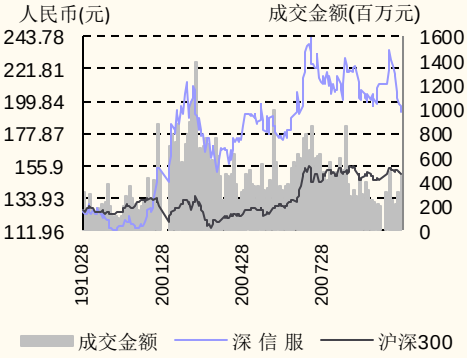
深信服 (300454.SZ) 买入（上调评级）

公司点评

市场价格（人民币）：192.51 元
目标价格（人民币）：230.70-230.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.09
已上市流通 A 股(亿股)	2.10
总市值(亿元)	787.39
年内股价最高最低(元)	234.19/192.51
沪深 300 指数	4699
创业板指	2651



相关报告

1.《疫情期经营稳健，云和安全业务 H2 值得期待-国金通信-深信服 2...》，2020.8.25

2.《成长型业务蓄势，现金牛业务强化-国金通信深信服年报点评》，2020.4.16

罗露 分析师 SAC 执业编号：S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开 联系人
shaoyikai@gjzq.com.cn

持续投入业务升级，Q4 增速有望重回 30+%

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,224	4,590	5,633	8,094	11,071
营业收入增长率	30.41%	42.35%	22.73%	43.69%	36.78%
归母净利润(百万元)	603	759	721	1,177	1,528
归母净利润增长率	5.19%	25.80%	-4.97%	63.18%	29.80%
摊薄每股收益(元)	1.496	1.856	1.763	2.877	3.735
每股经营性现金流净额	2.34	2.78	1.62	3.94	4.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.55%	17.56%	13.56%	18.47%	19.72%
P/E	59.87	61.64	111.27	68.19	52.53

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 年 10 月 26 日，公司发布三季报，营业收入 32.44 亿元，同比增长 16.22%；实现归母净利润 0.69 亿元，同比下降 77.86%，总体符合预期。

经营分析

- **经营业绩稳健增长，研发投入持续扩大。**剔除新会计准则对收入确认时间的影响，公司前三季度实际营收增速 20.44%，好于预期。 Q3 单季度实现营收 15.00 亿元，同比增长 21.68%。核心业务信息安全业务营收 20.03 亿元，同比增长约 17%；云计算营收 9.30 亿元，同比增长约 26%；基础网络及物联网营收 3.11 亿元，同比下降约 7%。增速放缓主要受疫情期间下游需求影响。公司低毛利云计算业务比重增加、加大安全服务投入，整体毛利率下降 2.73PP 至 69.11%。报告期内销售费用和管理费用分别同比增长 13.95%、61.24%，已从疫情中恢复。研发费用同比增长 31.98%，公司在疫情影响下仍坚定加大研发投入，预计全年研发费用率约 26%。
- **实施股权激励，定向增发升级主营业务，保障未来成长性。**公司文化鼓励人才激励，充分调动员工的工作热情。此外，10 月 12 日获证监会批复，定向增发共计划募集资金约 8.88 亿元，投入网络信息安全服务与产品研发基地项目与云化环境下的安全产品和解决升级方案项目，均为对当前相关主营业务的升级，预计公司在安全服务和云计算业务将继续扩大规模。
- **合作伙伴持续增加，Q4 业绩值得期待。**公司营业收入季节性明显，Q4 收入占比 40%以上。今年上半年受疫情影响，预计 H2 收入占比 70%。且报告期内公司与华为、达梦、国信达成战略合作，预计 Q4 增速有望重回 30+%。

盈利调整与投资建议

- 考虑疫情影响，下调 20 年基础网络业务全年增长率至-6%；低毛利云计算业务比重增加、安全服务投入增加，毛利率预测下调 0.3 PP 至 69.82%；公司加大研发投入，预测全年研发费用率提升至 26%；综合以上因素，全年净利润下调 19.2%。预计公司 20-22 年归母净利润 7.21/11.77/15.28 亿元，EPS 为 1.76/2.88/3.74 亿元。采用 SOTP 对公司估值（安全业务 50 倍 PE+云计算业务 15 倍 PS），公司 21 年合理市值 943.7 亿元，目标价 230.73 元。由于近期股价有一定调整，上调至“买入”评级。

风险提示

- 疫情二次爆发风险，云计算市场拓展不达预期；行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**2,472**	**3,224**	**4,590**	**5,633**	**8,094**	**11,071**
增长率		30.4%	42.3%	22.7%	43.7%	36.8%
主营业务成本	-606	-860	-1,277	-1,700	-2,454	-3,490
%销售收入	24.5%	26.7%	27.8%	30.2%	30.3%	31.5%
毛利	1,867	2,364	3,313	3,933	5,640	7,582
%销售收入	75.5%	73.3%	72.2%	69.8%	69.7%	68.5%
营业税金及附加	-35	-43	-53	-65	-94	-128
%销售收入	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-868	-1,171	-1,608	-1,915	-2,712	-3,654
%销售收入	35.1%	36.3%	35.0%	34.0%	33.5%	33.0%
管理费用	-587	-130	-192	-225	-299	-376
%销售收入	23.7%	4.0%	4.2%	4.0%	3.7%	3.4%
研发费用	0	-779	-1,141	-1,465	-1,902	-2,546
%销售收入	0.0%	24.2%	24.9%	26.0%	23.5%	23.0%
息税前利润（EBIT）	377	241	319	262	633	877
%销售收入	15.2%	7.5%	7.0%	4.7%	7.8%	7.9%
财务费用	42	77	123	44	102	169
%销售收入	-1.7%	-2.4%	-2.7%	-0.8%	-1.3%	-1.5%
资产减值损失	-12	-13	-1	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	1	7	60	80	100
投资收益	7	19	29	35	40	45
%税前利润	1.1%	3.1%	3.7%	4.7%	3.3%	2.8%
营业利润	637	614	789	749	1,224	1,589
营业利润率	25.7%	19.0%	17.2%	13.3%	15.1%	14.4%
营业外收支	4	4	2	2	2	2
税前利润	641	618	791	751	1,226	1,591
利润率	25.9%	19.2%	17.2%	13.3%	15.1%	14.4%
所得税	-68	-15	-32	-30	-49	-64
所得税率	10.5%	2.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	574	603	759	721	1,177	1,528
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**574**	**603**	**759**	**721**	**1,177**	**1,528**
净利率	23.2%	18.7%	16.5%	12.8%	14.5%	13.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	574	603	759	721	1,177	1,528
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	67	98	122	87	94	102
非经营收益	-40	-93	-138	-154	-124	-150
营运资金变动	139	335	394	9	466	532
经营活动现金净流	**740**	**943**	**1,136**	**663**	**1,612**	**2,012**
资本开支	-37	-314	-320	-354	-403	-533
投资	-624	-1,373	-1,459	670	80	100
其他	36	76	108	35	40	45
投资活动现金净流	**-625**	**-1,610**	**-1,671**	**351**	**-283**	**-388**
股权募资	0	1,317	286	375	0	0
债权募资	0	0	0	-176	0	0
其他	-155	-129	-61	-98	-123	-155
筹资活动现金净流	**-155**	**1,188**	**225**	**101**	**-123**	**-155**
现金净流量	**-40**	**521**	**-310**	**1,115**	**1,207**	**1,469**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	216	737	325	1,440	2,647	4,116
应收款项	296	356	447	521	792	1,144
存货	88	128	201	221	326	473
其他流动资产	1,487	1,823	1,697	1,066	1,081	1,102
流动资产	2,087	3,045	2,671	3,248	4,847	6,835
%总资产	71.7%	59.3%	39.4%	42.6%	50.8%	57.1%
长期投资	42	46	387	387	387	387
固定资产	144	182	278	346	430	539
%总资产	4.9%	3.5%	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%
无形资产	21	19	302	334	363	388
非流动资产	824	2,088	4,102	4,377	4,692	5,129
%总资产	28.3%	40.7%	60.6%	57.4%	49.2%	42.9%
资产总计	**2,911**	**5,132**	**6,772**	**7,625**	**9,538**	**11,964**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	670	1,010	1,543	1,610	2,249	3,038
其他流动负债	374	500	680	697	916	1,181
流动负债	1,044	1,510	2,223	2,306	3,165	4,219
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	127	185	228	0	0	0
负债	**1,171**	**1,695**	**2,451**	**2,306**	**3,165**	**4,219**
普通股股东权益	**1,741**	**3,437**	**4,321**	**5,319**	**6,373**	**7,745**
其中：股本	360	403	409	409	409	409
未分配利润	584	1,023	1,653	2,276	3,330	4,702
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**2,911**	**5,132**	**6,772**	**7,625**	**9,538**	**11,964**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.593	1.496	1.856	1.763	2.877	3.735
每股净资产	4.835	8.527	10.566	13.004	15.582	18.936
每股经营现金净流	2.056	2.340	2.779	1.621	3.943	4.920
每股股利	0.000	0.150	0.190	0.240	0.300	0.380
回报率						
净资产收益率	32.95%	17.55%	17.56%	13.56%	18.47%	19.72%
总资产收益率	19.70%	11.75%	11.21%	9.46%	12.34%	12.77%
投入资本收益率	18.77%	6.74%	7.00%	4.74%	9.53%	10.87%
增长率						
主营业务收入增长率	41.28%	30.41%	42.35%	22.73%	43.69%	36.78%
EBIT增长率	422.95%	-36.02%	32.41%	-17.81%	141.19%	38.54%
净利润增长率	122.67%	5.19%	25.80%	-4.97%	63.18%	29.80%
总资产增长率	38.35%	76.30%	31.95%	12.59%	25.08%	25.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.8	31.0	27.7	28.0	29.0	30.0
存货周转天数	41.9	45.7	47.0	48.0	49.0	50.0
应付账款周转天数	85.3	95.5	91.3	89.5	85.0	80.0
固定资产周转天数	21.2	20.6	21.0	20.5	17.4	15.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.39%	-21.47%	-40.67%	-40.84%	-51.45%	-60.01%
EBIT利息保障倍数	-8.9	-3.1	-2.6	-5.9	-6.2	-5.2
资产负债率	40.21%	33.03%	36.20%	30.25%	33.18%	35.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-27	买入	118.53	140.69～140.69
2	2019-10-25	买入	125.90	140.69～140.69
3	2020-04-16	买入	160.00	N/A
4	2020-08-25	增持	228.99	249.50～249.50

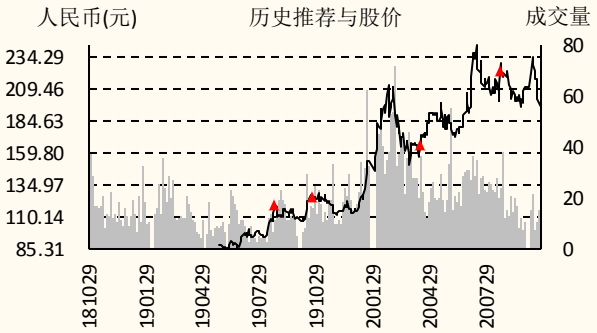
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH