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）

2020 年 10 月 28 日

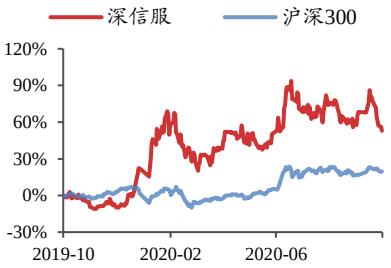
业务复苏明显，Q4 有望进一步加速

——公司 3 季报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/27
当前股价(元)	192.51
一年最高最低(元)	254.88/109.64
总市值(亿元)	787.39
流通市值(亿元)	405.13
总股本(亿股)	4.09
流通股本(亿股)	2.10
近 3 个月换手率(%)	44.39

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

● 收入增速平稳，合同负债高增长，维持“买入”评级

前三季度公司实现营业收入 32.44 亿元，同比增长 16.22%；归母净利润 6924.79 万元，同比下滑 77.86%。其中 Q3 单季度收入为 15.00 亿元，同比增长 21.68%；归母净利润为 1.95 亿元，同比下滑 20.73%。主要原因在于：其一，下游需求明显受到新冠疫情影响；其二，受会计准则变化影响，原来跟商品销售一起确认收入的售后技术支持等服务，自 2020 年开始作为单项履约业务，先确认为递延收益，此部分对收入影响约为 1.18 亿元。剔除此影响，公司前三季度收入增速预计超过 20%。此外，3 季度末合同负债较 2 季度末增加 1.08 亿元，说明渠道预收情况良好。我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 9.03、11.77、14.83 亿元，EPS 为 2.21、2.88、3.63 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 87、67、53 倍，考虑公司良好的成长属性，维持“买入”评级。

● 各项业务板块恢复明显，Q4 有望进一步加速

分业务来看，前三季度信息安全业务收入约为 20.03 亿元，同比增长约 17%；云计算业务收入约为 9.30 亿元，同比增长约 26%；基础网络及物联网业务收入约为 3.11 亿元，同比下滑约 7%，对比半年报数据，Q3 公司各板块业务已有明显提速，特别是云计算和基础网络及物联网业务 Q3 单季度收入增速已提升至 30%以上。我们认为随着业务的恢复，公司业务有望在 Q4 进一步加速。

● 安全与云业务成长前景可期

信息安全领域，受益于行业高景气度，公司将进一步完善“网端云”加安全服务的安全业务布局，应用于更广泛的行业用户和更广泛的应用场景，有望持续维持高增长；云计算领域，公司判断根据业务特性提供相应 IT 承载资源的混合云架构将是企业级用户 IT 基础架构的主流。2020 年 8 月 21 日，公司在北京召开信服云峰会，发布“信服云”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。

● 风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；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	5,724	7,765	10,206
YOY(%)	30.4	42.3	24.7	35.7	31.4
归母净利润(百万元)	603	759	903	1,177	1,483
YOY(%)	5.2	25.8	18.9	30.4	26.0
毛利率(%)	73.3	72.2	71.5	70.5	69.3
净利率(%)	18.7	16.5	15.8	15.2	14.5
ROE(%)	17.6	17.6	17.5	18.8	19.3
EPS(摊薄/元)	1.47	1.86	2.21	2.88	3.63
P/E(倍)	130.5	103.8	87.2	66.9	53.1
P/B(倍)	22.9	18.2	15.3	12.6	10.3

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	5388	6436	8052
现金	737	325	2001	2836	4083
应收票据及应收账款	308	410	713	810	1191
其他应收款	49	38	61	73	103
预付账款	12	36	10	54	32
存货	128	201	208	371	420
其他流动资产	1811	1661	2397	2293	2222
非流动资产	2088	4102	3179	3577	3742
长期投资	0	29	44	61	80
固定资产	182	264	255	273	280
无形资产	4	271	362	500	587
其他非流动资产	1901	3537	2518	2743	2796
资产总计	5132	6772	8567	10013	11793
流动负债	1510	2223	3224	3544	3906
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	263	376	557	752	1038
其他流动负债	1247	1847	2667	2792	2868
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	3421	3749	4112
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	403	409	409	409	409
资本公积	2022	2427	2427	2427	2427
留存收益	1149	1844	2671	3738	5085
归属母公司股东权益	3437	4321	5146	6264	7681
负债和股东权益	5132	6772	8567	10013	11793

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	943	1145	810	1196	1324
净利润	603	759	903	1177	1483
折旧摊销	84	121	136	184	222
财务费用	-77	-123	-142	-218	-306
投资损失	-19	-29	-38	-49	-64
营运资金变动	292	267	-41	107	-6
其他经营现金流	60	150	-7	-4	-4
投资活动现金流	-1610	-1671	833	-529	-319
资本支出	315	322	69	145	97
长期投资	-1373	-1459	-15	-18	-19
其他投资现金流	-2668	-2808	887	-401	-241
筹资活动现金流	1185	224	33	168	242
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	0	0	0
资本公积增加	1306	404	0	0	0
其他筹资现金流	-164	-186	33	168	242
现金净增加额	521	-301	1675	835	1247

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3224	4590	5724	7765	10206
营业成本	860	1277	1633	2291	3133
营业税金及附加	43	53	67	90	119
营业费用	1171	1608	1923	2566	3292
管理费用	130	192	243	312	418
研发费用	779	1141	1451	1941	2501
财务费用	-77	-123	-142	-218	-306
资产减值损失	13	-1	-1	-1	-1
其他收益	289	319	351	386	425
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	943	1223	1545
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	946	1226	1548
所得税	15	32	43	49	65
净利润	603	759	903	1177	1483
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	603	759	903	1177	1483
EBITDA	680	902	1047	1338	1667
EPS(元)	1.47	1.86	2.21	2.88	3.63

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.4	42.3	24.7	35.7	31.4
营业利润(%)	-3.5	28.4	19.6	29.7	26.3
归属于母公司净利润(%)	5.2	25.8	18.9	30.4	26.0
获利能力					
毛利率(%)	73.3	72.2	71.5	70.5	69.3
净利率(%)	18.7	16.5	15.8	15.2	14.5
ROE(%)	17.6	17.6	17.5	18.8	19.3
ROIC(%)	16.3	16.7	16.4	17.3	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	36.2	39.9	37.4	34.9
净负债比率(%)	-17.6	-3.5	-36.1	-42.8	-51.2
流动比率	2.0	1.2	1.7	1.8	2.1
速动比率	0.7	1.0	1.3	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
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)	1.47	1.86	2.21	2.88	3.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.31	2.80	1.98	2.92	3.24
每股净资产(最新摊薄)	8.40	10.56	12.58	15.31	18.78
估值比率					
P/E	130.5	103.8	87.2	66.9	53.1
P/B	22.9	18.2	15.3	12.6	10.3
EV/EBITDA	114.9	85.5	72.1	55.8	44.0

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