公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

深信服（300454.SZ）

2020 年 08 月 26 日

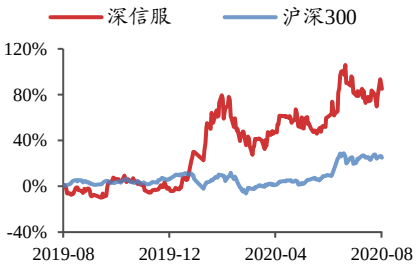
Q2 业绩超预期，坚定看好安全与云长期成长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/26
当前股价(元)	219.20
一年最高最低(元)	254.88/105.01
总市值(亿元)	896.56
流通市值(亿元)	461.30
总股本(亿股)	4.09
流通股本(亿股)	2.10
近 3 个月换手率(%)	71.43

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

● 战略不断升级，成长空间不断打开，首次覆盖给予“买入”评级

随着公司战略不断升级，成长空间不断打开，我们高度看好安全与云业务发展前景，与公司战略执行力。我们预测公司 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 99、76、61 倍，公司 PE 略低于行业可比公司平均水平，PS 与行业可比公司平均水平持平，考虑公司良好的成长属性，首次覆盖给予“买入”评级。

● Q2 收入增速大幅回暖，超出市场预期

1）上半年公司实现营业收入 17.44 亿元，同比增长 11.91%，其中，Q2 单季度实现营业收入 11.35 亿元，同比增长 23.82%，较 Q1 明显回暖。分行业来看，上半年信息安全业务实现收入 11.17 亿元，同比增长 14.42%；云计算业务实现收入 4.80 亿元，同比增长 21.08%；基础网络与物联网业务实现收入 1.47 亿元，同比下滑 20.83%。2）上半年公司毛利率下滑 2.77 个百分点至 68.8%，一方面是由于云计算业务比重增长；另一方面在安全服务等业务上的投入进一步加大，导致直接人工和服务成本增加。由于销售、管理及研发人员增加导致薪酬福利增加，及股权激励费用增加的影响，公司期间费用率较 2019H1 同比提升了 7.32 个百分点。3）此外，公司合同负债同比增长 35.6%，为业绩增长奠定良好基础。同时，公司现金流大幅好转，2020Q2 单季度现金流为 7.75 亿元，同比增长 104%。

● 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)	148.6	118.1	99.3	76.2	60.5
P/B(倍)	26.1	20.7	17.4	14.3	11.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 Q2 业绩超预期，安全与云快速增长 3
2、 发布“信服云”，实现“新战略”升级 5
3、 定增募资加码安全业务，市场竞争力有望继续提升 7
4、 盈利预测与投资建议 7
4.1、 核心假设 7
4.2、 盈利预测与投资建议 8
5、 风险提示 8
附：财务预测摘要 9

图表目录

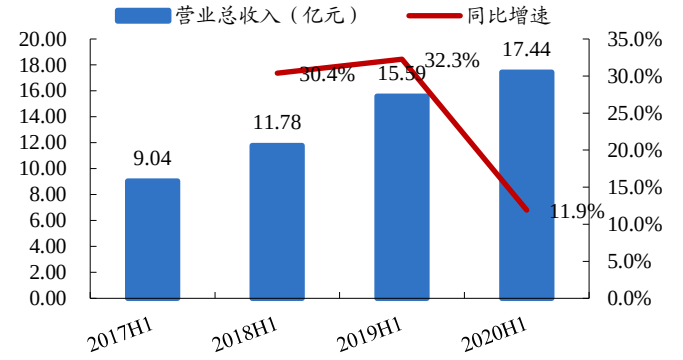
图 1: 2020H1 公司营业收入增速略有放缓 3
图 2: 2020H1 公司归母净利润转亏 3
图 3: 安全与云业务实现较快增长 3
图 4: 2020H1 公司期间费用率同比提升 4
图 5: 2020H1 公司毛利率与净利率有所下滑 4
图 6: 2020H1 公司经营活动现金流同比下降 4
图 7: 2020Q2 公司营业收入增速环比显著提升 4
图 8: 2020Q2 公司归母净利润增速环比提升 4
图 9: 2020Q2 公司期间费用率环比下降 5
图 10: 2020Q2 公司毛利率与净利率环比提升 5
图 11: 信服云产品不断演进 5
图 12: 信服云助力数据中心云化演进 6
图 13: 信服云五大解决方案：适配 IT 云化演进路径 6
图 14: 信服云 3 大新品：打造开放式产品体系 7

表 1: 拟定增 8.88 亿元，募资加码安全业务 7
表 2: 公司 PE 略低于行业可比公司平均水平，PS 与行业可比公司平均水平持平（截止 2020.8.26 收盘） 8

1、 Q2 业绩超预期，安全与云快速增长

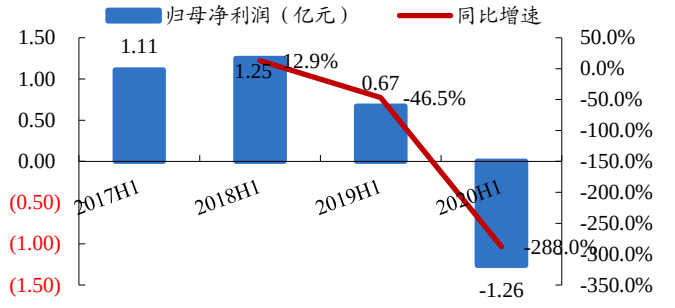
扣除新会计准则影响上半年收入同比增长。2020 上半年公司实现营业收入 17.44 亿元，同比增长 11.91%；实现归母净利润-1.26 亿元，同比下滑-287.97%。若扣除新会计准则影响（约影响 6976 万元），公司上半年收入同比增长约 16.38%。

图1：2020H1 公司营业收入增速略有放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

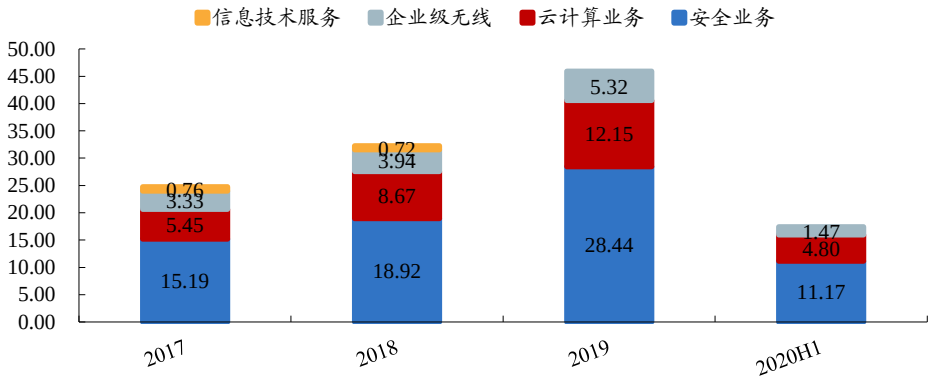
图2：2020H1 公司归母净利润转亏



数据来源：Wind、开源证券研究所

安全与云实现较快增长。分行业来看，上半年信息安全业务实现收入 11.17 亿元，同比增长 14.42%；云计算业务实现收入 4.80 亿元，同比增长 21.08%；基础网络与物联网业务实现收入 1.47 亿元，同比下滑 20.83%。

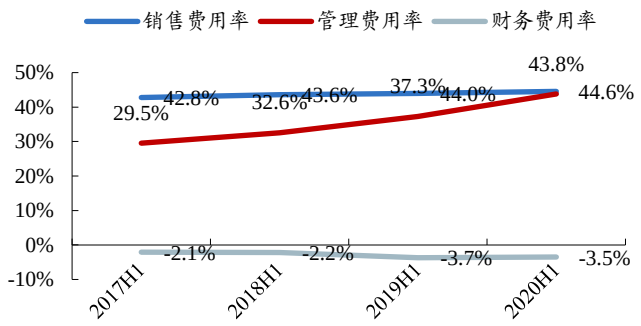
图3：安全与云业务实现较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

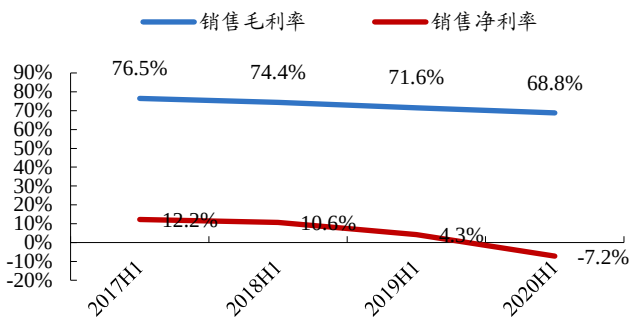
2020H1 公司销售毛利率有所下滑。上半年公司毛利率下滑 2.77 个百分点至 68.8%，一方面是由于云计算业务比重增长；另一方面在安全服务等业务上的投入进一步加大，导致直接人工和服务成本增加。由于销售、管理及研发人员增加导致薪酬福利增加，及股权激励费用增加的影响，公司期间费用率较 2019H1 同比提升了 7.32 个百分点。

图4：2020H1 公司期间费用率同比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：为保持口径一致，图中管理费用率中含研发费用）

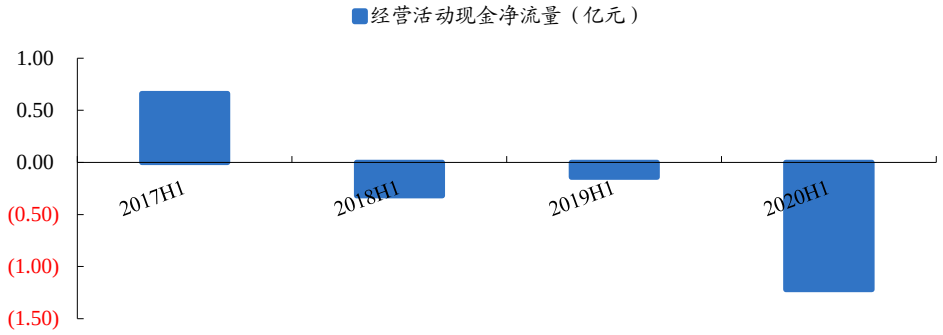
图5：2020H1 公司毛利率与净利率有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020Q2 公司经营活动现金净流量显著改善。上半年公司现金流为-1.22 亿元，其中，2020Q2 单季度现金流为 7.75 亿元，同比增长 104%。

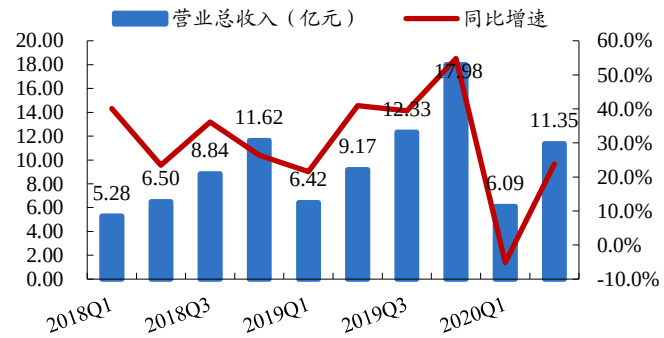
图6：2020H1 公司经营活动现金流同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

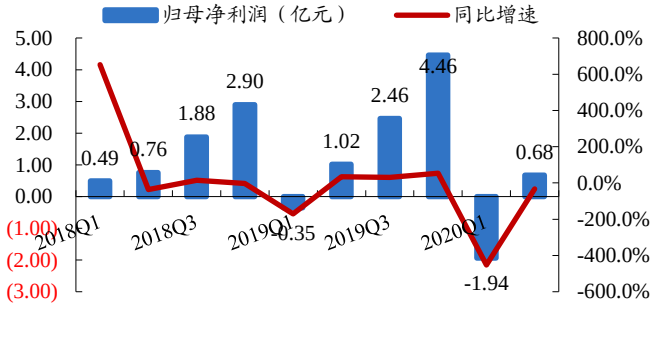
2020Q2 公司收入增速环比大幅改善。2020Q2 单季度实现营业收入 11.35 亿元，同比增长 23.82%，较 2020Q1 明显回暖。

图7：2020Q2 公司营业收入增速环比显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

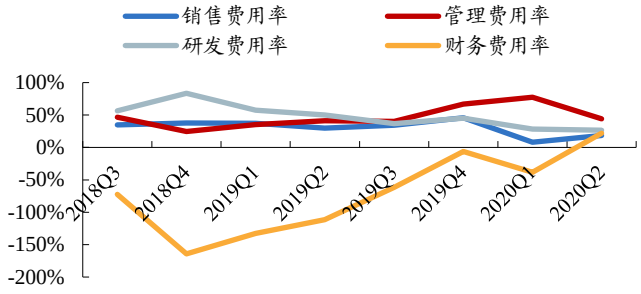
图8：2020Q2 公司归母净利润增速环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

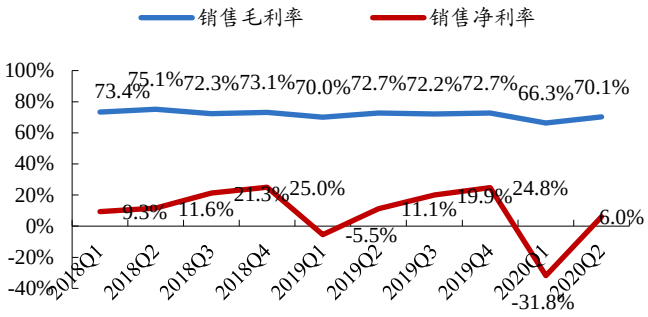
2020Q2 公司销售毛利率和销售净利率环比提升。

图9：2020Q2 公司期间费用率环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020Q2 公司毛利率与净利率环比提升

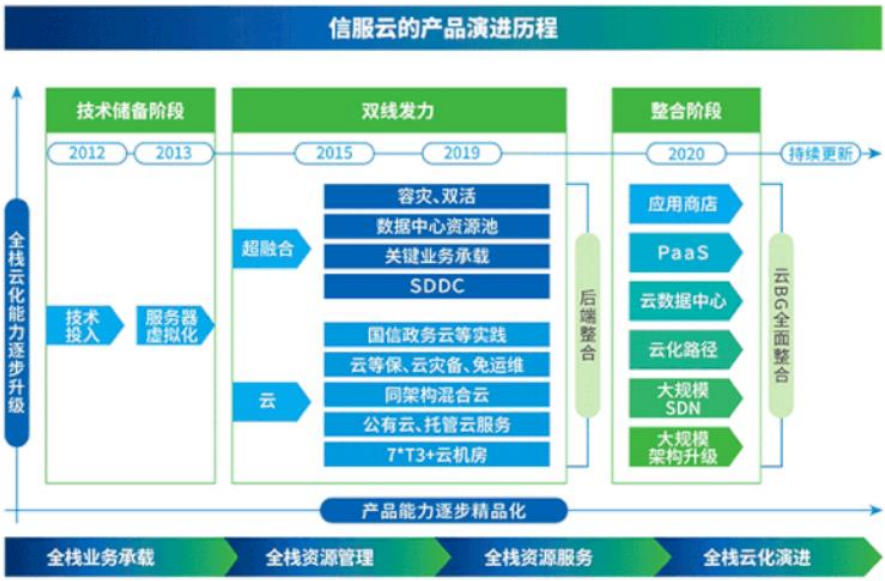


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 发布“信服云”，实现“新战略”升级

不止步于超融合。深信服自 2013 年开拓超融合产品初期，一直坚持深耕 KVM 计算虚拟化，与其他众多基于 OpenStack 超融合/私有云厂商相比，具备独特先进性。2016 年，基于超融合的技术前瞻性，公司稳步进军私有云领域，大规模交付以软件定义数据中心为核心的产品。同年与合作伙伴成立 XYclouds 子公司专注于公有云和托管云业务，此后信服云通过双线发力，逐步完成全栈业务承载、资源管理、资源服务的基础架构布局，形成清晰的全栈云化演进路线。2019 年，信服云将私有云和托管云两大业务进行整合，全面打造自主创新的云计算平台，提供具有市场竞争力的同架构混合云解决方案。同时服务化交付了国信新网政务云平台等项目，以及深度赋能深圳市众云数据技术有限公司等众多合作伙伴。围绕用户业务需求的变化和升级，信服云不断扩宽产品矩阵，并将云计算平台能力划分为四大模块：IaaS 能力、PaaS 能力、运营能力、云安全能力。

图11：信服云产品不断演进



资料来源：公司官网

公司将云计算品牌重磅升级为信服云，从超融合承载业务向全面云化转变。2020 年 8 月，深信服将云计算品牌重磅升级为信服云，助力数据中心云化演进，从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化完成转变，战略升级后的深信服，将关注点从打造云数据中心的 IaaS 层基础设施，延伸至建设云数据中心所需的全部服务，包括 IaaS、PaaS、安全、运维管理等多个层面，向着打造“敏捷高效、安全、可靠的数据中心”这一市场目标进发。

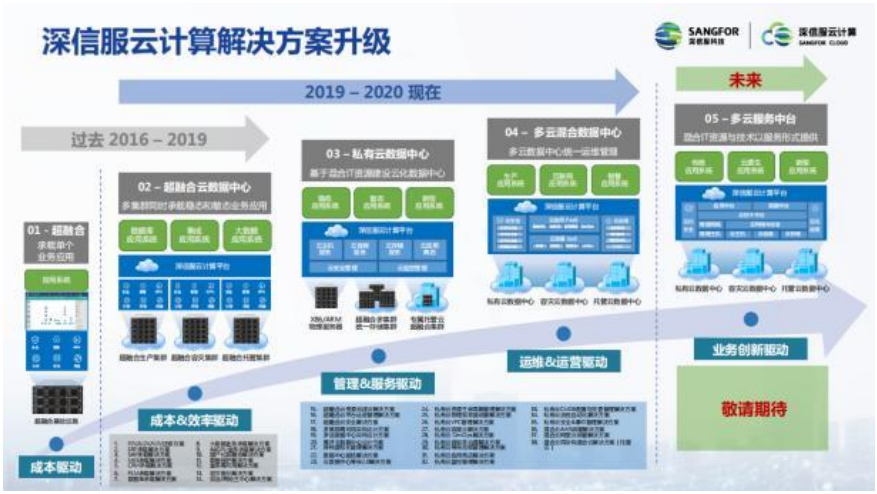
图12：信服云助力数据中心云化演进



资料来源：IDC

升级后的信服云创新性地构建了一条 IT 云化的演进路径，全新定义数据中心云化五大演进阶段：超融合、超融合云数据中心、私有云数据中心、混合云数据中心、多云服务中台，平滑地适配用户各个阶段业务发展的诉求。

图13：信服云五大解决方案：适配 IT 云化演进路径



资料来源：公司官网

与公司战略和解决方案升级相匹配的，是产品能力的全面提升及“交付模式”的升级。产品体系方面，公司将产品体系全面升级为“两大独立产品（超融合、云原

生平台）+云计算集成平台”的开放式产品体系。交付模式上，公司将提供四大交付模式：一是产品授权模式；二是提供服务模式；三是云托管服务模式；四是合作共建模式。

图14：信服云 3 大新品：打造开放式产品体系



资料来源：科技云报道

3、 定增募资加码安全业务，市场竞争力有望继续提升

公司拟定增募集资金不超过 8.88 亿元，主要投向云化环境下的安全产品和解决方案升级项目、网络信息安全服务与产品研发基地项目。募投项目有望推动已有产品的迭代升级及新产品研发，有望进一步提升公司的市场竞争力，及疫情影响下的抗风险能力。

表1：拟定增 8.88 亿元，募资加码安全业务

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	云化环境下的安全产品和解决方案升级项目	46409	28225
2	网络信息安全服务与产品研发基地项目	96000	60614
	合计	**142409**	**88839**

资料来源：公司公告

云化环境下的安全产品和解决方案升级项目建设内容主要包括：进行云数据中心安全域自动划分模块、云安全自动运维和智能联动、高端威胁防护、IPSec 及 WOC 模块、漏洞优化等研发，对云化环境下的安全产品和解决方案进行升级。

网络信息安全服务与产品研发基地项目建设内容主要包括：项目用地面积 5,933.88 平方米，预计建筑面积 71,560 平方米，项目建成后将作为公司在深圳的总部基地。

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 核心假设

收入端：1）在保护业务和合规两大主要诉求驱动下，在频发的安全攻击事件不

断刺激下，预计我国信息安全产业将保持较快增长速度。公司产品能力和市场能力业内领先，安全业务有望保持高速增长。

2）私有云和混合云在我国云计算产业中占有重要地位，具有良好的成长前景，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，云业务有望保持高速增长。

费用端：公司处于业务高速扩张阶段，预计期间费用率保持稳定或略有增长。

毛利率：随着云计算和安全业务占比提升，公司毛利率水平有望保持稳定。

4.2、 盈利预测与投资建议

随着公司战略不断升级，成长空间不断打开，我们高度看好安全与云业务发展前景，与公司战略执行力。我们预测公司 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 99、76、61 倍，公司 PE 略低于行业可比公司平均水平，PS 与行业可比公司平均水平持平，考虑公司良好的成长属性，首次覆盖给予“买入”评级。

表2：公司 PE 略低于行业可比公司平均水平，PS 与行业可比公司平均水平持平（截止 2020.8.26 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688023.SH	安恒信息	191	1.32	1.83	2.44	145	104	78	15	11	8
300768.SZ	迪普科技	181	3.08	3.86	4.95	59	47	37	18	15	12
688561.SH	奇安信	664	-2.08	1.27	5.39	-	-	-	15	10	7
	行业平均					**102**	**76**	**58**	**16**	**12**	**9**
300454.SH	**深信服**	**897**	**9.03**	**11.77**	**14.83**	**99**	**76**	**61**	**16**	**12**	**9**

数据来源：Wind、开源证券研究所（迪普科技、奇安信盈利预测均来源于 Wind 一致预期）

5、 风险提示

1）全年业务受新冠疫情影响风险。下半年疫情发展仍是一个不确定因素，如有较大反复，仍会对公司业务产生影响，进而影响全年业绩目标的达成。

2）行业竞争加剧带来的发展空间被压缩和毛利率下降的风险。公司所处的细分市场，除了传统的信息安全竞争对手，还面临互联网公司、传统 IT 设备巨头的竞争，行业竞争会进一步加剧，公司的发展空间可能会被压缩。

3）人才流失风险。公司所处的行业是典型的人才驱动发展的领域，面临着行业巨头和众多互联网企业的人才竞争。公司在高端人才延揽方面遭遇激烈竞争，自身的骨干人员还面临被“挖角”的风险。

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	148.6	118.1	99.3	76.2	60.5
P/B	26.1	20.7	17.4	14.3	11.7
EV/EBITDA	130.9	97.7	82.5	63.9	50.6

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