创新技术与企业服务研究中心

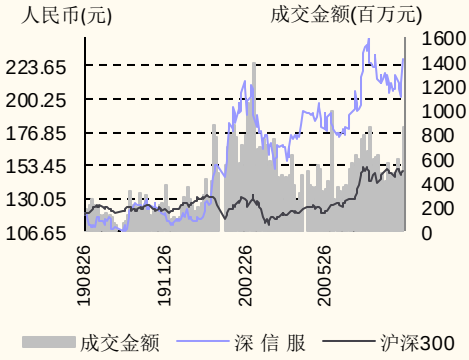
深信服 (300454.SZ) 增持（下调评级）

公司点评

市场价格（人民币）：228.99 元
目标价格（人民币）：249.50-249.50 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)	936.60
年内股价最高最低(元)	228.99/201.00
沪深 300 指数	4756
创业板指	2685



相关报告

1.《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

2.《业绩持续高增，云业务值得期待-深信服三季报点评》，2019.10.25

3.《中国“威睿”在路上-深信服深度》，2019.8.27

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

陈蓉芳 联系人
chenrongfang@gjzq.com.cn

疫情期经营稳健，云和安全业务 H2 值得期待

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	6,238	8,997	12,332
营业收入增长率	30.41%	42.35%	35.91%	44.23%	37.06%
归母净利润(百万元)	603	759	892	1,222	1,593
归母净利润增长率	5.19%	25.80%	17.55%	37.01%	30.31%
摊薄每股收益(元)	1.496	1.856	2.181	2.988	3.894
每股经营性现金流净额	2.34	2.78	2.36	4.29	5.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.55%	17.56%	16.25%	18.55%	19.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 年 8 月 23 日，公司发布半年报，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，同比下降 287.97%；扣非归母净利润-1.78 亿元，同比下降 1316.73%，总体符合预期。

经营分析

- **疫情期经营稳健，营收逐季恢复。**剔除新会计准则影响，公司上半年营收增速实际达到 16.35%，好于市场预期。分季度看，公司 Q2 实现营收 11.4 亿元，QoQ 由负转正，达到 24%，显示公司经营正在从疫情中快速恢复。三大业务版块中，公司的“现金牛”安全业务营收 11.17 亿，同比增长 14.42%。公司的“成长型”云计算业务收入 4.8 亿元，同比增长 21%。受低毛利云计算业务比重增加，同时公司加大安全服务投入等因素影响，公司整体毛利率下降 2.8PP 至 68.8%。费用方面，报告期内公司销售、管理和财务费用分别增长 13%、58%和 5.99%，销售费用增速因疫情影响回落明显，总体财务表现稳健。报告期内公司加大研发投入，同比增长 27%，营收占比达到 37%，预计公司未来将持续高研发投入，稳态下预计研发投入营收占比保持在 25%左右。
- **实施股权激励、加快产品升级，护航可持续成长。**人才激励是高科技公司实现持续成长的关键，公司近期发布限制性股票激励计划，设置相对较低的行权条件有利于充分调动激励对象的工作热情。产品方面，公司内部安全战略和产品落地布局清晰，报告期内持续扩展产品矩阵。云业务从超融合、云管理平台向私有云、混合云厂商演进；安全业务除了传统优势领域外，在终端安全、安全态势感知、云安全、安全服务等领域也取得了明显进展。
- **下半年云和安全业务值得期待。**公司的营收大头在下半年尤其是第四季度，2019 年全年营收 2/3 在 H2，预计今年 H2 营收占比将超过 70%。疫情对公司经营影响短空长多，长期看疫情加速行业的数字化进程，会持续转化为对公司安全和云业务的需求。预计 H2 公司信息安全、云计算业务将分别恢复至 30%和 50%左右的增速。

盈利调整及投资建议

- 看好公司未来三年信息安全和云计算高增长前景，我们调整了 20-22 年的盈利预期。预计公司 20-22 年归母净利润 8.92/12.22 (+8.53%)/15.93（+8.15%）亿元，EPS 为 2.18/2.99/3.89 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 2021 年合理市值 1021 亿，目标价 249.5 元，考虑当前市场价与目标价接近，下调至“增持”评级。

风险提示

- 疫情对需求影响具有不确定性；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**	**6,238**	**8,997**	**12,332**
增长率		30.4%	42.3%	35.9%	44.2%	37.1%
主营业务成本	-606	-860	-1,277	-1,865	-2,770	-3,945
%销售收入	24.5%	26.7%	27.8%	29.9%	30.8%	32.0%
毛利	1,867	2,364	3,313	4,373	6,227	8,387
%销售收入	75.5%	73.3%	72.2%	70.1%	69.2%	68.0%
营业税金及附加	-35	-43	-53	-72	-104	-143
%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	-2,121	-3,014	-4,070
%销售收入	35.1%	36.3%	35.0%	34.0%	33.5%	33.0%
管理费用	-587	-130	-192	-250	-333	-419
%销售收入	23.7%	4.0%	4.2%	4.0%	3.7%	3.4%
研发费用	0	-779	-1,141	-1,497	-2,114	-2,836
%销售收入	0.0%	24.2%	24.9%	24.0%	23.5%	23.0%
息税前利润（EBIT）	377	241	319	433	661	919
%销售收入	15.2%	7.5%	7.0%	6.9%	7.4%	7.5%
财务费用	42	77	123	52	121	195
%销售收入	-1.7%	-2.4%	-2.7%	-0.8%	-1.3%	-1.6%
资产减值损失	-12	-13	-1	-2	-1	-2
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%	3.8%	3.1%	2.7%
营业利润	637	614	789	927	1,271	1,657
营业利润率	25.7%	19.0%	17.2%	14.9%	14.1%	13.4%
营业外收支	4	4	2	2	2	2
税前利润	641	618	791	929	1,273	1,659
利润率	25.9%	19.2%	17.2%	14.9%	14.1%	13.5%
所得税	-68	-15	-32	-37	-51	-66
所得税率	10.5%	2.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	574	603	759	892	1,222	1,593
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**	**892**	**1,222**	**1,593**
净利率	23.2%	18.7%	16.5%	14.3%	13.6%	12.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	574	603	759	892	1,222	1,593
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	141	562	604
经营活动现金净流	**740**	**943**	**1,136**	**967**	**1,754**	**2,149**
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**	**1,419**	**1,348**	**1,606**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	216	737	325	1,744	3,093	4,699
应收款项	296	356	447	576	881	1,275
存货	88	128	201	243	368	535
其他流动资产	1,487	1,823	1,697	1,069	1,087	1,111
流动资产	2,087	3,045	2,671	3,633	5,429	7,619
%总资产	71.7%	59.3%	39.4%	45.4%	53.6%	59.8%
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%	4.3%	4.2%	4.2%
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%	54.6%	46.4%	40.2%
资产总计	**2,911**	**5,132**	**6,772**	**8,010**	**10,121**	**12,748**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	670	1,010	1,543	1,758	2,516	3,404
其他流动负债	374	500	680	762	1,016	1,317
流动负债	1,044	1,510	2,223	2,520	3,531	4,722
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**	**2,520**	**3,531**	**4,722**
普通股股东权益	**1,741**	**3,437**	**4,321**	**5,490**	**6,589**	**8,027**
其中：股本	360	403	409	409	409	409
未分配利润	584	1,023	1,653	2,447	3,546	4,984
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**	**8,010**	**10,121**	**12,748**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.593	1.496	1.856	2.181	2.988	3.894
每股净资产	4.835	8.527	10.566	13.422	16.110	19.624
每股经营现金净流	2.056	2.340	2.779	2.364	4.289	5.256
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%	16.25%	18.55%	19.84%
总资产收益率	19.70%	11.75%	11.21%	11.14%	12.08%	12.49%
投入资本收益率	18.77%	6.74%	7.00%	7.57%	9.64%	10.99%
增长率						
主营业务收入增长率	41.28%	30.41%	42.35%	35.91%	44.23%	37.06%
EBIT增长率	422.95%	-36.02%	32.41%	35.63%	52.78%	38.91%
净利润增长率	122.67%	5.19%	25.80%	17.55%	37.01%	30.31%
总资产增长率	38.35%	76.30%	31.95%	18.27%	26.35%	25.96%
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	18.5	15.7	14.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.39%	-21.47%	-40.67%	-45.11%	-56.53%	-65.17%
EBIT利息保障倍数	-8.9	-3.1	-2.6	-8.4	-5.5	-4.7
资产负债率	40.21%	33.03%	36.20%	31.46%	34.89%	37.04%

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

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。

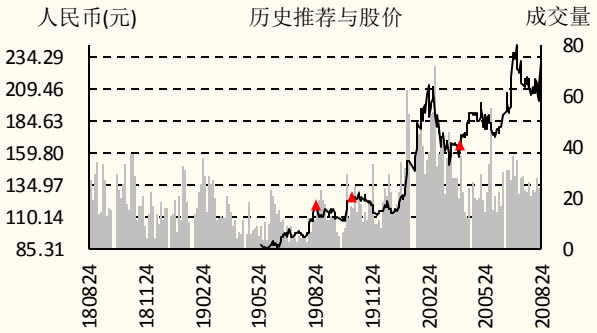
最终评分与平均投资建议对照：

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

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

来源：国金证券研究所



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