深信服（300454）

公司研究/点评报告

“安全+云”双核驱动，看好公司持续成长

—深信服 2020H1 中报点评

点评报告/计算机　　2020 年 08 月 24 日

一、事件概述

公司 2020 年 8 月 23 日发布中报，实现营收 17.44 亿元，同比增长 11.91%；实现归母净利润-1.26 亿元，同比-288%；二季度单季营收 11.35 亿元，同比增长 23.82%。

二、分析与判断

➢ 经营情况恢复良好，投入加大彰显公司信心

二季度营收同比增长 24%显示经营快速恢复，费用投入加大导致暂未盈利。二季度公司营业收入 11.35 亿元同比增长 23.82%，毛利率 68.8%环比提升 2.8pct，净利润 6804 万元已实现盈利，合同负债 4.04 亿元环比大增 164%，显示公司经营状况恢复良好。公司上半年销售费用、研发费用分别为 7.77、6.38 亿元，同比增加 13%、27%，主要缘于相关人员及股权激励费用的增加。疫情并未打断公司投入的进度，公司加大对于核心壁垒“研发+渠道”的建设。考虑到整个行业的季节性，上半年收入平均仅占全年的 36%、利润占比 10%左右，而费用多为员工工资相对刚性，因此上半年的亏损无需过多担心。

➢ “信息安全+云计算”双轮驱动成效显著，新产品持续亮相

安全、云计算业务分别增长 14.4%、21.1%，“零信任 VPN”、信服云接连亮相。公司两大核心业务为信息安全、云计算，上半年营收分别为 11.17、4.8 亿元，同比增速分别为 14.4%、21.1%，两大业务占比分别为 64%、27%，第三大业务企业基础网络受疫情影响较大，营收 1.47 亿元下滑 21%。两大核心业务信息安全、云计算增长态势良好，毛利率分别为 80.4%、45.5%，网络安全业务毛利率基本持平，云计算业务涉及硬件项目增多导致毛利下滑 5 个百分点。公司上半年陆续推出众多新品，例如“零信任 VPN”、云计算业务升级至信服云解决方案等，不仅契合相关业务领域的前沿发展方向，也证明了公司强大的研发创新能力。

➢ 新一轮股权激励绑定“核心资产”，定增方案指引“安全+云”发展方向

第三轮股权激励如期而至，定增方案指引公司发展方向。公司 2020 年 7 月公告股权激励草案，拟向 1253 名核心技术、业务人员（不含董监高）授予共 510 万股，预计摊销费用 4.6 亿元。公司是典型的轻资产模式，核心资产是员工，截至 2020Q1 研发人员、销售人员分别为 2262、2769 人，占比合计 83.86%。本轮是公司 18 年上市以来第三轮股权激励，彰显公司对于人才的重视程度。公司于 2020 年 8 月 15 日公告修改后的定增方案，拟募资 8.88 亿元、总投资 14.25 亿元投入云安全及深圳总部的建设，原方案中拟募投 9.18 亿元的“软件定义 IT 基础架构项目”改为使用自有资金投入。本次定增方案继续明确了公司“安全+云”的战略发展方向，在信息安全领域，公司加强云安全的研发投入，不仅适应整个云安全行业 45.2%的行业增速，也可以与自身云计算业务相互协同；在云计算领域，公司以超融合架构为基石，升级为信服云解决方案，从过去的超融合承载业务转向数据中心云化，向客户提供 Iaas、Paas、安全、运维等全部服务。根据 IDC 预测数据，2020 年网络安全、私有云市场规模分别为 749.2、787.8 亿元，公司两大业务发展空间巨大。

三、投资建议

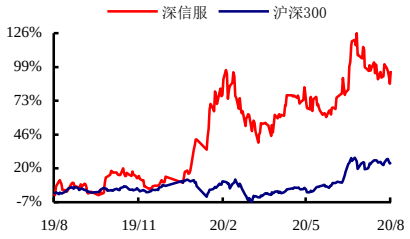
预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 59.82/83.69/117.85 亿元，归母净利润分别为 9.42/13.57/18.91 亿元，对应 PE 分别为 92/63.9/45.8 倍，考虑到安全、云计算行业高速成长性和公司自身具备的强大竞争力，维持“推荐”评级。

推荐　维持评级

当前价格：　211.9 元

交易数据	2020-8-21
近 12 个月最高/最低(元)	243.81/106.76
总股本（百万股）	409
流通股本（百万股）	210
流通股比例（%）	51.45
总市值（亿元）	867
流通市值（亿元）	446

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：强超廷

执业证号：　S0100519020001

电话：　021-60876718

邮箱：　qiangchaoting@mszq.com

分析师：郭新宇

执业证号：　S0100518120001

电话：　01085127654

邮箱：　guoxinyu@mszq.com

相关研究

1.【民生计算机】深信服（300454）19 年年报点评：业绩增长亮眼，定增募资巩固产品优势

2.【民生计算机】深信服（300454）19 年半年报点评：收入持续高增长，加大研发投入巩固竞争优势

四、风险提示

疫情冲击下企业 IT 投入不及预期；行业竞争加剧；公司研发成果不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,590	5,982	8,369	11,785
增长率（%）	42.3	30.3	39.9	40.8
归属母公司股东净利润（百万元）	759	942	1,357	1,891
增长率（%）	25.8	24.1	44.1	39.3
每股收益（元）	1.90	2.30	3.32	4.62
PE（现价）	111.5	92.0	63.9	45.8
PB	20.1	16.5	13.1	10.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**4,590**	**5,982**	**8,369**	**11,785**
营业成本	1,277	1,880	2,614	3,684
营业税金及附加	53	72	100	141
销售费用	1,608	1,974	2,745	3,866
管理费用	192	269	377	530
研发费用	1,141	1,496	2,051	2,887
EBIT	319	292	483	677
财务费用	(123)	(136)	(153)	(203)
资产减值损失	(1)	7	6	11
投资收益	29	30	42	59
营业利润	**789**	**988**	**1,426**	**1,987**
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	**791**	**991**	**1,428**	**1,990**
所得税	32	50	71	100
净利润	759	942	1,357	1,891
归属于母公司净利润	**759**	**942**	**1,357**	**1,891**
EBITDA	**440**	**397**	**628**	**862**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	325	1402	2318	4212
应收账款及票据	410	623	812	1192
预付款项	36	56	78	111
存货	201	269	384	537
其他流动资产	229	229	229	229
流动资产合计	**2671**	**3812**	**5480**	**8160**
长期股权投资	29	59	101	160
固定资产	264	384	524	884
无形资产	271	273	279	290
非流动资产合计	**4102**	**5176**	**5878**	**6732**
资产合计	**6772**	**8988**	**11357**	**14892**
短期借款	0	343	143	0
应付账款及票据	376	561	776	1096
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**2223**	**3497**	**4510**	**6154**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	226	226	226	226
非流动负债合计	**228**	**228**	**228**	**228**
负债合计	**2451**	**3725**	**4738**	**6382**
股本	409	409	409	409
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**4321**	**5263**	**6619**	**8510**
负债和股东权益合计	**6772**	**8988**	**11357**	**14892**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	42.3	30.3	39.9	40.8
EBIT 增长率	32.4	-8.6	65.6	40.1
净利润增长率	25.8	24.1	44.1	39.3
盈利能力				
毛利率	72.2	68.6	68.8	68.7
净利润率	16.5	15.7	16.2	16.0
总资产收益率 ROA	11.2	10.5	11.9	12.7
净资产收益率 ROE	17.6	17.9	20.5	22.2
偿债能力				
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.1	1.0	1.1	1.2
现金比率	0.8	0.7	0.9	1.0
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	27.3	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	46.4	45.0	45.0	45.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
每股指标（元）				
每股收益	1.9	2.3	3.3	4.6
每股净资产	10.6	12.9	16.2	20.8
每股经营现金流	2.8	4.0	5.7	7.9
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	111.5	92.0	63.9	45.8
PB	20.1	16.5	13.1	10.2
EV/EBITDA	54.6	45.2	31.5	22.0
股息收益率	0.1	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	759	942	1,357	1,891
折旧和摊销	113	113	151	196
营运资金变动	394	614	856	1,189
经营活动现金流	**1,128**	**1,644**	**2,329**	**3,217**
资本开支	320	1,047	702	877
投资	(1,459)	145	(500)	(300)
投资活动现金流	**(1,671)**	**(902)**	**(1,202)**	**(1,177)**
股权募资	286	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	**224**	**335**	**(211)**	**(146)**
现金净流量	**(319)**	**1,077**	**916**	**1,894**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

强超廷，民生证券研究院教育&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职与海通证券研究所，传媒团队。**2017年新财富最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员；**2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传媒与文化”第3名团队成员。

郭新宇，民生证券计算机行业分析师，克拉克大学金融学硕士，2016年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。