公司报告

公司季报点评

证券研究报告

平安证券

计算机

2021 年 10 月 28 日

深信服(300454.SZ)

公司积极推进云化和服务化转型，看好其中长期发展

推荐（维持）

现价：204.78 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.sangfor.com.cn
大股东/持股	何朝曦/20.36%
实际控制人	何朝曦,熊武,冯毅
总股本(百万股)	414
流通 A 股(百万股)	266
流通 B/H 股(百万股)	
总市值（亿元）	847
流通 A 股市值(亿元)	545
每股净资产(元)	15.95
资产负债率(%)	33.4

行情走势图

证券分析师

付强　投资咨询资格编号 S1060520070001
010-56610303
FUQIANG021@pingan.com.cn

闫磊　投资咨询资格编号 S1060517070006
YANLEI511@pingan.com.cn

事项：

公司公布三季报告。前三季度公司实现营业收入 43.76 亿元，同比增长 34.88%；净亏损 1.33 亿元，上年同期净利润为 6924.79 万元，由盈转亏。

平安观点：

- **公司战略调整加上供应链管理压力加大，第三季度公司收入增长趋缓。**前三季度，公司收入增长 34.88%，增速较上年同期高 18.66 个百分点。但是三季度当季收入增速仅为 19.32%，增速较前两个季度下滑较为明显（Q1、Q2 增速分别为 79.37%和 31.58%）。公司三季度收入增速下滑，主要是公司战略重心调整以及供应链管理难度加大所致。前三季度，公司工作重心主要在云化和服务化等前瞻性方向，传统领域投入相对不足，而重点投入的新业务形成支撑能力还需时日，加上供应链上的“缺芯”压力较大，造成产品交付难度上升。除了收入增速回落之外，毛利率下滑以及期间费率上升，也是公司出现亏损的主要影响因素。前三季度，毛利率相对较低、但又是作为转型方向的云计算业务占比继续扩大，致使公司整体毛利率较上年同期下滑，从上年同期的 69.11%下降至 65.34%；公司期间费用率为 77.81%，较上年同期上升 4.35 个百分点。

- **国内安全行业仍保持高增长，公司竞争优势更为坚实。**据 IDC 最新报告，2021 年，由于国内疫情受到控制，经济快速恢复，网络安全市场进入回暖期，网络安全硬件、软件等市场均迎来了更大的机会。IDC 最新报告显示，2021 年上半年，中国网络安全硬件市场规模达到 12.5 亿美元，同比增长 27%。公司在硬件市场依然有着不错的表现，在 UTM 防火墙、内容安全管理和 VPN 三个主要赛道上，上半年均处在市场第一的位置，市场份额分别为 20.6%、22.6%和 22.7%。2021 年，安全软件更是呈现出加速释放状态，公司也表现出非常强的竞争力。IDC 最新报告显示，2021 年上半年国内 IT 安全软件市场收入达到 8.97 亿美元，同比增长 36.6%。公司在终端安全软件、安全分析和情报市场上分别排在第三位和第四位。此外，公司在安全云化和服务化方面的投入快速提高，竞争力正在凸显。

- **云业务重视程度空前提升，未来还将在国内数字化转型中获得更快发展。**2021 年以来，为顺应新基建的发展大潮，公司在云计算业务上面的投入

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,590	5,458	7,401	9,589	12,384
YOY(%)	42.3	18.9	35.6	29.6	29.2
净利润(百万元)	759	809	930	1,258	1,676
YOY(%)	25.8	6.7	14.9	35.2	33.2
毛利率(%)	72.2	70.0	68.0	67.2	66.4
净利率(%)	16.5	14.8	12.6	13.1	13.5
ROE(%)	17.6	12.4	12.7	14.8	16.8
EPS(摊薄/元)	1.83	1.96	2.25	3.04	4.05
P/E(倍)	111.7	104.7	91.1	67.4	50.6
P/B(倍)	19.6	13.0	11.5	10.0	8.5

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

和战略关注度大幅提升，销售和研发方面的重视程度也在加强。公司云计算业务从产品形态上看，主要是超融合基础架构和桌面云产品，市场份额均保持在较高水平。IDC 最新报告显示，2021 年上半年国内超融合市场同比增长 11.2%。其中，深信服在超融合市场占有率稳居国内前三，市场份额为 13.7%，销售额同比增长 61.7%。根据 IDC 预测，国内市场对超融合系统解决方案的需求依然强劲，预计将在未来 5 年保持 18.5%左右的年复合增长率，2025 年市场规模将超过 33 亿美元。除了超融合之外，公司在桌面云市场上也处在领先地位。IDC 最新数据显示，2021 年 2 季度，公司在桌面云终端（仅含 ARM 终端）市场上的份额达到 36.66%，市场领先地位进一步夯实。

- **投资建议：**公司是国内领先的网络安全企业，目前正在向云化和服务化方向转型，我们预计收入仍将保持较快增长，但是利润由于产品结构调整和投入力度变化，可能出现较大波动。结合公司 2021 年前 3 季度最新数据以及对行业发展趋势的判断，我们调整了公司的盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 9.30 亿元（原为 10.72 亿元）、12.58 亿元（原为 13.74 亿元）和 16.76 亿元（原为 17.07 亿元），EPS 分别为 2.25 元、3.04 元和 4.05 元，对应 10 月 27 日 PE 分别为 91.1X、67.4X 和 50.6X。我们看好其所在的数字化赛道以及其战略调整方向，维持对公司的“推荐”评级。

- **风险提示：**（1）行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险。（2）网络安全和云计算等行业增长不及预期。（3）研发投入不能带来收入和盈利增长的风险。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,247	7,221	9,717	12,947
现金	589	1,769	3,210	5,087
应收票据及应收账款	500	681	883	1,140
其他应收款	88	97	126	163
预付账款	39	46	60	77
存货	180	328	436	577
其他流动资产	3,851	4,298	5,003	5,903
非流动资产	4,409	4,255	4,143	4,047
长期投资	30	30	31	31
固定资产	281	244	206	166
无形资产	293	244	195	147
其他非流动资产	3,805	3,737	3,711	3,703
资产总计	9,656	11,476	13,860	16,993
流动负债	2,926	3,912	5,168	6,798
短期借款	322	0	0	0
应付票据及应付账款	439	686	910	1,203
其他流动负债	2,165	3,226	4,257	5,594
非流动负债	219	217	215	213
长期借款	10	8	6	4
其他非流动负债	209	209	209	209
负债合计	3,145	4,129	5,382	7,010
少数股东权益	0	0	0	0
股本	414	414	414	414
资本公积	3,725	3,726	3,726	3,726
留存收益	2,372	3,208	4,338	5,843
归属母公司股东权益	6,511	7,347	8,478	9,983
负债和股东权益	9,656	11,476	13,860	16,993

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**1,318**	**1,542**	**1,493**	**1,956**
净利润	809	930	1,258	1,676
折旧摊销	152	111	113	97
财务费用	-137	3	-8	-14
投资损失	-24	-60	-70	-80
营运资金变动	325	514	200	278
其他经营现金流	192	43	1	1
投资活动现金流	-2,179	59	69	79
资本支出	248	0	0	-0
长期投资	-2,019	0	0	0
其他投资现金流	-407	59	69	79
筹资活动现金流	1,127	-421	-122	-158
短期借款	322	-322	0	0
长期借款	10	-2	-2	-2
其他筹资现金流	795	-97	-119	-156
现金净增加额	264	1,180	1,440	1,877

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表 单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,458	7,401	9,589	12,384
营业成本	1,638	2,369	3,146	4,158
税金及附加	63	86	112	144
营业费用	1,811	2,294	2,877	3,591
管理费用	272	333	412	495
研发费用	1,509	1,887	2,301	2,848
财务费用	-137	3	-8	-14
资产减值损失	-2	0	0	0
信用减值损失	-11	-9	-12	-16
其他收益	368	450	450	450
公允价值变动收益	80	0	0	0
投资净收益	24	60	70	80
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	761	929	1,257	1,676
营业外收入	10	7	7	7
营业外支出	5	3	3	3
利润总额	766	932	1,261	1,679
所得税	-44	2	3	4
净利润	809	930	1,258	1,676
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	809	930	1,258	1,676
EBITDA	781	1,047	1,365	1,762
EPS（元）	1.96	2.25	3.04	4.05

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	18.9	35.6	29.6	29.2
营业利润(%)	-3.6	22.1	35.4	33.3
归属于母公司净利润(%)	6.7	14.9	35.2	33.2
获利能力				
毛利率(%)	70.0	68.0	67.2	66.4
净利率(%)	14.8	12.6	13.1	13.5
ROE(%)	12.4	12.7	14.8	16.8
ROIC(%)	21.4	20.6	30.9	42.1
偿债能力				
资产负债率(%)	32.6	36.0	38.8	41.3
净负债比率(%)	-4.0	-24.0	-37.8	-50.9
流动比率	1.8	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	11.1	11.1	11.1	11.1
应付账款周转率	3.7	3.5	3.5	3.5
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.96	2.25	3.04	4.05
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	3.73	3.61	4.73
每股净资产(最新摊薄)	15.73	17.75	20.49	24.12
估值比率				
P/E	104.7	91.1	67.4	50.6
P/B	13.0	11.5	10.0	8.5
EV/EBITDA	128.9	77.8	58.7	44.6

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033