

# 深信服 (300454)

公司研究/点评报告

## 季度收入增速放缓，磨练内功聚焦长期发展

—深信服 2021 年三季度报点评

点评报告/计算机

2021 年 10 月 28 日

### 一、事件概述

深信服于 10 月 27 日晚发布三季报，2021 年前三季度实现营收 43.76 亿元，同比增长 34.88%；实现归母净利润-1.33 亿元，去年同期为 0.69 亿元。其中，Q3 单季度实现营收 17.9 亿元，同比增长 19.32%；单季度归母净利润 44.86 万元，同比下滑 99.77%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 聚焦长期主义推进云及 XaaS 业务，单季度营收增速略有下滑

公司 Q3 单季度营收 17.9 亿元，同比增速为 19.32%，相较于 Q1、Q2 单季度增速 79%、32%，增速有一定放缓。我们认为主要由几个因素导致：1) 公司采用全渠道销售模式，20 年收入端受到疫情的冲击较为平滑，因此基数相对于其他网安公司而言并不低；2) 公司在季报中披露，将资源着重配置在长期目标中，从而使得短期收入增长略有放缓，Q3 单季度毛利率为 63.13%同比下滑 6.34pct，云业务比重进一步加大暂时拖累毛利率表现，但从长期视角看具备更加广阔的市场空间和业务协同；3) Q3 单季度受到疫情、限电等多方面影响，经济复苏进程放缓，从而影响下游客户的 IT 预算及 IT 支出。

#### ➤ 投资中国电信、募资加强研发，公司着眼于长期布局

公司战略眼光长远，下半年以来陆续进行一系列布局。一方面投资 5 亿元参与中国电信 A 股上市，并与其签订战略合作协议，二者在业务、渠道上有诸多协同；另一方面公司拟通过发行可转债募资 12 亿元，预计合计投资 21.2 亿元用于长沙研发基地建设及软件定义 IT 架构的研发。公司今年以来持续推进 XaaS 战略及管理体系升级，从合同负债看 Q3 达到 9.73 亿元，同比增长 90%，证明服务型业务规模提升；同时公司通过供应链体系升级、引入外部咨询等诸多手段加强内部管理，管理、研发费用因此同比增长 40%、50%。短期的战略调整导致收入放缓且费用投入加大，但有利于公司长期可持续的成长。

### 三、投资建议

预计公司 21-23 年营收分别为 75.7/100.7/131.2 亿元，实现归母净利润分别为 10.2/13.2/17.4 亿元，当前市值对应 21 年 PE 分别为 83/64/49 倍。公司是网络安全和云计算的领军企业，当下处于大力投入推动业务规模高增长的时期，故采用 PS 估值合适。目前公司市值对应 21 年 PS 为 11 倍，可比公司奇安信、安恒信息在 Wind 一致预期下 21 年 PS 均值也为 11 倍。考虑到公司的领军地位及未来的成长性，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

下游客户 IT 预算受经济下滑影响不及预期；行业竞争加剧致毛利率下滑

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,458	7,573	10,069	13,118
增长率 (%)	18.9%	38.7%	33.0%	30.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	809	1,017	1,316	1,738
增长率 (%)	6.7%	25.7%	29.4%	32.1%
每股收益 (元)	2.01	2.46	3.18	4.20
PE (现价)	101.88	83.33	64.39	48.76
PB	15.76	11.26	9.58	8.01

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

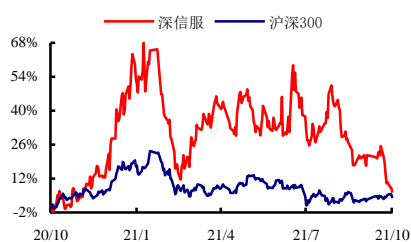
维持评级

当前价格： 204.78 元

交易数据 2021-10-27

近 12 个月最高/最低(元)	324.0/189.11
总股本 (百万股)	414
流通股本 (百万股)	266
流通股比例 (%)	64.36
总市值 (亿元)	847
流通市值 (亿元)	545

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：郭新宇

执业证号： S0100518120001

电话： 01085127654

邮箱： guoxinyu@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证号： S0100120090026

电话： 01085127654

邮箱： dingchenhui@mszq.com

相关研究

1.深信服(300454):云计算业务增速亮眼，推股权激励绑定人才

2.深信服(300454.SZ) 2021 年一季报点评：收入端显著增长，现金流表现靓丽

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,458	7,573	10,069	13,118
营业成本	1,638	2,377	3,212	4,178
营业税金及附加	63	88	117	152
销售费用	1,811	2,423	3,222	4,198
管理费用	272	379	503	656
研发费用	1,509	2,120	2,819	3,673
EBIT	530	769	970	1,271
财务费用	-137	-200	-283	-385
资产减值损失	-2	3	5	8
投资收益	24	38	50	66
营业利润	761	969	1,253	1,655
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	766	969	1,253	1,655
所得税	-44	-48	-63	-83
净利润	809	1,017	1,316	1,738
归属于母公司净利润	809	1,017	1,316	1,738
EBITDA	682	808	1,013	1,318
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	589	1,919	3,980	6,631
应收账款及票据	500	634	843	1,096
预付款项	39	59	80	104
存货	180	524	621	695
其他流动资产	3,939	3,955	3,989	4,031
流动资产合计	5,247	7,091	9,513	12,557
长期股权投资	30	30	30	30
固定资产	281	322	359	393
无形资产	293	293	293	293
非流动资产合计	4,409	4,530	4,647	4,760
资产合计	9,656	11,621	14,160	17,317
短期借款	322	322	322	322
应付账款及票据	439	651	880	1,145
其他流动负债	2,165	2,901	3,895	5,050
流动负债合计	2,926	3,874	5,097	6,516
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	209	209	209	209
非流动负债合计	219	219	219	219
负债合计	3,145	4,093	5,316	6,735
股本	414	414	414	414
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,511	7,528	8,844	10,582
负债和股东权益合计	9,656	11,621	14,160	17,317

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	18.9	38.7	33.0	30.3
EBIT 增长率	-16.8	44.9	26.2	31.0
净利润增长率	6.7	25.7	29.4	32.1
盈利能力				
毛利率	70.0	68.6	68.1	68.1
净利润率	14.8	13.4	13.1	13.2
总资产收益率 ROA	8.4	8.8	9.3	10.0
净资产收益率 ROE	12.4	13.5	14.9	16.4
偿债能力				
流动比率	1.79	1.83	1.87	1.93
速动比率	1.15	1.25	1.40	1.55
现金比率	0.20	0.50	0.78	1.02
资产负债率	32.6	35.2	37.5	38.9
经营效率				
应收账款周转天数	33.00	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	40.09	80.00	70.00	60.00
总资产周转率	0.57	0.65	0.71	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	2.46	3.18	4.20
每股净资产	15.73	18.19	21.37	25.57
每股经营现金流	3.18	3.54	5.28	6.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	101.88	83.33	64.39	48.76
PB	15.76	11.26	9.58	8.01
EV/EBITDA	150.02	102.97	80.04	59.54
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	809	1,017	1,316	1,738
折旧和摊销	152	39	43	47
营运资金变动	622	449	882	1,052
经营活动现金流	1,318	1,467	2,186	2,760
资本开支	-228	-160	-160	-160
投资	-2,019	0	0	0
投资活动现金流	-2,179	-122	-110	-94
股权募资	899	0	0	0
债务募资	316	0	0	0
筹资活动现金流	1,127	-15	-15	-15
现金净流量	264	1,330	2,061	2,651

## 分析师与研究助理简介

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。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。