



买入（维持）

所属行业：计算机

当前价格(元)：153.60

证券分析师

赵伟博

资格编号：S0120521090001

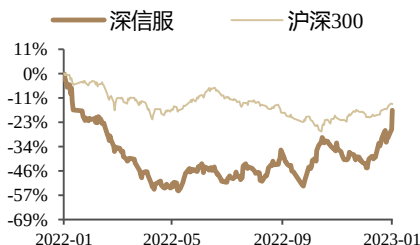
邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

研究助理

陈嵩

邮箱：chensong3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	42.22	22.74	47.69
相对涨幅(%)	37.77	14.58	40.31

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《深信服(300454.SZ)：一季度收入符合预期，期待疫情后增长提速》，2022.4.27
- 2.《深信服(300454.SZ)：战略转型成效初显，兼顾长期战略与报表质量》，2022.4.20
- 3.《深信服(300454.SZ)：调整有所显现，短期阵痛不改长期乐观预期》，2022.1.26

股票数据

总股本(百万股)：	415.62
流通A股(百万股)：	271.96
52周内股价区间(元)：	83.47-185.42
总市值(百万元)：	63,839.34
总资产(百万元)：	10,586.51
每股净资产(元)：	16.09

资料来源：公司公告

深信服(300454.SZ)：业绩持续修复，控费下降本增效成果显著

投资要点

深信服发布2022全年业绩预告：2022年，公司预计实现营业收入73.06-74.24亿元（同比+7%~9%，中枢+8%），归母净利润1.87-2.07亿元（同比-31%~-24%，中枢-28%），扣非归母净利润0.95-1.10亿元（同比-27%~-16%，中枢-22%）。Q4单季度实现营收25.6-26.8亿元（同比+5%~10%，中枢+8%），归母净利润8.84-9.04亿元（同比+118%~123%，中枢+121%），收入端符合预期，利润端超预期。

疫情反复背景下收入端符合预期，降本增效后控费表现优异。2022年，公司预计实现营业收入73.06-74.24亿元，同比增长7.36%-9.10%；Q4单季度预计实现营收25.6-26.8亿元，增速基本符合预期。2022年疫情反复对公司下游市场需求、业务拓展和产品交付造成较大的负面影响，公司新增订单情况不理想。2022年，公司持续推进云化、服务化战略转型，云计算业务收入占比逐步提升。同时在外部环境存在不确定性的情况下，公司持续实施降本增效措施，三费增速放缓，公司控费表现优异。

利润端超预期，非经常性损益对净利润贡献同比减少。公司预计2022年度非经常性损益对归属于上市公司股东的净利润影响额约为9,200万元，主要为政府补助、理财投资收益及参股投资企业公允价值变动等。2021年公司非经常性损益对净利润的影响为14,186.01万元。

政策端有力推动安全行业稳步发展，疫情恢复下中小企业需求有望修复。2022年1月，国务院《“十四五”数字经济发展规划》，部署了八项重点任务，在数字经济安全体系方面，提出增强网络安全防护能力、提升数据安全保障水平、切实有效防范各类风险的要求，系统阐述了网络安全对于数字经济的独特作用及重要性。同时《数据出境安全评估办法》、《工业和信息化领域数据安全管理办法（试行）》等一系列网络安全政策的出台持续推动行业发展。2022Q4各地疫情政策优化调整下中小企业市场需求有望进一步修复。

盈利预测及估值：公司作为网络安全龙头企业，我们预计2022年整体业绩逐步修复，降本增效下坚定看好公司未来成长，目前公司云转型阵痛期基本已过，**2023-2024年业绩增长有望提速。**预计2022-2024年公司收入分别为73.63/92.25/117.87亿元，归母净利润分别为1.97/8.01/15.39亿元，对应EPS为0.47/1.93/3.70元。维持“买入”评级。

风险提示：公司转型不顺利、下游行业预算低于预期、行业竞争加剧等

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,458	6,805	7,363	9,225	11,787
(+/-)YOY(%)	18.9%	24.7%	8.2%	25.3%	27.8%
净利润(百万元)	809	273	197	801	1,539
(+/-)YOY(%)	6.7%	-66.3%	-27.8%	306.7%	92.2%
全面摊薄EPS(元)	1.95	0.66	0.47	1.93	3.70
毛利率(%)	70.0%	65.5%	63.1%	64.1%	63.5%
净资产收益率(%)	12.4%	3.7%	2.7%	9.8%	15.9%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.66	0.47	1.93	3.70
每股净资产	15.67	17.58	17.85	19.73
每股经营现金流	3.17	2.39	-0.81	3.65
每股股利	0.20	0.05	0.19	0.37
价值评估(倍)				
P/E	233.97	324.16	79.71	41.48
P/B	9.80	8.74	8.60	7.79
P/S	9.38	8.67	6.92	5.42
EV/EBITDA	93.09	332.67	342.32	59.66
股息率%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	65.5%	63.1%	64.1%	63.5%
净利润率	4.0%	2.7%	8.7%	13.1%
净资产收益率	3.7%	2.7%	9.8%	15.9%
资产回报率	2.6%	1.8%	7.0%	11.5%
投资回报率	6.2%	-0.1%	8.5%	10.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.7%	8.2%	25.3%	27.8%
EBIT 增长率	-96.6%	-170.6%	-6518.1%	48.9%
净利润增长率	-66.3%	-27.8%	306.7%	92.2%
偿债能力指标				
资产负债率	33.3%	30.8%	33.4%	33.1%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.9
速动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
现金比率	0.7	0.5	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	29.4	28.4	27.4	26.4
存货周转天数	54.4	54.4	54.4	54.4
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	21.6	17.7	15.9	14.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	273	197	801	1,539
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	189	199	257	331
非经营收益	-267	-268	-95	-503
营运资金变动	331	-466	554	283
经营活动现金流	991	-339	1,517	1,650
资产	-350	-379	-475	-606
投资	-581	0	0	0
其他	190	66	79	95
投资活动现金流	-741	-313	-395	-511
债权募资	-289	0	0	0
股权募资	196	0	0	0
其他	-170	120	-4	328
融资活动现金流	-263	120	-4	328
现金净流量	-15	-532	1,118	1,467

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 18 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,805	7,363	9,225	11,787
营业成本	2,348	2,714	3,312	4,297
毛利率%	65.5%	63.1%	64.1%	63.5%
营业税金及附加	66	71	89	114
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	2,317	2,430	2,629	3,300
营业费用率%	34.0%	33.0%	28.5%	28.0%
管理费用	392	383	387	495
管理费用率%	5.8%	5.2%	4.2%	4.2%
研发费用	2,088	2,209	2,537	3,065
研发费用率%	30.7%	30.0%	27.5%	26.0%
EBIT	18	-13	810	1,206
财务费用	-201	-202	-16	-408
财务费用率%	-3.0%	-2.7%	-0.2%	-3.5%
资产减值损失	15	17	21	26
投资收益	66	66	79	95
营业利润	249	218	864	1,662
营业外收支	7	-2	7	11
利润总额	256	216	871	1,673
EBITDA	191	186	1,068	1,537
所得税	-16	19	70	134
有效所得税率%	-6.4%	9.0%	8.0%	8.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	273	197	801	1,539

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	579	47	1,165	2,632
应收账款及应收票据	564	590	714	880
存货	350	405	494	641
其它流动资产	2,132	2,132	2,132	2,132
流动资产合计	5,266	4,854	6,227	8,071
长期股权投资	365	365	365	365
固定资产	348	484	677	940
在建工程	137	192	225	245
无形资产	283	273	264	255
非流动资产合计	5,684	5,865	6,082	6,357
资产总计	10,950	10,718	12,309	14,428
短期借款	27	27	27	27
应付票据及应付账款	408	471	575	746
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,246	1,246	1,246	1,246
流动负债合计	3,158	2,812	3,621	4,281
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	488	488	488	488
非流动负债合计	488	488	488	488
负债总计	3,646	3,299	4,109	4,769
实收资本	416	416	416	416
普通股股东权益	7,305	7,419	8,200	9,659
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	10,950	10,718	12,309	14,428

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博：德邦证券计算机行业首席分析师，中国人民大学金融学硕士，中国人民大学经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链均有深入研究。

陈嵩：德邦证券计算机行业研究助理，北京大学计算机技术硕士，曾就职于东北证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。