

# 深信服 (300454.SZ)

## 上半年收入增长 4%，供应链优化毛利率提升

买入

### 核心观点

**上半年亏损有所收窄，二季度订单恢复相对较好。**公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 29.34 亿元 (+4.22%)；归母净利润-5.54 亿元，亏损同比收窄 19.73%；扣非净利润-5.88 亿元，亏损同比收窄 23.68%。单 Q2 来看，公司实现收入 17.21 亿元 (+3%)；归母净利润-1.42 亿元，亏损同比收窄 17.62%；扣非净利润-1.62 亿元，亏损同比收窄 15.12%。二季度公司订单增速同比、环比均有一定提升，下游需求有所回暖。

**供应链优化毛利率提升，降本增效效果逐步显现。**公司 23H1 毛利率达到 64.48%，同比提升 3.16pct，单 Q2 毛利率也提升至 66.14%。随着公司云业务的规模持续扩大，公司对供应链上游供应商的影响力不断提升，提升供应链管理水平和对上游厂商的议价能力。公司持续加大提效降本，三费增速放缓至 1.42%左右，销售、管理、研发费用同比增长 11.71%、-13.39%、-6.60%。现金方面也有明显好转，销售商品、提供劳务收到的现金为 35.16 亿元，同比上升 15.14%。合同负债达到 11.62 亿元 (+10.56%)。

**安全业务略有下滑，云计算增长平稳。**公司安全业务收入 15.09 亿元 (-0.62%)，主要是行为管理等成熟产品订单增长不理想，XDR 和 SASE 规模较小拉动有限。云计算收入 11.57 亿元 (+9.32%)，毛利率也提升了 9.25%，超融合 HCI 保持稳定增长，桌面云受宏观影响仍需要逐步恢复。基础网络及物联网业务收入约 2.68 亿元 (+12.44%)。行业层面，企业市场收入 13.42 亿元 (+14.73%)，包括能源、交通等在内的行业客户订单增长较快；政府及事业单位收入 12.71 亿元 (-0.75%)，金融及其他收入 3.20 亿元 (-12.02%)。

**下半年有望进一步恢复，持续加大研发迭代。**随着下半年经济逐步恢复，公司收入增速有望加快。产品端公司加快迭代和创新，以“AI First”为创新研究战略，在各个产品中融入 AI 能力。安全方面，公司公开演示了国内第一款企业级安全大语言模型，可以提升安全运营效率，降低安全运营人员能力要求，也能应用到 MSS 服务中。云计算方面，公司正式推出 HCI 6.9.0 版本，进一步提升优化了 AI 和信创领域的技术能力。

**风险提示：**宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。考虑到当前宏观恢复较弱，预计 2023-2025 年营业收入由 92.46/117.78/149.10 亿元，下调为 84.93/104.95/131.30 亿元，增速分别为 15%/24%/25%，归母净利润为 3.59/6.50/10.45 亿元，对应当前 PE 为 127/70/44 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,805	7,413	8,493	10,495	13,130
(+/-%)	24.7%	8.9%	14.6%	23.6%	25.1%
净利润(百万元)	273	194	359	650	1045
(+/-%)	-66.3%	-28.8%	84.8%	81.0%	60.9%
每股收益(元)	0.65	0.47	0.86	1.56	2.51
EBIT Margin	-6.0%	-5.2%	-0.8%	1.7%	4.1%
净资产收益率 (ROE)	3.7%	2.5%	4.5%	7.6%	11.2%
市盈率 (PE)	166.7	234.3	126.8	70.0	43.5
EV/EBITDA	-192.6	-247.0	-6513.5	198.9	83.5
市净率 (PB)	6.23	5.89	5.68	5.33	4.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

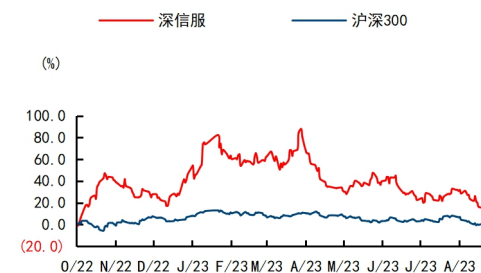
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	109.08 元
总市值/流通市值	45473/29789 百万元
52 周最高价/最低价	167.50/83.78 元
近 3 个月日均成交额	247.27 百万元

#### 市场走势



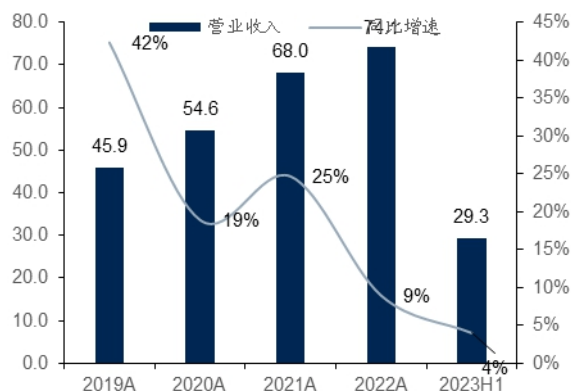
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《深信服 (300454.SZ)——2022 年报点评-云计算仍保持 20% 增长，坚持长期价值创新方向》——2023-04-14
- 《深信服 (300454.SZ)——2022 三季报点评-单季度收入增速 8%，费用控制效果进一步显现》——2022-10-30
- 《深信服 (300454.SZ)——2022 中报点评-二季度费用端逐步企稳，下半年业绩有望加速》——2022-08-28
- 《深信服 (300454.SZ)——2022 一季报点评-疫情影响显著，短期业绩承压》——2022-04-28
- 《深信服 (300454.SZ)——2021 年年报点评-高投入转型阵痛，云化是未来突破口》——2022-04-20

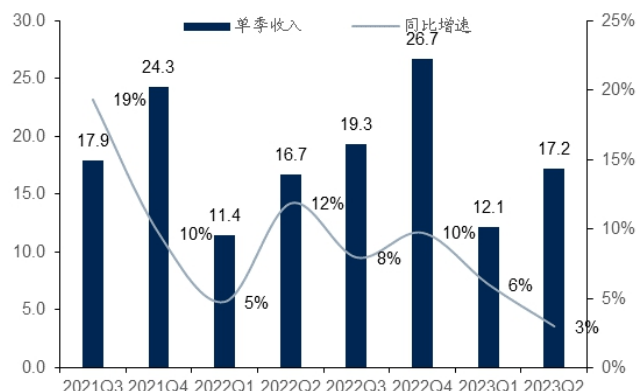
公司发布 23H1 中报,上半年公司实现收入 29.34 亿元(+4.22%);归母净利润-5.54 亿元,亏损同比收窄 19.73%;扣非净利润-5.88 亿元,亏损同比收窄 23.68%。单 Q2 来看,公司实现收入 17.21 亿元(+3%);归母净利润-1.42 亿元,亏损同比收窄 17.62%;扣非净利润-1.62 亿元,亏损同比收窄 15.12%。二季度公司订单增速同比、环比均有一定提升,下游需求有所回暖。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



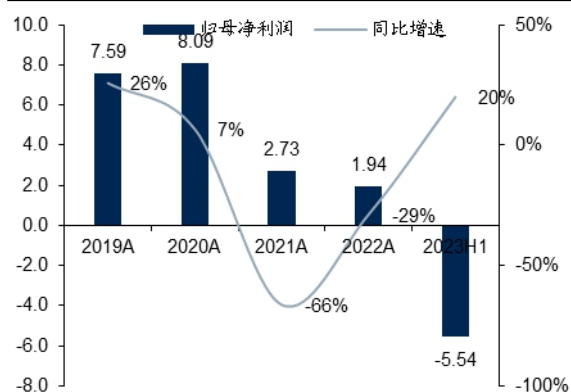
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



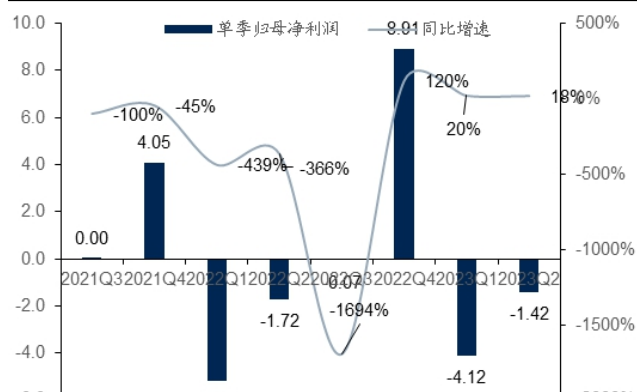
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑到当前宏观恢复较弱, 预计 2023-2025 年营业收入由 92.46/117.78/149.10 亿元, 下调为 84.93/104.95/131.30 亿元, 增速分别为 15%/24%/25%, 归母净利润为 3.59/6.50/10.45 亿元, 对应当前 PE 为 127/70/44 倍, 维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	579	1406	1657	2716	4264	营业收入	6805	7413	8493	10495	13130
应收款项	699	872	999	1234	1544	营业成本	2348	2682	3136	3938	5033
存货净额	350	274	336	421	539	营业税金及附加	66	71	82	101	126
其他流动资产	379	270	310	383	479	销售费用	2317	2411	2548	2939	3414
<b>流动资产合计</b>	<b>5266</b>	<b>6009</b>	<b>6489</b>	<b>7942</b>	<b>10013</b>	管理费用	392	390	419	504	602
固定资产	485	701	716	719	715	研发费用	2088	2248	2378	2834	3414
无形资产及其他	283	275	265	255	245	财务费用	(201)	(195)	(26)	(63)	(102)
投资性房地产	4551	4804	4804	4804	4804	投资收益	66	27	50	50	50
长期股权投资	365	394	422	451	479	资产减值及公允价值变动	11	22	(30)	(30)	(30)
<b>资产总计</b>	<b>10950</b>	<b>12183</b>	<b>12696</b>	<b>14170</b>	<b>16256</b>	其他收入	(1711)	(1899)	(1978)	(2414)	(2979)
短期借款及交易性金融负债	100	843	50	50	50	营业利润	249	204	377	683	1099
应付款项	408	741	954	1197	1532	营业外净收支	7	15	1	1	1
其他流动负债	2650	2324	3061	3702	4544	<b>利润总额</b>	<b>256</b>	<b>219</b>	<b>378</b>	<b>684</b>	<b>1100</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3158</b>	<b>3908</b>	<b>4066</b>	<b>4950</b>	<b>6127</b>	所得税费用	(16)	25	19	34	55
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	488	555	622	689	756	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>273</b>	<b>194</b>	<b>359</b>	<b>650</b>	<b>1045</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>488</b>	<b>555</b>	<b>622</b>	<b>689</b>	<b>756</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3646</b>	<b>4463</b>	<b>4687</b>	<b>5638</b>	<b>6882</b>	净利润	273	194	359	650	1045
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	13	(9)	5	0	0
股东权益	7305	7720	8009	8532	9374	折旧摊销	150	187	61	78	85
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10950</b>	<b>12183</b>	<b>12696</b>	<b>14170</b>	<b>16256</b>	公允价值变动损失	(11)	(22)	30	30	30
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	(201)	(195)	(26)	(63)	(102)
每股收益	0.65	0.47	0.86	1.56	2.51	营运资本变动	(394)	(175)	794	557	721
每股红利	0.21	0.09	0.17	0.30	0.49	其它	(13)	9	(5)	(0)	(0)
每股净资产	17.52	18.51	19.21	20.46	22.48	<b>经营活动现金流</b>	<b>19</b>	<b>183</b>	<b>1244</b>	<b>1315</b>	<b>1881</b>
ROIC	-5.79%	-3.67%	-1%	6%	17%	资本开支	0	(403)	(101)	(101)	(101)
ROE	3.74%	2.52%	4%	8%	11%	其它投资现金流	315	71	0	0	0
毛利率	65%	64%	63%	62%	62%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(21)</b>	<b>(361)</b>	<b>(130)</b>	<b>(130)</b>	<b>(130)</b>
EBIT Margin	-6%	-5%	-1%	2%	4%	权益性融资	(3)	10	0	0	0
EBITDA Margin	-4%	-3%	-0%	2%	5%	负债净变化	(10)	0	0	0	0
收入增长	25%	9%	15%	24%	25%	支付股利、利息	(88)	(38)	(70)	(127)	(204)
净利润增长率	-66%	-29%	85%	81%	61%	其它融资现金流	191	1070	(793)	0	0
资产负债率	33%	37%	37%	40%	42%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>1004</b>	<b>(863)</b>	<b>(127)</b>	<b>(204)</b>
股息率	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(10)</b>	<b>827</b>	<b>251</b>	<b>1059</b>	<b>1548</b>
P/E	166.7	234.3	126.8	70.0	43.5	货币资金的期初余额	589	579	1406	1657	2716
P/B	6.2	5.9	5.7	5.3	4.9	货币资金的期末余额	579	1406	1657	2716	4264
EV/EBITDA	(192.6)	(247.0)	(6513.5)	198.9	83.5	企业自由现金流	0	(737)	689	705	1220
						权益自由现金流	0	333	(80)	765	1317

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032