

2023年10月27日

深信服 (300454.SZ)

降本增效成果持续体现，现金流显著改善

投资要点

- ◆ 事件：公司发布 2023 第三季度报告，2023 前三季度实现收入 **48.08** 亿元，同比增长 **1.28%**；其中 Q3 实现收入 **18.74** 亿元，同比降低 **3.02%**。前三季度实现归母净利润-5.46 亿元，同比增长 21.69%；其中 Q3 实现归母净利润 0.08 亿元，同比增长 211.00%。前三季度实现扣非净利润-6.01 亿元，同比增长 24.81%；其中 Q3 实现扣非净利润-0.14 亿元，同比增长 54.22%。前三季度实现经营活动现金净流量 -0.92 亿元，同比增长 78.80%；其中 Q3 实现经营活动现金净流量 1.96 亿元，同比增长 88.64%。
- ◆ 降本增效成果持续体现，现金流显著改善。前三季度由于宏观经济环境复苏力度整体偏弱，叠加网络安全行业的后周期性以及政策空窗期导致安全厂商收入端承压，公司 Q3 收入增速小幅下滑。与此同时，公司三季度净利润增长显著，现金流也有明显改善，主要原因在于，一方面公司毛利率特别是云产品毛利率有所提升，另一方面，公司持续推进组织能力建设，不断引入新技术和其他有效管理手段及措施提升人均效能，合理平衡相关费用投入，降本增效成果持续体现，前三季度管理费用率及研发费用率分别下降了 **0.78pct**、**2.13pct**。展望未来，今年下半年关基、密码、数据安全相关政策有望对明年的行业需求起到一定提振效果。
- ◆ 公司作为国内 AI+安全领导厂商，安全 GPT 能力持续进化，已临近商业化节点。今年 3 月微软发布了首个安全 Copilot 产品 Security Copilot 后，国内外多家头部安全厂商包括均推出了对应安全 Copilot 类产品，深信服在 5 月 18 日发布了国内首个安全垂直领域 GPT 大模型“安全 GPT”，主要功能包括基于自然语言和 AI 辅助的安全状态查询、威胁搜寻、安全事件响应等。9 月 22 日，深信服对外展示了安全 GPT 落地成果与 2.0 升级能力。相较 1.0 版本，2.0 版本从对话式运营升级为自主运营，可自主实现对所有告警和事件进行研判、处置、总结的告警闭环，同时支持文字、图表等多模交互实现事件解读。其中“智能驾驶”可帮助用户安全运营自主值守，实现 30 秒研判遏制威胁，单一事件平均闭环时间缩减 **96.6%**。目前，安全 GPT 支持 SaaS 化及本地化多种部署方式，满足用户不同需求。
- ◆ 投资建议：公司作为云计算+网络安全的综合型领导厂商，一方面受益于网络安全新场景新方向安全需求增加，另一方面政策催化云计算等 IT 基础设施建设，驱动业务持续发展。我们预计公司 2023-2025 年实现收入分别为 **80.23/95.95/117.79** 亿元，实现归母净利润分别为 **3.87/5.67/8.19** 亿元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ 风险提示：组织架构调整不及预期；技术发展不及预期；下游客户需求不及预期。

计算机 | 云基础设施服务III

投资评级 **买入-A(首次)**股价(2023-10-26) **82.22** 元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值（百万元） | 34,275.91 |
| 流通市值（百万元） | 22,453.37 |
| 总股本（百万股） | 416.88 |
| 流通股本（百万股） | 273.09 |
| 12 个月价格区间 | 157.00/83.81 |

一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | -6.46 | -15.6 | -26.95 |
| 绝对收益 | -11.3 | -25.66 | -30.85 |

分析师

方闻千

SAC 执业证书编号: S0910523070001
fangwenqian@huajinsc.cn

相关报告



财务数据与估值

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,805 | 7,413 | 8,023 | 9,595 | 11,779 |
| YoY(%) | 24.7 | 8.9 | 8.2 | 19.6 | 22.8 |
| 净利润(百万元) | 273 | 194 | 387 | 567 | 819 |
| YoY(%) | -66.3 | -28.8 | 99.4 | 46.4 | 44.4 |
| 毛利率(%) | 65.5 | 63.8 | 63.2 | 62.3 | 61.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.65 | 0.47 | 0.93 | 1.36 | 1.96 |
| ROE(%) | 3.7 | 2.5 | 4.8 | 6.6 | 8.7 |
| P/E(倍) | 125.6 | 176.5 | 88.5 | 60.5 | 41.9 |
| P/B(倍) | 4.7 | 4.4 | 4.2 | 4.0 | 3.6 |
| 净利率(%) | 4.0 | 2.6 | 4.8 | 5.9 | 7.0 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-2025 年公司实现营收 80.23/95.95/117.79 亿元，毛利率 63.20%、62.35%、61.88%。其中，1) 网络安全业务：在数字化转型下新应用和新场景的安全需求增加，以及 AI 大模型等网络安全新技术的赋能等多种因素催化下，未来网络安全业务将进一步成长。23-25 年预测实现收入 41.31/47.51/57.01 亿元，毛利率 80.40%、80.30%、80.20%；2) 云计算及 IT 基础设施业务：在信创、数据要素等政策驱动下，将进一步推动公司该业务发展。23-25 年预测实现收入 32.03/40.03/50.44 亿元，毛利率 43%、43%、43%；3) 基础网络和物联网服务业务：数字化转型进程加快，叠加企业降本增效需求增加，驱动该业务不断发展。23-25 年预测实现收入 6.89/8.40/10.33 亿元，毛利率 54%、53%、53%。

表 1：分产品预测（单位：百万元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 网络安全业务 | | | | | | |
| 收入 | 3348.81 | 3688.67 | 3897.64 | 4131.49 | 4751.22 | 5701.46 |
| 增速 | 17.76% | 10.15% | 5.66% | 6.00% | 15.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 81.67% | 80.84% | 80.50% | 80.40% | 80.30% | 80.20% |
| 云计算及 IT 基础设施业务 | | | | | | |
| 收入 | 1591.30 | 2379.49 | 2859.47 | 3202.60 | 4003.25 | 5044.10 |
| 增速 | 31.02% | 49.53% | 20.17% | 12.00% | 25.00% | 26.00% |
| 毛利率 | 49.15% | 44.14% | 43.56% | 43.00% | 43.00% | 43.00% |
| 基础网络和物联网业务 | | | | | | |
| 收入 | 518.29 | 736.74 | 655.77 | 688.56 | 840.05 | 1033.26 |
| 增速 | -2.50% | 42.15% | -10.99% | 5.00% | 22.00% | 23.00% |
| 毛利率 | 58.43% | 57.61% | 53.05% | 54.00% | 53.00% | 53.00% |
| 合计 | | | | | | |
| 收入 | 5458.40 | 6804.90 | 7412.88 | 8022.66 | 9594.52 | 11778.82 |
| 增速 | 18.92% | 24.67% | 8.93% | 8.23% | 19.59% | 22.77% |
| 毛利率 | 69.98% | 65.49% | 63.82% | 63.20% | 62.35% | 61.88% |

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

我们选取网络安全行业相关公司安恒信息（数据安全、MSS、安全平台、安全服务等）、奇安信（终端安全、安全管理平台、网络边界安全、安全服务等）、绿盟科技（网络边界安全、数据安全、应用安全、安全服务等）、启明星辰（网络边界安全、安全管理平台、数据安全与应用安全、安全服务等）作为可比公司。而深信服作为云计算+网络安全的综合型领导厂商，具备精准的战略眼光与差异化的战略，长期立足于产品的“标准化”、“轻量化”与“高性价比”，创新产品份额达到国内前三。同时公司拥有独特的渠道基因，坚定维护渠道利益，进而与产品的标准化与渠道的高效运转形成正循环，构建了深信服渠道能力的竞争壁垒。因此，我们给予公司“买入”评级，对公司当前股价，23-25 年 PS 估值分别为 4.27X、3.57X、2.91X。

表 2：可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 股价/元 | 市值/亿元 | 营业收入/亿元 | | | PS | | |
|-----------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 688023.SH | 安恒信息 | 121.44 | 95.89 | 26.73 | 35.40 | 45.84 | 3.59 | 2.71 | 2.09 |
| 688561.SH | 奇安信-U | 44.89 | 307.57 | 80.28 | 101.70 | 126.14 | 3.83 | 3.02 | 2.44 |
| 300369.SZ | 绿盟科技 | 9.21 | 73.67 | 31.25 | 36.92 | 44.38 | 2.36 | 2.00 | 1.66 |
| 002439.SZ | 启明星辰 | 24.79 | 233.94 | 58.00 | 74.91 | 95.98 | 4.03 | 3.12 | 2.44 |
| 平均值 | | 50.08 | 177.77 | 49.06 | 62.23 | 78.08 | 3.45 | 2.71 | 2.16 |
| 300454.SZ | 深信服 | 82.22 | 342.76 | 80.23 | 95.95 | 117.79 | 4.27 | 3.57 | 2.91 |

资料来源：除深信服外，其他可比公司数据来自 Wind 一致预期（采用 10.26 收盘价）、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 5266 | 6009 | 6494 | 7983 | 9182 | 营业收入 | 6805 | 7413 | 8023 | 9595 | 11779 |
| 现金 | 579 | 1406 | 1750 | 2876 | 3747 | 营业成本 | 2348 | 2682 | 2952 | 3613 | 4490 |
| 应收票据及应收账款 | 564 | 821 | 678 | 1115 | 1086 | 营业税金及附加 | 66 | 71 | 85 | 100 | 119 |
| 预付账款 | 31 | 23 | 36 | 35 | 52 | 营业费用 | 2317 | 2411 | 2327 | 2686 | 3239 |
| 存货 | 350 | 274 | 413 | 427 | 617 | 管理费用 | 392 | 390 | 377 | 441 | 530 |
| 其他流动资产 | 3741 | 3486 | 3617 | 3531 | 3680 | 研发费用 | 2088 | 2248 | 2126 | 2495 | 2945 |
| 非流动资产 | 5684 | 6174 | 6137 | 6215 | 6287 | 财务费用 | -201 | -195 | -195 | -269 | -357 |
| 长期投资 | 365 | 394 | 417 | 439 | 459 | 资产减值损失 | -32 | -39 | -29 | -38 | -52 |
| 固定资产 | 348 | 377 | 352 | 366 | 389 | 公允价值变动收益 | -5 | 16 | 25 | 29 | 16 |
| 无形资产 | 283 | 275 | 313 | 359 | 364 | 投资净收益 | 66 | 27 | 36 | 38 | 42 |
| 其他非流动资产 | 4689 | 5129 | 5055 | 5051 | 5075 | 营业利润 | 249 | 204 | 383 | 558 | 821 |
| 资产总计 | 10950 | 12183 | 12631 | 14199 | 15469 | 营业外收入 | 14 | 22 | 13 | 15 | 16 |
| 流动负债 | 3158 | 3908 | 3968 | 5016 | 5508 | 营业外支出 | 7 | 7 | 6 | 6 | 7 |
| 短期借款 | 27 | 791 | 791 | 791 | 791 | 利润总额 | 256 | 219 | 390 | 567 | 830 |
| 应付票据及应付账款 | 408 | 741 | 523 | 1024 | 899 | 所得税 | -16 | 25 | 3 | -0 | 11 |
| 其他流动负债 | 2723 | 2376 | 2654 | 3201 | 3819 | 税后利润 | 273 | 194 | 387 | 567 | 819 |
| 非流动负债 | 488 | 555 | 555 | 555 | 555 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | -0 | -0 | 0 | 归属母公司净利润 | 273 | 194 | 387 | 567 | 819 |
| 其他非流动负债 | 488 | 555 | 555 | 555 | 555 | EBITDA | 414 | 439 | 562 | 736 | 1033 |
| 负债合计 | 3646 | 4463 | 4522 | 5571 | 6063 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 股本 | 416 | 416 | 417 | 417 | 417 | | | | | | |
| 资本公积 | 4223 | 4526 | 4526 | 4526 | 4526 | | | | | | |
| 留存收益 | 2766 | 2931 | 3288 | 3815 | 4581 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 7305 | 7720 | 8109 | 8628 | 9406 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 10950 | 12183 | 12631 | 14199 | 15469 | | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | |
| 经营活动现金流 | 991 | 746 | 274 | 1107 | 821 | | | | | | |
| 净利润 | 273 | 194 | 387 | 567 | 819 | | | | | | |
| 折旧摊销 | 174 | 214 | 171 | 191 | 254 | | | | | | |
| 财务费用 | -201 | -195 | -195 | -269 | -357 | | | | | | |
| 投资损失 | -66 | -27 | -36 | -38 | -42 | | | | | | |
| 营运资金变动 | 350 | 112 | -29 | 685 | 164 | | | | | | |
| 其他经营现金流 | 462 | 447 | -25 | -29 | -16 | | | | | | |
| 投资活动现金流 | -741 | -424 | -73 | -202 | -268 | | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -263 | 495 | 144 | 221 | 317 | | | | | | |
| 每股指标(元) | | | | | | | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.65 | 0.47 | 0.93 | 1.36 | 1.96 | P/E | 125.6 | 176.5 | 88.5 | 60.5 | 41.9 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.38 | 1.79 | 0.66 | 2.65 | 1.97 | P/B | 4.7 | 4.4 | 4.2 | 4.0 | 3.6 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 17.52 | 18.52 | 19.45 | 20.69 | 22.56 | EV/EBITDA | 79.2 | 74.7 | 57.6 | 42.4 | 29.4 |
| 主要财务比率 | | | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | | | | | | | |
| 营业收入(%) | 24.7 | 8.9 | 8.2 | 19.6 | 22.8 | | | | | | |
| 营业利润(%) | -67.2 | -18.1 | 87.7 | 45.8 | 47.1 | | | | | | |
| 归属于母公司净利润(%) | -66.3 | -28.8 | 99.4 | 46.4 | 44.4 | | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | | | | | | |
| 毛利率(%) | 65.5 | 63.8 | 63.2 | 62.3 | 61.9 | | | | | | |
| 净利率(%) | 4.0 | 2.6 | 4.8 | 5.9 | 7.0 | | | | | | |
| ROE(%) | 3.7 | 2.5 | 4.8 | 6.6 | 8.7 | | | | | | |
| ROIC(%) | 3.3 | 2.2 | 4.1 | 5.5 | 7.2 | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | | | | | | | |
| 资产负债率(%) | 33.3 | 36.6 | 35.8 | 39.2 | 39.2 | | | | | | |
| 流动比率 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | | | | | | |
| 速动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 12.8 | 10.7 | 10.7 | 10.7 | 10.7 | | | | | | |
| 应付账款周转率 | 5.5 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | | | | | | |
| 估值比率 | | | | | | | | | | | |
| P/E | 125.6 | 176.5 | 88.5 | 60.5 | 41.9 | | | | | | |
| P/B | 4.7 | 4.4 | 4.2 | 4.0 | 3.6 | | | | | | |
| EV/EBITDA | 79.2 | 74.7 | 57.6 | 42.4 | 29.4 | | | | | | |

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn