

深信服 (300454.SZ)

业绩符合预期，现金流表现优异

2024年04月10日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈宝健（分析师）

刘逍遥（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

日期	2024/4/9
当前股价(元)	59.20
一年最高最低(元)	162.74/48.61
总市值(亿元)	248.55
流通市值(亿元)	163.55
总股本(亿股)	4.20
流通股本(亿股)	2.76
近3个月换手率(%)	138.86

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《现金流表现优异，有望引领安全GPT时代—公司信息更新报告》-2023.11.17

《坚持 AI First 战略，领跑安全 GPT 时代—公司信息更新报告》-2023.5.21

《2022Q4 利润高速增长，有望迎来盈利拐点—公司信息更新报告》-2023.4.15

● 高度看好公司长期发展，维持“买入”评级

考虑宏观经济环境复苏力度较预期弱，下游客户的投入仍然谨慎，我们下调公司2024-2025年归母净利润预测为3.06、5.18亿元（原预测为5.97、8.81亿元），新增2026年预测为6.75亿元，EPS分别为0.73、1.23、1.61元/股，当前股价对应2024-2026年PE分别为81.2、48.0、36.8倍，考虑公司在云与网安领域的领军地位及长期成长性，维持“买入”评级。

● 业绩符合预期，海外业务高速增长

公司发布2023年年报，全年实现营业收入76.62亿元，同比增长3.36%；实现归母净利润1.98亿元，同比增长1.89%；实现扣非归母净利润1.10亿元，同比增长9.97%。从产品结构来看，网络安全业务收入约38.92亿元，同比微降0.14%；云计算及IT基础设施业务收入约30.90亿元，同比增长8.07%；基础网络及物联网业务收入约6.80亿元，同比增长3.70%。从行业结构来看，包括能源、交通等在内的行业客户维持较高的订单增速，企业客户收入增速达到19.73%；政府及事业单位收入同比下滑5.40%；金融及其他行业收入同比下降12.86%。同时，海外市场维持高速增长，收入增速为47.98%。

● 成本费用控制得当，经营效率提升

(1) 公司整体毛利率为65.13%，同比上升1.31%，主要得益于持续加强和上游芯片、部件、整机厂商的战略合作，进一步提升供应链管理水平和云计算业务毛利率同比提升3.91个百分点。(2) 公司持续实施降本增效措施，研发、销售、管理费用持续控制在合理范围内，其中销售费用率为35.26%，同比提升2.74个百分点，管理费用率和研发费用率分别为4.85%和29.58%，同比下降0.41、0.74个百分点。(3) 公司经营活动净现金流为9.47亿元，同比增长26.97%，表现优异。

● 风险提示：政府财政支出紧张风险；市场竞争加剧风险；新业务进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,413	7,662	8,272	9,256	10,566
YOY(%)	8.9	3.4	8.0	11.9	14.2
归母净利润(百万元)	194	198	306	518	675
YOY(%)	-28.8	1.9	54.8	69.1	30.4
毛利率(%)	63.8	65.1	63.6	62.6	61.8
净利率(%)	2.6	2.6	3.7	5.6	6.4
ROE(%)	2.5	2.3	3.4	5.4	6.6
EPS(摊薄/元)	0.46	0.47	0.73	1.23	1.61
P/E(倍)	128.0	125.6	81.2	48.0	36.8
P/B(倍)	3.2	2.9	2.8	2.6	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6009	6953	8454	9220	11220
现金	1406	737	2691	3386	4484
应收票据及应收账款	821	903	718	824	1524
其他应收款	50	69	262	0	182
预付账款	23	29	32	35	42
存货	274	383	333	497	471
其他流动资产	3435	4830	4419	4478	4517
非流动资产	6174	8076	7143	7294	7433
长期投资	394	410	483	530	581
固定资产	377	312	318	285	319
无形资产	275	271	258	245	232
其他非流动资产	5129	7083	6084	6233	6300
资产总计	12183	15029	15598	16514	18653
流动负债	3908	4469	5006	5619	7304
短期借款	791	826	826	826	826
应付票据及应付账款	741	975	530	1780	1447
其他流动负债	2376	2668	3650	3013	5032
非流动负债	555	1752	1478	1266	1045
长期借款	0	1118	894	671	447
其他非流动负债	555	635	583	596	598
负债合计	4463	6221	6483	6885	8349
少数股东权益	0	2	3	4	6
股本	416	420	420	420	420
资本公积	4526	5184	5184	5184	5184
留存收益	2931	3129	3431	3945	4615
归属母公司股东权益	7720	8805	9112	9625	10297
负债和股东权益	12183	15029	15598	16514	18653

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	746	947	972	843	1093
净利润	194	199	307	519	677
折旧摊销	214	214	167	194	139
财务费用	-195	-212	-208	-293	-345
投资损失	-27	-72	-94	-122	-159
营运资金变动	112	315	817	543	784
其他经营现金流	447	503	-16	2	-2
投资活动现金流	-424	-3107	877	-225	-116
资本支出	462	328	-69	-65	16
长期投资	-239	-3018	-74	-53	-51
其他投资现金流	-200	-5796	734	-344	-150
筹资活动现金流	495	1432	104	77	122
短期借款	764	35	0	0	0
长期借款	0	1118	-224	-224	-224
普通股增加	-0	4	0	0	0
资本公积增加	303	658	0	0	0
其他筹资现金流	-572	-383	328	300	345
现金净增加额	816	-728	1954	695	1099

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7413	7662	8272	9256	10566
营业成本	2682	2672	3010	3465	4034
营业税金及附加	71	73	79	88	101
营业费用	2411	2702	2812	3054	3381
管理费用	390	372	372	389	444
研发费用	2248	2266	2357	2545	2853
财务费用	-195	-212	-208	-293	-345
资产减值损失	-6	-9	-34	-41	-49
其他收益	394	373	411	452	497
公允价值变动收益	16	1	2	2	2
投资净收益	27	72	94	122	159
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	204	209	322	543	709
营业外收入	22	6	8	9	11
营业外支出	7	12	15	20	26
利润总额	219	204	315	532	694
所得税	25	5	8	13	17
净利润	194	199	307	519	677
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属母公司净利润	194	198	306	518	675
EBITDA	439	519	513	711	783
EPS(元)	0.46	0.47	0.73	1.23	1.61

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.9	3.4	8.0	11.9	14.2
营业利润(%)	-18.1	2.4	54.2	68.5	30.6
归属于母公司净利润(%)	-28.8	1.9	54.8	69.1	30.4
获利能力					
毛利率(%)	63.8	65.1	63.6	62.6	61.8
净利率(%)	2.6	2.6	3.7	5.6	6.4
ROE(%)	2.5	2.3	3.4	5.4	6.6
ROIC(%)	2.2	2.6	2.9	4.2	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	36.6	41.4	41.6	41.7	44.8
净负债比率(%)	-0.1	21.5	-1.8	-11.1	-23.2
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5
速动比率	1.0	0.8	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	10.7	8.9	10.2	12.0	9.0
应付账款周转率	4.7	3.1	4.0	3.0	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.47	0.73	1.23	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	2.25	2.32	2.01	2.60
每股净资产(最新摊薄)	18.39	20.73	21.45	22.68	24.28
估值比率					
P/E	128.0	125.6	81.2	48.0	36.8
P/B	3.2	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	53.2	47.7	44.2	30.6	26.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn