

深信服(300454.SZ)

毛利率同比提升，AI First战略有望注入中长期增长动能

推荐 (维持)

股价:57.17元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.sangfor.com.cn
大股东/持股	何朝曦/20.06%
实际控制人	何朝曦,熊武,冯毅
总股本(百万股)	420
流通A股(百万股)	276
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	240
流通A股市值(亿元)	158
每股净资产(元)	20.73
资产负债率(%)	41.4

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】深信服(300454.SZ)*事项点评*营收平稳增长，AI布局有望注入长期增长动能*推荐
20240131

证券分析师

闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn
黄韦涵	投资咨询资格编号 S1060523070003 HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn



事项:

公司发布2023年年报，2023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%。2023年利润分配预案为：拟每10股派现金0.5元（含税）。

平安观点:

- 网络安全业务依旧承压，企业客户需求表现出相对韧性。**2023年公司实现营业收入76.62亿元，同比增长3.4%，分项来看，1) 2023年公司网络安全业务实现收入38.92亿元，同比减少0.14% (vs-0.62%，23H1)，主要是由于全网行为管理AC、移动安全、应用交付AD等成熟产品线的新增订单情况不理想。2) 云计算及IT基础设施业务实现收入30.90亿元，同比增长8.1%，在这背后超融合HCI产品收入保持了较为稳定的增长。3) 基础网络和物联网业务实现收入6.80亿元，同比增长3.7%，其中，主力型号的无线产品增速有所提升，而物联网、交换机业务受行业竞争加剧影响增速较缓。分行业来看，公司来自企业、政府及事业单位、金融及其他分别实现收入34.25亿元、34.29亿元、8.09亿元，分别同比增长19.7%、-5.4%、-12.9%，企业客户对IT建设的需求表现出较好的韧性，包括能源、交通等在内的行业客户维持较高的订单增速。利润端来看，公司2023年实现归母净利润1.98亿元，同比增长1.9%，现金流表现相对更为强劲，经营性现金流净额9.47亿元，同比增长27.0%。
- 毛利率同比提升，研发投入保持积极。**公司2023年毛利率为65.13%，同比提升1.31pct。随着公司云化、服务化战略转型的推进，对供应链上游供应商的影响力有所提升，在这背后，公司网络安全、云计算及IT基础设施、基础网络和物联网三项业务的毛利率分别同比提升0.74pct、3.91pct、0.19pct至81.24%、47.47%、53.24%。公司2023年期间费用率为66.93%，同比抬升1.45pct，主要由于业务活动增加带动市场营销支出增多，公司2023年销售费用27.02亿元，同比增长12%，销售费用率同比上升2.74pct至35.26%。研发方面，2023年公司研发投入（公司研

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,413	7,662	8,505	9,569	10,953
YOY(%)	8.9	3.4	11.0	12.5	14.5
净利润(百万元)	194	198	308	452	614
YOY(%)	-28.8	1.9	55.4	47.0	35.7
毛利率(%)	63.8	65.1	65.9	66.5	67.4
净利率(%)	2.6	2.6	3.6	4.7	5.6
ROE(%)	2.5	2.2	3.4	4.7	6.0
EPS(摊薄/元)	0.46	0.47	0.73	1.08	1.46
P/E(倍)	123.6	121.3	78.1	53.1	39.1
P/B(倍)	3.1	2.8	2.7	2.5	2.4

发投入全部费用化) 22.66亿元, 同比增长0.82%, 研发费用率为29.58%, 仍然保持较高水平的投入力度。公司2023年净利率同比小幅下降0.03pct至2.59%。

- **公司为网络安全行业领先企业, 前瞻布局大模型安全GPT。**公司是国内较早从事网络安全业务的企业之一, 经过多年积累和发展, 公司已成为国内网络安全行业领先企业之一。公司于全球率先推出IPSec / SSL二合一VPN网关, 定义了上网行为管理品类; 于国内率先推出下一代防火墙、云安全资源池; 创新推出“平台+组件+服务”的安全建设新范式; 截至2023年12月31日, 公司参与编制的国家标准、行业标准等各类标准已发布超110项。2023年, 公司推出安全GPT (Security GPT), 成为国内首家发布自研安全大模型的网络安全厂商。安全GPT凝聚了公司的安全能力, 构建以AI为核心的“开放平台+领先组件+云端服务”的安全新范式的垂直领域大模型。在2024年春季新品发布会中, 公司发布了安全GPT 3.0升级版本, 对抗定向钓鱼攻击检出率突破91.4%, 远超传统方案。近年来公司以“AI First”为创新研究战略, 在安全GPT、SAVE 3.0、NoDR、AIOps等多个产品中不断落地 AI 技术和能力, 我们认为公司在人工智能领域的前瞻布局, 有望为公司中长期发展注入增长动能。
- **云计算服务能力持续提升, 超融合市场地位保持前列。**云计算领域, 公司从2012年开始布局云计算业务, 持续推进云计算产品、服务及解决方案的研发, 以及超融合HCI、托管云、智能边缘技术等关键技术和产品的革新升级。超融合方面, 公司已构建起全栈能力, 公司超融合HCI软件产品自2017年至2022年连续6年市占率稳居市场前列, 2023年上半年及2023年第三季度中国市场占有率前二。2023年, 公司超融合Sangfor HCI和云平台 SCP发布了全新6.9.0版本, 一方面通过自研创新技术融入AI能力, 实现主动监测、分析及部署, 大幅提升对各类故障的精准预测和定位能力; 另一方面进一步完善了信创能力, 保障信创与非信创模式下产品的功能和质量一致, 进一步提升资源利用率和产品性能。同时, 公司存储EDS也发布了501全新架构版本, 通过自研技术的创新, 帮助用户实现存储容量扩展、性能的兼得, 目前存储EDS在AI训练、芯片设计、测绘作业、视频制作等高精尖场景中为用户提供了高性能的运行体验。
- **盈利预测与投资建议:** 根据公司的2023年年报, 我们调整公司盈利预测, 预计公司2024-2026年的归母净利润分别为3.08亿元 (前值为3.35亿元)、4.52亿元 (前值为4.23亿元)、6.14亿元 (新增), 对应EPS分别为0.73元、1.08元、1.46元, 对应4月10日收盘价的PE分别为78.1倍、53.1倍、39.1倍。公司是国内较为领先的ICT厂商, 在网络安全、云计算和基础网络等方面都有着较强的竞争力。虽然, 近年来受到内外部因素的影响, 公司业绩出现一定波动, 但公司的核心竞争力依然存在, 并且在网络安全、人工智能、云计算等领域持续突破, 我们依然看好公司的行业地位和中长期发展, 维持“推荐”评级。
- **风险提示: 1) 技术风险。**公司一直以来在研发投入强度较高, 安全和云计算业务的新产品也在持续推出, 但如果这些产品后续长期未能给公司增长带来贡献, 可能影响公司的收入增长, 并且造成资源浪费。**2) 市场风险。**网络安全和云计算市场竞争趋于激烈, 市场同质化也开始趋于明显, 如果公司在转型调整方面动作迟缓, 可能在竞争中落后。**3) 客户需求不及预期。**如果政府和企业IT支出依然保守, 公司收入和业绩可能会受到较大影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6953	7141	7775	8599
现金	737	851	957	1095
应收票据及应收账款	903	722	813	930
其他应收款	69	77	87	99
预付账款	29	33	37	42
存货	383	318	351	392
其他流动资产	4830	5140	5531	6040
非流动资产	8076	7944	7799	7665
长期投资	410	430	449	469
固定资产	452	451	436	409
无形资产	271	226	181	136
其他非流动资产	6943	6838	6733	6651
资产总计	15029	15085	15575	16263
流动负债	4469	4469	4755	5076
短期借款	826	486	326	80
应付票据及应付账款	975	1058	1169	1305
其他流动负债	2668	2924	3261	3691
非流动负债	1752	1500	1249	1001
长期借款	1205	953	701	454
其他非流动负债	547	547	547	547
负债合计	6221	5968	6004	6077
少数股东权益	2	4	6	8
股本	420	420	420	420
资本公积	5184	5184	5184	5184
留存收益	3201	3509	3961	4574
归属母公司股东权益	8805	9113	9565	10178
负债和股东权益	15029	15085	15575	16263

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	947	741	530	623
净利润	199	309	454	616
折旧摊销	214	152	165	155
财务费用	-212	78	55	33
投资损失	-72	-72	-72	-72
营运资金变动	315	264	-81	-119
其他经营现金流	503	11	11	11
投资活动现金流	-3107	42	42	42
资本支出	235	0	0	-0
长期投资	-3018	0	0	0
其他投资现金流	-324	42	42	42
筹资活动现金流	1432	-670	-466	-527
短期借款	35	-340	-160	-246
长期借款	1105	-252	-251	-248
其他筹资现金流	292	-78	-55	-33
现金净增加额	-728	113	106	138

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7662	8505	9569	10953
营业成本	2672	2899	3201	3574
税金及附加	73	81	91	104
营业费用	2702	2858	3139	3527
管理费用	372	383	431	493
研发费用	2266	2296	2593	2990
财务费用	-212	78	55	33
资产减值损失	-9	-10	-11	-12
信用减值损失	-20	-22	-25	-28
其他收益	373	373	373	373
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	72	72	72	72
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	209	325	471	637
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	12	12	12	12
利润总额	204	320	465	632
所得税	5	11	12	16
净利润	199	309	454	616
少数股东损益	1	1	2	3
归属母公司净利润	198	308	452	614
EBITDA	206	550	685	820
EPS (元)	0.47	0.73	1.08	1.46

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	3.4	11.0	12.5	14.5
营业利润(%)	2.4	55.5	44.9	35.3
归属于母公司净利润(%)	1.9	55.4	47.0	35.7
获利能力				
毛利率(%)	65.1	65.9	66.5	67.4
净利率(%)	2.6	3.6	4.7	5.6
ROE(%)	2.2	3.4	4.7	6.0
ROIC(%)	-0.1	4.8	6.5	8.2
偿债能力				
资产负债率(%)	41.4	39.6	38.6	37.4
净负债比率(%)	14.7	6.4	0.7	-5.5
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	8.7	12.2	12.2	12.2
应付账款周转率	4.43	4.43	4.43	4.43
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.73	1.08	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	2.25	1.77	1.26	1.48
每股净资产(最新摊薄)	20.73	21.46	22.53	24.00
估值比率				
P/E	121.3	78.1	53.1	39.1
P/B	2.8	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	144	41	33	27

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层