

营收增长企稳，AI 与海外业务有望带来新增长点

2024 年 04 月 11 日

► **事件概述:** 2024 年 4 月 9 日，深信服发布 2023 年度报告，2023 年实现营收 76.62 亿元，同比增长 3.36%；归母净利润 1.98 亿元，同比增加 1.89%。

► **宏观经济弱复苏背景下彰显营收韧性，云化、服务化战略推动毛利率持续提升。** 2023 年，国内宏观经济环境复苏力度较弱，下游客户需求恢复较为缓慢，但国内市场企业客户对 IT 建设的需求表现出较好韧性，包括能源、交通等在内的行业客户维持较高的订单增速，企业客户收入增速达到 19.73%；海外市场收入规模也延续较高的增长态势，收入增速为 47.98%。同时公司云化、服务化战略转型的推进，云计算业务收入的不断增长，公司对供应链上游供应商的影响力不断提升，带动公司 2023 年毛利率提升至 65.13% (yoy+1.31pct)；公司持续实施降本增效措施，三费（研发、销售、管理费用）增速为 5.77%，持续控制在合理范围内，公司 2023 年实现净利率 2.59% (yoy-0.03pct)。

► **各业务线持续优化升级，安全 GPT 打造安全新范式。** 1) 网络安全业务：实现营收 38.92 亿元 (yoy-0.14%)，占公司整体收入下降至 2023 年的 50.79%，虽然由于全网行为管理 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导致收入未能实现增长，但公司 XDR、安全托管服务 (MSS) 等在内的战略业务保持较快增长，同时率先推出深信服自研大模型安全 GPT，着手构建以 AI 为核心的“开放平台+领先组件+云端服务”的安全新范式；2) 云计算及 IT 基础设施业务：实现营收 30.90 亿元 (yoy+8.07%)，占营业收入比重上升至 2023 年的 40.33%，公司超融合 HCI 产品收入保持了较为稳定的增长，同时存储 EDS 也发布 501 高性能版本；3) 基础网络及物联网业务：实现营收 6.80 亿元 (yoy+ 3.70%)，占公司整体收入比重上升至 2023 年的 8.88%，主力型号的无线产品增速有所提升，主要体现在制造业、医疗、高教等重点行业；而物联网、交换机业务受行业竞争加剧影响，增速不够理想。

► **坚持创新发展战略，AI 与海外业务有望带来新增长点。** 1) 实施 AI First 战略：深信服以“AI First”为创新研究战略，在各个产品中不断落地 AI 技术和能力，如安全 GPT、SAVE 3.0、NoDR、AIOps 等；2) 公司计划在国际市场不断扩大规模，在产品研发和人才培养等方面投入更多资源，追求更高的盈利水平。

► **投资建议:** 积极看待深信服云化、服务化战略带来的毛利率提升以及 AI 产品与海外业务的新增长点，预计深信服 2024-2026 年营收分别为 83.25、101.37、123.68 亿元，归母净利润分别为 3.05、4.92、6.45 亿元，2024 年 4 月 10 日收盘价对应市盈率 79X、49X、37X，维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 技术发展不及预期；下游客户需求不及预期；行业竞争风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,662	8,325	10,137	12,368
增长率 (%)	3.4	8.7	21.8	22.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	198	305	492	645
增长率 (%)	1.9	54.2	61.1	31.2
每股收益 (元)	0.47	0.73	1.17	1.54
PE	121	79	49	37
PB	2.7	2.7	2.6	2.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 10 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

57.17 元



分析师 吕伟

执业证书: S0100521110003

邮箱: lvwei_yj@mszq.com

相关研究

1.深信服 (300454.SZ) 2022 年三季报点评: 经营质量持续回暖, 盈利边际稳定改善-2022/10/29

2.深信服 (300454.SZ) 2022 年中报点评: Q2 经营质量回暖, XaaS 业务初现峥嵘-2022/08/28

3.深信服 (300454.SZ) 2022 年一季报点评: XaaS 战略布局, 短期业绩承压-2022/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,662	8,325	10,137	12,368
营业成本	2,672	2,901	3,501	4,251
营业税金及附加	73	83	101	124
销售费用	2,702	2,914	3,497	4,081
管理费用	372	333	405	495
研发费用	2,266	2,456	2,940	3,710
EBIT	-77	34	197	332
财务费用	-212	-221	-224	-231
资产减值损失	-9	-9	-11	-13
投资收益	72	67	93	111
营业利润	209	313	504	661
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	204	313	504	661
所得税	5	8	13	17
净利润	199	305	492	645
归属于母公司净利润	198	305	492	645
EBITDA	206	374	612	789

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	737	1,090	2,037	3,227
应收账款及票据	903	928	1,130	1,378
预付款项	29	29	35	43
存货	383	394	476	577
其他流动资产	4,900	4,900	4,915	4,933
流动资产合计	6,953	7,341	8,592	10,158
长期股权投资	410	410	410	410
固定资产	312	476	586	658
无形资产	271	271	271	271
非流动资产合计	8,076	8,061	8,054	8,057
资产合计	15,029	15,401	16,646	18,216
短期借款	826	826	826	826
应付账款及票据	975	1,048	1,264	1,535
其他流动负债	2,668	2,821	3,390	4,096
流动负债合计	4,469	4,694	5,480	6,457
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,752	1,752	1,752	1,752
非流动负债合计	1,752	1,752	1,752	1,752
负债合计	6,221	6,446	7,232	8,209
股本	420	420	420	420
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	8,808	8,955	9,414	10,007
负债和股东权益合计	15,029	15,401	16,646	18,216

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.36	8.65	21.76	22.01
EBIT 增长率	-124.27	144.31	480.06	68.15
净利润增长率	1.89	54.21	61.13	31.17
盈利能力 (%)				
毛利率	65.13	65.15	65.46	65.63
净利润率	2.58	3.66	4.85	5.21
总资产收益率 ROA	1.32	1.98	2.95	3.54
净资产收益率 ROE	2.25	3.41	5.22	6.45
偿债能力				
流动比率	1.56	1.56	1.57	1.57
速动比率	0.83	0.87	0.96	1.04
现金比率	0.16	0.23	0.37	0.50
资产负债率 (%)	41.40	41.86	43.45	45.07
经营效率				
应收账款周转天数	39.73	38.64	35.62	35.59
存货周转天数	44.23	48.20	44.71	44.59
总资产周转率	0.56	0.55	0.63	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.73	1.17	1.54
每股净资产	20.97	21.32	22.42	23.83
每股经营现金流	2.25	1.92	3.18	3.89
每股股利	0.05	0.08	0.12	0.16
估值分析				
PE	121	79	49	37
PB	2.7	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	122.87	67.79	41.42	32.14
股息收益率 (%)	0.09	0.13	0.22	0.29

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	199	305	492	645
折旧和摊销	283	340	415	457
营运资金变动	698	161	446	557
经营活动现金流	947	806	1,333	1,634
资本开支	-323	-255	-339	-391
投资	-3,018	0	0	0
投资活动现金流	-3,107	-188	-246	-279
股权募资	285	0	0	0
债务募资	1,244	0	0	0
筹资活动现金流	1,432	-265	-141	-165
现金净流量	-728	353	947	1,190

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026