

证券研究报告

公司研究

点评报告

深信服(300454.SZ)

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号: S1500522110006

邮箱: pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

23 年收入侧承压，静待下游支出改善

2024 年 04 月 11 日

- **事件：**深信服发布 2023 年度报告，公司实现营收 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%；实现扣非净利润 1.10 亿元，同比增长 9.97%；实现经营性现金流净额 9.47 亿元，同比增长 26.97%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 87.30 亿元，同比上升 7.40%；截至 2023 年底，公司合同负债 13.47 亿元，同比增长 14.27%。单 2023Q4 来看，公司实现营收 28.54 亿元，同比增长 7.08%；实现归母净利润 7.43 亿元，同比下降 16.55%；实现扣非净利润 7.12 亿元。
 - **整体收入侧承压，核心产品毛利率改善。**2023 年，分产品看，公司网络安全业务实现收入 **38.92 亿元**，**同比下降 0.14%**，网络安全业务未能实现增长，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，而 XDR、MSS 等在内的战略业务虽然保持了较快的增长，但收入规模仍较小，对安全业务整体增长的拉动效果尚不明显所致。**云计算及 IT 基础设施业务实现收入 30.90 亿元**，**同比增长 8.07%**，其中超融合 HCI 产品收入保持了稳健增长，并推出了全新的 6.9.0 版本；**基础网络和物联网业务实现收入 6.80 亿元**，**同比增长 3.70%**，其中，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。**在毛利率方面**，公司整体毛利率为 65.13%，同比提升 1.31 个百分点，主要因公司云计算业务增长，且公司对供应链上游供应商影响力提升所致，网络安全业务/云计算/基础网络和物联网业务毛利率较 2022 年同期分别增长 0.74/3.91/0.19 个百分点。
 - **静待下游支出改善，海外业务实现高增。**2023 年，分下游客户行业来看，企业客户实现收入 34.25 亿元，同比增长 19.73%，其中能源、交通等行业客户维持较高订单增速；政府及事业单位客户实现收入 34.29 亿元，同比下降 5.40%；金融及其他客户实现收入 8.09 亿元，同比下降 12.86%。此外，公司在海外实现收入 3.46 亿元，同比增长 47.98%，海外市场收入规模延续较好增长态势。我们认为，2023 年在宏观经济波动的情况下，下游客户在网安开支上仍保持谨慎态度，致使公司收入端承压。若未来下游客户支出改善，公司收入有望重回稳健增速。
 - **持续降本增效，把握 AI 发展机遇。**2023 年，公司持续实施降本增效，**三费方面**，公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 27.02/3.72/22.66 亿元，同比变化分别为 +12.07%/-4.69%/+0.82%，三费整体增速为 5.77%，持续控制在合理范围内。**在研发方面**，公司连续 8 年研发费用率超过 20%。近年来，为拥抱 AI 浪潮，公司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，凭借走在前沿的创新理念和技术实力，不断推动自身产品能力和服务能力的升级。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、AI 算力平台以及存储 EDS 520 版本。我们认为，公司持续精细化运营，
- 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

但仍保持在研发方面的高投入，公司长期产品竞争力有望持续提升。

- **盈利预测：**我们预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.69/0.94/1.25 元，对应 PE 为 82.27/61.11/45.59 倍。
- **风险提示：**下游支出改善不及预期、海外市场经营风险、市场竞争加剧。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,413	7,662	8,296	9,277	10,578
增长率 YoY %	8.9%	3.4%	8.3%	11.8%	14.0%
归属母公司净利润(百万元)	194	198	292	393	527
增长率 YoY%	-28.8%	1.9%	47.5%	34.6%	34.0%
毛利率(%)	63.8%	65.1%	64.7%	64.5%	64.6%
ROE(%)	2.5%	2.2%	3.2%	4.2%	5.5%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.47	0.69	0.94	1.25
市盈率 P/E (倍)	123.62	121.33	82.27	61.11	45.59
市净率 P/B (倍)	3.11	2.73	2.67	2.59	2.49

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 10 收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,009	6,953	7,437	8,335	9,344	
货币资金	1,406	737	1,241	1,869	2,803	
应收票据	12	21	21	25	27	
应收账款	809	882	895	1,020	1,106	
预付账款	23	29	29	34	38	
存货	274	383	350	473	454	
其他	3,486	4,900	4,902	4,914	4,917	
非流动资产	6,174	8,076	8,007	7,913	7,817	
长期股权投资	394	410	426	442	459	
固定资产(合计)	377	312	321	300	273	
无形资产	275	271	265	261	256	
其他	5,129	7,083	6,994	6,910	6,830	
资产总计	12,183	15,029	15,444	16,247	17,161	
流动负债	3,908	4,469	4,752	5,278	5,811	
短期借款	791	826	826	826	826	
应付票据	203	373	376	455	492	
应付账款	538	603	684	760	864	
其他	2,376	2,668	2,866	3,237	3,630	
非流动负债	555	1,752	1,700	1,700	1,700	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	555	1,752	1,700	1,700	1,700	
负债合计	4,463	6,221	6,451	6,978	7,511	
少数股东权益	0	2	3	4	6	
归属母公司股东权益	7,720	8,805	8,989	9,265	9,644	
负债和股东权益	12,183	15,029	15,444	16,247	17,161	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,413	7,662	8,296	9,277	10,578	
同比(%)	8.9%	3.4%	8.3%	11.8%	14.0%	
归属母公司净利润	194	198	292	393	527	
同比(%)	-28.8%	1.9%	47.5%	34.6%	34.0%	
毛利率(%)	63.8%	65.1%	64.7%	64.5%	64.6%	
ROE(%)	2.5%	2.2%	3.2%	4.2%	5.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.47	0.69	0.94	1.25	
P/E	123.62	121.33	82.27	61.11	45.59	
P/B	3.11	2.73	2.67	2.59	2.49	
EV/EBITDA	174.57	153.62	73.76	67.87	56.02	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,413	7,662	8,296	9,277	10,578	
营业成本	2,682	2,672	2,931	3,290	3,747	
营业税金及附加	71	73	79	88	101	
销售费用	2,411	2,702	2,787	3,136	3,544	
管理费用	390	372	398	445	518	
研发费用	2,248	2,266	2,356	2,598	2,972	
财务费用	-195	-212	-106	-184	-278	
减值损失合计	-6	-9	0	0	0	
投资净收益	27	72	75	79	90	
其他	378	355	384	429	491	
营业利润	204	209	309	412	554	
营业外收支	15	-5	0	0	0	
利润总额	219	204	309	412	554	
所得税	25	5	17	18	26	
净利润	194	199	293	394	528	
少数股东损益	0	1	1	1	2	
归属母公司净利润	194	198	292	393	527	
EBITDA	265	206	336	356	415	
EPS(当年)(元)	0.47	0.47	0.69	0.94	1.25	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	746	947	691	735	1,075	
净利润	194	199	293	394	528	
折旧摊销	300	283	167	160	178	
财务费用	-191	-196	4	2	2	
投资损失	-26	-69	-75	-79	-90	
营运资金变动	423	698	281	234	432	
其它	45	32	20	23	25	
投资活动现金流	-424	-3,107	-23	13	8	
资本支出	-459	-323	-81	-49	-65	
长期投资	-239	-3,018	-16	-16	-16	
其他	274	234	75	79	90	
筹资活动现金流	495	1,432	-164	-120	-150	
吸收投资	10	285	0	0	0	
借款	821	2,705	0	0	0	
支付利息或股息	-38	-20	-112	-120	-150	
现金净增加额	816	-728	504	628	934	

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

姜恺非，计算机行业研究员，悉尼大学商学硕士，2023 年加入信达证券研究所，主要覆盖金融 it、网络安全等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。