

深信服 (300454.SZ) ——2023 年报点评

企业和海外市场仍稳健增长，报表质量恢复明显

买入

核心观点

2023 年受经济复苏较弱影响，四季度恢复增长。公司发布 2023 年报，全年实现营收 76.62 亿元 (+3.36%)，归母净利润 1.98 亿元 (+1.89%)，扣非归母净利润 1.10 亿元 (+9.97%)。单 Q4 来看，公司收入 28.54 亿元 (+7.08%)，归母净利润 7.43 亿元 (-16.55%)，扣非归母净利润 7.12 亿元 (-20.93%)。公司在 23 年股权激励费用约为 3.83 亿元，根据测算 24 年约为 2.31 亿元，激励摊销对公司利润的影响有望在 24 年显著降低。

企业市场和海外仍保持较高增长。分业务看，网安收入 38.92 亿元 (-0.14%)，主要是传统产品订单增长不理想，毛利率 81.24%略有提升。云计算收入 30.90 亿元 (+8.07%)，超融合稳定增长，毛利率 47.47%，提升了 3.91 个百分点，供应链优化效果持续体现。基础网络收入 6.80 亿元 (+3.70%)，无线产品增速有所提升，毛利率也略有提升。分行业看，企业收入 34.25 亿元 (+19.73%)，政府及事业单位收入 34.29 亿元 (-5.40%)，金融及其他收入 8.09 亿元 (-12.86%)。海外市场收入 3.46 亿元 (+47.98%)。

人员优化下，毛利率回升，报表质量恢复明显。公司 23 年人员为 8407 人，相比 22 年减少了 749 人，主要技术人员减少了 572 人。近期公司还发布了《2023 反腐总结》，2023 年 74 名员工 (含 16 名干部) 因违规违纪受罚，其中 42 人被辞退。公司管理持续优化，在人员收缩背景下，整体毛利率提升 1.31 个百分点；整体收入虽然增长不多，但质量极高，人均创收达到 91.14 万，同比提升 12.57%。费用率方面，管理和研发费用率均出现下降，销售费用率增长了 2.74 个百分点，主要是相比 22 年疫情影响正常商业活动，23 年正常开展市场营销活动。三费增速为 5.77%，管控效果逐步显现。

坚定看好 AI+安全应用，云计算竞争力持续提升。公司近年来以“AI First”为创新研究战略，安全 GPT、AI Ops 等多个产品已经落地应用。其中安全 GPT 不到 1 年时间迭代至 3.0 版本，提升各类攻击检测精准度之外，有望大幅提升运维效率。参考微软 security Copilot 成功商业化定价，该领域是极具确定性的方向。公司发布了 AI 算力平台以及存储 EDS 520 版本，超融合 690 持续得到市场认可，云计算业务仍具备广阔成长空间。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。由于经济复苏节奏影响，我们下修盈利。预计 2024-2026 年归母净利润为 4.21/6.94/9.25 亿元 (原预测 24-25 年为 6.35/10.09 亿元)，对应当前 PE 为 57/35/26 倍。考虑到公司应对经济下行调整效果显著，人效持续提升，24 年有望逐步反转，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,413	7,662	8,409	9,544	11,139
(+/-%)	8.9%	3.4%	9.8%	13.5%	16.7%
净利润 (百万元)	194	198	421	694	925
(+/-%)	-28.8%	1.9%	113.0%	64.6%	33.3%
每股收益 (元)	0.47	0.47	1.01	1.66	2.22
EBIT Margin	-5.2%	-5.5%	-1.3%	0.5%	2.5%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	2.2%	4.6%	7.1%	8.7%
市盈率 (PE)	123.7	121.5	57.0	34.6	26.0
EV/EBITDA	-140.9	-126.1	-748.2	260.0	92.3
市净率 (PB)	3.11	2.73	2.62	2.45	2.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

计算机 · 软件开发

证券分析师: 熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师: 库宏焱

021-60875168

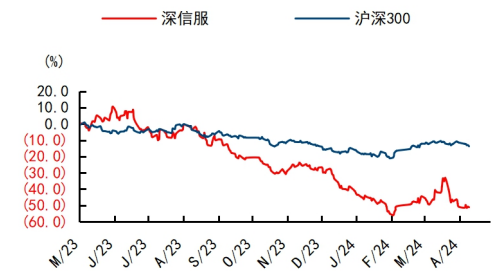
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	57.62 元
总市值/流通市值	24192/15918 百万元
52 周最高价/最低价	148.51/48.61 元
近 3 个月日均成交额	449.42 百万元

市场走势



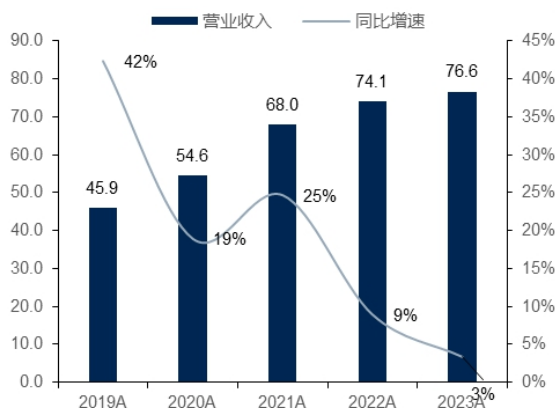
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《深信服 (300454.SZ) - 单三季度收入下滑 3%，看好安全 GPT 战略》——2023-10-27
- 《深信服 (300454.SZ) - 上半年收入增长 4%，供应链优化毛利率提升》——2023-09-01
- 《深信服 (300454.SZ) ——2022 年财报点评-云计算仍保持 20% 增长，坚持长期价值创新方向》——2023-04-14
- 《深信服 (300454.SZ) ——2022 三季度财报点评-单季度收入增速 8%，费用控制效果进一步显现》——2022-10-30
- 《深信服 (300454.SZ) ——2022 中报点评-二季度费用端逐步企稳，下半年业绩有望加速》——2022-08-28

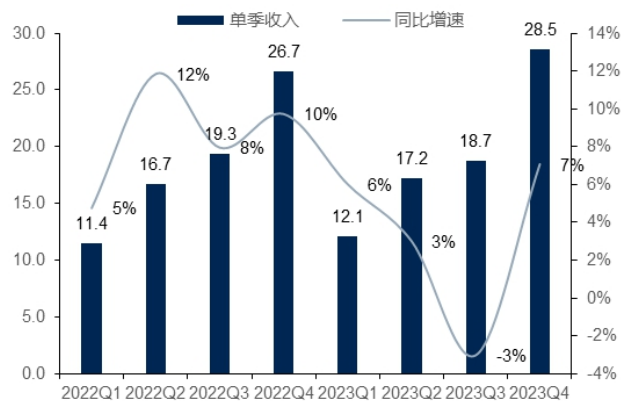
公司发布 2023 年报，全年实现营收 76.62 亿元 (+3.36%)，归母净利润 1.98 亿元 (+1.89%)，扣非归母净利润 1.10 亿元 (+9.97%)。单 Q4 来看，公司收入 28.54 亿元 (+7.08%)，归母净利润 7.43 亿元 (-16.55%)，扣非归母净利润 7.12 亿元 (-20.93%)。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



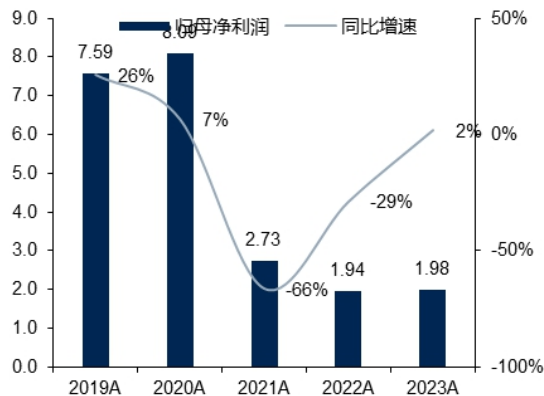
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



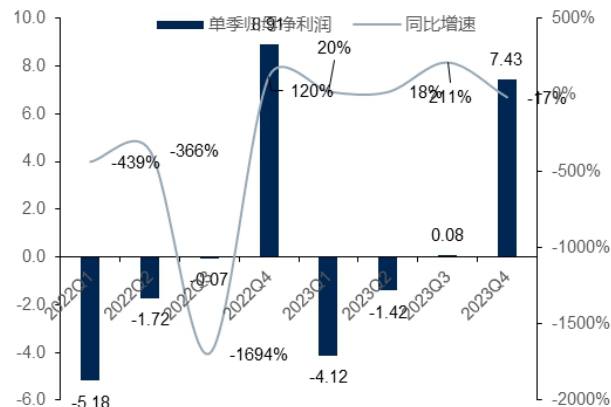
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

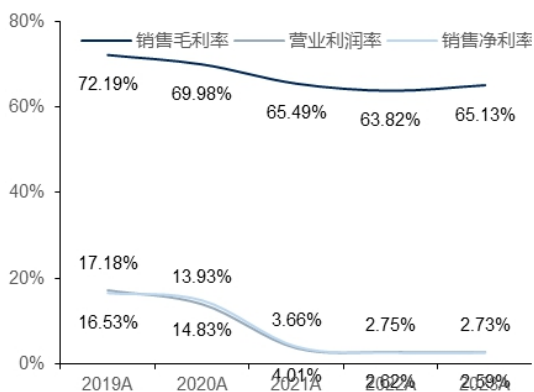
图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

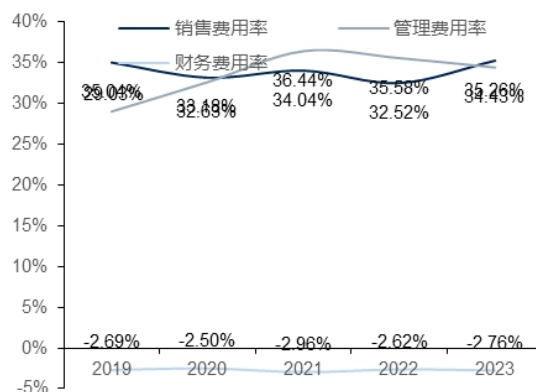
毛利率有所提升，费用逐步控制。公司管理持续优化，毛利率提升至 65.13%，提升 1.31 个百分点。公司 23 年人员为 8407 人，相比 22 年减少了 749 人，主要技术人员减少了 572 人。费用率方面，管理和研发费用率均出现下降，销售费用率增长了 2.74 个百分点，主要是相比 22 年疫情影响正常商业活动，23 年正常开展市场营销活动，销售费用必然出现增长。三费增速为 5.77%，管控效果逐步显现。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

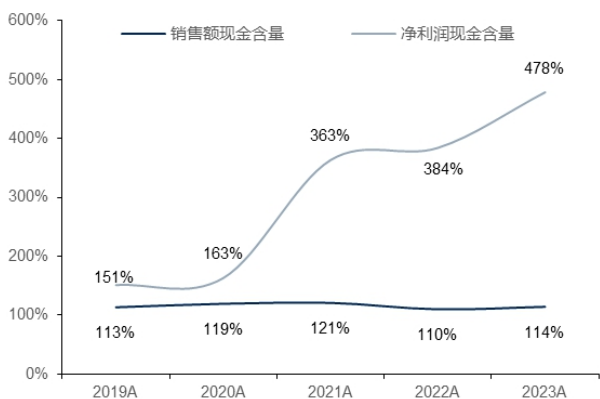
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

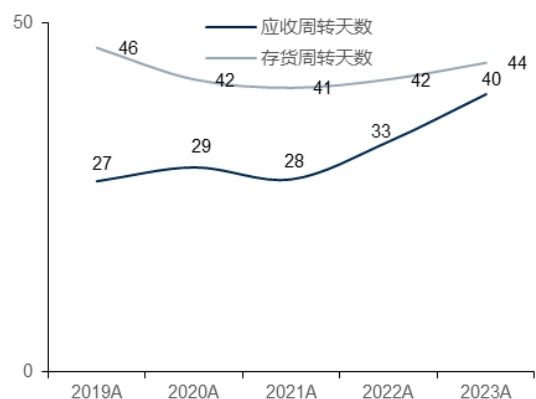
现金流优异, 合同负债恢复增长, 资产负债表资金存量丰富。公司 23 年净现金流为 9.47 亿元 (+26.94%), 部分原因也是 23 年计提的 22 年奖金较少, 同时 23 年利润较低也是因为 2023 年计提的年终奖较 2022 年增加。公司合同负债 13.47 亿元 (+14.35%), 其他非流动负债 5.10 亿元 (也是一年以上合同负债, +18.33%)。公司货币资金+交易性金融资产+一年内到期的非流动资产 (主要是一年内到期的定期存款)+其他非流动资产 (主要是一年以上到期定期存款), 超过 100 亿元。在 IT 行业下行下, 公司坚持正确合理的经营理念, 财务质量显著提升。公司应收账款有所增长, 存货增加主要是应对部分原材料价格上涨而做的策略性备货。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。由于经济复苏节奏影响, 我们下修盈利。预计 2024-2026 年归母净利润为 4.21/6.94/9.25 亿元 (原预测 24-25 年为 6.35/10.09 亿元), 对应当前 PE 为 57/35/26 倍。考虑到公司应对经济下行调整效果显著, 人效持续提升, 24 年有望逐步反转, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1406	737	5000	5000	5000	营业收入	7413	7662	8409	9544	11139
应收款项	872	973	1068	1212	1414	营业成本	2682	2672	2983	3409	4009
存货净额	274	383	450	512	602	营业税金及附加	71	73	80	91	106
其他流动资产	270	549	602	683	797	销售费用	2411	2702	2691	2959	3342
流动资产合计	6009	6953	11431	11718	12125	管理费用	390	372	406	459	512
固定资产	701	804	814	812	803	研发费用	2248	2266	2355	2577	2896
无形资产及其他	275	271	261	252	242	财务费用	(195)	(212)	(121)	(228)	(228)
投资性房地产	4804	6591	6591	6591	6591	投资收益	27	72	50	50	50
长期股权投资	394	410	426	442	459	资产减值及公允价值变动	22	10	(30)	(30)	(30)
资产总计	12183	15029	19523	19815	20219	其他收入	(1899)	(1929)	(1955)	(2157)	(2461)
短期借款及交易性金融负债	843	878	4544	3637	2423	营业利润	204	209	435	717	957
应付款项	741	975	908	1033	1216	营业外净收支	15	(5)	1	1	1
其他流动负债	2324	2616	3050	3418	3939	利润总额	219	204	436	718	958
流动负债合计	3908	4469	8503	8089	7578	所得税费用	25	5	13	22	29
长期借款及应付债券	0	1118	1118	1118	1118	少数股东损益	0	1	2	3	4
其他长期负债	555	635	715	795	875	归属于母公司净利润	194	198	421	694	925
长期负债合计	555	1752	1832	1912	1992	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4463	6221	10335	10001	9571	净利润	194	198	421	694	925
少数股东权益	0	2	4	7	10	资产减值准备	(9)	2	11	1	0
股东权益	7720	8805	9184	9807	10639	折旧摊销	187	182	60	81	90
负债和股东权益总计	12183	15029	19523	19815	20219	公允价值变动损失	(22)	(10)	30	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	(195)	(212)	(121)	(228)	(228)
每股收益	0.47	0.47	1.01	1.66	2.22	营运资本变动	(175)	(1667)	244	287	377
每股红利	0.09	0.05	0.10	0.17	0.22	其它	9	(1)	(10)	2	3
每股净资产	18.51	21.12	22.02	23.52	25.51	经营活动现金流	183	(1297)	757	1094	1426
ROIC	-3.67%	-3.64%	0%	3%	5%	资本开支	0	(293)	(101)	(101)	(101)
ROE	2.52%	2.25%	5%	7%	9%	其它投资现金流	71	(1123)	0	0	0
毛利率	64%	65%	65%	64%	64%	投资活动现金流	42	(1433)	(117)	(117)	(117)
EBIT Margin	-5%	-6%	-1%	1%	2%	权益性融资	(1)	285	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-3%	-1%	1%	3%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	9%	3%	10%	13%	17%	支付股利、利息	(38)	(20)	(43)	(70)	(94)
净利润增长率	-29%	2%	113%	65%	33%	其它融资现金流	678	1816	3666	(907)	(1215)
资产负债率	37%	41%	53%	51%	47%	融资活动现金流	601	2061	3623	(977)	(1308)
股息率	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	现金净变动	827	(669)	4263	0	0
P/E	123.7	121.5	57.0	34.6	26.0	货币资金的期初余额	579	1406	737	5000	5000
P/B	3.1	2.7	2.6	2.4	2.3	货币资金的期末余额	1406	737	5000	5000	5000
EV/EBITDA	(140.9)	(126.1)	(748.2)	260.0	92.3	企业自由现金流	0	(2190)	100	315	632
						权益自由现金流	0	(374)	3884	(371)	(362)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032