

业绩实现平稳增长，海外业务表现亮眼

买入|维持

——深信服(300454.SZ)2023年年度报告点评

事件:

公司于2024年4月9日收盘后发布《2023年年度报告》。

点评:

● 营业收入和利润实现平稳增长，整体毛利率水平有所提升

2023年，受多重因素影响，公司实现营业总收入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%；公司整体毛利率为65.13%，同比上升1.31%；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。分产品来看，网络安全业务实现收入38.92亿元，同比微降0.14%，毛利率为81.24%；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%，毛利率为47.47%；基础网络和物联网业务实现收入6.80亿元，同比增长3.70%，毛利率为53.24%。

● 海外业务实现快速增长，自研安全GPT效果出色

国内市场中，能源、交通等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%；海外市场收入增速达47.98%。公司于国内率先推出深信服自研大模型——安全GPT(Security GPT)，是公司利用多年安全领域AI研发积累的高质量数据、算力、人才优势，凝聚公司安全能力，构建的以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，公司持续发布了安全GPT 3.0升级版，对抗定向钓鱼攻击检出率突破91.4%，远远超越传统方案。

● 超融合HCI保持较为稳定的增长，产品持续创新迭代

云计算及IT基础设施业务方面，超融合HCI产品收入保持了较为稳定的增长，新发布了全新的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性能一致，进一步提升资源利用率和产品性能。同时，存储EDS也发布了501高性能版本，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，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

公司主要聚焦网络安全和云计算行业，不断更新迭代既有产品和解决方案，未来持续成长空间广阔。预测公司2024-2026年的营业收入为82.18、90.67、98.11亿元，归母净利润为3.02、4.54、6.29亿元，EPS为0.72、1.08、1.50元/股，对应的PE为80.23、53.29、38.46倍。考虑到行业的成长空间和公司业务的持续成长性，维持“买入”评级。

● 风险提示

市场需求疲软及经营业绩下滑的风险；网络安全和云计算市场竞争加剧的风险；新业务投入偏离用户需求，市场推进不及预期的风险；上游存储类配件涨价带来的硬件整体采购成本上涨的风险；研发、销售投入加大及股权激励计划费用摊销致期间费用较高，未能带来营收和利润预期增长的风险；核心技术泄密及核心技术人才流失的风险；公司规模扩张带来的管理风险。

当前价：57.62元

基本数据

52周最高/最低价(元): 136.70 / 51.90

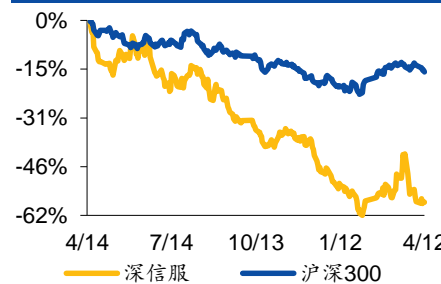
A股流通股(百万股): 276.26

A股总股本(百万股): 419.85

流通市值(百万元): 15918.09

总市值(百万元): 24191.66

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-深信服(300454.SZ)2023年第三季度报告点评:经营性现金流改善明显,安全GPT前景广阔》2023.11.03

《国元证券公司研究-深信服(300454.SZ)2022年年度报告点评:营收实现稳健增长,降本增效成果显著》2023.04.17

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7412.88	7662.17	8217.75	9067.28	9810.65
收入同比(%)	8.93	3.36	7.25	10.34	8.20
归母净利润（百万元）	194.17	197.83	301.52	453.98	628.98
归母净利润同比(%)	-28.84	1.89	52.42	50.56	38.55
ROE(%)	2.52	2.25	3.36	4.82	6.29
每股收益（元）	0.46	0.47	0.72	1.08	1.50
市盈率(P/E)	124.59	122.28	80.23	53.29	38.46

资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6009.16	6952.56	6875.86	7347.54	7828.19	
现金	1405.73	737.20	686.07	750.69	948.12	
应收账款	809.02	882.32	923.65	998.67	1065.24	
其他应收款	50.33	69.32	79.71	83.42	86.33	
预付账款	23.04	29.50	30.89	33.14	34.57	
存货	273.55	382.85	403.71	442.62	474.15	
其他流动资产	3447.49	4851.37	4751.83	5039.00	5219.77	
非流动资产	6173.98	8076.35	7998.37	8071.21	8163.41	
长期投资	393.66	409.88	412.17	423.46	438.82	
固定资产	376.56	312.21	377.34	383.42	401.80	
无形资产	274.60	271.24	281.27	292.50	305.03	
其他非流动资产	5129.16	7083.03	6927.59	6971.84	7017.77	
资产总计	12183.14	15028.91	14874.24	15418.75	15991.60	
流动负债	3908.21	4469.05	4196.81	4284.38	4244.00	
短期借款	790.83	825.53	533.27	437.86	241.25	
应付账款	538.47	602.64	636.33	686.47	731.25	
其他流动负债	2578.90	3040.88	3027.20	3160.05	3271.50	
非流动负债	554.65	1752.27	1687.23	1718.22	1744.80	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	554.65	1752.27	1687.23	1718.22	1744.80	
负债合计	4462.85	6221.32	5884.04	6002.61	5988.80	
少数股东权益	0.00	2.33	3.68	5.80	8.86	
股本	415.62	419.79	419.85	419.85	419.85	
资本公积	4525.93	5184.15	5184.09	5184.09	5184.09	
留存收益	2931.38	3129.21	3409.74	3833.57	4417.15	
归属母公司股东权益	7720.28	8805.25	8986.52	9410.35	9993.93	
负债和股东权益	12183.14	15028.91	14874.24	15418.75	15991.60	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	745.56	946.61	418.75	577.65	643.84	
净利润	194.17	198.68	302.87	456.10	632.04	
折旧摊销	214.11	213.68	227.85	361.22	233.16	
财务费用	-194.55	-211.62	-116.87	-114.79	-113.91	
投资损失	-27.19	-72.46	-35.31	-42.68	-50.97	
营运资金变动	111.76	314.86	273.99	-64.44	-61.40	
其他经营现金流	447.26	503.47	-233.78	-17.75	4.91	
投资活动现金流	-423.51	-3106.95	-177.36	-505.25	-320.91	
资本支出	461.65	328.12	13.27	206.53	147.58	
长期投资	238.54	3017.55	-5.04	34.04	24.86	
其他投资现金流	276.68	238.72	-169.12	-264.68	-148.47	
筹资活动现金流	494.62	1431.61	-292.53	-7.78	-125.50	
短期借款	763.52	34.70	-292.26	-95.41	-196.61	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	-0.09	4.16	0.06	0.00	0.00	
资本公积增加	303.28	658.22	-0.06	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-572.09	734.52	-0.27	87.63	71.11	
现金净增加额	815.82	-727.74	-51.14	64.63	197.43	

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
营业收入	7412.88	7662.17	8217.75	9067.28	9810.65	
营业成本	2681.89	2671.53	2887.17	3186.97	3457.43	
营业税金及附加	71.19	72.89	76.43	83.42	89.28	
营业费用	2410.99	2701.93	2843.34	3047.51	3197.29	
管理费用	389.88	371.58	385.41	421.63	446.38	
研发费用	2247.78	2266.20	2299.08	2364.36	2403.42	
财务费用	-194.55	-211.62	-116.87	-114.79	-113.91	
资产减值损失	-6.48	-8.56	-6.71	-5.68	-4.65	
公允价值变动收益	16.00	1.44	1.56	1.67	1.87	
投资净收益	27.19	72.46	35.31	42.68	50.97	
营业利润	203.97	208.96	312.28	471.32	653.18	
营业外收入	22.17	6.45	7.01	7.45	7.86	
营业外支出	7.45	11.70	6.31	7.69	8.64	
利润总额	218.68	203.71	312.98	471.08	652.40	
所得税	24.51	5.04	10.11	14.98	20.35	
净利润	194.17	198.68	302.87	456.10	632.04	
少数股东损益	0.00	0.85	1.35	2.12	3.07	
归属母公司净利润	194.17	197.83	301.52	453.98	628.98	
EBITDA	223.53	211.02	423.26	717.75	772.43	
EPS (元)	0.47	0.47	0.72	1.08	1.50	

主要财务比率						
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
成长能力						
营业收入(%)	8.93	3.36	7.25	10.34	8.20	
营业利润(%)	-18.14	2.45	49.45	50.93	38.58	
归属母公司净利润(%)	-28.84	1.89	52.42	50.56	38.55	
获利能力						
毛利率(%)	63.82	65.13	64.87	64.85	64.76	
净利率(%)	2.62	2.58	3.67	5.01	6.41	
ROE(%)	2.52	2.25	3.36	4.82	6.29	
偿债能力						
资产负债率(%)	36.63	41.40	39.56	38.93	37.45	
净负债比率(%)	18.89	14.11	10.01	8.27	5.05	
流动比率	1.54	1.56	1.64	1.71	1.84	
速动比率	1.47	1.47	1.54	1.61	1.73	
营运能力						
总资产周转率	0.64	0.56	0.55	0.60	0.62	
应收账款周转率	9.87	8.16	8.20	8.55	8.62	
应付账款周转率	5.69	4.68	4.66	4.82	4.88	
每股指标 (元)						
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.47	0.72	1.08	1.50	
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	2.25	1.00	1.38	1.53	
每股净资产(最新摊薄)	18.39	20.97	21.40	22.41	23.80	
估值比率						
P/E	124.59	122.28	80.23	53.29	38.46	
P/B	3.13	2.75	2.69	2.57	2.42	
EV/EBITDA	75.24	79.70	39.74	23.43	21.77	

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188