

迪普科技 (300768.SZ)

安全产品增速回暖，运营商保持较高增长

买入

核心观点

23年收入逐步恢复，一季度保持稳定增长。公司发布2023年报和2024年一季度报，公司在2023年实现营收10.33亿元(+15.77%)，归母净利润1.27亿元(-15.44%)，扣非归母净利润1.19亿元(-12.32%)。24Q1公司收入2.55亿元(+10.16%)，归母净利润0.37亿元(+12.37%)，扣非归母净利润0.33亿元(+5.07%)。一季度公司业绩持续复苏。

安全产品恢复显著，运营商市场保持高增长。分业务看，安全产品收入6.91亿元(+25.82%)，应用交付及网络产品收入2.67亿元(-4.20%)，安全服务收入0.70亿元(+10.07%)。分行业看，运营商收入2.73亿元(+29.84%)，政府收入3.58亿元(+4.52%)，公共事业收入2.06亿元(+17.98%)。运营商领域，公司是唯一全系安全产品入围中国移动集采的厂家，防火墙入围600G高端在内全部标包等。

毛利率有所恢复，逆势扩张带动费用增长。公司毛利率为68.83%，同比提升1.04个百分点，24Q1再次有所提升。在宏观环境和IT产业承压背景下，公司坚持逆势扩张，人员增长了199人(+13.35%)，尤其销售人员增长约29%，因此公司费用增长较快。23年公司销售费用为4.03亿元(+32.93%)，研发费用为2.51亿元(+4.40%)，管理费用为0.36亿元(+8.37%)。公司有序扩张战略取得了显著经营效果，在各个核心行业均取得了稳定的增长。

员工持股计划彰显信心。公司在24年3月发布员工持股计划草案，参与对象总人数不超过147人，划受让的股份总数不超过378.5万股，约占当前总股本的0.59%，受让价格7.23元/股。基于公司中长期战略目标的考虑，本次计划设置了个人绩效考核指标，未设置短期的公司层面业绩考核目标。

应用交付国产化采购有望复苏。公司在应用交付领域具备较强的竞争优势，率先突破关键技术，高端产品最高整机可达400G吞吐性能，是中国工商银行负载均衡集采国产厂商。在电力行业，公司产品份额超50%，是国家电网总部唯一国产应用交付厂商。随着信创产业十四五后期逐步提速，公司应用交付在高端市场将加快对F5等厂商的替代。

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1.80/2.44/3.24亿元（原预测24-25年为3.92/4.79亿元），对应当前PE为40/29/22倍。考虑到公司逆势扩张，同时保持了较高的增长质量，24年有望进一步反转，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)	893	1,034	1,246	1,537	1,871
(+/-%)	-13.3%	15.8%	20.5%	23.3%	21.7%
净利润(百万元)	150	127	180	244	324
(+/-%)	-51.6%	-15.4%	42.3%	35.4%	32.8%
每股收益(元)	0.23	0.20	0.28	0.38	0.50
EBIT Margin	1.8%	1.0%	5.6%	8.6%	11.2%
净资产收益率(ROE)	4.7%	3.9%	5.4%	7.0%	8.8%
市盈率(PE)	47.8	56.5	39.7	29.3	22.1
EV/EBITDA	204.4	194.3	75.1	47.1	32.8
市净率(PB)	2.24	2.20	2.13	2.04	1.93

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	11.11元
总市值/流通市值	7153/4674百万元
52周最高价/最低价	21.30/8.74元
近3个月日均成交额	71.63百万元

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

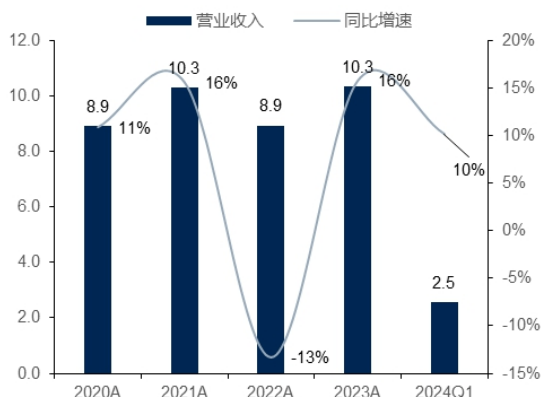
《迪普科技(300768.SZ)-逆势加大投入，网络可视化和应用交付有望加速发展》——2023-05-03

《迪普科技(300768.SZ)——2022 三季度点评-三季度业绩承压，应用交付将加速信创替代》——2022-11-06

《迪普科技(300768.SZ)-供应链扰动增长节奏，运营商和金融信创市场可期》——2022-05-03

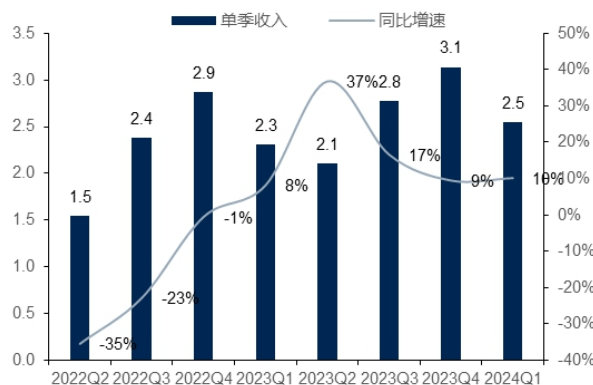
公司发布 2023 年报，全年实现营收 10.33 亿元（+15.77%），归母净利润 1.27 亿元（-15.44%），扣非归母净利润 1.19 亿元（-12.32%）。单 Q4 来看，公司收入 3.14 亿元（+9.46%），归母净利润 0.60 亿元（-27.01%），扣非归母净利润 0.58 亿元（-26.68%）。24Q1 公司收入 2.55 亿元（+10.16%），归母净利润 0.37 亿元（+12.37%），扣非归母净利润 0.33 亿元（+5.07%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



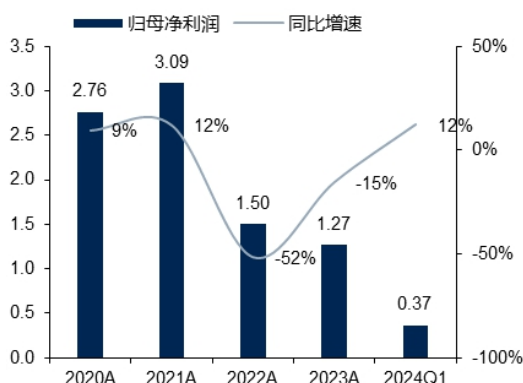
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



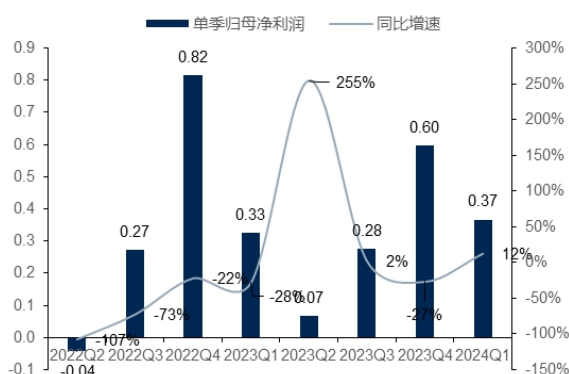
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

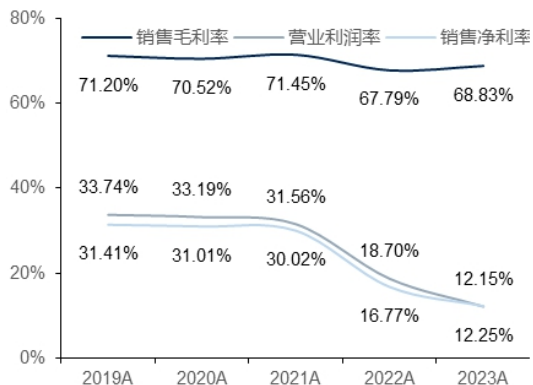
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

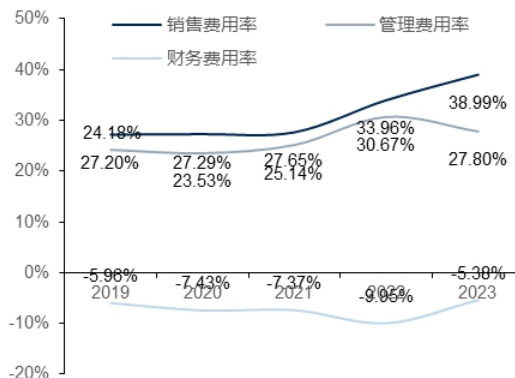
毛利率有所回升，逆势扩张导致费用增长。公司毛利率为 68.83%，同比提升 1.04 个百分点，24Q1 再次有所提升。公司 23 年人员为 1690 人，相比 22 年增加了 199 人，技术人员增加了 84 人。费用率方面，管理和研发费用率均出现下降，销售费用增长了 32.93%，随着有序扩张战略的落地，公司组织能力、产品及解决方案的核心竞争力等不断增强，为公司业务快速发展奠定了坚实基础，经营效果逐渐显现。

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

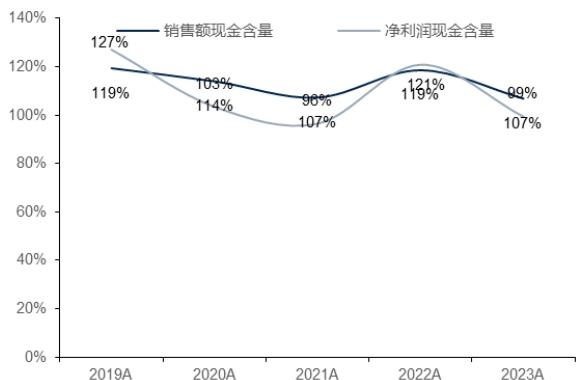
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

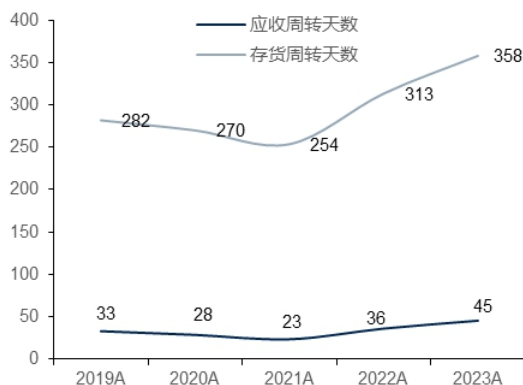
现金流减少, 合同负债小幅增长, 资产负债表资金存量丰富。公司 23 年净现金流为 1.26 亿元 (-30.44%)。公司合同负债 1.48 亿元 (+0.68%)。公司存货和应收账款有所增加。

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

盈利预测: 由于经济复苏节奏影响, 各 IT 产业在 2023 年整体需求承压, 因此我们下修了原盈利预测。公司核心为三块业务: 网络安全、应用交付及网络产品、服务类业务。

1) 网络安全: 2023 年公司开启逆势扩张战略, 相应收入也得到反弹。24 年公司仍保持积极的人员投入, 同时下游金融、电力、运营商等行业去年受到各种管理影响因素告一段落, 收入有望逐步复苏。预期 24-26 年收入增速约 20%、23%、22%, 毛利率保持稳定。

2) 应用交付及网络: 2023 年应用交付产品在各大核心客户持续测试, 并取得了良好反馈, 但是采购进度不及预期。十四五进入后半程, 信创等采购有望加速。预期 24-26 年收入增速约 20%、22%、19%, 毛利率保持稳定。

3) 服务类业务: 公司近年来加大安全服务等投入, 相关团队日益成熟, 近年来仍

保持稳定增长，基于较小的基数，以及公司人员扩张的背景。预期 24-26 年收入增速约 30%、30%、25%，毛利率保持稳定。

表1: 公司业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
网络安全	5.49	6.91	8.29	10.22	12.52
yoy	-19.15%	25.87%	19.97%	23.29%	22.49%
毛利率	70.57%	72.62%	72.62%	72.62%	72.62%
应用交付及网络	2.79	2.67	3.19	3.88	4.60
yoy	-7.62%	-4.30%	19.61%	21.56%	18.51%
毛利率	62.60%	59.42%	59.42%	59.42%	59.42%
服务类业务	0.63	0.70	0.91	1.19	1.48
yoy	28.57%	11.11%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	66.05%	66.11%	66.11%	66.11%	66.11%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 12.46/15.37/18.71 亿元，同比增长 20.5%、23.3%、21.7%。归母净利润 1.80/2.44/3.24 亿元，每股收益分别为 0.28/0.38/0.50 元。

表2: 公司未来 3 年盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1034	1246	1537	1871
营业成本	322	390	480	583
销售费用	403	436	500	580
管理费用	36	44	54	66
研发费用	251	293	354	412
财务费用	(56)	(57)	(58)	(61)
营业利润	126	195	264	351
利润总额	126	196	265	352
归属于母公司净利润	127	180	244	324
EPS	0.20	0.28	0.38	0.50
ROE	3.9%	5.4%	7.0%	8.8%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

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 1.80/2.44/3.24 亿元（原预测 24-25 年为 3.92/4.79 亿元），对应当前 PE 为 40/29/22 倍。考虑到公司逆势扩张，同时保持了较高的增长质量，24 年有望进一步反转，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	2866	2868	3004	3124	3294	营业收入	893	1034	1246	1537	1871
应收款项	134	176	212	261	318	营业成本	288	322	390	480	583
存货净额	285	345	416	518	635	营业税金及附加	12	11	13	16	20
其他流动资产	17	72	87	108	131	销售费用	303	403	436	500	580
流动资产合计	3301	3461	3719	4011	4378	管理费用	33	36	44	54	66
固定资产	299	331	341	348	352	研发费用	241	251	293	354	412
无形资产及其他	15	15	16	16	17	财务费用	(89)	(56)	(57)	(58)	(61)
投资性房地产	52	54	54	54	54	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	7	5	(5)	(5)	(5)
资产总计	3667	3861	4129	4429	4800	其他收入	(186)	(197)	(220)	(276)	(327)
短期借款及交易性金融负债	10	15	67	67	67	营业利润	167	126	195	264	351
应付款项	166	196	236	294	360	营业外净收支	(0)	0	1	1	1
其他流动负债	273	357	408	487	580	利润总额	167	126	196	265	352
流动负债合计	449	567	710	847	1007	所得税费用	17	(1)	16	21	28
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	40	58	75	93	归属于母公司净利润	150	127	180	244	324
长期负债合计	23	40	58	75	93	现金流量表 (百万元)					
负债合计	472	608	768	923	1100	净利润	150	127	180	244	324
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	(1)	0	0	0
股东权益	3195	3253	3361	3507	3700	折旧摊销	21	30	35	39	42
负债和股东权益总计	3667	3861	4129	4429	4800	公允价值变动损失	(7)	(5)	5	5	5
关键财务与估值指标						财务费用	(89)	(56)	(57)	(58)	(61)
每股收益	0.23	0.20	0.28	0.38	0.50	营运资本变动	(31)	(30)	(14)	(18)	(19)
每股红利	0.10	0.08	0.11	0.15	0.20	其它	(2)	1	(0)	(0)	(0)
每股净资产	4.96	5.05	5.22	5.45	5.75	经营活动现金流	133	121	207	270	351
ROIC	2.95%	2.10%	3%	5%	7%	资本开支	0	(64)	(51)	(51)	(51)
ROE	4.69%	3.89%	5%	7%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	68%	69%	69%	69%	69%	投资活动现金流	0	(64)	(51)	(51)	(51)
EBIT Margin	2%	1%	6%	9%	11%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	8%	11%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-13%	16%	21%	23%	22%	支付股利、利息	(61)	(51)	(73)	(98)	(130)
净利润增长率	-52%	-15%	42%	35%	33%	其它融资现金流	(164)	47	52	0	0
资产负债率	13%	16%	19%	21%	23%	融资活动现金流	(287)	(55)	(20)	(98)	(130)
股息率	0.9%	0.7%	1.0%	1.4%	1.8%	现金净变动	(154)	2	136	121	170
P/E	47.8	56.5	39.7	29.3	22.1	货币资金的期初余额	3020	2866	2868	3004	3124
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	货币资金的期末余额	2866	2868	3004	3124	3294
EV/EBITDA	204.4	194.3	75.1	47.1	32.8	企业自由现金流	0	(54)	35	92	165
						权益自由现金流	0	(8)	140	146	221

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