


2024 年 05 月 05 日
深信服 (300454.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

云基础设施服务

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

79.24 元

股价 (2024-04-30)

54.74 元

交易数据

总市值(百万元) 22,982.50

流通市值(百万元) 15,122.46

总股本(百万股) 419.85

流通股本(百万股) 276.26

12 个月价格区间 51.9/130.32 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -13.6 | -17.0 | -43.5 |
| 绝对收益 | -11.7 | -5.9 | -54.1 |

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬 分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

相关报告

| | |
|--------------------------|------------|
| 发布安全 GPT, 推进 AI First 战略 | 2023-05-22 |
| 业绩预告实现稳健增长, 2023 年复苏可期 | 2023-01-18 |
| 22Q2 增速回暖, 云化和服务化战略持续推进 | 2022-08-28 |

24Q1 业绩承压, 需求复苏仍需等待

事件概述

公司近期发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 2023 年实现营业收入 10.35 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%。2024 年一季度, 公司实现营业收入 10.35 亿元, 同比下降 14.66%, 实现归母净利润-4.89 亿元, 同比下降 18.64%。公司 2024Q1 业绩相对承压, 我们认为下游需求拐点仍需等待。

收入静待需求复苏, 经营现金流保持良好

收入端来看, 根据年报披露, 2023 年国内宏观经济环境复苏力度较弱, 下游客户的投入仍然谨慎、采购流程变长、需求恢复较为缓慢, 加之市场竞争激烈、公司对外部环境变化的响应不够及时等多重因素影响, 公司实现营业收入微增。

分产品线来看, 公司网络安全业务收入 38.92 亿元, 同比下降 0.14%; 云计算及 IT 基础设施业务收入 30.90 亿元, 同比增长 8.07%; 基础网络及物联网业务收入 6.80 亿元, 同比增长 3.70%。业务亮点来看, 根据年报披露, 国内市场包括能源、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%; 同时, 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%。

毛利率和费用端来看, 根据年报披露, 2023 年公司综合毛利率为 65.13%, 同比 2022 年提升 1.3pct。2023 年公司三费(研发、销售、管理费用)增速为 5.77%, 持续控制在合理范围内。其中, 由于业务活动增加, 市场和营销经费支出较多, 销售费用的增速较高, 为 12.07%。公司总体仍然维持了降本增效的总体战略。

现金流来看, 公司 2023 年经营性现金净流入为 93.06 亿元, 同比上升 7.34%; 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%。公司在外部环境承压的背景下, 依然实现了良好的现金流表现, 体现出公司稳健经营的发展理念。

全产品线融入 AI 能力, 升级产品能力

网络安全产品方面, 根据年报披露, 公司 2023 年于国内率先推出深信服自研大模型——安全 GPT (Security GPT), 安全 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 GPT3.0 升级版本, 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 产品方面, 根据年报披露, 公司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；存储产品方面，公司存储 EDS 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。存储 EDS 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。

投资建议：

深信服作为国内企业级 ICT 解决方案的提供商，兼具网安和云计算两大业务板块，有望实现安全和云的深度融合，在云化和服务化的战略下取得新的业务增长。我们预计公司 2024/25/26 年实现营业收入 83.20/91.32/101.16 亿元，实现归母净利润 2.77/4.06/5.31 亿元，维持买入-A 的投资评级，给予 6 个月目标价 79.24 元，相当于 2024 年的 4 倍动态市销率。

风险提示：下游客户需求不及预期；技术研发不及预期。

| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入 | 7,412.9 | 7,662.2 | 8,319.5 | 9,132.0 | 10,116.3 |
| 净利润 | 194.2 | 197.8 | 277.3 | 406.4 | 530.6 |
| 每股收益(元) | 0.47 | 0.47 | 0.66 | 0.97 | 1.26 |
| 每股净资产(元) | 18.58 | 20.98 | 21.39 | 22.00 | 22.74 |

| 盈利和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 240.91 | 153.40 | 82.86 | 56.55 | 43.31 |
| 市净率(倍) | 6.06 | 3.45 | 2.56 | 2.49 | 2.41 |
| 净利润率 | 2.6% | 2.6% | 3.3% | 4.4% | 5.2% |
| 净资产收益率 | 2.6% | 2.4% | 3.1% | 4.5% | 5.7% |
| 股息收益率 | 0.1% | 0.0% | 0.5% | 0.7% | 1.0% |
| ROIC | 0.0% | -0.2% | 4.5% | 5.9% | 7.5% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------|---------|---------|----------|-------|-------|
| (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 7,412.9 | 7,662.2 | 8,319.5 | 9,132.0 | 10,116.3 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2,681.9 | 2,671.5 | 2,922.2 | 3,215.9 | 3,556.8 | 营业收入增长率 | 8.9% | 3.4% | 8.6% | 9.8% | 10.8% |
| 营业税费 | 71.2 | 72.9 | 79.1 | 86.9 | 96.2 | 营业利润增长率 | -18.1% | 2.4% | 36.7% | 46.5% | 30.6% |
| 销售费用 | 2,411.0 | 2,701.9 | 2,767.3 | 2,946.3 | 3,162.7 | 净利润增长率 | -28.8% | 1.9% | 40.2% | 46.5% | 30.6% |
| 管理费用 | 2,637.7 | 2,637.8 | 2,780.9 | 3,006.8 | 3,280.3 | EBITDA增长率 | 4.6% | -18.2% | 134.2% | 26.2% | 20.6% |
| 财务费用 | -194.5 | -211.6 | -87.1 | -100.6 | -110.6 | EBIT增长率 | -54.4% | -171.3% | -2321.6% | 30.0% | 22.8% |
| 资产减值损失 | -39.3 | 28.2 | 23.5 | 23.4 | 18.9 | NOPLAT增长率 | -103.2% | -590.9% | 2793.4% | 30.0% | 22.8% |
| 加:公允价值变动收益 | 16.0 | 1.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资资本增长率 | 19.2% | 24.4% | -1.4% | -4.0% | -0.3% |
| 投资和汇兑收益 | 27.2 | 72.5 | 87.0 | 104.3 | 114.8 | 净资产增长率 | 5.7% | 14.1% | 1.9% | 2.9% | 3.4% |
| 营业利润 | 204.0 | 209.0 | 285.6 | 418.4 | 546.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 14.7 | -5.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 毛利率 | 63.8% | 65.1% | 64.9% | 64.8% | 64.8% |
| 利润总额 | 218.7 | 203.7 | 285.6 | 418.4 | 546.4 | 营业利润率 | 2.8% | 2.7% | 3.4% | 4.6% | 5.4% |
| 减:所得税 | 24.5 | 5.0 | 7.1 | 10.3 | 13.5 | 净利润率 | 2.6% | 2.6% | 3.3% | 4.4% | 5.2% |
| 净利润 | 194.2 | 197.8 | 277.3 | 406.4 | 530.6 | EBITDA/营业收入 | 3.2% | 2.6% | 5.5% | 6.3% | 6.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 0.3% | -0.2% | 4.8% | 5.7% | 6.3% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 18 | 16 | 13 | 10 | 8 |
| (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 流动营业资本周转天数 | 153 | 200 | 193 | 198 | 192 |
| 货币资金 | 1,405.7 | 737.2 | 384.5 | -14.0 | 14.9 | 流动资产周转天数 | 296 | 331 | 299 | 277 | 265 |
| 交易性金融资产 | 1,495.8 | 2,013.3 | 2,013.3 | 2,013.3 | 2,013.3 | 应收账款周转天数 | 34 | 41 | 40 | 39 | 38 |
| 应收账款 | 821.3 | 903.4 | 923.6 | 1,031.8 | 1,078.9 | 存货周转天数 | 42 | 45 | 44 | 43 | 42 |
| 应收票据 | 50.3 | 69.3 | 75.3 | 82.6 | 91.5 | 总资产周转天数 | 570 | 648 | 659 | 606 | 562 |
| 预付账款 | 23.0 | 29.5 | 32.0 | 35.2 | 38.9 | 投资资本周转天数 | 348 | 419 | 380 | 332 | 299 |
| 存货 | 382.8 | 319.1 | 435.8 | 379.7 | 0.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 其他流动资产 | 1,830.2 | 2,880.8 | 2,942.1 | 3,413.6 | 4,099.0 | ROE | 2.6% | 2.4% | 3.1% | 4.5% | 5.7% |
| 可供出售金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROA | 1.6% | 1.3% | 1.8% | 2.7% | 3.3% |
| 持有至到期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROIC | 0.0% | -0.2% | 4.5% | 5.9% | 7.5% |
| 长期股权投资 | 393.7 | 409.9 | 409.9 | 409.9 | 409.9 | 费用率 | | | | | |
| 投资性房地产 | | | | | | 销售费用率 | 32.5% | 35.3% | 33.3% | 32.3% | 31.3% |
| 固定资产 | 376.6 | 312.2 | 271.2 | 232.0 | 194.6 | 管理费用率 | 35.6% | 34.4% | 33.4% | 32.9% | 32.4% |
| 在建工程 | 324.7 | 491.9 | 658.0 | 823.4 | 988.6 | 财务费用率 | -2.6% | -2.8% | -1.0% | -1.1% | -1.1% |
| 无形资产 | 274.6 | 271.2 | 272.8 | 274.4 | 276.1 | 三费/营业收入 | 65.5% | 66.9% | 65.6% | 64.1% | 62.6% |
| 其他非流动资产 | 4,804.4 | 6,591.1 | 6,604.4 | 6,620.9 | 6,640.9 | 偿债能力 | | | | | |
| 资产总额 | 12,183.1 | 15,028.9 | 15,022.8 | 15,302.8 | 15,846.7 | 资产负债率 | 36.6% | 41.4% | 40.2% | 39.7% | 39.8% |
| 短期债务 | 843.2 | 878.1 | 586.5 | 0.0 | 0.0 | 负债权益比 | 57.8% | 70.6% | 67.3% | 65.7% | 66.0% |
| 应付账款 | 1,919.7 | 2,321.9 | 2,317.8 | 2,788.1 | 2,859.1 | 流动比率 | 1.54 | 1.56 | 1.59 | 1.61 | 1.61 |
| 应付票据 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 速动比率 | 1.47 | 1.47 | 1.51 | 1.51 | 1.53 |
| 其他流动负债 | 1,145.3 | 1,269.1 | 1,388.2 | 1,527.7 | 1,689.7 | 利息保障倍数 | 1.44 | -0.48 | 3.29 | 5.07 | 7.11 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 分红指标 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 554.6 | 1,752.3 | 1,752.3 | 1,752.3 | 1,752.3 | DPS(元) | 0.07 | 0.00 | 0.26 | 0.36 | 0.53 |
| 负债总额 | 4,462.9 | 6,221.3 | 6,044.7 | 6,068.1 | 6,301.1 | 分红比率 | 10.6% | 0.0% | 54.6% | 54.6% | 54.6% |
| 少数股东权益 | 0.0 | 2.3 | 3.5 | 5.3 | 7.5 | 股息收益率 | 0.1% | 0.0% | 0.5% | 0.7% | 1.0% |
| 股本 | 415.6 | 419.8 | 419.8 | 419.8 | 419.8 | | | | | | |
| 留存收益 | 7,304.7 | 8,385.5 | 8,554.8 | 8,809.7 | 9,118.3 | | | | | | |
| 股东权益 | 7,720.3 | 8,807.6 | 8,978.1 | 9,234.7 | 9,545.7 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|--------|----------|--------|--------|--------|-----------|-----------|---------|--------|--------|-------|
| (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润 | 194.2 | 198.7 | 278.5 | 408.1 | 532.9 | EPS(元) | 0.47 | 0.47 | 0.66 | 0.97 | 1.26 |
| 加:折旧和摊销 | 125.0 | 85.4 | 60.0 | 60.9 | 61.9 | BVPS(元) | 18.58 | 20.98 | 21.39 | 22.00 | 22.74 |
| 资产减值准备 | -39.3 | 28.2 | 23.5 | 23.4 | 18.9 | PE(X) | 240.91 | 153.40 | 82.86 | 56.55 | 43.31 |
| 公允价值变动损失 | -16.0 | -1.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | PB(X) | 6.06 | 3.45 | 2.56 | 2.49 | 2.41 |
| 财务费用 | -194.5 | -211.6 | -87.1 | -100.6 | -110.6 | P/FCF | 25.12 | 28.21 | -99.33 | -99.69 | 84.87 |
| 投资损失 | -27.2 | -72.5 | -87.0 | -104.3 | -114.8 | P/S | 6.31 | 3.96 | 2.76 | 2.52 | 2.27 |
| 少数股东损益 | 0.0 | 0.8 | 1.2 | 1.7 | 2.3 | EV/EBITDA | 199.02 | 165.22 | 53.84 | 41.60 | 34.03 |
| 营运资金的变动 | 703.4 | 918.9 | -129.8 | 34.2 | -173.7 | CAGR(%) | -51.0% | -14.9% | 19.5% | 43.3% | 38.3% |
| 经营活动产生现金流量 | 745.6 | 946.6 | 59.4 | 323.3 | 216.8 | PEG | -8.35 | 81.36 | 2.06 | 1.22 | 1.42 |
| 投资活动产生现金流量 | -423.5 | -3,107.0 | -99.7 | -84.4 | -76.6 | ROIC/WACC | 0.00 | -0.02 | 0.58 | 0.77 | 0.96 |
| 融资活动产生现金流量 | 494.6 | 1,431.6 | -312.4 | -637.3 | -111.3 | REP | -1,622.30 | -156.43 | 4.95 | 3.77 | 2.97 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034