

深信服 (300454. SZ)

一季度承压，期待调整带来积极变化

买入

核心观点

一季度整体承压，收入同比下降。公司发布 24Q1 财报，收入 10.35 亿元 (-14.66%)，归母净利润-4.89 亿元 (-18.64%)，扣非归母净利润-5.1 亿元 (-19.65%)。主要是 24Q1 公司订单情况依然低迷，去年同期需求有短暂反弹，而当下经济依然复苏缓慢。公司在今年第一季度对市场销售策略、人员及组织架构进行了一定程度的调整，二季度有望逐步回暖。

公司积极备货影响现金流，费用控制持续。公司毛利率 58.18%，同比下降 3.93 个百分点，主要是原材料价格上涨，为此公司也做了策略性备货。经营活动现金净流量-11.54 亿元，下降较大，主要是购买原材料支付的货款，以及支付年终奖较去年增加。其中购买商品、接受劳务支付现金比 23Q1 增长了约 3.7 亿，主要是购买原材料备货，公司存货同比 23Q1 也增加了 2.5 亿。费用方面，公司销售、管理、研发费用同比变化为-4.84%、-2.74%、-8.17%，整体费用仍在收缩。

技术持续耕耘终有回报，公司超融合市场份额提升至第一。根据 IDC 数据，2023 年第 4 季度，公司超融合以 22.1% 的市场占有率为全国第一；2023 年全年，公司超融合以 17.5% 的市占率，在中国超融合市场位居第一。公司从 2011 年就开始全自研虚拟化技术，迅速做到市场第三的份额，更是在今年突破至第一。在国产化背景下，公司当前不仅功能对标 VMware，实现平滑迁移替换，在热升级、DRS 智能调度等技术还能实现更优的性能。而公司云桌面业务也是市场第一，随着 Citrix 宣布退出中国市场，公司有望收获更多市场份额。同时，IDC 数据显示，公司应用交付 AD 以 23% 的市场占有率再次荣登 2023 年 Q4 榜首；在 2022、2023 年度连续两年保持全国市场占有率第一，多项技术也超越了 F5。公司从安全行业跨界云计算领域，技术深耕终逐步超越国外厂商，形成替代。

AI 安全仍是 IT 场景的最佳实践，公司安全 GPT 实现“人机共智”。公司 2018 年即在国内率先落地安全托管服务 MSS，探索 AI 赋能下的 SecOps。结合当下真实场景的用户互动与安全运营，形成了“大模型+数据+安全和算法专家”的强大“数据飞轮”。目前在 5000+ 用户及四大行业化安全运营中心的落地实践中，获得了各行业用户的高度认可，有望成为 IT 安全运营等团队必备。

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：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计 2024-2026 年营业收入为 84.09/95.44/111.39 亿元，增速分别为 10%/14%/17%，归母净利润为 4.21/6.94/9.25 亿元，对应当前 PE 为 54/33/25 倍，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
(+/-%)	8.3%	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)	117.6	115.4	54.2	32.9	24.7
EV/EBITDA	-134.9	-121.1	-722.1	250.9	89.0
市净率(PB)	2.96	2.59	2.49	2.33	2.15

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

xiongли1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏垚

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

54.74 元

总市值/流通市值

22982/15122 百万元

52 周最高价/最低价

133.38/48.61 元

近 3 个月日均成交额

483.42 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) ——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》 ——2024-04-14

《深信服 (300454. SZ) -单三季度收入下滑 3%，看好安全 GPT 战略》 ——2023-10-27

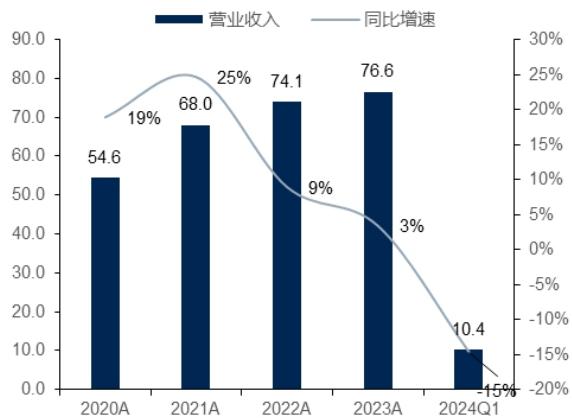
《深信服 (300454. SZ) -上半年收入增长 4%，供应链优化毛利率提升》 ——2023-09-01

《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

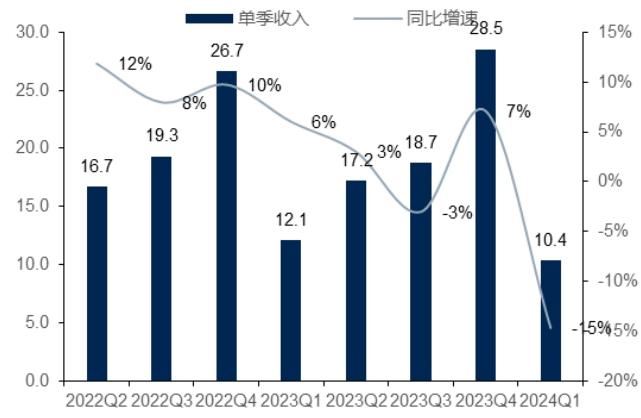
公司发布 24Q1 财报，收入 10.35 亿元（-14.66%），归母净利润-4.89 亿元（-18.64%），扣非归母净利润-5.1 亿元（-19.65%）。主要是 24Q1 公司订单情况依然低迷，去年同期需求有短暂反弹，而当下经济依然复苏缓慢。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



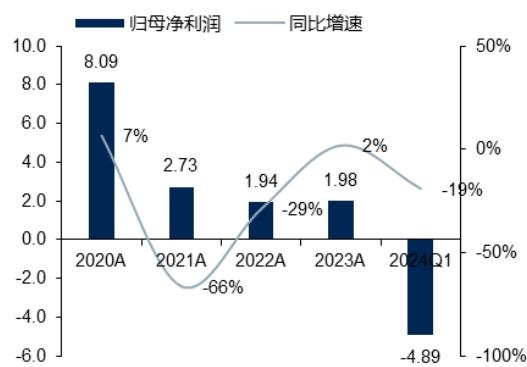
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



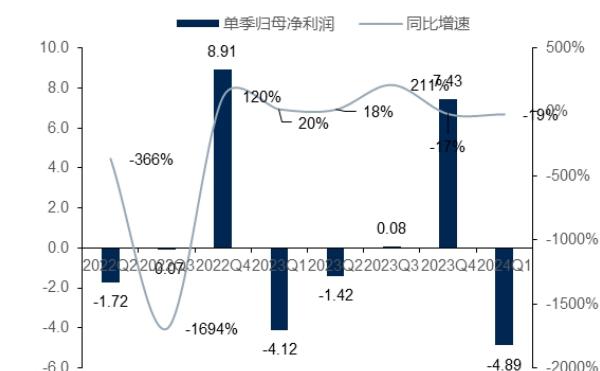
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计 2024-2026 年营业收入为 84.09/95.44/111.39 亿元，增速分别为 10%/14%/17%，归母净利润为 4.21/6.94/9.25 亿元，对应当前 PE 为 54/33/25 倍，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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
						财务费用	(195)	(212)	(121)	(228)	(228)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(175)	(1667)	244	287	377
每股收益	0.47	0.47	1.01	1.66	2.22	其它	9	(1)	(10)	2	3
每股红利	0.09	0.05	0.10	0.17	0.22	经营活动现金流	183	(1297)	757	1094	1426
每股净资产	18.51	21.12	22.02	23.52	25.51	资本开支	0	(293)	(101)	(101)	(101)
ROIC	-3.67%	-3.64%	0%	3%	5%	其它投资现金流	71	(1123)	0	0	0
ROE	2.52%	2.25%	5%	7%	9%	投资活动现金流	42	(1433)	(117)	(117)	(117)
毛利率	64%	65%	65%	64%	64%	权益性融资	(1)	285	0	0	0
EBIT Margin	-5%	-6%	-1%	1%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-3%	-1%	1%	3%	支付股利、利息	(38)	(20)	(43)	(70)	(94)
收入增长	9%	3%	10%	13%	17%	其它融资现金流	678	1816	3666	(907)	(1215)
净利润增长率	-29%	2%	113%	65%	33%	融资活动现金流	601	2061	3623	(977)	(1308)
资产负债率	37%	41%	53%	51%	47%	现金净变动	827	(669)	4263	0	0
股息率	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	579	1406	737	5000	5000
P/E	117.6	115.4	54.2	32.9	24.7	货币资金的期末余额	1406	737	5000	5000	5000
P/B	3.0	2.6	2.5	2.3	2.1	企业自由现金流	0	(2190)	100	315	632
EV/EBITDA	(134.9)	(121.1)	(722.1)	250.9	89.0	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提供。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