

深信服 (300454.SZ)

合同负债稳定增长，持续积累静待回暖

优于大市

核心观点

二季度收入降幅大幅收窄。公司发布24年中报，公司上半年收入27.07亿元（-7.72%），归母净利润-5.92亿元（-6.94%），扣非归母净利润-6.54亿元（-11.30%）。单Q2来看，公司收入16.72亿元（-2.84%），归母净利润-1.03亿元（+27.10%），扣非归母净利润-1.44亿元（+10.73%）。上半年整体需求恢复仍较为缓慢。

上半年各业务均有下滑，企业市场呈现需求韧性。分业务来看，公司网络安全业务收入约13.98亿元（-7.34%），主要是由于防火墙、行为管理等成熟产品收入下滑。云计算及IT基础设施收入11.06亿元（-4.43%），其中SDDC产品线等保持增长，桌面云收入下降较多。基础网络及物联网业务收入约2.03亿元（-24.13%）。行业来看，企业市场增长2.51%，政府及事业单位、金融及运营商客户的收入表现不佳，同比下滑15.88%、18.23%。

持续加强费用管控，合同负债呈现较高增长。公司毛利率为61.34%，同比下降3.14个百分点，主要由于云计算毛利率下降，且占比有所提升。公司持续降本增效，销售、管理、研发费用同比变化-10.26%、+1.93%、-5.29%。经营活动产生的现金流量下降较大，主要是Q1公司应对部分上游原材料涨价，进行了策略性备货，购买商品、接受劳务支付的现金增加。上半年合同负债达到13.88亿元，同比增长19.45%。

IT产业依然承压，持续积累静待回暖。基础IT受到宏观景气恢复节奏影响较大，企业市场正增长，合同负债增长一定程度显示了积极信号。公司上半年持续发布新产品和升级，安全领域：基于全球海量POP节点，实现跨国组网业务访问速度提升10倍以上；安全GPT已累计在130多家企业真实环境测试和应用等。云计算领域：超融合6.10.0版本新增五大功能，深信服AI算力平台AICP，实现一半推理成本五倍推理性能。另一方面，随着VMware消减国内团队，不支持简体中文等，其对国内市场支持力度减弱，公司有望进一步加大对VMware的替换。

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“优于大市”评级。由于宏观经济复苏节奏影响，下修盈利预测。预计2024-2026年归母净利润3.40/5.73/7.64亿元（原预测24-26年为4.21/6.94/9.25亿元）。对应当前PE为56/33/25倍。考虑到公司当前逐步恢复，产品积累日益深厚，需求回暖后仍有较大业绩弹性，维持“优于大市”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	8,031	8,808	10,007
(+/-%)	8.9%	3.4%	4.8%	9.7%	13.6%
净利润(百万元)	194	198	340	573	764
(+/-%)	-28.8%	1.9%	71.9%	68.4%	33.3%
每股收益(元)	0.47	0.47	0.82	1.37	1.83
EBIT Margin	-5.2%	-5.5%	-2.4%	-0.9%	1.1%
净资产收益率(ROE)	2.5%	2.2%	3.7%	6.0%	7.4%
市盈率(PE)	98.1	96.3	56.0	33.2	24.9
EV/EBITDA	-116.2	-105.3	-225.5	5047.2	145.7
市净率(PB)	2.47	2.16	2.09	1.98	1.85

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	45.67元
总市值/流通市值	19174/12617百万元
52周最高价/最低价	112.28/44.04元
近3个月日均成交额	129.81百万元

市场走势



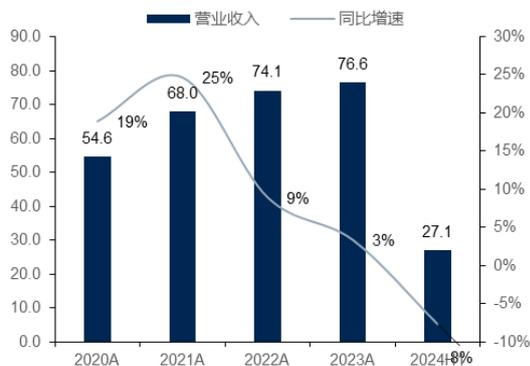
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《深信服(300454.SZ)——一季度承压，期待调整带来积极变化》——2024-05-05
- 《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

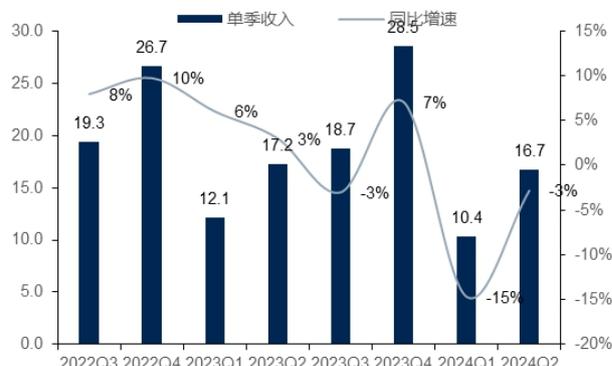
二季度收入降幅收窄。公司发布 24 年中报,公司上半年收入 27.07 亿元(-7.72%), 归母净利润-5.92 亿元(-6.94%), 扣非归母净利润-6.54 亿元(-11.30%)。单 Q2 来看, 公司收入 16.72 亿元(-2.84%), 归母净利润-1.03 亿元(+27.10%), 扣非归母净利润-1.44 亿元(+10.73%)。上半年整体需求恢复仍较为缓慢。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



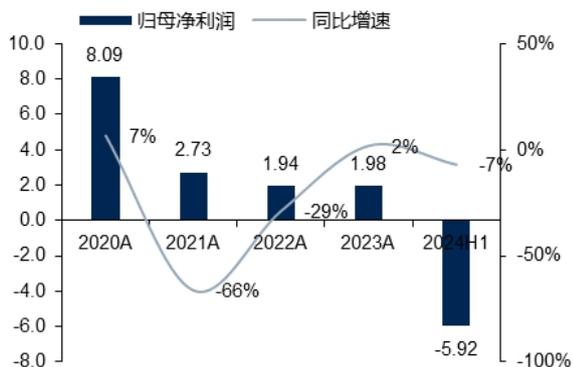
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 由于宏观经济复苏节奏影响, 下修盈利预测。预计 2024-2026 年归母净利润 3.40/5.73/7.64 亿元 (原预测 24-26 年为 4.21/6.94/9.25 亿元)。对应当前 PE 为 56/33/25 倍。考虑到公司当前逐步恢复, 产品积累日益深厚, 需求回暖后仍有较大业绩弹性, 维持“优于大市”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	8031	8808	10007
应收款项	872	973	1020	1118	1270	营业成本	2682	2672	2873	3178	3640
存货净额	274	383	433	476	545	营业税金及附加	71	73	76	84	95
其他流动资产	270	549	575	631	716	销售费用	2411	2702	2634	2819	3102
流动资产合计	6009	6953	11339	11536	11844	管理费用	390	372	388	425	461
固定资产	701	804	814	812	803	研发费用	2248	2266	2249	2378	2602
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	19431	19633	19938	其他收入	(1899)	(1929)	(1849)	(1958)	(2167)
短期借款及交易性金融负债	843	878	4654	3916	2919	营业利润	204	209	351	592	790
应付款项	741	975	874	962	1102	营业外净收支	15	(5)	1	1	1
其他流动负债	2324	2616	2956	3212	3604	利润总额	219	204	352	593	791
流动负债合计	3908	4469	8484	8090	7625	所得税费用	25	5	11	18	24
长期借款及应付债券	0	1118	1118	1118	1118	少数股东损益	0	1	1	2	3
其他长期负债	555	635	715	795	875	归属于母公司净利润	194	198	340	573	764
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	10316	10002	9617	净利润	194	198	340	573	764
少数股东权益	0	2	4	6	9	资产减值准备	(9)	2	11	1	0
股东权益	7720	8805	9111	9626	10312	折旧摊销	187	182	60	81	90
负债和股东权益总计	12183	15029	19431	19633	19938	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	0.82	1.37	1.83	营运资本变动	(175)	(1667)	208	227	305
每股红利	0.09	0.05	0.08	0.14	0.19	其它	9	(1)	(10)	1	3
每股净资产	18.51	21.12	21.85	23.08	24.73	经营活动现金流	183	(1297)	639	913	1191
ROIC	-3.67%	-3.64%	-1%	2%	3%	资本开支	0	(293)	(101)	(101)	(101)
ROE	2.52%	2.25%	4%	6%	7%	其它投资现金流	71	(1123)	0	0	0
毛利率	64%	65%	64%	64%	64%	投资活动现金流	42	(1433)	(117)	(117)	(117)
EBIT Margin	-5%	-6%	-2%	-1%	1%	权益性融资	(1)	285	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-3%	-2%	0%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	9%	3%	5%	10%	14%	支付股利、利息	(38)	(20)	(34)	(58)	(77)
净利润增长率	-29%	2%	72%	68%	33%	其它融资现金流	678	1816	3776	(738)	(997)
资产负债率	37%	41%	53%	51%	48%	融资活动现金流	601	2061	3741	(796)	(1074)
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	98.1	96.3	56.0	33.2	24.9	货币资金的期初余额	579	1406	737	5000	5000
P/B	2.5	2.2	2.1	2.0	1.8	货币资金的期末余额	1406	737	5000	5000	5000
EV/EBITDA	(116.2)	(105.3)	(225.5)	5047.2	145.7	企业自由现金流	0	(2190)	(18)	134	397
						权益自由现金流	0	(374)	3875	(383)	(378)

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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