



Q2 单季度收入降幅收窄，AI 赋能安全升级

—— 2024 年中报业绩点评

2024 年 8 月 24 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年半年度报告，2024 年上半年实现营业收入 27.07 亿元（-7.72%），归母净利润-5.92 亿元，亏损同比扩大 6.94%；扣非净利润-6.54 亿元，亏损同比扩大 11.30%。2024Q2 实现营业收入 16.72 亿元（-2.84%），归母净利润-1.03 亿元，亏损同比缩窄 27.10%，扣非净利润-1.44 亿元，亏损同比缩窄 10.73%。
- Q2 单季度收入降幅收窄，企业客户韧性增长，政府及事业单位、金融及运营商客户下滑：**公司上半年收入整体来看符合预期，Q2 单季度收入降幅为 2.84，相较于 Q1 降幅 14.66% 有较大幅度收窄。收入结构方面，分业务来看，报告期内，网络安全业务实现营业收入 13.98 亿元（-7.34%），占整体收入比例为 51.65%。受下游景气度影响，公司成熟产品如下一代防火墙 AF、全网行为管理 AC 等收入下滑，而战略新产品如 XDR、安全托管服务（MSS）等收入规模较小，虽然增长但无法拉动整体网安板块增长。云计算及 IT 基础设施业务实现营业收入 11.06 亿元（-4.43%），占整体收入比例为 40.85%。其中，SDDC 产品线（含超融合 HCI 产品）、存储、托管云等产品收入保持增长，桌面云产品收入下降较多。基础网络及物联网业务实现营业收入 2.03 亿元（-24.13%）。分行业客户来看，报告期内，企业客户 IT 支出需求呈现韧性增长（+2.51%）；政府及事业单位、金融及运营商客户收入同比下滑 15.88%、18.23%。
- 毛利率下滑，业绩符合预期：**公司 2024 年上半年，公司毛利率为 61.34%（-3.14pct），三大业务毛利率均有所下滑，毛利率较低的云计算业务占比提升。费用率方面，2024H1 公司研发费用率为 39.82%（+1.03pct），销售费用率为 46.69%（-1.32pct），管理费用率为 7.03%（+0.66pct）。
- 产品持续创新升级，AI 能力增强市场竞争力：**2024 年上半年，公司在网络安全、云计算及 IT 基础设施、基础网络及物联网领域发布了多项新技术和产品，以应对技术密集型行业不断变化的市场需求。网络安全方面，公司推出了安全运营方案、新一代终端安全产品 aES、AI 赋能的下一代防火墙 AF，以及安全 GPT3.0 等，强化了安全分析、终端安全管理和钓鱼攻击防护能力。云计算及 IT 基础设施方面，公司发布了软件定义数据中心 SDDC 产品线的更新，包括超融合/云平台的增强功能、AI 算力平台 AICP、自研容器云平台 SKE，以及托管云服务和桌面云的改进。此外，还推出了云安全访问服务 SASE 的一体化办公解决方案。基础网络及物联网业务方面，公司发布了全网智能 2.0 网络解决方案、智感交换机产品，以及物联网领域的新一代硬件 SI-WM05 智能会议主机，提升了网络智能化运维能力和会议体验。这些创新和突破不仅增强了公司的市场竞争力，也提高了客户的满意度和业务效率。
- 投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 76.87/81.36/90.91 亿元，同比增长 0.32%、5.84%、11.74%；归母净利润分别为 2.09/2.25/2.51 亿元，同比增长 5.74%、7.62%、11.58%；EPS 分别为 0.50/0.54/0.60 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 91.66/85.17/76.34 倍，维持评级。

深信服 (300454.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

吴砚靖

☎：010-66568589

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519070001

李璐昕

☎：021-20252650

✉：liluxin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521040001

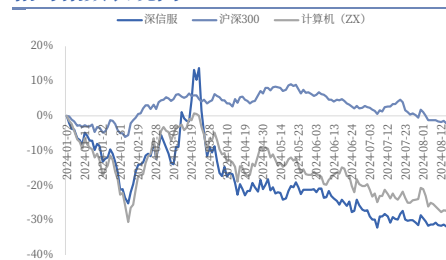
市场数据

2024-08-19

股票代码	300454.SZ
A 股收盘价(元)	45.67
上证指数	2854.37
总股本(亿股)	4.2
实际流通 A 股(亿股)	2.76
流通 A 股市值(亿元)	126

相对指数表现图

2024-08-18



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河计算机】公司点评_中望软件_海外收入亮眼，产品力持续提升

- **风险提示：**下游需求不及预期的风险，新产品推进不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7662.17	7686.87	8136.10	9090.98
收入增长率	3.36%	0.32%	5.84%	11.74%
归母净利润(百万元)	197.83	209.19	225.12	251.18
利润增速	1.89%	5.74%	7.62%	11.58%
毛利率	65.13%	63.79%	63.64%	63.83%
摊薄 EPS(元)	0.47	0.50	0.54	0.60
PE	96.92	91.66	85.17	76.34

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6952.56	6987.47	7370.64	7995.89
现金	737.20	751.70	1050.84	1504.01
应收账款	882.32	885.17	936.90	1046.85
其它应收款	69.32	69.54	73.60	82.24
预付账款	29.50	30.73	32.66	36.30
存货	382.85	398.89	423.96	471.19
其他	4851.37	4851.44	4852.68	4855.30
非流动资产	8076.35	8172.68	8268.47	8363.70
长期投资	409.88	426.10	442.33	458.55
固定资产	312.21	246.61	180.46	113.76
无形资产	271.24	267.88	264.53	261.17
其他	7083.03	7232.09	7381.15	7530.21
资产总计	15028.91	15160.16	15639.11	16359.59
流动负债	4469.05	4589.05	4841.92	5310.14
短期借款	825.53	860.24	894.94	929.64
应付账款	602.64	627.90	667.36	741.70
其他	3040.88	3100.91	3279.62	3638.80
非流动负债	1752.27	1752.27	1752.27	1752.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1752.27	1752.27	1752.27	1752.27
负债合计	6221.32	6341.32	6594.19	7062.41
少数股东权益	2.33	3.22	4.19	5.26
归属母公司股东权益	8805.25	8815.61	9040.73	9291.92
负债和股东权益	15028.91	15160.16	15639.11	16359.59

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	946.61	379.54	462.59	609.04
净利润	198.68	210.08	226.08	252.26
折旧摊销	283.10	141.27	141.82	142.37
财务费用	-196.21	36.24	37.74	39.23
投资损失	-69.28	-72.70	-76.94	-85.97
营运资金变动	698.01	64.87	134.14	261.43
其它	32.33	-0.24	-0.25	-0.28
投资活动现金流	-3106.95	-164.67	-160.41	-151.35
资本支出	-323.46	-221.14	-221.13	-221.10
长期投资	-3017.55	-16.22	-16.22	-16.22
其他	234.06	72.70	76.94	85.97
筹资活动现金流	1431.61	-201.37	-3.03	-4.53
短期借款	34.70	34.70	34.70	34.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1396.90	-236.07	-37.74	-39.23
现金净增加额	-727.74	14.50	299.14	453.16

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7662.17	7686.87	8136.10	9090.98
营业成本	2671.53	2783.52	2958.42	3287.98
营业税金及附加	72.89	73.12	77.40	86.48
营业费用	2701.93	2521.29	2660.50	2972.75
管理费用	371.58	315.16	325.44	363.64
财务费用	-211.62	14.13	15.19	7.70
资产减值损失	-8.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.44	0.00	0.00	0.00
投资净收益	72.46	72.70	76.94	85.97
营业利润	208.96	215.41	231.82	258.65
营业外收入	6.45	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	203.71	215.41	231.82	258.65
所得税	5.04	5.33	5.73	6.40
净利润	198.68	210.08	226.08	252.26
少数股东损益	0.85	0.89	0.96	1.07
归属母公司净利润	197.83	209.19	225.12	251.18
EBITDA	206.30	370.81	388.82	408.73
EPS (元)	0.47	0.50	0.54	0.60

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3.36%	0.32%	5.84%	11.74%
营业利润	2.45%	3.09%	7.62%	11.58%
归属母公司净利润	1.89%	5.74%	7.62%	11.58%
毛利率	65.13%	63.79%	63.64%	63.83%
净利率	2.58%	2.72%	2.77%	2.76%
ROE	2.25%	2.37%	2.49%	2.70%
ROIC	-0.69%	2.05%	2.15%	2.26%
资产负债率	41.40%	41.83%	42.16%	43.17%
净负债比率	15.28%	15.49%	12.18%	7.35%
流动比率	1.56	1.52	1.52	1.51
速动比率	0.83	0.82	0.85	0.88
总资产周转率	0.56	0.51	0.53	0.57
应收账款周转率	9.06	8.70	8.93	9.17
应付账款周转率	4.68	4.52	4.57	4.67
每股收益	0.47	0.50	0.54	0.60
每股经营现金	2.25	0.90	1.10	1.45
每股净资产	20.97	21.00	21.53	22.13
P/E	96.92	91.66	85.17	76.34
P/B	2.18	2.18	2.12	2.06
EV/EBITDA	153.62	66.06	62.32	58.26
P/S	2.50	2.49	2.36	2.11

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖，TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

李璐昕，计算机/科创板团队分析师，悉尼大学硕士，2019年加入中国银河证券，主要从事计算机/科创板投资研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn