

云基础设施服务

深信服 (300454.SZ)

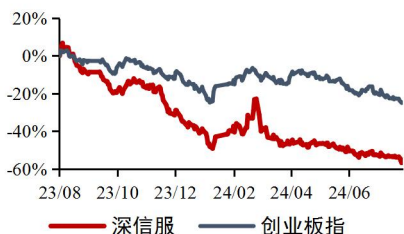
增持-A(首次)

上半年收入和利润承压, 企业客户恢复增长

2024年8月26日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

8月22日, 公司发布2024年半年报, 其中, 2024年上半年公司实现收入27.07亿元, 同比减少7.72%; 上半年实现归母净利润-5.92亿元, 同比减少6.94%, 实现扣非净利润-6.54亿元, 同比减少11.30%。24Q2公司实现收入16.72亿元, 同比减少2.84%, 环比增长61.56%; 24Q2实现归母净利润-1.03亿元, 同比增长27.10%, 环比增长78.89%, 实现扣非净利润-1.44亿元, 同比增长10.73%, 环比增长71.73%。

事件点评

宏观因素导致收入端承压, 降本增效初见成效。2024上半年, 国内宏观经济环境仍处于缓慢复苏过程中, 下游客户对网络安全、云计算等IT业务的投入保持谨慎, 叠加市场竞争依旧激烈, 上半年公司收入同比下滑。2024上半年公司毛利率为61.34%, 同比下降3.14%, 主要是因为一方面毛利率较低的云计算业务占比持续提升, 另一方面公司各业务线毛利率均有所承压, 上半年网络安全、云计算及IT基础设施、基础网络和物联网业务毛利率分别同比下降1.24%、5.31%、4.30%。为应对外部环境的不确定性, 公司持续进行降本增效, 上半年销售、管理和研发费用整体同比下降7.36%。此外, 2024上半年公司经营性净现金流为-9.77亿元, 同比减少239.94%, 主要是因为公司为应对部分上游原材料涨价而进行了策略性备货, 购买商品、接受劳务支付的现金增加。

云计算业务占比提升, 企业客户展现较强韧性。分业务看, 1) 2024上半年公司网络安全业务实现收入13.98亿元, 同比减少7.34%, 占公司整体收入比重为51.65%, 主要是因为下一代防火墙AF、全网行为管理AC等成熟产品线收入持续下滑, XDR、安全托管服务(MSS)等新兴业务尽管保持增长, 但收入规模仍较小, 对安全业务整体增长的拉动效果尚不明显; 2) 上半年云计算及IT基础设施业务实现收入11.06亿元, 同比减少4.43%, 占公司整体收入比重提升至40.85%, 主要是由占比较高的桌面云产品收入下降较多所致; 3) 上半年基础网络及物联网业务实现收入2.03亿元, 同比减少24.13%, 占公司整体收入比重为7.50%, 主要是由信锐网科在传统商业市场的收入下滑所致。分行业看, 企业客户对IT建设的需求表现出一定韧性, 2024上半年企业客户收入同比增长2.51%, 而政府及事业单位、金融及运营商客户的收入分别同比下滑15.88%、18.23%。

投资建议

公司作为国内网络安全及云计算领导厂商, 虽然短期业绩承压, 但

市场数据: 2024年8月23日

收盘价(元):	45.67
年内最高/最低(元):	110.42/44.04
流通A股/总股本(亿股):	2.76/4.20
流通A股市值(亿元):	126.17
总市值(亿元):	191.74

基础数据: 2024年6月30日

基本每股收益(元):	-1.41
摊薄每股收益(元):	-1.41
每股净资产(元):	19.49
净资产收益率(%):	-7.24

资料来源: 最闻

分析师:

方闻千

执业登记编码: S0760524050001

邮箱: fangwenqian@szxq.com

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



中长期来看，随着宏观经济恢复及行业政策落地，同时新业务快速发力，将带动公司增速提升。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.59\0.93\1.28，对应公司 8 月 23 日收盘价 45.67 元，2024-2026 年 PE 分别为 77.21\49.29\35.62，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

#### 风险提示

- **产品迭代不及预期。**目前公司的成熟产品线收入持续下滑，而新兴战略业务产品仍保持增长，若未来公司新兴产品的迭代升级不达客户或市场预期，将对公司发展产生不利影响。
- **宏观经济下行风险。**由于公司下游客户对网络安全、云计算等 IT 业务的投入受到整体宏观环境的影响，若未来国内宏观经济增长持续承压，可能造成公司下游客户压缩网络安全、云计算等的 IT 预算，从而对公司业务发展造成不利影响。
- **市场竞争加剧风险。**目前网络安全行业参与者众多，并且在防火墙、堡垒机等领域产品标准化、同质化程度较高，若未来同行业厂商采取降价、扩建销售渠道等措施加剧市场竞争，将对公司业务发展产生不利影响。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,413	7,662	7,833	8,360	9,276
YoY(%)	8.9	3.4	2.2	6.7	11.0
净利润(百万元)	194	198	248	389	538
YoY(%)	-28.8	1.9	25.5	56.6	38.4
毛利率(%)	63.8	65.1	64.2	64.3	64.3
EPS(摊薄/元)	0.46	0.47	0.59	0.93	1.28
ROE(%)	2.5	2.3	2.8	4.1	5.4
P/E(倍)	98.75	96.92	77.21	49.29	35.62
P/B(倍)	2.5	2.2	2.1	2.1	2.0
净利率(%)	2.6	2.6	3.2	4.7	5.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6009	6953	6306	6646	7104
现金	1406	737	405	580	1056
应收票据及应收账款	821	903	589	918	591
预付账款	23	29	33	29	39
存货	274	383	467	297	569
其他流动资产	3486	4900	4812	4823	4850
<b>非流动资产</b>	6174	8076	8136	8162	8212
长期投资	394	410	492	584	692
固定资产	377	312	320	306	281
无形资产	275	271	315	316	315
其他非流动资产	5129	7083	7009	6956	6924
<b>资产总计</b>	12183	15029	14441	14809	15316
<b>流动负债</b>	3908	4469	3878	4113	4326
短期借款	791	826	207	0	0
应付票据及应付账款	741	975	827	1093	1035
其他流动负债	2376	2668	2844	3020	3292
<b>非流动负债</b>	555	1752	1528	1305	1081
长期借款	0	1118	894	670	446
其他非流动负债	555	635	635	635	635
<b>负债合计</b>	4463	6221	5406	5418	5407
少数股东权益	0	2	3	3	4
股本	416	420	420	420	420
资本公积	4526	5184	5184	5184	5184
留存收益	2931	3129	3358	3719	4224
归属母公司股东权益	7720	8805	9033	9388	9905
<b>负债和股东权益</b>	12183	15029	14441	14809	15316

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	746	947	233	453	553
净利润	194	199	249	390	539
折旧摊销	214	214	135	173	218
财务费用	-195	-212	-271	-325	-381
投资损失	-27	-72	-47	-53	-50
营运资金变动	112	315	172	275	232
其他经营现金流	447	503	-4	-7	-4
<b>投资活动现金流</b>	-424	-3107	-143	-139	-213
<b>筹资活动现金流</b>	495	1432	-628	67	136
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.47	0.59	0.93	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	2.25	0.55	1.08	1.32
每股净资产(最新摊薄)	18.39	20.73	21.27	22.11	23.35

### 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	7413	7662	7833	8360	9276
营业成本	2682	2672	2805	2989	3311
营业税金及附加	71	73	79	81	90
营业费用	2411	2702	2597	2705	2899
管理费用	390	372	431	451	499
研发费用	2248	2266	2360	2477	2702
财务费用	-195	-212	-271	-325	-381
资产减值损失	-39	-28	-36	-38	-39
公允价值变动收益	16	1	4	7	4
投资净收益	27	72	47	53	50
<b>营业利润</b>	204	209	244	392	556
营业外收入	22	6	13	14	14
营业外支出	7	12	8	8	9
<b>利润总额</b>	219	204	250	397	562
所得税	25	5	1	8	22
<b>税后利润</b>	194	199	249	390	539
少数股东损益	0	1	0	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	194	198	248	389	538
EBITDA	452	526	441	595	786

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.9	3.4	2.2	6.7	11.0
营业利润(%)	-18.1	2.4	16.8	60.4	42.1
归属于母公司净利润(%)	-28.8	1.9	25.5	56.6	38.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	63.8	65.1	64.2	64.3	64.3
净利率(%)	2.6	2.6	3.2	4.7	5.8
ROE(%)	2.5	2.3	2.8	4.1	5.4
ROIC(%)	2.3	2.7	2.8	3.8	4.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.6	41.4	37.4	36.6	35.3
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	10.7	8.9	10.5	11.1	12.3
应付账款周转率	4.7	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>估值比率</b>					
P/E	98.8	96.9	77.2	49.3	35.6
P/B	2.5	2.2	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	39.1	36.2	42.4	30.4	22.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

