

增持 (维持)

深信服 (300454)

Q2 利润亏损收窄，大模型持续布局

2024 年 09 月 16 日

市场数据

市场数据日期	2024-09-16
收盘价(元)	44.64
总股本(百万股)	419.85
流通股本(百万股)	276.26
净资产(百万元)	8180.86
总资产(百万元)	14672.65
每股净资产(元)	19.49

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证计算机】深信服: Q4 营收增速改善, AI 和国际化注入增长动能》2024-04-23

《【兴证计算机】深信服: 利润同比修复, 回款改善趋势延续》2023-11-10

《【兴证计算机】深信服: Q2 收入增速稳中有升, 创新投入持续加大》2022-08-28

分析师:

孙乾

sunqian@xyzq.com.cn

S0190518110001

杨海盟

yanghaimeng@xyzq.com.cn

S0190523070001

投资要点

- 事件:** 2024 年上半年, 公司实现营业总收入 27.07 亿元, 同比下降 7.72%; 归母净利润亏损 5.92 亿元, 去年同期亏损 5.54 亿元; 扣非净利润亏损 6.54 亿元, 去年同期亏损 5.88 亿元。二季度, 公司实现营业总收入 16.72 亿元, 同比下降 2.84%; 归母净利润亏损 1.03 亿元, 去年同期亏损 1.42 亿元; 扣非净利润亏损 1.44 亿元, 去年同期亏损 1.62 亿元。
- 网安业务承压, 合同负债表现良好。** 2024H1 网安业务收入 13.98 亿元, 同比下降 7.34%, 主要是由于下一代防火墙 AF、全网行为管理 AC 等成熟产品线的收入下滑; 云计算及 IT 基础设施业务收入 11.06 亿元, 同比下降 4.43%, 主因占云业务体量较大的桌面云产品收入下降较多; 基础网络和物联网业务 2.03 亿元, 同比下降 24.13%。公司 24H1 期末合同负债规模 13.88 亿元, 同比增长 19.49%, 环比增长 3.10%。上半年经营性净现金流-9.77 亿元, 去年同期-2.88 亿元, 主因上半年购买原材料支付的货款较去年同期增加所致。
- 业务结构影响毛利率, 费用率稳定。** 2024H1 公司毛利率 61.34%, 同比下降 3.14pcts, 主因毛利率较低的云计算业务占比提升所致。公司销售/管理/研发费用率分别为 46.69%/7.03%/39.82%, 分别同比变化-1.32/+0.66/+1.03pcts, 三费合计费用率为 93.54%, 同比提升 0.37pcts。公司持续实施降本增效措施, 三费整体同比减少 7.36%。
- 大模型产品持续探索, 渠道转型推进。** 大模型方面, 公司持续加大对 AI 技术的研发投入, 发布了深信服安全 GPT 3.0 升级版本, 截至 2024 年 5 月, 已有超过 130 家用户在真实环境中完成了深信服安全 GPT 的测试应用与交付。渠道方面, 公司坚定执行渠道化战略, 不断提升渠道的运营能力, 赋能渠道开拓更多商机场景。
- 盈利预测与投资建议:** 根据公司最新财报, 调整公司盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 2.63/3.46/5.28 亿元, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 公司业绩不及预期的风险, 行业进展不及预期, 需求不及预期。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7662	8356	9541	10440
同比增长	3.4%	9.1%	14.2%	9.4%
归母净利润(百万元)	198	263	346	528
同比增长	1.9%	32.7%	31.8%	52.4%
毛利率	65.1%	67.8%	70.2%	70.9%
ROE	2.2%	2.9%	3.7%	5.4%
每股收益(元)	0.47	0.63	0.82	1.26
市盈率	94.7	71.4	54.2	35.5

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6953	7125	7803	8496
货币资金	737	1638	1793	2483
交易性金融资产	2013	1755	1884	1819
应收票据及应收账款	903	867	1055	1158
预付款项	29	30	29	33
存货	383	358	358	408
其他	2886	2478	2684	2595
非流动资产	8076	7890	7791	7818
长期股权投资	410	402	406	404
固定资产	312	218	97	111
在建工程	492	452	416	383
无形资产	271	264	258	248
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	46	66	96	166
其他	6545	6487	6519	6506
资产总计	15029	15015	15594	16314
流动负债	4469	4367	4548	4812
短期借款	826	900	1000	1200
应付票据及应付账款	975	864	973	1009
其他	2668	2603	2575	2602
非流动负债	1752	1710	1730	1720
长期借款	0	0	0	0
其他	1752	1710	1730	1720
负债合计	6221	6077	6278	6532
股本	420	420	420	420
资本公积	5184	5184	5184	5184
未分配利润	2919	3160	3478	3967
少数股东权益	2	3	5	7
股东权益合计	8808	8938	9316	9783
负债及权益合计	15029	15015	15594	16314

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	198	263	346	528
折旧和摊销	214	183	206	68
资产减值准备	9	-11	25	11
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-1	-3	-3	-5
财务费用	-196	1	-14	-22
投资损失	-69	-70	-75	-80
少数股东损益	1	1	2	2
营运资金的变动	315	64	-257	-139
经营活动产生现金流量	947	295	296	330
投资活动产生现金流量	-3107	665	-284	202
融资活动产生现金流量	1432	-60	144	159
现金净变动	-728	900	155	691
现金的期初余额	1387	737	1638	1793
现金的期末余额	660	1638	1793	2483

利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7662	8356	9541	10440
营业成本	2672	2693	2839	3042
税金及附加	73	80	91	100
销售费用	2702	2950	3387	3549
管理费用	372	384	448	480
研发费用	2266	2423	2862	3184
财务费用	-212	1	-14	-22
其他收益	373	397	388	386
投资收益	72	70	75	80
公允价值变动收益	1	3	3	5
信用减值损失	-20	-23	-25	-23
资产减值损失	-9	-7	-6	-8
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	209	265	362	547
营业外收入	6	14	14	12
营业外支出	12	9	9	10
利润总额	204	270	367	549
所得税	5	7	20	19
净利润	199	264	348	530
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	198	263	346	528
EPS(元)	0.47	0.63	0.82	1.26

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	3.4%	9.1%	14.2%	9.4%
营业利润增长率	2.4%	26.7%	36.9%	50.9%
归母净利润增长率	1.9%	32.7%	31.8%	52.4%
盈利能力				
毛利率	65.1%	67.8%	70.2%	70.9%
归母净利率	2.6%	3.1%	3.6%	5.1%
ROE	2.2%	2.9%	3.7%	5.4%
偿债能力				
资产负债率	41.4%	40.5%	40.3%	40.0%
流动比率	1.56	1.63	1.72	1.77
速动比率	1.47	1.55	1.64	1.68
营运能力				
资产周转率	56.3%	55.6%	62.3%	65.4%
应收账款周转率	815.7%	867.0%	911.5%	866.1%
存货周转率	803.8%	718.7%	783.5%	784.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.47	0.63	0.82	1.26
每股经营现金	2.25	0.70	0.70	0.78
每股净资产	20.97	21.28	22.18	23.28
估值比率(倍)				
PE	94.74	71.37	54.16	35.53
PB	2.13	2.10	2.01	1.92

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理

注:2024年EPS为使用最新股本计算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn