

深信服(300454)

报告日期: 2024年10月25日

## 基本面筑底中

## ——深信服 2024 三季度报点评

## 投资要点:

- 我们认为公司基本面呈现筑底信号: 1) 收入增速连续三个季度环比改善; 2) 毛利率虽然承压, 但从费用控制层面被部分对冲; 3) 利润、现金流环比持续改善。
- Q3 单季度收入增速连续第三个季度环比改善**  
公司发布 2024 年三季报, 2024 年前三季度实现营业收入 46.34 亿元, 同比下降 3.63%; 归母净利润-5.8 亿元, 同比下降 6.25%, 扣非后归母净利润-6.51 亿元, 同比下降 8.18%。  
单 Q3 而言, 2024Q3 实现营业收入 19.26 亿元, 同比增长 2.77%; 归母净利润 0.12 亿元, 同比增长 54.76%, 扣非后归母净利润 0.04 亿元, 实现同比扭亏为盈。值得强调的是, 公司 Q3 单季度收入恢复正增长, 连续第三个季度环比改善。
- 采购成本上升导致毛利继续承压**  
公司 24Q3 毛利率 59.57%, 较 23Q3 同比下降 6.55pct, 主要原因为生产材料成本上升导致营业成本上涨。从毛利角度来看, 公司 24Q3 单季度毛利额同比下降 7.41%, 对公司利润造成一定影响。
- 费用控制在稳定水平**  
公司 24Q3 单季度销售、研发、管理三费合计 12.86 亿元, 同比下降 6.88%。公司 2024 年以来单季度三费合计基本维持在稳定的水平, 体现出公司持续降本增效。
- 盈利预测**  
考虑到公司 Q3 毛利率持续承压, 我们调整此前盈利预测, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 77.18、79.56、85.63 亿元, 归母净利润分别为 2.14、2.93、4.15 亿元。同时考虑到公司降本增效效果显著, 基本面呈现筑底信号, 我们长期对公司展望乐观, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**  
下游客户预算复苏不及预期; 公司新业务拓展不及预期; 毛利率受到上游供应链影响持续波动; 市场竞争加剧。

## 投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀  
执业证书号: s1230523020002  
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 刘静一  
执业证书号: S1230523070005  
liujingyi@stocke.com.cn

## 基本数据

收盘价 ¥63.91  
总市值(百万元) 26,832.55  
总股本(百万股) 419.85

## 股票走势图



## 相关报告

- 《战略新产品收入保持增长, 24Q2 单季度利润改善》 2024.08.24
- 《现金流拐点已现, 海外市场布局进入收获期》 2024.04.11
- 《收入恢复弱于预期, 现金流改善显著》 2023.10.26

## 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,662.17	7,718.41	7,956.35	8,563.22
(+/-) (%)	3.36%	0.73%	3.08%	7.63%
归母净利润	197.83	214.11	292.54	415.15
(+/-) (%)	1.89%	8.23%	36.63%	41.91%
每股收益(元)	0.47	0.51	0.70	0.99
P/E	135.61	125.31	91.71	64.62

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6,953	7,828	8,289	9,134
现金	737	1,141	1,121	1,117
交易性金融资产	2,013	2,215	2,436	2,728
应收账款	903	851	786	831
其它应收款	69	70	72	77
预付账款	29	33	34	36
存货	383	446	366	394
其他	2,817	3,073	3,475	3,951
<b>非流动资产</b>	8,076	8,097	8,194	8,332
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	410	410	410	410
固定资产	312	742	620	694
无形资产	271	254	239	226
在建工程	492	59	127	23
其他	6,591	6,633	6,798	6,980
<b>资产总计</b>	15,029	15,926	16,483	17,466
<b>流动负债</b>	4,469	5,020	5,284	5,849
短期借款	826	826	826	826
应付款项	975	1,159	1,188	1,278
预收账款	1,347	1,544	1,750	2,141
其他	1,322	1,492	1,519	1,605
<b>非流动负债</b>	1,752	1,752	1,752	1,752
长期借款	0	0	0	0
其他	1,752	1,752	1,752	1,752
<b>负债合计</b>	6,221	6,772	7,036	7,602
少数股东权益	2	3	4	6
归属母公司股东权益	8,805	9,150	9,443	9,858
<b>负债和股东权益</b>	15,029	15,926	16,483	17,466

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	947	666	734	1,071
净利润	199	215	294	417
折旧摊销	214	201	272	317
财务费用	(212)	(196)	(210)	(229)
投资损失	(72)	(55)	(52)	(60)
营运资金变动	143	427	115	316
其它	675	75	316	310
<b>投资活动现金流</b>	(3,107)	(590)	(965)	(1,304)
资本支出	(103)	(160)	(180)	(250)
长期投资	(16)	0	0	0
其他	(2,988)	(430)	(785)	(1,054)
<b>筹资活动现金流</b>	1,432	327	210	229
短期借款	35	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1,397	327	210	229
<b>现金净增加额</b>	(729)	403	(20)	(4)

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	7,662	7,718	7,956	8,563
营业成本	2,672	2,975	3,050	3,281
营业税金及附加	73	74	76	82
营业费用	2,702	2,502	2,602	2,732
管理费用	372	381	371	390
研发费用	2,266	2,171	2,171	2,280
财务费用	(212)	(196)	(210)	(229)
资产减值损失	28	23	20	21
公允价值变动损益	1	4	7	4
投资净收益	72	55	52	60
其他经营收益	374	373	380	390
<b>营业利润</b>	209	221	315	461
营业外收支	(5)	6	1	2
<b>利润总额</b>	204	226	316	463
所得税	5	11	22	46
<b>净利润</b>	199	215	294	417
少数股东损益	1	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	198	214	293	415
EBITDA	196	226	370	545
EPS (最新摊薄)	0.47	0.51	0.70	0.99

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.36%	0.73%	3.08%	7.63%
营业利润	2.45%	5.64%	42.62%	46.37%
归属母公司净利润	1.89%	8.23%	36.63%	41.91%
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.13%	61.45%	61.66%	61.69%
净利率	2.59%	2.79%	3.69%	4.87%
ROE	2.39%	2.38%	3.15%	4.30%
ROIC	-0.17%	0.23%	0.84%	1.81%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.40%	42.52%	42.68%	43.52%
净负债比率	14.11%	12.97%	12.48%	11.55%
流动比率	1.56	1.56	1.57	1.56
速动比率	1.47	1.47	1.50	1.49
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.50	0.49	0.50
应收账款周转率	9.06	8.92	9.68	10.37
应付账款周转率	4.68	4.42	4.05	4.15
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.47	0.51	0.70	0.99
每股经营现金	2.25	1.59	1.75	2.55
每股净资产	20.98	21.80	22.49	23.48
<b>估值比率</b>				
P/E	135.61	125.31	91.71	64.62
P/B	3.05	2.93	2.84	2.72
EV/EBITDA	148.53	110.17	66.94	44.86

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>