

深信服 (300454.SZ)

四季度收入维持正增长，大模型本地化带动 AICP 业务成长

优于大市

核心观点

全年收入略有下滑，四季度维持正增长。公司发布业绩快报，2024 年收入 75.20 亿元 (-1.86%)，归母净利润 1.97 亿元 (-0.49%)，扣非归母净利润 0.76 亿元 (-31.32%)。单 Q4 来看，公司收入 28.86 亿元 (+1.12%)，归母净利润 7.77 亿元 (+4.58%)，扣非归母净利润 7.27 亿元 (+2.11%)。由于国内下游行业客户需求较弱，导致收入略有下滑。但从安全和云两大行业收入增速均承压较大来看，公司整体保持了较高经营的韧性；从 Q3、Q4 来看，公司收入已经恢复了正增长。

云计算收入占比提升，费用同比下降。公司毛利率同比下降约 3.67%，主要是市场竞争激烈，以及毛利较低的云计算业务占比进一步提升等原因所致。公司三费（研发、销售、管理费用）合计下降约 6.25%。公司预计 2024 年度非经常性损益对归属于上市公司股东的净利润影响额约为 1.21 亿元，主要系理财投资收益、参股投资企业公允价值变动等原因所致。

大模型本地化部署带来新产业机会，AICP 有望成为新增长动能。国资委部署深化中央企业“AI+”专项行动，Deepseek 带来大模型本地化部署需求，给传统私有云带来新的成长机会。公司一朵云面向 AI 进行全新升级，HCI+AI 新一代超融合，只需在原集群基础上增加一台 GPU 节点，就能基于本地集群快速部署并承载 DeepSeek 在内的企业级大模型。深信服通过 AICP 算力平台的部署方案在多实例、并发推理场景中可实现 5-10 倍的性能提升。凭借公司广泛的渠道和销售触达，以及历史积累的私有云的销售能力，该产品有望成为企业客户本地部署大模型的主要选择之一。

多款产品进入市场前列，验证公司 IT 基础设施能力。根据 IDC 数据，2024 年第三季度，深信服超融合以 18.8% 的市场占有率，位居中国市场第一；深信服 EDS 存储以 11.1% 的市占率位列中国文件存储市场第四。在传统私有云基础设施领域的成功，随着大模型本地化部署之风，公司 AICP 业务有望在原政企市场继续复制。

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：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2024-2026 年营业收入为 75.20/82.97/92.96 亿元，增速分别为 -1.9%/10.3%/12%；归母净利润为 1.97/4.73/7.60 亿元（原预测为 3.40/5.73/7.64 亿元）；对应当前 PE 为 242/101/63 倍。由于大模型本地部署为公司带来新的成长动能，公司已呈现逐季度回暖趋势，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	7,520	8,297	9,296
(+/-%)	8.9%	3.4%	-1.9%	10.3%	12.0%
净利润(百万元)	194	198	197	473	760
(+/-%)	-28.8%	1.9%	-0.3%	139.8%	60.7%
每股收益(元)	0.46	0.47	0.47	1.12	1.80
EBIT Margin	-5.2%	-5.5%	-6.2%	-2.4%	1.5%
净资产收益率 (ROE)	2.5%	2.2%	2.2%	5.0%	7.5%
市盈率 (PE)	245.6	241.0	241.8	100.8	62.7
EV/EBITDA	-257.8	-224.7	-148.9	-494.0	252.8
市净率 (PB)	6.18	5.42	5.31	5.07	4.73

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

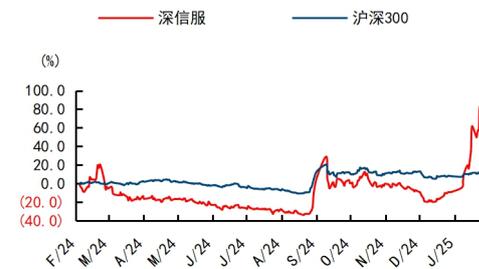
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	113.00 元
总市值/流通市值	47673/31440 百万元
52 周最高价/最低价	122.73/42.70 元
近 3 个月日均成交额	674.09 百万元

市场走势



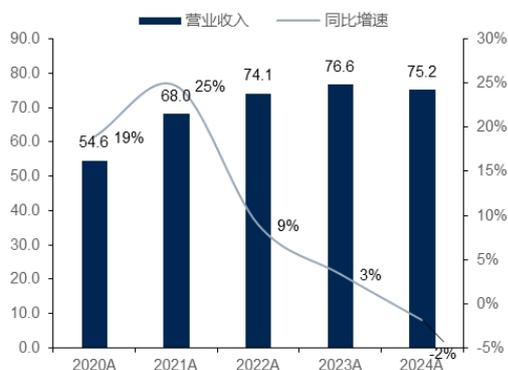
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《深信服 (300454.SZ) - 三季度收入回暖，合同负债显示积极信号》——2024-10-27
- 《深信服 (300454.SZ) - 三季度收入回暖，合同负债显示积极信号》——2024-10-25
- 《深信服 (300454.SZ) - 合同负债稳定增长，持续积累静待回暖》——2024-08-24
- 《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

公司发布业绩快报，2024 年收入 75.20 亿元（-1.86%），归母净利润 1.97 亿元（-0.49%），扣非归母净利润 0.76 亿元（-31.32%）。单 Q4 来看，公司收入 28.86 亿元（+1.12%），归母净利润 7.77 亿元（+4.58%），扣非归母净利润 7.27 亿元（+2.11%）。

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、%）



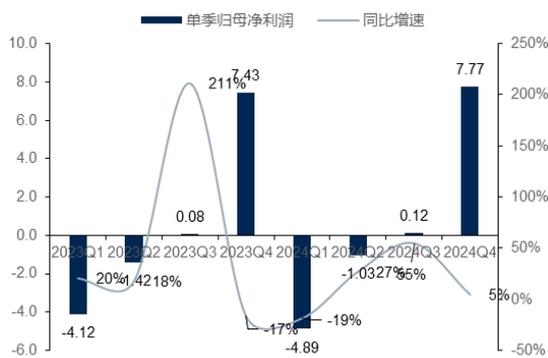
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

盈利预测：由于经济复苏节奏影响，各 IT 产业在 2024 年整体需求承压，结合公司发布的 2024 年业绩快报，我们下修了原盈利预测。公司核心为三块业务：安全业务、云计算业务、企业级无线。

安全业务：由于下游缩减 IT 开支，近年来安全行业需求整体承压。从行业本身来看，以及 IDC 等第三方数据参考，24 年安全行业整体有所下滑。但随着 AI 带来新的 IT 建设需求，预期 25-26 年将逐步回暖。预期 24-26 年收入增速约-5.88%、3%、5%，毛利率保持稳定。

云计算业务：公司超融合、EDS 存储等业务市场份额持续进步，云业务需求相对稳定，仍保持增长。随着公司 AICP 业务推出，以及 Deepseek 等开源模型本地化部署成为新产业趋势，云业务有望在 25-26 年开始加速成长。预期 24-26 年收入增速约 5%、20%、20%，毛利率受到原材料等因素影响有所下降。

企业级无线：由于下游 IT 需求疲弱，以及市场竞争加剧，预期 24 年该业务收入和毛利率均有下降。随着经济逐步互暖，以及 AI 带来的 IT 开支增加，预期 24-26 年收入增速约-10%、3%、5%，毛利率有所下降。

表1: 公司业务拆分

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
安全业务	36.89	38.98	38.92	36.63	37.73	39.62
yoy	10%	5.66%	-0.15%	-5.88%	3%	5%
毛利率	81%	80.50%	81.24%	80.00%	80.00%	80.00%
云计算业务	23.79	28.59	30.9	32.45	38.94	46.73
yoy	50%	20.17%	8.10%	5%	20%	20%
毛利率	44%	43.56%	47.47%	43.00%	43.00%	44.00%
企业级无线	7.36	6.55	6.8	6.12	6.31	6.62
yoy	42%	-10.99%	4%	-10%	3%	5%
毛利率	58%	53.05%	53.24%	48.40%	48.00%	48.00%
合计	68.04	74.12	76.63	75.2	82.98	92.96
yoy	24.67%	8.93%	3.38%	-1.86%	10.34%	12.04%
毛利率	65.49%	63.82%	65.13%	61.46%	60.20%	59.63%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计 24-26 年营收 75.20/82.97/92.96 亿元，同比增长-1.9%、10.3%、12.0%。归母净利润 1.97/4.73/7.60 亿元， 每股收益分别为 0.47/1.12/1.80 元

表2: 公司未来 3 年盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7413	7662	7520	8297	9296
营业成本	2682	2672	2898	3302	3753
销售费用	2411	2702	2545	2572	2603
管理费用	390	372	366	375	429
研发费用	2248	2266	2106	2166	2285
财务费用	(195)	(212)	(184)	(265)	(203)
营业利润	204	209	199	479	770
利润总额	219	204	200	480	771
归母净利润	194	198	197	473	760
EPS	0.46	0.47	0.47	1.12	1.80
ROE	2.5%	2.2%	2.2%	5.0%	7.5%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2024-2026 年营业收入为 75.20/82.97/92.96 亿元，增速分别为-1.9%/10.3%/12%；归母净利润为 1.97/4.73/7.60 亿元（原预测为 3.40/5.73/7.64 亿元）；对应当前 PE 为 242/101/63 倍。由于大模型本地部署为公司带来新的成长动能，公司已呈现逐季度回暖趋势，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	7500	4000	5000	营业收入	7413	7662	7520	8297	9296
应收款项	872	973	955	1053	1180	营业成本	2682	2672	2898	3302	3753
存货净额	274	383	436	494	561	营业税金及附加	71	73	72	79	88
其他流动资产	270	549	538	594	666	销售费用	2411	2702	2545	2572	2603
流动资产合计	6009	6953	13740	10452	11718	管理费用	390	372	366	375	429
固定资产	701	804	843	851	852	研发费用	2248	2266	2106	2166	2285
无形资产及其他	275	271	261	252	242	财务费用	(195)	(212)	(184)	(265)	(203)
投资性房地产	4804	6591	6591	6591	6591	投资收益	27	72	121	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	0	(20)	(20)
资产总计	12183	15029	21862	18589	19861	其他收入	(1899)	(1929)	(1745)	(1786)	(1885)
短期借款及交易性金融负债	843	878	7253	3143	3245	营业利润	204	209	199	479	770
应付款项	741	975	880	998	1134	营业外净收支	15	(5)	1	1	1
其他流动负债	2324	2616	2911	3123	3392	利润总额	219	204	200	480	771
流动负债合计	3908	4469	11044	7264	7771	所得税费用	25	5	2	5	8
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	197	473	760
长期负债合计	555	1752	1832	1912	1992	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4463	6221	12876	9176	9763	净利润	194	198	197	473	760
少数股东权益	0	2	3	5	8	资产减值准备	(9)	2	12	1	0
股东权益	7720	8805	8983	9407	10091	折旧摊销	187	182	60	81	90
负债和股东权益总计	12183	15029	21862	18589	19861	公允价值变动损失	(22)	(10)	0	20	20
						财务费用	(195)	(212)	(184)	(265)	(203)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(175)	(1667)	267	199	219
每股收益	0.46	0.47	0.47	1.12	1.80	其它	9	(1)	(11)	0	2
每股红利	0.09	0.05	0.05	0.11	0.18	经营活动现金流	183	(1297)	525	775	1092
每股净资产	18.29	20.87	21.29	22.29	23.91	资本开支	0	(293)	(101)	(101)	(101)
ROIC	-3.67%	-3.64%	-3%	1%	4%	其它投资现金流	71	(1123)	0	0	0
ROE	2.52%	2.25%	2%	5%	8%	投资活动现金流	42	(1433)	(117)	(117)	(117)
毛利率	64%	65%	61%	60%	60%	权益性融资	(1)	285	0	0	0
EBIT Margin	-5%	-6%	-6%	-2%	1%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-3%	-5%	-1%	2%	支付股利、利息	(38)	(20)	(20)	(48)	(77)
收入增长	9%	3%	-2%	10%	12%	其它融资现金流	678	1816	6375	(4110)	102
净利润增长率	-29%	2%	-0%	140%	61%	融资活动现金流	601	2061	6355	(4158)	25
资产负债率	37%	41%	59%	49%	49%	现金净变动	827	(669)	6763	(3500)	1000
股息率	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	货币资金的期初余额	579	1406	737	7500	4000
P/E	245.6	241.0	241.8	100.8	62.7	货币资金的期末余额	1406	737	7500	4000	5000
P/B	6.2	5.4	5.3	5.1	4.7	企业自由现金流	0	(2190)	(236)	(15)	344
EV/EBITDA	(257.8)	(224.7)	(148.9)	(494.0)	252.8	权益自由现金流	0	(374)	6321	(3863)	647

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