

深信服 (300454.SZ)

合同负债增长超 20%，AICP 和一朵云迎智算增长动能

优于大市

核心观点

24 年国内承压，海外保持较高增长。2024 年公司营收 75.20 亿元（-1.86%）；归母净利润 1.97 亿元（-0.49%），扣非归母净利润 0.77 亿元（-30.45%）。单 Q4 来看，公司收入 28.86 亿元（+1.13%），归母净利润 7.77 亿元（+4.46%），扣非归母净利润 7.28 亿元（+2.19%）。24 年国内各行业客户各类 IT 需求恢复较慢，国内市场收入下滑；但海外市场收入 4.81 亿元（+39.09%）。

毛利率有所下降，费用率开始下降，合同负债增长超 20%。24 年公司整体毛利率为 61.47%，相比 2023 年下降 3.66 个百分点，主要是市场竞争激烈，且云计算业务占比进一步提升。公司 24 年人员下降约 11.86%，降本增效明显，三费（研发、销售、管理费用）整体同比减少 6.25%。公司 4 季度现金流修复明显，全年净现金流达到 8.12 亿元。合同付费达到 16.21 亿元（+20.34%），显示回暖积极信号。

企业客户保持增长韧性，云业务稳健增长。企业客户收入 34.87 亿元（+1.82%），政府及事业单位收入 32.97 亿元（-3.85%）；金融及其他客户的收入 7.36 亿元（-8.99%）。分业务看，安全业务收入 36.29 亿元（-6.75%），主要系防火墙、行为管理等成熟产品收入减少；云业务收入 33.84 亿元（+9.51%），主要系超融合、托管云、EDS 产品线收入增长；基础网络及物联网业务收入为 5.06 亿元（-25.53%）。

安全大模型持续进步，AICP 和一朵云迎来智算新增长动能。公司 2024 年相继发布了安全 GPT 3.0 钓鱼攻击检测大模型以及 4.0 数据安全大模型两个升级版本，检测率均达到了较高水平。随着 Deepseek 等大模型本地化部署成为趋势，公司推出 AICP 算力平台，支持主流开源大模型，提供异构算力管理调度、模型和数据管理等，降低用户的大模型开发和应用门槛，实现一半推理成本五倍推理性能。同时，公司线上线下“一朵云”战略进一步落地，推进 XaaS 订阅收入、续费率、续约率的持续增长。

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：维持“优于大市”评级。略微调整盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入为 83.21/93.46/107.40 亿元，增速分别为 10.7%/12.3%/14.9%；归母净利润为 4.75/7.64/10.09 亿元（原预测 24-25 年为 4.73/7.60 亿元）。随着公司针对市场风险较早进行调整，公司在多项产品仍保持较高竞争优势的同时，AICP 和一朵云有望带动公司重回成长轨道，净利率有望逐步修复，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,662	7,520	8,321	9,346	10,740
(+/-%)	3.4%	-1.9%	10.7%	12.3%	14.9%
净利润(百万元)	198	197	475	764	1009
(+/-%)	1.9%	-0.5%	141.5%	60.6%	32.1%
每股收益(元)	0.47	0.47	1.13	1.81	2.39
EBIT Margin	-5.5%	-6.0%	-1.1%	1.9%	3.9%
净资产收益率(ROE)	2.2%	2.1%	5.0%	7.6%	9.3%
市盈率(PE)	219.7	220.8	91.4	56.9	43.1
EV/EBITDA	-207.2	-193.6	2964.4	176.5	97.3
市净率(PB)	4.94	4.74	4.57	4.31	4.01

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：库宏尧

021-60875168

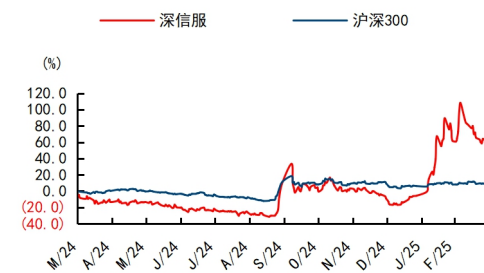
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	103.01 元
总市值/流通市值	43458/28660 百万元
52 周最高价/最低价	142.00/42.70 元
近 3 个月日均成交额	1138.19 百万元

市场走势



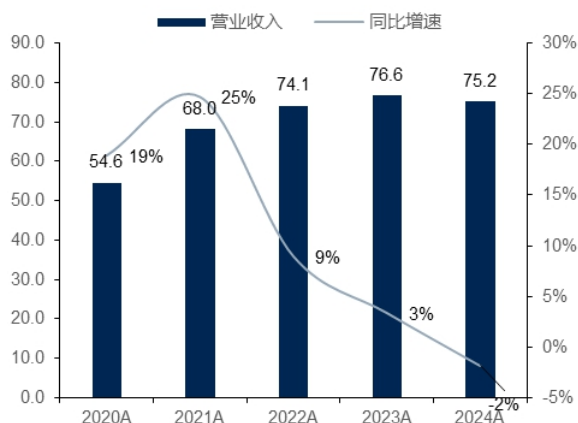
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《深信服 (300454.SZ) - 四季度收入维持正增长，大模型本地化带动 AICP 业务成长》——2025-02-25
- 《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

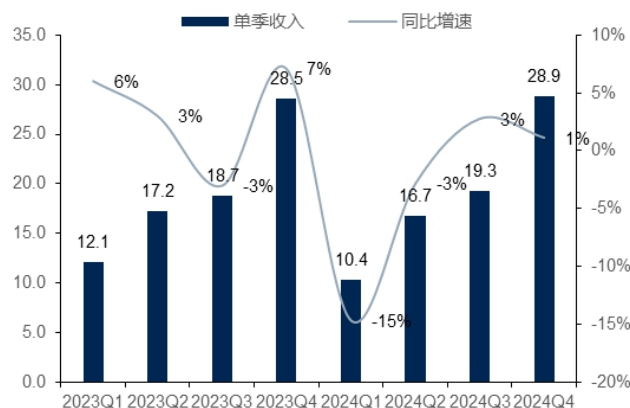
2024 年公司营收 75.20 亿元（-1.86%）；归母净利润 1.97 亿元（-0.49%），扣非归母净利润 0.77 亿元（-30.45%）。单 Q4 来看，公司收入 28.86 亿元（+1.13%），归母净利润 7.77 亿元（+4.46%），扣非归母净利润 7.28 亿元（+2.19%）。24 年国内各行业客户各类 IT 需求恢复较慢，国内市场收入下滑；但海外市场收入 4.81 亿元（+39.09%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



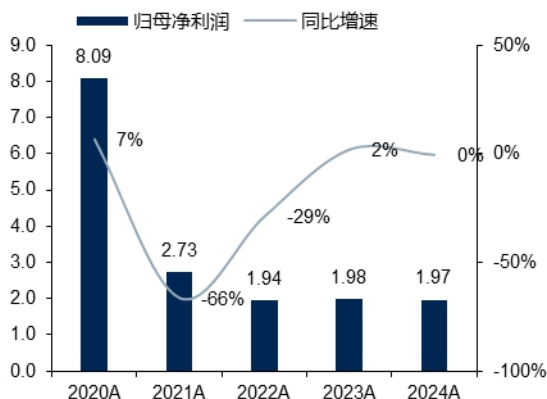
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



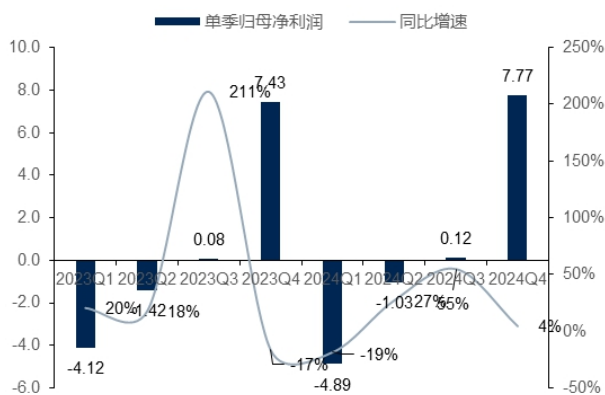
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

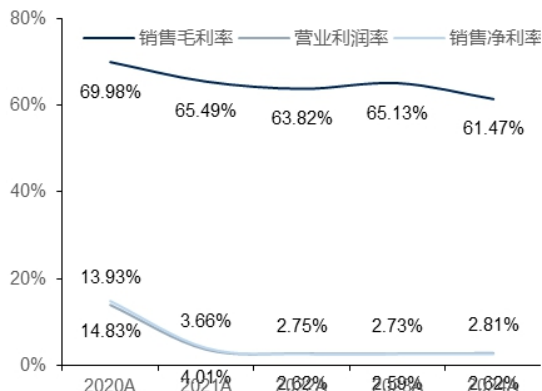
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

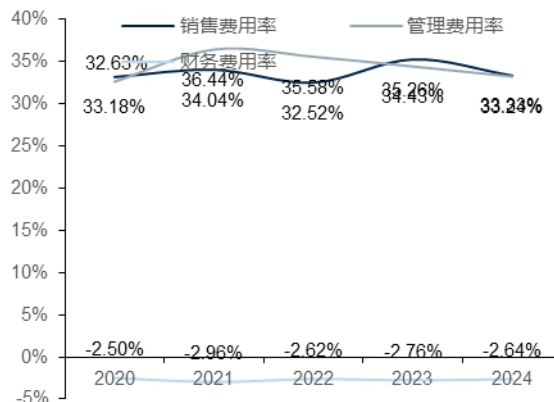
毛利率有所下降，费用率开始下降。24 年公司整体毛利率为 61.47%，相比 2023 年下降 3.66 个百分点，主要是市场竞争激烈，且云计算业务占比进一步提升，同时原材料成本上涨也是其中之一。公司 24 年人员下降约 11.86%，降本增效明显，三费（研发、销售、管理费用）整体同比减少 6.25%。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

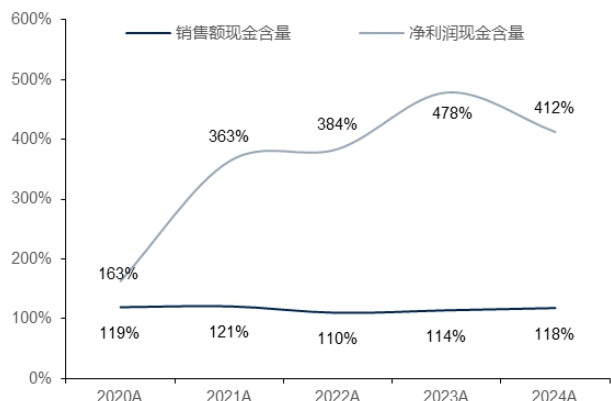
图6：公司三项费用率变化情况（管理费用中包含研发费用）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

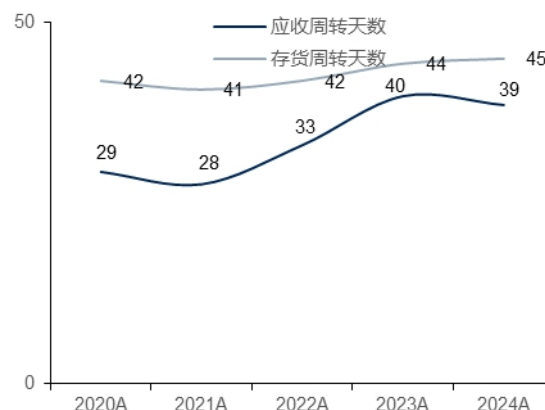
现金流依然保持较好水平，运营指标稳健。公司经营活动现金净流量 8.12 亿元，相比去年有所下降，但 Q4 单季度净现金流大幅增长。根据公司资产负债表，公司长短期现金资产储备依然十分充足。公司应收周转天数、存货周转天数整体保持平稳。

图7：公司经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。略微调整盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入为 83.21/93.46/107.40 亿元，增速分别为 10.7%/12.3%/14.9%；归母净利润为 4.75/7.64/10.09 亿元（原预测 24-25 年为 4.73/7.60 亿元）。随着公司针对市场风险较早进行调整，公司在多项产品仍保持较高竞争优势的同时，AICP 和一朵云有望带动公司重回成长轨道，净利率有望逐步修复，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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	737	525	7500	4000	5000	营业收入	7662	7520	8321	9346	10740
应收款项	973	852	943	1059	1217	营业成本	2672	2898	3247	3745	4373
存货净额	383	340	395	455	533	营业税金及附加	73	66	73	83	95
其他流动资产	549	1045	1156	1298	1492	销售费用	2702	2507	2521	2617	2900
流动资产合计	6953	6904	14135	10954	12384	管理费用	372	382	404	435	484
固定资产	804	1130	1107	1075	1035	研发费用	2266	2118	2163	2292	2470
无形资产及其他	271	267	257	247	238	财务费用	(212)	(198)	(178)	(207)	(202)
投资性房地产	6591	6449	6449	6449	6449	投资收益	72	112	50	50	50
长期股权投资	410	474	537	601	664	资产减值及公允价值变动	10	26	(20)	(20)	(20)
资产总计	15029	15222	22485	19325	20769	其他收入	(1929)	(1793)	(1793)	(1902)	(2060)
短期借款及交易性金融负债	878	247	7060	2840	2824	营业利润	209	211	489	802	1060
应付款项	975	907	971	1119	1310	营业外净收支	(5)	(7)	1	1	1
其他流动负债	2616	3073	3069	3378	3861	利润总额	204	204	490	803	1061
流动负债合计	4469	4228	11101	7337	7995	所得税费用	5	8	15	40	53
长期借款及应付债券	1118	1155	1155	1155	1155	少数股东损益	1	(0)	(0)	(1)	(1)
其他长期负债	635	671	708	744	781	归属于母公司净利润	198	197	475	764	1009
长期负债合计	1752	1827	1863	1900	1936	现金流量表（百万元）					
负债合计	6221	6054	12964	9237	9931	净利润	198	197	475	764	1009
少数股东权益	2	0	(0)	(1)	(1)	资产减值准备	2	13	6	(0)	(1)
股东权益	8805	9168	9522	10090	10840	折旧摊销	182	194	108	123	131
负债和股东权益总计	15029	15222	22485	19325	20769	公允价值变动损失	(10)	(26)	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	(212)	(198)	(178)	(207)	(202)
每股收益	0.47	0.47	1.13	1.81	2.39	营运资本变动	(1667)	248	(154)	174	280
每股红利	0.05	0.12	0.29	0.46	0.61	其它	(1)	(13)	(6)	(0)	0
每股净资产	20.87	21.73	22.56	23.91	25.69	经营活动现金流	(1297)	613	449	1081	1439
ROIC	-3.64%	-3.91%	1%	3%	6%	资本开支	0	(551)	(101)	(101)	(101)
ROE	2.25%	2.15%	5%	8%	9%	其它投资现金流	(1123)	170	0	0	0
毛利率	65%	61%	61%	60%	59%	投资活动现金流	(1139)	(445)	(165)	(165)	(165)
EBIT Margin	-6%	-6%	-1%	2%	4%	权益性融资	1	104	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-3%	0%	3%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	3%	-2%	11%	12%	15%	支付股利、利息	(20)	(50)	(122)	(196)	(259)
净利润增长率	2%	-0%	142%	61%	32%	其它融资现金流	1807	(383)	6813	(4220)	(16)
资产负债率	41%	40%	58%	48%	48%	融资活动现金流	1768	(380)	6691	(4416)	(274)
股息率	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	现金净变动	(669)	(212)	6975	(3500)	1000
P/E	219.7	220.8	91.4	56.9	43.1	货币资金的期初余额	1406	737	525	7500	4000
P/B	4.9	4.7	4.6	4.3	4.0	货币资金的期末余额	737	525	7500	4000	5000
EV/EBITDA	(207.2)	(193.6)	2964.4	176.5	97.3	企业自由现金流	0	(542)	(234)	363	707
						权益自由现金流	0	(925)	6751	(3661)	883

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