

深信服 (300454.SZ)  
软件开发

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月16日

评级: 增持(下调)

分析师: 闻学臣  
执业证书编号: S0740519090007  
Email: wenxc@zts.com.cn  
分析师: 苏仪  
执业证书编号: S0740520060001  
Email: suyi@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

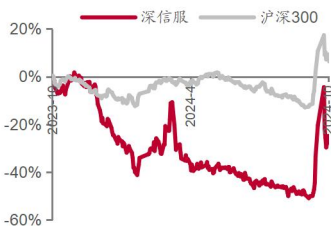
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,413	7,662	7,608	7,837	8,445
增长率 yoy%	9%	3%	-1%	3%	8%
归母净利润(百万元)	194	198	196	352	505
增长率 yoy%	-29%	2%	-1%	80%	43%
每股收益(元)	0.46	0.47	0.47	0.84	1.20
每股现金流量	1.78	2.25	1.32	1.68	2.31
净资产收益率	3%	2%	2%	4%	5%
P/E	138.0	135.4	136.9	76.0	53.0
P/B	3.5	3.0	3.0	2.9	2.7

备注: 股价截止自2024年10月15日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	419.85
流通股本(百万股)	276.26
市价(元)	63.82
市值(百万元)	26,794.76
流通市值(百万元)	17,630.94

股价与行业-市场走势对比



报告摘要

- 公司发布2024年半年度报告。2024年上半年公司实现营业收入27.07亿元，同比下降7.72%；归母净利润-5.92亿元，同比减少6.94%；归母扣非净利润-6.54亿元，同比下降11.30%。
- Q2收入降幅收窄，企业客户运营显韧性。2024年上半年，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业务的投入仍然谨慎，需求恢复较为缓慢，加之市场竞争依旧激烈，24H1公司实现营业总收入约27.07亿元，同比减少7.72%。其中，公司第二季度实现营业收入16.72亿元，同比减少2.84%，降幅较第一季度有所收窄。分行业客户来看，24H1企业客户对IT建设的需求表现出一定韧性，企业客户收入同比增长2.51%；政府及事业单位、金融及运营商客户的收入表现不佳，同比下滑15.88%、18.23%。
- 三大业务线经营均承压，但产品研发与市场拓展持续推进深化。分业务板块来看：1) 网络安全业务：24H1公司网络安全业务收入约13.98亿元，同比减少7.34%，占公司整体收入比重为51.65%。网络安全业务未能实现增长，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，而近年培育的XDR、安全托管服务(MSS)等在内的战略业务尽管持续增长，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。24H1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。根据IDC发布的相关报告，深信服以安全GPT赋能的XDR平台被定位于市场“领导者”类别，产品实力受到市场认可；安全托管服务(MSS)已连续3年获得远程托管安全服务市场第一，并逐年扩大市场份额。2) 云计算及IT基础设施业务：该业务24H1收入约11.06亿元，同比减少4.43%，占公司整体收入比重为40.85%。其中，SDDC产品线(含超融合HCI产品)、存储、托管云等产品收入保持增长，但占云业务体量较大的桌面云产品收入下降较多。24H1公司发布超融合/云平台(HCI&SCP&sCloud)6.10.0版本，该版本在信创升级、软件定义可靠性、业务高性能、云内原生安全等领域做了技术提升，保障客户核心业务高效稳定运行。同时，存储EDS也发布了502高性能版本，该版本面向高精尖领域非结构化数据生产场景，如软件开发、芯片设计、视频制作等，文件读取性能显著提升，为下游客户提供高性能的运行体验。3) 基础网络及物联网业务：该业务24H1收入约2.03亿元，同比减少24.13%，占公司整体收入比重为7.50%。受限于经济环境恢复缓慢以及竞争加剧等因素，信锐网科在传统商业市场的收入有所下滑，致使信锐网科整体收入减少。
- 持续实施降本增效，策略性备货使现金净流出略有扩大。24H1公司整体毛利率为61.34%，相比23H1下降3.14个百分点，主要是由于毛利额同比减少以及毛利率较低的云计算业务占比提升所致。在外部环境存在不确定性的情况下，公司持续实施降本增效措施，三费(研发、销售、管理费用)整体同比减少7.36%。现金流方面，为应对部分上游原材料涨价，24H1公司进行了策略性备货，购买商品、接受劳务支付的现金增加，导致经营活动产生的现金流量净流出额同比上升。
- 投资建议：考虑到宏观经济环境承压、恢复节奏慢于预期，下游客户IT建设支出意愿与力度恢复不及预期，我们调整公司2024、2025年盈利预测，并新增2026年盈利预测。我们预测公司2024-2026年营收分别为76.08/78.37/84.45亿元(2024-2025年前预测值为97.70/121.95亿元)，归母净利润分别为1.96/3.52/5.05亿元(2024-2025年前预测值为6.51/9.12亿元)，对应PE分别为136.9/76.0/53.0倍。当前公司营收与盈利表现受宏观环境恢复较慢而有所承压，但我们仍看好公司在技术产品、客户市场上的竞争壁垒与领先优势，同时公司及时调整经营战略方针，提高营收质量，降本控费成果持续显现。考虑到当前下游行业景气度较低，IT支出能力及意愿承压明

相关报告

1、《现金流明显改善，毛利率有所提升》2023-10-31

显且恢复情况不及预期，我们调整公司评级为“增持”评级。

- **风险提示：**政策落地缓慢，疫情影响原材料成本及项目交付，公司业务进展不及预期，市场竞争加剧等。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	737	761	1,521	3,099	营业收入	7,662	7,608	7,837	8,445
应收票据	21	15	16	17	营业成本	2,672	2,908	2,967	3,198
应收账款	882	948	1,034	1,078	税金及附加	73	76	78	84
预付账款	29	29	30	32	销售费用	2,702	2,602	2,629	2,745
存货	383	403	367	380	管理费用	372	350	353	367
合同资产	0	0	0	0	研发费用	2,266	2,199	2,233	2,373
其他流动资产	4,900	4,874	4,979	5,205	财务费用	-212	-277	-330	-400
流动资产合计	6,953	7,030	7,948	9,811	信用减值损失	-20	-25	-30	-15
其他长期投资	156	154	159	171	资产减值损失	-9	-5	-5	-50
长期股权投资	410	410	410	410	公允价值变动收益	1	5	5	5
固定资产	312	336	348	351	投资收益	72	70	70	70
在建工程	492	412	312	212	其他收益	373	400	420	450
无形资产	271	247	225	204	<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>196</b>	<b>367</b>	<b>538</b>
其他非流动资产	6,435	6,514	6,562	6,601	营业外收入	6	15	15	15
非流动资产合计	8,076	8,073	8,016	7,950	营业外支出	12	7	7	7
<b>资产合计</b>	<b>15,029</b>	<b>15,103</b>	<b>15,964</b>	<b>17,761</b>	<b>利润总额</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>375</b>	<b>546</b>
短期借款	826	120	0	439	所得税	5	8	22	41
应付票据	373	436	534	640	<b>净利润</b>	<b>199</b>	<b>196</b>	<b>352</b>	<b>505</b>
应付账款	603	727	831	960	少数股东损益	1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>198</b>	<b>196</b>	<b>352</b>	<b>505</b>
合同负债	1,347	1,522	1,763	2,196	NOPLAT	-8	-70	42	135
其他应付款	531	580	570	560	EPS (摊薄)	0.47	0.47	0.84	1.20
一年内到期的非流动负债	53	73	73	73					
其他流动负债	738	861	1,020	1,173	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	4,469	4,318	4,791	6,039	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	1,118	1,118	1,118	1,118	营业收入增长率	3.4%	-0.7%	3.0%	7.8%
其他非流动负债	635	698	768	844	EBIT 增长率	-132.8%	825.2%	-160.7%	228.9%
非流动负债合计	1,752	1,816	1,885	1,962	归母公司净利润增长率	1.9%	-1.1%	80.0%	43.4%
<b>负债合计</b>	<b>6,221</b>	<b>6,134</b>	<b>6,676</b>	<b>8,001</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	8,805	8,967	9,285	9,757	毛利率	65.1%	61.8%	62.1%	62.1%
少数股东权益	2	2	2	2	净利率	2.6%	2.6%	4.5%	6.0%
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,808</b>	<b>8,969</b>	<b>9,288</b>	<b>9,759</b>	ROE	2.2%	2.2%	3.8%	5.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,029</b>	<b>15,103</b>	<b>15,964</b>	<b>17,761</b>	ROIC	-0.8%	46.0%	-488.9%	17.9%
					<b>偿债能力</b>				
现金流量表	单位: 百万元				资产负债率	41.4%	40.6%	41.8%	45.1%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	29.9%	22.4%	21.1%	25.3%
<b>经营活动现金流</b>	<b>947</b>	<b>556</b>	<b>707</b>	<b>970</b>	流动比率	1.6	1.6	1.7	1.6
现金收益	201	111	228	301	速动比率	1.5	1.5	1.6	1.6
存货影响	-109	-20	36	-13	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-80	-54	-83	3	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性应付影响	148	237	192	224	应收账款周转天数	40	43	46	45
其他影响	787	283	334	455	应付账款周转天数	77	82	95	101
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,107</b>	<b>-103</b>	<b>-143</b>	<b>-224</b>	存货周转天数	44	49	47	42
资本支出	-313	-112	-96	-79	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	-16	0	0	0	每股收益	0.47	0.47	0.84	1.20
其他长期资产变化	-2,778	8	-47	-146	每股经营现金流	2.25	1.32	1.68	2.31
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,432</b>	<b>-429</b>	<b>196</b>	<b>831</b>	每股净资产	20.97	21.36	22.12	23.24
借款增加	1,152	-685	-120	439	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-20	-74	-92	-144	P/E	135	137	76	53
股东融资	285	0	0	0	P/B	3	3	3	3

---

其他影响	15	331	408	537	EV/EBITDA	2	4	2	1
------	----	-----	-----	-----	-----------	---	---	---	---

---

来源：WIND，中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。