

深信服 (300454.SZ)  
软件开发

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 11 月 14 日

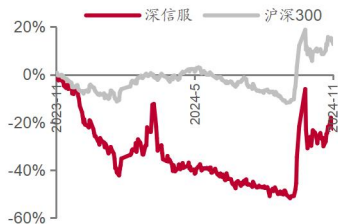
评级: **增持 (维持)**

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

### 基本状况

总股本(百万股)	419.97
流通股本(百万股)	276.38
市价(元)	69.30
市值(百万元)	29,103.97
流通市值(百万元)	19,153.29

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1、《企业客户运营显韧性，持续降本增效》2024-10-16

### 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	149.9	147.1	148.7	82.6	57.6
P/B	3.8	3.3	3.2	3.1	3.0

备注: 股价截止自 2024 年 11 月 14 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- **投资事件:** 深信服发布 2024 年第三季度报告。24 年前三季度公司共实现营业收入 46.34 亿元, 同比下降 3.63%; 实现归母净利润-5.80 亿元, 同比下降 6.25%; 实现扣非净利润-6.51 亿元, 同比下降 8.18%。
- **Q3 收入转正, 毛利率承压。**从单 Q3 情况看, 公司共实现营业收入 19.26 亿元, 同比增长 2.77%; 实现归母净利润 0.12 亿元, 同比增长 54.76%; 实现扣非净利润 364.77 万元, 同比增长 126.89%。三季度公司毛利率 59.57%, 较去年同期 66.12% 有所下滑, 可能由于公司原材料价格上涨增加采购成本所导致。
- **三费维持稳健, 现金流承压。**从费用角度看, 公司报告期内销售/管理/财务费用分别为 19.01/2.87/-1.39 亿元, 同比变动分别为-9.56%/1.73%/14.77%, 总体较为稳健。报告期内公司研发费用 16.29 亿元, 同比下降 5.78%, 降速略快于收入变动。从现金流情况看, 前三季度公司经营现金流净额-7.31 亿元, 同比下降 698.23%, 主要由于报告期内购买原材料支付的货款增加及销售收现小幅减少所致。
- **AI 能力持续更新, 安全 GPT4.0 更新数据安全场景。**2024 年 10 月, 公司推出了两项创新成果: 实现动静数据分类分级和数据风险自动研判分析的安全 GPT4.0、具备 AI 勒索防护能力的分布式存储 EDS 新版本 520。安全 GPT4.0 数据安全大模型能够自动化完成数据库静态数据以及 API 等流动数据分类分级工作, 大幅提升分类分级的效率。此外, 其分布式存储 EDS 面对最常见的硬件故障——硬盘故障时, 能够实现无缝的数据切换; 在模拟的多重故障测试中, EDS 能够在 3 到 5 秒内迅速恢复业务。此外, EDS 集成的智能 AI 防勒索功能, 采用旁路检测方式, 仅在发现异常行为时启动深度 AI 分析, 保证了安全性的同时, 将性能消耗降至 3%-5%。随着 AI 能力持续迭代, 公司有望持续提供更多融合 AI 的安全解决方案, 产品力将持续提升。
- **投资建议:** 考虑到下游客户对 IT 投入仍然谨慎, 报告期内公司新增订单情况尚不理想, 我们预测公司 2024-2026 年营收分别为 76.08/78.37/84.45 亿元, 归母净利润分别为 1.96/3.52/5.05 亿元。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。因此, 我们维持公司评级为“增持”评级。
- **风险提示:** AI 进展不及预期风险, 行业政策变动风险, 宏观经济波动风险, 信息更新不及时风险

**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					
流动负债合计	4,469	4,318	4,791	6,039					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	1,118	1,118	1,118	1,118					
其他非流动负债	635	698	768	844					
非流动负债合计	1,752	1,816	1,885	1,962					
<b>负债合计</b>	<b>6,221</b>	<b>6,134</b>	<b>6,676</b>	<b>8,001</b>					
归属母公司所有者权益	8,805	8,967	9,285	9,757					
少数股东权益	2	2	2	2					
<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>					
<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>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>947</b>	<b>556</b>	<b>707</b>	<b>970</b>
现金收益	201	111	228	301
存货影响	-109	-20	36	-13
经营性应收影响	-80	-54	-83	3
经营性应付影响	148	237	192	224
其他影响	787	283	334	455
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,107</b>	<b>-103</b>	<b>-143</b>	<b>-224</b>
资本支出	-313	-112	-96	-79
股权投资	-16	0	0	0
其他长期资产变化	-2,778	8	-47	-146
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,432</b>	<b>-429</b>	<b>196</b>	<b>831</b>
借款增加	1,152	-685	-120	439
股利及利息支付	-20	-74	-92	-144
股东融资	285	0	0	0
其他影响	15	331	408	537

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	3.4%	-0.7%	3.0%	7.8%
EBIT 增长率	-132.8%	825.2%	-160.7%	228.9%
归母公司净利润增长率	1.9%	-1.1%	80.0%	43.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.1%	61.8%	62.1%	62.1%
净利率	2.6%	2.6%	4.5%	6.0%
ROE	2.2%	2.2%	3.8%	5.2%
ROIC	-0.8%	46.0%	-488.9%	17.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.4%	40.6%	41.8%	45.1%
债务权益比	29.9%	22.4%	21.1%	25.3%
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.6
速动比率	1.5	1.5	1.6	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	40	43	46	45
应付账款周转天数	77	82	95	101
存货周转天数	44	49	47	42
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.47	0.47	0.84	1.20
每股经营现金流	2.25	1.32	1.68	2.31
每股净资产	20.97	21.36	22.12	23.24
<b>估值比率</b>				
P/E	147	149	83	58
P/B	3	3	3	3
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。