

# 深信服 (300454.SZ)

## 云业务增长较快, 净现金流创新高

优于大市

### 核心观点

**25年业绩实现反弹。**公司发布2025年报, 公司全年实现收入80.43亿元(+6.96%), 归母净利润3.93亿元(+99.52%), 扣除股份支付影响后的净利润为5.56亿元(+92.49%), 扣非归母净利润3.04亿元(+296.38%)。单Q4来看, 公司实现收入29.18亿元(+1.09%), 归母净利润4.73亿元(-39.04%), 扣非归母净利润4.40亿元(-39.49%)。全年增长回暖, 主要得益于云业务、海外市场及国内KA市场收入实现较快增长, 其中海外收入5.99亿元(+24.49%)。

**云计算增长较快, 网安业务依然承压。**25年公司云计算业务收入40.10亿元(+18.50%), 主要受益于信创建设和国产化替代进程的深入推进, 公司持续加大对VMware的替代。其中SDDC产品线(主要为超融合HCI产品)继续保持10%以上的增长; 超融合在2025Q3以16.5%、31.2%的市场占有率位居中国超融合整体市场以及全栈超融合市场“双第一”。同时公司分布式存储业务EDS收入也实现快速增长。网安业务实现35.40亿元(-2.46%), 行业需求依然承压。基础网络及物联网业务收入4.93亿元(-2.69%), 国内企业级无线及交换机市场竞争依旧激烈。分行业来看, 公司企业市场收入38.19亿元(+9.53%), 政府及事业单位收入34.45亿元(+4.50%), 金融及其他收入7.78亿元(+5.77%)。

**净现金流达到历史最好水平, 合同负债稳定增长。**25年公司经营活动产生的现金流量净额达到13.42亿元(+65.29%)。公司合同负债18.17亿元(+12.09%), 其他非流动负债7.73亿元(+35.14%), 整体持续增长。在存储持续涨价的背景下, 公司也提前加大了库存储备, 公司存货达到8.61亿元(+153%), 主要是原材料增长较多。公司提效降本持续显现, 三费(研发、销售、管理费用)整体同比减少1.15%, 三费占营业收入比重同比减少5.05个百分点。在下游IT支出依然不景气下, 公司各项经营指标持续回暖, 基本面开始持续好转。

**风险提示:** AI产业发展不及预期; 行业竞争加剧; 下游IT开支收紧。

**投资建议:** 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。由于当前各行业下游恢复有限, 下调盈利预测, 预计2026-2028年归母净利润5.95/8.32/10.89亿元(原26-27年预测为7.64/10.09亿元), 当前股价对应PE=75/53/41x。由于公司25年实现触底回升, 且虚拟化、AICP等产品在AI infra中占据重要地位, 26年有望受益AI基础设施快速发展, 维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,520	8,043	8,916	10,069	11,427
(+/-%)	-1.9%	7.0%	10.9%	12.9%	13.5%
净利润(百万元)	197	393	595	832	1089
(+/-%)	-0.5%	99.5%	51.5%	39.7%	30.9%
每股收益(元)	0.46	0.91	1.38	1.93	2.52
EBIT Margin	-6.0%	-3.1%	0.1%	2.1%	4.2%
净资产收益率(ROE)	2.1%	4.1%	5.8%	7.6%	9.1%
市盈率(PE)	226.8	113.7	75.0	53.7	41.0
EV/EBITDA	-198.2	-855.6	536.9	170.0	92.5
市净率(PB)	4.87	4.60	4.36	4.06	3.72

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	101.72元
总市值/流通市值	43898/29296百万元
52周最高价/最低价	188.00/81.88元
近3个月日均成交额	1935.58百万元

#### 市场走势



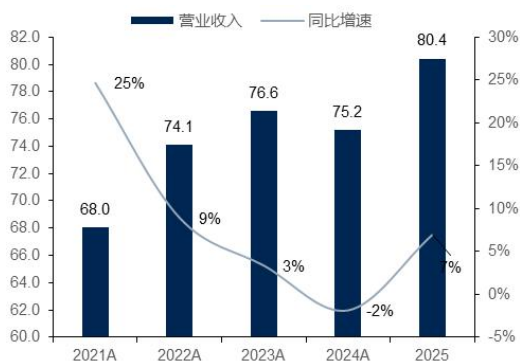
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《深信服(300454.SZ)-三季度增速回升, 云和AI基础设施持续突破》——2025-10-28
- 《深信服(300454.SZ)-单Q2实现盈利, 云业务增长26%》——2025-08-22
- 《深信服(300454.SZ)-合同负债增长超20%, AICP和一朵云迎智能增长动能》——2025-03-31
- 《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

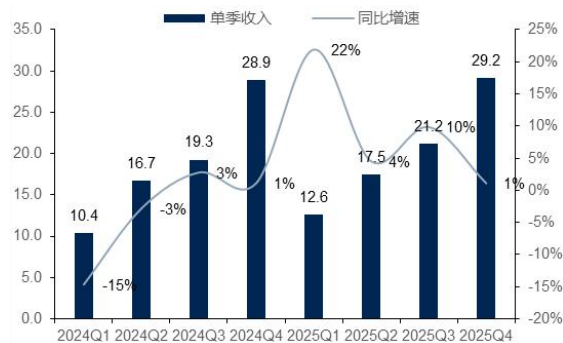
公司发布 2025 年报，公司全年实现收入 80.43 亿元 (+6.96%)，归母净利润 3.93 亿元 (+99.52%)，扣除股份支付影响后的净利润为 5.56 亿元 (+92.49%)，扣非归母净利润 3.04 亿元(+296.38%)。单 Q4 来看，公司实现收入 29.18 亿元(+1.09%)，归母净利润 4.73 亿元 (-39.04%)，扣非归母净利润 4.40 亿元 (-39.49%)。全年增长回暖，主要得益于云业务、海外市场及国内 KA 市场收入实现较快增长，其中海外收入 5.99 亿元 (+24.49%)。

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、%)



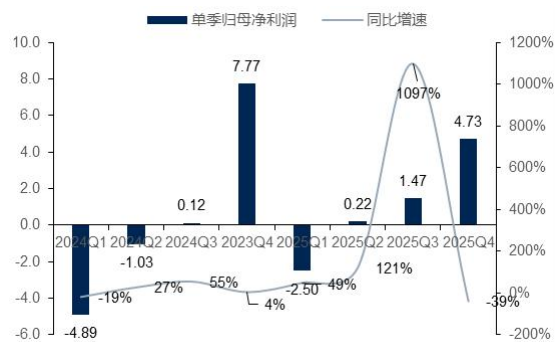
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

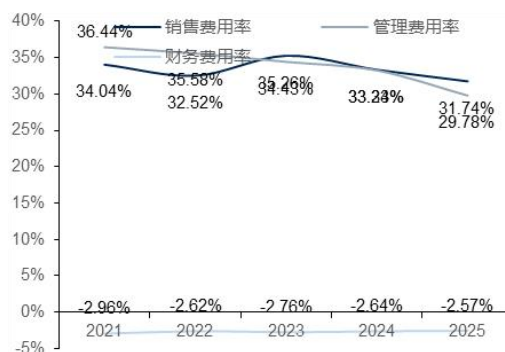
由于云计算业务占比持续提升，公司整体毛利率呈现下行趋势。公司提效降本持续显现，三费（研发、销售、管理费用）整体同比减少 1.15%，三费占营业收入比重同比减少 5.05 个百分点。

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

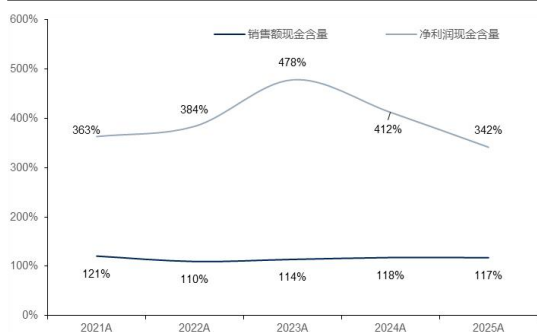
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包含研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

25 年公司经营活动产生的现金流量净额达到 13.42 亿元 (+65.29%)。公司合同负债 18.17 亿元 (+12.09%)，其他非流动负债 7.73 亿元 (+35.14%)，整体持续增长。在存储持续涨价的背景下，公司也提前加大了库存储备，公司存货达到 8.61 亿元 (+153%)，主要是原材料增长较多。

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。由于当前各行业下游恢复有限，下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 5.95/8.32/10.89 亿元 (原 26-27 年预测为 7.64/10.09 亿元)，当前股价对应 PE=75/53/41x。由于公司 25 年实现触底回升，且虚拟化、AICP 等产品在 AI infra 中占据重要地位，26 年有望受益 AI 基础设施快速发展，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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	525	535	8000	5000	5000	营业收入	7520	8043	8916	10069	11427
应收款项	852	805	892	1008	1143	营业成本	2898	3273	3751	4260	4844
存货净额	340	861	1016	1153	1313	营业税金及附加	66	70	77	87	99
其他流动资产	1045	1298	1439	1625	1844	销售费用	2507	2553	2586	2819	3085
<b>流动资产合计</b>	<b>6904</b>	<b>9350</b>	<b>17199</b>	<b>14637</b>	<b>15151</b>	管理费用	382	340	349	373	410
固定资产	1130	1071	1074	1056	1030	研发费用	2118	2055	2140	2316	2514
无形资产及其他	267	259	249	240	231	财务费用	(198)	(206)	(190)	(236)	(226)
投资性房地产	6449	5483	5483	5483	5483	投资收益	112	54	50	50	50
长期股权投资	474	486	498	510	522	资产减值及公允价值变动	26	(3)	(10)	(15)	(15)
<b>资产总计</b>	<b>15222</b>	<b>16648</b>	<b>24503</b>	<b>21925</b>	<b>22417</b>	其他收入	(1793)	(1697)	(1770)	(1926)	(2104)
短期借款及交易性金融负债	247	46	7222	3144	1797	营业利润	211	368	613	875	1145
应付款项	907	1507	1538	1744	1986	营业外净收支	(7)	13	1	1	1
其他流动负债	3073	3384	3333	3713	4159	<b>利润总额</b>	<b>204</b>	<b>380</b>	<b>614</b>	<b>876</b>	<b>1146</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4228</b>	<b>4937</b>	<b>12093</b>	<b>8601</b>	<b>7941</b>	所得税费用	8	(12)	18	44	57
长期借款及应付债券	1155	1192	1192	1192	1192	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	671	823	975	1127	1279	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>197</b>	<b>393</b>	<b>595</b>	<b>832</b>	<b>1089</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1827</b>	<b>2015</b>	<b>2167</b>	<b>2319</b>	<b>2471</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6054</b>	<b>6952</b>	<b>14260</b>	<b>10920</b>	<b>10412</b>	净利润	197	393	595	832	1089
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	13	(18)	1	0	(0)
股东权益	9168	9696	10242	11005	12004	折旧摊销	194	188	97	113	121
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15222</b>	<b>16648</b>	<b>24503</b>	<b>21925</b>	<b>22417</b>	公允价值变动损失	(26)	3	10	15	15
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(198)	(206)	(190)	(236)	(226)
每股收益	0.46	0.91	1.38	1.93	2.52	营运资本变动	248	1284	(251)	301	324
每股红利	0.12	0.08	0.11	0.16	0.21	其它	(13)	18	(1)	(0)	0
每股净资产	21.22	22.45	23.71	25.48	27.79	<b>经营活动现金流</b>	<b>613</b>	<b>1867</b>	<b>451</b>	<b>1261</b>	<b>1550</b>
ROIC	-3.91%	-0.54%	2%	4%	8%	资本开支	0	(94)	(101)	(101)	(101)
ROE	2.15%	4.05%	6%	8%	9%	其它投资现金流	170	(1710)	0	0	0
毛利率	61%	59%	58%	58%	58%	<b>投资活动现金流</b>	<b>106</b>	<b>(1816)</b>	<b>(113)</b>	<b>(113)</b>	<b>(113)</b>
EBIT Margin	-6%	-3%	0%	2%	4%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-1%	1%	3%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	7%	11%	13%	13%	支付股利、利息	(50)	(33)	(49)	(69)	(90)
净利润增长率	-0%	100%	52%	40%	31%	其它融资现金流	(830)	23	7176	(4079)	(1347)
资产负债率	40%	42%	58%	50%	46%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(931)</b>	<b>(41)</b>	<b>7127</b>	<b>(4148)</b>	<b>(1437)</b>
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(212)</b>	<b>10</b>	<b>7465</b>	<b>(3000)</b>	<b>0</b>
P/E	226.8	113.7	75.0	53.7	41.0	货币资金的期初余额	737	525	535	8000	5000
P/B	4.9	4.6	4.4	4.1	3.7	货币资金的期末余额	525	535	8000	5000	5000
EV/EBITDA	(198.2)	(855.6)	536.9	170.0	92.5	企业自由现金流	0	1121	(243)	516	795
						权益自由现金流	0	1144	7118	(3339)	(336)

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

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