

深信服 (300454.SZ)

2025 年 02 月 23 日

全面向 AI 升级，迎来发展新机遇

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈宝健（分析师）

刘逍遥（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

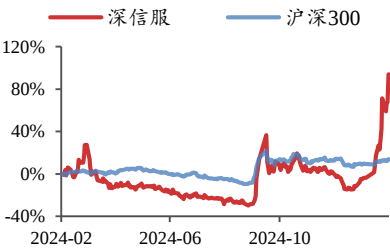
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

日期	2025/2/21
当前股价(元)	119.56
一年最高最低(元)	122.73/42.70
总市值(亿元)	504.40
流通市值(亿元)	332.65
总股本(亿股)	4.22
流通股本(亿股)	2.78
近 3 个月换手率(%)	173.49

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩符合预期，现金流表现优异—公司信息更新报告》-2024.4.10

● 高度看好公司长期发展，维持“买入”评级

考虑下游客户的投入仍然谨慎，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 1.97、4.20、5.62 亿元（原预测为 3.06、5.18、6.75 亿元），EPS 分别为 0.47、1.00、1.33 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 256.3、120.1、89.8 倍，考虑公司在云与网安领域的领军地位及长期成长性，维持“买入”评级。

● 业绩基本符合预期，费用管控成效突出

（1）公司发布业绩快报，2024 年全年预计实现营业收入 75.20 亿元，同比下滑 1.86%；预计实现归母净利润 1.97 亿元，同比下滑 0.49%；预计实现扣非归母净利润 7585.88 万元，同比下滑 31.32%，业绩基本符合预期。

（2）公司综合毛利率同比下降约 3.67%，主要受国内市场激烈的竞争和公司业务结构变化（毛利较低的云计算业务占比进一步提升）等因素影响。

（3）公司加强人员及费用管控，公司三费（研发、销售、管理费用）合计下降约 6.25%。

● 一朵云全面向 AI 升级，降低大模型整体使用成本

公司近期宣布一朵云全面向 AI 升级，（1）线下基础设施从传统业务承载平台向智算承载平台升级，广泛适配包括 DeepSeek 在内的最新大模型。（2）线上托管云上线全新 AI 服务目录，提供 DeepSeek 等企业级大模型服务，用户可通过订阅来快速获取 AI 能力。（3）全新发布 AI 应用创新平台，助力用户快速构建大模型应用，让 AI 应用的开发和运营变得更简单。向 AI 升级后，公司能够提供 HCI+AICP 新一代超融合解决方案，全面优化推理性能，让跑在一朵云上的大模型应用可以实现推理性能的大幅提升，降低大模型整体使用成本。我们认为 Deepseek 开启 AI 平权时代，大模型的私有化部署需求旺盛，公司作为国内 AI 基础设施领先厂商之一，有望迈入新发展时代。

● **风险提示：**政府财政支出紧张风险；市场竞争加剧风险；新业务进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,413	7,662	7,520	8,273	9,414
YOY(%)	8.9	3.4	-1.9	10.0	13.8
归母净利润(百万元)	194	198	197	420	562
YOY(%)	-28.8	1.9	-0.5	113.3	33.8
毛利率(%)	63.8	65.1	61.5	61.2	60.4
净利率(%)	2.6	2.6	2.6	5.1	6.0
ROE(%)	2.5	2.3	2.2	4.5	5.7
EPS(摊薄/元)	0.46	0.47	0.47	1.00	1.33
P/E(倍)	259.8	255.0	256.3	120.1	89.8
P/B(倍)	6.5	5.8	5.7	5.4	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6009	6953	8265	8853	10617
现金	1406	737	2712	3071	4187
应收票据及应收账款	821	903	571	808	1284
其他应收款	50	69	231	0	162
预付账款	23	29	26	33	35
存货	274	383	306	463	432
其他流动资产	3435	4830	4419	4478	4517
非流动资产	6174	8076	7071	7215	7360
长期投资	394	410	483	530	581
固定资产	377	312	285	249	290
无形资产	275	271	258	245	232
其他非流动资产	5129	7083	6045	6190	6257
资产总计	12183	15029	15337	16069	17978
流动负债	3908	4469	4873	5411	6993
短期借款	791	826	826	826	826
应付票据及应付账款	741	975	473	1667	1317
其他流动负债	2376	2668	3575	2919	4850
非流动负债	555	1752	1478	1266	1045
长期借款	0	1118	894	671	447
其他非流动负债	555	635	583	596	598
负债合计	4463	6221	6351	6677	8038
少数股东权益	0	2	3	4	5
股本	416	420	422	422	422
资本公积	4526	5184	5184	5184	5184
留存收益	2931	3129	3312	3704	4224
归属母公司股东权益	7720	8805	8983	9388	9935
负债和股东权益	12183	15029	15337	16069	17978

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	746	947	962	620	1233
净利润	194	199	197	421	563
折旧摊销	214	214	160	177	115
财务费用	-195	-212	-187	-176	-229
投资损失	-27	-72	-87	-113	-147
营运资金变动	112	315	895	309	933
其他经营现金流	447	503	-16	2	-2
投资活动现金流	-424	-3107	949	-210	-111
资本支出	462	328	-141	-72	23
长期投资	-239	-3018	-74	-53	-51
其他投资现金流	-200	-5796	734	-336	-139
筹资活动现金流	495	1432	64	-50	-7
短期借款	764	35	0	0	0
长期借款	0	1118	-224	-224	-224
普通股增加	-0	4	2	0	0
资本公积增加	303	658	0	0	0
其他筹资现金流	-572	-383	285	173	216
现金净增加额	816	-728	1975	359	1116

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7413	7662	7520	8273	9414
营业成本	2682	2672	2896	3210	3730
营业税金及附加	71	73	72	79	90
营业费用	2411	2702	2421	2565	2918
管理费用	390	372	338	347	395
研发费用	2248	2266	2011	2110	2259
财务费用	-195	-212	-187	-176	-229
资产减值损失	-6	-9	-52	-63	-76
其他收益	394	373	223	288	316
公允价值变动收益	16	1	2	2	2
投资净收益	27	72	87	113	147
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	204	209	228	478	640
营业外收入	22	6	6	8	11
营业外支出	7	12	15	20	26
利润总额	219	204	219	467	625
所得税	25	5	22	46	62
净利润	194	199	197	421	563
少数股东损益	0	1	0	1	1
归属母公司净利润	194	198	197	420	562
EBITDA	439	519	410	633	700
EPS(元)	0.46	0.47	0.47	1.00	1.33

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.9	3.4	-1.9	10.0	13.8
营业利润(%)	-18.1	2.4	9.0	110.2	33.8
归属于母公司净利润(%)	-28.8	1.9	-0.5	113.3	33.8
获利能力					
毛利率(%)	63.8	65.1	61.5	61.2	60.4
净利率(%)	2.6	2.6	2.6	5.1	6.0
ROE(%)	2.5	2.3	2.2	4.5	5.7
ROIC(%)	2.2	2.6	2.0	3.5	4.4
偿债能力					
资产负债率(%)	36.6	41.4	41.4	41.6	44.7
净负债比率(%)	-0.1	21.5	-2.1	-8.1	-21.1
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5
速动比率	1.0	0.8	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	10.7	8.9	10.2	12.0	9.0
应付账款周转率	4.7	3.1	4.0	3.0	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.47	0.47	1.00	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.77	2.24	2.28	1.47	2.92
每股净资产(最新摊薄)	18.30	20.63	21.04	22.00	23.30
估值比率					
P/E	259.8	255.0	256.3	120.1	89.8
P/B	6.5	5.8	5.7	5.4	5.1
EV/EBITDA	111.6	96.9	117.6	75.3	66.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn