

信义山证汇通天下

证券研究报告

云基础设施服务

深信服 (300454.SZ)

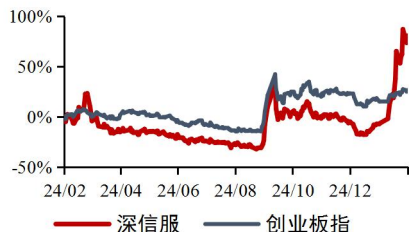
增持-A(维持)

全年业绩符合预期，AI 算力布局全面升级

2025 年 2 月 27 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➤ 2月21日，公司发布2024年度业绩快报，其中，2024全年公司实现收入75.20亿元，同比减少1.86%；全年实现归母净利润1.97亿元，同比减少0.49%，实现扣非净利润0.76亿元，同比减31.32%。2024年第四季度公司实现收入28.86亿元，同比微增1.13%；四季度实现归母净利润7.77亿元，同比增4.46%，实现扣非净利润7.27亿元，同比增2.06%。

事件点评

➤ 收入端降幅逐步收窄，费用端管控效果显著。2024年，公司收入逐步改善，三季度开始恢复同比增长，但由于下游金融等行业客户需求仍较弱，公司全年营收仍小幅下滑。2024年公司毛利率较上年同期下降约3.67个百分点，主要是由云计算业务占比提升以及市场竞争加剧所致。在费用端，得益于公司进一步推行降本增效，2024年公司销售、管理、研发合计费用率较上年同期下降约6.25个百分点。而受理财投资收益及参股投资企业公允价值变动等因素影响，2024年公司实现非经常性损益约1.21亿元，较23年的0.87亿元增加了0.34亿元，导致扣非净利润出现较大幅度的下滑。

➤ 公司安全GPT与AI算力平台实现AI应用及算力的全面布局。其中深信服安全GPT是国内率先推出的安全垂类大模型，基于安全GPT+XDR能够帮助用户实现安全运营的“自动驾驶”。同时公司24年在国内率先推出AICP算力平台，并且一朵云平台实现全面AI升级，具体包括：1) 打造HCI+AICP的新一代超融合解决方案，实现增加一台GPU节点就能基于本地集群快速部署DeepSeek等企业级大模型，用AICP算力平台承载DeepSeek实现5-10倍的性能提升；2) 托管云上线新的AI服务目录，提供DeepSeek等企业级大模型服务，用户可通过订阅获取AI能力；3) 推出AI应用创新平台，帮助用户快速构建智能客服、知识问答系统等高质量的RAG应用。

投资建议

➤ 公司作为国内网络安全及云计算领导厂商，AI需求爆发有望带动公司业务高速增长，调整盈利预测，预计公司2024-2026年EPS分别为0.46\1.08\1.45，对应公司2月26日收盘价115.51元，2024-2026年PE分别为249.12\106.79\79.50，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 产品迭代不及预期；宏观经济下行风险；市场竞争加剧风险；业绩快报未经会计师事务所审计，与年度报告中披露的最终数据可能存在差异的风险。

市场数据：2025 年 2 月 26 日

收盘价(元):	115.51
年内最高/最低(元):	122.73/42.70
流通A股/总股本(亿股):	2.78/4.22
流通A股市值(亿元):	321.43
总市值(亿元):	487.29

基础数据：2024 年 9 月 30 日

基本每股收益(元):	-1.38
摊薄每股收益(元):	-1.38
每股净资产(元):	19.77
净资产收益率(%):	-6.98

资料来源：最闻

分析师：

方闻千

执业登记编码：S0760524050001

邮箱：fangwenqian@sxqx.com



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,413	7,662	7,520	8,409	9,577
YoY(%)	8.9	3.4	-1.9	11.8	13.9
净利润(百万元)	194	198	196	456	613
YoY(%)	-28.8	1.9	-1.1	133.3	34.3
毛利率(%)	63.8	65.1	61.5	61.0	60.7
EPS(摊薄/元)	0.46	0.47	0.46	1.08	1.45
ROE(%)	2.5	2.3	2.3	5.0	6.3
P/E(倍)	250.96	246.32	249.12	106.79	79.50
P/B(倍)	6.3	5.6	5.5	5.2	4.9
净利率(%)	2.6	2.6	2.6	5.4	6.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6009	6953	6935	7863	8652	营业收入	7413	7662	7520	8409	9577
现金	1406	737	1076	1670	2556	营业成本	2682	2672	2898	3280	3760
应收票据及应收账款	821	903	529	986	571	营业税金及附加	71	73	76	82	93
预付账款	23	29	30	32	39	营业费用	2411	2702	2321	2367	2629
存货	274	383	495	343	640	管理费用	390	372	308	320	372
其他流动资产	3486	4900	4805	4832	4847	研发费用	2248	2266	2142	2382	2656
非流动资产	6174	8076	8262	8180	8059	财务费用	-195	-212	-158	-207	-270
长期投资	394	410	492	584	692	资产减值损失	-39	-28	-34	-38	-41
固定资产	377	312	703	630	443	公允价值变动收益	16	1	4	7	4
无形资产	275	271	315	316	315	投资净收益	27	72	47	53	50
其他非流动资产	5129	7083	6752	6650	6609	营业利润	204	209	210	488	667
资产总计	12183	15029	15198	16043	16711	营业外收入	22	6	5	5	5
流动负债	3908	4469	4667	5328	5644	营业外支出	7	12	12	12	12
短期借款	791	826	808	817	813	利润总额	219	204	203	481	660
应付票据及应付账款	741	975	887	1221	1195	所得税	25	5	1	9	26
其他流动负债	2376	2668	2972	3290	3636	税后利润	194	199	202	472	634
非流动负债	555	1752	1541	1289	1028	少数股东损益	0	1	7	16	21
长期借款	0	1118	907	654	393	归属母公司净利润	194	198	196	456	613
其他非流动负债	555	635	635	635	635	EBITDA	452	526	474	854	1070
负债合计	4463	6221	6209	6616	6671	主要财务比率					
少数股东权益	0	2	9	24	45	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	416	420	420	420	420	成长能力					
资本公积	4526	5184	5184	5184	5184	营业收入(%)	8.9	3.4	-1.9	11.8	13.9
留存收益	2931	3129	3316	3753	4346	营业利润(%)	-18.1	2.4	0.4	132.4	36.7
归属母公司股东权益	7720	8805	8980	9403	9995	归属于母公司净利润(%)	-28.8	1.9	-1.1	133.3	34.3
负债和股东权益	12183	15029	15198	16043	16711	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	63.8	65.1	61.5	61.0	60.7
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	2.6	2.6	2.6	5.4	6.4
经营活动现金流	746	947	591	839	1099	ROE(%)	2.5	2.3	2.3	5.0	6.3
净利润	194	199	202	472	634	ROIC(%)	2.3	2.7	2.4	4.5	5.6
折旧摊销	214	214	201	317	373	偿债能力					
财务费用	-195	-212	-158	-207	-270	资产负债率(%)	36.6	41.4	40.9	41.2	39.9
投资损失	-27	-72	-47	-53	-50	流动比率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
营运资金变动	112	315	398	318	417	速动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
其他经营现金流	447	503	-4	-7	-4	营运能力					
投资活动现金流	-424	-3107	-335	-175	-198	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
筹资活动现金流	495	1432	83	-70	-16	应收账款周转率	10.7	8.9	10.5	11.1	12.3
						应付账款周转率	4.7	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.47	0.46	1.08	1.45	P/E	251.0	246.3	249.1	106.8	79.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.77	2.24	1.40	1.99	2.60	P/B	6.3	5.6	5.5	5.2	4.9
每股净资产(最新摊薄)	18.30	20.63	21.04	22.04	23.45	EV/EBITDA	103.9	91.9	101.2	55.2	43.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

