

计算机

2025 年 02 月 28 日

深信服 (300454)

——业绩符合预期，AI 边界扩张

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：近日，公司发布业绩快报。**根据公司公告，2024 年收入 75.20 亿元（同比-1.86%），归母净利润 1.97 亿元（同比-0.49%），扣非归母净利润 0.76 亿元（同比-31.32%）。单 Q4 来看，公司收入 28.86 亿元（同比+1.13%），归母净利润 7.77 亿元（同比+4.46%），扣非归母净利润 7.26 亿元（同比+2.06%）。**业绩符合预期。**
- **业绩边际改善，云业务或体现 AI 拉动。**根据公司公告，全年来看，国内行业客户需求仍较弱是公司营收下滑主因。公司综合毛利率同比约-3.67%，国内市场竞争激烈，以及云计算业务占比提升为主因。公司三费（研发、销售、管理费用）合计同比约-6.25%，降本增效成果显著。理财投资收益、参股投资企业公允价值变动等形成大额非经常性损益。单 Q4 来看，公司收入保持同比增长，由于安全需求有后周期特点，预计云业务增长韧性源自 AI 需求和渠道优势。
- **AI 基建成为趋势，私有化部署如火如荼。**1) 阿里云已经验证 AI 需求大趋势。根据科创板日报，阿里云 FY25Q3 单季度 Capex317.75 亿元，环比接近+80%。未来三年，阿里的云和 AI 基建投入预计超过过去 10 年总和。2) 云需求的形态在扩散。大模型私有化部署有本地化、定制化、长期低成本等优势。根据环球时报，一些企业和个人纷纷开始搭建 DeepSeek 大模型的私有化部署。3) 私有化部署的行业在扩张。近日，国资委发布央企 AI+ 专项行动，注重高价值场景的 AI 落地；根据珠江新闻，深圳福田区推出 70 名“AI 数智员工”，覆盖公文处理等 240 个政务场景，效率大幅提升。
- **AI 能力升级的一朵云，公司稀缺性提升。**1) 定位新一代 IT 基础设施。线下基础设施向智算承载平台升级，公司基于软件定义和混合云同架构，广泛适配最新大模型。2) “AI First”战略。业界首发安全 GPT，客户反馈安全 GPT 真正达到 3-5 年安全专家的水平，产品端验证 AI 能力。3) 前瞻发布 AICP 算力平台。实现“一键训练”，在多实例、并发推理场景中可实现 5-10 倍的性能提升。4) 发布 AI 应用创新平台。通过“运营→评估→调优”闭环，实现 AI 应用“越用越聪明”，助力用户更简单地完成 AI 应用的开发和运营。
- **投资分析意见：维持“买入”评级。**公司曾在 24Q1 调整市场销售策略和组织架构，24 年下半年调整效果持续显现。预计 2025 年 AI 基建形成云计算强β，公司拥有 AI 能力升级的一朵云，有望上攻更多大客户。上调盈利预测，预计 24-26 收入预测值 75.20/82.26/90.50 亿元（前值 77.33/81.72/86.40 亿元），归母净利润预测值 1.97/3.67/5.07 亿元（前值 2.54/3.54/4.48 亿元）。维持“买入”评级。
- **风险提示：安全业务恢复较慢；安全与云计算业务竞争加大；头部客户突破缓慢等。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7,662	4,634	7,520	8,226	9,050
同比增长率 (%)	3.4	-3.6	-1.9	9.4	10.0
归母净利润 (百万元)	198	-580	197	367	507
同比增长率 (%)	1.9	-	-0.6	86.8	37.9
每股收益 (元/股)	0.47	-1.38	0.47	0.87	1.20
毛利率 (%)	65.1	60.6	61.5	61.5	62.1
ROE (%)	2.2	-7.0	2.2	4.0	5.2
市盈率	218		219	117	85

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 02 月 28 日

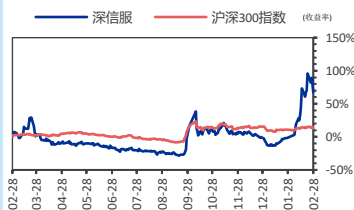
收盘价 (元)	102.06
一年内最高/最低 (元)	122.73/42.70
市净率	5.3
股息率% (分红/股价)	0.05
流通 A 股市值 (百万元)	28,396
上证指数/深证成指	3,320.90/10,611.24

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	19.53
资产负债率%	39.75
总股本/流通 A 股 (百万)	422/278
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

联系人

徐平平
(8621)23297818x
xupp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,413	7,662	7,520	8,226	9,050
其中: 营业收入	7,413	7,662	7,520	8,226	9,050
减: 营业成本	2,682	2,672	2,898	3,170	3,428
减: 税金及附加	71	73	90	99	109
主营业务利润	4,660	4,917	4,532	4,957	5,513
减: 销售费用	2,411	2,702	2,613	2,673	2,839
减: 管理费用	390	372	359	371	390
减: 研发费用	2,248	2,266	2,034	2,150	2,288
减: 财务费用	-195	-212	-79	-62	-70
经营性利润	-194	-211	-395	-175	66
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-33	-20	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-6	-9	-6	3	0
加: 投资收益及其他	421	445	594	564	490
营业利润	204	209	193	393	557
加: 营业外净收入	15	-5	4	3	4
利润总额	219	204	197	396	561
减: 所得税	25	5	0	28	53
净利润	194	199	197	368	508
少数股东损益	0	1	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	194	198	197	367	507

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。