

深信 AI，云服天下

2025 年 03 月 30 日

► **事件概述：**2025 年 3 月 28 日，深信服发布 2024 年度报告，2024 年公司实现营收 75.2 亿元，同比下降 1.86%；归母净利润 1.97 亿元，同比下降 0.49%；基本每股收益 0.47 元；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.63 元（含税）。

► **企业客户需求韧性强劲，云计算业务占比提升推动毛利率稍降。**2024 年，受国内经济增速放缓、网络安全等级保护建设渐趋成熟等因素影响，客户对网络安全产品的采购需求呈现结构性收缩，但由于企业客户对 IT 建设的需求韧性较好以及公司在企业客户领域加大了资源投入，企业客户收入同比增长 1.82%。2024 年，公司整体毛利率为 61.47%，同比下降 3.66 个百分点，主要是受国内市场激烈的竞争和毛利较低的云计算业务占比提升等因素影响。公司持续实施降本增效措施，2024 年研发、销售、管理费用整体同比减少 6.25%。

► **产品线持续迭代升级，AI 场景下数据中心云化驱动云计算业务增长。**1) **网络安全业务：实现营收 36.29 亿元，同比减少 6.75%**，占公司整体收入比重为 48.27%。公司调整产品策略，重点发展基于云服务和产品服务化的核心安全能力，培育的 XDR、安全托管服务（MSS）等战略业务增速较快。因下一代防火墙、全网行为管理等成熟产品线的收入减少，而网络安全新产品和服务收入规模仍较小，对安全业务整体增长的拉动效果尚不明显，公司网络安全业务板块未能实现增长；2) **云计算及 IT 基础设施业务：实现营收 33.84 亿元，同比增长 9.51%**，占公司整体收入比重为 45.00%，其中，SDDC 产品线（主要为超融合 HCI 产品）、托管云、分布式存储业务 EDS 收入保持增长。2024 年，公司线上线下一“一朵云”战略进一步落地，通过云端智能大脑、云间互联以及丰富的解决方案，帮助客户通过订阅云上服务、托管云、混合云等多种灵活的方式获得能力。此外，公司发布的 AI 算力平台 AICP 降低了用户应用大模型 AI 技术的门槛，帮助用户快速迭代和落地 AI 业务；3) **基础网络及物联网业务：实现营收 5.06 亿元，同比减少 25.53%**，占公司整体收入比重为 6.73%。受限于下游客户需求恢复较慢以及竞争加剧等因素，信锐网科在传统商业市场的收入有所下滑。

► **秉持“AI First”战略，AI 与传统业务融合塑造增长点。**深信服始终坚持“AI First”战略，在各个产品中不断落地 AI 技术和能力，如安全 GPT、AICP、AI PaaS、SAVE 3.0、AIOps 等。未来公司将继续探索 AI 与网安、云计算融合的创新业务产品，持续加码安全 GPT、AICP 等创新业务，推动创新业务商业化成功。

► **投资建议：**积极看待深信服云计算业务收入快速增长以及公司混合云+AI 构建安全 GPT+订阅服务基座到能力再到商业模式多维共振，预计公司 2025-2027 年营收分别为 87.74、105.78、127.9 亿元，EPS 分别为 0.76、0.95、1.20 元，2025 年 3 月 28 日收盘价对应市盈率 136、108、86 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**技术发展不确定，行业竞争加剧

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,520	8,774	10,578	12,790
增长率（%）	-1.9	16.7	20.6	20.9
归属母公司股东净利润（百万元）	197	319	401	507
增长率（%）	-0.5	61.9	25.9	26.5
每股收益（元）	0.47	0.76	0.95	1.20
PE	221	136	108	86
PB	4.7	4.6	4.4	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

103.01 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 杨立天

执业证书：S0100524100001

邮箱：yanglitian@mszq.com

相关研究

1.深信服 (300454.SZ) 公司点评：云化战略下的深信服：安全赋能、智算一体-2025/02/18

2.深信服 (300454.SZ) 2023 年年报点评：营收增长企稳，AI 与海外业务有望带来新增长点-2024/04/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,520	8,774	10,578	12,790
营业成本	2,898	3,094	3,676	4,322
营业税金及附加	66	88	106	128
销售费用	2,507	2,729	3,290	4,086
管理费用	382	439	529	639
研发费用	2,118	2,597	3,174	3,837
EBIT	-104	247	309	388
财务费用	-198	-2	-9	-19
资产减值损失	-21	-9	-10	-12
投资收益	112	88	106	128
营业利润	211	329	413	523
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	204	329	413	523
所得税	8	10	12	16
净利润	197	319	401	507
归属于母公司净利润	197	319	401	507
EBITDA	176	550	629	723

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	525	1,052	1,938	2,764
应收账款及票据	826	980	1,181	1,428
预付款项	28	31	37	43
存货	340	421	500	588
其他流动资产	5,184	5,234	5,254	5,258
流动资产合计	6,904	7,719	8,910	10,081
长期股权投资	474	474	474	474
固定资产	837	935	1,000	1,043
无形资产	267	317	317	317
非流动资产合计	8,318	8,359	8,363	8,361
资产合计	15,222	16,077	17,273	18,442
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	907	1,289	1,532	1,801
其他流动负债	3,321	3,521	4,116	4,562
流动负债合计	4,228	4,810	5,648	6,363
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,827	1,827	1,827	1,827
非流动负债合计	1,827	1,827	1,827	1,827
负债合计	6,054	6,637	7,474	8,189
股本	422	422	422	422
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9,168	9,441	9,799	10,253
负债和股东权益合计	15,222	16,077	17,273	18,442

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.86	16.69	20.56	20.90
EBIT 增长率	-35.49	337.53	25.16	25.46
净利润增长率	-0.49	61.88	25.85	26.53
盈利能力 (%)				
毛利率	61.47	64.74	65.25	66.21
净利率	2.62	3.63	3.79	3.97
总资产收益率 ROA	1.29	1.98	2.32	2.75
净资产收益率 ROE	2.15	3.38	4.09	4.95
偿债能力				
流动比率	1.63	1.60	1.58	1.58
速动比率	0.83	0.88	0.94	1.01
现金比率	0.12	0.22	0.34	0.43
资产负债率 (%)	39.77	41.28	43.27	44.40
经营效率				
应收账款周转天数	38.51	34.50	35.86	35.81
存货周转天数	44.92	44.30	45.12	45.34
总资产周转率	0.50	0.56	0.63	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.76	0.95	1.20
每股净资产	21.73	22.38	23.23	24.30
每股经营现金流	1.92	1.97	2.73	2.58
每股股利	0.06	0.10	0.13	0.16
估值分析				
PE	221	136	108	86
PB	4.7	4.6	4.4	4.2
EV/EBITDA	250.41	80.29	70.29	61.08
股息收益率 (%)	0.06	0.10	0.12	0.16

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	197	319	401	507
折旧和摊销	280	303	319	335
营运资金变动	643	267	498	329
经营活动现金流	812	833	1,150	1,089
资本开支	-406	-283	-264	-273
投资	-65	0	0	0
投资活动现金流	-170	-196	-158	-145
股权募资	104	0	0	0
债务募资	-625	0	0	0
筹资活动现金流	-843	-110	-106	-117
现金净流量	-201	527	885	826

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048