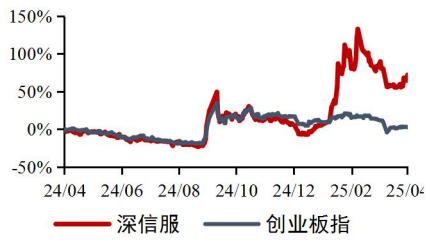
云基础设施服务　深信服（300454.SZ）　增持-A(维持)

一季度营收和净利润明显改善，25 年将重点发力 AICP 算力平台

2025 年 4 月 29 日　公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 4 月 29 日

收盘价（元）：	97.20
年内最高/最低（元）：	142.00/42.70
流通 A 股/总股本（亿股）：	2.78/4.22
流通 A 股市值（亿）：	270.44
总市值（亿）：	410.07

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	-0.59
摊薄每股收益(元)：	-0.59
每股净资产(元)：	21.34
净资产收益率(%)：	-2.77

资料来源：最闻

分析师：
方闻千
执业登记编码：S0760524050001
邮箱：fangwenqian@szxq.com
研究助理：
邹昕宸
邮箱：zouxinchen@sxzq.com

事件描述

➢ 4 月 24 日，公司发布 2025 年一季报，其中，2025 年一季度公司实现收入 12.62 亿元，同比增长 21.91%；一季度实现归母净利润-2.50 亿元，同比高增 48.93%，实现扣非净利润-2.61 亿元，同比高增 48.75%。

事件点评

➢ **云业务推动公司营收增长明显加速，持续降本增效下净利润大幅减亏。**由于今年一季度云业务订单增速较高，叠加去年同期收入基数较低，公司一季度收入增速显著提升。2025 年一季度公司毛利率达 60.38%，较上年同期提高 2.20 个百分点。在利润端，公司持续推行的降本增效举措效果显著，今年一季度公司销售、管理、研发费用率分别较上年同期降低 14.72、2.02、12.72 个百分点，受益于此，一季度公司净利率为-19.78%，较上年同期大幅提高 27.45 个百分点。此外，2025 年一季度公司经营性净现金流-8.31 亿元，同比增长 28.00%，主要是由一季度产品销售收到的现金增加以及购买原材料支付的货款减少所致。

➢ **AICP 算力平台是今年公司的重点发力产品，并有望推动营收持续改善。**24 年公司推出 AICP 算力平台，并打造了 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，基础设施在无需重构原有基础框架的情况下完成从传统承载平台向智算承载平台的升级，并且所有通算、智算的集群资源都可以在信服云管理平台 SCP 上进行统一纳管。HCI+AICP 的解决方案能够优化推理性能，在并发度高、吞吐量大的情况下，用户以极低的资源投入就能享受 5-10 倍的性能提升。目前，公司提供本地私有化部署和托管云订阅服务两种交付方式，并已兼容适配英伟达、昇腾、海光、天数智芯、沐曦、燧原等国内外主流算力芯片。

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云业务高速增长，同时人员优化将推动净利润加速释放，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.86\1.39\1.91，对应公司 4 月 29 日收盘价 97.20 元，2025-2027 年 PE 分别为 113.15\69.98\50.82，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。**

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,662	7,520	8,623	10,065	11,690
YoY(%)	3.4	-1.9	14.7	16.7	16.2
净利润(百万元)	198	197	362	586	807
YoY(%)	1.9	-0.5	84.1	61.7	37.7
毛利率(%)	65.1	61.5	60.2	59.4	59.0
EPS(摊薄/元)	0.47	0.47	0.86	1.39	1.91
ROE(%)	2.3	2.1	3.8	5.8	7.4
P/E(倍)	207.28	208.30	113.15	69.98	50.82
P/B(倍)	4.7	4.5	4.4	4.1	3.8
净利率(%)	2.6	2.6	4.2	5.8	6.9

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)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6953	6904	7522	8189	9314
现金	737	525	792	984	1256
应收票据及应收账款	903	826	771	802	893
预付账款	29	28	34	39	48
存货	383	340	387	436	465
其他流动资产	4900	5184	5538	5929	6653
非流动资产	8076	8318	8427	8537	8571
长期投资	410	474	568	681	756
固定资产	312	837	1034	1106	1108
无形资产	271	267	258	245	233
其他非流动资产	7083	6741	6566	6505	6474
资产总计	15029	15222	15949	16726	17885
流动负债	4469	4228	4821	5256	5854
短期借款	826	200	113	113	113
应付票据及应付账款	975	907	987	916	991
其他流动负债	2668	3120	3722	4227	4750
非流动负债	**1752**	**1827**	**1597**	**1365**	**1128**
长期借款	1118	1155	926	694	456
其他非流动负债	635	671	671	671	671
负债合计	6221	6054	6419	6621	6981
少数股东权益	2	0	0	1	2
股本	420	422	422	422	422
资本公积	5184	5395	5395	5395	5395
留存收益	3129	3392	3735	4299	5066
归属母公司股东权益	8805	9168	9531	10104	10902
负债和股东权益	15029	15222	15949	16726	17885

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	947	812	749	874	994
净利润	199	197	363	586	808
折旧摊销	214	221	195	255	308
财务费用	-212	-198	-226	-232	-226
投资损失	-72	-112	-69	-70	-81
营运资金变动	315	551	494	341	191
其他经营现金流	503	153	-8	-5	-6
投资活动现金流	-3107	-170	-575	-671	-702
筹资活动现金流	1432	-843	93	-12	-20
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.47	0.86	1.39	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	1.92	1.78	2.07	2.36
每股净资产(最新摊薄)	20.63	21.49	22.34	23.70	25.60

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7662	7520	8623	10065	11690
营业成本	2672	2898	3428	4082	4796
营业税金及附加	73	66	81	94	108
营业费用	2702	2507	2659	2863	3174
管理费用	372	382	354	353	364
研发费用	2266	2118	2348	2680	3043
财务费用	-212	-198	-226	-232	-226
资产减值损失	-28	-4	-27	-25	-24
公允价值变动收益	1	5	8	5	6
投资净收益	72	112	69	70	81
营业利润	209	211	380	625	844
营业外收入	6	4	4	4	4
营业外支出	12	11	11	11	11
利润总额	204	204	373	618	837
所得税	5	8	10	31	29
税后利润	199	197	363	586	808
少数股东损益	1	-0	0	0	1
归属母公司净利润	198	197	362	586	807
EBITDA	526	503	602	894	1155

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	3.4	-1.9	14.7	16.7	16.2
营业利润(%)	2.4	1.1	79.8	64.4	35.1
归属于母公司净利润(%)	1.9	-0.5	84.1	61.7	37.7
获利能力					
毛利率(%)	65.1	61.5	60.2	59.4	59.0
净利率(%)	2.6	2.6	4.2	5.8	6.9
ROE(%)	2.3	2.1	3.8	5.8	7.4
ROIC(%)	2.7	2.4	3.5	5.1	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	41.4	39.8	40.2	39.6	39.0
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	8.9	8.7	10.8	12.8	13.8
应付账款周转率	3.1	3.1	3.6	4.3	5.0
估值比率					
P/E	207.3	208.3	113.1	70.0	50.8
P/B	4.7	4.5	4.4	4.1	3.8
EV/EBITDA	77.7	80.4	65.9	43.5	32.8

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

深圳
广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

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

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