

证券研究报告

公司研究

点评报告

深信服(300454.SH)

投资评级:

上次评级:

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号: S1500522110006

邮箱: pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

业绩逐步恢复, AICP 平台升级打开云业务增长空间

2025 年 5 月 11 日

事件: 深信服发布 2025 年一季度报告, 公司 2025 年 Q1 实现营收 12.62 亿元, 同比增长 21.91%; 实现归母净利润-2.50 亿元, 亏损同比收窄 48.93%; 实现扣非净利润-2.61 亿元, 亏损同比收窄 48.75%。

- **云业务订单带动收入增长, 利润端同比亏损收窄。**收入端: 2025 年一季度实现营收 12.62 亿元, 同比增长 21.91%, 主要是由于今年第一季度公司云业务订单增速较好, 带动公司整体收入实现增长, 且公司去年同期收入基数较低。**利润端,** 公司 2025 年第一季度实现归母净利润-2.50 亿元, 亏损同比收窄 48.93%。此外, 2025 年一季度公司经营性净现金流同比增长 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贷款减少所致。
- **持续实施降本增效, 费用率整体下降。**费用方面, 公司提质增效效果明显。**2025 年一季度**公司销售/管理/研发费用分别为 5.90/0.85/4.88 亿元, 同比变化-7.28%/-6.28%/-8.29%, 三费费用合计 11.63 亿元, 同比下降 7.55%。毛利率方面, 公司毛利率同比提升 2.2pct 至 60.4%。
- **公司重点聚焦 AICP 算力平台, 推理性能显著提升。**2025 年公司 AICP 平台进行全新升级, 线下基础设施广泛适配包括 DeepSeek 在内的最新大模型; 线上托管云支持基于专属资源+AICP 的方式, 提供企业级大模型服务; 发布全新 AI 应用创新平台。公司全面优化推理性能, 相比基于个人开发者常用的 Ollama 方案部署 DeepSeek, 深信服通过 AICP 算力平台的部署方案在多实例、并发推理场景中可实现 5-10 倍的性能提升。
- **公司超融合市占率第一, 推出 HCI+AICP 新一代超融合方案。**根据 IDC 报告显示, 2024Q4 深信服超融合以 20.2%的市占率强势登顶, 更以 2024 年全年 17.5%的市场份额, 蝉联中国超融合市场第一。公司现已打造 HCI+AICP 新一代超融合解决方案, 只需在原集群基础上增加一台 GPU 节点, 就能基于本地集群快速部署并承载 DeepSeek 在内的企业级大模型。通过升级, 所有承载通算、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。同时, 除了支持英伟达 GPU, 深信服 AICP 算力平台和多家国产厂商开展了广泛的软硬件兼容测试, 可适配天数智芯、昇腾、海光、沐曦、燧原等多款国产卡。
- **盈利预测:** 公司一季度云业务带动整体收入实现快速增长, 并且公司在网络安全、AI、云计算等领域持续突破, 超融合领域市场竞争优势较为明显。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.75/1.11/1.41 元, 2025-2027 年对应 P/E 为 126.72/85.66/67.76 倍。
- **风险因素:** 下游需求风险; 市场竞争加剧; 新业务进展不及预期。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,662	7,520	8,202	9,187	10,456
增长率 YoY %	3.4%	-1.9%	9.1%	12.0%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	198	197	318	470	595
增长率 YoY%	1.9%	-0.5%	61.5%	47.9%	26.4%
毛利率(%)	65.1%	61.5%	60.6%	59.9%	59.2%
ROE(%)	2.2%	2.1%	3.4%	4.8%	5.8%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.47	0.75	1.11	1.41
市盈率 P/E (倍)	203.66	204.65	126.72	85.66	67.76
市净率 P/B (倍)	4.58	4.39	4.30	4.14	3.96

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 5 月 9 日收盘价

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,953	6,904	7,382	8,005	8,845
货币资金	737	525	2,027	2,462	3,160
应收票据	21	99	56	47	41
应收账款	882	727	749	919	974
预付账款	29	28	49	52	55
存货	383	340	376	397	477
其他	4,900	5,184	4,126	4,129	4,138
非流动资产	8,076	8,318	8,353	8,580	8,682
长期股权投资	410	474	537	601	664
固定资产(合计)	312	837	978	1,179	1,252
无形资产	271	267	263	259	254
其他	7,083	6,741	6,575	6,542	6,511
资产总计	15,029	15,222	15,735	16,585	17,527
流动负债	4,469	4,228	4,526	5,022	5,517
短期借款	826	200	0	0	0
应付票据	373	427	472	552	586
应付账款	603	480	580	608	696
其他	2,668	3,120	3,474	3,863	4,235
非流动负债	1,752	1,827	1,831	1,831	1,831
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1,752	1,827	1,831	1,831	1,831
负债合计	6,221	6,054	6,357	6,853	7,348
少数股东权益	2	0	0	0	1
归属母公司股东权益	8,805	9,168	9,378	9,731	10,178
负债和股东权益	15,029	15,222	15,735	16,585	17,527

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,662	7,520	8,202	9,187	10,456
同比(%)	3.4%	-1.9%	9.1%	12.0%	13.8%
归属母公司净利润	198	197	318	470	595
同比(%)	1.9%	-0.5%	61.5%	47.9%	26.4%
毛利率(%)	65.1%	61.5%	60.6%	59.9%	59.2%
ROE(%)	2.2%	2.1%	3.4%	4.8%	5.8%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.47	0.75	1.11	1.41
P/E	203.66	204.65	126.72	85.66	67.76
P/B	4.58	4.39	4.30	4.14	3.96
EV/EBITDA	153.62	142.49	79.24	53.45	43.21

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,662	7,520	8,202	9,187	10,456
营业成本	2,672	2,898	3,235	3,685	4,267
营业税金及附加	73	66	72	81	92
销售费用	2,702	2,507	2,420	2,627	2,928
管理费用	372	382	369	386	408
研发费用	2,266	2,118	2,215	2,370	2,593
财务费用	-212	-198	-5	-38	-47
减值损失合计	-9	-21	-20	-25	-25
投资净收益	72	112	74	78	82
其他	355	373	386	366	352
营业利润	209	211	337	494	624
营业外收支	-5	-7	-7	-6	-6
利润总额	204	204	330	489	618
所得税	5	8	12	18	23
净利润	199	197	318	471	595
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	198	197	318	470	595
EBITDA	206	176	499	731	888
EPS(当年)(元)	0.47	0.47	0.75	1.11	1.41

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	947	812	897	1,071	1,276
净利润	199	197	318	471	595
折旧摊销	283	280	255	362	402
财务费用	-196	-206	5	3	3
投资损失	-69	-105	-74	-78	-82
营运资金变动	698	643	383	300	344
其它	32	2	9	13	13
投资活动现金流	-3,107	-170	914	-516	-428
资本支出	-323	-406	-363	-530	-446
长期投资	-3,018	-65	1,198	-64	-64
其他	234	300	78	78	82
筹资活动现金流	1,432	-843	-309	-120	-150
吸收投资	285	104	0	0	0
借款	35	-625	-200	0	0
支付利息或股息	-20	-50	-113	-120	-150
现金净增加额	-728	-201	1,502	435	698

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

傅晓琅，计算机行业分析师，上海外国语大学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖信创、AI 算力等领域。

姜佳明，计算机行业研究员，南安普顿大学经济学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖工业软件、智能驾驶等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。