

计算机

2025年06月25日

深信服 (300454)

——全面替代 Vmware，撬动 HCI 国产化

报告原因：有信息公布需要点评
买入 (维持)
投资要点：
市场数据： 2025年06月25日

收盘价(元)	95.40
一年内最高/最低(元)	142.00/42.70
市净率	4.5
股息率%(分红/股价)	0.07
流通A股市值(百万元)	26,543
上证指数/深证成指	3,455.97/10,393.72

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日

每股净资产(元)	21.09
资产负债率%	34.24
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

- **事件：深信服开始全面替代 Vmware (威睿)。**近日，根据公司官网，深信服获 Gartner 认可 (高德纳)，成为中国 VMware 替代 HCI (超融合) 代表厂商，也是中国区唯一入选的厂商。根据 IDC (国际数据公司)，深信服超融合 24Q4 以 20.2% 市占率强势登顶，更以全年 17.5% 市场份额，蝉联中国超融合市场第一。**深信服将以超融合市场占有率第一的成绩，撬动中国超融合产业国产化。**
- **博通收购 Vmware，强推订阅模式引发客户流失。**1) **提高门槛。**根据云头条，Arrow (威睿的分销商) 声称，自 4 月 10 日起，Vmware 所需的最低核心数量从 16 个提升至 72 个。2) **捆绑销售。**博通将 Vmware 的上百条产品线进行整合销售。根据半导体行业观察，VMware 用户购买捆绑的 VMware 产品订阅，从而导致相关成本增加 300%，在某些情况下甚至更高。3) **警示订阅。**根据云头条，作为警示，博通对到期日未续订订阅许可证 (已部署) 的最终客户，加收 20% 费用 (第一年订阅续订优惠基础上)。4) **人员调整。**2024 年 6 月，博通在中国市场大幅裁撤销售和产品团队，仅保留部分人员并入总代伟仕佳杰。
- **HCI 国产替代窗口打开，深信服市场份额提升。VMware 替代方案上的三大核心能力。**1) **虚拟化性能基本全面覆盖，关键性能反超。**计算虚拟化在基本能力上对标 vSphere (威睿的虚拟化平台)，139 项常用功能中实现 123 项，硬件亚健康覆盖能力持平；热升级、热迁移、热补丁等表现超越 VMware 产品。2) **零习惯改造，加速迁移进程。**方案和组件、产品功能、使用习惯上全面对标 VMware。云平台全面适配信创，降低选型与改造成本。提供全流程迁移工具、方案和服务，支持无停机迁移，效率提升 50%。3) **面向未来的弹性架构。**AI 升级的一朵云，本地超融合用户可以从云上获 AI 等各种高阶数字化服务。同时，无需重构架构，集群新增 1 台 GPU 节点，即可平滑升级智算平台，迅速响应大模型算力需求。
- **用户也用实际行动为深信服替代方案投了赞成票。**根据深信服官网，国金证券、江淮汽车、上海瑞金医院等多个领域的核心客户，均实现重点业务的平滑迁移。
- **投资分析意见：维持“买入”评级。**24 年调整市场销售策略和组织架构，效果持续显现。预计 AI 基建形成云计算强β，AI 能力升级的一朵云有望上攻更多大客户。Vmware 强推订阅，公司云业务有望超预期。上调盈利预测，预计 25-26 收入预测值 82.50/91.13 亿元 (前值 82.26/90.50 亿元)，归母净利润预测值 3.72/5.17 亿元 (前值 3.67/5.07 亿元)。新增 27 年收入/归母净利润预测值 101.42/6.96 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

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7,520	1,262	8,250	9,113	10,142
同比增长率 (%)	-1.9	21.9	9.7	10.5	11.3
归母净利润 (百万元)	197	-250	372	517	696
同比增长率 (%)	-0.5	-	89.2	38.9	34.6
每股收益 (元/股)	0.47	-0.59	0.88	1.23	1.65
毛利率 (%)	61.5	60.4	61.4	62.0	61.7
ROE (%)	2.1	-2.8	3.9	5.2	6.5
市盈率	204		108	78	58

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,662	7,520	8,250	9,113	10,142
其中: 营业收入	7,662	7,520	8,250	9,113	10,142
减: 营业成本	2,672	2,898	3,183	3,461	3,881
减: 税金及附加	73	66	99	109	122
主营业务利润	4,917	4,556	4,968	5,543	6,139
减: 销售费用	2,702	2,507	2,615	2,782	2,963
减: 管理费用	372	382	406	429	451
减: 研发费用	2,266	2,118	2,162	2,310	2,471
减: 财务费用	-212	-198	-44	-53	0
经营性利润	-211	-253	-171	75	254
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-20	17	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-9	-21	-1	1	0
加: 投资收益及其他	445	462	570	490	510
营业利润	209	211	397	567	764
加: 营业外净收入	-5	-7	3	4	6
利润总额	204	204	400	571	770
减: 所得税	5	8	28	54	74
净利润	199	197	372	517	696
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	198	197	372	517	696

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。