

深信服 (300454.SZ)

关键指标持续改善，出海及云亮眼

公司 25H1 收入、利润、现金流、合同负债等关键财务指标向好，伴随政府类客户需求复苏、云及出海收入快速增长，整体业绩触底特征愈发明显。我们认为，公司兼具“云+安全+存储”综合能力，有望充分受益此轮 AI 产业发展，维持强烈推荐。

□ 事件：公司 2025H1 实现营收 30.09 亿元，YoY+11.16%；归母净利润-2.28 亿元，YoY+61.54%；扣非归母净利润-2.59 亿元，YoY+60.44%。25Q2 单季实现营收 17.47 亿元，YoY+4.50%；归母净利润 0.22 亿元，YoY+121.30%；扣非归母净利润 0.03 亿元，YoY+101.78%。

□ 关键财务指标展现业绩触底特征。收入端，公司自 24Q3 以来已连续四个季度收入同比增速为正。利润端，上半年扣除股份支付影响后的净利润为-1.49 亿元，同比大幅减亏 (YoY+69.79%)，25Q2 单季度同比实现亏转盈。现金流方面，上半年经营性净现金流为-2.35 亿元，YoY+75.93%；25Q2 单季度为 5.96 亿元，YoY+235.67%。25H1 末合同负债 16.92 亿元，YoY+21.87%，前瞻性指标持续表现。三费 (研发、销售、管理) 同比变动-6.04/-1.88/-7.19pct，费控效果明显。25H1 公司整体毛利率 62.09%，同比+0.75pct，其中云计算业务毛利率同比+3.46pct。

□ 政府类客户需求复苏，云及出海成核心增长驱动力。分客户看，企业客户收入 YoY+6.61%，收入占比为 48.75%；政府及事业单位、金融及其他行业客户的收入 YoY+16.98%/11.23%，收入占比分别为 41.57%、9.68%。分业务板块看：网络安全业务收入 YoY+2.61%，占比 47.68%，公司重点发展基于云服务和产品服务化的核心安全能力，并不断将 AI 技术融入安全领域；云计算及 IT 基础设施业务收入 YoY+26.15%，占比 46.36%，主要受益于信创建设、Vmware 替代。此外，受益于公司持续的海外布局，公司在国际市场实现收入 2.54 亿元，YoY+35.33%。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2025-2027 收入 85.58/98.20/110.46 亿元，归母净利润 3.36/4.27/5.30 亿元。公司是较为稀缺的 AI Infra 龙头企业之一，兼具“云+安全+存储”综合软硬件能力，有望充分受益此轮 AI 产业发展，我们长期看好公司发展，维持强烈推荐。

□ 风险提示：行业竞争加剧风险；技术颠覆风险；海外市场政策风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7662	7520	8558	9820	11046
同比增长	3%	-2%	14%	15%	12%
营业利润(百万元)	209	211	363	462	574
同比增长	2%	1%	72%	27%	24%
归母净利润(百万元)	198	197	336	427	530
同比增长	2%	-0%	71%	27%	24%
每股收益(元)	0.47	0.47	0.80	1.01	1.26
PE	221.9	223.0	130.5	102.8	82.9
PB	5.0	4.8	4.6	4.4	4.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

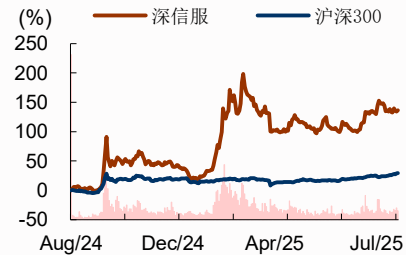
TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：104.06 元

基础数据

总股本 (百万股)	422
已上市流通股 (百万股)	278
总市值 (十亿元)	43.9
流通市值 (十亿元)	29.0
每股净资产 (MRQ)	21.4
ROE (TTM)	6.2
资产负债率	37.8%
主要股东	何朝曦
主要股东持股比例	19.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	1	118
相对表现	3	-8	90



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《深信服 (300454) — 收入提速、利润减亏，出海及 AI 有望成长长期增长点》2025-04-24
- 《深信服 (300454) — 合同负债先于收入新高，AI 有望开启新一轮成长周期》2025-03-31
- 《深信服 (300454) — 24Q3 收入增速转正，管理效率持续提升》2024-10-25

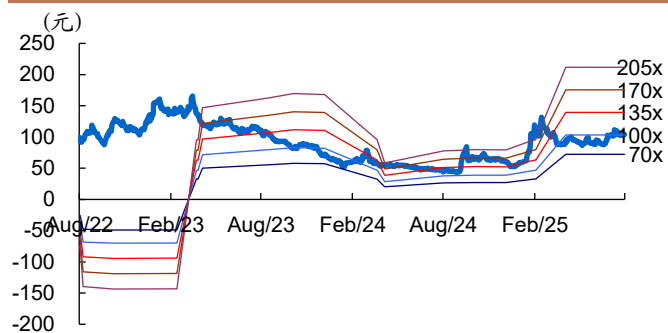
刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

孟林 S1090521040001

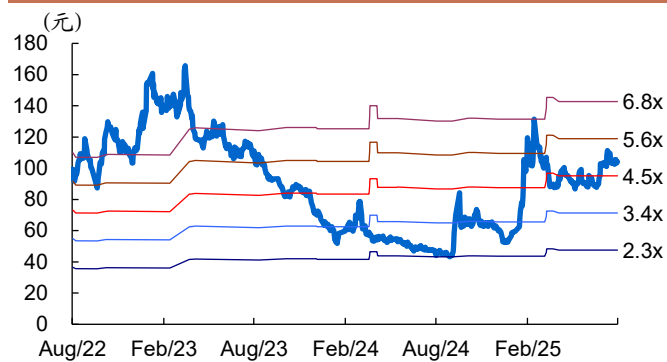
menglin@cmschina.com.cn

图 1: 深信服历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 深信服历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6953	6904	7725	8379	9123
现金	737	525	866	912	1094
交易性投资	2013	2116	2116	2116	2116
应收票据	21	99	113	130	146
应收款项	882	727	770	786	773
其它应收款	69	26	30	34	39
存货	383	340	335	391	444
其他	2847	3070	3495	4011	4512
非流动资产	8076	8318	8498	8556	8565
长期股权投资	410	474	474	474	474
固定资产	312	837	1048	1133	1168
无形资产商誉	271	267	240	216	194
其他	7083	6741	6736	6733	6730
资产总计	15029	15222	16224	16935	17689
流动负债	4469	4228	4918	5237	5504
短期借款	826	200	567	303	86
应付账款	975	907	938	1095	1243
预收账款	1347	1621	1943	2347	2663
其他	1322	1500	1470	1492	1512
长期负债	1752	1827	1827	1827	1827
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1752	1827	1827	1827	1827
负债合计	6221	6054	6745	7063	7331
股本	420	422	422	422	422
资本公积金	5157	5168	5168	5168	5168
留存收益	3228	3579	3890	4283	4770
少数股东权益	2	0	(0)	(1)	(1)
归属于母公司所有者权益	8805	9168	9479	9872	10359
负债及权益合计	15029	15222	16224	16935	17689

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	947	812	136	474	551
净利润	199	197	336	427	529
折旧摊销	214	221	531	654	702
财务费用	(196)	(206)	(154)	(113)	(135)
投资收益	(69)	(105)	(467)	(467)	(467)
营运资金变动	798	706	(110)	(26)	(78)
其它	2	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(3107)	(170)	(244)	(244)	(244)
资本支出	(328)	(408)	(712)	(712)	(712)
其他投资	(2779)	238	467	467	467
筹资活动现金流	1432	(843)	449	(185)	(125)
借款变动	(745)	(1108)	320	(264)	(217)
普通股增加	4	2	0	0	0
资本公积增加	762	11	0	0	0
股利分配	0	(21)	(25)	(34)	(43)
其他	1410	274	154	113	135
现金净增加额	(729)	(201)	341	45	182

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7662	7520	8558	9820	11046
营业成本	2672	2898	3350	3911	4438
营业税金及附加	73	66	76	87	98
营业费用	2702	2507	2653	2946	3259
管理费用	372	382	428	442	464
研发费用	2266	2118	2311	2553	2817
财务费用	(212)	(198)	(154)	(113)	(135)
资产减值损失	(28)	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	1	5	5	5	5
其他收益	373	350	350	350	350
投资收益	72	112	112	112	112
营业利润	209	211	363	462	574
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	356	455	567
所得税	5	8	20	28	38
少数股东损益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	198	197	336	427	530

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	-2%	14%	15%	12%
营业利润	2%	1%	72%	27%	24%
归母净利润	2%	-0%	71%	27%	24%
获利能力					
毛利率	65.1%	61.5%	60.9%	60.2%	59.8%
净利率	2.6%	2.6%	3.9%	4.3%	4.8%
ROE	2.4%	2.2%	3.6%	4.4%	5.2%
ROIC	-0.0%	0.1%	2.0%	3.2%	3.9%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	39.8%	41.6%	41.7%	41.4%
净负债比率	5.8%	1.6%	3.5%	1.8%	0.5%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	8.1	8.0	9.9	10.8	10.6
应收账款周转率	8.9	8.7	10.0	10.9	12.0
应付账款周转率	3.1	3.1	3.6	3.8	3.8
每股资料(元)					
EPS	0.47	0.47	0.80	1.01	1.26
每股经营净现金	2.24	1.92	0.32	1.12	1.31
每股净资产	20.87	21.73	22.47	23.40	24.56
每股股利	0.05	0.06	0.08	0.10	0.13
估值比率					
PE	221.9	223.0	130.5	102.8	82.9
PB	5.0	4.8	4.6	4.4	4.2
EV/EBITDA	280.8	247.1	66.6	49.2	43.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。