

深信服 (300454.SZ)

单 Q2 实现盈利，云业务增长 26%

优于大市

核心观点

单 Q2 实现利润转正。公司 25H1 收入 30.09 亿元 (+11.16%)，归母净利润 -2.28 亿元，亏损收窄约 61.54%；扣非归母净利润 -2.59 亿元，亏损收窄 60.44%。单 Q2 来看，公司收入 17.47 亿元 (+4.50%)，归母净利润 0.22 亿元，扣非归母净利润 0.03 亿元，均实现转正。单 Q2 实现盈利转正，公司经营充分调整到位。Q2 收入增速短期放缓，不改全年持续复苏趋势。

毛利率有所提升，现金流依然优异。公司上半年毛利率为 62.09%，同比提升 0.75 个百分点，尤其云计算业务毛利率提升 3.46 个百分点。公司三费整体同比减少 6.81%，尤其管理和研发费用下降较大。公司 25H1 现金流入 41.01 亿元 (+4.32%)，经营活动现金流净额为 -2.35 亿元（去年同期为 -9.77 亿元），公司加强供应链管理，上半年策略性备货金额同比减少，购买商品、接受劳务支付的现金同比少支出 4.32 亿元

云计算仍是收入增长主要动力，政府业务增长恢复。25H1 云计算收入 13.95 亿元 (+26.15%)，主要受益于信创对 VMware 等替换持续增长，以超融合为核心的产品线保持 20%以上增速；安全业务收入 14.35 亿元 (+2.61%)，基础网络及物联网收入 1.79 亿元 (-11.62%)。分行业来看，企业客户收入增长 6.61%，收入占比达到 48.75%；政府及事业单位收入增长 16.98%，收入占比 41.57%；金融及其他收入增长 11.23%，收入占比 9.68%。另一方面，公司在国际市场实现收入 2.54 亿元 (+35.33%)。

安全企稳，云继续高增长，25 年有望释放利润拐点。从安全行业来看，25 年需求趋稳，全行业提效降本下，有望逐步扭亏。而公司率先发力 AI 与安全融合，重点培育的融合 GPT 能力的 XDR、安全托管服务 (MSS)，保持较高增长，深信服 MSS 累积客户数量超过 5500 家。云计算超融合以 25.1%的份额保持第一，在当下高增长的同时，“一朵云”HCI+AI/CP 业务在持续升级，随着 AI 逐步落地，成为未来新的增长点。同时，分布式存储业务 EDS 产品和方案竞争力稳步提升，收入增长较快。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年营业收入为 83.21/93.46/107.40 亿元，增速分别为 10.7%/12.3%/14.9%；归母净利润为 4.75/7.64/10.09 亿元。随着公司 Q2 进一步验证经营质量，公司在多项产品仍保持较高竞争优势的同时，AI 安全和“一朵云”有望带动公司重回成长轨道，净利率有望逐步修复，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,662	7,520	8,321	9,346	10,740
(+/-%)	3.4%	-1.9%	10.7%	12.3%	14.9%
净利润(百万元)	198	197	475	764	1009
(+/-%)	1.9%	-0.5%	141.5%	60.6%	32.1%
每股收益(元)	0.47	0.47	1.13	1.81	2.39
EBIT Margin	-5.5%	-6.0%	-1.1%	1.9%	3.9%
净资产收益率 (ROE)	2.2%	2.1%	5.0%	7.6%	9.3%
市盈率 (PE)	222.0	223.1	92.4	57.5	43.5
EV/EBITDA	-209.0	-195.3	2987.7	178.0	98.1
市净率 (PB)	4.99	4.79	4.61	4.35	4.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	104.06 元
总市值/流通市值	43901/28959 百万元
52 周最高价/最低价	142.00/42.70 元
近 3 个月日均成交额	542.63 百万元

市场走势



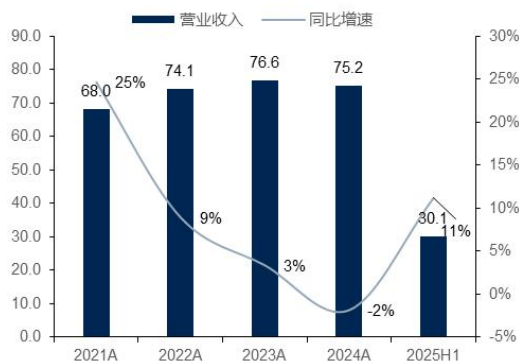
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《深信服 (300454.SZ) - 合同负债增长超 20%，AI/CP 和一朵云迎智能增长动能》——2025-03-31
- 《深信服 (300454.SZ) - 四季度收入维持正增长，大模型本地化带动 AI/CP 业务成长》——2025-02-25
- 《深信服 (300454.SZ) - 三季度收入回暖，合同负债显示积极信号》——2024-10-27
- 《深信服 (300454.SZ) - 三季度收入回暖，合同负债显示积极信号》——2024-10-25
- 《深信服 (300454.SZ) - 合同负债稳定增长，持续积累静待回暖》——2024-08-24

公司 25H1 收入 30.09 亿元(+11.16%),归母净利润-2.28 亿元,亏损收窄约 61.54%;扣非归母净利润-2.59 亿元,亏损收窄 60.44%。单 Q2 来看,公司收入 17.47 亿元(+4.50%),归母净利润 0.22 亿元,扣非归母净利润 0.03 亿元,均实现转正。单 Q2 实现盈利转正,公司经营充分调整到位。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



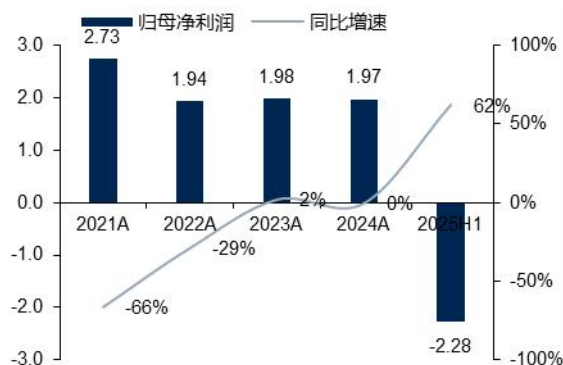
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



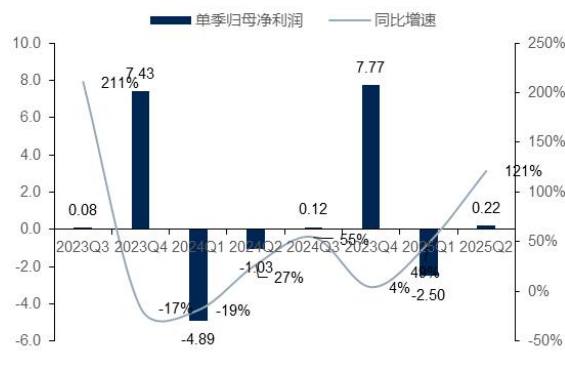
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年营业收入为 83.21/93.46/107.40 亿元, 增速分别为 10.7%/12.3%/14.9%; 归母净利润为 4.75/7.64/10.09 亿元。随着公司 Q2 进一步验证经营质量, 公司在多项产品仍保持较高竞争优势的同时, AI 安全和“一朵云”有望带动公司重回成长轨道, 净利率有望逐步修复, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	737	525	7500	4000	5000	营业收入	7662	7520	8321	9346	10740
应收款项	973	852	943	1059	1217	营业成本	2672	2898	3247	3745	4373
存货净额	383	340	395	455	533	营业税金及附加	73	66	73	83	95
其他流动资产	549	1045	1156	1298	1492	销售费用	2702	2507	2521	2617	2900
流动资产合计	6953	6904	14135	10954	12384	管理费用	372	382	404	435	484
固定资产	804	1130	1107	1075	1035	研发费用	2266	2118	2163	2292	2470
无形资产及其他	271	267	257	247	238	财务费用	(212)	(198)	(178)	(207)	(202)
投资性房地产	6591	6449	6449	6449	6449	投资收益	72	112	50	50	50
长期股权投资	410	474	537	601	664	资产减值及公允价值变动	10	26	(20)	(20)	(20)
资产总计	15029	15222	22485	19325	20769	其他收入	(1929)	(1793)	(1793)	(1902)	(2060)
短期借款及交易性金融负债	878	247	7060	2840	2824	营业利润	209	211	489	802	1060
应付款项	975	907	971	1119	1310	营业外净收支	(5)	(7)	1	1	1
其他流动负债	2616	3073	3069	3378	3861	利润总额	204	204	490	803	1061
流动负债合计	4469	4228	11101	7337	7995	所得税费用	5	8	15	40	53
长期借款及应付债券	1118	1155	1155	1155	1155	少数股东损益	1	(0)	(0)	(1)	(1)
其他长期负债	635	671	708	744	781	归属于母公司净利润	198	197	475	764	1009
长期负债合计	1752	1827	1863	1900	1936	现金流量表（百万元）					
负债合计	6221	6054	12964	9237	9931	净利润	198	197	475	764	1009
少数股东权益	2	0	(0)	(1)	(1)	资产减值准备	2	13	6	(0)	(1)
股东权益	8805	9168	9522	10090	10840	折旧摊销	182	194	108	123	131
负债和股东权益总计	15029	15222	22485	19325	20769	公允价值变动损失	(10)	(26)	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	(212)	(198)	(178)	(207)	(202)
每股收益	0.47	0.47	1.13	1.81	2.39	营运资本变动	(1667)	248	(154)	174	280
每股红利	0.05	0.12	0.29	0.46	0.61	其它	(1)	(13)	(6)	(0)	0
每股净资产	20.87	21.73	22.56	23.91	25.69	经营活动现金流	(1297)	613	449	1081	1439
ROIC	-3.64%	-3.91%	1%	3%	6%	资本开支	0	(551)	(101)	(101)	(101)
ROE	2.25%	2.15%	5%	8%	9%	其它投资现金流	(1123)	170	0	0	0
毛利率	65%	61%	61%	60%	59%	投资活动现金流	(1139)	(445)	(165)	(165)	(165)
EBIT Margin	-6%	-6%	-1%	2%	4%	权益性融资	1	104	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-3%	0%	3%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	3%	-2%	11%	12%	15%	支付股利、利息	(20)	(50)	(122)	(196)	(259)
净利润增长率	2%	-0%	142%	61%	32%	其它融资现金流	1807	(383)	6813	(4220)	(16)
资产负债率	41%	40%	58%	48%	48%	融资活动现金流	1768	(380)	6691	(4416)	(274)
股息率	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	现金净变动	(669)	(212)	6975	(3500)	1000
P/E	222.0	223.1	92.4	57.5	43.5	货币资金的期初余额	1406	737	525	7500	4000
P/B	5.0	4.8	4.6	4.4	4.1	货币资金的期末余额	737	525	7500	4000	5000
EV/EBITDA	(209.0)	(195.3)	2987.7	178.0	98.1	企业自由现金流	0	(542)	(234)	363	707
						权益自由现金流	0	(925)	6751	(3661)	883

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032