

## 云基础设施服务

## 深信服 (300454.SZ)

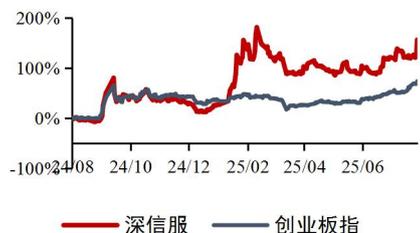
## 增持-A(维持)

### 收入端稳健增长，Q2 单季度实现扭亏

2025 年 8 月 25 日

公司研究/公司快报

#### 公司近一年市场表现



#### 市场数据：2025 年 8 月 22 日

收盘价(元):	119.85
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(亿元):	333.53
总市值(亿元):	505.63

#### 基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	-0.54
摊薄每股收益(元):	-0.54
每股净资产(元):	21.41
净资产收益率(%):	-2.52

资料来源：最闻

#### 分析师：

方闻千

执业登记编码：S0760524050001

邮箱：fangwenqian@sxzq.com

#### 研究助理：

邹昕宸

邮箱：zouxinchen@sxzq.com

#### 事件描述

8 月 21 日，公司发布 2025 年半年报，其中，2025 上半年公司实现收入 30.09 亿元，同比增长 11.16%，上半年实现归母净利润-2.28 亿元，同比高增 61.54%，实现扣非净利润-2.59 亿元，同比增 60.44%；2025 年第二季度公司实现收入 17.47 亿元，同比增 4.50%，二季度实现归母净利润 0.22 亿元，同比扭亏，实现扣非净利润 0.03 亿元，同样实现同比扭亏。

#### 事件点评

➢ **超融合及 EDS 是上半年收入增长的主引擎。**分业务看，1) 由于下游客户对安全的投入依旧保持谨慎，2025 上半年公司网络安全业务实现收入 14.35 亿元，同比小幅增长 2.61%，但其中公司重点布局的融合 GPT 能力的 XDR、MSS 等战略业务仍保持较快增长；2) 得益于信创建设及 VMware 国产化替代持续深化，上半年公司云计算及 IT 基础设施业务实现收入 13.95 亿元，同比增长 26.15%，其中，SDDC 产品线（主要为 HCI）保持 20% 以上的增长，EDS 聚焦高价值场景、推进产品品质提升并加强信创场景方案优化，产品竞争力稳步提升，收入增长较快；3) 今年上半年公司基础网络及物联网业务实现收入 1.79 亿元，同比减少 11.62%，主要是受国内企业级无线业务及交换机竞争加剧影响，信锐网科在传统商业市场的收入有所下滑，而近两年培育的新业务收入贡献仍较小。

➢ **持续降本增效成效显著，Q2 单季度实现扭亏。**2025 上半年公司毛利率为 62.09%，较上年同期提高 0.75 个百分点，其中云计算业务毛利率较上年同期提高 3.46 个百分点。在费用端，公司持续推行的降本增效举措成效显著，上半年销售、管理、研发费用整体同比减少 6.81%，期间费用率较上年同期降低 15.12 个百分点。受益于此，今年上半年公司净利率达到-7.56%，较上年同期大幅提高 14.31 个百分点，其中，第二季度公司归母净利润实现扭亏为盈。此外，上半年公司经营性净现金流从去年同期的-9.77 亿元提升至-2.35 亿元，主要是因为上半年公司销售收现同比增加，同时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减少支出 4.32 亿元。

#### 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，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.23\1.88\2.45，对应公司 8 月 22 日收盘价 119.85 元，2025-2027 年 PE 分别为 97.3\63.8\48.9，维持“增持-A”评级。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



### 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	8,510	9,549	10,898
YoY(%)	3.4	-1.9	13.2	12.2	14.1
净利润(百万元)	198	197	520	793	1,033
YoY(%)	1.9	-0.5	164.0	52.6	30.3
毛利率(%)	65.1	61.5	59.0	57.3	56.2
EPS(摊薄/元)	0.47	0.47	1.23	1.88	2.45
ROE(%)	2.3	2.1	5.4	7.6	9.0
P/E(倍)	255.6	256.8	97.3	63.8	48.9
P/B(倍)	5.8	5.6	5.3	4.9	4.5
净利率(%)	2.6	2.6	6.1	8.3	9.5

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
<b>流动资产</b>	6953	6904	7754	8473	9764
现金	737	525	1035	1348	1757
应收票据及应收账款	903	826	750	742	837
预付账款	29	28	34	36	45
存货	383	340	399	423	474
其他流动资产	4900	5184	5536	5925	6651
<b>非流动资产</b>	8076	8318	8411	8463	8470
长期投资	410	474	568	681	756
固定资产	312	837	1020	1040	1014
无形资产	271	267	258	245	233
其他非流动资产	7083	6741	6564	6497	6467
<b>资产总计</b>	15029	15222	16165	16936	18234
<b>流动负债</b>	4469	4228	4908	5145	5667
短期借款	826	200	113	113	113
应付票据及应付账款	975	907	983	918	960
其他流动负债	2668	3120	3813	4114	4594
<b>非流动负债</b>	1752	1827	1595	1355	1114
长期借款	1118	1155	924	684	442
其他非流动负债	635	671	671	671	671
<b>负债合计</b>	6221	6054	6503	6500	6781
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	3867	4595	5524
归属母公司股东权益	8805	9168	9661	10435	11451
<b>负债和股东权益</b>	15029	15222	16165	16936	18234

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	947	812	1004	954	1108
净利润	199	197	520	794	1034
折旧摊销	214	221	193	247	291
财务费用	-212	-198	-224	-224	-216
投资损失	-72	-112	-69	-70	-81
营运资金变动	315	551	592	213	87
其他经营现金流	503	153	-8	-5	-6
<b>投资活动现金流</b>	-3107	-170	-557	-606	-658
<b>筹资活动现金流</b>	1432	-843	63	-35	-42
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.47	1.23	1.88	2.45
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	1.92	2.38	2.26	2.63
每股净资产(最新摊薄)	20.63	21.49	22.65	24.49	26.90

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	7662	7520	8510	9549	10898
营业成本	2672	2898	3487	4078	4771
营业税金及附加	73	66	80	89	101
营业费用	2702	2507	2607	2812	3133
管理费用	372	382	349	335	339
研发费用	2266	2118	2070	2018	2107
财务费用	-212	-198	-224	-224	-216
资产减值损失	-28	-4	-27	-24	-23
公允价值变动收益	1	5	8	5	6
投资净收益	72	112	69	70	81
<b>营业利润</b>	209	211	542	843	1079
营业外收入	6	4	4	4	4
营业外支出	12	11	11	11	11
<b>利润总额</b>	204	204	535	836	1072
所得税	5	8	15	42	38
<b>税后利润</b>	199	197	520	794	1034
少数股东损益	1	-0	0	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	198	197	520	793	1033
EBITDA	526	503	761	1099	1366

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.4	-1.9	13.2	12.2	14.1
营业利润(%)	2.4	1.1	156.4	55.5	28.0
归属于母公司净利润(%)	1.9	-0.5	164.0	52.6	30.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	65.1	61.5	59.0	57.3	56.2
净利率(%)	2.6	2.6	6.1	8.3	9.5
ROE(%)	2.3	2.1	5.4	7.6	9.0
ROIC(%)	2.7	2.4	4.8	6.7	8.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.4	39.8	40.2	38.4	37.2
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
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	3.7	4.3	5.1
<b>估值比率</b>					
P/E	255.59	256.83	97.28	63.76	48.94
P/B	5.8	5.6	5.3	4.9	4.5
EV/EBITDA	95.8	99.4	64.4	43.7	34.4

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

#### 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>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 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

