

2025 年 08 月 30 日

## 深信服 (300454.SZ)

投资评级：买入（首次）

——25Q2 扭亏为盈，受益 AI Infra 需求，未来云业务有望持续增长

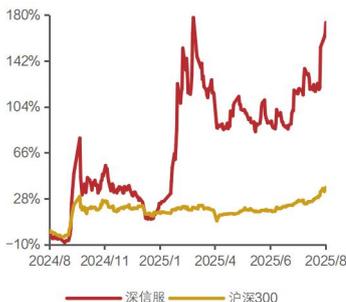
## 证券分析师

宁柯瑜  
SAC: S1350525020001  
ningkeyu@huayuanstock.com  
董佳男  
SAC: S1350524110002  
dongjianan@huayuanstock.com

## 联系人

王月瑶  
wangyueyao@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 08 月 29 日

收盘价 (元)	129.50
一年内最高/最低 (元)	142.00/42.70
总市值 (百万元)	54,633.66
流通市值 (百万元)	36,038.95
总股本 (百万股)	421.88
资产负债率 (%)	37.76
每股净资产 (元/股)	21.16

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 长期受益国产替代、AI 推动的 IT 架构升级，25H1 收入稳步增长。25H1 公司营收 30.09 亿元，同比增长 11.16%。H1 收入稳增主要因伴随着国内信创建设以及国产化替代的推进，云业务的收入增速较快。此外，公司持续进行海外布局，公司在海外实现收入 2.54 亿元，同比增长 35.33%。
- 云收入是公司收入增长的核心驱动力，多个产品市占率位于前三。25H1 公司云计算及 IT 设施收入为 13.95 亿元，同比增长 26.15%，占比上升到 46.36%。其中以超融合 HCI 产品为代表的 SDDC 产品线继续保持了 20% 以上的增速。随着私有云市场的需求逐步向虚拟化平台（如 VMware）替代转移，加上下游客户的持续上云趋势，深信服云产品的市场需求预期将继续增长。尤其未来 AI 应用和模型铺开，这一趋势或将更加明显。市场份额方面，根据 IDC，25Q1 深信服 HCI 超融合市占率约 25%，位居中国全栈超融合市场第一。同时，公司持续优化信创产品及方案，上半年推出超融合/云平台（HCI & SCP & sCloud）6.11.0 版本，还在 VMware 替代等领域做了深度探索，并提供托管云、私有云等多样化的云解决方案，进一步满足市场需求。
- AICP+HCI 超融合方案推出，助力企业 IT 部门搭建内部专用大模型等，提供硬件+软件层 AI Infra 产品。大模型及 AI 应用逐步推广，催生数据敏感企业的私有化部署需求。公司 AICP+HCI 的新一代方案，协助客户基于本地集群快速部署并承载多个大模型，支持 1% 级别的显卡切分，大幅提升显卡资源利用率。还发布 AI 应用创新平台，内置 RAG 流程，支持链接企业自有知识库，帮助用户仅需通过简单操作，即可构建高质量的 RAG 应用（如智能客服、知识问答系统等）。在用户不断进行 AI 扩建过程中，深信服 AI 创新平台可不断兼容适配国内外显卡厂商，技术储备丰富。
- 网安业务收入 25H1 小增，云安全需求有望持续。25H1 客户对于网络安全的投入仍相对谨慎，公司网安收入为 14.35 亿元，同比增长 2.61%，占收入比重为 47.68%，公司持续丰富网络安全业务新产品。2025 年初，公司基于安全 GPT 的实践基础，将 DeepSeek-R1 模型深度融入到安全 GPT 的架构中，形成了一套在安全领域的技术框架，实现了数据安全、辅助运营、威胁调查等场景，未来上云趋势下，云安全产品需求有望持续存在。
- 毛利率持稳，25 H1 控费显著，25Q2 实现盈利。25H1 公司归母净利润-2.28 亿元，亏损同比收窄 61.54%，Q2 归母约 2198 万元，扭亏为盈利。公司 25H1 毛利率约为 62%，较上年同期增长 0.75pct，其中云计算业务毛利率增长 3.46pct。此外，公司持续降本增效，控费效应显著。25H1 销售、管理、研发费用率整体比同期下降近 6%、2%、7%，Q2 控费持续，净利率提升至 1.26%。
- 盈利预测与评级：基于公司半年报，我们预期公司 25/26/27 年收入分别为 80.4 亿、90.2 亿、105.8 亿，同比增速分别为 6.98%、12.14%、17.27%。当前股价对应 PE 为 123、67、52 倍。我们选取和公司处于同一行业、提供网安产品及解决方案的启

明星辰、天融信以及做云部署方案的云赛智联作为可比公司，25-27 年可比公司均值 PE 为 117、82、64 倍。鉴于公司经营质量改善、AI 带动云收入快速起量，收入有望持续增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示。**市场竞争加剧的风险；新业务进度放缓风险；客户 IT 支出不及预期。

#### 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,662	7,520	8,044	9,021	10,579
同比增长率（%）	3.36%	-1.86%	6.98%	12.14%	17.27%
归母净利润（百万元）	198	197	443	820	1,044
同比增长率（%）	1.89%	-0.49%	124.86%	85.22%	27.34%
每股收益（元/股）	0.47	0.47	1.05	1.94	2.47
ROE（%）	2.25%	2.15%	4.62%	7.94%	9.24%
市盈率（P/E）	276.16	277.51	123.41	66.63	52.33

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	525	979	1,539	2,167
应收票据及账款	826	686	671	845
预付账款	28	29	32	38
其他应收款	26	52	58	68
存货	340	318	327	380
其他流动资产	5,158	4,888	5,225	5,762
<b>流动资产总计</b>	<b>6,904</b>	<b>6,952</b>	<b>7,852</b>	<b>9,259</b>
长期股权投资	474	500	526	552
固定资产	935	951	1,080	1,041
在建工程	292	346	200	250
无形资产	267	262	273	287
长期待摊费用	23	11	1	1
其他非流动资产	6,328	6,347	6,370	6,399
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,318</b>	<b>8,417</b>	<b>8,449</b>	<b>8,531</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,222</b>	<b>15,370</b>	<b>16,302</b>	<b>17,790</b>
短期借款	200	0	0	0
应付票据及账款	907	1,221	1,328	1,541
其他流动负债	3,120	2,981	3,291	3,839
<b>流动负债合计</b>	<b>4,228</b>	<b>4,202</b>	<b>4,619</b>	<b>5,380</b>
长期借款	1,205	970	728	491
其他非流动负债	622	622	622	622
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,827</b>	<b>1,592</b>	<b>1,350</b>	<b>1,113</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,054</b>	<b>5,793</b>	<b>5,969</b>	<b>6,493</b>
股本	422	422	422	422
资本公积	5,395	5,395	5,396	5,398
留存收益	3,351	3,759	4,514	5,475
归属母公司权益	9,168	9,576	10,331	11,295
少数股东权益	0	0	1	3
<b>股东权益合计</b>	<b>9,168</b>	<b>9,576</b>	<b>10,333</b>	<b>11,297</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15,222</b>	<b>15,370</b>	<b>16,302</b>	<b>17,790</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	197	6	383	608
折旧与摊销	280	357	445	507
财务费用	-198	54	37	23
投资损失	-112	-91	-91	-91
营运资金变动	551	580	77	-18
其他经营现金流	93	455	464	464
<b>经营性现金净流量</b>	<b>812</b>	<b>1,361</b>	<b>1,316</b>	<b>1,494</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-170</b>	<b>-382</b>	<b>-412</b>	<b>-522</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-843</b>	<b>-525</b>	<b>-344</b>	<b>-343</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-201</b>	<b>454</b>	<b>560</b>	<b>628</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>7,520</b>	<b>8,044</b>	<b>9,021</b>	<b>10,579</b>
<b>营业成本</b>	<b>2,898</b>	<b>3,137</b>	<b>3,414</b>	<b>3,962</b>
税金及附加	66	75	84	99
销售费用	2,507	2,413	2,526	2,856
管理费用	382	322	361	423
研发费用	2,118	2,011	2,165	2,539
财务费用	-198	54	37	23
资产减值损失	-21	-13	-14	-17
信用减值损失	17	-13	-14	-17
其他经营损益	0	0	1	2
投资收益	112	91	91	91
公允价值变动损益	5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	350	373	373	373
<b>营业利润</b>	<b>211</b>	<b>470</b>	<b>871</b>	<b>1,109</b>
营业外收入	4	11	11	11
营业外支出	11	10	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>204</b>	<b>471</b>	<b>871</b>	<b>1,110</b>
所得税	8	27	51	64
<b>净利润</b>	<b>197</b>	<b>443</b>	<b>821</b>	<b>1,045</b>
少数股东损益	0	0	1	1
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>197</b>	<b>443</b>	<b>820</b>	<b>1,044</b>
EPS(元)	0.47	1.05	1.94	2.47

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-1.86%	6.98%	12.14%	17.27%
营业利润增长率	1.11%	122.30%	85.37%	27.37%
归母净利润增长率	-0.49%	124.86%	85.22%	27.34%
经营现金流增长率	-14.23%	67.59%	-3.30%	13.51%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	61.47%	61.00%	62.16%	62.55%
净利率	2.62%	5.51%	9.10%	9.88%
ROE	2.15%	4.62%	7.94%	9.24%
ROA	1.29%	2.88%	5.03%	5.87%
<b>估值倍数</b>				
P/E	277.51	123.41	66.63	52.33
P/S	7.27	6.79	6.06	5.16
P/B	6.03	5.77	5.34	4.88
股息率	0.05%	0.06%	0.12%	0.15%
EV/EBITDA	80	60	38	31

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。