

计算机

2025年08月29日

# 深信服 (300454)

## ——Q2 单季度扭亏，经营拐点信号

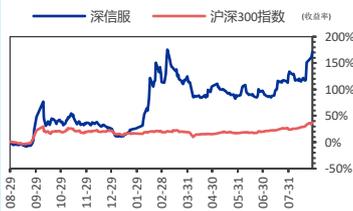
**报告原因：有信息公布需要点评**
**买入 (维持)**
**市场数据：** 2025年08月29日

收盘价(元)	129.50
一年内最高/最低(元)	142.00/42.70
市净率	6.1
股息率%(分红/股价)	0.05
流通A股市值(百万元)	36,039
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年06月30日

每股净资产(元)	21.16
资产负债率%	37.76
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  
徐平平 A0230525080002  
xupp@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

**投资要点：**

- **事件：**近日，公司发布25年中报。25H1，公司收入30.09亿元，同比增长11.16%；归母净利润为-2.28亿元，同比大幅减亏。其中，Q2单季度归母净利润2198万元，扭亏为盈，业绩超出预期。
- **云计算业务高景气。**根据公司公告，25H1，云计算及IT基础设施收入13.95亿元，同比增长26.15%，成为核心增长动力。一方面，博通收购Vmware之后，强推订阅模式引发客户流失。公司在替代方案上全面对标Vmware，零习惯改造。HCI国产替代窗口打开，深信服市场份额提升，根据公司公告，25Q1市占率25.1%，位居中国超融合市场首位。另一方面，以DeepSeek为代表的开源大模型点燃了政企客户本地化部署AI的需求。公司前瞻性地推出AICP智算平台及“HCI+AICP新一代超融合”解决方案，在现有超融合集群上仅增加少量GPU节点，即可高效、低成本地部署和运行大模型，单位算力成本较传统方案显著下降，同时具备异构算力管理优势，有望为云业务打开新的增长空间。
- **安全业务表现稳健。**根据公司公告，25H1，安全收入14.35亿元，同比增长2.61%。公司坚定执行“AI First”战略，自研的安全GPT已成为安全业务的技术内核。通过融合DeepSeek-R1等模型能力，安全GPT在钓鱼邮件检测、数据安全、威胁溯源等场景的实战效果大幅提升。
- **降本增效成效显著，现金流大幅改善。**根据公司公告，25H1，公司研发、销售、管理费用分别同比下降8.91%、3.24%、18.63%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为-2.35亿元，较去年同期的-9.77亿元大幅改善，主要系销售回款增加及采购支出减少所致。
- **国际化战略成果初显。**根据公司公告，25H1，海外市场收入2.54亿元，同比增长35.33%，公司通过海外渠道拓展、本地化服务和产品输出，并利用AI技术提升竞争力，在中东、亚太等重点区域深化布局，为未来增长开辟了新的空间。
- **投资分析意见：维持“买入”评级。**预计AI能力升级的一朵云有望上攻更多大客户。Vmware强推订阅，云业务有望持续超预期。公司25Q2已经扭亏，上调盈利预测。预计25-27收入预测值82.83/91.73/102.37亿元（前值82.50/91.13/101.42亿元），归母净利润预测值4.12/5.42/7.52亿元（前值3.72/5.17/6.96亿元）。25Q2扭亏，可视为经营拐点信号，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	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,520	3,009	8,283	9,173	10,237
同比增长率(%)	-1.9	11.2	10.2	10.7	11.6
归母净利润(百万元)	197	-228	412	542	752
同比增长率(%)	-0.5	-	109.4	31.4	38.8
每股收益(元/股)	0.47	-0.54	0.98	1.28	1.78
毛利率(%)	61.5	62.1	62.0	62.2	62.4
ROE(%)	2.1	-2.5	4.4	5.4	7.0
市盈率	278		133	101	73

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,662	7,520	8,283	9,173	10,237
其中：营业收入	7,662	7,520	8,283	9,173	10,237
减：营业成本	2,672	2,898	3,151	3,471	3,848
减：税金及附加	73	66	99	110	123
主营业务利润	4,917	4,556	5,033	5,592	6,266
减：销售费用	2,702	2,507	2,649	2,836	3,051
减：管理费用	372	382	410	432	458
减：研发费用	2,266	2,118	2,145	2,274	2,441
减：财务费用	-212	-198	-44	-54	0
经营性利润	-211	-253	-127	104	316
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	442	595	826
加：营业外净收入	-5	-7	3	4	6
利润总额	204	204	445	599	832
减：所得税	5	8	32	57	80
净利润	199	197	412	542	752
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	412	542	752

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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，可以向我们的销售员索取。

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。

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。