

业绩持续释放，超融合市占率持续领先

核心观点

2025 年前三季度，公司实现营业收入 51.25 亿元，同比增长 10.62%；实现归母净利润-0.81 亿元，同比缩窄 86.10%；2025 年第三季度，公司实现营业收入 21.16 亿元，同比增长 9.86%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 1097.40%。同时，公司积极推出 AICP 等新产品，有望持续提升市场竞争力，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 82.71/94.33/109.34 亿元，同比分别增长 9.99%/14.04%/15.92%，归母净利润为 3.96/5.35/6.96 亿元，同比分别增长 101.33%/34.96%/30.02%，对应 PE 122/90/70 倍，维持“买入”评级。

事件

2025 年前三季度，公司实现营业收入 51.25 亿元，同比增长 10.62%；实现归母净利润-0.81 亿元，同比缩窄 86.10%；实现扣非归母净利润-1.36 亿元，同比缩窄 79.14%。2025 年第三季度，公司实现营业收入 21.16 亿元，同比增长 9.86%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 1097.40%；实现扣非归母净利润 1.23 亿元，同比增长 3276.12%。

简评

单 Q3 利润增长 11 倍，反转趋势进一步确认。2025 年前三季度，公司实现营业收入 51.25 亿元，同比增长 10.62%；实现归母净利润-0.81 亿元，同比缩窄 86.10%；经营活动现金流量净额 0.13 亿元，同比增长 101.78%，合同负债 17.16 亿元，同比增长 18.75%。2025 年第三季度，公司实现营业收入 21.16 亿元，同比增长 9.86%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 1097.40%。公司自中报实现 2020 年以来首次单 Q2 盈利后，三季报继续实现 2020 年以来首次现金流转正，单 Q3 利润同比增长 11 倍。

深信服 (300454.SZ)

维持

买入

应瑛

yingying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100010

SFC 编号:BWB917

发布日期：2025 年 11 月 30 日

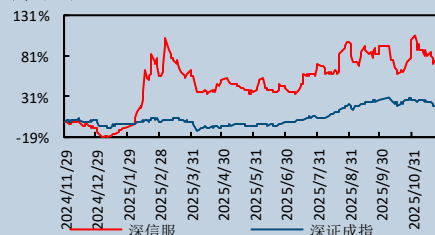
当前股价：115.06 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|-------------|--------------|
| 1.93/4.64 | -7.06/-9.38 | 78.78/61.29 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 133.99/52.53 |
| 总股本 (万股) | | 42,062.80 |
| 流通 A 股 (万股) | | 27,703.95 |
| 总市值 (亿元) | | 483.97 |
| 流通市值 (亿元) | | 318.76 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 871.58 |
| 主要股东 | | |
| 何朝曦 | | 19.97% |

股价表现



相关研究报告

| | |
|----------|--|
| 25.09.18 | 【中信建投计算机】深信服(300454):深信服 2025 年半年报点评:云业务持续高增,AICP 平台助力客户低成本 AI 部署 |
| 25.05.26 | 【中信建投计算机】深信服(300454):2024 年报及 2025 年一季报点评:宏观影响下 24 年经营承压,云计算业务逆势增长 |
| 24.11.06 | 【中信建投计算机】深信服(300454):2024 年三季报点评:收入及利润承压,合同负债保持增长 |

云收入持续向好下单 Q3 毛利率略有承压，整体控费效果显著。2025 年前三季度，公司毛利率 60.94%，同比提高 0.34pct；单 Q3，公司毛利率为 59.29%，同比下降 0.28pct，主因毛利率相对较低的云业务持续高增，营收结构变化影响表观毛利率表现。费用端，2025 年前三季度，深信服销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.63%/4.65%/29.25%/-3.07%，同比分别变动-4.41/-1.55/-5.92/-0.08pct；单三季度，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.93%/3.95%/24.44%/-2.22%，同比分别变动-2.17/-1.09/-4.19/-0.04pct。公司整体费用效果控制较好，为

超融合市占率持续领跑，AICP 提供低成本 AI 部署方案。10 月 15 日，IDC 发布《中国软件定义存储（SDS）及超融合存储（HCI）系统市场季度跟踪报告，2025H1》，深信服以 15.9% 的份额位列中国超融合整体市场占有率第一；而在全栈超融合市场中，深信服更是以 26.5% 的份额领跑；截至 2025 年 10 月，已有 600+ 央企国企用户部署，实现性能、效率、资源利用率大幅提升。2025 年 2 月，公司发布 HCI+AICP 新一代超融合解决方案，通过 vGPU 支持 1% 级别的显卡切分，已适配 DeepSeek、Qwen、LLAMA 等各类模型，提供低门槛 AI 平台部署方案，尤其适配 SMB 客户 AI 化需求。

投资建议：截至 2025 年上半年，公司合同负债达 16.92 亿元，同比增长 21.87%，或将为后续增长提供动力。同时公司积极推出新产品，有望持续提升市场竞争力，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 82.71/94.33/109.34 亿元，同比分别增长 9.99%/14.04%/15.92%，归母净利润为 3.96/5.35/6.96 亿元，同比分别增长 101.33%/34.96%/30.02%，对应 PE 122/90/70 倍，维持“买入”评级。

表 1: 公司重要财务指标预测

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 7,662.17 | 7,519.76 | 8,271.04 | 9,432.53 | 10,934.28 |
| YoY(%) | 3.36 | -1.86 | 9.99 | 14.04 | 15.92 |
| 净利润(百万元) | 197.83 | 196.87 | 396.36 | 534.93 | 695.54 |
| YoY(%) | 1.89 | -0.49 | 101.33 | 34.96 | 30.02 |
| 毛利率(%) | 65.13 | 61.47 | 62.09 | 62.07 | 62.31 |
| 净利率(%) | 2.58 | 2.62 | 4.79 | 5.67 | 6.36 |
| ROE(%) | 2.25 | 2.15 | 4.17 | 5.36 | 6.58 |
| EPS(摊薄/元) | 0.47 | 0.47 | 0.94 | 1.27 | 1.65 |
| P/E(倍) | 244.64 | 245.84 | 122.11 | 90.47 | 69.58 |
| P/B(倍) | 5.56 | 5.34 | 5.14 | 4.90 | 4.62 |

资料来源: iFind, 中信建投

风险分析

（1）市场需求疲软风险：近两年国内经济增速有所波动，上游客户 IT 投入谨慎，市场需求疲软，给公司业绩短期内带来较大挑战与困难，进而影响企业的健康发展；**（2）行业竞争加剧风险：**近两年随着合规需求对网安行业的驱动力量减弱，国内网络安全市场逐渐进入红海，众多厂商为了争夺市场份额，纷纷采取价格战策略，以致行业整体利润水平下降，无力进行技术创新、研发投入，进一步导致市场产品和服务高度同质化；**（3）供应链风险：**受国际形势和上游厂商的战略调整影响，包括内存、SSD、HDD 在内的各类原材料出现紧缺和价

格上涨的局面，导致上游公司的产品报价不断上涨，以致公司报告期内硬件采购成本显著上升。

分析师介绍

应瑛

中信建投证券计算机行业首席分析师，伦敦国王学院硕士，5 年计算机行业研究经验。2021 年加入中信建投，深入覆盖医疗信息化、工业软件、云计算、网络安全等细分领域。

研究助理

李楚涵

lichuhan@csc.com.cn

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk