



盈利拐点已现，AI Infra 转型持续发力

2026年4月15日

- **事件：**公司发布 2025 年年度业绩报告，全年实现营业收入 80.43 亿元，同比增长 7.0%，实现归母净利润 3.93 亿元，同比增长 99.5%，实现扣非归母净利润 3.04 亿元，同比增长 296.4%。
- **持续降本增效推动经营质量与盈利能力提升，利润端拐点确立。**2025 年公司持续进行降本增效，盈利能力大幅改善，销售/管理/研发费用率为 31.74%/4.23%/25.55%，同比-1.59pct/-0.84pct/-2.61pct，三项费用合计同比减少 1.15%，占营收比重同比减少 5.05pct。若扣除股份支付费用，公司全年净利润为 5.56 亿元，同比增长 92.49%（去年同期为 2.89 亿元）。公司整体毛利率为 59.13%，同比-2.16pct，主要系公司云计算业务毛利率同比有所下降且占公司收入比重进一步提升影响。经营活动现金流净额为 13.42 亿元，同比增长 65.29%，为公司历史最好水平。**我们认为，报告期内公司通过费用管控有效进行降本增效，确立公司利润端拐点。**
- **云计算及 IT 基础设施成为驱动公司业绩增长核心引擎，云业务向 AI Infra 转型持续发力。**受益于信创建设和国产化替代进程的深入推进，2025 年公司云计算及 IT 基础设施业务收入为 40.1 亿元，同比增长 49.86%，收入占比由 2024 年的 45% 提升至 49.86%，成为公司增长的核心驱动力。一方面，公司将 AI 技术深入融合研发流程赋能效率提升，另一方面用 AI 重塑安全业绩并从业务向 AI Infra 转型。公司通过创新技术为用户提供 AI 超融合、AI 存储、AI 算力网关、托管云 AI 安全算力等核心产品和服务，让用户在统一的 AI 基础设施中承载企业传统应用和新型 Agent 应用，帮助用户在 AI 转型更加平滑，获得更高的 ROI，根据 IDC 研究报告，公司全栈超融合在 2025 年前三季度市占率位居中国全栈超融合市场第一。此外，公司积极开拓 AI 原生业务，培育新业务增长点。
- **持续深耕海外与 KA 客户，为公司长期增长注入新动力。**公司在海外市场与国内 KA（关键客户或大客户）市场的持续深耕布局，公司云业务、海外市场及国内 KA 市场收入实现较快增长。2025 年公司海外业务实现营收 5.99 亿元，同比增长 24.49%，保持高速增长态势。公司在国内 70 余个主要城市和海外 15 个国家和地区建立了本地技术服务团队，并在全球范围内设立了 40 余个备机备件中心，公司始终将用户服务置于核心地位，凭借专业的技术支撑团队，全力保障服务的高质量交付，未来公司将加大对 KA、行业头部及海外市场的资源投入，有望注入新的增长动力。
- **投资建议：** 公司是国内网络安全与云计算双龙头，深耕企业级市场二十余年，以“智安全+信服云”为核心，覆盖防火墙、超融合、零信任等全栈方案。2025 年公司降本增效效果显著，利润端拐点已显现，公司正全面拥抱 AI 并向 AI Infra 转型，推出 AI 超融合、AI 存储、AI 算力网关等产品，卡位企业 AI 落地关键环节，并加大对 KA、行业头部及海外市场的资源投入，有望为公司长期增长注入新的动力。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.05/6.69/8.81 亿元，同比增长 28.4%/32.6%/31.7%，EPS 为 1.17/1.55/2.04 元，当前股价对应 PE 分别为 91/69/52 倍，上调评级至“推荐”。

深信服 (300454.SZ)

推荐 上调评级

分析师

吴砚靖

✉: wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

胡天昊

✉: hutianhao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525070004

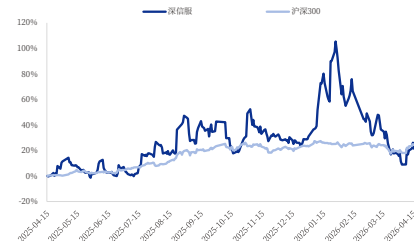
市场数据

2026-4-15

股票代码	300454
A 股收盘价(元)	106.79
上证指数	4,027.21
总股本(万股)	43,156
实际流通 A 股(万股)	288,00
流通 A 股市值(亿元)	308

相对沪深 300 表现图

2026-4-15



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

- **风险提示：**技术研发进度不及预期风险；市场不及预期风险；政策推进不及预期风险；需求不及预期风险；行业竞争加剧风险。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,043	8,837	9,945	11,515
收入增长率%	7.0	9.9	12.5	15.8
归母净利润 (百万元)	393	505	669	881
利润增速%	99.5	28.4	32.6	31.7
毛利率%	59.3	59.4	60.0	60.6
摊薄 EPS(元)	0.91	1.17	1.55	2.04
PE	113.56	91.35	68.91	52.34

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,350	10,013	11,294	13,082
现金	535	716	1,749	3,351
应收账款	581	710	721	832
其它应收款	21	25	29	35
预付账款	34	37	40	47
存货	861	946	943	950
其他	7,318	7,578	7,812	7,868
非流动资产	7,298	7,194	7,109	6,883
长期投资	880	938	1,022	959
固定资产	734	748	667	553
无形资产	259	255	250	245
其他	5,425	5,253	5,170	5,126
资产总计	16,648	17,206	18,404	19,966
流动负债	4,937	5,192	5,747	6,481
短期借款	0	0	0	0
应付账款	822	886	943	1,090
其他	4,116	4,305	4,803	5,392
非流动负债	2,015	1,860	1,896	1,924
长期借款	0	0	0	0
其他	2,015	1,860	1,896	1,924
负债总计	6,952	7,052	7,643	8,405
少数股东权益	0	1	1	1
归属母公司股东权益	9,696	10,154	10,760	11,560
负债和股东权益	16,648	17,206	18,404	19,966

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,342	272	1,166	1,637
净利润	393	505	669	881
折旧摊销	258	201	212	221
财务费用	-183	0	0	0
投资损失	-42	-106	-114	-127
营运资金变动	779	-56	501	520
其他	138	-272	-102	142
投资活动现金流	-989	111	-107	19
资本支出	-200	-53	-38	-47
长期投资	-1,041	52	-185	-60
其他	251	111	116	126
筹资活动现金流	-314	-202	-27	-53
短期借款	-200	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-114	-202	-27	-53
现金净增加额	37	181	1,032	1,603

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8,043	8,837	9,945	11,515
营业成本	3,273	3,583	3,977	4,540
税金及附加	70	75	84	96
销售费用	2,553	2,663	2,962	3,352
管理费用	340	354	393	456
研发费用	2,055	2,133	2,400	2,843
财务费用	-206	-11	-14	-35
资产减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资收益及其他	418	473	527	622
营业利润	368	512	672	885
营业外收入	17	9	10	12
营业外支出	5	9	8	7
利润总额	380	512	674	890
所得税	-12	7	5	9
净利润	393	505	669	881
少数股东损益	0	1	0	0
归属母公司净利润	393	505	669	881
EBITDA	431	702	872	1,076
EPS (元)	0.91	1.17	1.55	2.04

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	7.0%	9.9%	12.5%	15.8%
营业利润增长率	74.0%	39.2%	31.4%	31.6%
归母净利润增长率	99.5%	28.4%	32.6%	31.7%
毛利率	59.3%	59.4%	60.0%	60.6%
净利率	4.9%	5.7%	6.7%	7.6%
ROE	4.1%	5.0%	6.2%	7.6%
ROIC	1.6%	4.3%	5.4%	6.6%
资产负债率	41.8%	41.0%	41.5%	42.1%
净资产负债率	71.7%	69.4%	71.0%	72.7%
流动比率	1.89	1.93	1.97	2.02
速动比率	0.66	0.67	0.81	1.00
总资产周转率	0.50	0.52	0.56	0.60
应收账款周转率	12.30	13.69	13.89	14.83
应付账款周转率	5.03	4.20	4.35	4.47
每股收益(元)	0.91	1.17	1.55	2.04
每股经营现金(元)	3.11	0.63	2.70	3.79
每股净资产(元)	22.47	23.53	24.93	26.79
P/E	113.56	91.35	68.91	52.34
P/B	4.53	4.32	4.08	3.80
EV/EBITDA	103.45	63.29	49.79	38.88
PS	5.46	4.97	4.41	3.81

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10 年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名 PE 机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

胡天昊 计算机行业分析师，北京邮电大学信息与通信工程硕士，2023 年加入中国银河证券，主要从事计算机行业研究工作，覆盖领域为算力、大模型、AI 下游应用端等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		