

深信服(300454)

报告日期: 2026年04月17日

云转型突破关键节点, 基本面步入右侧修复通道

——深信服 2025 年报点评

事件

- 公司发布 2025 年年报, 2025 年全年实现营业总收入 80.43 亿元, 同比增长 7.0%; 归母净利润 3.93 亿元, 同比增长 99.5%; 扣非归母净利润 3.04 亿元, 同比增长 296.4%。
- 单 Q4 而言, 公司 2025 年 Q4 实现营业总收入 29.18 亿元, 同比增长 1.1%; 归母净利润 4.73 亿元, 同比下降 39.0%; 扣非归母净利润 4.40 亿元, 同比下降 39.5%。

点评

- 云计算业务占比首超安全业务, 意味着公司正式完成“IT 基础设施服务商”的转型。25 年业绩表现亮眼, 收入端与费用端双向改善, 带来了超预期的业绩释放。展望 26 年, 云业务景气度有望维持, 控费得当我们预计公司利润仍有进一步优化空间。

云计算高速增长成主引擎, 安全业务承压

2025 年云计算及 IT 基础设施业务收入 40.10 亿元, 同比增长 18.50%, 收入占比升至 49.86%, 成为公司增长核心, 主要受信创与国产替代带来的云化需求及国内外 KA 客户渗透带动, 超融合、云平台与分布式存储放量。SDDC 产品线(主要是超融合)保持 10%以上增速, 2025 年三季度在中国超融合整体及全栈市场均居首, 有利于承接 VMware 替代与信创云平台改造。分布式存储 EDS 聚焦高价值与信创场景优化, 顺应行业高景气, 推进云业务加速。

网络安全业务收入 35.40 亿元, 同比降 2.46%, 占比 44.01%, 在国内需求偏弱、价格竞争加剧背景下, AF、AC 等成熟产品承压, 新培育的 XDR、MSS、SASE 等战略业务虽增速快但体量仍小, 对整体拉动有限。

基础网络及物联网业务收入 4.93 亿元, 同比降 2.69%, 占比 6.13%。

展望未来, 云业务有望在信创替代、VMware 替代及 AI 基础设施建设驱动下保持双位数增长, 而安全业务恢复节奏更依赖 AI 安全平台、SASE 及托管服务等新模式的商业化落地。

毛利率短期承压, 三费率优化, 盈利与现金流修复明显

收入稳健增长叠加费用率下行, 对冲毛利率下滑, 带动盈利大幅修复。2025 年公司综合毛利率 59.31%, 同比下降 2.16pct; 2025 年下半年毛利率 57.65%, Q4 为 56.44%, 主要系云业务毛利率略降(上游存储等硬件涨价)且占比提升所致。

费用端, 全年三费合计 49.48 亿元, 同比下降 1.15%, 三费率为 61.5%, 同比降 5pct, 其中销售费用小幅增长, 管理、研发费用双降, 体现公司在不确定环境下的降本增效与费用结构优化。

现金流方面, 2025 年经营活动现金流净额 13.42 亿元, 同比增长 65.29%, 创历史新高; 销售回款 94.40 亿元, 收现比 117.4%。随着收入结构向云及订阅化业务倾斜, 经营性现金流有望持续强于账面利润, 为 AI 与云基础设施持续投入提供支撑。

AI 驱动云与安全协同, AI 基础设施有望打开第二成长曲线

公司围绕“AI 重构安全、云业务面向 AI、探索 AI 原生业务”推进升级: 安全侧通过 AI 安全平台、安全 GPT、SASE 及托管服务组合, 提升检测与运营效率, 并

投资评级: 买入(维持)

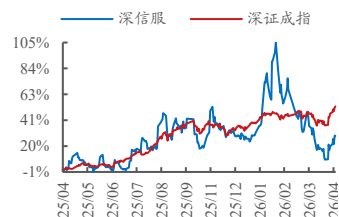
分析师: 刘雯蜀
执业证书号: S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 刘静一
执业证书号: S1230523070005
liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥113.02
总市值(百万元)	48,774.80
总股本(百万股)	431.56

股票走势图



相关报告

- 《业绩符合预期, 基本面有望迎来触底反弹》2025.03.30
- 《一朵云面向 AI 全新升级, 助力企业级大模型部署》2025.02.19
- 《基本面筑底中》2024.10.25

在中央网信办组织的“AI 赋能网安应用测试”三大核心场景中均获第一，验证 AI 安全技术与实战能力，为在弱需求、强竞争格局中获得差异化优势；云侧依托超融合/云平台承接 VMware 替代与信创需求，以 AI 算力网关、统一存储、托管云 AI 算力及云原生大数据能力切入 AI 基础设施建设；AI 原生应用层面则围绕 AI Coding 平台、AI 应用创新平台探索商业化路径。

结合公司持续深耕 KA、大型行业头部客户与海外市场的策略，我们认为 **AI+云+安全一体化解决方案有望抬升单客户价值量并提升海外占比，形成更具韧性的中长期成长曲线。**

□ 盈利预测

考虑到公司云业务景气度有望维持，我们调整此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 88.20、97.83、109.38 亿元，归母净利润分别为 5.79、7.20、8.33 亿元。**维持“买入”评级。**

□ 风险提示

下游客户预算复苏不及预期；公司 AI 产品拓展不及预期；毛利率受到上游供应链影响持续波动；市场竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,043.03	8,820.44	9,782.90	10,937.85
(+/-) (%)	6.96%	9.67%	10.91%	11.81%
归母净利润	392.79	579.21	720.40	832.91
(+/-) (%)	99.52%	47.46%	24.38%	15.62%
每股收益(元)	0.93	1.38	1.71	1.98
P/E	121.03	82.08	65.99	57.08

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,350	10,902	12,404	13,922
现金	535	1,844	2,719	3,382
交易性金融资产	1,932	2,125	2,338	2,618
应收账款	783	901	978	1,071
其它应收款	21	23	26	29
预付账款	34	39	44	49
存货	861	560	550	570
其他	5,183	5,410	5,749	6,202
非流动资产	7,298	7,247	7,207	7,203
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	486	486	486	486
固定资产	734	897	660	612
无形资产	259	245	229	212
在建工程	337	44	115	21
其他	5,483	5,575	5,718	5,872
资产总计	16,648	18,149	19,611	21,124
流动负债	4,937	5,638	6,377	7,056
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,507	1,678	1,988	2,184
预收账款	1,817	2,029	2,250	2,516
其他	1,613	1,931	2,139	2,355
非流动负债	2,015	2,016	2,018	2,020
长期借款	0	0	0	0
其他	2,015	2,016	2,018	2,020
负债合计	6,952	7,654	8,395	9,076
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	9,696	10,495	11,216	12,049
负债和股东权益	16,648	18,149	19,611	21,124

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,043	8,820	9,783	10,938
营业成本	3,273	3,733	4,234	4,753
营业税金及附加	70	79	86	97
营业费用	2,553	2,579	2,836	3,262
管理费用	340	340	340	340
研发费用	2,055	2,117	2,223	2,334
财务费用	(206)	(202)	(239)	(273)
资产减值损失	(5)	26	24	27
公允价值变动损益	(6)	0	(0)	(2)
投资净收益	54	79	82	72
其他经营收益	356	350	355	360
营业利润	368	578	715	828
营业外收支	13	2	6	5
利润总额	380	579	720	833
所得税	(12)	0	0	0
净利润	393	579	720	833
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	393	579	720	833
EBITDA	362	685	845	968
EPS (最新摊薄)	0.93	1.38	1.71	1.98

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	6.96%	9.67%	10.91%	11.81%
营业利润	74.01%	57.10%	23.75%	15.83%
归属母公司净利润	99.52%	47.46%	24.38%	15.62%
获利能力				
毛利率	59.31%	57.68%	56.72%	56.54%
净利率	4.88%	6.57%	7.36%	7.61%
ROE	4.16%	5.74%	6.64%	7.16%
ROIC	1.54%	3.19%	3.86%	4.22%
偿债能力				
资产负债率	41.76%	42.17%	42.81%	42.96%
净负债比率	0.66%	0.60%	0.55%	0.51%
流动比率	1.89	1.93	1.95	1.97
速动比率	1.72	1.83	1.86	1.89
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.51	0.52	0.54
应收账款周转率	12.30	13.71	13.15	13.20
应付账款周转率	5.03	4.35	4.24	4.15
每股指标(元)				
每股收益	0.93	1.38	1.71	1.98
每股经营现金	3.19	3.41	3.62	3.87
每股净资产	23.05	24.95	26.66	28.64
估值比率				
P/E	121.03	82.08	65.99	57.08
P/B	4.90	4.53	4.24	3.95
EV/EBITDA	129.31	64.84	51.31	43.81

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,342	1,433	1,523	1,629
净利润	393	579	720	833
折旧摊销	204	323	379	424
财务费用	(206)	(202)	(239)	(273)
投资损失	(54)	(79)	(82)	(72)
营运资金变动	720	384	504	404
其它	286	427	241	313
投资活动现金流	(989)	(546)	(887)	(1,238)
资本支出	58	(160)	(180)	(250)
长期投资	(12)	0	0	0
其他	(1,035)	(386)	(707)	(988)
筹资活动现金流	(314)	422	239	273
短期借款	(200)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(114)	422	239	273
现金净增加额	39	1,309	875	663

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>