

## 计算机

2026年05月18日

## 深信服 (300454)

——云业务成为业务核心驱动，AI 多产品迭代

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2026年05月15日	
收盘价(元)	120.02
一年内最高/最低(元)	188.00/85.86
市净率	4.8
股息率%(分红/股价)	0.05
流通A股市值(百万元)	34,566
上证指数/深证成指	4,135.39/15,561.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2026年03月31日	
每股净资产(元)	25.19
资产负债率%	29.19
总股本/流通A股(百万)	432/288
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  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

## 联系人

洪依真 A0230519060003  
hongyz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 全年实现收入 80.43 亿 (+6.96%)，归母净利 3.93 亿 (+99.52%)，扣非净利润 3.04 亿 (+296.38%)。26Q1 实现收入 16.27 亿 (+28.91%)，归母净利-0.65 亿 (+74.16%)，扣非净利-0.81 亿 (+69.11%)。年报业绩与此前预告一致，26Q1 收入利润均超预期。
- 2025 年云业务收入正式超过传统信息安全，超融合、云平台与分布式存储放量。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%。其中，SDDC 产品线（主要为超融合 HCI 产品）继续保持 10%以上的增速，后续有望继续承接 VMware 替代与信创云平台改造。分布式存储 EDS 信创方案迭代，收入快速增长。传统安全业务由于行业竞争收入略有下滑。网络安全业务、基础网络和物联网业务收入分别为 35.40 亿(-2.46%)、4.93 亿(-2.69%)，AF、AC 等成熟产品收入下滑，新培育的 XDR、安全托管服务、SASE 等业务尽管快速增长，但收入规模尚小，整体传统安全业务有所下滑。
- 综合毛利率由于收入结构变化有所下滑，费用管理良好，盈利大幅改善。1) 2025 年公司销售毛利率为 59.31% (同比-2.16 pct)，主因是低毛利的云业务占比提升所致，26Q1 毛利率 60.33% (同比-0.05pct)。2) 2025 年公司坚持高质量发展，通过 AI 等优化流程、降本增效，期间费用率为 58.96% (同比-4.98 pct)，人均创收 110.45 万 (+8.8%)。
- 现金流回款优秀，且有望随着云业务占比增加持续。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。
- AI 算力网关、AI 代码等产品迭代。1) 2025 年公司发布「HCI+AICP 新一代超融合」，AICP 可通过自适应硬件屏蔽层，加快新型主流 GPU 的适配速度，新一代 AI 算力网关可发挥 2~5 倍算力效能；2) 发布面向企业严肃开发场景 AI Coding 平台 CoStrict，为企业提供 SPEC 规范驱动开发、PLAN 提案开发、VIBE 氛围编程等多种开发模式。
- 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，云业务有望维持高增。但传统安全业绩仍有压力。小幅下调 26-27 年收入预测为 90.32/101.19 亿元（前值 91.73/102.37 亿元），对应小幅下调 26-27 年利润预测为 5.35/6.67（前值 5.42/7.52 亿元），新增 2028 年收入/利润预测为 113.37/7.52 亿元，对应 26-28 年 PE 估值为 97/78/69 倍。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

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	8,043	1,627	9,032	10,119	11,337
同比增长率(%)	7.0	28.9	12.3	12.0	12.0
归母净利润(百万元)	393	-65	535	667	752
同比增长率(%)	99.5	-	36.1	24.7	12.8
每股收益(元/股)	0.93	-0.15	1.24	1.54	1.74
毛利率(%)	59.3	60.3	57.7	56.3	55.4
ROE(%)	4.1	-0.6	5.3	6.3	6.7
市盈率	132		97	78	69

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7,520	8,043	9,032	10,119	11,337
其中：营业收入	7,520	8,043	9,032	10,119	11,337
减：营业成本	2,898	3,273	3,818	4,418	5,061
减：税金及附加	66	70	81	91	102
主营业务利润	4,556	4,700	5,133	5,610	6,174
减：销售费用	2,507	2,553	2,673	2,840	3,129
减：管理费用	382	340	350	372	406
减：研发费用	2,118	2,055	2,113	2,279	2,512
减：财务费用	-198	-206	7	-30	-75
经营性利润	-253	-42	-10	149	202
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	17	8	-14	-2	-2
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-21	-3	0	0	0
加：投资收益及其他	468	404	562	562	563
营业利润	211	368	537	710	763
加：营业外净收入	-7	13	11	11	11
利润总额	204	380	548	721	774
减：所得税	8	-12	13	54	21
净利润	197	393	535	667	752
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	197	393	535	667	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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 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。