

信义山证汇通天下

证券研究报告

云基础设施服务

深信服 (300454.SZ)

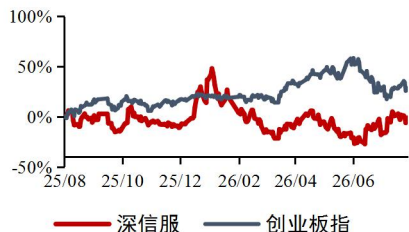
增持-A(维持)

上半年营收和净利润均超预期, AI 正带来重要业绩增量

2026 年 8 月 24 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2026 年 8 月 21 日

收盘价 (元/股):	120.60
年内最高/最低 (元/股):	188.00/88.25
流通 A 股/总股本 (亿股):	2.88/4.32
流通 A 股市值 (亿元):	347.33
总市值 (亿元):	520.46

基础数据: 2026 年 6 月 30 日

基本每股收益(元/股):	0.54
摊薄每股收益(元/股):	0.54
每股净资产(元/股):	25.66
净资产收益率(%):	2.09

资料来源: 常闻

分析师:

盖斌赫

执业登记编码: S0760522050003

邮箱: gaibinhe@sxzq.com

邹昕宸

执业登记编码: S0760526060002

邮箱: zouxinchen@sxzq.com

事件描述

➤ 8 月 21 日, 公司发布 2026 年半年报, 其中, 2026 上半年公司实现收入 39.98 亿元, 同比增长 32.85%, 上半年实现归母净利润 2.31 亿元, 同比高增 201.58%, 实现扣非净利润 1.79 亿元, 同比增 169.22%; 2026 年二季度公司实现收入 23.71 亿元, 同比增长 35.69%, 二季度实现归母净利润 2.96 亿元, 同比高增 1245.42%, 实现扣非净利润 2.60 亿元, 而上年同期仅 0.03 亿元。

事件点评

➤ 云计算及网安业务共同驱动公司营收快速增长, 同时净利润超预期改善。今年上半年公司云计算业务增长强劲, 同时网络安全业务恢复增长, 推动公司整体营收持续加速。而由于毛利率相对较低的云业务收入占比进一步提升, 上半年公司毛利率为 60.89%, 较上年同期降低 1.20 个百分点。在利润端, 公司通过费用管控加速利润释放, 2026 上半年期间费用率较上年同期降低 16.34 个百分点, 受益于此, 上半年公司净利率达 5.78%, 较上年同期提高 13.35 个百分点, 并且为近 5 年历史最高。

➤ 超融合及分布式存储为云业务核心增长驱动, AI 安全为网安业务带来新增量。具体而言, 1) 今年上半年公司云计算及 AI 基础设施业务实现收入 22.12 亿元, 同比增长 58.60%, 同时因前期策略性低价储备的存货实现销售并确认为收入, 带动云业务毛利率提升至 49.11%, 其中, 依托全球 VMware 替代带来的市场机遇, 公司超融合产品增长良好; 而受益于 AI 存储需求持续旺盛, 公司通过聚焦高性能 AI 场景及不断强化产品竞争力实现存储业务快速增长; 2) 今年以来公司网络安全业务逐步企稳回升, 上半年实现收入 15.87 亿元, 同比增长 10.57%, 主要原因在于一方面下一代防火墙、全网行为管理等成熟产品通过 AI 赋能叠加逐步进入替换周期, 上半年恢复增长, 另一方面, 受 AI 带来的新安全需求刺激, AI 安全平台、安全托管服务、SASE 等创新网安业务表现亮眼。

投资建议

➤ 公司作为国内网络安全及云计算领导厂商, AI 需求爆发有望带动公司云业务高速增长, 同时 AI 安全也将为网安业务带来新增量, 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.83\2.33\2.89, 对应公司 8 月 21 日收盘价 120.60 元, 2026-2028 年 PE 分别为 65.8\51.8\41.7, 维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 产品迭代不及预期; 宏观经济下行风险; 市场竞争加剧风险。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,520	8,043	9,709	11,421	13,379
YoY(%)	-1.9	7.0	20.7	17.6	17.1
净利润(百万元)	197	393	791	1,004	1,249
YoY(%)	-0.5	99.5	101.4	27.0	24.3
毛利率(%)	61.5	59.3	58.8	56.9	56.8
EPS(摊薄/元)	0.46	0.91	1.83	2.33	2.89
ROE(%)	2.1	4.1	7.6	8.8	9.9
P/E(倍)	264.4	132.5	65.8	51.8	41.7
P/B(倍)	5.7	5.4	5.0	4.6	4.2
净利率(%)	2.6	4.9	8.1	8.8	9.3

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6904	9350	10172	12063	12735
现金	525	535	1672	2431	2856
应收票据及应收账款	826	783	1015	770	1169
预付账款	28	34	38	49	52
存货	340	861	0	991	96
其他流动资产	5184	7137	7448	7821	8561
非流动资产	8318	7298	7468	7515	7530
长期投资	474	486	587	648	713
固定资产	837	734	1012	1088	1088
无形资产	267	259	244	230	217
其他非流动资产	6741	5820	5625	5548	5512
资产总计	15222	16648	17639	19577	20265
流动负债	4228	4937	5411	6611	6327
短期借款	200	0	113	113	113
应付票据及应付账款	907	1507	660	1632	646
其他流动负债	3120	3430	4638	4866	5569
非流动负债	1827	2015	1786	1543	1293
长期借款	1155	1192	963	720	470
其他非流动负债	671	823	823	823	823
负债合计	6054	6952	7198	8154	7620
少数股东权益	0	0	1	1	3
股本	422	421	421	421	421
资本公积	5395	5477	5477	5477	5477
留存收益	3392	3824	4545	5437	6545
归属母公司股东权益	9168	9696	10441	11422	12642
负债和股东权益	15222	16648	17639	19577	20265

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	812	1342	1658	1357	1128
净利润	197	393	792	1005	1250
折旧摊销	221	204	189	260	318
财务费用	-198	-206	-270	-282	-281
投资损失	-112	-54	-66	-76	-77
营运资金变动	551	779	1014	450	-85
其他经营现金流	153	227	-0	0	2
投资活动现金流	-170	-989	-824	-613	-705
筹资活动现金流	-843	-314	302	15	2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.91	1.83	2.33	2.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.88	3.11	3.84	3.15	2.61
每股净资产(最新摊薄)	21.00	22.23	23.95	26.23	29.05

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7520	8043	9709	11421	13379
营业成本	2898	3273	3999	4917	5786
营业税金及附加	66	70	89	103	119
营业费用	2507	2553	2954	3409	3927
管理费用	382	340	367	388	448
研发费用	2118	2055	2168	2299	2546
财务费用	-198	-206	-270	-282	-281
资产减值损失	-4	5	-12	-4	-4
公允价值变动收益	5	-6	0	-0	-2
投资净收益	112	54	66	76	77
营业利润	211	368	808	1009	1255
营业外收入	4	17	17	17	17
营业外支出	11	5	5	5	5
利润总额	204	380	821	1022	1268
所得税	8	-12	29	17	18
税后利润	197	393	792	1005	1250
少数股东损益	-0	0	1	1	1
归属母公司净利润	197	393	791	1004	1249
EBITDA	503	653	1033	1288	1576

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-1.9	7.0	20.7	17.6	17.1
营业利润(%)	1.1	74.0	119.8	24.9	24.4
归属于母公司净利润(%)	-0.5	99.5	101.4	27.0	24.3
获利能力					
毛利率(%)	61.5	59.3	58.8	56.9	56.8
净利率(%)	2.6	4.9	8.1	8.8	9.3
ROE(%)	2.1	4.1	7.6	8.8	9.9
ROIC(%)	2.4	3.9	6.5	7.6	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	41.8	40.8	41.6	37.6
流动比率	1.6	1.9	1.9	1.8	2.0
速动比率	0.8	0.7	1.0	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	8.7	10.0	10.8	12.8	13.8
应付账款周转率	3.1	2.7	3.7	4.3	5.1
估值比率					
P/E	264.37	132.50	65.79	51.82	41.68
P/B	5.7	5.4	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	99.8	77.1	47.2	36.8	29.3

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

