

证券研究报告

公司研究

点评报告

深信服 (300454.SZ)

投资评级: 买入

上次评级: 买入

傅晓琅 计算机行业分析师

执业编号: S1500524070005

邮箱: fuxiaolang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

全面深化 AI 发展战略, 盈利能力显著改善

2026年4月9日

事件: 深信服发布 2025 年年度报告, 公司 2025 年实现营收 80.43 亿元, 同比增长 6.96%; 实现归母净利润 3.93 亿元, 同比增长 99.52%; 实现扣非净利润 3.04 亿元, 同比增长 296.38%。2025 年单 Q4, 公司实现营业收入 29.18 亿元, 同比增长 1.09%; 归母净利润 4.73 亿元, 同比下降 39.04%; 扣非净利润 4.40 亿元, 同比下降 39.49%。

- **云计算业务带动收入增长, 利润端实现高速增长。分产品来看:** 2025 年公司信息安全业务实现收入 35.4 亿元, 同比下降 2.46%; 云计算业务实现收入 40.1 亿元, 同比增长 18.50%, 占比上升至 49.86%, 成为驱动公司整体收入增长的核心业务板块; 基础网络和物联网实现收入 4.93 亿元, 同比下降 2.69%。**利润端,** 公司整体毛利率为 59.31%, 较上年减少 2.16 个百分点。费用端, 公司 2025 年持续实施降本增效措施, 三费整体同比减少 1.15%, 销售/管理/研发费用率分别为 31.74%/4.23%/25.55%。公司经营活动现金流入为 104.21 亿元, 同比增长 4.90%, 经营性净现金流同比增长 65.29%, 达到 13.42 亿元, 为公司历史最好水平。
- **全面深化 AI 战略, 云计算产品市场水平领先。公司以“AI First”为研发创新战略, 将 AI 融入安全业务、云业务, 积极开拓 AI 原生业务。在 AI+安全方面,** 公司已相继推出了安全 GPT、融合 AI 能力的下一代防火墙 AF、SASE 一体化办公产品、XDR、AI 安全平台等产品或服务; 公司发布大模型安全护栏解决方案+安全使用 GenAI 解决方案, 实现 AI 保护 AI。**AI+云业务方面,** AI 算力网关 (AICP 算力平台) 经历多次迭代, 满足各参数模型在更低硬件上部署、承载各类最新的大模型和小模型、实现异构 GPU 统一管理等功能, 新一代 AI 算力网关可发挥 2-5 倍的智能算力效能。超融合产品市场表现亮眼, 在 2025 年第三季度以 16.5%、31.2% 的市场占有率位居中国超融合整体市场以及全栈超融合市场“双第一”。
- **海外市场 and 国内 KA 市场持续深耕, 拓展成效显著。** 2025 年公司海外实现收入 5.99 亿元, 同比增长 24.49%, 国内 KA 市场收入实现较快增长, 带动整体收入增长。公司海外市场已覆盖全球 30 多个国家和地区, 拥有 18 个海外分支机构和办事处, 海外品牌影响力持续提升。国内公司坚持渠道代理销售为主, 直销为辅的渠道化战略, 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。
- **盈利预测及投资评级:** 公司将 AI 与云化能力融入安全产品, 有望打开新一轮成长周期; 云计算业务驱动公司收入增长, 超融合产品常年保持国内市占率第一, 云业务有望保持较快增长速度。我们预计 2026-2028 年 EPS 分别为 1.23/1.62/2.15 元, 2026-2028 年对应 P/E 为 87.08/65.73/49.74 倍, 维持“买入”评级。

- **风险因素：**下游需求恢复不及预期风险；市场竞争加剧风险；AI 技术研发不及预期风险。

主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	7,520	8,043	8,966	10,116	11,544
增长率 YoY %	-1.9%	7.0%	11.5%	12.8%	14.1%
归属母公司净利润(百万元)	197	393	529	701	926
增长率 YoY%	-0.5%	99.5%	34.6%	32.5%	32.2%
毛利率(%)	61.5%	59.3%	58.4%	57.7%	57.1%
ROE(%)	2.1%	4.1%	5.2%	6.5%	8.1%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.91	1.23	1.62	2.15
市盈率 P/E (倍)	233.90	117.23	87.08	65.73	49.74
市净率 P/B (倍)	5.02	4.75	4.55	4.30	4.01

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 8 日收盘价

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,904	9,350	10,145	11,352	12,789
货币资金	525	535	1,557	2,795	4,156
应收票据	99	202	96	83	77
应收账款	727	581	572	620	734
预付账款	28	34	39	46	55
存货	340	861	712	661	586
其他	5,184	7,137	7,169	7,146	7,181
非流动资产	8,318	7,298	7,405	7,368	7,364
长期股权投资	474	486	486	486	486
固定资产(合计)	837	734	888	895	932
无形资产	267	259	253	246	239
其他	6,741	5,820	5,779	5,742	5,707
资产总计	15,222	16,648	17,550	18,720	20,152
流动负债	4,228	4,937	5,407	5,993	6,647
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据	427	686	641	714	746
应付账款	480	822	796	821	831
其他	3,120	3,430	3,970	4,459	5,070
非流动负债	1,827	2,015	2,015	2,015	2,015
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1,827	2,015	2,015	2,015	2,015
负债合计	6,054	6,952	7,421	8,008	8,662
少数股东权益	0	0	0	1	1
归属母公司股东权益	9,168	9,696	10,128	10,711	11,490
负债和股东权益	15,222	16,648	17,550	18,720	20,152

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7,520	8,043	8,966	10,116	11,544
同比(%)	-1.9%	7.0%	11.5%	12.8%	14.1%
归属母公司净利润	197	393	529	701	926
同比(%)	-0.5%	99.5%	34.6%	32.5%	32.2%
毛利率(%)	61.5%	59.3%	58.4%	57.7%	57.1%
ROE(%)	2.1%	4.1%	5.2%	6.5%	8.1%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.91	1.23	1.62	2.15
P/E	233.90	117.23	87.08	65.73	49.74
P/B	5.02	4.75	4.55	4.30	4.01
EV/EBITDA	142.49	134.51	65.64	54.40	40.32

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	7,520	8,043	8,966	10,116	11,544
营业成本	2,898	3,273	3,732	4,278	4,956
营业税金及附加	66	70	79	89	102
销售费用	2,507	2,553	2,600	2,787	3,032
管理费用	382	340	359	395	439
研发费用	2,118	2,055	2,107	2,286	2,540
财务费用	-198	-206	27	7	-18
减值损失合计	-4	5	5	2	0
投资净收益	112	54	90	101	115
其他	356	350	380	338	340
营业利润	211	368	537	715	950
营业外收支	-7	13	13	13	13
利润总额	204	380	550	728	962
所得税	8	-12	21	27	36
净利润	197	393	529	701	926
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	197	393	529	701	926
EBITDA	176	366	697	818	1,071
EPS(当年)(元)	0.47	0.93	1.23	1.62	2.15

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	812	1,342	1,395	1,447	1,672
净利润	197	393	529	701	926
折旧摊销	280	258	239	208	263
财务费用	-206	-183	38	38	38
投资损失	-105	-42	-90	-101	-115
营运资金变动	643	942	701	620	578
其它	2	-25	-21	-19	-18
投资活动现金流	-170	-989	-240	-53	-125
资本支出	-406	-200	-329	-154	-241
长期投资	-65	-1,041	0	0	0
其他	300	251	90	101	115
筹资活动现金流	-843	-314	-134	-155	-185
吸收投资	104	1	11	0	0
借款	-625	-200	0	0	0
支付利息或股息	-50	-33	-145	-155	-185
现金净增加额	-201	37	1,021	1,239	1,361

研究团队简介

傅晓焱，计算机行业分析师，上海外国语大学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖 AI 应用、工业软件、智能驾驶等领域。

姜佳明，计算机行业研究员，南安普顿大学经济学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖 AI 应用、网络安全领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。