

盈利能力显著提升，AI+混合云驱动全面转型

2025 年 11 月 02 日

► **事件：**近期，深信服发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度，公司实现营业收入 51.25 亿元，同比增长 10.62%；归母净利润-0.81 亿元，扣非净利润-1.36 亿元。2025Q3，公司实现营业收入 21.16 亿元，同比增长 9.86%；归母净利润 1.47 亿元，同比增长 1097.40%；扣非净利润 1.23 亿元，同比增长 3276.12%。

► **费用端降本成效显著，现金流状况大幅改善。**公司持续改善管理和精细化经营，驱动费用率的大幅优化，2025Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 30.93%、3.95%、24.44%，较 2024Q3 分别下降了 2.17pct、1.09pct、4.19pct。现金流方面，公司前三季度经营活动产生的现金流量净额为 0.13 亿元，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期增加，同时购买原材料支付的货款较去年同期减少。

► **聚焦关键产线和云计算领域，趋向云化、服务化全面升级。**面向外部环境的不确定性，公司积极调整产品策略，重点发展基于云服务和产品服务化的核心安全能力，积极践行渠道化战略，实现众多产品和解决方案在广大用户中的推广和覆盖，保证了国内覆盖市场基本盘的稳定；同时，公司通过集中资源增大关键领域的投入，持续提升产品和解决方案的竞争力，并主动深耕经营价值客户，国内行业头部客户和国际市场成为公司营收增长来源的趋势更加明朗。受益于信创建设和国产化替代进程的持续深入，公司云计算及 IT 基础设施业务快速增长，成为驱动公司整体收入增长的核心业务板块。

► **自主孵化原生 AI 能力，AI 与传统业务融合塑造增长点。**深信服坚定不移地以“AI First”为研发创新战略，在安全 GPT、AICP、AI PaaS、SAVE 3.0、AIOps 等产品中不断落地 AI 技术和能力，推动自身产品能力和服务能力面向 AI 升级，以 AI 推动传统业务的重塑。2025 年，基于深信服安全 GPT 在安全垂直领域的应用实践基础，公司将 DeepSeek-R1 的模型能力深度融入安全 GPT 的 AI 工程架构，形成了一套在安全领域融合 DeepSeek-R1 系列模型的完整技术框架，实现了钓鱼检测、数据安全、威胁调查和溯源等场景实战效果的进一步突破。

► **投资建议：**随着公司积极推进云化、服务化，聚焦 AI、云计算、XaaS 动关键领域，深信服已不是一家传统意义上的网络安全公司，而是向着具有安全特色和优势的云和 AI 基础设施公司不断升级。我们积极看待深信服云计算业务收入快速增长以及混合云+AI 构建安全 GPT+订阅服务基座到能力再到商业模式优化的多维共振，预计公司 2025-2027 年营收分别为 87.74、105.78、127.90 亿元，EPS 分别为 0.74、1.00、1.24 元，2025 年 10 月 31 日收盘价对应市盈率 177、131、106 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**技术发展不确定，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,520	8,774	10,578	12,790
增长率 (%)	-1.9	16.7	20.6	20.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	197	312	421	522
增长率 (%)	-0.5	58.6	34.8	24.0
每股收益 (元)	0.47	0.74	1.00	1.24
PE	281	177	131	106
PB	6.0	5.9	5.7	5.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

131.00 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@glms.com.cn

分析师 杨立天

执业证书：S0100524100001

邮箱：yanglitian@glms.com.cn

相关研究

1.深信服 (300454.SZ) 2024 年年报点评：

深信 AI，云服天下-2025/03/30

2.深信服 (300454.SZ) 公司点评：云化战略下的深信服：安全赋能、智算一体-2025/02/18

3.深信服 (300454.SZ) 2023 年年报点评：

营收增长企稳，AI 与海外业务有望带来新增长点-2024/04/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,520	8,774	10,578	12,790
营业成本	2,898	3,094	3,676	4,322
营业税金及附加	66	88	106	128
销售费用	2,507	2,676	3,226	4,029
管理费用	382	439	529	639
研发费用	2,118	2,632	3,174	3,837
EBIT	-104	265	373	446
财务费用	-198	22	34	24
资产减值损失	-21	-9	-10	-12
投资收益	112	88	106	128
营业利润	211	322	434	538
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	204	322	434	538
所得税	8	10	13	16
净利润	197	312	421	522
归属于母公司净利润	197	312	421	522
EBITDA	176	568	692	781

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	525	914	1,817	2,655
应收账款及票据	826	980	1,181	1,428
预付款项	28	31	37	43
存货	340	421	500	588
其他流动资产	5,184	7,000	7,019	7,024
流动资产合计	6,904	9,345	10,555	11,739
长期股权投资	474	474	474	474
固定资产	837	935	1,000	1,043
无形资产	267	317	317	317
非流动资产合计	8,318	7,591	7,596	7,593
资产合计	15,222	16,936	18,151	19,332
短期借款	200	1,200	1,200	1,200
应付账款及票据	907	1,289	1,532	1,801
其他流动负债	3,120	3,320	3,913	4,359
流动负债合计	4,228	5,809	6,644	7,360
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,827	1,770	1,770	1,770
非流动负债合计	1,827	1,770	1,770	1,770
负债合计	6,054	7,579	8,414	9,130
股本	422	422	422	422
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9,168	9,358	9,737	10,202
负债和股东权益合计	15,222	16,936	18,151	19,332

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.86	16.69	20.56	20.90
EBIT 增长率	-35.49	354.39	40.84	19.54
净利润增长率	-0.49	58.62	34.77	23.97
盈利能力 (%)				
毛利率	61.47	64.74	65.25	66.21
净利率	2.62	3.56	3.98	4.08
总资产收益率 ROA	1.29	1.84	2.32	2.70
净资产收益率 ROE	2.15	3.34	4.32	5.11
偿债能力				
流动比率	1.63	1.61	1.59	1.59
速动比率	0.83	0.70	0.78	0.86
现金比率	0.12	0.16	0.27	0.36
资产负债率 (%)	39.77	44.75	46.36	47.23
经营效率				
应收账款周转天数	38.51	34.50	35.86	35.81
存货周转天数	44.92	44.30	45.12	45.34
总资产周转率	0.50	0.55	0.60	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.74	1.00	1.24
每股净资产	21.73	22.18	23.08	24.18
每股经营现金流	1.92	1.83	2.87	2.71
每股股利	0.06	0.10	0.13	0.16
估值分析				
PE	281	177	131	106
PB	6.0	5.9	5.7	5.4
EV/EBITDA	317.72	98.73	81.00	71.79
股息收益率 (%)	0.05	0.08	0.10	0.13

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	197	312	421	522
折旧和摊销	280	303	319	335
营运资金变动	643	266	496	330
经营活动现金流	812	772	1,209	1,145
资本开支	-406	-283	-264	-273
投资	-65	0	0	0
投资活动现金流	-170	-1,116	-158	-145
股权募资	104	0	0	0
债务募资	-625	1,000	0	0
筹资活动现金流	-843	732	-147	-161
现金净流量	-201	388	904	838

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048