



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

网安龙头企业，AI 开启云计算+安全 新篇章

— 深信服（300454.SZ）深度报告

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

证券研究报告

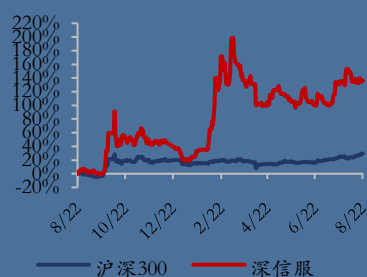
公司研究

深度报告

深信服 (300454.SZ)

投资评级: 买入

上次评级:



资料来源: iFind、信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	104.06
52 周内股价	42.7-142
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-6.06%
总股本 (亿股)	4.22
流通 A 股比例 (%)	65.96%
总市值 (亿元)	439.01

资料来源: iFind、信达证券研发中心

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

网安龙头企业, AI 开启云计算+安全新篇章

2025 年 8 月 22 日

报告内容摘要:

- ◆**核心看点:** ①网安+云计算双线驱动, 产品市场地位领先; ②“AI+云化”开启新一轮成长周期。生成式 AI 驱动产品技术创新, 云化服务需求成为新的增长点; ③云计算+AI 融合趋势明显, AICP 迎智算增长动能; ④公司“虚拟化+超融合+私有云”差异化解决方案, 实现 VMware 无感替换。
- ◆**公司简介:** 深耕网安行业 20 余年, 拓展布局云计算领域。深信服是一家专业从事企业级网络安全、云计算、IT 基础架构及物联网相关产品与服务的提供商。公司的主要产品包括: 1) 网安领域: 智安全业务构建“平台+组件+服务”业务模式; 2) 信服云是云计算业务品牌, 构建了软件定义的云基础设施 (超融合 HCI、虚拟化 aSV 等)、私有云、托管云、桌面云、分布式存储等云-网-端架构; 3) 子公司信锐网科经营基础网络与物联网业务; 4) 公司坚持 “AI First” 发展策略。推出安全 GPT、SAVE3.0、AIOps 等技术产品, 推出 AICP 算力平台, 降低用户使用 AI 大模型成本, 持续优化超融合、虚拟化等云计算子市场, 打造“虚拟化+超融合+私有云”VMware 替代方案。
- ◆**网络安全市场规模持续增长, AI+云化有望成为网络安全业务破局新方向。**根据 IDC 数据, 中国网络安全市场规模预计从 2023 年的 110 亿美元增长有望至 2028 年的 171 亿美元, 五年复合增长率为 9.2%。2024 年深信服以 11.1% 的份额领跑国内网络安全硬件产品市场。深信服创新地将 AI 与云化能力融入安全产品, 构建以 AI 为内核、云化赋能的「安全新范式 2.0」。公司以安全垂类大模型为基, 制定“以 AI 对抗 AI”策略, 采用“线下硬件+线上订阅”创新联动部署方式。在 AI+SASE 赋能的下一代防火墙 AF、XDR+GPT 打造高校安全运营中心、云化安全托管服务 MSS 等产品解决方案中得到成功验证。
- ◆**云计算+AI 融合趋势明显, AICP 迎智算增长动能。**云计算市场持续稳定增长, 据中国信息通信研究院统计, 2023 年我国云计算市场规模达 6165 亿元, 较 2022 年增长 35.5%, 大幅高于全球增速, AI 推动市场增长点向 PaaS、SaaS 上移; 超融合、虚拟化等子市场发展可期, 根据艾媒咨询和亿欧智库数据, 预计到 2030 年中国虚拟化软件市场规模有望突破 200 亿元, 2024 年超融合市场规模超过 220 亿元。公司 AI+云计算方面相继推出 AICP 算力平台 (降低大模型部署成本、大模型应用实现推理性能 5-10 倍的提升)、HCI+AICP 新一代超融合解决方案 (全栈集成+AI 赋能)。
- ◆**“虚拟化+超融合+私有云”差异化解决方案, 实现 VMware 无感替换。**虚拟化、超融合、混合云等方案成为 VMware 替代优选, 深信服基于此方向, 提供“虚拟化→超融合资源池→私有云”等全系列产品解决方案。在虚拟化、超融合以及私有云迁移能力上全面对标 VMware, 在降低迁移难度和具备完整兼容能力基础上, 实现先进替代。截止 2025 年 5 月, 深信服的“虚拟化→超融合资源池→私有云”产品解决方案已累计助力超过 12000 用户完成 VMware 替换。
- ◆**盈利预测与投资建议:** 公司是网络安全行业龙头厂商, 网络安全产品市场领先, 具有稳健的用户和口碑基本盘。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; 云计算业务公司超融合常年保持国内市占率第一、AICP 平台迎智算新升级; 公司构建“虚拟化+超融合+私有云”差异化解决方案, 实现 VMware 先进替换, 近些年凭借 VMware 退出中国市场的红利, 云计算业务有望实现高增速发展目标。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.15/1.55/1.87 元, 对应 P/E 分别为 90.23/67.12/55.59 倍, 给予“买入”评级。

◆风险因素：市场竞争加剧风险；市场需求恢复不及预期风险；VMware 替换推进不及预期风险；AI 技术研发不及预期风险。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,662	7,520	8,280	9,216	10,294
增长率 YoY %	3.4%	-1.9%	10.1%	11.3%	11.7%
归属母公司净利润(百万元)	198	197	487	654	790
增长率 YoY%	1.9%	-0.5%	147.2%	34.4%	20.8%
毛利率(%)	65.1%	61.5%	62.4%	61.9%	61.4%
ROE(%)	2.2%	2.1%	5.1%	6.5%	7.3%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.47	1.15	1.55	1.87
市盈率 P/E (倍)	221.91	223.00	90.23	67.12	55.59
市净率 P/B (倍)	4.99	4.79	4.58	4.34	4.08

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 21 日收盘价

目 录

核心观点:	6
一、主营业务和财务分析	7
1.1 深耕网络安全保障领域, AI+云计算带来中长期发展动能	7
1.2 公司股权相对集中, 持续推行股票激励计划	8
1.3 主营业务和产品: 网安+云计算双线驱动, 产品市场地位领先	9
1.3.1 网络安全核心产品	11
1.3.2 云计算核心产品	13
1.4 财务分析	16
二、网安产品体系完善领先, “AI+云化” 开启新一轮成长周期	19
2.1 网络安全市场规模持续增长, 公司产品市场竞争占优	19
2.2 “AI+云化”: 网络安全业务破局新方向	21
三、云计算+AI 融合趋势明显, AICP 迎智算增长动能	24
3.1 国内云计算市场将保持长期稳定发展, 同比增长率领先全球	24
3.2 云计算+AI 融合趋势明显, 超融合、虚拟化等子市场发展可期	25
3.3 “AI+云计算”产品落地, 实现 VMware 国产替代	29
3.3.1 AICP 算力平台大幅优化大模型部署, 推动云计算产品向 AI 进化	29
3.3.2 公司“虚拟化+超融合+私有云”差异化解决方案, 实现 VMware 无感替换	31
四、盈利预测和估值	34
4.1 盈利预测	34
4.2 估值	35
五、风险因素	36

表 目 录

表 1: 公司 2024 年股权激励目标	8
表 2: 公司产品市场排名领先	9
表 3: 传统架构与超融合架构的区别	27
表 4: 超融合国内部分厂商	29
表 5: 分业务营收和利润	34
表 6: 可比公司估值 (截至 2025.08.21)	35

图 目 录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司股权结构	8
图 3: 网络安全业务蓝图	9
图 4: 云计算业务架构全景	9
图 5: 信锐网科产品矩阵	10
图 6: 可拓展检测响应平台 XDR	11
图 7: 下一代防火墙 AF	11
图 8: 零信任访问控制系统	12
图 9: 全网行为管理 AC 架构	12
图 10: 超融合基础设施 HCI	13
图 11: 托管云产品	13
图 12: “线上+线下”结合的混合云解决方案	14
图 13: 公司 “AI First” 战略	15
图 14: 安全 GPT 能力	15
图 15: 公司 AICP 平台: 新智算时代 AI Infra 平台	16
图 16: 公司营收以及增速 (亿元)	17
图 17: 公司归母净利润及增速 (亿元)	17
图 18: 公司主营业务营收 (亿元)	17
图 19: 公司主营业务营收占比	17
图 20: 公司三费费率	17
图 21: 公司毛利率	18
图 22: 全球网安 IT 总投资规模 (亿美元)	19
图 23: 中国网络安全市场规模 (亿美元)	19
图 24: 2023 年中国网络安全项目数量行业分布	19
图 25: 2024 年中国网络安全硬件产品厂商市场份额	20
图 26: 下一代防火墙架构	21
图 27: 内联云端架构	21

图 28: 高校运营 2.0 解决方案	22
图 29: 安全托管服务 MSS	22
图 30: SASE “安全+组网+托管”融合新架构	23
图 31: “线上+线下”一体化部署	23
图 32: 全球云计算市场规模（亿美元）	24
图 33: 中国云计算市场规模（亿元）	24
图 34: 中国云计算细分领域市场规模及增速（亿元）	25
图 35: 智能云体系架构	26
图 36: 中国虚拟化软件市场行业规模及预测（亿元）	26
图 37: 虚拟化厂商以及应用行业	27
图 38: 中国超融合市场规模（亿元）	27
图 39: 中国超融合竞争格局	28
图 40: 日常问答场景下，Ollama 和 AICP 部署能力比较	29
图 41: HCI+AICP 新一代超融合方案	30
图 42: 深信服虚拟化对标 VMware 组件	31
图 43: 深信服虚拟化技术能力上基本与 VMware 组件持平	31
图 44: 深信服超融合资源池对标 VMware 组件	32
图 45: 深信服存储虚拟化 aSV 与 VMware 虚拟化产品对比	32
图 46: 深信服 SDDC 场景下对标 VMware	32

核心观点:

1) 公司深耕网络安全系列产品业务, 产品市场地位多年领先, 具有稳固的业务基本盘;
2) 公司坚持“AI First”发展战略, AI+云化技术驱动产品技术创新, 有望成为网络安全业务破局新方向; 3) 公司前瞻布局云计算业务, 超融合、虚拟化等产品市场认可度高, AICP 新平台迎智算增长动能; 4) 公司推出“虚拟化+超融合+私有云”差异化解决方案, 受益于 VMware 替换红利。

公司基本盘稳固, 产品常年保持市场领先。网络安全产品体系丰富, 根据 IDC 研究报告下一代防火墙 AF、应用交付 AD、全网行为管理 AC 等产品常年保持国内市场前两名。前瞻布局云计算, 连续保持较强增长, 深信服超融合是 HCI 代表厂商中唯一入选的中国厂商, 2023、2024 年连续两年为中国超融合市场市占率第一名。

产品实现“AI+云化”全面融合, 有望开启网安产品新一轮增长周期。生成式 AI 驱动产品技术创新, 云化服务成为市场新需求。深信服在国内率先推出安全垂直领域大模型, 实现安全运行“自动驾驶”, 使得产品在检测效果上提升明显, 自主开发安全可控。同时, 公司以安全 GPT 作为核心技术底座, 将 AI 技术应用于多种安全产品上, 包括下一代防火墙 AF、端点安全、安全大脑 (XDR/SOC)、云化安全服务等 (SASE/MSS)。提供云化订阅模式, 创新推出“线下硬件+线上订阅”创新联动部署方式, 已在落地实践中得到了充分的效果论证。

云计算+AI 融合趋势明显, AICP 平台推动公司产品向 AI 进化。公司 AI 算力平台 (AIPC) 是面向大模型开发场景, 全新发布的私有化、一站式大模型训练和推理服务运行平台。平台使得大模型部署成本进一步降低, 实现推理性能大幅提升 (以 Deepseek 为例, 在多实例、并发推理场景中可实现 5-10 倍的性能提升); 针对 AI 推理/训练场景进行深度优化与创新, 推出 HCI+AICP 新一代超融合解决方案。

公司方案持平或部分超越 VMware 同领域技术, 受益于 VMware 退出中国市场红利。公司提供“虚拟化→超融合资源池→私有云”差异化解决方案, 实现无感替换 VMware; 方案在超融合能力上对标 VMware 组件, 虚拟化 aSV 能力上部分优于 VMware 以及国内部分友商。我们认为深信服有望凭借方案、技术优势填补 VMware 国内市场上的空缺, 占据市场优势。超融合产品近几年将受益于 VM 退出红利, 公司云计算业务有望保持高增长势头。

一、主营业务和财务分析

1.1 深耕网络安全保障领域，AI+云计算带来中长期发展动能

深信服科技股份有限公司成立于 2000 年，是一家专业从事企业级网络安全、云计算、IT 基础架构及物联网相关产品与服务的提供商。目前公司员工规模超过 8000 名，在全球设有 70 余个分支机构，服务超过 10 万家企业级用户。

深耕网安行业 20 余年，拓展布局云计算领域。公司总共经历四个发展阶段：2000 年成立，历时 10 年实现产品技术积累以及全国推广。2009 年开启全球化战略。2012 年公司开始布局云计算业务，持续推进云计算产品、服务的研发；2018 年公司于创业板上市。2023 年公司以“AI First”为研发创新战略，在各个产品中不断落地 AI 技术，相继推出安全大模型 GPT 和 AICP 算力平台。

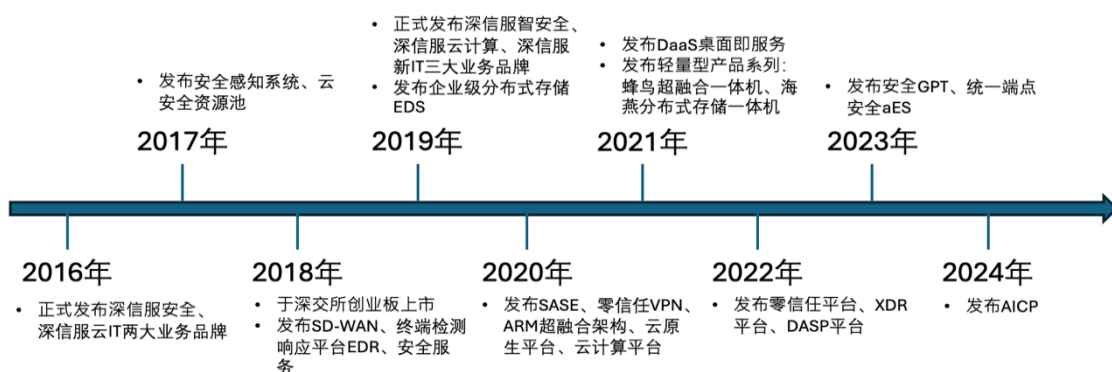
1) 产品初创 (2002-2009): 2002 年公司推出 IPsec VPN，08 年起持续占有率第一；后续不断丰富网络安全产品体系，相继推出 IPsec/SSL 二合一 VPN 网关、上网行为管理 AC、广域网优化 WOC 等产品。2007 年连续 4 年入围 Gartner 魔力象限，产品技术积累为全国推广打下坚实基础。

2) 开启全球化 (2009-2012): 公司开启全球化战略，组建海外销售、服务体系，成立香港、新加坡等地区办事处。产品端推出应用交付 AD，是国内率先推出下一代防火墙厂商。

3) 布局云计算 (2012-2016): 2012 年公司开始布局云计算业务，持续推进云计算产品、服务的研发。已陆续推出软件定义终端桌面云 aDesk、计算虚拟化 aSV、超融合 HCI、云计算平台 SCP、企业级分布式存储 EDS 等多款创新产品。**2018 年公司于创业板上市。**

4) “AI First”创新战略 (2016-至今): 公司从 2016 年开始持续投入 AI 技术，在各个产品中不断落地 AI 能力。国内率先推出安全垂类领域大模型（安全 GPT+XDR），以及率先推出 AICP（AI 算力平台），不断推动自身产品能力向 AI 智能化升级。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司目前持续推进网络安全 AI 化，云计算+AI 融合，坚持“AI First”发展策略。推出安全 GPT、SAVE3.0、AIOps 等技术产品，传统网安防火墙、XDR 运营中心向 AI 升级，实现网络安全“自动驾驶”；云计算方面，推出 AICP 算力平台，降低用户使用 AI 大模型成本，持续优化超融合、虚拟化等云计算子市场，打造“虚拟化+超融合+私有云”VMware 替代方案。构建技术创新领先能力，全面助力各行各业 AI 时代数字化转型。

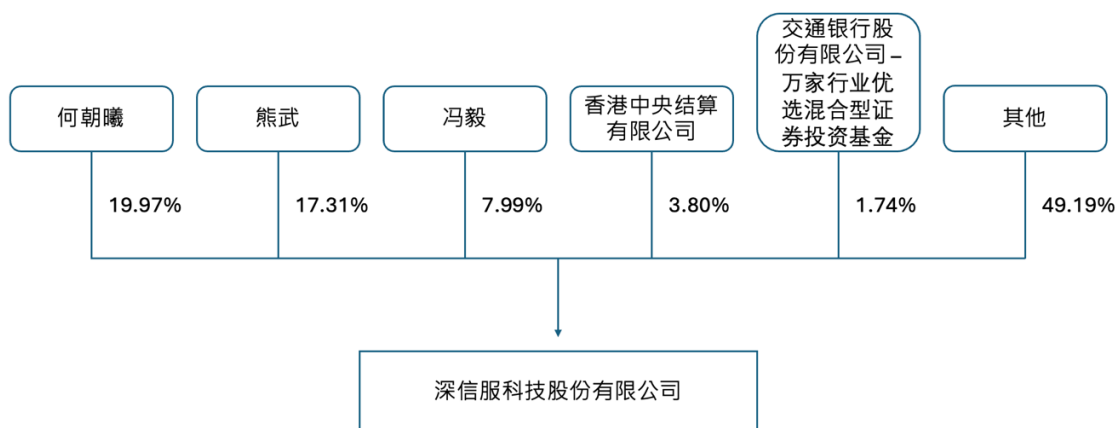
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

1.2 公司股权相对集中，持续推行股票激励计划

公司股权相对集中，实际控制人为公司高管。公司董事长何朝曦、副董事长熊武、董事冯毅为公司创始人以及公司前三大股东，截至 2025 年一季度，三人共持有公司股份比例 45.27%。

持续实施股票激励计划，激励对象覆盖核心技术和业务员工。公司自 2018 年上市以来，为留住现有技术 & 业务骨干、吸引外部高端人才，已实施多期股权激励计划，并预计未来将持续推行股权激励计划。其中公司于 2024 年 1 月和 10 月推出两期股权激励，授予激励对象数量分别为 4391、4215 人，包括公司高级管理人员、核心技术和业务人员（不含董事、监事）。公司近几年实施多次股权激励以及激励对象的广泛覆盖，有效调动员工积极性，展现公司对于未来业绩增长的信心。

图 2：公司股权结构



资料来源：iFinD，信达证券研发中心；数据截至：2025 年一季度

表 1：公司 2024 年股权激励目标

期数	归属安排	对应考核年度	业绩考核目标
2024 年第一期	第一个归属期	2024 年	以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 5%
	第二个归属期	2025 年	以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 10%
	第三个归属期	2026 年	以 2023 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 15%
2024 年第二期	第一个归属期	2027 年	以 2024 年归母净利润为基数，2027 年归母净利润增长率不低于 150%
	第二个归属期	2028 年	以 2024 年归母净利润为基数，2028 年归母净利润增长率不低于 200%

资料来源：公司官网、公司公告、信达证券研发中心

1.3 主营业务和产品：网安+云计算双线驱动，产品市场地位领先

公司的主要业务包括：网络安全产品、云计算及 IT 基础设施业务以及基础网络及物联网业务。

公司智安全业务构建“平台+组件+服务”业务模式。1) 平台包括可拓展检验相应平台 XDR、零信任平台 ZTP；2) 组件包括零信任访问控制系统 aTrust、下一代防火墙 AF、全网行为管理 AC 等；3) 服务包括云安全访问服务 SASE、安全托管服务 MSS。

图 3：网络安全业务蓝图



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

公司信服云是云计算业务品牌，已拥有广泛的生态合作伙伴，并构建了软件定义的云基础设施（超融合 HCI、虚拟化 aSV 等）、私有云、托管云、桌面云、分布式存储等云-网-端架构，为用户提供不同数字化转型阶段的服务。

图 4：云计算业务架构全景



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

表 2：公司产品市场排名领先

序号	主要产品	市场排名/权威认可
1	全网行为管理	根据 IDC 研究报告，自 2009 年至 2024 年连续 16 年在安全内容管理类中持续

	(AC)	保持国内市场占有率第一；
2	VPN	根据 IDA 研究报告，VPN 产品自 2008 年至 2024 年连续 17 年持续保持国内市场占有率第一。
3	应用交付 (AD)	根据 IDC 研究报告，应用交付产品 2014 年至 2021 年国内市场占有率第二，2022 年至 2024 年国内市场占有率第一。
4	下一代防火墙 (AF)	根据 IDC 研究报告，公司下一代防火墙自 2016 年至 2024 年连续 9 年在统一威胁管理类中的国内市场占有率排名第二；
5	零信任	根据 IDC 研究报告，2023 年，公司零信任网络访问解决方案国内市场占有率排名第一
6	SASE	根据 IDC 研究报告，2024 年公司 SASE 解决方案以 12.6% 的市场份额位居国内第一
7	超融合 (HCI)	根据 IDC 研究报告，2023 年和 2024 年公司连续两年中国超融合市场市占率第一。

资料来源：公司公告、公司官网、IDC 研究报告、Gartner、Frost&Sullivan 研究报告、信达证券研发中心

子公司信锐网科经营基础网络与物联网业务。公司基础网络与物联网业务的经营主体为子公司信锐网科，产品包括企业级无线、安视交换机、企业级物联网和面向中小企业的 SMB 数通组网产品，致力于为各行各业用户的数字化转型提供面向未来的网络联接产品及解决方案。

图 5：信锐网科产品矩阵

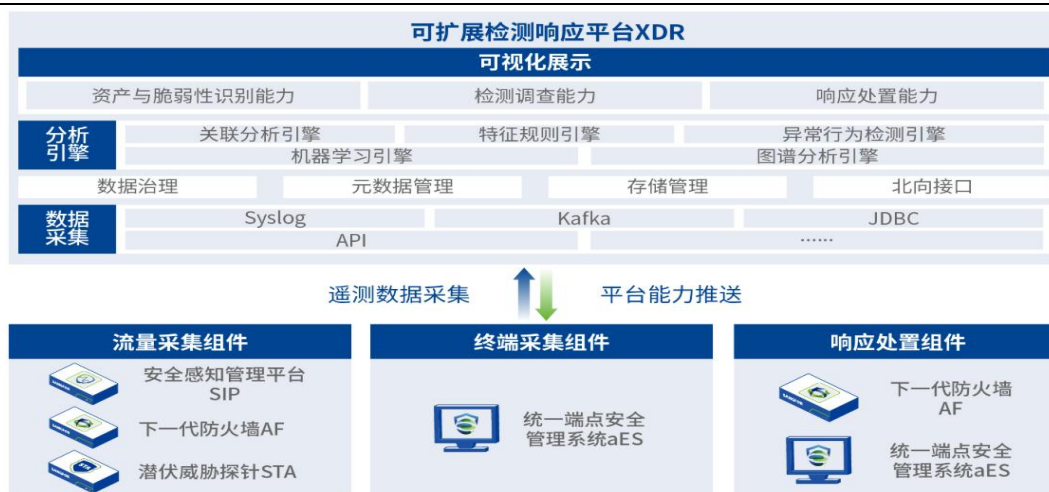


资料来源：公司年报、信达证券研发中心

1.3.1 网络安全核心产品

1) 可扩展响应平台 XDR: 公司 XDR 产品聚焦威胁检测与响应效果的平台, 可实现更有效地检测分析、调查和对抗复杂的安全威胁。平台覆盖技战术广, 覆盖 ATT&CK 技战术超过 66%; 分析质量高, 网+端遥测数据聚合分析, 事件准确率达 99.9%; 响应处置闭环更快速; 场景能力性能可不断拓展、演进。

图 6: 可扩展检测响应平台 XDR



资料来源: 公司官网、信达证券研发中心

2) 下一代防火墙 AF: 专注于网络边界安全效果, 增强网络边界的安全检测与防控能力, 而且实现网络安全风险可视化展示与快速处置。集成 IPS 泛化检测引擎、SAVE 安全智能引擎、WISE 语义分析引擎三大智能安全检测引擎, 达到漏洞攻击拦截率为 99.7%; 逃逸攻击拦截率为 100%深度联动 XDR、SIP 等平台, 快速响应; 通过云端 AI 及全球 30+PoP 点方式, 实现 AI 直连, 实时利用云端百亿级威胁情报和 AI 检测能力, 防护效果提升百倍以上。

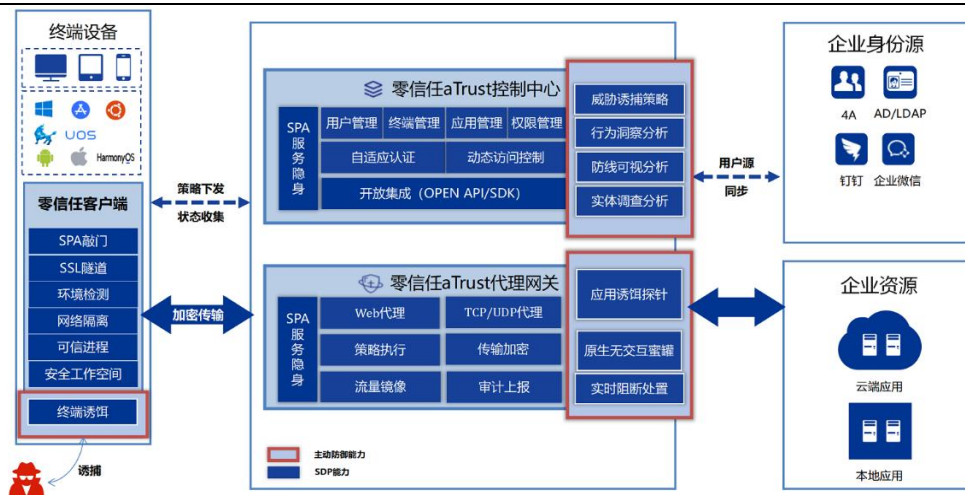
图 7: 下一代防火墙 AF



资料来源: 公司官网、信达证券研发中心

3)零信任访问控制系统 aTrust 是公司基于零信任安全理念推出的一款以“流量身份化”和“动态自适应访问控制”为核心的创新安全产品。产品拥有优异架构内核：以高性能隧道传输技术 X-Tunnel 和自研分布式高可靠架构 X-Performance，两倍超压下业务成功率高达 90%；率先推出主动防御+被动防御一体化能力，完善设备安全、账号安全、终端安全三道防线，创新融合威胁诱捕、安全雷达等技术，拓展主动防御。同时，aTrust 作为深信服零信任平台 ZTA 的核心组成部分，支持对接态势感知、EDR、AC 等多种安全设备，助力用户网络安全体系向零信任架构迁移。

图 8：零信任访问控制系统



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

4) 全网行为管理 AC 围绕办公网安全管控需求，提供用户认证、上网管控、终端安全管控等核心能力，覆盖用户、网络、终端和数据多个维度。产品向云化生长，对于移动办公、远程办公和 BYOD 场景下，提供离网管理、全程接入安全、端点安全等能力。

图 9：全网行为管理 AC 架构

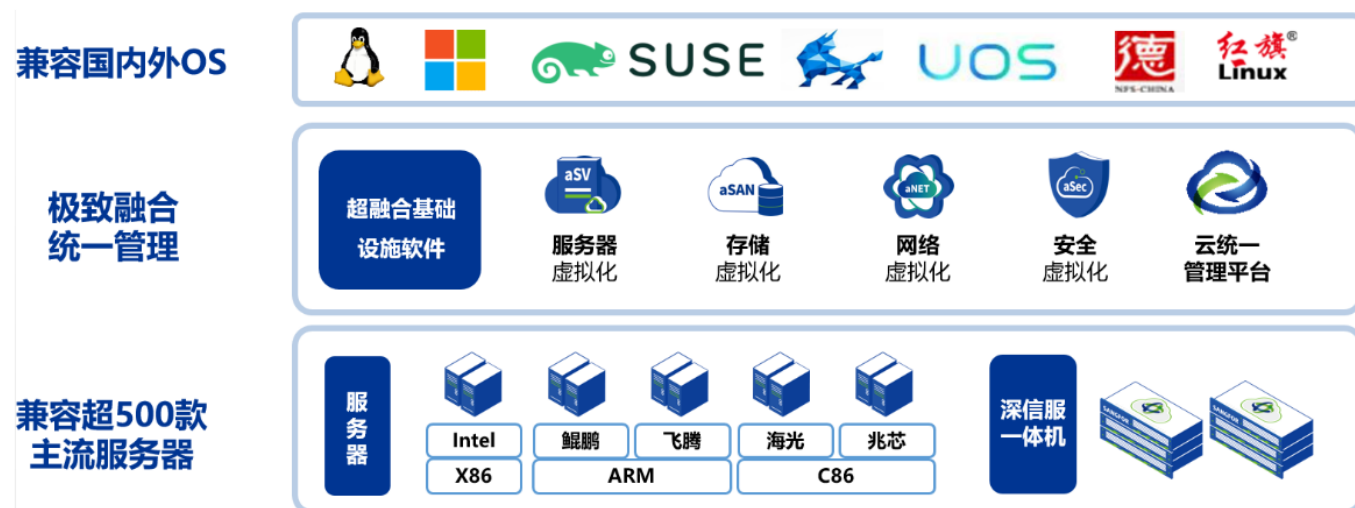


资料来源：公司官网、信达证券研发中心

1.3.2 云计算核心产品

1) 超融合基础设施 HCI: 超融合软件以分布式存储、计算虚拟化、网络虚拟化、安全虚拟化等软件能力为核心，只需部署通用服务器和二三层交换机，即可通过软件定义的方式完成云基础架构的搭建。产品通过自研存储引擎提供了 3 节点 100W IOPS 的存储能力，超过友商性能 30% 以上。目前已保障早期客户的业务稳定运行超过 40000 小时；同时，超融合软件原生适配的 X86 和 ARM 底层架构。

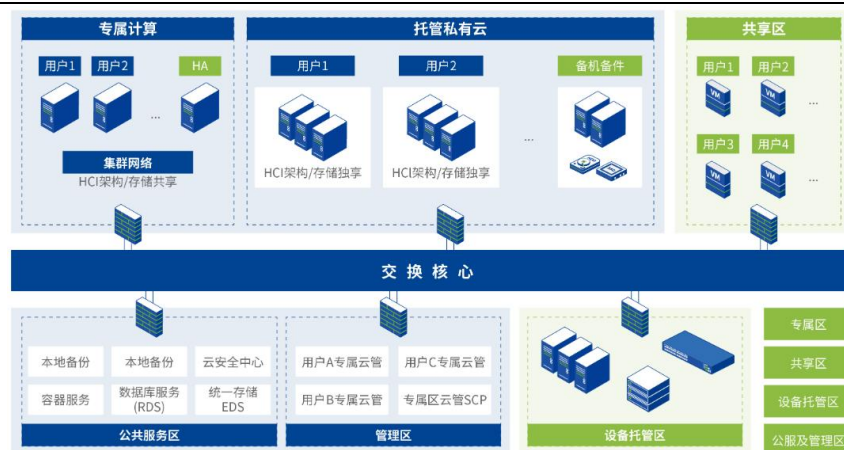
图 10：超融合基础设施 HCI



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

2) 托管云是公司推出的一站式云服务，该方案以租用的方式为用户提供计算、存储、网络、安全资源和全生命周期的业务托管服务。产品拥有 100+ 数据中心，支持 x86 和 ARM 等架构，配备物理隔离、专属独占的资源池，只需最小 2 节点小规模起步。托管云既具备公有云资源弹性灵活、丰富的服务目录、免运维、服务化交付的优势，又具备私有云数据本地化、资源独享、专业运维服务的优势，可以满足用户业务平滑上云、高性能、高安全、免运维等需求。

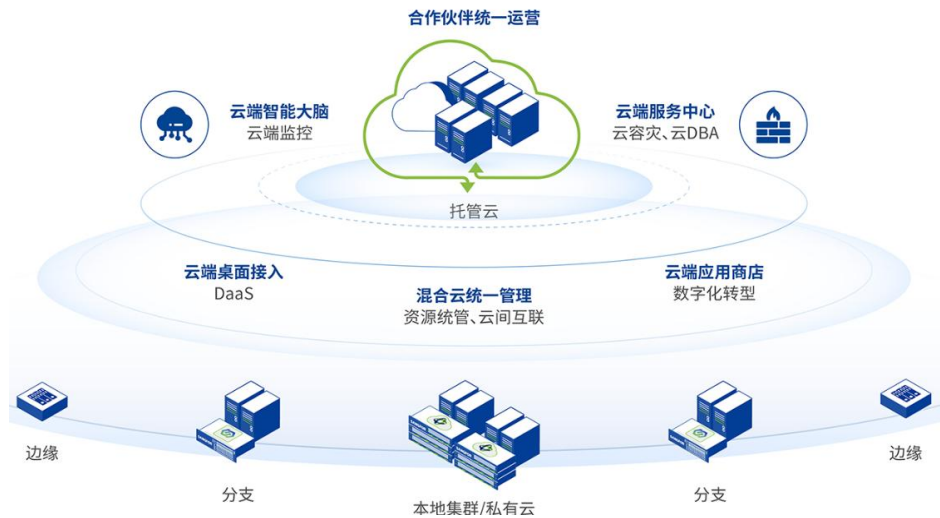
图 11：托管云产品



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

3) 同架构混合云解决方案，底层基于架构一致的私有云（线下）和托管云（线上），实现线上线下统一管理、统一监控运维。其中私有云以公司自研的国产超融合技术为底座，基于 X86 架构、ARM 架构服务器、交换机等设备，提供丰富的 IaaS、PaaS 类资源和服务。该方案继承了超融合以及托管云的优点，广泛应用于“本地数据中心延伸”、“业务混合部署”、“混合云灾备”等场景。

图 12：“线上+线下”结合的混合云解决方案

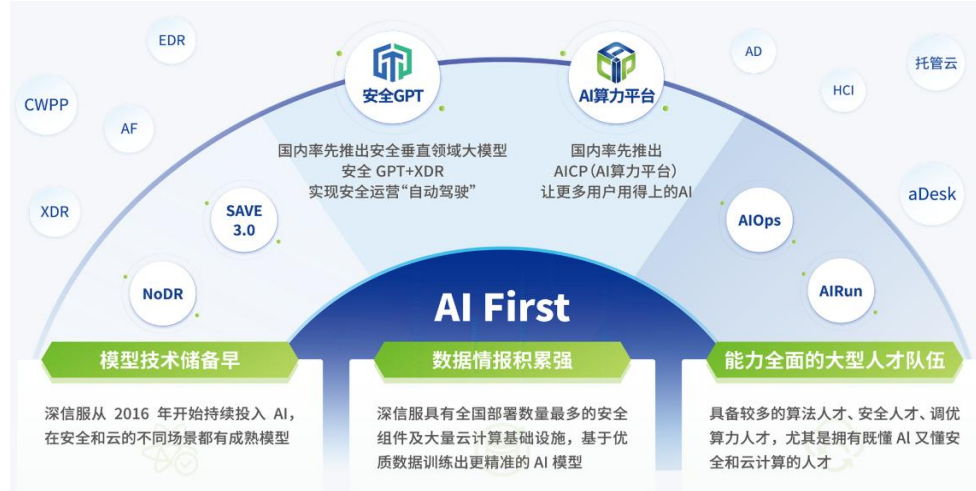


资料来源：公司官网、信达证券研发中心

1.3.3 公司坚持“AI First”战略，构建技术创新领先能力

公司持续布局 AI+网安、AI+云计算领域。从 2016 年开始持续投入 AI，在安全和云的不同场景都有成熟模型，不断落地 AI 技术和能力，如安全 GPT、AICP、AI PaaS、SAVE 3.0、AIOps 等。

图 13: 公司“AI First”战略

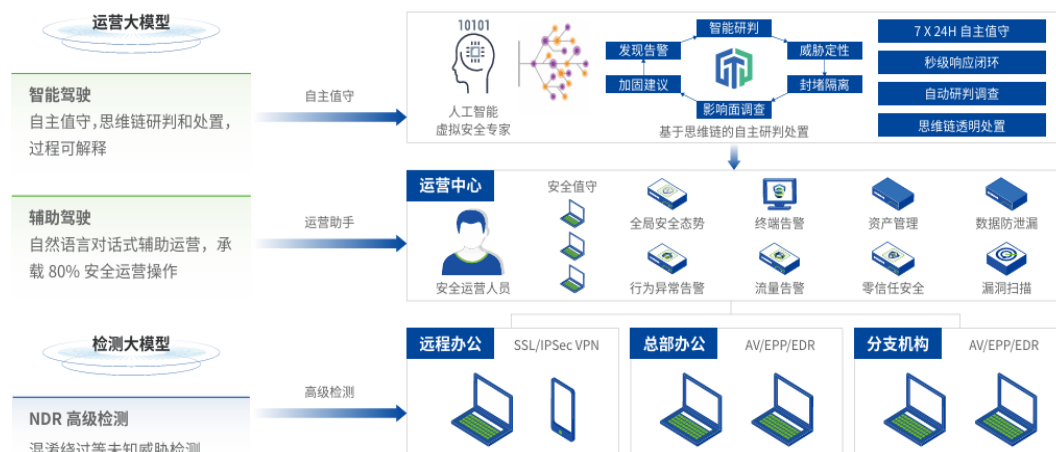


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司在国内率先推出安全垂直领域大模型，实现安全运行“自动驾驶”。安全 GPT 是国内唯一通过双备案的安全大模型，继 2023 年公司发布自研安全大模型“安全 GPT”之后，公司 2024 年相继发布了安全 GPT 3.0 钓鱼攻击检测大模型以及 4.0 数据安全大模型两个升级版本。目前，安全 GPT 可全面赋能流量未知威胁检测、钓鱼邮件检测、智能告警降噪、事件自动化研判闭环、数据分类分级与风险监测等工作。超过 400 家企事业单位真实环境已测试和应用。

产品在检测效果上提升明显，自主开发安全可控。1) 其中在检测效果上：流量高级威胁检出率高达 95.7%，误报率仅 4.3%；高隐蔽钓鱼攻击检出率高达 91.7%，数倍超越传统品类检测产品；相比传统引擎针对数据安全行为的风险检出率达到 90%，准确率提升 40%。2) 利用大模型自然语言交互，在 5 分钟内可完成对单一高级威胁闭环处理。3) 安全 GPT 为自主研发，不依赖国外或其他厂商应用，可全方位适配信创、SaaS、本地化等环境。

图 14: 安全 GPT 能力



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司 AI 算力平台（AICP）是面向大模型开发场景，全新发布的私有化、一站式大模型训练和推理服务运行平台。兼容主流开源大模型，围绕大模型项目开发的全生命周期，提供异构 GPU 算力管理调度、模型和数据管理、模型训练和推理过程管理、模型量化、模型加密等能力，旨在降低用户私有化大模型和应用部署的技术门槛。应用于 ISV、金融、医疗、媒体等场景。

三大核心优势：1）向导化配置、一键训练，预制主流大模型、丰富语料库、最优训练参数等；2）降低一半推理性能、性价比翻倍，异步批推理、智能负载均衡、并发性能高；3）模型加密，在推理结果不变，性能损耗<5%。

图 15：公司 AICP 平台：新智算时代 AI Infra 平台

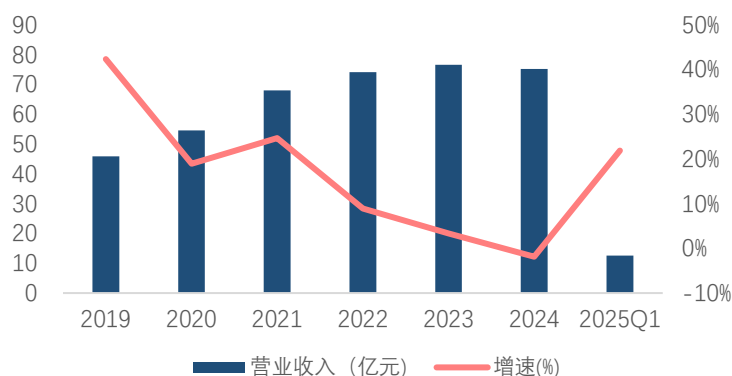


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

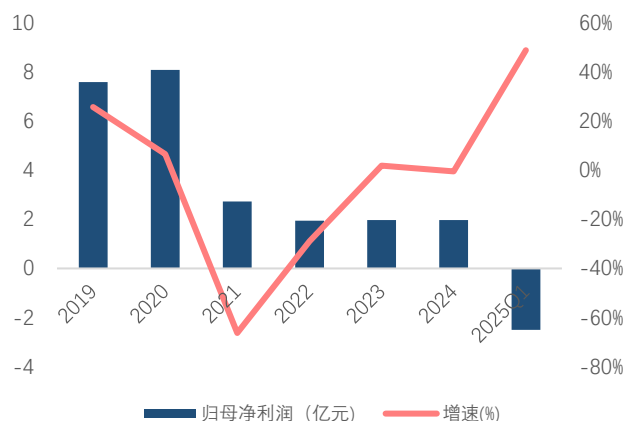
1.4 财务分析

公司营收保持增长，增速短期承压。公司营业收入 2018 年至 2023 年保持较高增速增长，年复合增长率为 18.82%。2024 年实现营业收入 75.2 亿元，同比微降 1.86%，主要因受宏观大环境影响，国内客户对 IT 开支仍然谨慎。2025 年 Q1 实现营收 12.62 亿元，同比增长 21.91%，主要是与一季度公司云业务订单增速较好、信创推进、VMware 推出中国市场有关。

盈利能力短期承压，25Q1 减亏。2021-2023 年公司面临外部挑战、市场竞争加剧以及新业务布局加大研发的背景，利润呈下滑趋势。2024 年公司归母净利润 1.97 亿元，同比微降 0.49%；2025 年 Q1 归母净利润同比增长 48.93%，增速转正。

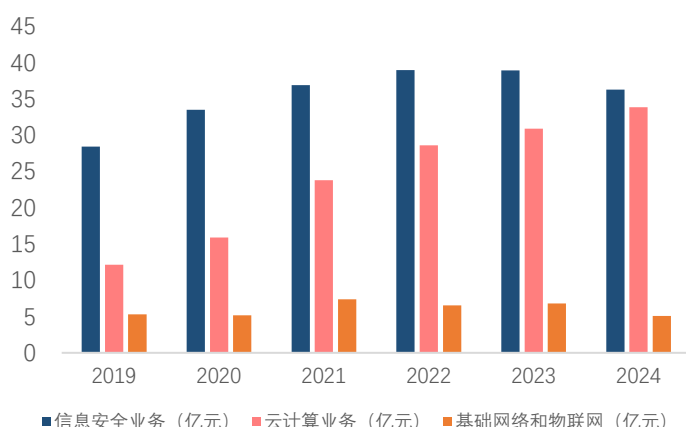
图 16: 公司营收以及增速 (亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

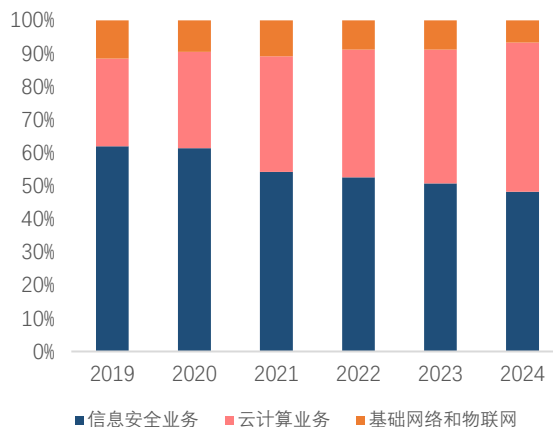
图 17 公司归母净利润及增速 (亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

分业务来看,云计算业务收入占比持续上升。2024 年云计算产品实现收入 33.84 亿元,同比增长 9.51%, 2020-2024 年年复合增长率达到 16.29%; 收入占比从 2018 年的 26.88% 上升至 2024 年的 45%。

图 18: 公司主营业务营收 (亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

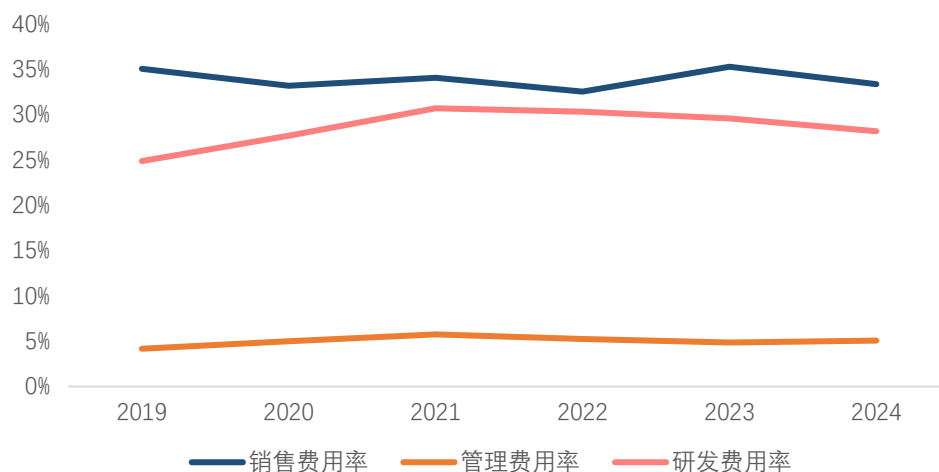
图 19: 公司主营业务营收占比


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

公司重视研发, 持续创新。公司整体费用控制良好, 2024 年公司三费合计 50.07 亿元, 同比下降 6.24%。其中, 销售、管理、研发费用分别为 25.07、3.82、21.18 亿元, 同比变化-7.23%、2.68%、-6.55%。在过去 5 年中, 公司的研发费用率均超过 25%, 主要因为公司专注技术创新, 重视研发投入。大量的研发投入支撑公司构建起以自主知识产权为核心的技术矩阵与创新体系, 保障了公司技术在行业内部的领先地位。

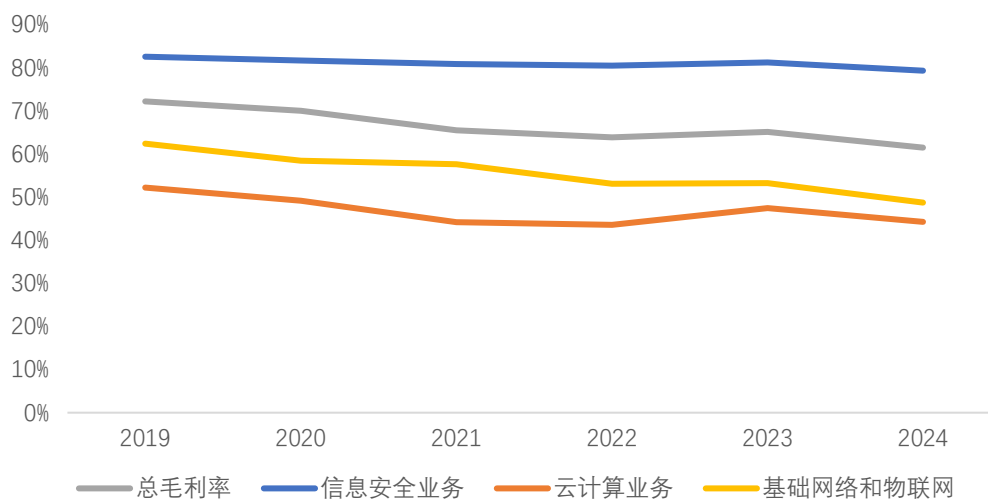
毛利率受业务结构变化而下降。2024 年公司整体毛利率为 61.47%, 相比 2023 年下降 3.66 个百分点, 主要是受国内市场激烈的竞争和公司业务结构变化 (毛利较低的云计算业务占比进一步提升) 等因素影响。

图 20: 公司三费费用率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 21：公司毛利率



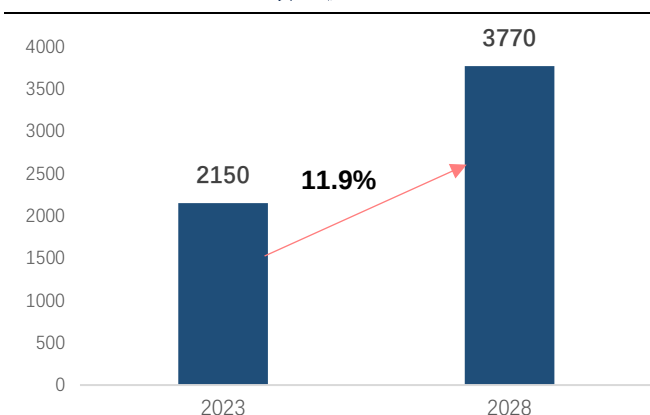
资料来源：iFind，信达证券研发中心

二、网安产品体系完善领先，“AI+云化”开启新一轮成长周期

2.1 网络安全市场规模持续增长，公司产品市场竞争占优

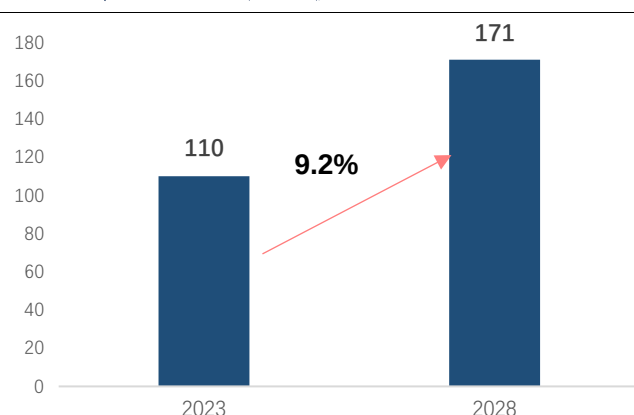
随着网络安全政策法规不断完善，中国网安市场规模保持增长态势。根据 IDC 数据，2023 年全球网络安全 IT 总投资规模为 2150 亿美元，并有望在 2028 年增至 3770 亿美元，五年复合增长率为 11.9%。中国网络安全市场规模从 2023 年的 110 亿美元有望增长至 2028 年的 171 亿美元，五年复合增长率为 9.2%。其中网络安全软件和服务市场持续增长，五年复合增长率分别为 11.5% 和 11.9%。

图 22：全球网安 IT 总投资规模（亿美元）



资料来源：IDC、信达证券研发中心

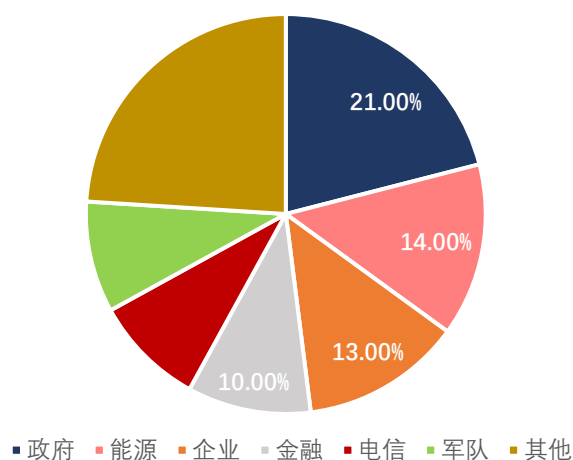
图 23：中国网络安全市场规模（亿美元）



资料来源：IDC、信达证券研发中心

行业端来看，政府对网络安全项目需求较大，近年来一直占据最大份额；能源、金融、电信等领域紧随其后。根据中国网络安全产业联盟数据，2023 年政府、能源、金融、电信网安项目占比分别为 21%、14%、10%、9%。另外，终端用户以超大型企业（1000 人以上）为主，占市场总投资规模近七成。

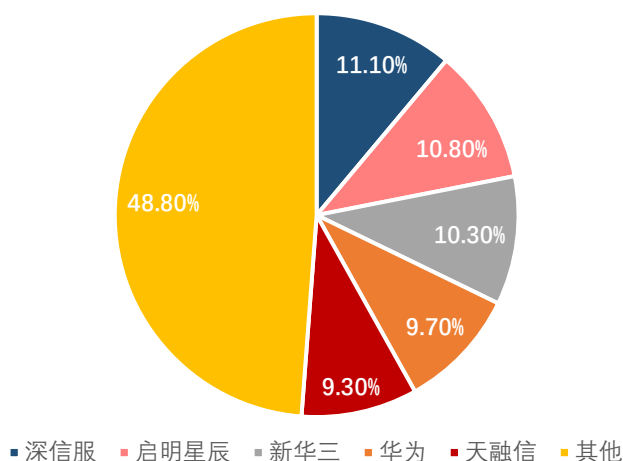
图 24：2023 年中国网络安全项目数量行业分布



资料来源：中国网络安全产业联盟、信达证券研发中心

网络安全硬件市场短期低迷，公司硬件产品市占率领先。2024 年受全球整体经济下行的负面影响，中国网络安全硬件产品市场规模为 210 亿元人民币，规模同比减少 6.5%。根据 IDC 预测，2028 年中国网络安全硬件市场规模将达到 325 亿元人民币，市场需求逐步恢复。**2024 年，深信服以 11.1% 的份额领跑国内网络安全硬件产品市场，在竞争中占据领军地位。**

图 25：2024 年中国网络安全硬件产品厂商市场份额



资料来源：IDC、信达证券研发中心

2.2 “AI+云化”：网络安全业务破局新方向

深信服将 AI 技术应用于多种安全产品上，包括下一代防火墙 AF、端点安全、安全大脑（XDR/SOC）、安全 GPT（垂直领域大模型）、云化安全服务等（SASE/MSS）。

在生成式 AI 驱动产品技术创新下，云化服务需求成为新的增长点。1) **AI 赋能**：利用机器学习算法和自然语言处理，能显著提升安全检测的效率与准确性，利用大模型生成定制化安全策略，自动生成应对不同攻击场景的防护方案，缩短应对攻击的响应时间。形成自动化的“学习（学习已知安全经验）--推理（推理复杂威胁事件）--增强（增强处置响应安全效果）”，从“传统防御”向“主动防御”转变。2) **云化**：云化的安全产品和服务可以基于云端强大的计算和存储能力，实时监测海量的网络流量数据，灵活性和可拓展性更高，大幅简化在产品交付以及运维上的工作；

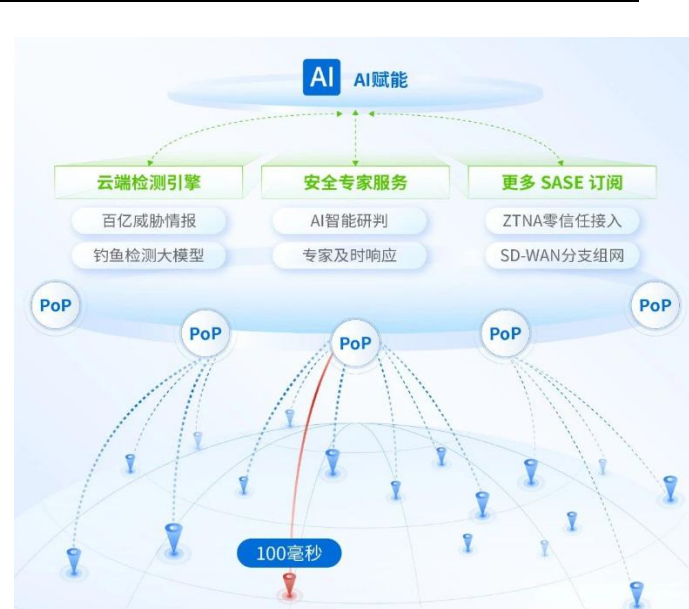
深信服创新地将 AI 与云化能力融入安全产品，构建以 AI 为内核、云化赋能的「安全新范式 2.0」。公司以安全垂类大模型为基，制定“以 AI 对抗 AI”策略，提供云化订阅模式。“线下硬件+线上订阅”创新联动部署方式，已在落地实践中得到了充分的效果论证。

- 1) **AI+SASE 赋能的下一代防火墙 AF**：深信服率先将 AI 大模型技术（安全 GPT）应用到安全服务和威胁情报的挖掘与检测，以云化订阅的形式赋能到防火墙中。架构上采用内联云端模式，打破了传统硬件的算力需求限制；**快速响应**：就近接入全国 30+PoP 点，通过本地和云端双引擎协同检测，实现 100 毫秒实时防御新型威胁、未知威胁 5 分钟“全网免疫”；**云化处置**：结合安全托管服务 MSS 能力，实现安全策略定期更新，安全事件精准研判、主动响应，处置闭环率达 100%。

图 26：下一代防火墙架构



图 27：内联云端架构



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

资料来源：公司官网、信达证券研发中心

- 2) **XDR+GPT 打造高校安全运营中心最优解**：公司将 XDR+GPT 结合，打造统一体系化的安全运行中心。深信服率先发布的高校安全运营 2.0，以高质量的遥测数据为基础，通过 XDR、MDR(托管检测与响应)等新技术与云端服务协同，叠加安全 GPT 应用，实现安全运营“智能驾驶”。**技术方面**：实战有效、联动响应、大幅提升安全效

果；**人员方面**：云地协同、智能研判，降低安全运营压力；**流程方面**：运营闭环，实现二级单位/校园网高效管理。

图 28：高校运营 2.0 解决方案



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

3) 云化安全托管服务 MSS：深信服安全托管服务以“人机共智”模式为手段，7*24 小时在线守护，解决（业务安全托管、通报预防与响应、勒索防护、实战攻防）四大工作场景问题。深信服 MSS 已经实现平均 **5 分钟响应**、**10 分钟遏制**、事件闭环率 **100%**，过滤 **96%** 无效设备告警；大幅提高安全投入产出比，平均帮助用户节省约 57% 的建设成本；公司是国内率先发布 MSS 厂家，连续 **3 年 IDC 远程托管类市场占有率第一**，累计服务 5000+ 各行业用户。

图 29：安全托管服务 MSS

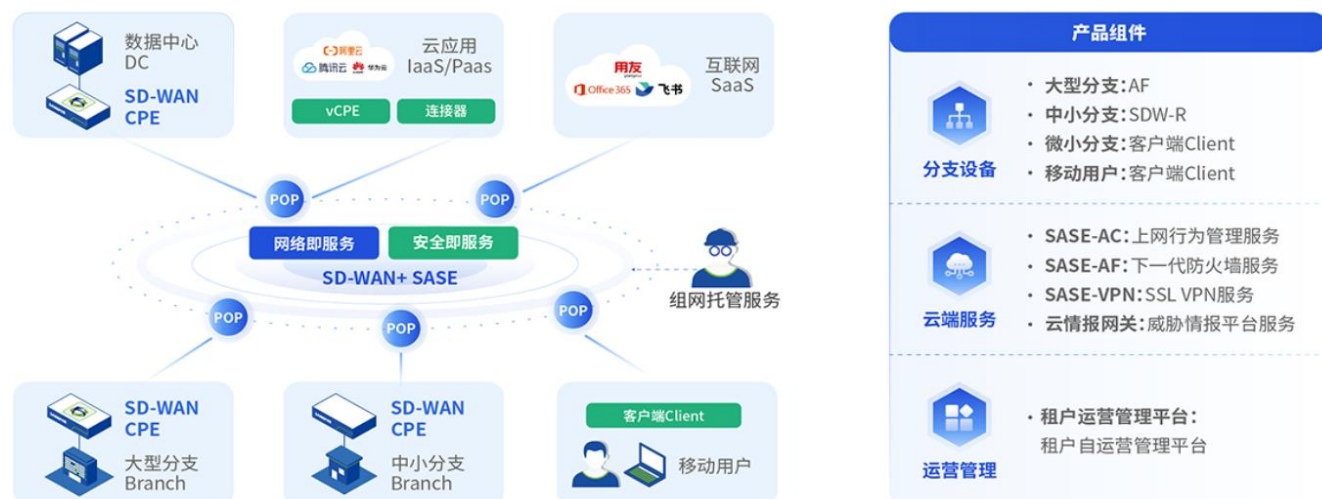


资料来源：公司官网、信达证券研发中心

- 4) **SASE 云化交付**: SASE 核心是将广域网 (WAN) 功能 (如 SD-WAN、VPN) 与网络安全功能 (如防火墙、零信任访问、数据防泄漏等) 整合到统一的云服务中, 通过全球分布式边缘节点, 让用户和设备无论身处何地, 都能以最优路径安全访问应用和数据。SASE 成为企业办公安全转型首选架构, 根据 IDC 调查显示, 2024 年 75% 的全球客户已经部署或将要部署 SASE 架构, 国内 SASE 市场同比增长 37.8%; 云安全访问服务 (SASE) 强调将 SD-WAN 与 SSE 等网安技术融合, 作为集成云服务交付。一方面可实现就近接入全球 40+ 安全 POP 节点 (实现全球访问 10+ 倍提速), 另外可以减低整体成本, 统一运维管理 (上线与扩展时间可缩短 90%)。

SASE 覆盖一体化办公、分支组网、办公安全管控场景, 满足政企单位最需求的各种能力。公司产品通过 (线下零信任 aTrust+线上 SWG+线上 XDLP) 的一体化部署模式, 在具备强大的远程接入能力的同时, 线上部分灵活拓展, 按需云端订阅。2024 年, 深信服以 12.6% 的市场份额位居国内 SASE 第一位, SASE 部署已成为政企数字化的主流选择。

图 30: SASE “安全+组网+托管”融合新架构



资料来源: 公司官网、信达证券研发中心

图 31: “线上+线下”一体化部署



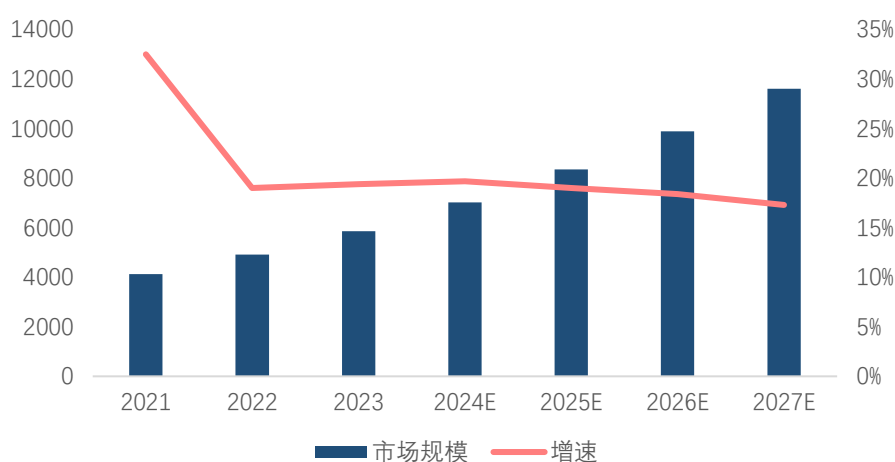
资料来源：公司官网、信达证券研发中心

三、云计算+AI 融合趋势明显，AICP 迎智算增长动能

3.1 国内云计算市场将保持长期稳定发展，同比增长率领先全球

云计算市场持续稳定增长，全球市场规模有望破百亿美元。根据 Gartner 数据显示，2023 年以 IaaS、PaaS、SaaS 为代表的全球云计算市场规模达到 5864 亿美元，增速 19.4%，预计到 2027 年全球云计算市场将突破万亿美元；作为云计算的先行者，北美地区占据云计算市场的主导地位，亚洲云计算市场快速发展，2023 年北美和亚洲地区分别占比 53.75% 和 18.95%；

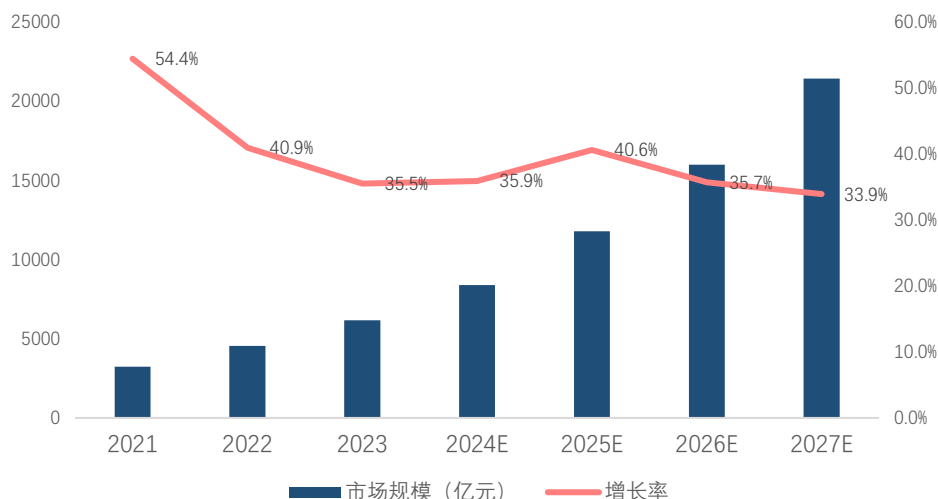
图 32：全球云计算市场规模（亿美元）



资料来源：中国信息通信研究院、信达证券研发中心

国内云计算保持较高活力，同比增长率领先全球。据中国信息通信研究院统计，2023 年我国云计算市场规模达 6165 亿元，较 2022 年增长 35.5%，大幅高于全球增速。随着 AI 原生带来的云计算技术升级以及国家政策支持，正带动国内云计算开启新一轮增长，预计 2027 年中国云计算市场将突破 2.1 万亿元人民币。

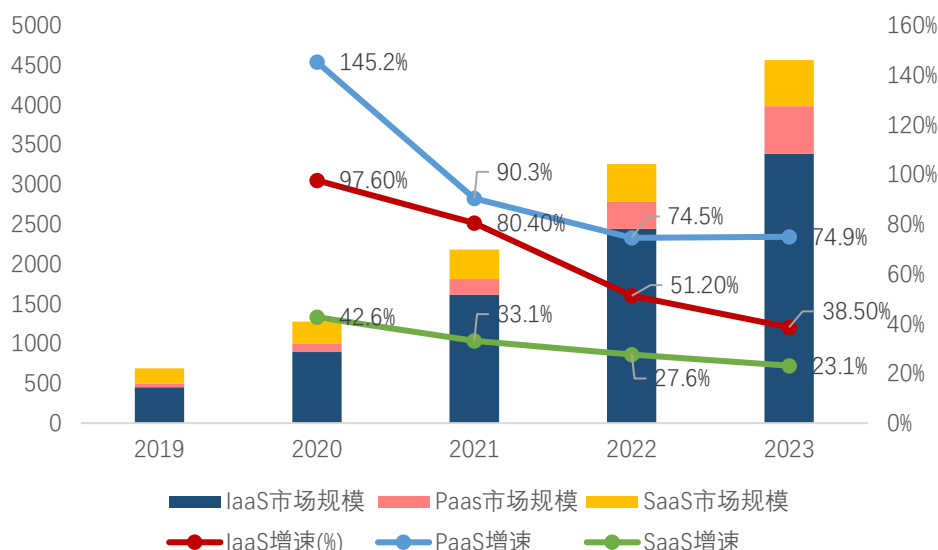
图 33：中国云计算市场规模（亿元）



资料来源：中国信息通信研究院、信达证券研发中心

细分市场来看，公有云是目前国内云计算的主要服务形式。2023 年公有云市场规模增长至 4562 亿元，占比超过 70%；私有云市场规模 1563 亿元，占比不足 30%。AI 推动市场增长点向 PaaS、SaaS 上移。2023 年中国 IaaS 市场增速达到 38.5%，市场总额 3383 亿元，占公有云市场规模比重达 74.2%，电信运营商的 IaaS 领域的市场份额稳步上升；PaaS 市场达 598 亿元，同比增长 74.9%，得益于公有云出海业务及 AI 发展的需求，PaaS 领域产品将持续增加；SaaS 市场份额达到 581 亿元，增长率为 23.1%，随着 AI 大模型进入商业落地阶段，SaaS 领域商业化应用获将全面发展。

图 34：中国云计算细分领域市场规模及增速（亿元）



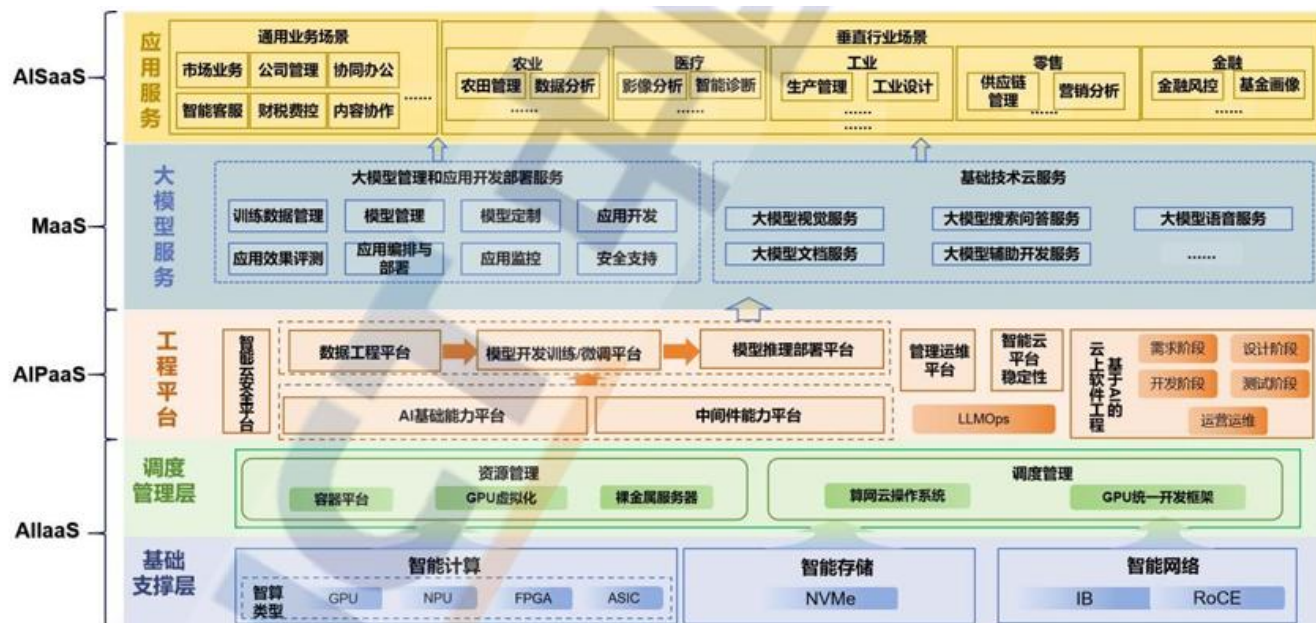
资料来源：中国信息通信研究院、信达证券研发中心

互联网、政务端行业用云量领先，中小企业未来上云潜力较大。从行业用云量占比看，2023 年泛互联网、政务占比靠前，分别为 31.2%、21.95%，金融、工业制造、医疗等行业为第二梯队。企业端上云率可以反应企业应用云计算的程度，2023 年我国大型企业上云率超过 80%，成为云计算应用主力军；中小企业接近 5000 万户，上云率仅在 15%，未来中小企业上云空间较大。

3.2 云计算+AI 融合趋势明显，超融合、虚拟化等子市场发展可期

传统云计算与 AI 正加速融合成为智能云，体系包括：智能云基础设施服务 AI IaaS、智能云平台服务 AI PaaS、大模型服务 MaaS、智能云应用服务 AI SaaS 等。1) AI IaaS 夯实云计算技术底座，提供丰富的智能云资源池、储存能力，保障算力基础支撑。2) AI PaaS 提供丰富的 AI 工具组件、模型、算法仓库，一站式模型开发训练推理部署平台。3) AI SaaS 在通用业务场景中广泛使用，赋能各垂直行业，推动 AI 应用落地实践，加速企业数字化转型。

图 35：智能云体系架构

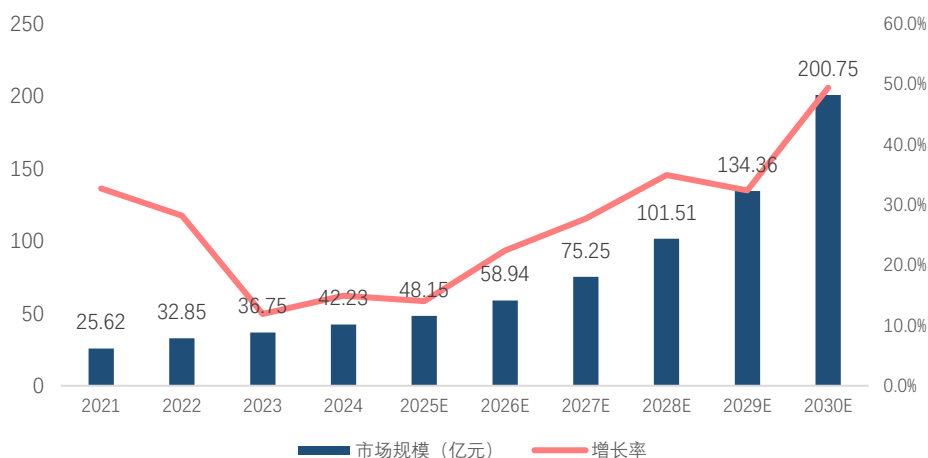


资料来源：中国信息通信研究院、信达证券研发中心

超融合技术和虚拟化软件是云计算服务器下的基础核心。虚拟化软件是在一部服务器上执行一个或多个虚拟化环境的软件，超融合基础设施(HCI)作为一种创新的服务器架构，整合了计算、存储、网络 and 虚拟化等关键 IT 功能。根据艾媒咨询数据显示，2023 年中国服务器出货量约为 400.0 万台，预计 2025 年将突破 540 万台。

根据艾媒咨询数据显示，2024 年中国虚拟化软件市场规模达到 42 亿元，预计到 2030 年将突破 200 亿元，2025-2030 年年复合增长率达 33%。虚拟化软件市场主要由服务器厂商、公有云厂商、超融合厂商等组成，其中 2023 年中国虚拟化市场国内厂商占比为 60.07%，逐渐占据主导地位，深信服是超融合厂商中的代表企业。

图 36：中国虚拟化软件市场行业规模及预测（亿元）



资料来源：艾媒咨询、信达证券研发中心

图 37：虚拟化厂商以及应用行业



资料来源：艾媒咨询、信达证券研发中心

企业数字化转型及技术发展驱动超融合市场发展。超融合既是软件定义也是分布式架构，摆脱了专有存储硬件，将计算、存储等资源池化，其易部署、易拓展、简化管理特性使超融合成为企业数字化转型的理想选择。混合云架构逐步成为当前企业的首选，以此来实现数据在本地数据中心、私有云和公有云间的自由流动与应用灵活部署，而超融合是自建云的优质解决方案。

表 3：传统架构与超融合架构的区别

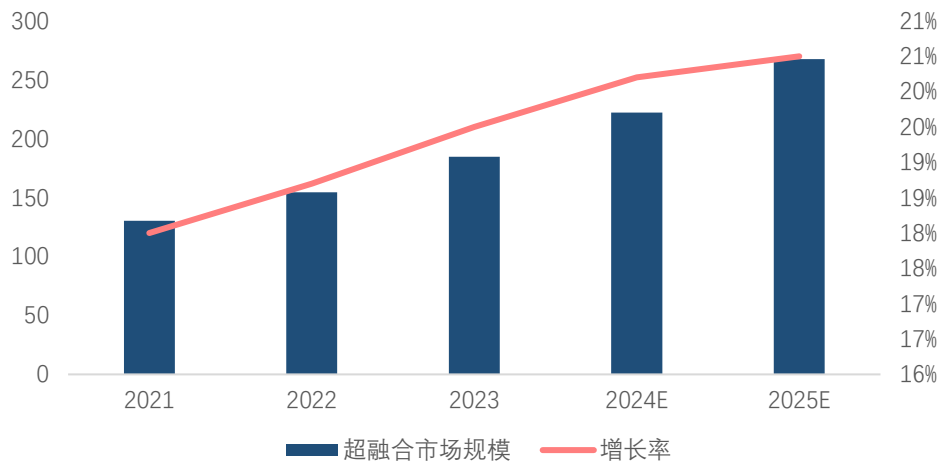
	传统架构	超融合
层级	三层	两层
硬件	专用硬件	100%软件定义，通用服务器硬件
架构	多采用双控机器多种架构	分布式容错架构
存储资源	分散	资源池化

资料来源：智研咨询、信达证券研发中心

得益于企业数字化转型和云计算应用的推进，超融合市场快速增长。根据亿欧智库的数据，2024 年中国超融合领域市场规模将超过 220 亿人民币，未来两年将维持在约 20%增长率左右。随着云计算技术的普及和企业数字化转型的加速，虚拟化软件、超融合 HCI 作为支撑云计算基础设施的关键技术，市场需求将持续扩大。

技术进步推动超融合从计算与储存的简单融合向全融合方向发展，云原生技术持续演进。云原生超融合架构实现“容器+虚拟机”双引擎并行，独立运行。目前大型企业普遍接受超融合技术，大规模部署将成为主流；另外 VMware 被博通收购后定价的变化，使得许多用户转向国产替代产品，深信服超融合是 HCI 代表厂商中唯一入选的中国厂商，凭借全栈集成+AI 赋能的竞争力，常年保持市场前列，具备零风险 VMware 迁移能力。

图 38：中国超融合市场规模（亿元）



资料来源：亿欧智库、信达证券研发中心

图 39: 中国超融合竞争格局



资料来源：亿欧智库、信达证券研发中心

3.3 “AI+云计算”产品落地，实现 VMware 国产替代

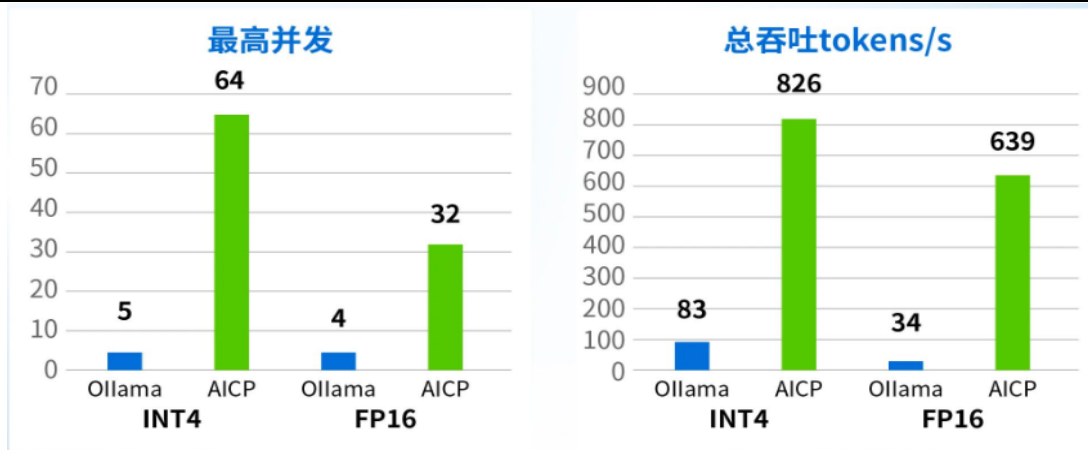
3.3.1 AICP 算力平台大幅优化大模型部署，推动云计算产品向 AI 进化

公司 AI 算力平台（AICP）是面向大模型开发场景，全新发布的私有化、一站式大模型训练和推理服务运行平台。全面适配 DeepSeek 大模型，全面优化推理性能，让跑在一朵云上的大模型应用可以实现推理性能的大幅提升，降低大模型整体使用成本。

深信服全面优化推理性能，让跑在一朵云上的大模型应用可以实现推理性能的大幅提升。以 DeepSeek 部署为例，相比基于个人开发者常用的 Ollama 方案部署 DeepSeek，深信服通过 AICP 算力平台的部署方案在多实例、并发推理场景中可实现 5-10 倍的性能提升。

1) 以 32B 模型为例，日常问答场景（2k 上下文），AICP 并发是 Ollama 的 8~10 倍，总吞吐 10 倍以上。2) 知识库应用场景（4k 上下文）里，AICP 并发是 Ollama 的 2 倍，总吞吐 4-8 倍。

图 40：日常问答场景下，Ollama 和 AICP 部署能力比较



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

深信服超融合凭借“全栈集成+AI 赋能”双核竞争力，连续三次入选 Gartner®中国区超融合市场推荐厂商。1) 公司的一站式解决方案融合了计算、存储、网络和安全功能，顺应技术全融合发展路径。中国超融合市场的交付方式主要包括超融合一体机和超融合软件两种，深信服同时支持软件或一体机交付，对中小企业（SMB）具有特别的吸引力。

表 4：超融合国内部分厂商

主要厂商	厂商类型	核心产品	交付形式	销售模式
深信服	跨界厂商 优势：客户基础、集成方案以及云服务	aServer-R-2000 aServer-W-2000 aServer-W-G2000 aServer-G	软件或一体机交付、支持许可和订阅两种模式	渠道代理销售为主、直销为辅
SmartX	专业超融合厂商 优势：特定垂直行业的覆盖	SmartX HCI 6.0 产品组合	纯软件和一体机（SMTX Halo）交付，支持许可和订阅两种模式	直销为主，按节点定价，永久许可模式和订阅模式销售
超聚变	专业超融合厂商	超聚变 FusionOne	可基于预先集成的电源模块、	以销售渠道为主，华为

	优势：特定垂直行业的覆盖	HCI 超融合解决方案	网络和远程管理工具以模块化方式交付	集成(大客户)后直销为主，渠道为辅
浪潮	大型数据中心基础设施厂商 优势：硬件成本与市场覆盖率	InCloud Rail G7 系列超融合一体机	优先以一体机交付超融合产品，一些大型项目中也支持软件交付	渠道销售、直销为辅

资料来源：SmartX、亿欧智库、Gartner、信达证券研发中心

2) 深信服针对 AI 推理/训练场景进行深度优化与创新，推出 **HCI+AICP 新一代超融合解决方案**。只需在原集群基础上增加一台 GPU 节点，就能基于本地集群快速部署并承载 DeepSeek 在内的企业级大模型，所有承载运算、智算集群资源都可以在信服云管理平台 SCP 上统一管理。同时，AICP 平台同时支持英伟达 GPU 以及多家国产厂商的软硬件。

图 41：HCI+AICP 新一代超融合方案



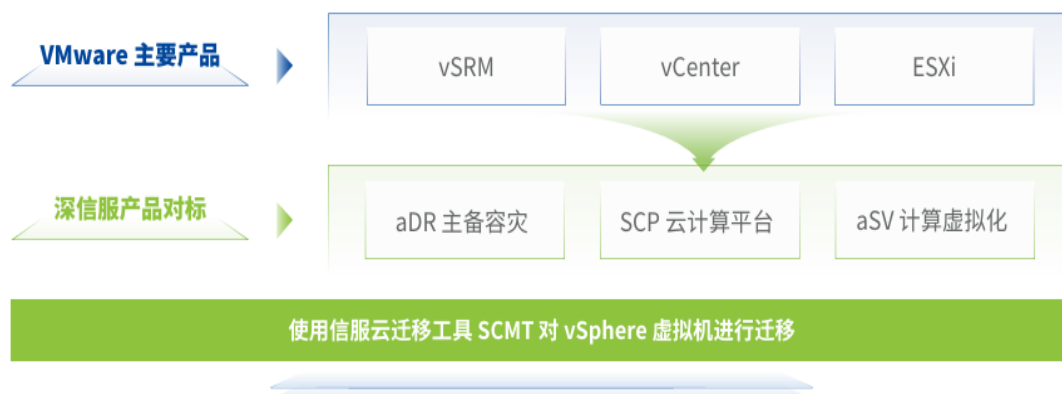
资料来源：公司官网、信达证券研发中心

3.3.2 公司“虚拟化+超融合+私有云”差异化解决方案，实现 VMware 无感替换

虚拟化、超融合、混合云等方案成为 VMware 替代优选。VMware 是一款强大的虚拟化软件，允许用户在同一台电脑上创建和运行多个相互隔离的操作系统实例。但随着 VMware 宣布取消本地永久许可证、终止与众多供应商、经销商等多种措施，众多用户开始寻找 VMware 的替代方案。Gartner 明确了包括替代虚拟机管理程序、超融合基础设施、分布式混合基础设施（DHI）等 VMware 替代方案。

深信服基于 Gartner 提出的方向，提供“虚拟化→超融合资源池→私有云”等全系列产品和解决方案。1) 在虚拟化能力上，VMware vSphere 在用户端最大的认可度来自于其承载业务的持续稳定性，深信服计算虚拟化 aSV 软件在基本能力上与 VMware 持平（部分超越），对标 vSphere 139 项常用功能实现 123 项。在硬件亚健康能力覆盖 CPU\内存\主板等故障预测上和 VMware 持平，在热升级（update）、热迁移（vMotion）、热补丁、HA 等能力表现上超越 VMware 产品。

图 42：深信服虚拟化对标 VMware 组件



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

图 43：深信服虚拟化技术能力上基本与 VMware 组件持平



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

2) 超融合能力上，VMware vSAN 产品能够承载各种高并发和高 IO 要求的应用，深信

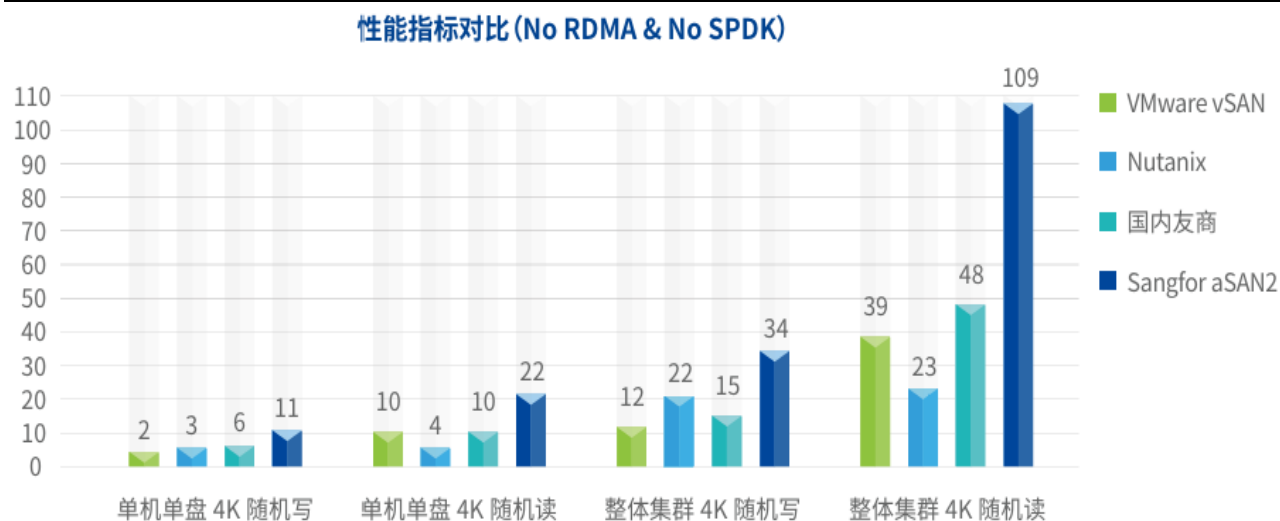
服整合计算虚拟化 aSV、存储虚拟化 aSAN、网络虚拟化 aNET、安全虚拟化 aSEC 四大组件，形成统一资源池。其中虚拟存储 aSAN 对比 vSAN 常用 57 项功能中实现 47 项，在功能上虚拟共享盘、虚拟 iSCSI、存储策略等能力表现均优于 VMware vSAN。为了满足高并发需求，公司 aSAN 平台在自研存储架构上优化，信创和非信创场景下提供 3 节点超过 100W IOPS 的存储能力，超过友商 30%。

图 44：深信服超融合资源池对标 VMware 组件



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

图 45：深信服存储虚拟化 aSV 与 VMware 虚拟化产品对比



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

3) 私有云替代方案上，深信服建设轻量化私有云方案，支持同架构混合云的统一资源管理。在 SDDC (软件定义数据中心) 场景下，相比于 VMware NSX、Tanzu 等组件能力，深信服产品可对标满足常用功能的 70% 以上，并且具备网络拓扑管理、NFV 组件、云端监控、主动服务等能力是 VMware 所不具备服务的，实现先进替代。

图 46：深信服 SDDC 场景下对标 VMware



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

降低迁移难度，完整的兼容性能力。公司确保用户在现有的 IT 架构和运营模式不变；功能与界面设计上，全面对标 VMware，提供一致的操作方式，保留原有操作习惯；提供全流程迁移工具，支持无停机迁移，效率提升 50%。深信服产品的兼容能力持续增强，在通用 X86 架构兼容性的基础上，增加了更多的基于 ARM 架构和国产 X86 架构的兼容能力。

截止 2025 年 5 月，深信服的“虚拟化→超融合资源池→私有云”产品解决方案已累计助力超过 12000 名用户完成 VMware 替换，覆盖金融、医疗、教育、能源、政府等多个行业。随着公司超融合业务 2024 年以 17.5% 的市场份额蝉联国内市场第一，虚拟化、混合云解决方案持续优化，VMware 替代能力以及用户认可性得到验证。

四、盈利预测和估值

4.1 盈利预测

我们预计，深信服 2025-2027 年营业收入分别为 82.80、92.16、102.94 亿元，同比增长 10.1%、11.3%、11.7%。

网络安全业务：公司是网络安全行业龙头厂商，产品全网行为管理 AC、VPN、下一代防火墙 AF 常年保持国内市场市占率前两名，具有稳健的用户和口碑基本盘。随着公司将 AI 与云化能力融入安全产品，采用“线下硬件+线上订阅”联动部署方式，安全 GPT 已深入赋能各类网络安全产品，安全托管服务 MSS 以及 XDR 平台发展增速可观，公司网安业务有望逐步恢复。我们预计 2025-2027 年网络安全业务收入增速分别为 2.50%，3.00%，3.50%。

云计算业务：公司超融合产品凭借“全栈集成+AI 赋能”双核竞争力多年国内市占率第一，推出的 AICP 算力平台大幅优化大模型应用的推理性能，助力低成本部署。另外，公司构建“虚拟化+超融合+私有云”差异化解决方案，实现 VMware 先进替换，近些年凭借 VMware 退出中国市场的红利，云计算业务有望实现高增速发展目标。我们预计 2025-2027 年公司云计算业务营收增速分别为 19.5%，20%，19%。

基础网络和物联网业务：公司子公司信锐网科经营基础网络与物联网业务，我们预计 2025-2027 年营收增长分别为 2%、3%、4%。

利润端：我们认为，公司推出的安全 GPT 有望随着产品的成熟应用，赋能各网安产品成本或将下降；从综合毛利率来看，随着公司云计算业务占比提升，毛利率将一定程度上下降。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.87、6.54、7.90 亿元，同比增长 147.2%、34.4%、20.8%。

表 5：分业务营收和利润

营收预测	2024A	2025E	2026E	2027E
网络安全业务（百万元）	3629.31	3720.04	3831.65	3965.75
同比增速（%）	-6.75%	2.50%	3.00%	3.50%
毛利率（%）	79.31%	80.80%	81.20%	81.50%
云计算业务（百万元）	3383.97	4043.85	4852.62	5774.62
同比增速（%）	9.51%	19.50%	20.00%	19.00%
毛利率（%）	44.24%	47.20%	48.00%	48.60%
基础网络和物联网业务（百万元）	506.42	516.55	532.05	553.33
同比增速（%）	-25.53%	2%	3%	4%
毛利率（%）	48.72%	49.00%	49.60%	50.00%
总营收（百万元）	7519.71	8280.45	9216.31	10293.70

同比增速 (%)	-1.86%	10.12%	11.30%	11.69%
归母净利润 (百万元)	197	487	653	787
同比增速 (%)	-0.5%	147.20%	34.2%	20.6%

资料来源: iFind、信达证券研发中心

4.2 估值

选取在网络安全领域具有相似业务的天融信、亚信安全、启明星辰和安恒信息进行对比。基于 2025 年 8 月 21 日股价, 我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.15/1.55/1.87 元, 对应 P/E 分别为 90.23/67.12/55.59 倍。考虑到公司未来有望持续受益于“AI+云化”的发展策略, 凭借 VMware 退出中国市场的红利, 云计算业务有望实现高增速发展目标。给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值 (截至 2025.08.21)

代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)					市盈率 (PE)				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
300454.SZ	深信服	439.01	0.47	0.47	1.15	1.55	1.87	220.08	221.15	90.23	67.12	55.59
可比公司												
002212.SZ	天融信	108.86	-0.31	0.07	0.14	0.21	0.27	-31.20	91.64	66.53	44.68	34.31
688225.SH	亚信安全	87.80	-0.73	0.02	0.43	0.60	0.75	-25.20	759.51	50.83	36.51	29.17
002439.SZ	启明星辰	203.15	0.60	-0.19	0.13	0.22	0.32	34.38	-85.17	127.36	77.02	52.33
688023.SH	安恒信息	58.23	-4.56	-1.93	0.48	1.31	2.01	-24.33	-21.09	129.76	46.96	30.77
平均值		114.51	-1.25	-0.51	0.30	0.59	0.84	-11.59	186.22	93.62	51.29	36.65

资料来源: iFind、信达证券研发中心

注: 估值情况截至 2025.8.21, 可比公司数据采用 iFind 一致预期

五、风险因素

1.市场竞争加剧风险：网络安全以及云计算市场竞争加剧，产品拓展不及预期，公司市场份额下降；

2.市场需求恢复不及预期：若企业客户受环境影响经营不理想，网络安全预算下滑，市场需求会进一步受影响；

3. VMware 替换不及预期风险：国内 VMware 替换进展不及预期，公司超融合+虚拟化+私有云解决方案接受程度不及预期，公司相关订单数量受影响而下滑；

4.AI 技术研发不及预期：公司持续探索 AI 与网络安全、云计算业务的融合，但网安、云计算、AI 领域产品技术更新迭代速度较快，若公司新业务投入方向偏离市场和用户需求，或新业务市场拓展未能取得较好进展，将对公司未来长远发展产生不利影响。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,953	6,904	7,458	8,229	9,151
货币资金	737	525	980	1,535	2,329
应收票据	21	99	57	45	40
应收账款	882	727	763	910	954
预付账款	29	28	47	49	52
存货	383	340	349	387	425
其他	4,900	5,184	5,263	5,303	5,351
非流动资产	8,076	8,318	8,290	8,453	8,491
长期股权投资	410	474	474	474	474
固定资产(合计)	312	837	978	1,179	1,252
无形资产	271	267	263	259	254
其他	7,083	6,741	6,575	6,542	6,511
资产总计	15,029	15,222	15,748	16,682	17,642
流动负债	4,469	4,228	4,329	4,726	5,044
短期借款	826	200	0	0	0
应付票据	373	427	438	538	523
应付账款	603	480	540	592	624
其他	2,668	3,120	3,351	3,597	3,896
非流动负债	1,752	1,827	1,831	1,831	1,831
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1,752	1,827	1,831	1,831	1,831
负债合计	6,221	6,054	6,160	6,557	6,874
少数股东权益	2	0	0	1	1
归属母公司股东权益	8,805	9,168	9,588	10,124	10,767
负债和股东权益	15,029	15,222	15,748	16,682	17,642

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,662	7,520	8,280	9,216	10,294
同比(%)	3.4%	-1.9%	10.1%	11.3%	11.7%
归属母公司净利润	198	197	487	654	790
同比(%)	1.9%	-0.5%	147.2%	34.4%	20.8%
毛利率(%)	65.1%	61.5%	62.4%	61.9%	61.4%
ROE(%)	2.2%	2.1%	5.1%	6.5%	7.3%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.47	1.15	1.55	1.87
P/E	221.91	223.00	90.23	67.12	55.59
P/B	4.99	4.79	4.58	4.34	4.08
EV/EBITDA	153.62	142.49	63.13	45.26	38.13

利润表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,662	7,520	8,280	9,216	10,294
营业成本	2,672	2,898	3,113	3,512	3,978
营业税金及附加	73	66	73	81	91
销售费用	2,702	2,507	2,484	2,636	2,882
管理费用	372	382	393	415	443
研发费用	2,266	2,118	2,103	2,267	2,470
财务费用	-212	-198	30	18	7
减值损失合计	-9	-21	-20	-25	-25
投资净收益	72	112	83	92	103
其他	355	373	365	331	326
营业利润	209	211	512	685	826
营业外收支	-5	-7	-7	-6	-6
利润总额	204	204	506	680	821
所得税	5	8	19	25	31
净利润	199	197	487	654	790
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	198	197	487	654	790
EBITDA	206	176	700	964	1,123
EPS(当年)(元)	0.47	0.47	1.15	1.55	1.87

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	947	812	908	1,147	1,322
净利润	199	197	487	654	790
折旧摊销	283	280	255	362	402
财务费用	-196	-206	40	38	38
投资损失	-69	-105	-83	-92	-103
营运资金变动	698	643	200	172	182
其它	32	2	9	13	13
投资活动现金流	-3,107	-170	-150	-438	-343
资本支出	-323	-406	-363	-530	-446
长期投资	-3,018	-65	126	0	0
其他	234	300	87	92	103
筹资活动现金流	1,432	-843	-303	-155	-185
吸收投资	285	104	61	0	0
借款	35	-625	-200	0	0
支付利息或股息	-20	-50	-148	-155	-185
现金净增加额	-728	-201	455	554	794

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

傅晓琅，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，主要覆盖信创、AI 算力等领域。

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，主要覆盖工业软件、智能驾驶等领域。

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。