

深信服科技股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【420】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深信服科技股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
信服转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：深信服科技股份有限公司（以下简称“深信服”或“公司”，股票代码：300454.SZ）仍聚焦网络安全、云计算及 IT 基础设施、基础网络和物联网等业务，持续研发并在国内网络安全领域和云计算特定领域具有一定核心竞争力和市场地位，业务经营获现能力仍较强，经营活动净现金流和流动性表现仍保持较好。同时中证鹏元也关注到，受下游客户的投入谨慎、需求恢复较为缓慢，加之市场竞争激烈等多重因素影响，2024 年公司收入略微下滑，短期业绩承压。此外，公司客户较为分散，仍面临一定的渠道管理风险，以及持续较高的研发投入存在综合效益不达预期等风险因素。

评级日期

2025 年 06 月 25 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	136.91	152.22	150.29	121.83
归母所有者权益	90.03	91.68	88.05	77.20
总债务	14.80	18.79	24.56	11.46
营业收入	12.62	75.20	76.62	74.13
净利润	-2.50	1.97	1.99	1.94
经营活动现金流净额	-8.31	8.12	9.47	7.46
净债务/EBITDA	--	-52.40	-36.19	-21.93
EBITDA 利息保障倍数	--	2.39	5.22	18.45
总债务/总资本	14.12%	17.01%	21.80%	12.93%
FFO/净债务	--	2.17%	2.13%	1.17%
EBITDA 利润率	--	2.33%	3.03%	4.34%
总资产回报率	--	1.83%	1.82%	2.04%
速动比率	1.99	1.55	1.47	1.47
现金短期债务比	37.66	16.64	8.82	8.00
销售毛利率	60.38%	61.47%	65.13%	63.82%
资产负债率	34.24%	39.77%	41.40%	36.63%

注：其中 2022-2024 年末及 2025 年 3 月末公司净债务为负数。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：王清洋
wangqy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 公司在国内网络安全领域和云计算特定领域仍保持一定的核心竞争力和市场地位，近年加大 AI 和云计算领域投入力度，云计算业务增速较好，未来有望持续受益行业发展。2024 年以来公司全网行为管理（AC）、下一代防火墙（AF）、VPN、应用交付（AD）等产品在国内网络安全市场占有率继续保持前列；公司云计算产品中超融合 HCI 软件产品自 2017 年至 2024 年连续 8 年市占率稳居市场前列，2023 年、2024 年蝉联国内市场份额第一，并连续两年入选 Gartner 超融合基础设施市场指南代表厂商，虚拟桌面软件 VCC 产品在 2019-2024 年在中国虚拟桌面软件市场占有率排名第二，VDI 产品在 2017-2024 年连续 8 年在中国桌面云终端市场占有率位居前三，EDS 产品 2024 年第三季度以 11.1% 的市占率位列中国文件存储市场第四名，云计算业务发展较好，2024 年收入及占比提升。随着公司云化、服务化战略转型推进，以及网络安全业务的稳定开展及云计算业务的开拓，公司未来仍有望持续受益于行业发展红利。
- 公司资产流动性保持较好，业务获现能力仍较强，经营活动净现金流表现较好。因销售货款主要采用预收的结算方式，公司经营活动收现能力较好，2024 年经营活动现金流表现仍为大额净流入。此外，公司资产主要以货币资金、定期存款和银行理财产品等现金类资产为主，整体流动性充裕，偿债压力小。

关注

- 2024 年公司营业收入略微下滑，短期业绩承压。2024 年以来受外部环境影响，下游客户在网络安全方面投入谨慎，且随着网络安全等级保护建设逐渐成熟，客户对网络安全产品需求收缩，加之行业竞争日趋激烈，公司网络安全业务收入下滑，导致 2024 年营业收入同比下降 1.86%，毛利率下滑。此外，公司研发费用及销售费用投入较大，对利润形成一定侵蚀。
- 公司客户仍较为分散，继续实行渠道代理为主的销售模式，面临一定的渠道管理压力。基于产品目标用户群分散、用户的地域及行业分布广泛，2024 年公司继续实行渠道代理销售为主、直销为辅的销售模式，2024 年前五大客户销售收入占比仍较低，未来随着渠道不断拓展，渠道管理难度也有所增加。
- 公司持续较高的研发投入或存在综合效益不达预期的风险。为保持产品竞争力，公司需不断进行研发创新，近年持续保持较高强度的研发投入，受市场环境、产业政策变化、资金到位情况、人才储备以及网络安全业务市场较为成熟，产品竞争较为激烈等因素的影响，持续的研发投入能否实现预期综合效益仍存在一定不确定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内网络安全领域和云计算特定领域具有一定核心竞争力和市场地位的信息技术企业，凭借较强的研发实力和丰富的行业经验，经营和财务风险仍相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	深信服 (300454.SZ)	奇安信 (688561.SH)	启明星辰 (002439.SZ)	绿盟科技 (300369.SZ)	安恒信息 (688023.SH)	北信源 (300352.SZ)
总资产	152.22	148.67	137.78	46.14	50.36	21.69
营业收入	75.20	43.49	33.15	23.58	20.43	5.17
净利润	1.97	-13.77	-2.27	-3.65	-2.02	-1.48
销售毛利率	61.47%	55.99%	58.77%	53.80%	60.09%	55.59%
资产负债率	39.77%	40.87%	17.05%	44.80%	49.83%	35.90%
研发费用率	28.16%	32.45%	25.70%	25.80%	24.11%	25.05%
销售费用率	33.33%	34.31%	29.79%	32.65%	37.46%	28.02%

注：以上各指标均为 2024 年度/2024 年末数据。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
软件与服务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	3/9
	行业&经营风险状况	6/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	6/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
信服转债	12.15	12.1466	2024-6-25	2029-7-26

注：表中债券余额为 2025 年 6 月 24 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

“信服转债”募集资金扣除发行费用后计划用于软件定义IT基础架构项目、深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目（以下简称“长沙研发基地项目”）。截至2024年12月31日，“信服转债”募集资金专项账户余额为38,359.19万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2025年3月末，公司股本为4.22亿元，第一大股东仍为何朝曦，持股19.97%，实际控制人仍为一致行动人何朝曦、熊武、冯毅，持股比例合计45.26%（无质押、标记或冻结情况）。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍是一家专注于企业级网络安全（原信息安全业务）、云计算及IT基础设施（原云计算业务）、基础网络与物联网的产品和服务提供商。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，

预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

（一）软件和信息技术服务业

2024年我国软件和信息技术服务业运行稳中向好，行业收入规模持续增长，国产替代加速，且以大模型为代表的新技术不断开辟软件产业竞争新赛道，但行业亦面临政策变化、市场竞争、较高的研发费用投入导致短期内利润承压的风险

随着我国产业结构的不断升级调整，我国软件和信息技术服务业发展迅速，2024年行业运行态势良好，信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增长10.9%，累计完成软件业务收入13.73万亿元，同比增长10.0%，软件业务收入平稳增长，软件业利润总额1.70万亿元，同比增长8.7%，利润总额增速放缓。

近年国家高度重视信息安全保障，要求国央企要在2027年前完成信息化系统的国产替代，进一步利好国内自主研发的软件和信息技术行业企业。此外，近年以大模型为代表的新技术飞速发展，带来新质生产力的持续跃升，以“大模型”为代表的人工智能技术为行业持续注入发展动力。自ChatGPT爆火以来，生成式人工智能备受关注。从国际角度看，围绕大模型的API及工具链不断丰富，大模型生态初步显现。从国内角度看，阿里、华为、智谱AI等软件头部企业、创新企业及科研机构多元主体纷纷入局大模型，国产大模型数量目前已超过200个，面向产业的大模型加速落地，应用场景覆盖办公、制造、气象、煤矿、医药等各个垂直行业领域。从软件产业发展角度看，基于大模型的AI编程助手将大幅提升编程效率，“AI+低代码”的深度融合将允许更多非软件专业的业务人员参与到软件开发的过程中，重塑软件产业发展格局。从行业赋能角度看，以大模型为代表的新技术将深度拓展AR/VR、元宇宙、智能机器人、模型即服务（MaaS）等新兴产业应用场景，并有力推动金融、能源、文娱、制造等传统行业效率提升。但需关注的是，软件和信息技术行业面临技术迭代迅速、市场竞争加剧、研发投入高回报不确定、政策法规严格及核心人才流失等多重风险挑战。

（二）网络安全行业

网络安全威胁日益严峻、数字经济发展、生成式人工智能出世，提振网络安全行业需求，行业规模持续增长且用户广泛；网络安全技术加速迭代升级，趋向云化、服务化，但行业集中度较低、产品呈现碎片化、同质化趋势，市场竞争加剧，短期内网安行业增速放缓，下游需求恢复面临一定压力

随着通信技术演进及移动互联网普及，企业信息化程度持续提升，我国网络安全行业进入加速发展期。随着新一代信息技术的融合发展，对网络空间安全的认知不断深化，根据中国信息通信研究院统计和分析，近年我国网络信息安全市场规模持续增长，据 IDC发布的《全球网络安全支出指南》（2025年V1版）显示，预计在2028年全球网络安全IT总投资规模有望增至3,770亿美元，2023-2028年复合增长率约

为11.9%。IDC 指出，预计中国网络安全市场规模在2028年有望增至171亿美元，将更加成熟，云化、服务化成为当前中国安全技术市场的主要发展方向，网络安全软件和服务市场持续增长，2023-2028年复合增长率分别为11.5%和11.9%。尽管中长期而言，中国网络安全市场的发展前景良好，但近年来下游客户对于网络安全产品和服务的采购预算有所收紧，加之市场竞争日趋激烈，短期内中国网络安全市场增长有所放缓。IDC数据显示，2024年上半年中国 IT安全硬件市场规模约为73.3亿元人民币（约合10.2亿美元），同比下降2.5%；IT安全软件市场厂商整体收入约为112.5亿人民币（约合15.6亿美元），同比上升4.1%；安全服务市场厂商整体收入约为84.5亿元人民币（约合11.7亿美元），同比上升0.6%。随着网络安全威胁增加、数字经济发展和政策支持，网络安全行业前景看好。互联网和信息技术的发展带来了更多安全挑战，安全漏洞和恶意程序数量上升。"十四五"规划强调数字经济，推动数字化系统和应用增长，增加了网络安全需求。政策如网络安全等级保护制度提供了合规要求，促进行业发展。生成式AI技术被用于网络攻击，增加了企业数据泄露和系统干扰的风险。网络安全技术加速迭代升级，趋向云化、服务化，企业越来越多地将IT基础设施迁移到云端，云安全服务利用大数据和AI提供更强大的安全防护。

我国网络安全市场快速增长，但行业细分多、竞争激烈，市场集中度低。网络安全系统与信息系统深度融合，要求供应商具备更强实力，资本雄厚、产业布局广的综合型网络安全商更受欢迎，市场向头部企业集中。下游用户主要来自政府、电信、金融等信息化程度高、数据敏感的行业，教育、制造、能源、交通等行业也是重点投入领域。2024年客户在网络安全投入上更谨慎，网络安全等级保护建设成熟导致硬件采购需求减少，市场扩张受阻，竞争加剧。

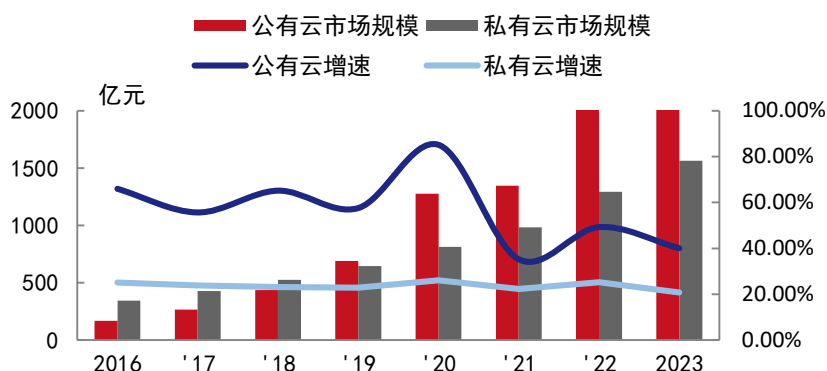
信息安全行业属于技术密集型产业，产品研发和技术创新要求企业具备较强的技术实力、配置较丰富的技术研发资源。随着网络安全问题日益复杂，市场对安全产品及服务的要求不断提升，若信息安全产业公司不能根据网络技术与安全形势的变化及时进行技术创新，则可能面临被市场淘汰的风险。同时，信息安全行业也属于智力密集型行业，对于行业企业而言，业务开展需要高素质的研发人员、优秀的管理人员及优质的销售团队，需持续关注信息安全产业公司的人才流失风险。

（三）云计算行业

我国云计算市场规模持续增长，IaaS细分领域集中度较高，且多云布局成趋势；此外，云计算的发展带动中国云安全市场快速发展

我国云计算市场规模持续增长，且行业发展空间较大。云计算是推动信息技术能力实现按需供给、促进信息技术和数据资源充分利用的全新业态，是信息化发展的重大变革和必然趋势，全球IT企业都在不断加快技术研发、企业转型以抢占云计算市场空间。近年中国云计算市场规模呈现快速增长态势，2023年达6,165亿元，较2022年增长35.5%，其中公有云市场规模增长40.1%至4,562亿元，占比为74.48%，私有云市场增长20.8%至1,563亿元。伴随AI原生带来的云技术革新和企业战略调整，叠加我国出台了一系列行业利好政策，国内云计算行业发展空间较大。

图 1 2023 年中国云计算市场规模持续增长



资料来源：中国信息通信研究院、艾媒数据中心，中证鹏元整理

中国云计算IaaS细分领域马太效应明显，集中度较高，且多云布局成趋势。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书（2024年）》显示，阿里云、天翼云、移动云、华为云、腾讯云和联通云为中国公有云IaaS市场排名前六，受生成式AI和大模型等新技术影响，云计算市场面临新机遇，厂商格局或借此机遇进行洗牌；在公有云PaaS方面，阿里云、百度云、华为云、腾讯云、移动云处于领先地位。在政策、经济、社会等因素推动下，中国云计算发展较快，但基于企业能力、支出成本、行业现状、安全隐私等多种因素的考量，传统IT与云并存、多种云部署模式并存、多家云厂商并存的混合复杂企业云环境，将是短期内中国云计算发展的一大趋势。

（四）服务器行业

我国服务器行业进入高景气周期，服务器销售厂商集中度较高；随着AI大模型时代到来，算力建设需求激增，分布式存储迎来新的发展机遇

随着数字化大时代的到来，服务器需求持续高景气，且产品销售厂商集中度较高。云计算、AI等技术不断发展，企业对数据分析与处理的计算资源需求增加，企业数字化转型叠加IDC扩容需求拉动了市场对服务器需求提升。随着云计算、互联网、人工智能的快速发展，我国服务器市场需求不断扩大，从厂商销售额来看，近年我国服务器销售商主要集中在浪潮、超聚变、新华三、戴尔和联想，其中浪潮服务器销量居中国市场第一。长期看，我国服务器行业景气度向上。

2024年受国际形势和上游厂商的战略调整影响，包括内存、SSD、HDD（Hard Disk Drive，机械硬盘）在内的各类原材料出现紧缺和价格上涨，CPU、硬盘和内存等价格上涨推动服务器价格增长。服务器行业上游主要为CPU、硬盘等硬件设备制造业及操作系统软件行业，其中CPU、硬盘和内存等硬件采购成本占服务器生产成本的比重在75%左右。2024年全球高纯度硅片等半导体原材料价格上涨约15%，芯片制造关键环节（如先进制程设备供应）受国际局势扰动，高性能服务器CPU（如英特尔至强、AMD线程撕裂者）因云计算和AI算力需求扩张，直接推高CPU制造成本，导致CPU整体价格上涨

随着AI大模型技术的快速发展，当前主流的共享存储搭配本地SSD盘（Solid State Disk，固态硬盘）的存储架构已无法满足企业的发展要求，分布式存储系统因其高扩展性、大容量以及高性能等特点，市场规模有望持续增长。各行业相关领域正积极拥抱AI大模型，开展AIGC自动内容生成、智能开发、智能客服、智能机器人等多种新型人工智能业务，然而昂贵的 AI算力成本以及海量的训练数据存储和管理需求成为制约行业发展的障碍，具备高性能、高可用、高性价比的训练推理一体化方案预计将快速发展。赛迪顾问发布的《中国分布式存储市场研究报告（2025年）》指出，受政策、技术、应用、低碳等多重环境影响，中国分布式存储市场迎来新机遇，2024年中国分布式存储市场规模达198.2亿元，首次超越集中式存储（145.4亿元），同比增长43.7%。

四、 经营与竞争

公司系国内较早从事信息安全领域的企业，近年受行业需求和市场竞争等影响，2024年营业收入和销售毛利率均有所下降。受外部环境等因素影响，下游客户在网络安全投入上更加谨慎，且随着网络安全等级保护建设渐趋成熟，各行业客户对网络安全产品、特别是对网络安全硬件的采购需求呈现结构性收缩，导致网络安全产业下游市场扩张整体受阻，与此同时，客户需求增长乏力也在一定程度上加剧了网络安全行业内的竞争压力，2024年公司网络安全收入有所下滑，导致营业收入同比下滑1.86%；受行业竞争加剧影响，公司客户技术支持、安全托管服务（MSS）等战略业务扩张带来的服务成本增加，毛利率有所下滑，但网络安全业务盈利水平仍较高。公司持续推进云计算产品、服务及解决方案的研发及升级，助推云计算及IT基础设施业务收入保持增长，2024年上述业务收入占比持续提升，但受上游原材料价格上涨及供应链压力，内部战略投入及业务结构调整带来的服务成本上升影响，云计算及IT基础设施业务毛利率有所下滑。受限于下游客户需求以及竞争加剧等因素，2024年公司基础网络和物联网业务在传统商业市场收入有所下降。2025年一季度公司云业务订单增速较好，带动公司整体营业收入增长21.91%。

受国内市场激烈的竞争，网络安全和云计算及IT基础设施等主营业务盈利下降及公司业务结构变化（毛利率相对较低的云计算业务占比进一步提升）等因素影响，公司整体毛利率有所下滑但仍处于较高水平。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
网络安全	6.03	47.77%	77.98%	36.29	48.27%	79.31%	38.92	50.79%	81.24%
云计算及 IT 基础设施	5.84	46.28%	43.75%	33.84	45.00%	44.24%	30.90	40.33%	47.47%
基础网络和物联网	0.75	5.95%	48.44%	5.06	6.73%	48.72%	6.80	8.88%	53.24%
合计	12.62	100.00%	60.38%	75.20	100.00%	61.47%	76.62	100.00%	65.13%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

2024年公司继续专注于企业级网络安全、云计算及IT基础设施、基础网络与物联网业务，维持较高强度研发投入，凭借丰富的行业经验与产品矩阵，在国内网络安全领域保持竞争力，部分细分产品市场占有率居前；在建研发项目投资规模较大，需关注项目预期综合效益实现情况

公司所在行业竞争仍较激烈，为保持产品竞争力，公司不断进行研发创新，同时由于网络安全及云计算技术更新迭代较快，需要保持较高的研发投入。截至2024年末，公司在深圳、北京、长沙、南京、成都设立了五大研发中心，研发人员占比37%。2024年公司研发投入规模仍较大，受业务收入下滑等因素影响，2024年公司研发投入相应放缓，此外，公司优化提升研发人员质量，期末研发人员数量有所下降。销售费用方面，受公司持续实施降本增效措施及股份支付费用减少，2024年销售费用有所下降，但较高的销售费用仍对利润形成一定侵蚀。专利方面，截至2024年末，公司累计已获得授权专利1,573件，其中发明专利超1,400件，累计登记软件著作权528项，技术范围涉及网络安全、云计算、AI等方向。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，有效提升用户钓鱼攻击检测能力及数据安全防护水平。

表2 公司研发投入情况

指标名称	2024 年	2023 年
期末研发人员数量（人）	2,765	3,252
期末研发人员数量占比	37.31%	38.68%
研发投入金额（亿元）	21.18	22.66
研发投入占营业收入比例	28.16%	29.58%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

通过不断的技术创新，公司产品获得一定的市场认可。2024年以来，公司多款产品获得了工信部、IDC等权威机构的认可，深信服“安全托管服务 MSS+保险解决方案”入围工信部产品服务类方案，深信服XDR 被《IDC MarketScape：中国扩展检测与响应平台2024年厂商评估》定位于领导者类别。此外，公司多款产品的市场份额处于国内领先地位，并入围Gartner 国际魔力象限。网络安全方面，根据IDC研究报告，公司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；全网行为管理产品自2009年至2024年连续16年在安全内容管理类别中保持国内市场占有率第一，2011年至2020年连续10年入围Gartner国际魔力象限；下一代防火墙自2016年至2024年连续9年在统一威胁管理类别中的国内市场占有率排名第二，2015年至2022年连续8年入围 Gartner 国际魔力象限，2021年至2022年连续两年入围 Gartner “远见者”象限。云计算及IT基础设施方面，根据IDC研究报告，公司超融合 HCI 软件产品自2017年至2024年连续8年市占率稳居市场前列，2023年和2024年全年深信服超融合均以17.5%的市占率在中国超融合市场位居第一，2023年和2024 年连续两年入选Gartner 超融合基础设施市场指南代表厂商，2019年、2022年、2025年3次入选Gartner 中国超融合产品竞争格局报告代表厂商；VDI产品在2017-2024年连续8年在中国桌面云终端市场占有率位居前三；分布式存储EDS产品2024年第三季度以11.1%的市占率位列中国文件存储市场第四名。用户分布方面，经过多年发展，凭借具有市场竞争力的产品和解决方案等，公司

已为全球超十万家企业级用户提供了产品和服务，包括80%的中国进入世界500强企业、90%的中国政府部委级单位、中国三大运营商以及中国规模最大的前10家银行等头部用户。

网络安全业务市场较为成熟，产品竞争较为激烈，云计算业务的发展也需不断地研发创新投入，但需持续关注公司募投项目建设进度及建成后综合效益实现情况。截至2025年3月末，公司主要在建项目计划总投资21.25亿元，资金主要来源募集资金及自有资金，项目投资压力较可控。其中“信服转债”募投项目中长沙研发基地项目计划完工期限延期至2026年6月，软件定义IT基础架构项目计划完工时间延后至2025年9月。

表3 截至2025年3月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

类型	项目名称	计划总投资	拟投入募集资金	已使用募集资金	主要内容
信服转债	软件定义 IT 基础架构项目	15.46	7.01	5.95	对下一代超融合模块、云计算管理平台 aCMP 模块、桌面云 aDESK 模块、软件定义分布式存储 aStor 模块等软件定义的包括计算、网络、存储、终端、管理平台在内的 IT 基础架构进行研发，对云计算所需的 IT 基础设施相关的产品予以升级。软件定义 IT 基础架构项目是在公司已有的云计算相关技术、产品的基础上进行的升级研发，是现有业务的延伸和拓展。
	深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目	5.79	5.05	2.85	用地面积 3.33 万平方米，总建筑面积约为 7.30 万平方米，项目建成后将作为公司在湖南省长沙市的办公基地，以满足公司日益增长的研发、运营需求。
合计		21.25	12.06	8.80	--

资料来源：公司提供

2024年以来受下游客户需求投入谨慎及市场竞争加剧影响，公司收入增速有所放缓，产品销售仍以渠道代理销售为主，经营回款表现仍较好，但面临一定的渠道管理风险，且全球贸易环境变化或会对海外业务稳定性产生一定影响

受外部环境等因素影响，政府和企业网络安全方面的预算增幅有所降低，需求侧表现不佳，加之市场竞争日趋激烈，网络安全市场增长有所放缓。2024年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，重点培育的 XDR、安全托管服务（MSS）等在内的战略业务增速较快。公司产品的目标用户群多、仍主要以企业、政府、金融、电信运营商等客户为主，因企业客户对 IT 建设的需求韧性较好以及公司在企业客户领域加大了资源投入，2024年企业客户收入仍保持同比增长1.82%，但政府及事业单位、金融及其他客户的收入同比分别减少3.85%、8.99%。同时，海外市场收入规模延续较高增长态势，收入增速达39.09%，但需关注的是，全球贸易环境变化或会对公司海外业务稳定性产生一定影响。从销售渠道来看，伴随公司全面渠道化战略的持续推进，渠道代理销售占比持续提升，但渠道管理难度也有所增加。

表4 公司渠道销售情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
渠道代理销售	11.97	94.90%	71.06	94.50%	71.36	93.14%
直销	0.64	5.10%	4.13	5.50%	5.26	6.86%
合计	12.62	100.00%	75.20	100.00%	76.62	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司前五大客户稳定性仍较好，前五大客户销售金额占比较小，客户集中度仍较低。款项结算方面，公司主要采用预收部分货款，剩余款项开具一定自然日到期的支票的形式进行结算，对于项目金额较大、需要账期支持的渠道经销商，经过公司风险评估授信之后，给予30-90天账期支持。2024年及2025年1-3月公司收现比维持在1以上，整体收现情况仍较好。

公司与主要供应商合作紧密，供应商集中度不断提升，服务器占生产成本比重较大，需关注其价格波动对公司盈利的影响

2024年受国际形势和上游厂商的战略调整影响，包括内存、SSD、HDD（Hard Disk Drive，机械硬盘）在内的各类原材料出现紧缺和价格上涨，导致上游公司的产品报价不断上涨，公司硬件采购成本上升。短期内，若上游厂商减产提价的趋势持续，公司仍将面临高价采购硬件甚至采购不到部分硬件原材料的局面，存在无法及时交货的风险。随着公司云化、服务化战略转型的推进，云计算业务收入的不增长，公司对供应链上游供应商的影响力不断提升。2024年，公司通过持续加强和上游芯片、部件、整机厂商的技术创新以及战略合作等措施，进一步提升供应链管理水平和对上游厂商的议价能力，同时，通过增加网络安全产品中软件和服务的增复购、降低网络安全产品部分硬配件的采购成本、优化网络安全产品线销售结构，虽然研发、销售及管理费用整体同比下降6.25%，成本端有所优化，但硬件采购成本仍有所上升，销售毛利率有所下降。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
服务器	9.84	39.29%	9.18	38.94%
工控设备	2.20	8.79%	3.05	12.93%
配件	7.82	31.23%	6.57	27.87%
路由器及交换机等	2.53	10.09%	2.69	11.42%
瘦终端	0.86	3.45%	0.76	3.23%
其他	1.79	7.14%	1.32	5.61%
合计	25.04	100.00%	23.58	100.00%

注：上表数据中的尾差均因四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2024年公司前五大供应商采购金额占比持续提升，采购集中度有所增加。供应商的选择和认证方面，

公司通过互联网、展览会等媒介，寻找有价值的供应商作为备选，采购部组织供应商认证小组对列入评价范围内的供应商进行评审，根据评价结果引进符合公司需要的供应商。此外，公司还对供应资源进行分级管理和优化，淘汰劣质供应商。

表6 公司前五大供应商采购情况（单位：亿元）

时间	供应商名称	采购金额	占采购总额的比重
2024 年	第一名	2.80	11.19%
	第二名	2.65	10.57%
	第三名	2.32	9.25%
	第四名	2.12	8.47%
	第五名	2.03	8.09%
	合计	11.91	47.57%
2023 年	第一名	3.56	15.09%
	第二名	2.63	11.14%
	第三名	1.95	8.27%
	第四名	1.56	6.66%
	第五名	1.41	5.97%
	合计	11.11	47.13%

资料来源：公司提供

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月未经审计财务报表。

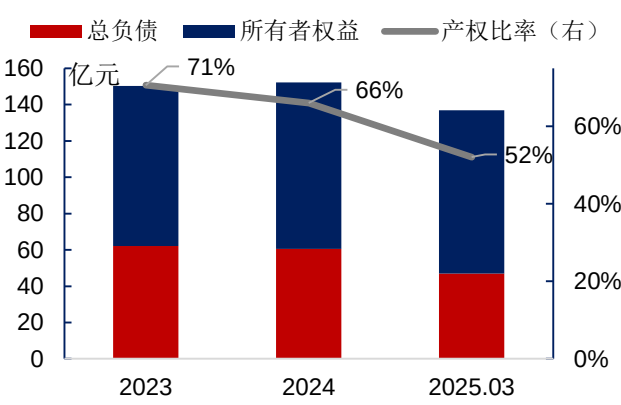
公司为知识密集型的轻资产企业，跟踪期内资产仍以货币资金、定期存款和银行理财产品等为主，整体流动性充裕；2024 年公司营业收入略微下滑，补贴收入对盈利具有较好的补充作用，但销售费用及研发费用对利润侵蚀较大，由于业务季节性特征，2025 年一季度利润虽亏损但幅度同比收窄；公司业务获现能力较强，经营活动现金流表现较好，债务融资逐渐减少，偿债压力不大

资本实力与资产质量

公司为知识密集型的轻资产企业，且利润质量较好，现金类资产仍为公司的主要资产，流动性充裕。截至2025年3月末，公司货币资金、应收票据、交易性金融资产、其他流动资产中的定期存款、一年内到期的非流动资产中的定期存款和其他非流动资产中的定期存款等非受限现金类资产102.19亿元，占期末总资产的74.64%，货币资金中0.41亿元的承兑汇票保证金和渠道保证金等使用受限。2024年公司留仙洞总部大楼完工，相应由在建工程转入固定资产，固定资产规模大幅增加。2025年1-3月公司赎回部分理财产品

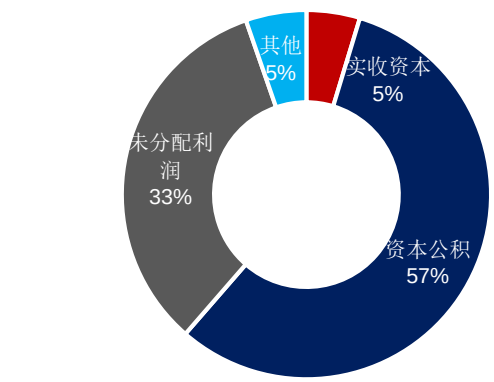
用于发放2024年度年终奖金和支付供应商货款，导致2025年3月末公司资产规模有所下降。因公司销售存在较强的季节性，2024年第四季度销售额较大，年末应收账款余额较大；2025年1-3月收回的到期应收账款金额大于新增的应收账款金额，期末应收账款余额大幅下滑。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.60	4.09%	5.25	3.45%	7.37	4.91%
交易性金融资产	9.78	7.14%	21.16	13.90%	20.13	13.40%
应收账款	4.33	3.16%	7.27	4.77%	8.82	5.87%
一年内到期的非流动资产	26.08	19.05%	20.26	13.31%	22.98	15.29%
其他流动资产	10.56	7.71%	10.16	6.68%	5.19	3.45%
流动资产合计	60.06	43.87%	69.04	45.35%	69.53	46.26%
固定资产	8.03	5.86%	8.37	5.50%	3.12	2.08%
其他非流动资产	50.91	37.18%	55.75	36.62%	55.59	36.99%
非流动资产合计	76.85	56.13%	83.18	54.65%	80.76	53.74%
资产总计	136.91	100.00%	152.22	100.00%	150.29	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

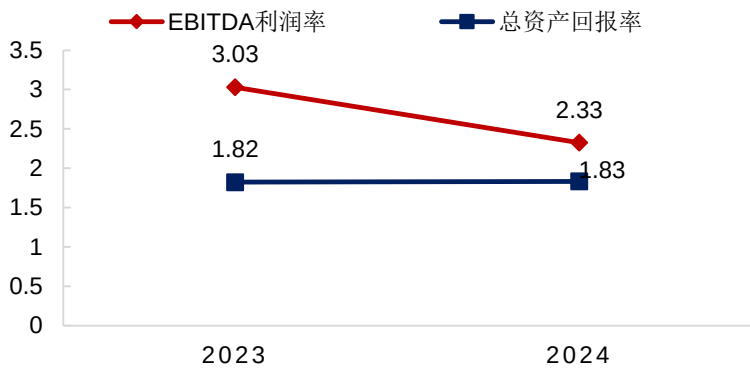
盈利能力

2024年公司业务盈利能力有所下降。因国内部分下游客户对网络安全、云计算等 IT 业务的投入仍然谨慎，需求恢复较为缓慢，加之市场竞争依旧激烈，2024年公司国内实现营业收入有所减少。此外，成本端受国际形势和上游厂商战略调整影响，公司原材料出现紧缺和价格上涨，公司硬件采购成本上升。综合影响下公司业务整体盈利能力有所下降，导致公司EBITDA利润率下滑。

2025年一季度公司云业务订单增速较好，带动公司整体收入实现增长。受公司产品交付主要集中在

下半年，上半年收入规模相对较小，但成本支出相对均衡影响，2025年一季度仍出现亏损，得益于公司持续实施降本增效措施导致三费同比减少，整体亏损幅度有所收窄。

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着公司债务的陆续到期偿还，2024年末及2025年3月末公司债务规模持续大幅下降，债务结构仍以长期债务为主，主要为“信服转债”。其他负债方面，2024年末合同负债和一年以上实现的递延收入的计入其他非流动负债的合同负债，随着尚未交付完成的XaaS和其他服务类业务和在途订单较2023年增加而有所增长。2024年末其他应付款随着应付供应商款项增加而有所增长。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	2.00	3.31%	8.26	13.27%
应付票据	2.26	4.83%	4.27	7.05%	3.73	5.99%
应付账款	1.73	3.69%	4.80	7.94%	6.03	9.69%
合同负债	14.32	30.55%	16.21	26.77%	13.47	21.64%
其他应付款	5.64	12.02%	6.68	11.03%	5.31	8.53%
其他流动负债	0.96	2.05%	1.12	1.86%	0.93	1.49%
流动负债合计	28.92	61.69%	42.28	69.83%	44.69	71.83%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付债券	11.65	24.85%	11.55	19.08%	11.18	17.96%
租赁负债	0.44	0.94%	0.49	0.81%	0.87	1.40%
其他非流动负债	5.40	11.52%	5.72	9.44%	5.10	8.20%
非流动负债合计	17.96	38.31%	18.27	30.17%	17.52	28.17%
负债合计	46.88	100.00%	60.54	100.00%	62.21	100.00%
总债务	14.80	31.58%	18.79	31.03%	24.56	39.47%

其中：短期债务	2.71	18.33%	6.74	35.88%	12.51	50.93%
长期债务	12.09	81.67%	12.05	64.12%	12.05	49.07%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

基于在技术创新的不断加持下，公司产品竞争力较强，业务回款较好，现金流稳定性表现较好，同时公司净债务为负，随着债务逐步到期偿还且近年未新增重大债务，资产负债率持续下降，杠杆水平不断降低，此外，公司债务规模相对不大，且本期债券有继续转股的可能，偿付压力不大。整体来看，公司现金流及盈利对债务本息的保障程度较好。

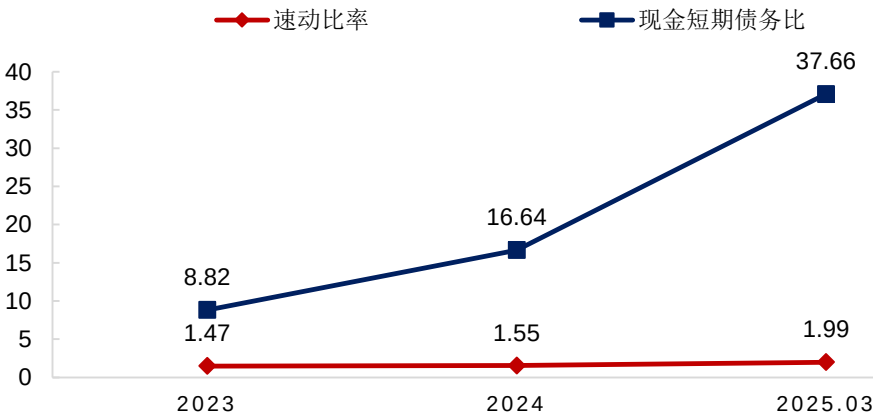
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-8.31	8.12	9.47
FFO（亿元）	--	-1.99	-1.79
资产负债率	34.24%	39.77%	41.40%
净债务/EBITDA	--	-52.40	-36.19
EBITDA 利息保障倍数	--	2.39	5.22
总债务/总资本	14.12%	17.01%	21.80%
FFO/净债务	--	2.17%	2.13%
经营活动现金流净额/净债务	9.55%	-8.86%	-11.27%
自由现金流/净债务	10.51%	-4.41%	-7.36%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，在公司短期债务到期偿还和未新增短期融资情况下，公司短期债务规模大幅下滑，2024年末现金短期债务比大幅提升，速动比率有所增加。截至2025年3月末，公司剩余可使用银行授信额度19.40亿元，考虑到公司账上现金类资产较充足，作为上市公司融资渠道通畅，且未来资本开支不大，公司面临的债务压力较小，流动性充裕。

图 5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年6月18日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人员名单。

或有事项分析

为积极支持公司经销商发展，解决部分经销商参与公司云计算业务因前期投入较大导致资金压力问题，推动公司云计算业务相关战略有效落地，公司对符合条件的优质经销商向公司指定的银行申请贷款提供连带责任保证担保。截至2025年3月末，公司对民营企业担保余额合计5,679.52万元，占当期末净资产规模的比重为0.63%，且上述担保均设有实控人资产抵押提供的反担保措施。

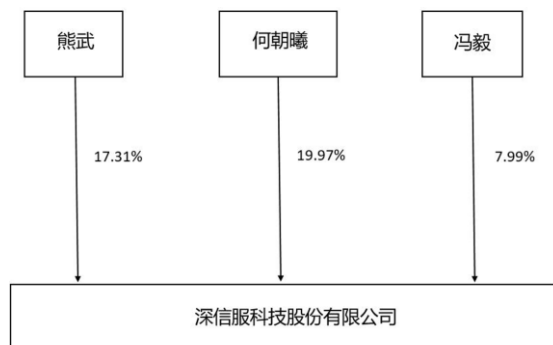
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	5.60	5.25	7.37	14.06
一年内到期的非流动资产	26.08	20.26	22.98	16.92
流动资产合计	60.06	69.04	69.53	60.09
其他非流动资产	50.91	55.75	55.59	38.84
非流动资产合计	76.85	83.18	80.76	61.74
资产总计	136.91	152.22	150.29	121.83
短期借款	0.00	2.00	8.26	7.91
合同负债	14.32	16.21	13.47	11.78
其他应付款	5.64	6.68	5.31	6.17
一年内到期的非流动负债	0.45	0.47	0.53	0.52
流动负债合计	28.92	42.28	44.69	39.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	11.65	11.55	11.18	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5.40	5.72	5.10	4.31
非流动负债合计	17.96	18.27	17.52	5.55
负债合计	46.88	60.54	62.21	44.63
总债务	14.80	18.79	24.56	11.46
其中：短期债务	2.71	6.74	12.51	10.46
长期债务	12.09	12.05	12.05	1.00
所有者权益	90.03	91.68	88.08	77.20
营业收入	12.62	75.20	76.62	74.13
营业利润	-2.53	2.11	2.09	2.04
净利润	-2.50	1.97	1.99	1.94
经营活动产生的现金流量净额	-8.31	8.12	9.47	7.46
投资活动产生的现金流量净额	11.29	-1.70	-31.07	-4.24
筹资活动产生的现金流量净额	-2.37	-8.43	14.32	4.95
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	1.75	2.32	3.22
FFO（亿元）	--	-1.99	-1.79	-0.82
净债务（亿元）	-87.03	-91.65	-83.99	-70.59
销售毛利率	60.38%	61.47%	65.13%	63.82%
EBITDA 利润率	--	2.33%	3.03%	4.34%
总资产回报率	--	1.83%	1.82%	2.04%
资产负债率	34.24%	39.77%	41.40%	36.63%
净债务/EBITDA	--	-52.40	-36.19	-21.93

EBITDA 利息保障倍数	--	2.39	5.22	18.45
总债务/总资本	14.12%	17.01%	21.80%	12.93%
FFO/净债务	--	2.17%	2.13%	1.17%
经营活动现金流净额/净债务	9.55%	-8.86%	-11.27%	-10.56%
速动比率	1.99	1.55	1.47	1.47
现金短期债务比	37.66	16.64	8.82	8.00

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
长沙深信服信息科技有限公司	3,000 万元	100%	软件行业	投资设立
深圳市深信服投资控股集团有限公司	30,000 万元	100%	软件行业	同一控制下合并
深圳市信锐网科技术有限公司	1,000 万元	100%	软件行业	同一控制下合并
深圳市深信服信息安全有限公司	5,000 万元	100%	软件行业	同一控制下合并
湖南深信服科技有限公司	10,000 万元	100%	软件行业	投资设立
北京深信服信息技术有限公司	5,000 万元	100%	软件行业	投资设立
上海具身智能设备有限公司	5,000 万元	100%	软件行业	投资设立
江苏深信服智能科技有限公司	10,000 万元	100%	软件行业	投资设立
珠海横琴深信服信息科技有限公司	100.00 万元	100%	软件行业	投资设立
汕头深信服信息科技有限公司	100.00 万元	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies (Hong Kong) Limited	1 港元	100%	软件行业	同一控制下合并
Sangfor Technologies (UK) Limited	1 英镑	100%	软件行业	同一控制下合并
Sangfor Technologies (Singapore) Pte. Ltd.	100 新加坡元	100%	软件行业	同一控制下合并
Sangfor Technologies (Malaysia) Sdn. Bhd	50 万林吉特	100%	软件行业	同一控制下合并
PT. Sangfor Technologies Indonesia	100.10 亿印尼盾	100%	软件行业	同一控制下合并
Sangfor Technologies (Thailand) Company Limited	1,000 万泰铢	100%	软件行业	同一控制下合并
方未科技（开曼）有限公司	1 美元	100%	控股公司	投资设立
Sangfor Technologies (Vietnam) Company Limited	10 亿越南盾	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies Netherlands B.V.	1 欧元	100%	软件行业	投资设立
方未科技（荷兰）有限公司	1 欧元	100%	软件行业	投资设立
方未科技（美国）有限公司	1 美元	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies (Macau) Limited	2.50 万澳门元	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies Italy S.r.l.	1 万欧元	100%	软件行业	投资设立
方未科技（德国）有限公司	5.00 万欧元	100%	软件行业	投资设立
SANGFOR TEKNOLOJİ LIMITED ŞİRKETİ	10.00 万土耳其里拉	100%	软件行业	投资设立
Sangfor Technologies Arabia Limited	5.00 万沙特里亚尔	100%	软件行业	投资设立

资料来源：公司 2024 年年度报告及公开信息，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号