

深信服 (300454)

业绩增长略低于预期,云业务推广较快

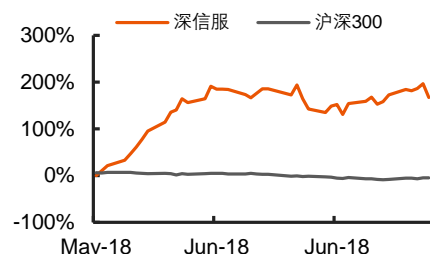
推荐 (维持)

现价: 115.69 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.sangfor.com.cn
大股东/持股	何朝曦/21.06%
实际控制人	何朝曦
总股本(百万股)	400
流通 A 股(百万股)	40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	462.77
流通 A 股市值(亿元)	46.29
每股净资产(元)	7.24
资产负债率(%)	34.30

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

研究助理

付强 一般从业资格编号
S1060118050035
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

陈苏 一般从业资格编号
S1060117080005
010-56800139
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布 2018 年半年度业绩预告, 预计本报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 11,612.00 万元-12,939.00 万元, 同比增长 5%-17%。

平安观点:

■ **公司战略性业务方向——超融合业务增长较快, 但毛利率相对较低:** 根据公司公告, 上半年公司营业收入保持一定增长, 但由于毛利率相对较低的云业务收入占比增加, 综合毛利率较上年同期有所下降。超融合架构是公司云计算业务板块的主体, 也是公司重点投入的方向, 近年来呈现出高速增长势头, 但是由于目前交付产品中, 一体机交付比例依然较高, 毛利率相对较低, 2017 年毛利率为 53%, 低于公司另两个板块信息安全 (88%) 和无线业务 (64%)。

超融合业务作为公司的战略方向, 未来增长依然明确。一方面, 国内企业信息化需求增长的大趋势未改变, 中小企业上云意愿也在增强, 超融合作为高效、低成本、运维简单的私有云或者混合云的解决方案, 市场空间巨大。按照 Gartner 的预测, 2016 到 2021 年超融合市场的年复合增长率为 48%, 中国市场增长将更为快速。另一方面, 公司目前同主要竞争对手呈现出差异化竞争的态势, 各自的市场区隔内均有较大拓展空间, 而且相比竞争对手, 公司融合了安全解决方案的超融合架构也更有竞争力, 而且公司在可视化方面也较其他企业做得更好, 更有利于中小企业客户部署。

因此, 我们认为, 公司在该领域仍将保持高速增长的势头。2017 年公司云计算业务规模为 5.45 亿元, 占公司营收比重为 22%, 同比增长 146%, 预计 2018 年仍将保持高速增长。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1750	2472	3423	4732	6479
YoY(%)	32.7	41.3	38.4	38.3	36.9
净利润(百万元)	258	574	764	1024	1361
YoY(%)	-22.0	122.7	33.2	34.1	32.9
毛利率(%)	78.7	75.5	73.6	71.9	70.6
净利率(%)	14.7	23.2	22.3	21.6	21.0
ROE(%)	21.3	33.0	20.6	21.6	22.3
EPS(摊薄/元)	0.64	1.43	1.91	2.56	3.40
P/E(倍)	179.7	80.7	60.6	45.2	34.0
P/B(倍)	38.2	26.6	12.5	9.8	7.6

- **公司业务收入呈现季节性特点，也是上半年业绩未能释放的另一个重要原因：**同其他网络安全企业类似，公司业绩呈现出明显的季节性特征。客户采购主要集中在下半年，近三年的下半年收入占到公司收入比重的 63%左右。但是，费用却在年内各季度均匀的发生，可能造成一季度、上半年或者第三季度出现季节性亏损或者业绩不如人意。因此，我们认为，上半年业绩对全年业绩的参考作用不大。
- **公司在技术研发和销售方面的投入明显上升，这也是公司上半年业绩略低于预期的重要原因之一：**公司公告称，销售费用、研发投入较上年同期增幅较大。从公司上市筹集资金投向看，云计算和网络安全都是投入的重点。我们认为，公司这两个板块在 2018 年上半年研发和市场拓展方面都在加速部署，相应管理费用和销售费用增加明显在情理之中。但该部分投入在报告期内很难见到实效，相关费用一定程度上拉低了公司的业绩。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持对公司 2018-2020 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 1.91 元、2.56 元、3.40 元，对应 7 月 13 日收盘价的 PE 分别约为 60.6、45.2、34.0 倍，维持“推荐”评级。公司作为 A 股市场上新晋的网络安全龙头企业，在上网行为管理、VPN、下一代防火墙等多个领域都处于行业领先地位，未来将在国家网络安全产业发展和企业信息化建设中充分受益。此外，公司在超融合领域有着独特的竞争优势，未来高速增长的势头有望延续。
- **风险提示：**(1) 行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险：网络安全行业作为国家重点发展的信息技术产业，也是网络强国建设的重要支撑，未来从产业政策的角度考虑，国家可能将鼓励更多有实力的企业进入该领域。同时，网络安全、云计算等领域需求的增长，可能受到宏观经济走势、政企信息化投入强度等因素影响，需求增长可能不及预期，行业企业竞争可能加剧，企业毛利率将有下降的风险；(2) 新业务增长不及预期：相比公司传统的网络安全领域，云计算、企业无线都是公司在近年来新发展起来的业务单元，虽然增长较为迅猛，但是在各自板块中都存在着类似于新华三、华为等强大竞争对手，未来如果企业不能够保持持续的创新和开拓能力，相关板块的业务高速增长的势头可能被打断；(3) 国家政策可能出现调整带来的税收优惠减少等风险：目前国家对国内网络安全产业在立法、技术发展、财政税收、投融资等多个领域都给予了政策扶持。但未来如果国家政策支持力度和方向出现调整，行业和企业的发展将受到影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2087	4340	5817	7719
现金	216	2356	3609	5284
应收账款	247	294	454	570
其他应收款	15	27	31	48
预付账款	8	17	17	30
存货	88	119	186	252
其他流动资产	1514	1525	1521	1535
非流动资产	824	832	845	867
长期投资	0	0	0	0
固定资产	144	158	177	200
无形资产	5	6	6	6
其他非流动资产	675	668	661	661
资产总计	2911	5171	6662	8587
流动负债	1044	1337	1804	2368
短期借款	0	0	0	0
应付账款	187	235	386	505
其他流动负债	857	1103	1417	1862
非流动负债	127	127	127	127
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	127	127	127	127
负债合计	1171	1464	1930	2494
少数股东权益	0	0	0	0
股本	360	400	400	400
资本公积	716	1879	1879	1879
留存收益	653	1417	2441	3802
归属母公司股东权益	1741	3708	4732	6092
负债和股东权益	2911	5171	6662	8587

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	765	900	1166	1544
净利润	574	764	1024	1361
折旧摊销	56	50	66	81
财务费用	-42	-88	-158	-228
投资损失	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	139	181	241	337
其他经营现金流	46	0	0	0
投资活动现金流	-625	-50	-72	-97
资本支出	38	7	13	23
长期投资	-624	0	0	0
其他投资现金流	-1211	-43	-59	-74
筹资活动现金流	-148	1291	158	228
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	25	1163	0	0
其他筹资现金流	-173	88	158	228
现金净增加额	-15	2141	1252	1675

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2472	3423	4732	6479
营业成本	606	902	1329	1907
营业税金及附加	35	48	67	92
营业费用	868	1164	1562	2073
管理费用	587	787	1065	1425
财务费用	-42	-88	-158	-228
资产减值损失	12	16	22	31
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	7	7	7
营业利润	637	600	853	1185
营业外收入	6	255	294	338
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	641	854	1145	1521
所得税	68	90	121	160
净利润	574	764	1024	1361
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	574	764	1024	1361
EBITDA	690	865	1121	1468
EPS (元)	1.43	1.91	2.56	3.40

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	41.3	38.4	38.3	36.9
营业利润(%)	477.7	-5.7	42.1	39.0
归属于母公司净利润(%)	122.7	33.2	34.1	32.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	75.5	73.6	71.9	70.6
净利率(%)	23.2	22.3	21.6	21.0
ROE(%)	33.0	20.6	21.6	22.3
ROIC(%)	31.3	19.3	19.7	20.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	40.2	28.3	29.0	29.0
净负债比率(%)	-12.4	-63.6	-76.3	-86.7
流动比率	2.0	3.2	3.2	3.3
速动比率	1.9	3.2	3.1	3.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	12.7	12.7	12.7	12.7
应付账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.91	2.56	3.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	2.25	2.92	3.86
每股净资产(最新摊薄)	4.35	9.27	11.83	15.23
估值比率	-	-	-	-
P/E	80.69	60.58	45.19	34.01
P/B	26.59	12.48	9.78	7.60
EV/EBITDA	66.8	50.9	38.1	28.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033