

深信服(300454)/计算机

关注持续高增长的云计算业务

评级: 买入(维持)

市场价格: 96.55

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,750.0	2,472.5	3,629.9	5,349.1	7,730.0
增长率(%)	32.7%	41.3%	46.8%	47.4%	44.5%
净利润(百万元)	257.6	573.5	748.4	1,058.6	1,357.7
增长率(%)	-22.0%	122.7%	30.5%	41.5%	28.3%
每股收益(元)	0.64	1.43	1.87	2.65	3.39
每股现金流量	0.29	-0.04	4.81	2.36	3.40
净资产收益率	21.3%	33.0%	20.3%	22.3%	22.3%
P/E	149.9	67.3	51.6	36.5	28.4
PEG	2.5	2.0	1.6	0.6	0.9
P/B	31.9	22.2	10.5	8.1	6.3

备注:

投资要点

■ **18H1 净利增长 5%-17%**。2018 年上半年, 公司预计归母净利润 1.16 亿元至 1.29 亿元, 同比增加 5%-17%。公司业绩的主要影响因素包括: (1) 公司收到的增值税即征即退收入较上年同期有明显增加, 导致其他收益有较大增长, 非经常性损益对净利润影响 0.27 亿元-0.30 亿元。(2) 公司营业收入保持一定增长, 但由于毛利率相对较低的云计算业务收入占比增加(根据 2017 年年报数据, 信息安全业务毛利率约 89%, 云计算业务毛利率约 53%), 综合毛利率较上年同期有所下降。(3) 销售费用、研发投入较上年同期增加较大。若去除上述(1)所述因素对营业利润增长的贡献, 公司营业利润同比有所下降。

■ **桌面云: 联合 NVIDIA, 推出 vGPU 解决方案**。公司桌面云的主要产品为瘦终端机和桌面云一体机及软件, 公司累计交付桌面云终端已超过 40 万台。2018 年 1 月, 公司推出了国内首款基于 KVM 技术的 vGPU 虚拟桌面解决方案, “KVM+vGPU 底层”的架构提高了企业的灵活性。在此基础上, 2018 年 7 月 18 日, 结合 NVIDIA 的 Tesla® GPU 及 NVIDIA 虚拟 GPU 软件, 公司正式发布国内首款基于 KVM 技术的 NVIDIA® vGPU 虚拟桌面解决方案。Tesla® GPU 是当今市场上为加速人工智能、高性能计算和图形的数据中心 GPU 中的精英之作。最新的深信服桌面云 vGPU 解决方案, 具备高性能、高密度的 GPU 虚拟化体验。其应用场景包括 Win10、3D 图形设计、多媒体编辑、高清视频监控、医疗影像、教学实训室等。

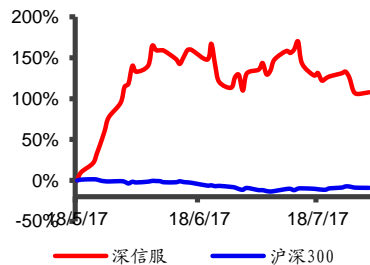
■ **企业级云: 市场认可度高**。公司企业级云具有以下四大核心竞争力: (1) **高可靠性**。通过全部功能组件的全部软件定义, 企业级云实现了硬件无关的分布式架构, 可以做到硬件故障不影响业务, 平台可靠性高达 99.999%。(2) **高性能**。通过分布式存储分层技术、逻辑条带化技术, 以及优化 NUMA 和大页内存技术等, 企业级云可以充分满足 Oracle RAC、MySQL 等数据库集群和 ERP、MES、HIS 等关键应用对性能的高需求。(3) **高安全性**。深信服深耕信息安全行业, 企业级云能够为用户提供平台安全、数据安全、应用安全、边界安全+云端安全的“4+1”立体式安全防护体系。(4) **超融合市场认可度高**。我们认为, 随着中国“互联网+”战略和云计算浪潮的推进, 越来越多的企业开始重塑自己的 IT 基础架构, 将应用系统迁移到云端。根据 IDC 数据, 2017 年中国超融合市场规模达 3.79 亿美元, 同比增长 115%。2017Q4, 深信服超融合市场份额为 19%, 销售额同比增长 343%, 市场占有率国内前三。基于超融合构建的信服企业级云近年来获得市场的广泛认可, 成为企业级云计算市场的重要力量。

■ **应用交付 AD 在阿里“AI+”生态的应用**。作为信息安全业务的主打产品之一, 深信服应用交付 AD 解决方案自 2014 年起连续 4 年市场占有率排名第二, 国产品牌第一。应用交付 AD 连续五年入围 Gartner 全球 ADC 魔力象限, 深信服是国内唯一入选 Gartner 的 ADC 厂家。2018 年 6 月 7 日, 深信服以阿里首批“AI+”生态合作伙伴的身份受邀出席 2018 云栖大会上海峰会。深信服应用交付 AD 和阿里人工智能 AI 进行深度合作, 从运维与运营两个层面, 为客户带来增量价值。(1) **在运维层面**, 深信服应用交付将流量信息, 实时反馈给阿里智能故障管理平台, 通过阿里智能故障管理平台进行基线, 成为后续进行智能预测和自动故障告警的基础。此外, 阿里智能故障管理平台可以调用应用交付 AD 的 API 接口, 对流量进行调配和控制, 限制最大吞吐流量, 避免引发系统性的雪崩灾难。(2) **在运营层面**, 应用交付通过 iPro 编写流量分析模型, 将来自用户端的 IP 和地域信息、客户端类型、访问延时、Cookie 信息, 以及整个访问过程中的 URL 链信息, 发送给阿里智能故障管理平台。阿里智能故障管理平台对用户访问行为进行分析, 向用户推荐喜爱的商品, 提高转换率, 并给出商业建议, 助力企业挖掘商机, 创造更多业绩。

基本状况

总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	40
市价(元)	96.55
市值(百万元)	38600
流通市值(百万元)	3863

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- **盈利预测与投资建议。**我们认为，深信服是国内信息安全行业领导者之一，桌面云、企业级云等云计算相关业务或将逐步放量，未来有望带来新的增量市场，成为公司的盈利增长点。我们预计公司 2018-2020 年，归母净利润分别为 7.48 亿元/10.59 亿元/13.58 亿元，EPS 分别为 1.87 元/2.65 元/3.39 元，目前股价对应的 PE 分别为 52 倍、37 倍、28 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。**政府对信息安全行业投入不及预期；云计算业务拓展不及预期；研发风险；企业级无线市场竞争加剧的风险。

图表 1: 公司主要财务数据

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,472.5	3,629.9	5,349.1	7,730.0	净利润	573.5	748.4	1,058.6	1,357.7
减:营业成本	605.9	1,006.9	1,616.0	2,536.5	加:折旧和摊销	55.8	8.3	8.3	8.3
营业税费	35.0	53.2	77.3	111.5	资产减值准备	11.7	-	-	-
销售费用	867.9	1,191.6	1,750.8	2,477.8	公允价值变动损失	-	-	-	-
管理费用	586.9	818.6	1,187.7	1,687.6	财务费用	-32.2	-176.6	-391.9	-565.3
财务费用	-42.4	-176.6	-391.9	-565.3	投资收益	-6.7	-5.2	-6.0	-6.0
资产减值损失	11.7	9.1	9.4	10.0	少数股东损益	-	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	营运资金的变动	93.5	121.5	429.5	239.1
投资和汇兑收益	6.7	5.2	6.0	6.0	经营活动产生现金流量	765.4	696.3	1,098.5	1,033.8
营业利润	636.6	732.4	1,105.7	1,477.9	投资活动产生现金流量	-625.4	-221.5	-515.4	-225.9
加:营业外净收支	4.4	109.2	102.9	72.2	融资活动产生现金流量	-148.1	1,449.3	362.9	557.7
利润总额	641.0	841.7	1,208.7	1,550.1	现金净流量	-15.3	1,922.5	944.0	1,362.0
减:所得税	67.5	93.3	150.1	192.4					
净利润	573.5	748.4	1,058.6	1,357.7					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	215.6	2,139.6	3,085.7	4,451.3	成长性				
交易性金融资产	-	-	-	-	营业收入增长率	41.3%	46.8%	47.4%	44.5%
应收帐款	261.4	697.8	536.2	1,177.8	营业利润增长率	477.7%	15.1%	51.0%	33.7%
应收票据	3.7	25.5	14.4	39.4	净利润增长率	122.7%	30.5%	41.5%	28.3%
预付帐款	7.8	33.2	29.3	63.0	EBITDA增长率	298.0%	34.7%	28.0%	27.5%
存货	87.7	146.6	225.1	360.0	EBIT增长率	426.7%	49.5%	28.4%	27.9%
其他流动资产	1,510.8	1,116.6	1,116.7	1,248.0	净资产增长率	43.8%	111.5%	28.8%	28.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	75.5%	72.3%	69.8%	67.2%
长期股权投资	-	-	-	-	营业利润率	25.7%	20.2%	20.7%	19.1%
投资性房地产	-	-	-	-	净利率	23.2%	20.6%	19.8%	17.6%
固定资产	143.7	137.1	130.4	123.8	EBITDA/营业收入	16.9%	15.5%	13.5%	11.9%
在建工程	-	500.0	1,000.0	1,155.0	EBIT/营业收入	15.0%	15.3%	13.3%	11.8%
无形资产	5.3	3.7	2.1	0.5	运营效率				
其他非流动资产	675.1	624.7	693.5	657.1	固定资产周转天数	18	14	9	6
资产总额	2,911.1	5,424.9	6,833.5	9,275.9	流动资产周转天数	238	310	308	288
短期债务	-	-	-	-	应收帐款周转天数	31	48	42	40
应付帐款	399.9	739.4	1,024.4	1,735.0	存货周转天数	10	12	13	14
应付票据	-	-	-	-	总资产周转天数	365	413	413	375
其他流动负债	644.2	905.1	964.7	1,333.5	投资资本周转天数	-20	13	21	14
长期借款	-	-	-	-	投资回报率				
其他非流动负债	126.5	99.5	104.9	110.3	ROE	33.0%	20.3%	22.3%	22.3%
负债总额	1,170.6	1,744.0	2,094.0	3,178.8	ROA	19.7%	13.8%	15.5%	14.6%
少数股东权益	-	-	-	-	ROIC	-217.9%	-1328.2%	206.5%	245.8%
股本	360.0	400.0	400.0	400.0	费用率				
留存收益	1,369.4	3,280.8	4,339.4	5,697.1	销售费用率	35.1%	32.8%	32.7%	32.1%
股东权益	1,740.5	3,680.8	4,739.4	6,097.1	管理费用率	23.7%	22.6%	22.2%	21.8%
负债和股东权益合计	2,911.1	5,424.9	6,833.5	9,275.9	财务费用率	-1.7%	-4.9%	-7.3%	-7.3%
					三费/营业收入	57.1%	50.5%	47.6%	46.6%

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。