



业绩快速增长，重点关注云计算板块

——深信服（300454）2018年中报点评

2018年8月27日

推荐/首次

深信服

财报点评

姓名	分析师：杨若木	执业证书编号：S1480510120014
	Email: yangrm@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554088
姓名	研究助理：韩宇	
	Email: hanyu@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554131

事件：

公司近日发布半年报，业绩增长显著，上半年实现营业收入 11.78 亿元，扣非归母净利润 9681.14 万元；营业收入同比增长 30.40%、扣非归母净利润同比增长 13.50%。

公司分季度财务指标：

指标	16Q4	17Q1	17Q2	17Q4	18Q1	18Q2
营业收入（百万元）	1750.05	376.71	903.63	2472.47	527.85	1178.35
增长率（%）	32.70	-	-	41.28	40.12	30.40
毛利率（%）	78.66	77.42	76.47	75.50	73.41	74.36
期间费用率（%）	70.82	83.08	70.22	57.13	78.51	73.98
营业利润率（%）	6.30	6.30	6.30	25.75	26.51	23.39
净利润（百万元）	257.56	(8.90)	110.59	573.52	49.19	124.86
增长率（%）	(21.96)	-	-	122.67	652.64	12.90
每股盈利（季度，元）	0.73	(0.02)	-	1.59	0.14	0.34
资产负债率（%）	42.46	39.53	-	40.21	34.31	25.74
净资产收益率（%）	21.27	(0.74)	-	32.95	2.92	4.27
总资产收益率（%）	12.13	(0.44)	5.26	22.87	1.80	3.64

注：新股，数据不全。

观点：

- 分业务板块看，云计算值得重点关注，超融合市场爆发式带来机遇。云计算板块实现营收 2.88 亿元，同比增长 84.45%，增速非常显著，是公司目前增长的主要驱动因素。超融合快速发展带来机遇，市场处于爆发式增长阶段，根据 IDC，2017 年我国超融合市场规模约为 3.79 亿美元（以 2017 年底汇率测算约为 24.6 亿元）、增长 115%。2018 年第一季度全球超融合市场同比增长 76.3%，达到 12 亿美元，我国市场同比增长 112%、达到 1.192 亿美元（以 2018 年 3 月汇率测算约为 7.5 亿元）。深信服公司竞争优势明显，具体包括：1) 虚拟化技术积累深厚，公司布局虚拟化时间较早，2011 年推出应用虚拟化产品、2013 年推出桌面云解决方案，2016 年入围 Gartner X86 服务器虚拟化魔力象限；2) 针对虚拟化架构 KVM 进行了大量优化，包括 CPU 调度、内存使用等；3) 公司从事信息安全产品业务，在超融合设备的设计层面融入安全元素，比如可以虚拟机底层实现原生虚拟机隔离，降低安全风险。2017 年，深信服在超

融合领域市占率为 13%, 国内市场排名为第三位。信息安全板块实现营收 7.27 亿元, 同比增长 24.23%, 符合目前我国信息安全市场每年 22%-25% 的增速预期。企业级无线营收为 1.35 亿元, 增长缓慢、仅为 5.51%, 考虑到目前我国 4G 网络建设的逐步深入以及降费提速的有序开展, 无线接入业务板块暂不具备高速成长的潜力。

- **在关键比率层面, 销售费用率仍然偏高, 值得关注。销售费用为 5.14 亿元, 占营业收入比例为 43.6%, 这一水平基本与去年同期 (42.8%) 持平, 高于行业平均水平; 信息安全行业年报中销售费用率一般在 25%-35% 之间, 考虑到收入确认主要发生在下半年, 中报的销售费用率会高十个点左右, 公司销售费用率仍处于行业中较高水平。销售费用变动主要由薪酬福利项目增加导致, 该科目由去年同期的 2.34 亿元上升至 3.30 亿元。公司毛利率同比略有下降, 为 74.4%, 较去年同期水平下降约两个点, 主要由毛利率相对较低的云计算业务占比提升导致, 我们判断伴随公司云业务逐渐成为拉动增长的核心驱动因素, 毛利率缓慢下降的趋势将持续。**
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2018 年到 2020 年的 EPS 分别为 1.64 元、1.92 元和 2.25 元, 给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 信息安全领域受到 IT 业界广泛关注, 市场竞争加剧。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1183.93	2086.98	3895.64	4630.35	5527.08	营业收入	1750.05	2472.47	3203.25	4172.27	5439.51
货币资金	230.62	215.63	1802.64	2234.51	2758.76	营业成本	373.48	605.87	779.64	1086.54	1495.28
应收账款	143.97	246.79	307.16	400.08	521.60	营业税金及附加	25.45	34.99	46.45	60.50	78.87
其他应收款	15.52	14.64	18.97	24.70	32.21	营业费用	765.90	867.94	1114.86	1439.60	1860.53
预付款项	10.31	7.79	7.79	7.79	7.79	管理费用	513.16	586.90	800.81	1022.21	1305.48
存货	51.38	87.65	108.94	151.82	208.93	财务费用	(39.60)	(42.38)	(52.15)	(72.74)	(86.28)
其他流动资产	297.08	592.59	592.59	592.59	592.59	资产减值损失	7.38	11.66	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	920.32	824.16	951.12	1082.14	1226.90	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.93	6.75	8.00	8.00	8.00
固定资产	99.93	143.75	176.31	204.37	230.18	营业利润	110.20	636.60	731.64	854.17	1003.63
无形资产	0.95	5.32	4.52	3.85	3.27	营业外收入	197.31	6.10	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	748.43	606.08	700.00	805.00	925.75	营业外支出	2.24	1.65	3.00	3.00	3.00
资产总计	2104.26	2911.14	4846.76	5712.49	6753.98	利润总额	305.27	641.05	738.64	861.17	1010.63
流动负债合计	804.98	1044.07	1212.96	1388.89	1620.87	所得税	47.71	67.53	81.25	94.73	111.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	257.56	573.52	657.39	766.44	899.46
应付账款	96.14	187.07	234.96	327.45	450.63	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	191.67	256.75	320.81	404.26	513.05	归属母公司净利润	257.56	573.52	657.39	766.44	899.46
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	105.77	645.53	697.73	804.04	942.11
非流动负债合计	88.56	126.54	143.00	143.00	143.00	EPS (元)	0.73	1.59	1.64	1.92	2.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	893.54	1170.61	1355.96	1531.89	1763.87	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	32.70%	41.28%	29.56%	30.25%	30.37%
实收资本(或股本)	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01	营业利润增长	-56.96%	477.67%	14.93%	16.75%	17.50%
资本公积	690.85	715.95	1845.73	1845.73	1845.73	归属于母公司净利	14.62%	16.59%	14.62%	16.59%	17.36%
未分配利润	125.89	584.16	1110.07	1723.22	2442.79	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1210.72	1740.54	3490.80	4180.59	4990.11	毛利率(%)	78.66%	75.50%	75.66%	73.96%	72.51%
负债和所有者	2104.26	2911.14	4846.76	5712.49	6753.98	净利率(%)	14.72%	23.20%	20.52%	18.37%	16.54%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.24%	19.70%	13.56%	13.42%	13.32%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	21.27%	32.95%	18.83%	18.33%	18.02%
经营活动现金	487.46	765.43	693.85	748.77	880.07	偿债能力					
净利润	257.56	573.52	657.39	766.44	899.46	资产负债率(%)	42.46%	40.21%	27.98%	26.82%	26.12%
折旧摊销	35.17	51.31	17.44	21.94	24.19	流动比率	1.47	2.00	3.21	3.33	3.41
财务费用	(39.60)	(42.38)	(52.15)	(72.74)	(86.28)	速动比率	1.41	1.91	3.12	3.22	3.28
应付账款的变	(15.58)	(102.82)	(60.37)	(92.92)	(121.52)	营运能力					
预收账款的变	26.33	65.08	64.07	83.45	108.79	总资产周转率	0.82	0.99	0.83	0.79	0.87
投资活动现金	(24.80)	(625.39)	(251.85)	(313.00)	(352.15)	应收账款周转率	12.85	12.65	11.57	11.80	11.80
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	20.65	17.46	15.18	14.84	13.98
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(摊薄, 元)					
投资收益	5.93	6.75	8.00	8.00	8.00	每股收益	0.73	1.59	1.64	1.92	2.25
筹资活动现金	(348.25)	(148.08)	1145.02	(3.90)	(3.66)	每股净现金流	0.32	(0.02)	3.97	1.08	1.31
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.36	4.83	8.73	10.45	12.47
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
普通股增加	300.00	0.00	40.01	0.00	0.00						
资本公积增加	482.83	25.10	1129.78	0.00	0.00						
现金净增加额	114.41	(8.04)	1587.02	431.86	524.26						

分析师简介

分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

韩宇：北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所，关注 TMT 领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。