

深信服 (300454)

Q3 业绩符合预期，云计算有望保持高速增长态势

事件

公司前三季度营收 20.63 亿元，同比增长 32.81%；归母净利润 3.13 亿元，同比增长 14.65%；扣非净利润 2.73 亿元，同比增速 18.46%。第三季度营收同比增长 36.16%，归母净利润同比增长 15.85%。

点评

净利增长符合预期，公司整体在投入期的中后阶段

公司净利同比增长约 15%，在此前预告区间中位数略偏上位置，符合市场预期。公司营收同比增长约 33%，参考行业景气度，拆分来看预计信息安全业务稳定增长，超融合在内的云业务保持高速增长态势。行业高景气度下，作为行业头部企业，预计公司未来两年收入有望保持高速增长态势。

毛利率同比微降，主要与收入结构变化有关，即相对低毛利的云计算业务占比快速提升。费用率同比继续提升，但从收入增长与费用增长差额来看提升幅度比上半年有所放缓。考虑投入与扩张节奏，软件规模效应下，我们判断公司费用率有望保持稳定。

云计算成色有望进一步提升，超融合行业地位预计向好

根据 IDC 超融合市场规模和市场份额的数据推算，公司 2017 年超融合收入约为 3.3 亿元，收入占比约 13%。考虑行业景气度和行业地位向好，预计 2018 年超融合收入占比有望进一步快速增加，深信服云计算成色进一步提升。

根据 IDC 数据，2017 年超融合市场份额前三分别为华为、华三和深信服。考虑华为自研服务器，其销售策略较为强势（软硬件绑定）。考虑客户基数，华三优势领域主要在政府等大客户。公司方案具备高性价比，良好服务和支撑，依托广覆盖渠道在中型企业领域具备优势。IDC 数据显示，公司市场份额从 2016 年约 7%（第四）提升至 2018 年上半年 12%（第三）。

维持增持评级，看好云计算业务高速持续增长

我们看好公司多年沉淀的渠道优势和全面部署超融合等新一代信息技术。考虑公司处于投入期，费用增长超出预期，下调公司 18-20 年 EPS 分别从 1.86/2.39/3.07 元到 1.71/2.26/2.96 元。考虑 EPS 下调和市场估值中枢下调，下调公司目标价从 117.5 元到 100 元，维持“增持”评级。

风险提示：传统信息安全业务增长低于预期；超融合业务增长低于预期

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	71.24 元
目标价格	100 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	40.01
A 股总市值(百万元)	28,496.71
流通 A 股市值(百万元)	2,850.31
每股净资产(元)	7.81
资产负债率(%)	29.56
一年内最高/最低(元)	134.88/36.08

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《深信服-首次覆盖报告:与巨头并肩驰骋，云计算再造一个“深信服”》
2018-06-05

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,750.05	2,472.47	3,327.00	4,512.00	5,600.61
增长率(%)	32.70	41.28	34.56	35.62	24.13
EBITDA(百万元)	105.22	641.15	742.91	985.63	1,296.35
净利润(百万元)	257.56	573.52	683.67	903.05	1,184.34
增长率(%)	(21.96)	122.67	19.21	32.09	31.15
EPS(元/股)	0.64	1.43	1.71	2.26	2.96
市盈率(P/E)	108.56	48.75	40.90	30.96	23.61
市净率(P/B)	23.09	16.06	7.83	6.25	4.94
市销率(P/S)	15.98	11.31	8.40	6.20	4.99
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.68	23.47	16.88

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	230.62	215.63	1,094.21	1,549.53	1,913.37
应收账款	159.49	261.43	317.18	434.40	457.41
预付账款	10.31	7.79	29.79	21.12	39.91
存货	51.38	87.65	127.33	175.72	211.24
其他	732.13	1,514.49	2,300.02	2,798.39	3,562.58
流动资产合计	1,183.93	2,086.98	3,868.54	4,979.17	6,184.52
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	99.93	143.75	174.88	179.23	155.37
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.95	5.32	6.44	7.49	8.02
其他	819.44	675.09	810.64	972.35	1,162.50
非流动资产合计	920.32	824.16	991.97	1,159.07	1,325.90
资产总计	2,104.26	2,911.14	4,860.50	6,138.24	7,510.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	96.14	187.07	238.99	368.04	408.67
其他	708.85	857.00	952.40	1,192.66	1,334.43
流动负债合计	804.98	1,044.07	1,191.40	1,560.70	1,743.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	88.56	126.54	99.47	104.86	110.29
非流动负债合计	88.56	126.54	99.47	104.86	110.29
负债合计	893.54	1,170.61	1,290.87	1,665.55	1,853.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	690.85	715.95	1,831.15	1,831.15	1,831.15
留存收益	143.94	654.81	1,338.47	2,241.52	3,425.86
其他	15.92	9.78	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,210.72	1,740.54	3,569.63	4,472.68	5,657.02
负债和股东权益总	2,104.26	2,911.14	4,860.50	6,138.24	7,510.42

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	257.56	573.52	683.67	903.05	1,184.34
折旧摊销	40.88	55.76	63.51	94.88	127.65
财务费用	(40.60)	(32.22)	(71.98)	(101.89)	(129.41)
投资损失	(5.93)	(6.75)	(5.22)	(5.97)	(5.98)
营运资金变动	(165.86)	93.46	(17.56)	89.88	(151.94)
其它	401.41	81.65	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	487.46	765.43	652.42	979.95	1,024.65
资本支出	80.48	57.13	122.84	94.89	98.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(105.28)	(682.52)	(1,100.40)	(721.41)	(889.12)
投资活动现金流	(24.80)	(625.39)	(977.57)	(626.52)	(790.23)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	925.48	75.00	1,217.40	101.89	129.41
其他	(1,273.73)	(223.09)	(13.66)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(348.25)	(148.08)	1,203.74	101.89	129.41
汇率变动影响	0.00	222.35	262.05	328.41	418.39
现金净增加额	114.41	214.31	1,140.64	783.73	782.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,750.05	2,472.47	3,327.00	4,512.00	5,600.61
营业成本	373.48	605.87	924.19	1,317.50	1,677.33
营业税金及附加	25.45	34.99	48.76	65.20	80.76
营业费用	765.90	867.94	1,123.89	1,488.96	1,803.40
管理费用	513.16	586.90	808.46	1,073.86	1,288.14
财务费用	(39.60)	(42.38)	(71.98)	(101.89)	(129.41)
资产减值损失	7.38	11.66	9.58	10.11	6.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.93	6.75	5.22	5.97	5.98
其他	(11.86)	(235.85)	(272.50)	(340.35)	(430.35)
营业利润	110.20	636.60	751.37	992.64	1,298.12
营业外收入	197.31	6.10	10.01	12.63	19.58
营业外支出	2.24	1.65	1.75	1.88	1.76
利润总额	305.27	641.05	759.63	1,003.39	1,315.93
所得税	47.71	67.53	75.96	100.34	131.59
净利润	257.56	573.52	683.67	903.05	1,184.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	257.56	573.52	683.67	903.05	1,184.34
每股收益(元)	0.64	1.43	1.71	2.26	2.96

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	32.70%	41.28%	34.56%	35.62%	24.13%
营业利润	-56.96%	477.67%	18.03%	32.11%	30.77%
归属于母公司净利润	-21.96%	122.67%	19.21%	32.09%	31.15%
获利能力					
毛利率	78.66%	75.50%	72.22%	70.80%	70.05%
净利率	14.72%	23.20%	20.55%	20.01%	21.15%
ROE	21.27%	32.95%	19.15%	20.19%	20.94%
ROIC	203.80%	-217.94%	-1643.36%	-733.62%	-295.90%
偿债能力					
资产负债率	42.46%	40.21%	26.56%	27.13%	24.68%
净负债率	56.74%	38.09%	26.75%	4.40%	2.05%
流动比率	1.47	2.00	3.25	3.19	3.55
速动比率	1.41	1.91	3.14	3.08	3.43
营运能力					
应收账款周转率	7.76	11.75	11.50	12.01	12.56
存货周转率	41.11	35.57	30.95	29.78	28.95
总资产周转率	0.82	0.99	0.86	0.82	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.64	1.43	1.71	2.26	2.96
每股经营现金流	1.22	1.91	1.63	2.45	2.56
每股净资产	3.03	4.35	8.92	11.18	14.14
估值比率					
市盈率	108.56	48.75	40.90	30.96	23.61
市净率	23.09	16.06	7.83	6.25	4.94
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.68	23.47	16.88
EV/EBIT	0.00	0.00	35.74	25.97	18.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com