

# 深信服 (300454)

证券研究报告

2018年11月21日

## 财务视角，再看深信服

### ——公司系列专题研究之一——

本篇是深信服专题深度研究系列之一，我们力图从客观财务数据出发，洞悉公司。这一视角，也是目前市场关注较少的。

#### 1、议价力是公司竞争力的体现，数据反映公司对上下游行业地位

强议价力凸显产业链地位，可反映公司自身强竞争力。我们选取两大指标，反映公司对上游供应商和下游客户的议价力：1) 上游：应付款项与预付账款的比值、2) 下游：应收款项(包括应收票据和应收账款)与营业收入比值。过去三年，两项财务数据上，公司均在同行可比公司中排名靠前。公司销售以经销商为主，亦对下游直接客户(代理)实施预收款政策。

#### 2、公司竞争力核心在管理团队，议价力同时带来强现金流能力

表面看，公司强议价力下的竞争力是以渠道为基础，强大的产品创新能力。但我们认为，本质上是华为背景管理团队强执行力。根据统计，公司产品往往在推出后三~五年内，占据行业前二位置。这一执行力也与管理扁平化同时激励充分不无关系，根据 Wind 公司股权激励累计覆盖近 20% 员工。

高竞争力带来的议价力，同时也带来极强的现金流能力。这一能力在两项财务数据中得到充分反映，一个是现金转换周期(存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数)，一个是经营性现金流净额的净利润占比。其中前者此数值过去三年为负，这意味着公司高增长同时几乎不需要营运资本投入，后者此数值过去三年稳定在 100% 以上。

#### 3、高标准化程度产品奠定成长基石，数据体现公司强规模效应

产品标准化程度越高，扩张的边际成本越低，规模效应下常可实现“赢者通吃”。产品标准化程度可以从两个财务数据进行反映，一个是毛利率水平，一个是人均收入的增速。其中，公司毛利率在可比公司中排名靠前，人均收入增速过去三年均为正且其中两年增速超过 10%。这与优秀管理团队的战略定位有关，即注重产品通用型，突出产品软件价值。

#### 赛道优越叠加强执行力，公司值得高度重视，维持增持评级

公司身处信息安全和云计算两大优越赛道，同时从财务角度看质地放眼全市场亦稀缺。基于此，我们维持公司 2018~2020 年 EPS 1.70/2.24/2.94 元，重申目标价 100 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**公司业绩低于预期；超融合业务收入增速低于预期

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	1.42	1.70	2.24	2.94
市盈率(P/E)	140.81	63.23	53.05	40.16	30.62
市净率(P/B)	29.95	20.84	10.15	8.10	6.41
市销率(P/S)	20.72	14.67	10.90	8.04	6.48
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.86	31.89	23.29

资料来源：wind，天风证券研究所

#### 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	85.67 元
目标价格	100 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	403.13
流通 A 股股本(百万股)	40.01
A 股总市值(百万元)	34,536.40
流通 A 股市值(百万元)	3,427.66
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

<b>沈海兵</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030001 shenhaibing@tfzq.com	
<b>缪欣君</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com	
<b>容志能</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517100003 rongzheneng@tfzq.com	

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

- 《深信服-季报点评:Q3 业绩符合预期，云计算有望保持高速增长态势》  
2018-10-29
- 《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



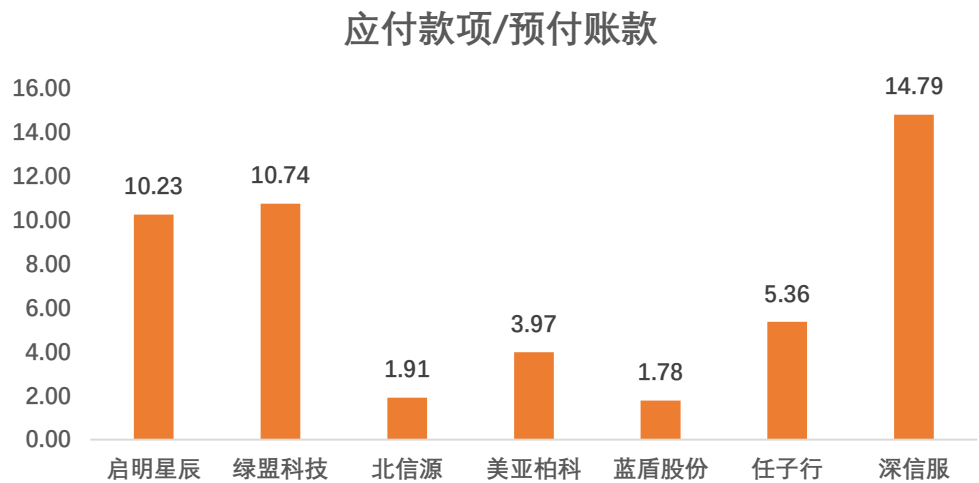
## 内容目录

1. 关键财务指标显示，公司上下游议价力强，管理团队和渠道是核心竞争力..... 3
2. 高议价力带来强劲现金流能力，公司经营性现金流净额的利润占比稳定在 100%以上 . 4
3. 高标准化程度产品奠定成长基石，强者恒强 ..... 6

## 1. 关键财务指标显示，公司上下游议价力强，管理团队和渠道是核心竞争力

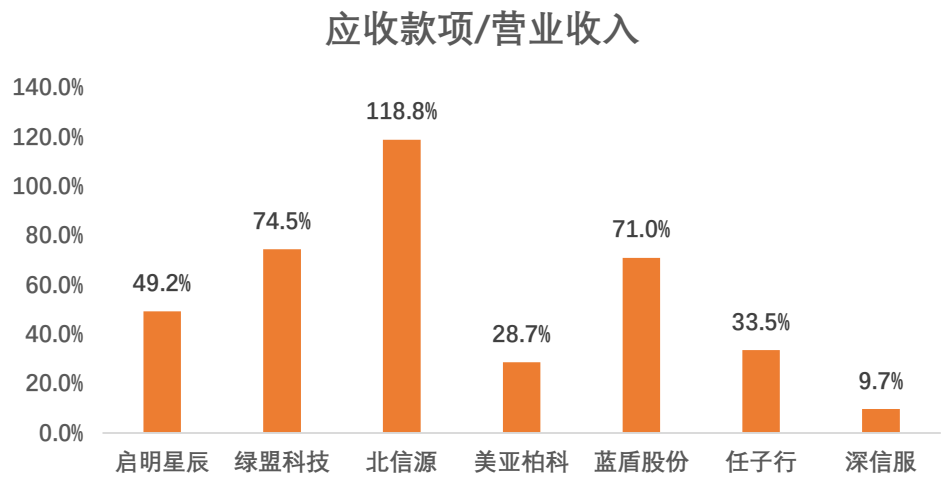
上下游关键财务指标显示，公司上下游议价力强。应付款项(包括应付票据和应付账款)与预付账款的比值，可以反映公司对上游的原材料和设备供应商的议价力。比值越高，从一个角度反映议价力越高。应收款项(包括应收票据和应收账款)与营业收入的比值，可以反映公司对下游客户议价力。比值越低，从一个角度反映议价力越高。公司上述两个指标体现出对上下游较强的议价力。

图 1: 公司对上游议价力强，应付与预付之比高



资料来源: Wind、天风证券研究所 注释: 我们采取这一数值 15-17 年的平均值

图 2: 公司对下游议价力强，应收占营收之比低



资料来源: Wind、天风证券研究所 注释: 我们采取这一数值 15-17 年的平均值

以渠道为基，公司管理团队是核心竞争力。数字反映的强议价力背后，是公司独特的护城河，即强渠道能力基础上，专注创新的管理团队：

1) **渠道为基**：众所周知，中国地域广阔，注重商务关系。公司较早意识到这一点，注重

打造渠道代理商能力，根据公告，代理商销售 2017 年超过 97%。强产品力下，我们认为渠道与公司绑定度深。根据公告，对于代理商管理，公司采取预收账款机制，2017 年预收账款约 2.6 亿元，同比提升 34%。

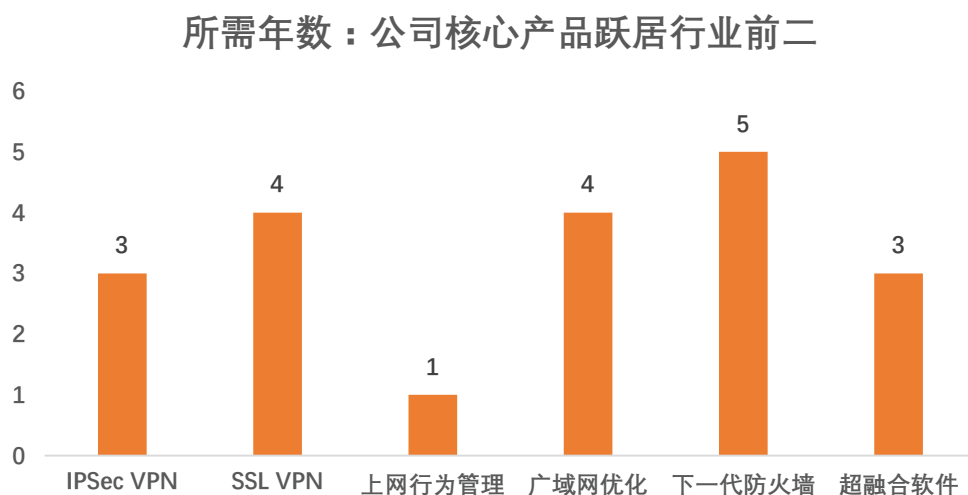
- 2) **团队充分激励**：在强大渠道基础上，华为背景管理团队全力专注产品创新，依托渠道实现新产品快速导入。目前公司管理团队稳定，均有数额较大的持股比例，同时对公司核心技术员工激励充分，最大化实现了互联网与科技公司“以人为本”的精神。根据公告，公司激励人数接近 700 人，接近公司 2017 年年底总员工数的 20%。

图 3：公司股权激励覆盖接近 20%员工，同时核心高管覆盖度高

序号	股东姓名	持股数(万股)	持股比例	在公司任职情况
1	何朝曦	8,424.00	23.40%	董事长、总经理
2	熊武	7,300.80	20.28%	董事、副总经理
3	冯毅	3,369.60	9.36%	董事、副总经理
4	张开翼	1,202.40	3.34%	国际市场管理部(不含美国)主管
5	郭栋梓	1,058.40	2.94%	子公司信锐网科总经理
6	夏伟伟	993.60	2.76%	子公司口袋网络公司总经理
7	邓文俊	993.60	2.76%	业务发展部主管
8	王力强	712.80	1.98%	子公司美国深信服主管

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：公司执行力强，核心产品在三~五年时间位居行业前二



资料来源：Frost & Sulliva、比特网、IDC、天风证券研究所 注释：所需年数定义为发布后的第二年正式推广年记为第一年

## 2. 高议价力带来强劲现金流能力，公司经营性现金流净额的利润占比稳定在 100%以上

现金流能力强大，公司几乎不需要营运资本投入。深度绑定渠道下，产品创新基因推动公司对上下游的高议价力。高议价力，一方面带来高毛利，高市占率，另一方面更意味着强现金流能力，尤其是经济不确定环境下尤为重要。我们用两个指标反映这一点：

- 1) **现金转换周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数**：现金转换周期越

低显示公司经营效益越强。公司这一数值为负数，这意味着在运营层面，公司未来增长不需要股东资本投入（固定资本方面，软件厂商的投入通常也较低）。

2) **经营性活动现金流净额占比净利润**：这一比值越稳定越高，我们认为业务即能带来持续的现金流流入，盈利质量高。

根据 Wind、从上述两大指标来看，公司同样在可比公司中排名第一，体现出极强的现金流能力。

图 5：公司现金转换周期为负数，意味着高增长同时几乎不需要股东运营资本投入（单位：天）

	2015A	2016A	2017A
<b>深信服</b>	(12)	(13)	(14)
<b>启明星辰</b>	72	74	73
<b>绿盟科技</b>	68	93	115
<b>北信源</b>	296	372	503
<b>美亚柏科</b>	294	279	232
<b>蓝盾股份</b>	114	135	196
<b>任子行</b>	106	76	66

资料来源：Wind、天风证券研究所 注释：单位为天

图 6：公司经营性现金流净额占利润一直保持在 100%以上的水平

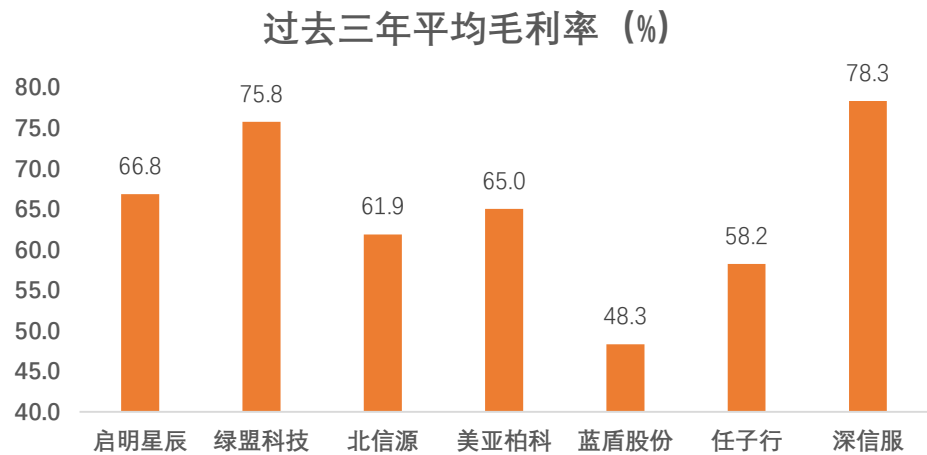
	2015A	2016A	2017A
<b>深信服</b>	122%	189%	133%
<b>启明星辰</b>	171%	36%	98%
<b>绿盟科技</b>	70%	43%	50%
<b>北信源</b>	-4%	-25%	-96%
<b>美亚柏科</b>	136%	189%	74%
<b>蓝盾股份</b>	93%	106%	6%
<b>任子行</b>	115%	84%	135%

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 高标准化程度产品奠定成长基石，强者恒强

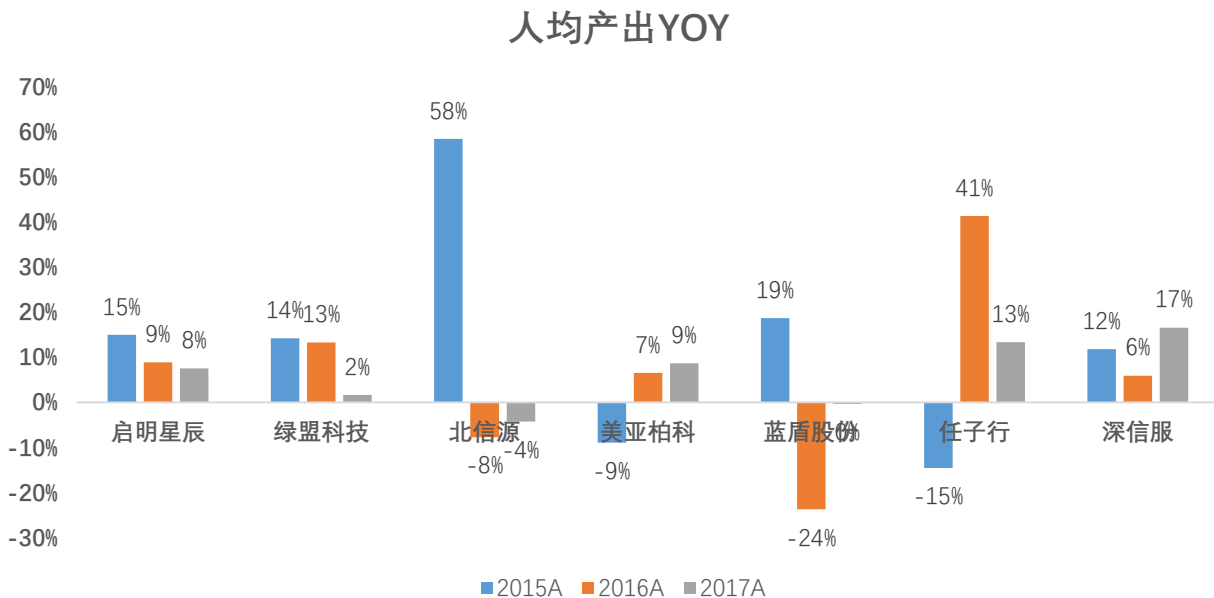
两大指标体现公司产品高标准化程度，“0” 边际成本的扩张。公司产品标准化程度高，价值集中体现在软件商，这与公司重视渠道代理商的背景有关。公司的标准化程度也可以从毛利率看出来，根据 Wind 在可比公司过去三年 15~17 年毛利率的平均值中公司排名第一。同时，产品标准化程度高，也带来极强的规模效应，规模效应下未来公司实现高速而持续的增长值得期待。过去三年，公司人均产出一直保持正增长，平均增速超过 10%。

图 7：公司高毛利率体现出产品高标准化程度，产品软件价值属性大



资料来源：Wind、天风证券研究所；注释：我们采取这一数值 15~17 年的平均值

图 8：人均产出较快增长，规模效应凸显



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	1,097.33	1,552.65	1,916.49
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
<b>流动资产合计</b>	<b>1,183.93</b>	<b>2,086.98</b>	<b>3,871.66</b>	<b>4,982.29</b>	<b>6,187.64</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>920.32</b>	<b>824.16</b>	<b>991.97</b>	<b>1,159.07</b>	<b>1,325.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,104.26</b>	<b>2,911.14</b>	<b>4,863.62</b>	<b>6,141.36</b>	<b>7,513.54</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>804.98</b>	<b>1,044.07</b>	<b>1,191.40</b>	<b>1,560.70</b>	<b>1,743.11</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>88.56</b>	<b>126.54</b>	<b>99.47</b>	<b>104.86</b>	<b>110.29</b>
<b>负债合计</b>	<b>893.54</b>	<b>1,170.61</b>	<b>1,290.87</b>	<b>1,665.55</b>	<b>1,853.39</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	403.13	403.13	403.13
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
<b>股东权益合计</b>	<b>1,210.72</b>	<b>1,740.54</b>	<b>3,572.75</b>	<b>4,475.80</b>	<b>5,660.14</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,104.26</b>	<b>2,911.14</b>	<b>4,863.62</b>	<b>6,141.36</b>	<b>7,513.54</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>487.46</b>	<b>765.43</b>	<b>652.42</b>	<b>979.95</b>	<b>1,024.65</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(24.80)</b>	<b>(625.39)</b>	<b>(977.57)</b>	<b>(626.52)</b>	<b>(790.23)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	925.48	75.00	1,220.52	101.89	129.41
其他	(1,273.73)	(223.09)	(13.66)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(348.25)</b>	<b>(148.08)</b>	<b>1,206.86</b>	<b>101.89</b>	<b>129.41</b>
汇率变动影响	0.00	222.35	262.05	328.41	418.39
<b>现金净增加额</b>	<b>114.41</b>	<b>214.31</b>	<b>1,143.76</b>	<b>783.73</b>	<b>782.23</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>1,750.05</b>	<b>2,472.47</b>	<b>3,327.00</b>	<b>4,512.00</b>	<b>5,600.61</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>110.20</b>	<b>636.60</b>	<b>751.37</b>	<b>992.64</b>	<b>1,298.12</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>305.27</b>	<b>641.05</b>	<b>759.63</b>	<b>1,003.39</b>	<b>1,315.93</b>
所得税	47.71	67.53	75.96	100.34	131.59
<b>净利润</b>	<b>257.56</b>	<b>573.52</b>	<b>683.67</b>	<b>903.05</b>	<b>1,184.34</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>257.56</b>	<b>573.52</b>	<b>683.67</b>	<b>903.05</b>	<b>1,184.34</b>
每股收益(元)	0.64	1.42	1.70	2.24	2.94

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%	19.14%	20.18%	20.92%
ROIC	203.80%	-217.94%	-1643.36%	-733.62%	-295.90%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	42.46%	40.21%	26.54%	27.12%	24.67%
净负债率	56.74%	38.09%	26.73%	4.32%	1.99%
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.64	1.42	1.70	2.24	2.94
每股经营现金流	1.21	1.90	1.62	2.43	2.54
每股净资产	3.00	4.32	8.86	11.10	14.04
<b>估值比率</b>					
市盈率	140.81	63.23	53.05	40.16	30.62
市净率	29.95	20.84	10.15	8.10	6.41
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.86	31.89	23.29
EV/EBIT	0.00	0.00	47.96	35.29	25.83

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