

深信服 (300454)

公司业绩增速同比明显放缓，低于我们的预期

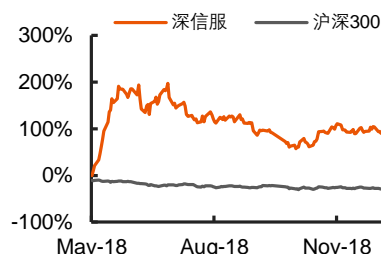
中性 (下调)

现价: 83.31 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)	403
流通 A 股(百万股)	40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	335.85
流通 A 股市值(亿元)	33.33
每股净资产(元)	7.75
资产负债率(%)	29.60

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:

公司发布业绩预告称，2018 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 57,500.00 万元-63,000.00 万元，同比增长 0%-10%。2017 年同期实现盈利 57,351.93 万元。

平安观点:

- **业绩增速同比明显放缓，低于我们的预期。**按照公司业绩预告显示，公司营业收入继续保持增长，归母净利润 57,500.00 万元-63,000.00 万元，同比增长 0%-10%。归母净利润增速按照上限计算，较 2017 年下降 112.7 个百分点。2018 年前三季度，公司归母净利润增速为 14.65%，公司年度归母净利润预计增速上限也较此增速有所下降。
- **公司网络安全业务竞争力较强，云业务板块发展迅速。**公司作为国内网络安全龙头企业，在下一代防火墙、上网行为管理、VPN 等信息安全传统领域都有着强大的竞争力，再加上态势感知等新领域的持续投入，公司正在从国内网络安全产业的快速发展中受益。同时，深信服作为国内重要的超融合厂商，市场份额仅次于华为和华三，2018 年上半年基于该架构的云计算业务实现了 85% 的高速增长。
- **公司销售和研发投入明显加大，相关费用上升较快。**公司上市以来，明显加大了对云计算、网络安全方面的研发和市场投入。2018 年前三季度，公司研发费用支出达到 5.34 亿元，同比大幅增长 49.79%，研发投入占营业收入比重达到 25.87%，该比重较 2017 年前三季度上升了 2.93 个百分点；公司销售费用达到 8.15 亿元，同比增长 33.64%。
- **投资建议：**根据公司 2018 年年度业绩预告，我们下调了公司 2018-2020 年盈利预测，EPS 分别调整为 1.49 元(下调 16%)、1.88 元(下调 20%)、2.34 元(下调 25%)，对应公司 1 月 24 日收盘价的 PE 分别为 55.8、44.2、35.7 倍。鉴于公司业绩明显低于我们的预期，我们下调公司评级由“推荐”至“中性”。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1750	2472	3276	4248	5434
YoY(%)	32.7	41.3	32.5	29.7	27.9
净利润(百万元)	257.6	574	602	759	941
YoY(%)	-22.0	122.7	5.0	26.0	24.0
毛利率(%)	78.7	75.5	73.8	72.5	71.5
净利率(%)	14.7	23.2	18.4	17.9	17.3
ROE(%)	21.3	33.0	17.0	17.6	17.9
EPS(摊薄/元)	0.64	1.42	1.49	1.88	2.34
P/E(倍)	130.4	58.6	55.8	44.2	35.7
P/B(倍)	27.7	19.3	9.5	7.8	6.4

- **风险提示：**(1) 行业竞争加剧，企业毛利率下降的风险：公司所处的网络安全、云计算板块，都是国家政策重点扶持和引导的领域，市场需求增长确定性也较高，很多大型 IT 企业也在考虑进入，未来公司整体毛利率可能继续呈现走低态势。(2) 研发投入不能带来收入和盈利增长的风险。公司处于技术密集型行业，技术创新能力是企业的核心竞争力。公司近年来持续加大研发投入，前三季度研发投入增长 49.8%，但是如果研发方向失误或者进度不及预期，都会给公司收入和盈利增长带来不利影响。(3) 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，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。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2087	4342	5005	6469
现金	216	2387	2891	4216
应收账款	247	271	400	458
其他应收款	0	21	6	28
预付账款	8	16	15	25
存货	88	109	159	196
其他流动资产	1529	1539	1534	1545
非流动资产	824	824	822	823
长期投资	0	0	0	0
固定资产	144	150	154	156
无形资产	5	6	6	6
其他非流动资产	675	668	661	661
资产总计	2911	5166	5827	7292
流动负债	1044	1491	1393	1916
短期借款	0	0	0	0
应付账款	0	136	49	196
其他流动负债	1044	1355	1343	1720
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	1617	1519	2042
少数股东权益	0	0	0	0
股本	360	403	403	403
资本公积	716	1879	1879	1879
留存收益	653	1256	2015	2956
归属母公司股东权益	1741	3549	4308	5250
负债和股东权益	2911	5166	5827	7292

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	920	416	1205
净利润	574	602	759	941
折旧摊销	56	49	62	70
财务费用	-42	-87	-141	-186
投资损失	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	139	362	-257	385
其他经营现金流	46	0	0	0
投资活动现金流	-625	-42	-53	-64
资本支出	38	-0	-2	1
长期投资	-624	0	0	0
其他投资现金流	-1211	-42	-55	-64
筹资活动现金流	-148	1293	141	186
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	43	0	0
资本公积增加	25	1163	0	0
其他筹资现金流	-173	87	141	186
现金净增加额	-15	2171	504	1326

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2472	3276	4248	5434
营业成本	606	857	1168	1547
营业税金及附加	35	46	60	77
营业费用	868	1147	1444	1793
管理费用	587	884	1147	1467
财务费用	-42	-87	-141	-186
资产减值损失	12	15	20	26
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	420	556	716
营业外收入	6	255	294	338
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	641	673	848	1052
所得税	68	71	89	111
净利润	574	602	759	941
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	574	602	759	941
EBITDA	690	683	831	1016
EPS (元)	1.42	1.49	1.88	2.34

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	41.3	32.5	29.7	27.9
营业利润(%)	477.7	-34.1	32.6	28.7
归属于母公司净利润(%)	122.7	5.0	26.0	24.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	75.5	73.8	72.5	71.5
净利率(%)	23.2	18.4	17.9	17.3
ROE(%)	33.0	17.0	17.6	17.9
ROIC(%)	31.3	15.7	15.7	15.9
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	40.2	31.3	26.1	28.0
净负债比率(%)	-12.4	-67.2	-67.1	-80.3
流动比率	2.0	2.9	3.6	3.4
速动比率	1.9	2.8	3.5	3.3
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	12.6	12.6	12.6	12.6
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.49	1.88	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	2.28	1.03	2.99
每股净资产(最新摊薄)	4.32	8.80	10.69	13.02
估值比率	-	-	-	-
P/E	58.56	55.76	44.25	35.67
P/B	19.30	9.46	7.80	6.40
EV/EBITDA	48.4	45.8	37.0	29.0

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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

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
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