

研发投入加大助力多产品布局 短期利润受限不改长期向上趋势

核心观点:

1. 事件

公司公告 2018 年年度报告, 公司全年实现营收 32.24 亿元, 同比增加 30.41%; 报告期内归母净利润为 6.03 亿元, 同比增加 5.19%; 扣非归母净利润为 5.52 亿元, 同比增加 5.44%。

2. 我们的分析与判断

1) 业绩增长稳健, 云计算营收占比提升

全年营收增长稳健, 利润增长符合预期。研发费用大幅增长, 2018 年全年研发费用为 7.79 亿元, 同比增长近 60%, 占营收比高达 24.16%; 截至期末, 研发人员为 1664 人, 预计 2019 年有望继续增长。研发强度的有效提升有利于夯实公司核心竞争力, 但对利润造成一定的影响。截至期末, 公司毛利率为 73.32%, 同比减少 2.18 个百分点, 主要系云计算毛利率低于信息安全毛利率, 云计算营收占比提升。营收结构得到改善, 云计算业务营收占比提升至 27%, 实现收入 8.67 亿元, 同比增长 59%。IDC 2018H1 数据显示, 公司超融合产品在中国市场份额保持第二地位, 未来发展看好。

2) 产品竞争力持续上升, 新产品助力可持续增长

等保 2.0 对公司安全业务有全面推动作用, SSL VPN 国内市场蝉联第一, 防火墙第二, VDI 国内市场份额跃升至第二。未来安全收入增速有望超过行业平均增速。公司期内推出了下一代终端安全与响应产品 EDR、人机共智的安全即服务解决方案、软件定义广域网解决方案 SD-WAN、软件定义企业级分布式存储 EDS 等。SD-WAN、态势感知等收入目前已达到一定规模; 软件定义存储 EDS 目前基数较小, 增速较快, 19 年有望突破, 持续看好。

3) 海外收入高增长, 预收账款增长源于下游议价力强

公司海外收入突破 1 亿元, 占营收比例有所提升, 同比增长 76.81%, 主要来源于东南亚地区收入增长。海外市场处于开拓时期, 销售及渠道投入费用较大, 但海外市场对产品价格敏感度较弱, 公司高研发投入下产品竞争力有望持续提升, 看好公司海外市场长期表现。除此之外, 截至期末, 公司预收账款为 3.2 亿元, 同比增加 23.7%, 环比增加 63%, 体现公司下游议价力强势。我们认为, 公司 19 年会保持高增长, 季度利润增速分布前低后高, 长期看好。

3. 投资建议

我们预计, 公司 2019-2021 年 EPS 为 1.74/2.21/3.10 元, 对应动态市盈率分别为 55/43/31 倍, 考虑行业景气度高且公司产品竞争力强劲, 维持给予“推荐”评级。

深信服 (300454.SZ)

推荐 维持评级

分析师

钱劲宇

☎: 021-20252621

✉: qianjinyu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517110002

特此鸣谢

李璐昕

☎: 021-20252650

✉: liluxin_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2019.4.15

A 股收盘价(元)	96.00
A 股一年内最高价(元)	134.88
A 股一年内最低价(元)	67.02
上证指数	3177.79
市净率	11.58
总股本(亿股)	4.03
实际流通 A 股(亿股)	0.40
限售的流通 A 股(亿股)	3.63
流通 A 股市值(亿元)	398.21

4. 风险提示

行业竞争加剧；新产品推广不及预期；云计算发展不及预期。

主要财务指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3224.45	4295.62	5857.94	7328.87
增长率%	30.41	33.22	36.37	25.11
归母净利润(百万元)	603.28	702.54	893.77	1253.69
增长率%	5.19	16.45	27.22	40.27
每股收益 EPS(元)	1.50	1.74	2.21	3.10
净资产收益率 ROE	17.55%	19.44%	19.17%	21.00%
PE	64	55	43	31

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

钱劲宇，计算机行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn