

证券研究报告—动态报告

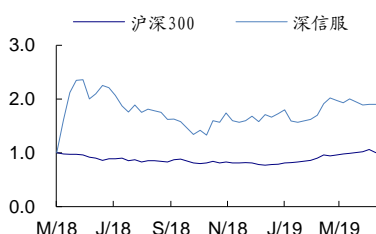
信息技术

软件开发

深信服(300454)
买入
2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	403/40
总市值/流通(百万元)	40,120/3,982
上证综指/深圳成指	3,086/9,781
12 个月最高/最低(元)	134.88/36.08

相关研究报告:

 《深信服-300454-信息安全为基, 超融合为翼》
 ——2018-12-07

证券分析师: 熊莉

 E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

加大研发与市场投入, 长期发展趋势向好

● 2019 年一季报营收稳定增长, 利润主要受费用增长影响

2019 年一季度实现营收 6.42 亿元 (+21.56%), 归母净利润-3507.40 万元 (-171.30%), 扣非归母净利润 5791.04 万台 (-273.84%)。公司业绩符合预期, 略超业绩预告区间上线。营业收入稳定增长, 但研发费用和销售费用大幅增长, 导致归属于上市公司股东的净利润同比明显下滑。

● 注重产品研发和市场开拓, 研发费用和销售费用持续高增长

2019 年一季度销售费用率 53.06% (+6.03pp), 管理费用率 42.68% (+9.02pp), 财务费用率-4.16% (-1.98pp)。三项费用率合计 91.58%, 同比上升 13.07pp。公司管理费用率同比上升, 主要原因是研发费用较上年同期增加 37.91%, 远超收入增速。研发费用 2019Q1 达 2.40 亿元, 同比上涨 57.20%, 主要原因是公司为全面提升产品和解决方案的竞争力、培育新的业务增长点, 大幅增加了研发人员, 2018 年末研发人员达 1664 人, 较 2017 年末增长 39.60%, 且薪酬福利亦有增加。销售费用增长的主要原因是公司为进入更广阔的行业市场、拓展更大的市场空间, 增加了较多与销售和市场推广相关的人员和其他投入。

● 毛利率略有下降, 系业务结构变化所致

2019 年 Q1 销售毛利率 69.96%, 同比略降 3.45pp, 主要原因是公司订单结构季节性波动, 毛利率较低的云计算业务占比上升。

● 三大业务线快速发展, 内生增长动力强劲

深信服是国内规模最大的信息安全厂商, 信息安全、云计算、企业级无线 3 条业务线快速发展, 其中云计算业务 2018 年收入增速达约 60%, 内生增速强劲。

● 风险提示: 超融合行业竞争过于激烈, 长时间或不能盈利; 公司渠道管控力度减弱带来的经营风险; 研发成果转化不及预期的风险。
● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。

公司 2018 年 IPO 后加大销售和研发投入, 故下调盈利预测, 预计 2019-2021 年归母净利润 7.56/9.42/11.56 亿元, 同比增速 25/25/23%; 摊薄 EPS=1.88/2.34/2.87 元, 当前股价对应 PE=67/53/43x。公司信息安全产品线壁垒深厚, 超融合产品线有望快速崛起, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

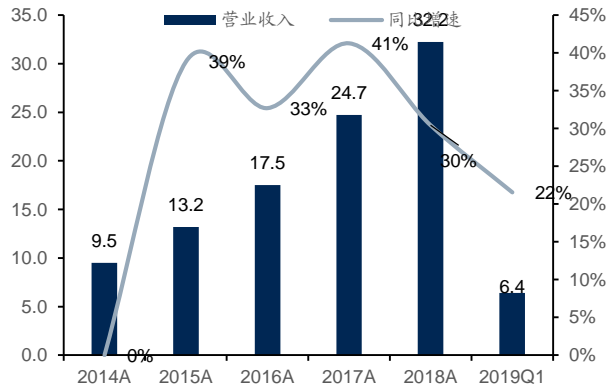
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2472	3,224	4,213	5,488	7,098
+/-%)	41.3%	30.4%	30.7%	30.3%	29.3%
净利润(百万元)	574	603	756	942	1156
(+/-%)	122.7%	5.2%	25.4%	24.6%	22.7%
摊薄每股收益(元)	1.59	1.50	1.88	2.34	2.87
EBIT Margin	15.2%	31.6%	10.4%	10.7%	10.7%
净资产收益率(ROE)	33.0%	17.6%	18.7%	19.7%	20.2%
市盈率(PE)	62.5	62.5	66.5	53.0	42.6
EV/EBITDA	87.3	38.2	93.0	70.5	55.6
市净率(PB)	20.6	11.7	9.9	8.4	7.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

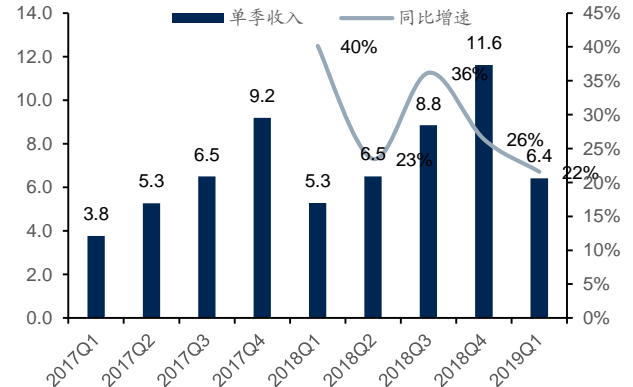
一季度收入稳定增长，研发费用、销售费用大幅增长影响业绩。2019 年一季度实现营收 6.42 亿元 (+21.56%)，归母净利润-3507.40 万元 (-171.30%)，扣非归母净利润 5791.04 万元 (-273.84%)。公司业绩符合预期，略超业绩预告区间上线。营业收入稳定增长，但研发费用和销售费用大幅增长，导致归属于上市公司股东的净利润同比明显下滑。

图 1：深信服营业收入及增速（单位：亿元、%）



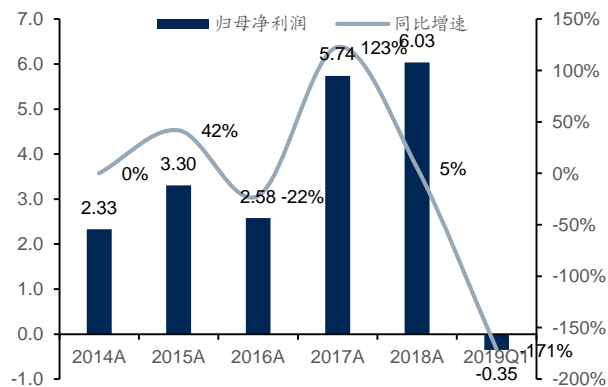
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：深信服单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



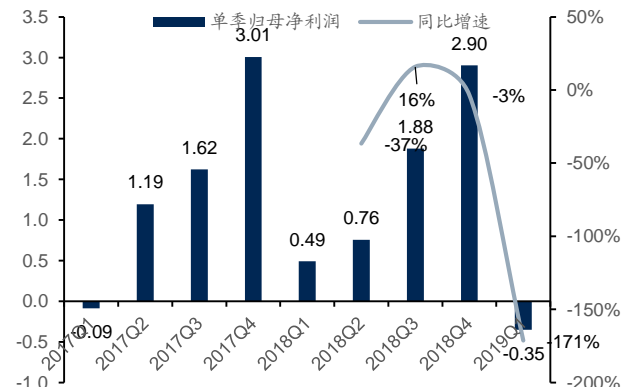
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：深信服归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

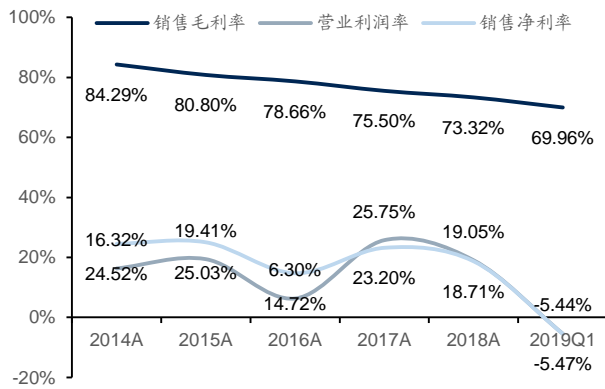
图 4：深信服单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

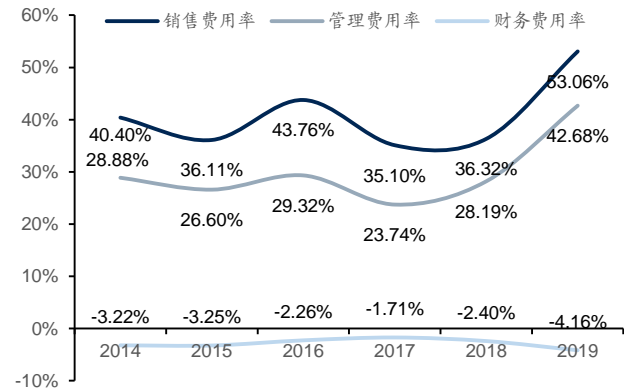
毛利率略有下降，销售费用和研发投入持续高增长。2019 年 Q1 销售毛利率 69.96%，同比略降 3.45pp，主要原因是毛利率较低的云计算业务占比上升。销售费用率 53.06% (+6.03pp)，管理费用率 42.68% (+9.02pp)，财务费用率 -4.16% (-1.98pp)。三项费用率合计 91.58%，同比上升 13.07pp。公司管理费用率同比上升，主要原因是研发费用较上年同期增加 37.91%，远超收入增速。研发费用 2019Q1 达 2.40 亿元，同比上涨 57.20%，主要原因是公司为全面提升产品和解决方案的竞争力、培育新的业务增长点，大幅增加了研发人员，2018 年末研发人员达 1664 人，较 2017 年末增长 39.60%，且薪酬福利亦有增加。销售费用 2019Q1 达 3.40 亿元，同比增长 37.14%，主要原因是公司为进入更广阔的行业市场、拓展更大的市场空间，增加了较多与销售和市场推广相关的人员和其他投入。

图 5：深信服毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

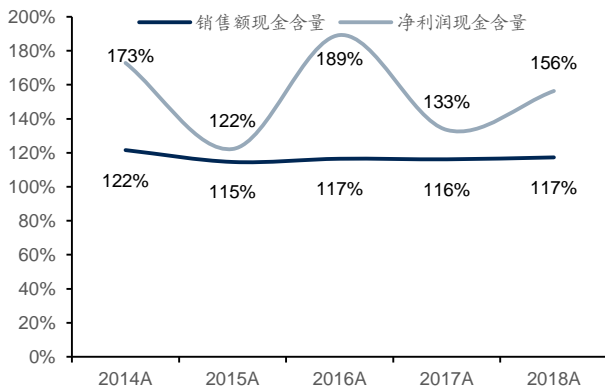
图 6：深信服三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

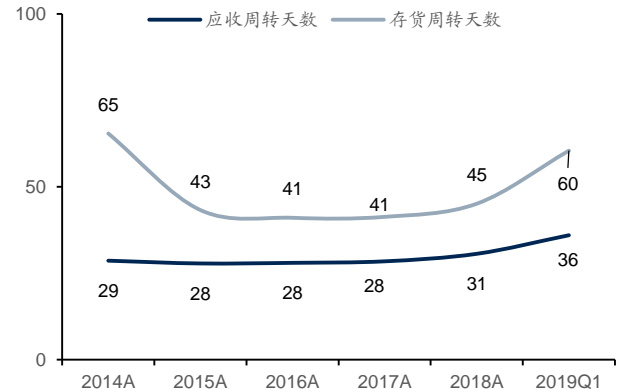
经营性现金流下降，应收及存货周转率略有下降。2019 年 Q1 销售收到的现金 7.97 亿元 (+32.47%)，相对销售额的销售现金含量 82.59%；经营性现金流量净额-3.93 亿元 (-85.11%)。公司销售受到的现金增速略超收入增速，回款情况良好。经营性现金流方面，由于客户结算习惯原因，公司大部分业务于下半年结算，上半年经营性现金流为负属于常态。本季度公司经营性现金流大幅下滑的主要原因是员工薪酬福利支付增加、收到税费返还减少以及支付各项税费金额增长。2019 年 Q1 应收账款周转 36 天，同比延长 2 天；存货周转 60 天，同比压缩 1 天。

图 7：深信服经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：深信服主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司 2018 年 IPO 后加大销售和研发投入，故下调盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润 7.56/9.42/11.56 亿元，同比增速 25/25/23%；摊薄 EPS=1.88/2.34/2.87 元，当前股价对应 PE=67/53/43x。公司信息安全产品线壁垒深厚，超融合产品线有望快速崛起，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190426	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
300454	深信服	99.52	401.20	1.5	1.9	2.3	2.9	66.3	52.9	42.5	34.7	23.3	2.62	买入
002439	启明星辰	27.91	250.27	0.6	0.8	1.0	1.2	44.3	35.6	28.6	23.1	16.9	1.89	无
300352	北信源	5.82	84.38	0.1	0.1	0.2	0.3	89.7	40.6	27.3	17.6	4.2	0.74	无
300369	绿盟科技	14.23	113.92	0.2	0.3	0.4	0.7	67.8	46.7	36.8	21.8	5.6	1.50	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 启明星辰、北信源、绿盟科技为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	737	2179	2922	4026	营业收入	3224	4213	5488	7098
应收款项	325	425	554	716	营业成本	860	1113	1490	1970
存货净额	128	177	236	312	营业税金及附加	43	57	74	95
其他流动资产	830	1084	1412	1826	销售费用	1171	1475	1893	2428
流动资产合计	3045	4889	6147	7904	管理费用	130	1129	1443	1846
固定资产	182	318	446	562	财务费用	(77)	(31)	(58)	(88)
无形资产及其他	4	5	6	7	投资收益	19	19	19	19
投资性房地产	1901	1901	1901	1901	资产减值及公允价值变动	(13)	(7)	(7)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(490)	309	331	354
资产总计	5132	7114	8501	10374	营业利润	614	792	988	1213
短期借款及交易性金融负债	0	500	300	200	营业外净收支	4	4	4	4
应付款项	263	363	485	640	利润总额	618	796	992	1217
其他流动负债	1247	2195	2850	3686	所得税费用	15	40	50	61
流动负债合计	1510	3058	3635	4526	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	603	756	942	1156
其他长期负债	185	244	303	362					
长期负债合计	185	14	73	132	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1695	3072	3707	4658	净利润	603	756	942	1156
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	8	7	8
股东权益	3437	4041	4793	5716	折旧摊销	76	25	35	45
负债和股东权益总计	5132	7114	8501	10374	公允价值变动损失	13	7	7	7
					财务费用	(77)	(31)	(58)	(88)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(999)	713	326	406
					其它	(2)	(8)	(7)	(8)
每股收益	1.50	1.88	2.34	2.87	经营活动现金流	(307)	1501	1310	1615
每股红利	0.30	0.38	0.47	0.58	资本开支	(101)	(177)	(177)	(177)
每股净资产	8.53	10.02	11.89	14.18	其它投资现金流	(138)	0	0	0
ROIC	61%	22%	42%	67%	投资活动现金流	(239)	(177)	(177)	(177)
ROE	18%	19%	20%	20%	权益性融资	1317	0	0	0
毛利率	73%	74%	73%	72%	负债净变化	0	(230)	0	0
EBIT Margin	32%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(122)	(153)	(190)	(233)
EBITDA Margin	34%	11%	11%	11%	其它融资现金流	(6)	500	(200)	(100)
收入增长	30%	31%	30%	29%	融资活动现金流	1068	117	(390)	(333)
净利润增长率	5%	25%	25%	23%	现金净变动	522	1441	743	1104
资产负债率	33%	43%	44%	45%	货币资金的期初余额	216	737	2179	2922
息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期末余额	737	2179	2922	4026
P/E	62.5	66.5	53.0	42.6	企业自由现金流	(29)	978	741	995
P/B	11.7	9.9	8.4	7.0	权益自由现金流	(34)	1278	596	978
EV/EBITDA	38.2	93.0	70.5	55.6					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032