业绩符合预期，超融合市占率持续提升

——深信服一季报点评

季报点评

田杰华（分析师）
tianjiehua@xsdzq.cn
证书编号：S0280517050001

● 一季度营收增速 21.56%，超融合软件市场占有率跃居全国第二

公司发布 2019 年一季报：营收 6.42 亿元，同比增长 21.56%；归母净利润 -3507.40 万元，同比减少 171.30%。据 IDC 发布的报告《China HCI Market Key Vendor Analysis 2018》显示，2018 年公司超融合市场份额为 15.5%（2016、2017 年分别为 7.3%、13%），市占率持续提升；2018 年超融合软件市场份额 17.4%（2017Q4 市场份额 19%、排名第三），目前已跃居全国第二。2015-2018 年共有超过 200,000 个虚拟机已在超融合构架上稳定运行。除此，公司私有云、混合云和桌面云等解决方案的稳定性和可靠性进一步提升，云计算解决方案在多领域应用。

● 三费同比增长较大，研发投入持续加大，短期影响净利润

费用端方面，销售、管理和研发费用同比增长较大，增速分别为37.14%、35.22%、57.20%，主要是一季度公司研发和市场人员数量以及公司薪酬增加，短期影响了净利润。据一季报披露，公司2019年全年研发投入将继续加大，为解决信息安全、云计算、企业级无线等主营业务领域的应用性问题将不断推出更有竞争力的产品和更全面的解决方案。

● 信息安全下游需求旺盛，新产品陆续推出，向国际市场不断渗透

据一季报披露，各行业数字化转型的趋势未改变，安全产品需求仍然旺盛。公司围绕企业数字化转型过程中面临的 IT 痛点和难题，不断提供用户真正需要的信息安全、云计算、IT 基础架构和基础网络产品和解决方案，其中，公司的超融合 acloud 解决方案、桌面云解决方案、安全可视智能交换机等新产品已陆续推出；同时，公司抓住国际市场客户在信息安全和云计算的需求，新产品不仅向中东、非洲、韩国等新兴市场渗透，还继续尝试往欧洲等国际市场拓展。

● 投资建议：

公司信息安全业务下游需求旺盛，2016-2018 年超融合市占率持续提升，我们看好公司业务未来持续成长。根据 2018 年年报及 2019 年一季报披露的情况，我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 6.64、7.41、9.56 亿元，对应 EPS 分别 1.65（-0.57）、1.84（-1.18）、2.37 元。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：云计算业务进展不及预期，行业竞争加剧

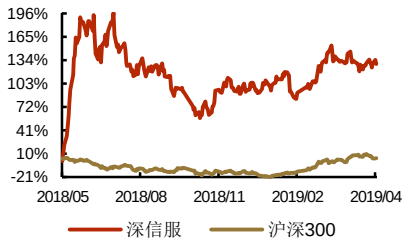
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,472	3,224	4,176	5,445	7,149
增长率(%)	41.3	30.4	29.5	30.4	31.3
净利润(百万元)	574	603	664	741	956
增长率(%)	122.7	5.2	10.1	11.6	29.1
毛利率(%)	75.5	73.3	76.3	75.4	75.4
净利率(%)	23.2	18.7	15.9	13.6	13.4
ROE(%)	33.0	17.6	16.4	15.5	16.7
EPS(摊薄/元)	1.42	1.50	1.65	1.84	2.37
P/E(倍)	69.4	66.0	60.0	53.8	41.7
P/B(倍)	22.9	11.6	9.9	8.3	6.9

强烈推荐（维持评级）

市场数据	时间 2019.04.30
收盘价(元):	99.0
一年最低/最高(元):	36.08/134.88
总股本(亿股):	4.03
总市值(亿元):	399.1
流通股本(亿股):	0.4
流通市值(亿元):	39.61
近 3 月换手率:	195.62%

股价一年走势



收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.07	2.84	225.07
绝对	-1.01	25.06	229.23

相关报告

《三季报增速加快、超市场预期，预计下半年业绩好于上半年》2018-10-27

《股权激励计划草案推出，凝聚内生成长动力》2018-09-04

《营收同比增速 30.4%符合预期、云计算业务高速成长》2018-08-20

《网络安全龙头不止于安全，云计算开辟高速新航道》2018-05-22

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2087	3045	3907	4840	6184
现金	216	737	1445	2818	3922
应收账款	247	302	409	530	702
其他应收款	15	0	53	3	57
预付账款	8	12	14	30	27
存货	**88**	**128**	**121**	**219**	**232**
其他流动资产	1514	1866	1867	1241	1243
非流动资产	824	2088	2093	2104	2127
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	144	182	189	204	230
无形资产	5	4	5	5	4
其他非流动资产	**675**	**1901**	**1899**	**1896**	**1892**
资产总计	**2911**	**5132**	**6001**	**6945**	**8311**
流动负债	1044	1510	1774	1978	2388
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	187	263	256	445	475
其他流动负债	**857**	**1247**	**1519**	**1533**	**1913**
非流动负债	127	185	185	185	185
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	**127**	**185**	**185**	**185**	**185**
负债合计	**1171**	**1695**	**1960**	**2163**	**2573**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	403	403	403	403
资本公积	716	2022	2022	2022	2022
留存收益	653	1149	1796	2514	3432
归属母公司股东权益	1741	3437	4041	4782	5738
负债和股东权益	**2911**	**5132**	**6001**	**6945**	**8311**

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	765	943	718	1330	1073
净利润	574	603	664	741	956
折旧摊销	56	84	46	58	74
财务费用	-42	-77	-83	-91	-108
投资损失	-7	-19	-19	-19	-19
营运资金变动	139	292	110	642	171
其他经营现金流	46	60	-0	-0	-0
投资活动现金流	-625	-1610	-32	-49	-77
资本支出	**38**	**315**	**6**	**11**	**23**
长期投资	-624	-1373	0	0	0
其他投资现金流	-1211	-2668	-26	-38	-54
筹资活动现金流	-148	1185	22	91	108
短期借款	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	43	0	0	0
资本公积增加	25	1306	0	0	0
其他筹资现金流	**-173**	**-164**	**22**	**91**	**108**
现金净增加额	**-15**	**521**	**708**	**1372**	**1105**

利润表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2472**	**3224**	**4176**	**5445**	**7149**
营业成本	606	860	991	1339	1759
营业税金及附加	35	43	54	70	92
营业费用	868	1171	1516	1998	2624
管理费用	587	909	1036	1388	1823
财务费用	-42	-77	-83	-91	-108
资产减值损失	12	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	7	19	19	19	19
营业利润	637	614	681	759	980
营业外收入	**6**	**5**	**5**	**5**	**4**
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	641	618	684	762	983
所得税	**68**	**15**	**21**	**21**	**27**
净利润	574	603	664	741	956
少数股东损益	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
归属母公司净利润	574	603	664	741	956
EBITDA	**690**	**680**	**698**	**756**	**955**
EPS（元）	1.42	1.50	1.65	1.84	2.37

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	41.3	30.4	29.5	30.4	31.3
营业利润(%)	477.7	-3.5	10.9	11.5	29.1
归属于母公司净利润(%)	122.7	5.2	10.1	11.6	29.1
获利能力					
毛利率(%)	75.5	73.3	76.3	75.4	75.4
净利率(%)	23.2	18.7	15.9	13.6	13.4
ROE(%)	33.0	17.6	16.4	15.5	16.7
ROIC(%)	31.3	16.3	15.2	13.8	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	40.2	33.0	32.7	31.1	31.0
净负债比率(%)	-12.4	-21.5	-35.8	-58.9	-68.4
流动比率	2.0	2.0	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.9	1.9	2.1	2.3	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	12.7	11.8	11.8	11.6	11.6
应付账款周转率	4.3	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.50	1.65	1.84	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	1.53	1.78	3.30	2.66
每股净资产(最新摊薄)	4.32	8.53	10.02	11.86	14.23
估值比率					
P/E	69.4	66.0	60.0	53.8	41.7
P/B	22.9	11.6	9.9	8.3	6.9
EV/EBITDA	57.5	57.7	55.2	49.1	37.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士。曾先后任职于交通银行总行、中国银河证券投资研究总部。2017年加入新时代证券研究所。2016 年新财富最佳分析师计算机第 7 名团队核心成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/