

收入增长超预期，高研发夯实产品竞争力

深信服 (300454.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司公告 2019 年半年度报告，公司上半年实现营收 15.59 亿元，同比增长 32.27%；归母净利润为 6684.95 万元，同比下降 46.46%；扣非归母净利润为 1462.50 万元，同比下降 84.89%。

2. 我们的分析与判断

1) 收入增长略超预期，利润表现受费用增长制约

公司上半年实现营业收入 15.59 亿元，同比增长 32.27%，其中二季度单季同比增长 40.96%，略超市场预期；归母净利润为 6684.95 万元，同比下降 46.46%，还原股权激励费用后，同比下降 28%。下降原因主要有人员扩张和高研发带来的费用上升，以及毛利率较低的云计算业务占收入比例持续上升，造成公司综合毛利率下降。报告期内，公司销售费用为 6.86 亿元，同比增长 33.40%；管理费用为 0.80 亿元，同比增长 38.71%；研发费用 5.01 亿元，同比增长 53.43%；增长率均超过收入，利润释放受制约。我们认为，公司业绩存在明显季节性变化，下半年业绩贡献占比较大，而费用每季度较为平均，看好公司全年发展。

2) 云计算业务短期受限，不改长期增长趋势

公司上半年云计算业务实现收入 3.96 亿元，同比增长 36.73%，增速不及市场预期。增速不及预期主要由于短期销售团队资源平衡不均所致。我国超融合市场空间广阔，根据 IDC 数据显示，2018 年中国超融合市场增长率高达 88%，其中深信服在超融合软件市场所占市场份额为 17.4%，排名第二；在超融合软硬件整体市场所占市场份额为 15.5%，稳居前三。我们认为，公司持续加大渠道建设以及进行资源分配有效调整，云计算业务长期来看前景光明。

3) 高研发夯实产品竞争力，股权激励助力未来成长

公司持续加大研发投入，有助于巩固公司产品可持续竞争力。报告期内，公司研发投入 5.01 亿元，同比增长 53.43%，占收入比例 32.14%。除此之外，公司股权激励进展顺利，核心技术及业务人员积极性有保障。我们认为，公司受益于所在的信息安全和云计算两个赛道景气度持续上升，公司在这两个赛道均表现不凡，龙头地位将进一步巩固，看好公司长期发展。

3. 投资建议

我们预计，公司 2019-2021 年 EPS 为 1.74/2.21/3.11 元，对应动态市盈率分别为 61/48/34 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。

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 2019.8.22
A 股收盘价(元)	106.88
A 股一年内最高价(元)	111.36
A 股一年内最低价(元)	66.91
上证指数	2883.44
市净率	12.36
总股本(亿股)	4.03
实际流通 A 股(亿股)	2.09
限售的流通 A 股(亿股)	1.94
流通 A 股市值(亿元)	223.4

4. 风险提示

行业竞争加剧的风险；网络安全市场空间不及预期的风险；云计算市场增长不及预期的风险。

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	3.11
净资产收益率 ROE	17.55%	18.26%	19.17%	21.00%
PE	71	61	48	34

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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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