

深信服 (300454)

Q3 实际利润和收入增速匹配, 关注估值体系变化

事件

公司发布 2019 年前三季度业绩预告, 预计前三季度实现净利润 3.00-3.16 亿元, 同比增长-4%-1%; 预计 Q3 实现净利润 2.35-2.50 亿元, 同比增长 25%-33%。

Q3 实际业绩增速达 39%, 长期看公司有望进入利润释放通道

若加回股权激励费用, 预计公司 Q3 利润同比增长 39.4%。考虑盈利能力趋势 (根据公告, 公司毛利率同比下降同时费用快速增长), 保守预计 Q3 收入端增速超过 40%, 相比 Q2 进一步加速。考虑安全与云计算行业高景气度, 公司未来三年成长中枢有望进一步提升。

公司自上市后人员的加速扩张, 为明后年业务快速发展打下了良好基础。考虑公司产品化的商业模式下的利润改善弹性, 我们看好公司进入长期利润释放通道 (以加回股权激励费用视角看待)。

预计华为因 X86 供应问题或收缩超融合业务, 格局变化利好深信服

考虑华为与美国关系问题, 我们预计华为因 X86 供应问题或被迫收缩超融合。长期看, 鲲鹏在内芯片业务在华为未来战略中有望扮演更重要的角色, 而如何处理与合作伙伴关系对华为至关重要。基于此, 短期和长期因素推动, 若华为收缩超融合, 行业格局变化利好深信服等厂商。根据 IDC 的数据, 2019 年华为超融合市场份额达到 23%。

进一步来看, 我们预计华为在云计算细分领域有望扶持合作伙伴。根据华为全联接大会议程, 桌面云和超融合内容已分别由升腾 (星网锐捷) 和深信服发表演讲。

维持增持评级, 关注商业模式带来现金流可持续性, 估值体系的变化

基于此, 看好公司迎来收入和利润成长曲线的加速。估值层面, 我们建议投资者关注公司估值体系变化。公司商业模式具备对上下游占款能力。根据公告, 公司 14~18 年经营性现金流净额比归母净利润的平均值为 155%。因而, 我们建议投资者关注商业模式带来现金流可持续性下估值体系的变化。维持 2019~2020 年净利润 6.21/8.12/10.97 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示: 费用率上升导致净利润下降; 超融合业务收入增速低于预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,472.47	3,224.45	4,211.13	5,685.03	7,674.79
增长率(%)	41.28	30.41	30.60	35.00	35.00
EBITDA(百万元)	921.70	1,102.39	378.50	444.18	573.58
净利润(百万元)	573.52	603.28	621.43	812.03	1,096.70
增长率(%)	122.67	5.19	3.01	30.67	35.06
EPS(元/股)	1.42	1.50	1.54	2.01	2.72
市盈率(P/E)	86.15	81.90	79.51	60.85	45.05
市净率(P/B)	28.39	14.37	11.84	9.98	8.26
市销率(P/S)	19.98	15.32	11.73	8.69	6.44
EV/EBITDA	0.00	29.44	118.54	98.28	73.98

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	122.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	403.11
流通 A 股股本(百万股)	209.07
A 股总市值(百万元)	49,409.44
流通 A 股市值(百万元)	25,625.22
每股净资产(元)	8.65
资产负债率(%)	33.23
一年内最高/最低(元)	125.00/67.66

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《深信服-半年报点评:营收增速符合预期, 行业报表角度优质公司典范》
2019-08-25
- 《深信服-公司点评:Q2 单季扣非净利润增速约 12%, 重申长期战略看好》
2019-07-15
- 《深信服-年报点评报告:超融合软件快速增长, 当前阶段关注营收增速情况》
2019-04-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	215.63	737.42	2,647.43	3,640.47	4,673.88
应收票据及应收账款	250.51	307.56	395.78	242.47	619.16
预付账款	7.79	11.84	25.50	19.96	41.44
存货	87.65	127.93	141.62	239.71	279.17
其他	638.38	836.05	781.17	664.63	993.57
流动资产合计	1,199.96	2,020.81	3,991.50	4,807.25	6,607.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	143.75	181.84	197.46	233.15	267.89
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	5.32	4.48	3.22	1.95	0.69
其他	675.09	1,901.33	1,122.50	1,220.84	1,407.82
非流动资产合计	824.16	2,087.65	1,359.17	1,525.54	1,748.16
资产总计	2,911.14	5,132.40	6,122.52	7,227.06	9,252.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	187.07	262.86	286.96	496.85	596.33
其他	857.00	1,246.83	1,527.27	1,631.10	2,517.78
流动负债合计	1,044.07	1,509.69	1,814.23	2,127.95	3,114.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	126.54	185.29	133.46	148.43	155.73
非流动负债合计	126.54	185.29	133.46	148.43	155.73
负债合计	1,170.61	1,694.98	1,947.69	2,276.38	3,269.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	403.13	403.11	403.11	403.11
资本公积	715.95	2,022.37	2,022.37	2,022.37	2,022.37
留存收益	1,369.35	3,171.05	3,771.72	4,547.57	5,579.13
其他	(704.77)	(2,159.13)	(2,022.37)	(2,022.37)	(2,022.37)
股东权益合计	1,740.54	3,437.42	4,174.83	4,950.68	5,982.24
负债和股东权益总	2,911.14	5,132.40	6,122.52	7,227.06	9,252.07

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	573.52	603.28	621.43	812.03	1,096.70
折旧摊销	55.76	84.34	9.65	11.97	14.36
财务费用	(32.22)	(67.79)	(253.86)	(471.59)	(623.58)
投资损失	(6.75)	(19.37)	(10.68)	(10.68)	(10.68)
营运资金变动	103.61	(943.81)	970.43	407.71	40.01
其它	71.50	1,286.60	(0.42)	0.07	0.09
经营活动现金流	765.43	943.24	1,336.54	749.50	516.90
资本支出	57.13	54.01	111.83	65.03	42.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(682.52)	(1,664.25)	91.80	(256.91)	(84.62)
投资活动现金流	(625.39)	(1,610.24)	203.62	(191.88)	(41.92)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	244.48	1,460.19	571.89	652.87	804.86
其他	(392.56)	(274.84)	(202.04)	(217.45)	(246.42)
筹资活动现金流	(148.08)	1,185.35	369.84	435.42	558.44
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(8.04)	518.35	1,910.01	993.04	1,033.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,472.47	3,224.45	4,211.13	5,685.03	7,674.79
营业成本	605.87	860.17	1,142.06	1,597.49	2,193.45
营业税金及附加	34.99	43.31	59.13	78.88	105.78
营业费用	867.94	1,170.98	1,516.43	2,001.13	2,686.18
管理费用	84.00	129.88	237.09	437.18	609.38
研发费用	503.00	779.03	887.08	1,137.01	1,519.61
财务费用	(42.38)	(77.31)	(253.86)	(471.59)	(623.58)
资产减值损失	11.66	13.23	10.76	11.88	11.96
公允价值变动收益	0.00	0.64	(0.42)	0.07	0.09
投资净收益	6.75	19.37	10.68	10.68	10.68
其他	(235.95)	(329.05)	(20.52)	(21.51)	(21.56)
营业利润	636.60	614.20	622.72	903.81	1,182.79
营业外收入	6.10	5.07	69.49	0.00	37.28
营业外支出	1.65	1.29	1.73	1.56	1.52
利润总额	641.05	617.99	690.48	902.25	1,218.55
所得税	67.53	14.71	69.05	90.23	121.86
净利润	573.52	603.28	621.43	812.03	1,096.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	573.52	603.28	621.43	812.03	1,096.70
每股收益(元)	1.42	1.50	1.54	2.01	2.72

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	41.28%	30.41%	30.60%	35.00%	35.00%
营业利润	477.67%	-3.52%	1.39%	45.14%	30.87%
归属于母公司净利润	122.67%	5.19%	3.01%	30.67%	35.06%
获利能力					
毛利率	75.50%	73.32%	72.88%	71.90%	71.42%
净利率	23.20%	18.71%	14.76%	14.28%	14.29%
ROE	32.95%	17.55%	14.89%	16.40%	18.33%
ROIC	-217.94%	-1408.61%	-146.95%	-105.95%	-62.51%
偿债能力					
资产负债率	40.21%	33.03%	31.81%	31.50%	35.34%
净负债率	-12.39%	-21.45%	-63.41%	-73.53%	-78.13%
流动比率	2.00	2.02	2.63	2.68	2.41
速动比率	1.91	1.93	2.55	2.57	2.32
营运能力					
应收账款周转率	12.24	11.56	11.97	17.81	17.81
存货周转率	35.57	29.91	31.25	29.82	29.58
总资产周转率	0.99	0.80	0.75	0.85	0.93
每股指标(元)					
每股收益	1.42	1.50	1.54	2.01	2.72
每股经营现金流	1.90	2.34	3.32	1.86	1.28
每股净资产	4.32	8.53	10.36	12.28	14.84
估值比率					
市盈率	86.15	81.90	79.51	60.85	45.05
市净率	28.39	14.37	11.84	9.98	8.26
EV/EBITDA	0.00	29.44	118.54	98.28	73.98
EV/EBIT	0.00	31.61	121.64	101.00	75.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com