

2020年01月20日

深信服 (300454.SZ)

业绩超预期，大象也能起舞

公司发布 2019 年业绩预告，盈利 7.06 亿-7.66 亿，同比增长 17%-27%。

业绩超市场预期。

- 以 19 年盈利均值 7.36 亿计算，Q4 单季度盈利 4.23 亿，同比增长 46%。公司的业绩亦超出 Wind 一致预期。2019 年 10 月 12 日公司推出的股权激励计划预计在 2019 年新增费用 4717 万元，还原此因素实际增长更快。
- 公司业绩增长的信号在 2019 年三季度已经体现，从 2018 年来看，Q3 是公司人员增长的高峰，导致 2018 年三季度利润增速下滑，2019 年 Q3 公司利润已经恢复增长，同时应注意到，2019 年 Q3 同样需要还原股权激励费用。
- 考虑到公司已经上市两年，因上市募集资金导致的人员费用扩张在未来有望告一段落。我们认为，作为一家优秀的产品型民营企业而非项目导向，费用扩张不高于收入扩张才是应有之义。

业绩为何增长？未来如何看公司的成长？

- 首先，受益于等保 2.0 政策的驱动，信息安全板块的整体订单都在高速增长，公司作为信息安全的龙头，信息安全业务高速增长是意料之中。
- 与其他信息安全企业不同，作为产品型公司，公司的财务政策属于先款后货，在收款上相对于其他项目型以及提供账期的信息安全公司更快，从收入和经营性流量净额亦会首先反应。
- 另外一点与其他信息安全公司不同的在于公司拥有超融合业务，在云时代的大背景下，超融合目前的市场规模并不大，意味着未来有广阔的发展空间。

投资建议：公司围绕信息安全和云计算业务进一步做大做强，云计算市场的快速增长保障了公司中长期的发展。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 1.82 元和 2.39 元，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 160 元。

风险提示：云计算发展不及预期；信息安全行业竞争加剧；等保 2.0 落地速度不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,472.5	3,224.5	4,127.3	5,237.5	6,651.7
净利润	573.5	603.3	744.8	977.4	1,262.2
每股收益(元)	1.40	1.48	1.82	2.39	3.09
每股净资产(元)	4.26	8.41	10.21	12.12	14.59

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	103.5	98.4	79.7	60.8	47.0
市净率(倍)	34.1	17.3	14.2	12.0	10.0
净利润率	23.2%	18.7%	18.0%	18.7%	19.0%
净资产收益率	33.0%	17.6%	17.8%	19.7%	21.2%

公司快报

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 **买入-A**

维持评级

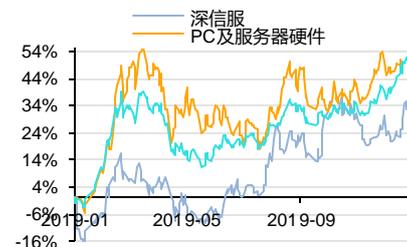
6 个月目标价：**160.00 元**

股价 (2020-01-20) **145.21 元**

交易数据

总市值(百万元)	59,380.31
流通市值(百万元)	30,538.16
总股本(百万股)	408.93
流通股本(百万股)	210.30
12 个月价格区间	79.10/145.21 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.6	1.25	1.78
绝对收益	18.54	18.47	54.0

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

曹佩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517110001

caopei@essence.com.cn

相关报告

- 深信服：创新，让 IT 更简单/胡又文 2020-01-09
- 深信服：业绩环比加速，信息安全与云双轮驱动/胡又文 2019-10-24
- 深信服：三季度增速转正，高投入获得回报/胡又文 2019-10-15
- 深信服：研发投入加大，云计算收入占比持续提升/胡又文 2019-08-23
- 深信服：研发投入持续增加，保障公司长远发展/胡又文 2019-04-27

股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
ROIC	-230.6%	-2054.5%	-315.8%	-86.7%	-66.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,472.5	3,224.5	4,127.3	5,237.5	6,651.7	成长性					
减:营业成本	605.9	860.2	1,098.3	1,426.7	1,829.2	营业收入增长率	41.3%	30.4%	28.0%	26.9%	27.0%
营业税费	35.0	43.3	41.3	52.4	66.5	营业利润增长率	477.7%	-3.5%	27.9%	31.2%	29.1%
销售费用	867.9	1,171.0	1,444.6	1,833.1	2,328.1	净利润增长率	122.7%	5.2%	23.5%	31.2%	29.1%
管理费用	586.9	129.9	1,196.9	1,448.2	1,796.0	EBITDA 增长率	298.0%	163.2%	-35.3%	31.5%	29.8%
财务费用	-42.4	-77.3	-81.0	-101.0	-121.0	EBIT 增长率	426.7%	176.1%	-31.4%	31.9%	30.1%
资产减值损失	11.7	13.2	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	143.7%	-1.0%	27.0%	32.0%	30.2%
加:公允价值变动收益	-	0.6	-	-	-	投资资本增长率	-88.9%	726.2%	380.6%	69.1%	24.1%
投资和汇兑收益	6.7	19.4	368.0	462.0	587.0	净资产增长率	43.8%	97.5%	21.5%	18.7%	20.4%
营业利润	636.6	614.2	785.3	1,030.1	1,329.9	利润率					
加:营业外净收支	4.4	3.8	-1.3	-1.3	-1.3	毛利率	75.5%	73.3%	73.4%	72.8%	72.5%
利润总额	641.0	618.0	784.0	1,028.9	1,328.6	营业利润率	25.7%	19.0%	19.0%	19.7%	20.0%
减:所得税	67.5	14.7	39.2	51.4	66.4	净利润率	23.2%	18.7%	18.0%	18.7%	19.0%
净利润	573.5	603.3	744.8	977.4	1,262.2	EBITDA/营业收入	16.9%	34.2%	17.3%	17.9%	18.3%
						EBIT/营业收入	15.0%	31.8%	17.1%	17.7%	18.2%
资产负债表						运营效率					
货币资金	215.6	737.4	1,573.5	2,051.4	2,310.5	固定资产周转天数	18	18	15	12	9
交易性金融资产	-	0.6	-	-	-	流动营业资本周转天数	-23	-16	-54	-92	-101
应收账款	261.4	319.5	422.7	527.6	675.6	流动资产周转天数	238	286	266	227	200
应收票据	3.7	5.8	6.8	9.0	11.2	应收账款周转天数	28	31	31	31	31
预付账款	7.8	11.8	22.8	37.1	46.5	存货周转天数	10	12	13	14	14
存货	87.7	127.9	180.5	223.4	293.5	总资产周转天数	365	449	479	448	426
其他流动资产	1,510.8	1,841.7	854.3	686.2	503.9	投资资本周转天数	-19	-13	-54	-94	-104
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	33.0%	17.6%	17.8%	19.7%	21.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	19.7%	11.8%	12.8%	13.6%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	-230.6%	-2054.5%	-315.8%	-86.7%	-66.7%
固定资产	143.7	181.8	173.2	164.6	155.9	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	35.1%	36.3%	35.0%	35.0%	35.0%
无形资产	5.3	4.5	4.2	3.9	3.6	管理费用率	23.7%	4.0%	29.0%	27.7%	27.0%
其他非流动资产	675.1	1,901.3	2,601.5	3,482.7	4,549.8	财务费用率	-1.7%	-2.4%	-2.0%	-1.9%	-1.8%
资产总额	2,911.1	5,132.4	5,839.5	7,185.9	8,550.7	三费/营业收入	57.1%	37.9%	62.0%	60.7%	60.2%
短期债务	-	-	90.0	100.0	100.0	偿债能力					
应付账款	399.9	692.3	548.3	930.3	1,053.0	资产负债率	40.2%	33.0%	28.5%	31.0%	30.2%
应付票据	-	-	36.1	46.9	60.1	负债权益比	67.3%	49.3%	39.8%	44.9%	43.3%
其他流动负债	630.5	817.4	771.2	890.5	1,055.0	流动比率	2.00	2.02	2.09	1.76	1.64
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.91	1.93	1.97	1.65	1.52
其他非流动负债	126.5	185.3	200.0	220.2	246.5	利息保障倍数	-8.77	-13.28	-8.69	-9.20	-9.99
负债总额	1,170.6	1,695.0	1,663.6	2,228.2	2,583.2	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.16	0.26	0.36	0.48	0.62
股本	360.0	403.1	408.9	408.9	408.9	分红比率	11.2%	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	1,369.4	3,171.0	3,766.9	4,548.8	5,558.6	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
股东权益	1,740.5	3,437.4	4,175.8	4,957.7	5,967.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.40	1.48	1.82	2.39	3.09
净利润	573.5	603.3	744.8	977.4	1,262.2	BVPS(元)	4.26	8.41	10.21	12.12	14.59
加:折旧和摊销	55.8	84.3	8.9	8.9	8.9	PE(X)	103.5	98.4	79.7	60.8	47.0
资产减值准备	11.7	13.2	10.0	10.0	10.0	PB(X)	34.1	17.3	14.2	12.0	10.0
公允价值变动损失	-	-0.6	-	-	-	P/FCF	161.0	75.2	36.2	35.1	35.4
财务费用	-32.2	-67.8	-81.0	-101.0	-121.0	P/S	24.0	18.4	14.4	11.3	8.9
投资损失	-6.7	-19.4	-368.0	-462.0	-587.0	EV/EBITDA	-	29.5	76.0	56.2	42.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	19.4%	27.9%	6.5%	-4.0%	-28.6%
营运资金的变动	-60.2	-1,083.1	94.1	-186.9	-661.5	PEG	5.3	3.5	12.2	-15.2	-1.6
经营活动产生现金流量	765.4	943.2	408.9	246.4	-88.4	ROIC/WACC	-23.1	-205.6	-31.6	-8.7	-6.7
投资活动产生现金流量	-625.4	-1,610.2	272.6	326.0	489.0	REP	-	0.7	1.7	3.5	3.6
融资活动产生现金流量	-148.1	1,185.4	27.8	-84.5	-131.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、曹佩声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034