深信服（300454）2019 年三季报点评

收入延续高增，净利逐步回升

强推（维持）

目标价：141.97 元

当前价：127.46 元

事项：

- 公司于 2019 年 10 月 24 日发布三季报：公司前三季度实现营收 27.92 亿元，同比增长 35.34%，实现归属净利润 3.13 亿元，同比减少 0.02%；扣非净利润为 2.48 亿元，同比减少 9.18%。

评论：

- **收入高增长，费用影响弱化，扣非净利增速提升。**第三季度实现营收 12.33 亿元，同比增长 39.42%，延续二季度高增长趋势；归属净利润为 2.46 亿元，同比增长 30.82%；扣非净利润为 2.33 亿元，同比增长 32.38%，增速较二季度显著提升。预计随着收入体量增加，股权激励摊销影响持续弱化是重要因素。公司一般四季度收入占比最高，预计激励费用对净利润影响将进一步降低。前三季度毛利率为 71.84%，环比小幅提升，同比略有下降，主要为云计算占比提升及安全业务投入有所加大。前三季度实现经营性净现金流 3.16 亿元，同比增长 23.20%。第三季度经营活动现金流入 14.82 亿元，同比增长 38.89%，与营收基本同步。期末预收款项为 3.44 亿元，同比大幅增长 76.18%，期末存货为 1.61 亿元，同比增长 52.36%，预计为公司积极备货。
- **各业务表现较好，优质成长属性进一步验证。**第三季度净利润增速显著提升，收入快速增长是主要原因，我们预计公司信息安全、云计算、基础网络和物联网业务推进均较为顺利。预计信息安全业务延续上半年快速增长趋势，成长性在行业中依然处于较好水平，毛利率维持较好水平；预计云计算业务保持快速增长，对营收拉动作用更为明显，并贡献更大业绩弹性；预计基础网络和物联网趋势较好，随着 5G 商用提速，成长潜力有望进一步打开。
- **进一步加码研发与创新，长期成长性持续强化。**前三季度研发费用为 7.84 亿元，同比增长 47.00%，占收入的比重达到 28.10%，同比提升 2.23pct，研发投入力度进一步加大。公司具备优质创新基因，从网络安全的细分领域快速拓展至目前涉及多个领域的企业级服务，已经具备较强综合能力。在软件定义一切的趋势下，以云计算及网络安全为代表的企业级服务领域迎来技术创新及新一轮需求释放高峰。公司在行业快速成长期增加投入，从而不断强化技术、产品及服务，助力核心竞争力持续强化，有望带来营收持续快速增长，并最终带来业绩更好释放，公司长期成长性进一步强化。
- **投资建议：**我们维持公司 2019 年-2021 年预测归属净利润为 6.86 亿元、8.95 亿元、11.71 亿元，对应 PE 分别为 74 倍、57 倍、43 倍。参考可比公司，给予云计算业务（预计未贡献利润）2020 年 10 倍目标 PS,其他业务给予 2020 年 45 倍目标 PE,合计目标市值 572 亿元，上调目标价至 141.97 元/股，维持“强推”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、云计算和企业级无线业务增长不如预期、项目落地进展不如预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	3,224	4,131	5,228	6,611
同比增速(%)	30.4%	28.1%	26.6%	26.4%
归母净利润(百万)	603	686	895	1,171
同比增速(%)	5.2%	13.7%	30.5%	30.8%
每股盈利(元)	1.50	1.70	2.22	2.90
市盈率(倍)	84	74	57	43
市净率(倍)	15	12	10	8

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：陈宝健
电话：010-66500984
邮箱：chenbaojian@hcyjs.com
执业编号：S0360517060001

证券分析师：邓芳程
电话：021-20572565
邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com
执业编号：S0360518080001

联系人：刘逍遥
电话：010-63214650
邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	40,311
已上市流通股(万股)	20,907
总市值(亿元)	513.81
流通市值(亿元)	266.48
资产负债率(%)	33.2
每股净资产(元)	8.6
12 个月内最高/最低价	130.0/68.48

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《深信服（300454）2018 年报点评：云业务高增长，加码研发构筑更强竞争力》 2019-04-15

《深信服（300454）2019 年半年报点评：费用影响弱化，长期成长性强化》 2019-08-25

《深信服（300454）2019 年前三季度业绩预告点评：业绩增速提升，创新助力成长》 2019-10-18

未经许可，禁止转载

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	737	1,523	2,257	3,192
应收票据	6	7	9	12
应收账款	302	324	359	454
预付账款	12	11	14	18
存货	128	152	197	254
其他流动资产	1,860	2,153	2,581	3,078
流动资产合计	3,045	4,170	5,417	7,008
其他长期投资	46	59	75	94
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	182	141	121	115
在建工程	0	10	38	69
无形资产	4	4	4	3
其他非流动资产	1,855	1,851	1,850	1,849
非流动资产合计	2,087	2,065	2,088	2,130
资产合计	**5,132**	**6,235**	**7,505**	**9,138**
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	263	381	492	634
预收款项	318	496	627	793
其他应付款	429	429	429	429
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	500	635	768	922
流动负债合计	1,510	1,941	2,316	2,778
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	185	185	185	185
非流动负债合计	185	185	185	185
负债合计	**1,695**	**2,126**	**2,501**	**2,963**
归属母公司所有者权益	3,437	4,109	5,004	6,175
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**3,437**	**4,109**	**5,004**	**6,175**
负债和股东权益	**5,132**	**6,235**	**7,505**	**9,138**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**947**	**873**	**878**	**1,108**
现金收益	610	676	809	1,025
存货影响	-40	-24	-45	-57
经营性应收影响	-74	-23	-40	-101
经营性应付影响	353	296	243	308
其他影响	98	-52	-90	-67
投资活动现金流	**-1,610**	**-50**	**-72**	**-79**
资本支出	-122	-54	-75	-81
股权投资	76	0	0	0
其他长期资产变化	-1,564	4	3	2
融资活动现金流	**1,185**	**-37**	**-72**	**-94**
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-122	0	0	0
股东融资	1,317	0	0	0
其他影响	1,307	-37	-72	-94

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3,224**	**4,131**	**5,228**	**6,611**
营业成本	860	1,088	1,406	1,812
税金及附加	43	55	70	89
销售费用	1,171	1,499	1,861	2,287
管理费用	909	1,198	1,480	1,798
财务费用	-77	-96	-152	-203
资产减值损失	13	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益	19	19	24	27
其他收益	289	310	345	365
营业利润	**614**	**715**	**932**	**1,219**
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	**618**	**715**	**932**	**1,219**
所得税	15	29	37	48
净利润	**603**	**686**	**895**	**1,171**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**603**	**686**	**895**	**1,171**
NOPLAT	528	594	749	976
EPS(摊薄)（元）	1.50	1.70	2.22	2.90

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	30.4%	28.1%	26.6%	26.4%
EBIT 增长率	-9.7%	14.5%	26.1%	30.3%
归母净利润增长率	5.2%	13.7%	30.5%	30.8%
获利能力				
毛利率	73.3%	73.7%	73.1%	72.6%
净利率	18.7%	16.6%	17.1%	17.7%
ROE	17.6%	16.7%	17.9%	19.0%
ROIC	33.5%	28.9%	28.0%	28.0%
偿债能力				
资产负债率	33.0%	34.1%	33.3%	32.4%
债务权益比	5.4%	4.5%	3.7%	3.0%
流动比率	201.7%	214.8%	233.9%	252.3%
速动比率	193.2%	207.0%	225.4%	243.1%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转天数	31	27	23	22
应付帐款周转天数	94	106	112	112
存货周转天数	45	46	45	45
每股指标(元)				
每股收益	1.50	1.70	2.22	2.90
每股经营现金流	2.35	2.17	2.18	2.75
每股净资产	8.53	10.19	12.41	15.32
估值比率				
P/E	84	74	57	43
P/B	15	12	10	8
EV/EBITDA	69	61	51	40

资料来源：公司公告，华创证券预测

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第 2 名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第 6 名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘逍遥

中国人民大学管理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500