

深信服 (300454)

计算机应用/计算机

发布时间: 2019-10-25

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 首次覆盖

3Q 增长提速, 稀缺“产品型”标的抢占先机

深信服 3Q 单季度营收同比 +39.4%，归母净利润同比 +30.8%。公司前三季度实现营收 27.92 亿 (+35.3%)，归母净利润 3.13 亿 (-0.02%)，符合预期。公司 3Q 单季度营收净利增长提速，高研发投入回报显现。我们预计 19Q3 公司安全业务与云计算业务均维持较快增速，超融合业务发展良好。今年 9 月工信部发布《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》提出 2025 年网络安全行业规模超 2000 亿元。公司产品标准化程度较高，有望充分享受行业高增长。

收入高增速下经营质量依旧改善, 彰显行业供需向好。公司 3Q 营收大幅提升的情况下, 依旧保持较高经营质量: 1) 3Q 单季度公司收现比为 113%，同比提升 3.5pct, 付现比为 25%，微涨 0.6pct, 对上下游议价能力依旧较强; 2) 3Q 公司经营性现金流净流入 3.3 亿, 是归母净利润的 105%，现金流与净利润匹配程度高; 3) 三季度末, 公司保持零有息负债, 应收账款为 2.92 亿, 占收入比例为 10.5% (较 18Q3 末下降 1.4pct), 公司预收款项为 3.44 亿 (18Q3 为 1.95 亿, yoy+76%)。公司对于上下游议价能力提升, 行业供需向好迹象明显。

网络安全赛道高增长期已至, 公司有望占得先机。公司 15-17 年渠道销售占比分别为 95%/95%/97%，我们认为公司产品标准化程度较高。公司经营性现金流与净利润匹配程度较好, 零有息负债加杠杆空间广阔; 提前储备人才, 18 年员工数目高达 4552 人 (+29%); 保持研发高投入, 19Q1~Q3 研发费用率 28.1%，处于行业较高水平, 19 年累计推出 8 款新产品, 新产品推出能力较强。多要素助力公司或在网络安全行业高增长中率先受益。

预计 19-21 年盈利 7.1/9.3/12.2 亿, 目标价 142.43~147.46 元。当前网络安全可比公司 19 年平均 P/E 62 倍, 考虑到深信服云计算业务处于高速增长期且市场前景广阔, 给深信服云计算业务 19 年 20x P/S (预计云计算业务实现收入 13.5 亿, 假设净利率 15%), 给非云计算业务 19 年 60~64x P/E, 目标市值 574~594 亿, 对应目标价 142.43~147.46 元, “买入”评级。

风险提示: 行业需求释放不及预期; 竞争加剧; 核心人才流失。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,750.0	2,472.5	3,224.5	4,434.4	5,842.4
(+/-)%	41.3%	30.4%	37.5%	31.8%	30.4%
归属母公司净利润	573.5	603.3	709.1	934.1	1,215.6
(+/-)%	122.7%	5.2%	17.5%	31.7%	30.1%
每股收益 (元)	1.42	1.50	1.76	2.32	3.02
市盈率	88	84	72	54	42
市净率	29.2	14.8	12.3	10.2	8.3
净资产收益率 (%)	38.9%	23.3%	18.8%	20.5%	21.9%
股息收益率 (%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
总股本 (百万股)	360	403	403	403	403

股票数据	2019/10/24
6 个月目标价 (元)	142.43 ~ 147.46
收盘价 (元)	125.90
12 个月股价区间 (元)	68.60 ~ 132.47
总市值 (百万元)	50,752
总股本 (百万股)	403
A 股 (百万股)	403
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	8%	29%	71%
相对收益	9%	28%	50%

相关报告

《东方通 (300379): 业绩基本符合预期, 期待本土中间件崛起》-20191015

《广联达 (002410): 云化转型加速落地, 造价云业务超预期》-20190822

《超图软件 (300036): 二季度业绩超预期, 业绩拐点到来》-20190820

《用友网络 (600588): 业绩成长性良好, 云业务翻倍增长》-20190819

证券分析师: 孙树明

执业证书编号: S0550518010001

010-58034574 sunsm@nesc.cn

表 1: 可比公司估值表 (2019/10/24)

	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			市盈率			
	2019/10/24	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
启明星辰	301	5.69	7.13	8.72	53	42	34	Wind 一致预期
绿盟科技	147	1.68	2.39	3.15	88	61	47	Wind 一致预期
迪普科技	158	2.01	2.49	3.09	78	63	51	Wind 一致预期
卫士通	219	1.20	2.76	4.25	182	79	52	Wind 一致预期
平均值					100	62	46	
深信服	508	6.03	7.09	9.34	84	72	54	东北证券

数据来源: 东北证券, Wind

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	737	1,705	2,825	4,387
交易性金融资产	1	1	1	1
应收款项	343	448	556	682
存货	128	184	241	316
其他流动资产	1,842	1,842	1,842	1,842
流动资产合计	3,045	4,171	5,454	7,215
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期投资净额	-	-	-	-
固定资产	182	227	518	757
无形资产	4	222	168	126
商誉	-	-	-	-
非流动资产合计	2,088	2,351	2,587	2,784
资产总计	5,132	6,522	8,040	9,999
短期借款	-	-	-	-
应付款项	1,192	1,801	2,325	2,996
预收款项	369	508	669	873
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-
流动负债合计	1,510	2,214	2,870	3,706
长期借款	-	-	-	-
其他长期负债	185	185	185	185
长期负债合计	185	185	185	185
负债合计	1,695	2,399	3,055	3,891
归属于母公司股东权益合计	3,437	4,122	4,986	6,108
少数股东权益	-	-	-	-
负债和股东权益总计	5,132	6,522	8,040	9,999

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,224	4,434	5,842	7,619
营业成本	(860)	(1,191)	(1,506)	(1,915)
营业税金及附加	(43)	(60)	(78)	(102)
资产减值损失	(13)	(18)	(18)	(15)
销售费用	(1,171)	(1,588)	(2,092)	(2,729)
管理费用	(130)	(183)	(241)	(315)
财务费用	77	117	161	211
公允价值变动净收益	1	1	1	1
投资净收益	19	29	35	42
营业利润	614	746	983	1,280
营业外收支净额	4	-	-	-
利润总额	618	746	983	1,280
所得税	(15)	(37)	(49)	(64)
净利润	603	709	934	1,216
归属于母公司净利润	603	709	934	1,216
少数股东损益	-	-	-	-

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	603	709	934	1,216
资产减值准备	13	-	-	-
折旧及摊销	84	136	231	336
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	(77)	(117)	(161)	(211)
投资损失	(19)	(29)	(35)	(42)
运营资本变动	288	546	492	637
其他	52	-	-	-
经营活动净现金流量	943	1,245	1,462	1,935
投资活动净现金流量	(1,610)	(370)	(433)	(492)
融资活动净现金流量	1,185	93	90	118
企业自由现金流	521	968	1,120	1,562

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	1.50	1.76	2.32	3.02
每股净资产 (元)	8.53	10.23	12.37	15.15
每股经营性现金流量 (元)	2.34	3.09	3.63	4.80
成长性指标				
营业收入增长率	30.4%	37.5%	31.8%	30.4%
净利润增长率	5.2%	17.5%	31.7%	30.1%
盈利能力指标				
毛利率	73.3%	73.1%	74.2%	74.9%
净利率	18.7%	16.0%	16.0%	16.0%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	10.68	11.35	12.10	12.96
存货周转率 (次)	6.72	6.48	6.26	6.05
偿债能力指标				
资产负债率	33.0%	36.8%	38.0%	38.9%
流动比率	2.02	1.88	1.90	1.95
速动比率	1.93	1.80	1.82	1.86
费用率指标				
销售费用率	36.3%	35.8%	35.8%	35.8%
管理费用率	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%
财务费用率	-2.4%	-2.6%	-2.8%	-2.8%
分红指标				
分红比例	4.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
估值指标				
P/E (倍)	84	72	54	42
P/B (倍)	14.8	12.3	10.2	8.3
P/S (倍)	15.7	11.4	8.7	6.7
净资产收益率	23.3%	18.8%	20.5%	21.9%

资料来源：东北证券

分析师简介:

孙树明: 清华大学电机系硕士, 2015年加入东北证券研究所。两年电力行业工作经验, 两年电力设备新能源行业研究经验, 2016年电气设备行业水晶球第二名。目前任通信行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn