

## Q3 业绩增长超预期，公司有望开启新一轮高增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营业收入27.9亿元，同比增长35.3%；实现归母净利润3.1亿元，同比下降0.02%。实现归母扣非净利润2.5亿元，同比下降9.2%，三季度业绩超市预期。
- **分季度看，前三季度净利润同比增长逐季加速。**2019年Q1/Q2/Q3季度公司归母扣非净利润分别为-0.58亿/0.73亿/2.33亿，同比增长-273.8%/14.2%/32.3%，前三季度业绩同比增长逐季加速，Q3季度净利润增速和营收增速大体匹配。Q3季度净利率20%，环比提升8.8pp，盈利能力得到明显回升。
- **从成本端看，安全服务业务投入影响成本率。**公司前三季度成本率上升2.3pp至28.2%，主要原因是毛利率较低的云计算业务营收占比的提升。**从费用看，研发费用上涨导致业绩短期承压。**公司前三季度研发费用为7.8亿元，同比增长47%，明显高于营收增速。**从利润端看，高研发投入挤压利润空间。**
- **持续高研发铸就公司核心竞争力。**公司坚持将每年营收的20%甚至更高比例投入研发，近三年公司研发人员由939人增长至1664人，研发人员占比超过35%。2019年H1研发费用为5亿元，占营业收入的32%。高研发投入短期内对业绩有一定压力，长期来看有利于铸就核心竞争力。
- **实施2019年限制性股权激励计划，留住核心技术和业务人才。**7月26日公司实施2019年限制性股票激励计划，本次激励计划授予股票为640万股，占总股本的1.59%。激励对象主要为896名核心技术和业务人员（不包含董监高及公司实控人），授予价格为48.85元，约为当天收盘价的49.7%，折扣力度非常大。本次股权激励有望提升核心业务和技术骨干的积极性，留住公司核心人才，为公司核心业务的发展提供人才保障。
- **盈利预测与估值:** 预计2019-2021年EPS分别为1.82元、2.49元、3.43元，未来3年归母净利润将保持32%的复合增长率。考虑到公司在信息安全和超融合领域的领军地位，给予公司2020年65倍PE，目标价为161.7元，上调盈利预测，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 费用率上升导致净利润下降的分析，超融合进展不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2011E
营业收入(百万元)	3224.45	4451.89	6015.65	7871.00
增长率	30.41%	38.07%	35.13%	30.84%
归属母公司净利润(百万元)	603.28	732.62	1002.69	1383.53
增长率	5.19%	21.44%	36.86%	37.98%
每股收益EPS(元)	1.50	1.82	2.49	3.43
净资产收益率ROE	17.55%	16.90%	19.32%	21.71%
PE	84	69	51	37
PB	14.76	11.71	9.78	7.96

数据来源: Wind, 西南证券

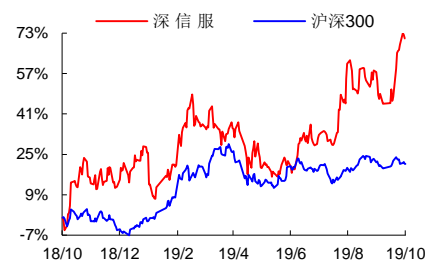
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517070001  
电话: 010-57758600  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾  
执业证号: S1250519080008  
电话: 0755-23616646  
邮箱: lzht@swsc.com.cn

分析师: 朱松  
执业证号: S1250519080007  
电话: 021-58352031  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.03
流通A股(亿股)	2.09
52周内股价区间(元)	69.9-127.46
总市值(亿元)	507.52
总资产(亿元)	54.91
每股净资产(元)	9.32

### 相关研究

1. 深信服(300454): 研发加大业绩短期承压, 股权激励留住核心人才 (2019-08-23)

### 关键假设：

假设 1：公司在信息安全业务在安全内容管理、虚拟专用网和统一威胁管理等细分市场市占率第一，公司渠道优势明显，预计业务增速保持在 25% 以上，高于行业增速。

假设 2：云计算业务上游原材料价格保持稳定，超融合市场处于较快增长阶段，预计未来 3 年公司云计算业务保持 40% 以上的增速发展。

假设 3：公司研发投入维持在较高水平，预计未来 3 年公司研发支出占营业收入比重约为 20% 左右，研发人员数量保持 20% 左右的增长。

假设 4：其他业务如企业级无线、信息技术服务等保持 30% 左右增速稳定增长。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
信息安全	收入	1891.6	2459.1	3147.6	3934.5
	增速	24.5%	30.0%	28.0%	25.0%
	毛利率	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%
云计算	收入	866.8	1386.9	2080.3	2912.4
	增速	59.2%	60.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	53.8%	53.3%	53.3%	53.3%
企业级无线	收入	393.8	511.9	665.5	865.2
	增速	18.3%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	61.9%	61.9%	61.9%	61.9%
信息技术服务	收入	72.3	94.0	122.2	158.8
	增速	-5.2%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	-26.8%	21.6%	21.6%	21.6%
合计	收入	3224.5	4451.9	6015.7	7871.0
	增速	30.4%	38.1%	35.1%	30.8%
	毛利率	73.3%	73.1%	72.0%	71.2%

数据来源：Wind, 西南证券

**盈利预测与评级：**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.82 元、2.49 元、3.43 元，未来 3 年归母净利润将保持 32% 的复合增长率。考虑到公司在信息安全和超融合领域的领军地位，给予公司 2020 年 65 倍 PE，目标价为 161.7 元，上调盈利预测，给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值情况**

公司名称	EPS (元)			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
绿盟科技	0.30	0.39	0.53	61	47	35
启明星辰	0.80	0.97	1.20	42	35	28
广联达	0.37	0.51	0.72	91	67	48
用友网络	0.35	0.45	0.58	88	67	52
迪普科技	0.62	0.77	0.97	63	51	41
平均数				69	53	41

数据来源：Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3224.45	4451.89	6015.65	7871.00	净利润	603.28	732.62	1002.69	1383.53
营业成本	860.17	1199.74	1683.47	2267.47	折旧与摊销	84.34	18.85	18.85	18.85
营业税金及附加	43.31	61.69	82.80	108.14	财务费用	-77.31	-5.89	-11.67	-16.65
销售费用	1170.98	1558.16	2045.32	2597.43	资产减值损失	13.23	11.00	14.00	18.00
管理费用	129.88	1157.49	1503.91	1889.04	经营营运资本变动	167.38	125.10	172.37	235.45
财务费用	-77.31	-5.89	-11.67	-16.65	其他	152.33	-32.32	-38.37	-50.40
资产减值损失	13.23	11.00	14.00	18.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>943.24</b>	<b>849.35</b>	<b>1157.87</b>	<b>1588.78</b>
投资收益	19.37	21.00	26.00	31.00	资本支出	-46.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.64	0.32	0.37	0.40	其他	-1564.04	1045.26	26.37	31.40
其他经营损益	0.00	335.00	435.50	566.15	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1610.24</b>	<b>1045.26</b>	<b>26.37</b>	<b>31.40</b>
<b>营业利润</b>	<b>614.20</b>	<b>826.02</b>	<b>1159.69</b>	<b>1605.11</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.78	35.88	19.94	22.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>617.99</b>	<b>861.91</b>	<b>1179.64</b>	<b>1627.68</b>	股权融资	1349.55	300.00	0.00	0.00
所得税	14.71	129.29	176.95	244.15	支付股利	-108.00	-120.66	-146.52	-200.54
净利润	603.28	732.62	1002.69	1383.53	其他	-56.20	-8.55	11.67	16.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1185.35</b>	<b>170.79</b>	<b>-134.85</b>	<b>-183.89</b>
归属母公司股东净利润	603.28	732.62	1002.69	1383.53	<b>现金流量净额</b>	<b>521.27</b>	<b>2065.40</b>	<b>1049.39</b>	<b>1436.29</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	737.42	2802.82	3852.21	5288.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	337.09	469.20	639.00	833.10	销售收入增长率	30.41%	38.07%	35.13%	30.84%
存货	127.93	178.44	248.38	336.24	营业利润增长率	-3.52%	34.49%	40.39%	38.41%
其他流动资产	1842.31	1129.65	1526.23	1996.75	净利润增长率	5.19%	21.44%	36.86%	37.98%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-4.42%	35.05%	39.08%	37.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	181.84	165.32	148.79	132.26	毛利率	73.32%	73.05%	72.02%	71.19%
无形资产和开发支出	4.48	3.66	2.84	2.02	三费率	37.95%	60.87%	58.81%	56.79%
其他非流动资产	1901.33	1899.83	1898.33	1896.83	净利率	18.71%	16.46%	16.67%	17.58%
<b>资产总计</b>	<b>5132.40</b>	<b>6648.91</b>	<b>8315.77</b>	<b>10485.69</b>	ROE	17.55%	16.90%	19.32%	21.71%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.75%	11.02%	12.06%	13.19%
应付和预收款项	1080.22	1529.68	2098.86	2794.21	ROIC	311.27%	685.54%	1315.75%	5780.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.27%	18.85%	19.40%	20.42%
其他负债	614.76	784.30	1025.81	1317.39	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1694.98</b>	<b>2313.97</b>	<b>3124.67</b>	<b>4111.60</b>	总资产周转率	0.80	0.76	0.80	0.84
股本	403.13	403.11	403.11	403.11	固定资产周转率	19.81	25.65	38.30	56.01
资本公积	2022.37	2322.39	2322.39	2322.39	应收账款周转率	11.76	12.38	12.19	12.00
留存收益	1148.68	1760.65	2616.81	3799.80	存货周转率	7.98	7.83	7.85	7.72
归属母公司股东权益	3437.42	4334.93	5191.10	6374.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.30%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3437.42</b>	<b>4334.93</b>	<b>5191.10</b>	<b>6374.09</b>	资产负债率	33.03%	34.80%	37.58%	39.21%
负债和股东权益合计	5132.40	6648.91	8315.77	10485.69	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.02	2.15	2.13	2.15
					速动比率	1.93	2.07	2.05	2.07
					股利支付率	17.90%	16.47%	14.61%	14.49%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.50	1.82	2.49	3.43
					每股净资产	8.53	10.75	12.88	15.81
					每股经营现金	2.34	2.11	2.87	3.94
					每股股利	0.27	0.30	0.36	0.50
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	621.23	838.98	1166.87	1607.31					
PE	84.13	69.27	50.62	36.68					
PB	14.76	11.71	9.78	7.96					
PS	15.74	11.40	8.44	6.45					
EV/EBITDA	77.48	54.90	38.58	27.11					
股息率	0.21%	0.24%	0.29%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn