

深信服(300454)/计算机
信息安全与云计算共成长，季度业绩持续向上
评级：买入(维持)

市场价格：108.73

分析师：何柄谕

执业证书编号：S0740519090003

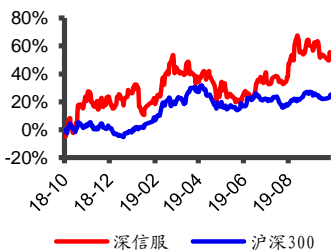
Email: heby@r.qlzq.com.cn

研究助理：杨亚宇

Email: yanggy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	1.41
流通股本(亿股)	2.09
市价(元)	108.73
市值(亿元)	438
流通市值(亿元)	227

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,472.5	3,224.5	4,238.7	5,547.6	7,173.2
增长率(%)	41.3%	30.4%	31.5%	30.9%	29.3%
净利润(百万元)	573.5	603.3	680.9	870.5	1,153.2
增长率(%)	122.7%	5.2%	12.9%	27.9%	32.5%
每股收益(元)	1.42	1.50	1.69	2.16	2.86
每股现金流量	-0.04	1.29	3.05	2.58	1.84
净资产收益率	33.0%	17.6%	16.1%	17.2%	18.8%
P/E	76.4	72.7	64.4	50.4	38.0
PEG	5.1	3.0	1.7	3.4	1.6
P/B	25.2	12.8	10.4	8.7	7.1

备注：

投资要点

- **公司发布业绩预告，预计 2019 年前三季度归母净利润同比增长-4%-1%。**公司发布 2019 年前三季度业绩预告，公司预计，19 年前三季度实现归母净利润 3.00-3.16 亿元，同比增长-4%-1%。
- **19Q3 单季度扣非归母净利润增长提速。**从单季度的数据看，公司预计，19Q3 实现归母净利润 2.35-2.50 亿元，同比增长 25%-33% (中位数 29%)。公司预计 19Q3 非经常性损益对净利润的影响金额在 1000-1500 万元之间，经测算，19Q3 实现扣非归母净利润 2.20-2.40 亿元，同比增长 25%-36% (中位数 30%)。19Q1、19Q2，公司扣非归母净利润同比增速分别为-274%，14%，公司单季度扣非归母净利润增长提速。
- **收入端：信息安全业务和云计算业务共同推动了公司业绩的快速增长。(1) 等保 2.0 正式发布，信息安全业务景气度向上。**近年来，信息安全事件频发，2019 年 5 月 13 日，国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会召开新闻发布会，等保 2.0 相关的《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术网络安全等级保护安全技术要求》等国家标准正式发布，并将于 2019 年 12 月 1 日正式实施。等级保护由之前的基本制度正式上升为法律，首先，国家明确实行等级保护制度，网络运营者应按等级保护要求开展网络安全建设。其次，关键信息基础设施必须要落实等级保护制度，并要重点保护。我们认为，等保 2.0 将为行业带来的百亿级别的市场增量，作为国内信息安全行业领导者之一，深信服信息安全业务或将受益于等保 2.0 等相关政策。(2) **参编云计算国家标准，云计算技术能力获政府背书。**根据搜狐网 2019 年 9 月 20 日的信息，全国信标委云计算标准工作组归口管理的 12 项云计算国家标准获批正式发布，深信服作为组织会员单位，参与了其中 3 项国家标准的制定。此外，深信服也是国内首部《混合云白皮书》主要撰写单位，同时也是《云服务用户数据保护能力参考框架》、《云服务数据保护能力评估方法》等标准的主要起草单位。近年来，公司云计算业务快速发展，2019 年前三季度，云计算业务占比相对上年同期继续扩大。
- **成本和费用端：投入加大。**(1) 虽然营业收入取得了较快增长，但为了业务扩张和公司长远发展需要，2019 年前三季度，公司员工人数增加较快，销售、研发和管理费用均有较大幅度的上涨；(2) 2019 年前三季度，毛利率相对较低的云计算业务占比相对上年同期扩大，导致公司整体毛利率较上年同期有所下降；(3) 公司在安全服务业务上的投入增加，导致费用有一定上升；(4) 2018 年度员工股权激励计划的实施，2019 年前三季度股份支付费用相比上年同期股份支付费用增长较多。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为，深信服是国内信息安全行业领导者之一，云计算相关业务逐步放量，未来有望带来新的增量市场。我们预计公司 2019-2021 年，归母净利润分别为 6.81 亿元/8.71 亿元/11.53 亿元，EPS 分别为 1.69 元/2.16 元/2.86 元，目前股价对应的 PE 分别为 64 倍、50 倍、38 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。**政府对信息安全行业投入不及预期；云计算业务拓展不及预期；研发风险；企业级无线市场竞争加剧的风险。

图表 1: 公司主要财务数据

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,224.5	4,238.7	5,547.6	7,173.2	净利润	603.3	680.9	870.5	1,153.2
减:营业成本	860.2	1,112.5	1,521.0	2,016.0	加:折旧和摊销	84.3	10.8	10.8	10.8
营业税费	43.3	59.5	77.0	98.9	资产减值准备	13.2	-	-	-
销售费用	1,171.0	1,513.6	1,997.9	2,572.4	公允价值变动损失	-0.6	-0.4	0.1	0.1
管理费用	908.9	1,262.4	1,660.7	2,030.2	财务费用	-67.8	-202.8	-373.2	-506.9
财务费用	-77.3	-202.8	-373.2	-506.9	投资收益	-19.4	-10.7	-12.3	-14.1
资产减值损失	13.2	10.8	11.9	12.0	少数股东损益	-	-	-	-
加:公允价值变动收益	0.6	-0.4	0.1	0.1	营运资金的变动	-943.6	637.3	495.2	-353.7
投资和汇兑收益	19.4	10.7	12.3	14.1	经营活动产生现金流量	943.2	1,115.0	991.2	289.5
营业利润	614.2	748.6	937.1	1,228.9	投资活动产生现金流量	-1,610.2	-236.4	-265.3	11.5
加:营业外净收支	3.8	3.9	3.8	3.9	融资活动产生现金流量	1,185.4	350.8	316.4	439.1
利润总额	618.0	752.5	940.8	1,232.8	现金净流量	521.3	1,228.8	1,040.6	740.3
减:所得税	14.7	71.6	70.3	79.6					
净利润	603.3	680.9	870.5	1,153.2					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	737.4	1,966.8	3,009.1	3,749.2	成长性				
交易性金融资产	0.6	0.2	0.3	0.4	营业收入增长率	30.4%	31.5%	30.9%	29.3%
应收帐款	319.5	539.6	483.2	873.0	营业利润增长率	-3.5%	21.9%	25.2%	31.1%
应收票据	5.8	18.6	7.3	24.6	净利润增长率	5.2%	12.9%	27.9%	32.5%
预付帐款	11.8	24.5	18.8	37.7	EBITDA增长率	-22.8%	-6.9%	0.5%	55.1%
存货	127.9	134.7	228.4	259.0	EBIT增长率	-33.3%	17.0%	0.5%	57.1%
其他流动资产	1,841.7	1,358.4	1,570.3	1,590.1	净资产增长率	97.5%	23.1%	19.7%	21.4%
可供出售金融资产	-	-	-	-	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	73.3%	73.8%	72.6%	71.9%
长期股权投资	-	-	-	-	营业利润率	19.0%	17.7%	16.9%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	净利率	18.7%	16.1%	15.7%	16.1%
固定资产	181.8	172.3	162.7	153.1	EBITDA/营业收入	10.0%	7.1%	5.5%	6.5%
在建工程	-	500.0	655.0	655.0	EBIT/营业收入	7.7%	6.8%	5.3%	6.4%
无形资产	4.5	3.2	2.0	0.7	运营效率				
其他非流动资产	1,901.3	1,122.5	1,220.8	1,407.8	固定资产周转天数	18	15	11	8
资产总额	5,132.4	5,840.8	7,357.8	8,750.6	流动资产周转天数	286	301	304	297
短期债务	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	36	33	34
应付帐款	692.3	573.2	1,174.8	1,215.2	存货周转天数	12	11	12	12
应付票据	-	-	-	-	总资产周转天数	449	466	428	404
其他流动负债	817.4	901.8	970.5	1,230.9	投资资本周转天数	-15	6	10	1
长期借款	-	-	-	-	投资回报率				
其他非流动负债	185.3	133.5	148.4	155.7	ROE	17.6%	16.1%	17.2%	18.8%
负债总额	1,695.0	1,608.5	2,293.8	2,601.9	ROA	11.8%	11.7%	11.8%	13.2%
少数股东权益	-	-	-	-	ROIC	-1408.6%	-218.6%	140.7%	-1117.0%
股本	403.1	403.1	403.1	403.1	费用率				
留存收益	3,171.0	3,829.2	4,660.9	5,745.6	销售费用率	36.3%	35.7%	36.0%	35.9%
股东权益	3,437.4	4,232.3	5,064.0	6,148.7	管理费用率	28.2%	29.8%	29.9%	28.3%
负债和股东权益合计	5,132.4	5,840.8	7,357.8	8,750.6	财务费用率	-2.4%	-4.8%	-6.7%	-7.1%
					三费/营业收入	62.1%	60.7%	59.2%	57.1%

来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。