光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

云业务持续高增长，研发投入大幅提升

——深信服（300454.SZ）2018 年中报点评

公司简报

◆事件：

公司发布 2018 年中报：报告期内实现营业收入 11.78 亿元，同增 30.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.25 亿元，同增 12.9%。

◆云业务持续高增长，研发投入大幅提升

分业务板块看，报告期内：公司安全业务实现营收 7.27 亿，同增 24.2%，维持稳健增长；云业务实现营收 2.88 亿，同增 84.9%，维持高速增长；企业无线业务实现营收 1.35 亿，同增 5.5%。云业务收入占比进一步提升使得综合毛利率由去年同期的 76.5%下降到 74.4%。

公司业绩增长低于收入增长主要是报告期内研发投入大幅上升使得当期费用率大幅上涨所致。报告期内公司期间费用率由去年同期的 70.2%上升到 74%；其中销售费用率由 42.8%上升到 43.6%，管理费用率由 29.5%上升到 32.6%，主要是研发费用率由 24.1%上升到 27.1%所贡献。研发费用大幅上升预计是上市后募投项目投入所致。期间费用同比增长 37.4%高于收入增长，报告期内经营活动现金流量净额由去年同期的 6619 万元下降到-3222 万元。

◆超融合市场领先企业，看好长期成长空间

在大数据及数据驱动业务决策的背景下，超融合架构迎来广阔的应用市场，预计未来三年中国市场复合增长率超过 50%。公司作为国内市场的领先企业，基于自身超融合架构延伸出桌面云、企业云、分支云等企业端云解决方案，行业高景气度叠加公司成本、服务、渠道等优势，将显著受益于市场的高速成长。

◆投资建议：

基于看好超融合市场潜力和公司的竞争优势，维持公司 2018-2020 年归属于上市公司股东净利润为 7.46、9.76、12.74 亿元，对应 EPS 为 1.86、2.44、3.18 元/股，持“买入”评级。

◆风险提示：

超融合市场竞争加剧的风险，企业安全投入降低的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,750	2,472	3,455	4,739	6,276
营业收入增长率	32.70%	41.28%	39.73%	37.17%	32.43%
净利润（百万元）	258	574	746	976	1,274
净利润增长率	-21.96%	122.67%	30.08%	30.83%	30.52%
EPS（元）	0.64	1.43	1.86	2.44	3.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.27%	32.95%	20.22%	21.26%	22.09%
P/E	143	64	49	38	29
P/B	30.4	21.1	10.0	8.0	6.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 17 日

买入（维持）

当前价/目标价：91.90/111.90 元

目标期限：6 个月

分析师

卫书根 (执业证书编号：S0930517090002)
021-22167336
weishugen@ebscn.com

姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)
021-22169167
jianggp@ebscn.com

联系人

万义麟
021-22169315
wanyilin@ebscn.com

市场数据

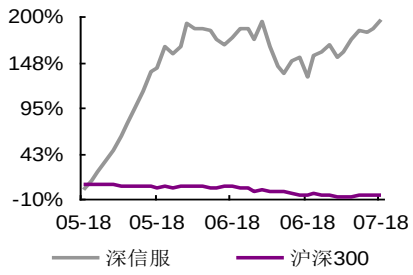
总股本(亿股)： 4.00

总市值(亿元)：367.61

一年最低/最高(元)：36.08/134.88

近 3 月换手率：119.37%

股价表现(一年)



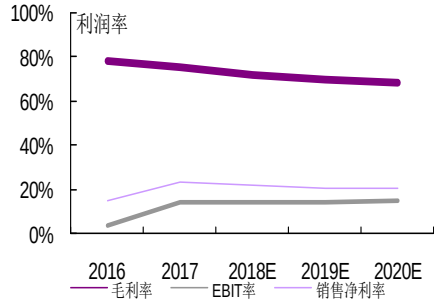
收益表现

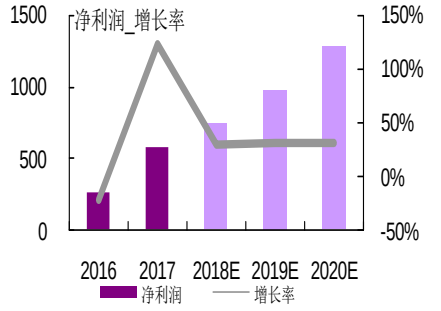
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.27	92.67	0.00
绝对	-13.15	75.42	0.00

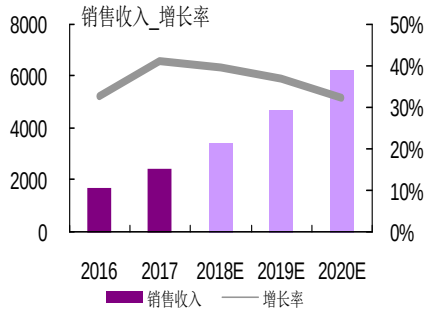
资料来源：Wind

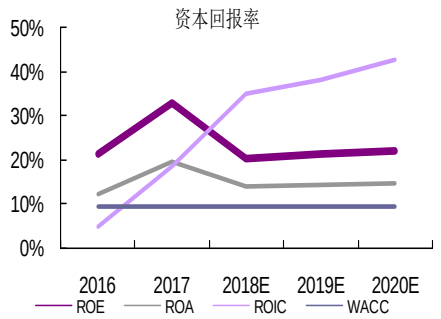
相关研报

产品与市场双驱动，云业务打开新空间——深信服（300454.SZ）投资价值分析报告 ……2018-08-14









利润表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1,750**	**2,472**	**3,455**	**4,739**	**6,276**
营业成本	373	606	963	1,428	1,990
折旧和摊销	41	56	84	84	85
营业税费	25	35	51	68	90
销售费用	766	868	1,141	1,450	1,768
管理费用	513	587	795	1,094	1,464
财务费用	-40	-42	-79	-119	-167
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6	7	5	6	6
营业利润	**110**	**637**	**830**	**1,089**	**1,423**
利润总额	305	641	838	1,097	1,431
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**258**	**574**	**746**	**976**	**1,274**

资产负债表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	**2,104**	**2,911**	**5,350**	**6,801**	**8,733**
流动资产	1,184	2,087	4,483	5,978	7,955
货币资金	231	216	2,774	3,472	4,413
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	144	247	298	437	559
应收票据	9	4	13	17	19
其他应收款	16	15	159	96	151
存货	51	88	133	200	281
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	100	144	61	-21	-103
无形资产	1	5	5	5	5
总负债	**894**	**1,171**	**1,660**	**2,210**	**2,966**
无息负债	894	1,171	1,660	2,210	2,966
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	**1,211**	**1,741**	**3,690**	**4,591**	**5,767**
股本	360	360	400	400	400
公积金	709	785	2,023	2,079	2,079
未分配利润	126	584	1,256	2,101	3,277
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**487**	**765**	**1,360**	**623**	**829**
净利润	258	574	746	976	1,274
折旧摊销	41	56	84	84	85
净营运资金增加	-421	751	-560	440	510
其他	610	-615	1,090	-877	-1,040
投资活动产生现金流	**-25**	**-625**	**-133**	**-34**	**-34**
净资本支出	-64	-37	-40	-40	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	39	-588	-93	6	6
融资活动现金流	**-348**	**-148**	**1,331**	**109**	**146**
股本变化	300	0	40	0	0
债务净变化	-116	0	0	0	0
无息负债变化	-32	277	490	550	756
净现金流	**117**	**-15**	**2,558**	**698**	**941**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	32.70%	41.28%	39.73%	37.17%	32.43%
净利润增长率	-21.96%	122.67%	30.08%	30.83%	30.52%
EBITDA 增长率	-55.68%	298.75%	37.60%	32.48%	34.89%
EBIT 增长率	-69.24%	464.60%	35.70%	37.87%	39.09%
估值指标					
PE	143	64	49	38	29
PB	30	21	10	8	6
EV/EBITDA	313	79	59	44	32
EV/EBIT	511	91	69	49	35
EV/NOPLAT	605	101	78	56	39
EV/Sales	19	13	10	7	5
EV/IC	29	19	27	21	17
盈利能力（%）					
毛利率	78.66%	75.50%	72.14%	69.86%	68.30%
EBITDA 率	6.03%	17.02%	16.76%	16.19%	16.49%
EBIT 率	3.70%	14.77%	14.34%	14.42%	15.14%
税前净利润率	17.44%	25.93%	24.26%	23.14%	22.81%
税后净利润率（归属母公司）	14.72%	23.20%	21.59%	20.60%	20.30%
ROA	12.24%	19.70%	13.94%	14.35%	14.59%
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.27%	32.95%	20.22%	21.26%	22.09%
经营性 ROIC	4.72%	18.43%	34.96%	38.17%	42.67%
偿债能力					
流动比率	1.47	2.00	2.91	2.95	2.94
速动比率	1.41	1.91	2.82	2.85	2.84
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.64	1.43	1.86	2.44	3.18
每股红利	0.00	0.00	0.19	0.24	0.32
每股经营现金流	1.22	1.91	3.40	1.56	2.07
每股自由现金流(FCFF)	1.15	-0.99	2.64	0.57	0.98
每股净资产	3.03	4.35	9.22	11.48	14.42
每股销售收入	4.38	6.18	8.64	11.85	15.69

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com

上海原点资产管理有限公司