



打扫干净再出发，公司新业务进入收获期

——卫士通（002268）业绩快报点评

2019年02月28日

强烈推荐/维持

卫士通

事件点评

| | | |
|-----|--|--|
| 陆洲 | 分析师 luzhou@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480517080001 Tel: 010-66554142 |
| 王习 | 分析师 Wangxi@dxzq.net.cn 010-66554034 | 执业证书编号：S1480518010001 Tel: 010-66554034 |
| 张卓琦 | 研究助理 zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018 | Tel: 010-66554018 |

事件：公司 2 月 27 日晚间发布业绩快报，2018 年度实现营业收入 19.31 亿元，同比下降 9.64%，归属于上市公司股东净利润 1.40 亿元，同比下降 17.22%。预测公司 2019 年~2020 年利润分别为 5.47 亿、8.07 亿，EPS 分别为 0.65 元、0.96 元，维持“强烈推荐”评级。

观点：

1. 多项目仍在投入期叠加高层更换拖累业绩，新董事长有望带来新一轮业绩提升。

四季度单季度来看，公司实现营业收入 13.74 亿元，去年四季度 15.62 亿元，同比减少 12%，实现归母净利润 2.26 亿元，同比减少 14.72%，四季度单季度利润下滑幅度大，原因有四，第一，国内信息安全行业竞争加剧，公司部分省市电子政务网络项目延后，商用密码产品市场营销不及预期；第二，智慧城市、央企整保、卫士云等新动能业务的业务模式和盈利模式还在梳理和摸索，处在投入期，新业务开拓进展不及预期；第三，董事长更换不可避免影响了公司一些项目进度；第四，资产减值较多，拉低公司利润。

新任中国网安董事长卿昱第一份工作即在三十所，学者出身多年从事网络安全工作，未来将有效推进传统加密领域业务，并理清业务链实现卫士通与三十所业务之间的业务协同和分配问题；在网络安全领域建树颇多，近期偏向于云计算安全，有望在推动网安云计算业务的顺利推广特别是军工领域；曾任三零盛安副董事长，熟悉网络安全服务业务，且曾担任网信办安全协调局副局长，在央企安全运维领域将加速业务推进，预计一季报将回暖，走上新一轮高增长轨道。

2. 资产减值数值相比 2017 年减少，仍在可控水平

公司 2018 年度计提的资产减值准备合计 6,363.09 万元，预计将减少 2018 年度归属于母公司股东的净利润 5,383.05 万元，减少公司 2018 年度归属于母公司所有者权益 5,383.05 万元。其中，存货跌价 1075.98 万元，主要是库存商品和发出商品；应收账款坏账准备 5320 万元。2017 年资产减值 7460 万元，2018 年资产减值数额相比而言并没有增多，存货和坏账损失目前来看仍在可控水平。

3. 投资建议

卫士通是我们团队重点覆盖标的，我们在 8 月 22 日以来陆续发布多篇报告（《卫士通（002268.SZ）：密码资质构筑强力护城河，打造党政军综合信息安全服务商》、《卫士通（002268.SZ）：布局军用云计算，打造

业务新成长极》、《卫士通（002268.SZ）：卫士通系列报告之一，整体安全运维，市场空间大安全边际高》、《卫士通（002268.SZ）：系列报告之二，安全可控助力安全运维，密码优势引领弯道超车》、《卫士通（002268.SZ）：深度报告系列之三，新领导新气象，紧抓网络攻防不放松》、《卫士通（002268.SZ）：对标美国 FireEye 追求网络攻防绝对优势》，从底部坚定推荐，公司股价 16.3 元低点以来反弹幅度已接近 60%。站在当前时点，我们仍然坚定看好公司，公司 2019 年几大新业务进入收获期，同时一季报有望超市场预期，建议积极参与。我们预测公司 2019 年~2020 年利润分别为 5.47 亿、8.07 亿，EPS 分别为 0.65 元、0.96 元，维持“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

安全运维推广不达预期，政务云竞争激烈，5G 进度低于预期。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|
| | 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产合计 | 2140 | 4067 | 5156 | 9778 | 14339 | 营业收入 | 1799 | 2137 | 2715 | 5227 | 7692 |
| 货币资金 | 524 | 1881 | 2389 | 4600 | 6769 | 营业成本 | 1165 | 1383 | 1776 | 3054 | 4393 |
| 应收账款 | 1088 | 1616 | 2053 | 3953 | 5817 | 营业税金及附加 | 15 | 20 | 9 | 17 | 25 |
| 其他应收款 | 59 | 67 | 85 | 163 | 240 | 营业费用 | 177 | 215 | 285 | 549 | 808 |
| 预付款项 | 55 | 68 | 85 | 114 | 156 | 管理费用 | 271 | 330 | 421 | 810 | 1192 |
| 存货 | 193 | 211 | 271 | 466 | 670 | 财务费用 | 6 | -12 | -9 | 80 | 232 |
| 其他流动资产 | 29 | 25 | 20 | -5 | -29 | 资产减值损失 | 47.47 | 74.60 | 74.60 | 74.60 | 74.60 |
| 非流动资产合计 | 1509 | 1686 | 1464 | 1300 | 1137 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 25 | 27 | 27 | 27 | 27 | 投资净收益 | 1.87 | 1.80 | 1.80 | 1.80 | 1.80 |
| 固定资产 | 268.05 | 265.66 | 1270.43 | 1113.41 | 956.39 | 营业利润 | 120 | 153 | 161 | 644 | 970 |
| 无形资产 | 10 | 71 | 63 | 57 | 51 | 营业外收入 | 76.69 | 50.75 | 50.75 | 50.75 | 50.75 |
| 其他非流动资产 | 0 | 55 | 55 | 55 | 55 | 营业外支出 | 0.16 | 0.74 | 0.74 | 0.74 | 0.74 |
| 资产总计 | 3649 | 5754 | 6620 | 11078 | 15477 | 利润总额 | 196 | 203 | 211 | 694 | 1020 |
| 流动负债合计 | 2026 | 1309 | 2057 | 6128 | 9961 | 所得税 | 23 | 26 | 42 | 139 | 204 |
| 短期借款 | 829 | 0 | 398 | 3440 | 6174 | 净利润 | 173 | 177 | 169 | 556 | 816 |
| 应付账款 | 759 | 980 | 1242 | 2136 | 3072 | 少数股东损益 | 17 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 预收款项 | 40 | 60 | 84 | 131 | 201 | 归属母公司净利润 | 156 | 169 | 160 | 547 | 808 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 161 | 238 | 315 | 888 | 1364 |
| 非流动负债合计 | 50 | 57 | 57 | 57 | 57 | EPS (元) | 0.36 | 0.21 | 0.19 | 0.65 | 0.96 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 负债合计 | 2077 | 1366 | 2113 | 6185 | 10018 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 84 | 92 | 100 | 108 | 117 | 营业收入增长 | 12.21% | 18.80% | 27.05% | 92.51% | 47.16% |
| 实收资本(或股) | 433 | 838 | 838 | 838 | 838 | 营业利润增长 | -9.33% | 28.11% | 4.89% | 301.18% | 50.54% |
| 资本公积 | 300 | 2558 | 2558 | 2558 | 2558 | 归属于母公司净利润 | 4.69% | 8.54% | -5.18% | 241.42% | 47.61% |
| 未分配利润 | 708 | 848 | 910 | 1121 | 1432 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 1489 | 4296 | 4406 | 4784 | 5342 | 毛利率 (%) | 34.57% | 41.58% | 42.89% | 42.30% | 43.14% |
| 负债和所有者权 | 3649 | 5754 | 6620 | 11078 | 15477 | 净利率 (%) | 9.61% | 8.29% | 6.21% | 10.63% | 10.61% |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润 (%) | 4.27% | 2.94% | 2.42% | 4.94% | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | ROE (%) | 10.46% | 3.94% | 3.64% | 11.44% | 15.12% |
| 经营活动现金流 | -137 | -51 | 165 | -509 | -10 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 173 | 177 | 169 | 556 | 816 | 资产负债率 (%) | 57% | 24% | 32% | 56% | 65% |
| 折旧摊销 | 35.55 | 97.30 | 0.00 | 157.02 | 157.02 | 流动比率 | 1.06 | 3.11 | 2.51 | 1.60 | 1.44 |
| 财务费用 | 6 | -12 | -9 | 80 | 232 | 速动比率 | 0.96 | 2.95 | 2.38 | 1.52 | 1.37 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -437 | -1899 | -1864 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 24 | 47 | 69 | 总资产周转率 | 0.57 | 0.45 | 0.44 | 0.59 | 0.58 |
| 投资活动现金流 | -634 | -181 | -14 | -73 | -73 | 应收账款周转率 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 2.59 | 2.46 | 2.44 | 3.09 | 2.95 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 每股收益(最新摊薄) | 0.36 | 0.21 | 0.19 | 0.65 | 0.96 |
| 筹资活动现金流 | 733 | 1579 | 358 | 2793 | 2252 | 每股净现金流(最新) | -0.09 | 1.61 | 0.61 | 2.64 | 2.59 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 3.44 | 5.12 | 5.26 | 5.71 | 6.37 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 406 | 0 | 0 | 0 | P/E | 53.99 | 92.18 | 101.66 | 29.78 | 20.17 |
| 资本公积增加 | 6 | 2258 | 0 | 0 | 0 | P/B | 5.65 | 3.79 | 3.70 | 3.41 | 3.05 |
| 现金净增加额 | -38 | 1347 | 509 | 2210 | 2169 | EV/EBITDA | 54.24 | 60.51 | 45.37 | 17.05 | 11.51 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。