

卫士通 (002268)

持续推进业务结构优化，新管理班子的效应将在下半年开始显现

买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,931	2,888	4,338	6,546
同比 (%)	-9.6%	49.6%	50.2%	50.9%
归母净利润 (百万元)	120	369	687	1,201
同比 (%)	-28.9%	206.7%	86.3%	74.9%
每股收益 (元/股)	0.14	0.44	0.82	1.43
P/E (倍)	204	67	36	20

事件：2018 年营收、归母净利润同比分别减少 9.64%、28.90%；2019Q1 营收 1.65 亿元，同比增长 14.35%，归母净利润-0.79 亿元，同比增长 7.55%。同时预告 2019H1 净利润为-9300 万元到-8000 万元，去年同期为-9324 万。

投资要点

- **一季度经营开门红，新管理班子的效应将在下半年开始体现：**分业务看，2018 年单机和系统产品、安全集成收入分别同比减少 15.56%、3.44%，但由于销售回款增加，经营活动现金净额同比增长 164.37%。费用率方面，销售费用率同比增长 1.91pct，管理费用（含研发）同比增长 1.95pct。毛利率方面，单机和系统产品毛利率同比增加 5.48pct，安全服务与集成毛利率同比减少 3.08pct。根据中国网安公众号¹，一季度网安子集团新签合同 13 亿元，同比增长 30%，实现开门红。上市平台卫士通营收增长 14.35%，预收款同比增长 21.78%，随着等保 2.0、安全可控等落地，业绩有望继续加速。由于网络安全行业的业务季节性，上半年业务主要受去年下半年签单影响，因而新管理班子的经营效应将在下半年开始体现。
- **加密业务在产品升级和行业应用齐发力：**公司已形成包括密码芯片、密码模块、密码设备和密码系统在内的全系列密码产品，软件密码模块完成研制，并获软件密码模块最高商密资质。报告期内完成了 X86 通用硬件平台、统一固件平台和密码中间件的产品研制，并成功应用于金融数据密码机、VPN 等多款密码设备；云计算领域，研制了云密码机、云密钥管理系统、云密码资源池管理平台、安全云终端等产品，云密码机推广初见成效，成功中标多个项目；移动互联网领域，安全移动办公系统成功获取商密资质，通过试点构建了基于云部署模式的安全移动办公解决方案基础框架。行业应用上，完善金融、电力、政务云、安全移动办公等解决方案，金融领域加强了保险、证券、区域银行、第三方支付公司的市场拓展；电子政务领域，信任服务系统全面满足 2018 年新标准，目前已有各类用户数十家。通用网络安全产品，IPSec VPN、SSL VPN、安全隔离交换等产品全面启动 IPv6 适配改造工作，安全态势感知系统完成多款用户版本的发布，并广泛应用于多个省市。
- **持续推进业务结构优化，新兴领域快速成长：**新动能打造取得初步成果：央企安全运维领域，与招商局集团签订并落地业内首个央企网络安全整体保障服务合同，项目完成阶段性验收；与中国远洋海运、中广核集团等签订整体保障战略合作协议，与南方电网、中国电建、北汽集团等开展整体保障相关项目合作。物联网安全领域，承担安全保密系统的研制，进行 IoT 加密模组、4G 加密、物联网加密网关等产品的研制。此外，公司在电子签章、视频监控网络安全等方面完成布局。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年净利润分别为 3.69/6.87/12.01 亿元，EPS 分别为 0.44/0.82/1.43 元，对应 67/36/20 倍 PE。央企网安运维和自主可控的网安飞天云进入落地期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**信息安全市场低于预期，安全云平台建设低于预期。

¹<https://mp.weixin.qq.com/s/NFGQV6aQHMc2P5qM8szH1w>

2019 年 04 月 28 日

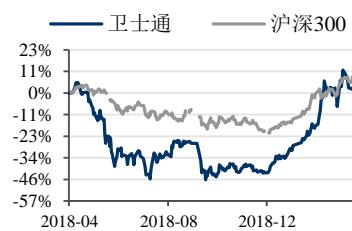
证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.30
一年最低/最高价	16.30/35.55
市净率(倍)	5.68
流通 A 股市值(百万元)	23730.13

基础数据

每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	21.25
总股本(百万股)	838.34
流通 A 股(百万股)	809.90

相关研究

- 1、《卫士通 (002268)：三十所核心骨干入驻公司，做大做强上市平台》2019-04-03
- 2、《卫士通 (002268)：资产减值拖累利润，物联网安全高歌猛进》2019-02-28
- 3、《卫士通 (002268)：主新董事长上任，公司迎来发展新篇章》2019-01-24

卫士通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,409	5,300	5,576	6,970	营业收入	1,931	2,888	4,338	6,546
现金	1,946	1,956	1,087	705	减: 营业成本	1,255	1,804	2,505	3,475
应收账款	1,723	2,128	2,976	3,915	营业税金及附加	14	27	38	57
存货	310	439	601	841	营业费用	232	318	477	687
其他流动资产	431	776	913	1,509	管理费用	143	491	759	1,244
非流动资产	1,811	2,280	3,047	4,374	财务费用	-43	-43	-30	-11
长期股权投资	31	37	42	46	资产减值损失	91	46	69	105
固定资产	263	681	1,182	1,884	加: 投资净收益	-4	1	0	-0
在建工程	1,174	1,211	1,463	2,074	其他收益	0	0	0	0
无形资产	169	178	188	199	营业利润	105	344	675	1,223
其他非流动资产	173	173	172	172	加: 营业外净收支	23	50	58	60
资产总计	6,220	7,580	8,624	11,344	利润总额	128	394	734	1,283
流动负债	1,689	2,680	3,057	4,569	减: 所得税费用	4	12	23	39
短期借款	250	250	250	250	少数股东损益	4	13	24	43
应付账款	1,042	1,865	2,173	3,427	归属母公司净利润	120	369	687	1,201
其他流动负债	397	565	634	893	EBIT	85	350	703	1,272
非流动负债	76	76	76	76	EBITDA	132	413	810	1,439
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	76	76	76	76	每股收益(元)	0.14	0.44	0.82	1.43
负债合计	1,766	2,756	3,134	4,646	每股净资产(元)	5.26	5.68	6.45	7.84
少数股东权益	48	61	85	128	发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
归属母公司股东权益	4,407	4,763	5,404	6,570	ROIC(%)	1.7%	6.7%	11.9%	17.9%
负债和股东权益	6,220	7,580	8,624	11,344	ROE(%)	2.8%	7.9%	13.0%	18.6%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	35.0%	37.5%	42.2%	46.9%
经营活动现金流	33	511	19	1,137	销售净利率(%)	6.2%	12.8%	15.8%	18.4%
投资活动现金流	-162	-531	-874	-1,495	资产负债率(%)	28.4%	36.4%	36.3%	41.0%
筹资活动现金流	192	31	-15	-24	收入增长率(%)	-9.6%	49.6%	50.2%	50.9%
现金净增加额	63	11	-870	-382	净利润增长率(%)	-28.9%	206.7%	86.3%	74.9%
折旧和摊销	47	62	107	167	P/E	204	67	36	20
资本开支	153	464	762	1,323	P/B	5.57	5.16	4.54	3.74
营运资本变动	-206	111	-769	-263	EV/EBITDA	174.11	55.71	29.48	16.90

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5% ；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>