



卫士通（002268）：利用自身优势切入专网运营，将成为公司新业绩增长点

2019年07月23日

强烈推荐/维持

卫士通

公司报告

事件：

2019年7月18日，卫士通召开第七届董事会第三次会议，审议通过了《关于增加经营范围并修订<公司章程>的议案》。因公司业务开展需要，经营范围拟增加：“经营电信业务”，并根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他相关规定，相应修订《公司章程》经营范围相关内容。

主要观点：

1、公司是5G安全标准制定者。

随着云计算和5G的发展，两者的安全直接关系到我国关键信息基础设施的安全，因此，必须充分发挥密码在云计算和5G安全中的核心支撑作用。而卫士通重点开展云计算密码应用、大数据智能分析、5G密码应用、新型密码算法、移动互联网安全、自主可控等核心技术研究，夯实技术基础。卫士通提前进行技术战略卡位，成立5G安全专项推进组，重点开展5G密码应用等研发，依托于密码技术这一核心优势，制定5G安全标准，并形成面向垂直行业的5G安全解决方案。

2、公司利用自身优势布局电信业务，开辟新的市场空间。

旗下三零瑞通的核心产品安全手机的用户主要是国家涉密人员，如党政军人士等，有力保障通讯终端安全；公司以信息加密起家，母公司中国网安目前在量子加密方面走在世界前列，在数据加密方面将有力保障信息安全；公司所在的中电科集团在电子干扰方面具备多年深厚背景，具备雄厚的技术积累，与卫士通共同打造综合信息安全体系。公司制定了5G网络安全标准，在新一代网络安全中占据先机，同时还具备自有安全终端，建设专网后开展电信运营业务可以结合自身多项优势开展。既有网又有终端，做电信运营顺风顺水。传统专网市场，专网的建设由专网使用方自己解决。网络建好后要么找专业企业代维、要么只能自己雇佣专业人员进行管理。这导致用户需要耗费大量精力投资建设运维，不仅不专业而且浪费大量资金和频谱资源。而从AT&T建设运营FirstNet的经验来看，可实现跨部门的通信服务，达到降

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,137.11	1,931.00	4,723.27	6,950.98	9,429.78
增长率（%）	18.80%	-9.64%	144.60%	47.16%	35.66%
净利润（百万元）	169.05	120.20	547.15	807.77	1,051.96
增长率（%）	8.54%	-28.90%	355.18%	47.63%	30.23%
净资产收益率（%）	3.94%	2.73%	11.47%	15.22%	17.51%
每股收益(元)	0.21	0.14	0.65	0.96	1.25
PE	111.24	163.60	35.95	24.35	18.70
PB	4.58	4.46	4.12	3.70	3.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

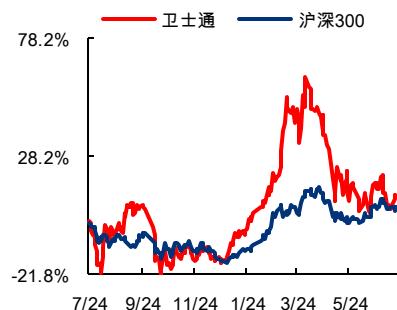
公司简介：

公司是国内知名密码产品、网络安全产品、互联网安全运营、行业安全解决方案综合提供商，专注网络信息安全，致力打造从芯片到系统的全生命周期安全解决方案，为党政军用户、企业级用户和消费者提供专业自主的网络信息安全解决方案、产品和服务。

交易数据

52周股价区间（元）	23.66-21.16
总市值（亿元）	198.35
流通市值（亿元）	191.62
总股本/流通A股（万股）	83834/80990
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.24

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518010001

研究助理：张卓琦

010-66554018

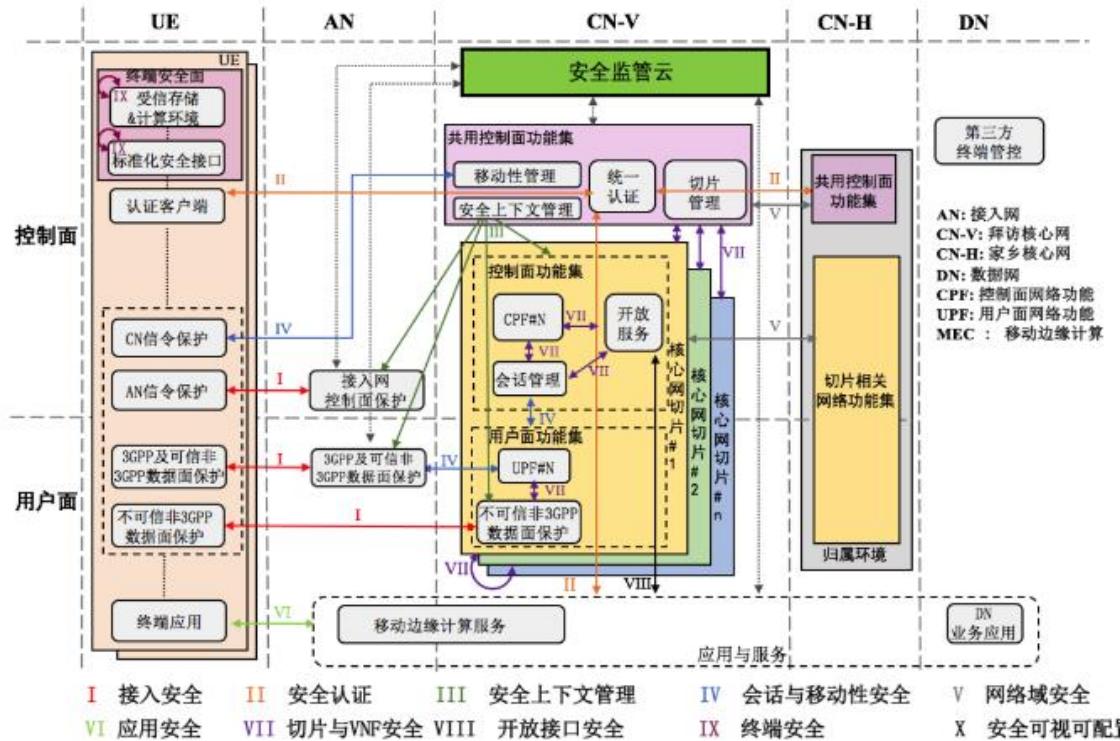
zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480117080010

低成本、提高效率和缩短响应时间的目的，同时保证高安全。2018年我国专网市场规模超过200亿，过去8年复合增速在20%以上，在未来5G、工业互联网、智慧城市、一带一路等牵引下，专网业务市场规模将更加快速增长，卫士通切入这一领域有望成为公司新的增长点。

图 1：5G 安全总体框架



资料来源：互联网，东兴证券研究所

图 2：中国专网通信行业市场规模



资料来源：前瞻研究院，东兴证券研究所

3、投资建议

卫士通作为A股唯一网络安全国家队，深入布局央企安全运维和工业互联网安全，有望拿下央企安全运维大比例市场份额；布局云计算和5G安全，与阿里云合作成立的网安飞天云有望在党政军领域成为安全私有云第一梯队，从此次扩大经营范围可知，安全终端和5G专网运营将公司未来重要业务增长点，给卫士通带来新的发展空间。我们预测公司2019年~2021年净利润分别为5.47亿、8.07亿和10.52亿，EPS分别为0.65元、0.96元和1.25元，维持“强烈推荐”评级。

4、风险提示

电信业务不达预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	4067	4409	9715	14107	18999	营业收入	2137	1931	4723	6951	9430
货币资金	1881	1946	4458	6560	8900	营业成本	1383	1255	2961	4315	5813
应收账款	1616	1723	4213	6201	8412	营业税金及附加	20	14	40	51	79
其他应收款	67	67	165	243	329	营业费用	215	232	496	695	990
预付款项	68	78	99	131	174	管理费用	330	143	540	795	1078
存货	211	310	591	862	1161	财务费用	-12	-43	76	215	338
其他流动资产	25	57	-372	-714	-1095	资产减值损失	74.60	90.90	60.90	60.90	60.90
非流动资产合计	1686	1811	1573	1406	1240	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	27	31	31	31	31	投资净收益	1.80	-3.99	-3.99	-3.99	-3.99
固定资产	265.66	263.20	1279.11	1121.02	962.93	营业利润	153	105	546	815	1067
无形资产	71	99	89	80	72	营业外收入	50.75	23.66	23.66	23.66	23.66
其他非流动资产	55	98	98	98	98	营业外支出	0.74	0.57	0.57	0.57	0.57
资产总计	5754	6220	11288	15513	20239	利润总额	203	128	569	838	1090
流动负债合计	1309	1689	6389	10071	14093	所得税	26	4	17	26	33
短期借款	0	250	3339	5667	8165	净利润	177	124	551	812	1056
应付账款	980	1042	2426	3535	4762	少数股东损益	8	4	4	4	4
预收款项	60	88	157	258	396	归属母公司净利润	169	120	547	808	1052
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	238	183	789	1197	1570
非流动负债合计	57	76	76	76	76	EPS(元)	0.21	0.14	0.65	0.96	1.25
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	1366	1766	6465	10148	14170	成长能力					
少数股东权益	92	48	52	56	61	营业收入增长	18.80%	-9.64%	144.60%	47.16%	35.66%
实收资本(或股本)	838	838	838	838	838	营业利润增长	28.11%	-31.21%	418.13%	49.26%	30.92%
资本公积	2558	2591	2591	2591	2591	归属于母公司净利润	8.54%	-28.90%	355.18%	47.63%	30.23%
未分配利润	848	923	1082	1316	1621	盈利能力					
归属母公司股东权益合计	4296	4407	4771	5308	6008	毛利率(%)	37.31%	37.92%	38.36%	38.36%	38.36%
负债和所有者权益	5754	6220	11288	15513	20239	净利率(%)	8.29%	6.45%	11.67%	11.68%	11.20%
现金流量表	单位:百万元						总资产净利润(%)		2.94%	1.93%	4.85%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	3.94%	2.73%	11.47%	15.22%	17.51%
经营活动现金流	-51	33	-323	324	596	偿债能力					
净利润	177	124	551	812	1056	资产负债率(%)	24%	28%	57%	65%	70%
折旧摊销	97.30	120.56	0.00	158.09	158.09	流动比率	3.11	2.61	1.52	1.40	1.35
财务费用	-12	-43	76	215	338	速动比率	2.95	2.43	1.43	1.32	1.27
应收账款减少	0	0	-2491	-1987	-2211	营运能力					
预收帐款增加	0	0	69	102	138	总资产周转率	0.45	0.32	0.54	0.52	0.53
投资活动现金流	-181	-162	6	-65	-65	应收账款周转率	2	1	2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.46	1.91	2.72	2.33	2.27
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	-4	-4	-4	-4	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.14	0.65	0.96	1.25
筹资活动现金流	1579	192	2830	1843	1808	每股净现金流(最新)	1.61	0.08	3.00	2.51	2.79
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.12	5.26	5.69	6.33	7.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	406	0	0	0	0	P/E	111.24	163.60	35.95	24.35	18.70
资本公积增加	2258	33	0	0	0	P/B	4.58	4.46	4.12	3.70	3.27
现金净增加额	1347	63	2512	2102	2339	EV/EBITDA	74.66	98.28	23.50	15.69	12.06

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	卫士通（002268）：密码法保障国家网络安全，密码龙头卫士通受益	2019-07-01
公司	卫士通（002268.SZ）：根服务器保障国家网络独立性，卫士通打造基于IPv6的安全云平台	2019-06-28
行业	【东兴军工】推荐中国长城和卫士通，科技战本质是网络战	2019-05-30
公司	卫士通（002268.SZ）：中国网安以电科信链发力政务区块链	2019-05-08
行业	密码行业系列深度报告之一：PKI 应用领域广市场前景好，密码行业大有可为	2019-04-25
公司	卫士通（002268.SZ）：深度报告系列之六，助力网军建设，网络战争时代的反导系统	2019-04-02
公司	卫士通（002268.SZ）：密码技术为基石，深入布局民事取证、重点行业 IPv6 业务	2019-03-07
公司	卫士通（002268.SZ）：对标美国 FireEye 追求网络攻防绝对优势	2019-02-18
公司	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	2019-01-24

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

香港理工大学硕士, 四年证券从业经验, 曾任职于中航证券, 长城证券, 2017年加入东兴证券军工组。

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, 主要研究军工领域。

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。