

卫士通（002268）：大力投入布局新业务，电信业务与云安全是亮点

2019年08月26日

强烈推荐/维持

卫士通

公司报告

事件：

公司发布中报，实现营业收入 61,160.59 万元，较上年同期增长 2.24%；归属于母公司所有者净利润-8,247.87 万元，亏损金额较上年同期减少 11.54%。

主要观点：

1、扣非净利润同比环比亏损收窄明显，子公司布局新业务新方向。

公司营业收入同比略增 2.24%，略低于预期。存货同比增长 18.40%，应收账款同比增长 4.78%，预付款项同比增长 27.79%，公司订单情况表现好于收入情况。半年报净利润-8200 万，处在一季报盈利预期区间上半部分，比预期要好。单季度的扣非净利润不仅同比、环比均减亏。去年一季度扣非净利润-8607 万降至今年一季度的-7929 万，去年二季度扣非净利润-2856 万降至今年的-564 万，二季度环比亏损收窄明显。即使在公司上半年大力投入新业务的情况下，公司业绩仍可以收窄亏损，说明整体经营改善。单机和系统产品毛利率同比显著提升，从原来的 41.67%提升至 55.25%，研发投入有显著成效。公司不断加大资源投入，加强新市场开拓和新业务策划，大力培育公司发展新动能。而北京网安作为承接新业务的载体之一，前期投入巨大。北京网安正抓紧实现新业务开拓，虽然当前对业绩有一定拖累，但未来北京网安有望成为公司重要的业绩支撑点。

2、公司新增电信业务，结合自身安全终端优势转型安全运营商。

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。公司持续拓展移动互联网安全市场，继续深

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	2,788.12	3,891.04	5,338.21
增长率（%）	18.80%	-9.64%	44.39%	39.56%	37.19%
净利润（百万元）	169.05	120.20	423.34	704.76	893.13
增长率（%）	8.54%	-28.90%	252.18%	66.48%	26.73%
净资产收益率（%）	3.94%	2.73%	9.03%	13.66%	15.53%
每股收益（元）	0.21	0.14	0.50	0.84	1.07
PE	111.24	163.60	46.46	27.91	22.02
PB	4.58	4.46	4.19	3.81	3.42

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

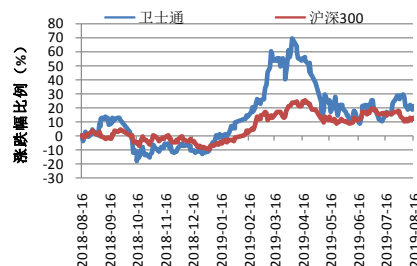
公司是国内知名密码产品、网络安全产品、互联网安全运营、行业安全解决方案综合提供商。公司从密码技术应用持续拓展，已形成密码产品、信息安全产品、安全信息系统三大信息安全产品体系，同时，基于 ISSE 体系框架，为党政、央企、能源、金融等用户提供信息系统全生命周期的安全集成与运营服务。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	16.29-35.53
总市值（亿元）	214
流通市值（亿元）	207
总股本/流通 A 股（亿股）	8.38/8.10
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.03

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

化与中国移动等战略伙伴的合作, 以“移动办公业务”为核心, 以行业解决方案为抓手带动终端销售。公司业务领域新增电信业务, 针对“安全通信”, “安全接入”和“安全管控”场景下行业需求, 整合移动运营商优势资源, 形成自有安全解决方案。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。公司利用自身优势双向布局, 安全专网与终端双抓手, 在提升资源利用效率的同时实现最大程度上的安全, 做电信运营。

3、布局云安全, 推进密码在云上的应用。

安全是云计算中最重要的考虑点, 而密码是解决云安全问题的最有效手段。公司大力推动产品的云化等工作, 目前云服务器密码机、云密钥管理系统、云密码资源池管理平台、安全云终端等产品已实现云化; 公司开展卫士云安全服务, 建立云密码服务的业务模式, 结合自身优势, 发力云数据安全服务领域, 推广以网站防护系列服务为基础的云安全服务。不断探索和谋划新业务领域, 开展了云安全服务、5G 与物联网、新型智慧城市、安全视频监控等方面的市场研究和业务策划。密码服务化是顺应云计算发展的必然趋势, 结合云服务的发展路线, 将密码能力以服务的方式输出可以有效适应云场景下的网络和信息安全保障需求, 为公司在政务云上发力打下坚实技术基础。

4、盈利预测:

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。近期中国电科年中工作会议中指出, 做好资本运作支撑主业发展, 特别是推动上市平台逐步成为核心经营载体。卫士通作为中国网安的唯一上市平台, 也是 A 股唯一网络安全国家队将明显受益。我们预测公司 2019 年~2021 年净利润分别为 4.23 亿、7.05 亿和 8.93 亿, EPS 分别为 0.50 元、0.84 元和 1.07 元, 维持“强烈推荐”评级。

5、风险提示

电信业务不达预期, 军品订单不及预期, 5G 民品市场开拓不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
流动资产合计	4067	4409	5890	8047	10887	营业收入	2137	1931	2788	3891	5338									
货币资金	1881	1946	2631	3672	5038	营业成本	1383	1255	1645	2225	3031									
应收账款	1616	1723	2487	3471	4762	营业税金及附加	20	14	24	29	45									
其他应收款	67	67	97	136	186	营业费用	215	232	293	389	561									
预付款项	68	78	90	106	128	管理费用	330	143	319	425	573									
存货	211	310	329	444	605	财务费用	-12	-43	10	55	108									
其他流动资产	25	57	-75	-244	-466	资产减值损失	74.60	90.90	75.90	56.00	114.00									
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	418	708	903									
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	7463	9453	12127	利润总额	203	128	441	731	926									
流动负债合计	1309	1689	2646	4163	6238	所得税	26	4	14	22	28									
短期借款	0	250	842	2033	3017	净利润	177	124	428	709	897									
应付账款	980	1042	1348	1556	2483	少数股东损益	8	4	4	4	4									
预收款项	60	88	128	185	263	归属母公司净利润	169	120	423	705	893									
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	238	183	596	930	1177									
非流动负债合计	57	76	76	76	76	EPS (元)	0.21	0.14	0.50	0.84	1.07									
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	2722	4239	6314	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%	44.39%	39.56%	37.19%									
实收资本（或股	838	838	838	838	838	营业利润增长	28.11%	-31.21%	296.88%	69.45%	27.43%									
资本公积	2558	2591	2591	2591	2591	归属于母公司净利	8.54%	-28.90%	252.18%	66.48%	26.73%									
未分配利润	848	923	1046	1251	1509	获利能力														
归属母公司股东	4296	4407	4689	5157	5752	毛利率(%)	40.99%	42.83%	43.22%	43.22%	43.22%									
负债和所有者权	5754	6220	7463	9453	12127	净利率(%)	8.29%	6.45%	15.34%	18.22%	16.81%									
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.94%	1.93%	5.67%	7.46%										
						ROE(%)	3.94%	2.73%	9.03%	13.66%	15.53%									
经营活动现金流	-51	33	255	201	906	偿债能力														
净利润	177	124	428	709	897	资产负债率(%)	24%	28%	36%	45%	52%									
折旧摊销	97.30	120.56	0.00	158.09	158.09	流动比率	3.11	2.61	2.23											
财务费用	-12	-43	10	55	108	速动比率	2.95	2.43	2.10											
应付帐款的变化	0	0	-765	-984	-1291	营运能力														
预收帐款的变化	0	0	41	57	78	总资产周转率	0.45	0.32	0.41	0.46	0.49									
投资活动现金流	-181	-162	-9	-60	-118	应收账款周转率	2	1	1	1	1									
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.46	1.91	2.33	2.68	2.64									
长期股权投资减	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	0.21	0.14	0.50	0.84	1.07									
筹资活动现金流	1579	192	441	900	577	每股净现金流(最	1.61	0.08	0.82	1.24	1.63									
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	5.12	5.26	5.59	6.15	6.86									
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	46.46	27.91	22.02									
资本公积增加	2258	33	0	0	0	P/B	4.58	4.46	4.19	3.81	3.42									
现金净增加额	1347	63	686	1041	1366	EV/EBITDA	74.66	98.28	30.00	19.38	15.00									

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.SZ）：利用自身优势切入专网运营，将成为公司新业绩增长点	2019-07-23
公司	卫士通（002268.SZ）：资产减值疑云驱散，商码和云安全服务前景广阔	2019-07-08
公司	卫士通（002268.SZ）：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	2019-06-27

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，六年证券从业经验，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。