

发布自主新产品，密码法落地推动业务加速 买入（维持）

2019 年 12 月 25 日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,931	2,225	3,337	4,977
同比（%）	-9.6%	15.2%	50.0%	49.1%
归母净利润（百万元）	120	145	340	531
同比（%）	-28.9%	20.8%	134.4%	55.8%
每股收益（元/股）	0.14	0.17	0.41	0.63
P/E（倍）	177	147	63	40

事件：12.24 日，龙芯中科在新产品发布暨用户大会上发布新一代通用 CPU 3A4000/3B4000，在处理器核内集成卫士通研发的高性能嵌入式安全 SE。

投资要点

■ **龙芯最新 3 系 4000 处理器集成卫士通安全 SE，卫士通发布基于此 CPU 的安全网关：**龙芯 3A4000/3B4000 使用了龙芯最新研制的新一代处理器核 GS464V，相比上一代 GS464e 微架构，进一步优化了流水线，提升了运行频率，同时加强了对虚拟化、向量支持、加解密、安全机制等方面的支持。相比上一代四核处理器龙芯 3A3000，芯片整体实测性能提升一倍左右。值得重视的是，3A4000/3B4000 采用新的安全方案，将卫士通高性能嵌入式安全 SE 直接置入芯内，能够为用户提供高性能的密码算法服务能力、可信计算服务能力和硬件级安全防护能力，可广泛应用于高安全等级的自主安全终端、可信计算终端和各型安全设备中，安全核心模块的算法可重构能力又为系统厂商提供了平台化的安全解决方案，从而构建安全可信的信息系统生态。相对传统的在芯片外附加安全模块的方案更加安全和经济。我们预计单颗芯片带给公司的附加值可达几十元，由于边际成本极低，随着龙芯的放量对公司带来较大利润弹性。此外，本次大会上卫士通发布基于龙芯 3A4000 的 IPSec/SSL VPN 综合安全网关，将双方的合作从“芯”里拓展到“芯”外。

■ **与鲲鹏、人大金仓、万里红等国产厂商合作相继落地：**卫士通近期产业生态合作持续落地：1、与华为 TaiShan 服务器完成互认证，同时发布“基于鲲鹏生态的卫士通网络安全大数据分析解决方案”，依托华为 TaiShan 服务器在大数据分布式计算中体现出的优良能效性能比，搭载卫士通自主创新的安全态势感知平台，进行基于大数据分析的安全威胁检测和通报预警、响应处置，为监管机构提供完整的网络安全态势感知和监测预警解决方案。2、与人大金仓、万里红、华安进行战略合作交流，携手对信息技术应用创新市场开拓，合力打造业务生态体系，为各行业客户提供安全、可信、适用的软硬件产品，并最终形成一体化解决方案。

■ **《密码法》正式执行在即，多个产品有望放量：**《密码法》将于 2020 年 1 月 1 日正式实施，加密系统的合规将成为刚需。从产业链条来看，大致分为密码算法、密码基础产品、密码应用产品等环节。卫士通在基础领域有密码机、数字证书认证系统，在应用领域有身份认证服务系统、电子签章、电子公文交换系统、电子公文处理系统等众多重磅产品和方案，明年基础信息创新落地后均有望大规模放量，率先受益。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年净利润分别为 1.45/3.40/5.31 亿元，EPS 分别为 0.17/0.41/0.63 元，对应 147/63/40 倍 PE。央企网安运维进入落地期，明年国产放量进入业绩释放期，维持“买入”评级，目标价 36.94 元。

■ **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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.45
一年最低/最高价	17.27/35.53
市净率(倍)	4.93
流通 A 股市值(百万元)	20611.80

基础数据

每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	21.38
总股本(百万股)	838.34
流通 A 股(百万股)	809.89

相关研究

- 1、《卫士通 (002268)：发布橙讯安全即时通信，中资网信正式成立》2019-10-28
- 2、《卫士通 (002268)：市场拓展和新产品研发稳步推进，静待业绩释放》2019-08-25
- 3、《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》2019-04-28

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	4,734	5,413	5,840	营业收入	1,931	2,225	3,337	4,977
现金	1,946	2,637	1,348	1,491	减:营业成本	1,255	1,460	2,117	3,070
应收账款	1,723	1,244	2,682	2,556	营业税金及附加	14	20	29	43
存货	310	296	582	691	营业费用	232	278	367	523
其他流动资产	431	556	801	1,101	管理费用	143	389	567	896
非流动资产	1,811	1,944	2,534	3,517	财务费用	-43	4	15	62
长期股权投资	31	37	42	46	资产减值损失	91	35	53	80
固定资产	263	534	935	1,472	加:投资净收益	-4	1	0	-0
在建工程	1,174	1,023	1,198	1,629	其他收益	0	0	0	0
无形资产	169	178	188	199	营业利润	105	136	344	537
其他非流动资产	173	173	172	172	加:营业外净收支	23	20	20	29
资产总计	6,220	6,678	7,947	9,357	利润总额	128	155	364	567
流动负债	1,689	2,009	2,970	3,867	减:所得税费用	4	5	11	17
短期借款	250	250	250	250	少数股东损益	4	5	12	19
应付账款	1,042	1,311	2,101	2,846	归属母公司净利润	120	145	340	531
其他流动负债	397	448	619	771	EBIT	85	102	319	539
非流动负债	76	76	76	76	EBITDA	132	158	410	678
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	76	76	76	76	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,766	2,086	3,047	3,943	每股收益(元)	0.14	0.17	0.41	0.63
少数股东权益	48	53	65	84	每股净资产(元)	5.26	5.41	5.77	6.36
					发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
归属母公司股东权益	4,407	4,540	4,835	5,330	ROIC(%)	1.7%	2.0%	6.0%	9.2%
负债和股东权益	6,220	6,678	7,947	9,357	ROE(%)	2.8%	3.3%	7.2%	10.1%
					毛利率(%)	35.0%	34.4%	36.6%	38.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	6.2%	6.5%	10.2%	10.7%
经营活动现金流	33	897	-549	1,364	资产负债率(%)	28.4%	31.2%	38.3%	42.1%
投资活动现金流	-162	-189	-680	-1,123	收入增长率(%)	-9.6%	15.2%	50.0%	49.1%
筹资活动现金流	192	-17	-61	-98	净利润增长率(%)	-28.9%	20.8%	134.4%	55.8%
现金净增加额	63	692	-1,290	144	P/E	177	147	63	40
折旧和摊销	47	56	91	139	P/B	4.84	4.70	4.41	4.00
资本开支	153	128	585	979	EV/EBITDA	149.67	120.81	49.74	29.87
营运资本变动	-206	687	-1,008	613					

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>