

四季度环比加速，围绕加密主业多元布局 买入（维持）

2020 年 03 月 03 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	2,104	3,156	4,721
同比（%）	-9.6%	9.0%	50.0%	49.6%
归母净利润（百万元）	120	167	353	511
同比（%）	-28.9%	39.0%	111.1%	45.0%
每股收益（元/股）	0.14	0.20	0.42	0.61
P/E（倍）	194	140	66	46

事件：公司发布业绩快报，2019 年实现营收 21.04 亿元，同比增长 8.95%，实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 38.63%。

投资要点

- **聚焦网络安全主业，归母净利润高增长：**全年归母净利润高增长主要系加强销售收款管理，销售回款取得历史突破，信用减值损失大幅减少，与利润相关的指标同比增长。Q4 单季度实现营收 10.61 亿元，同比增长 19.35%，归母净利润 2.31 亿元，同比增加 19.07%，四季度业绩增速稳步提升。同时，公司聚焦网络安全主业，持续加强面向党政、重点行业的核心业务推进，全力策划安全运营服务、智慧城市等发展新动能。
- **中标政务数据安全项目，未来政务大数据安全运营有望扮演重要角色：**今年 1 月，卫士通中标国家公共数据开放网站（一期）工程数据标识和分类分级保护、安全审计等系统定制开发及安全标准编制项目，金额 261 万元。随着政务信息共享交换平台业务的不断发展，数据共享交换的数据安全成为关注重点。本次招标项目中，卫士通提出了以数据标识和分类分级保护系统为核心的体系化的数据安全共享交换解决方案，实现共享交换全过程数据“身份化”以及精准管控和安全保护。目前，该系统也在党、政、军及关键基础行业展开应用。借助本次试点项目，公司将有望在未来的政务大数据安全运营中扮演重要角色。
- **推出安全即时通讯平台橙讯，助力安全移动办公：**公司发布的橙讯安全即时通讯协作平台是为大中型企业（政企客户、集团客户）打造的安全、快捷、高效的信息安全沟通和协作平台。橙讯以商用加密算法为保障，可以实现本地存储加密、账户认证、安全登录保护、阅后即焚、截屏保护、安全备份与恢复等，具有安全加密通话、即时通信、企业通讯录等业务。橙讯此前已经获得如中央网信办、四川省政府办公厅、河南省委、兵团纪委等用户，目前规划在 6 月 30 日前向全国政企用户免费开放安全即时通讯应用及其系列安全服务，并被成都市经济和信息化局列入《企业应对新型冠状病毒疫情创新产品推荐清单》，通过前期营销有望持续打开党政和大型集团市场，未来潜在 C 端用户群体以千万计。
- **信创业务稳步推进，加密业务有望放量：**一方面，公司信创生态合作持续落地，近期与华为鲲鹏（服务器）完成互认证，与人大金仓（数据库）、万里红、华安进行战略合作，携手共同打造国产生态体系。另一方面，《密码法》已于今年 1 月正式实施，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，率先受益于基础信息创新的大规模放量。
- **盈利预测与投资评级：**2019-2021 年净利润分别为 1.67/3.53/5.11 亿元，EPS 分别为 0.20/0.42/0.61 元，对应 140/66/46 倍 PE。以加密主业为核心，持续加强面向党政、重点行业核心业务推进，国产替代放量，将进入业绩释放期，2020 年半年目标价为 42.12 元，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.83
一年最低/最高价	20.84/35.53
市净率(倍)	5.39
流通 A 股市值(百万元)	22539.35

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)：发布自主新产品，密码法落地推动业务加速》2019-12-25
- 2、《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
- 3、《卫士通 (002268)：市场拓展和新品研发稳步推进，静待业绩释放》2019-08-25

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	4,621	5,400	5,643	营业收入	1,931	2,104	3,156	4,721
现金	1,946	2,768	1,437	1,651	减:营业成本	1,255	1,359	1,943	2,818
应收账款	1,723	1,083	2,630	2,339	营业税金及附加	14	19	27	41
存货	310	254	552	617	营业费用	232	263	347	496
其他流动资产	431	516	780	1,036	管理费用	143	368	536	850
非流动资产	1,811	1,883	2,441	3,381	财务费用	-43	-1	9	54
长期股权投资	31	37	42	46	资产减值损失	91	34	50	76
固定资产	263	507	890	1,404	加:投资净收益	-4	1	0	-0
在建工程	1,174	988	1,149	1,560	其他收益	0	0	0	0
无形资产	169	178	188	199	营业利润	105	159	357	517
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	6,504	7,840	9,024	利润总额	128	178	377	546
流动负债	1,689	1,812	2,829	3,518	减:所得税费用	4	5	12	17
短期借款	250	250	250	250	少数股东损益	4	6	13	18
应付账款	1,042	1,148	1,984	2,558	归属母公司净利润	120	167	353	511
其他流动负债	397	414	594	710	EBIT	85	123	329	515
非流动负债	76	76	76	76	EBITDA	132	178	416	649
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	1,889	2,905	3,594	每股收益(元)	0.14	0.20	0.42	0.61
少数股东权益	48	54	66	84	每股净资产(元)	5.26	5.44	5.81	6.38
					发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
归属母公司股东权益	4,407	4,561	4,869	5,345	ROIC(%)	1.7%	2.4%	6.1%	8.8%
负债和股东权益	6,220	6,504	7,840	9,024	ROE(%)	2.8%	3.7%	7.4%	9.8%
					毛利率(%)	35.0%	35.4%	38.4%	40.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	6.2%	7.9%	11.2%	10.8%
经营活动现金流	33	960	-632	1,377	资产负债率(%)	28.4%	29.0%	37.1%	39.8%
投资活动现金流	-162	-126	-645	-1,074	收入增长率(%)	-9.6%	9.0%	50.0%	49.6%
筹资活动现金流	192	-12	-54	-89	净利润增长率(%)	-28.9%	39.0%	111.1%	45.0%
现金净增加额	63	823	-1,331	214	P/E	194	140	66	46
折旧和摊销	47	55	88	134	P/B	5.29	5.11	4.79	4.36
资本开支	153	66	553	936	EV/EBITDA	164.78	117.56	53.52	34.03
营运资本变动	-206	734	-1,094	660					

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>