

信创和商密新产品储备丰富，股权激励计划有望激发活力

买入 (维持)

2020 年 04 月 29 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,104	3,126	4,632	6,022
同比 (%)	8.9%	48.6%	48.2%	30.0%
归母净利润 (百万元)	156	332	507	670
同比 (%)	29.6%	113.3%	52.5%	32.2%
每股收益 (元/股)	0.19	0.40	0.60	0.80
P/E (倍)	118	55	36	27

事件: 2019 年报营收 21.04 亿、归母净利润 1.56 亿、扣非净利润 1.21 亿，同比分别增长 8.95 %、29.58%、19.93%。2020 年 Q1 营收 0.59 亿，同比减少 64.22%，归母净利润-1.36 亿、扣非净利润-1.36 亿，亏损同比分别增加 71.51%、67.22%。

投资要点

■ **安全服务与集成业务营收高增长，费用率有所下降:** Q4 单季度实现营收 10.60 亿元，同比增长 19.28%，归母净利润 2.19 亿元，同比增加 13.27%。2019 年，分产品看，单机和系统产品营收 8.64 亿元，同比减少 6.37%，毛利率 56.26% (同比-3.46pct)；安全服务与集成营收 12.40 亿元，同比增长 22.96%，毛利率 16.02% (同比+3.62pct)。费用率整体有所下降，销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别减少 0.17pct、0.71pct、0.87pct。经营性现金流净额同比减少 397.81%，主要系报告期支付供应商的采购结算款增加所致。

■ **积极推动信创和商密领域产品研发:** 2019 年，公司积极推动密码泛在化、攻防智能化、安全服务化的产品研发战略，推动信创和商密等专项工作。**信创产品方面**，加强基础共性平台的研究，SJJ1940-G IPSec VPN 安全网关等 7 款产品获得国密局商密资质，安全隔离与单向导入系统、防火墙 2 款产品通过公安部测评，3 款交换机通过工信部资质测评，信任服务基础设施通过相关机构资质测评，终端安全登录系统等产品实现了专用机全平台的适配。**商密产品方面**，金融数据密码机等 18 款产品获得商密资质；云安全服务平台完成立项和方案评审；完成嵌入式安全 SE IP，以及采用该款 SE 的系列安全产品的发布，并通过和龙芯的合作，开拓出新的安全应用领域；云密码产品与银联、华为、平安、京东等企业对接成功；身份认证系统实现了互联网+政务服务信任体系产品的市场突破，安全视频加密和视联网密码应用方案实现了公司产品在物联网市场的突破，软件密码模块成功进入 Win10 政府版生产版本。

■ **股权激励计划有望激发活力:** 作为国资委控股公司，公司重磅发布了股权激励计划 (草案)，此次激励计划股票总量+现有有效的股权激励计划股票总量合计不超过公司总股本 10%，计划有效期为 10 年。首期拟向激励对象授予 838 万股股票，约占总股本 1%，总会计成本约为 8589.50 万元。激励对象约 311 人，约占 2019 年底公司总人数的 15%。激励可以实现核心员工与公司利益的紧密捆绑，激发经营活力，助力公司成长。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑一季度净利润亏损有所扩大，略下调 2020-2022 年净利润分别为 3.32/5.07/6.70 亿元，EPS 分别为 0.40/0.60/0.80 元，对应 55/36/27 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，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)	21.85
一年最低/最高价	20.84/33.70
市净率(倍)	4.14
流通 A 股市值(百万元)	18366.58

基础数据

每股净资产(元)	5.30
资产负债率(%)	20.09
总股本(百万股)	838.34
流通 A 股(百万股)	837.13

相关研究

- 1、《卫士通 (002268): 四季度环比加速，围绕加密主业多元布局》2020-03-03
- 2、《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
- 3、《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

卫士通三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,090	4,997	4,886	5,813	营业收入	2,104	3,126	4,632	6,022
现金	1,500	866	-47	-195	减:营业成本	1,419	2,055	2,953	3,800
应收账款	1,520	2,648	2,801	3,537	营业税金及附加	13	25	36	44
存货	291	579	670	937	营业费用	249	363	528	674
其他流动资产	780	904	1,461	1,533	管理费用	141	505	744	963
非流动资产	1,867	2,456	3,433	4,252	财务费用	-29	-20	11	34
长期股权投资	29	25	21	16	资产减值损失	-8	-12	-18	-23
固定资产	310	746	1,303	1,854	加:投资净收益	-3	-1	-1	-2
在建工程	1,177	1,323	1,734	1,996	其他收益	0	0	0	0
无形资产	195	206	220	230	营业利润	148	306	477	627
其他非流动资产	156	156	155	155	加:营业外净收支	5	19	19	29
资产总计	5,957	7,454	8,319	10,065	利润总额	153	326	496	656
流动负债	1,315	2,489	2,865	3,952	减:所得税费用	-6	-14	-21	-27
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	3	7	10	14
应付账款	957	1,938	2,221	3,132	归属母公司净利润	156	332	507	670
其他流动负债	358	551	644	820	EBIT	108	290	484	660
非流动负债	39	39	39	39	EBITDA	163	359	601	834
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	39	39	39	39	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,354	2,528	2,904	3,991	每股收益(元)	0.19	0.40	0.60	0.80
少数股东权益	52	59	69	83	每股净资产(元)	5.43	5.81	6.38	7.15
					发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
归属母公司股东权益	4,551	4,867	5,346	5,991	ROIC(%)	2.4%	6.2%	9.4%	11.4%
负债和股东权益	5,957	7,454	8,319	10,065	ROE(%)	3.5%	6.9%	9.5%	11.3%
					毛利率(%)	32.5%	34.3%	36.3%	36.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.4%	10.6%	10.9%	11.1%
经营活动现金流	-98	21	221	906	资产负债率(%)	22.7%	33.9%	34.9%	39.7%
投资活动现金流	-84	-659	-1,095	-995	收入增长率(%)	8.9%	48.6%	48.2%	30.0%
筹资活动现金流	-262	4	-39	-58	净利润增长率(%)	29.6%	113.3%	52.5%	32.2%
现金净增加额	-443	-633	-913	-148	P/E	118	55	36	27
折旧和摊销	55	69	117	174	P/B	4.03	3.76	3.43	3.06
资本开支	84	593	981	824	EV/EBITDA	103.89	48.92	30.73	22.34
营运资本变动	-337	-367	-425	12					

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>