

# 营收逐季加速，密码龙头有望持续受益密码合规大时代 买入（维持）

2020 年 10 月 27 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	2,483	3,683	4,787
同比（%）	8.9%	18.0%	48.3%	30.0%
归母净利润（百万元）	156	208	357	497
同比（%）	29.6%	33.5%	71.6%	39.3%
每股收益（元/股）	0.19	0.25	0.43	0.59
P/E（倍）	101	76	44	32

## 事件：

2020 年前三季度实现营收 9.80 亿，同比减少 6.09%，归母净利润-0.94 亿、扣非净利润-0.95 亿，亏损同比分别增加 47.52%、41.12%，相对 Q2 缩窄。

## 投资要点

■ **营收逐季加速，产品毛利率持续改善：**Q3 单季度实现营收 5.47 亿元，同比增长 26.62%，环比大幅改善（Q1、Q2 同比分别为-64.22%、-16.22%）；归母净利润 0.39 亿元，同比增长 104.73%；扣非净利润 0.38 亿元，同比增长 103.43%。毛利率方面，Q1、Q2、Q3 分别为 32.14%、34.57%、36.91%，同比持续改善。费用方面，销售费用略有增长，研发费用同比增长 37.18%，主要是公司加大对重点产品研发力度。存货较年初增长 52.77%，主要系半成品和库存商品增加所致。

■ **《商用密码管理条例(意见稿)》发布：**2020 年 8 月，国家密码管理局发布了《商用密码管理条例(修订草案征求意见稿)》，该条例基于《密码法》制定，致力于商用密码管理和促进商用密码事业发展，同时确定了商密工作的行政主管部门和管理部门的职责。同时，落实《密码法》规定的推进商用密码检测认证体系建设，鼓励商用密码从业单位自愿接受商用密码检测认证。依据《密码法》《电子签名法》，进一步明确了电子认证服务，使用密码要求和使用规范；以及政务活动中的电子公文、电子印章、电子证照等的电子认证服务要求。政策端的法律法规持续的出台，将促进密码行业的发展，带动以密码机、防火墙、SSL VPN 安全接入网关、IPSecVPN、网络安全审计、数据防泄漏、文档加密系统等商用密码产品和涉密信息系统产品的需求，作为密码行业的细分龙头，公司有望持续受益。

■ **卫士通橙讯入选中国电科国家信息化产品库：**2020 年 9 月，卫士通橙讯作为唯一一款软件类产品加入国家信息化产品库，未来将配合中国电科国际业务云平台的实施完善。中国电科的国际业务云平台是电科国际化经营体系建设重要工具，在国家“一带一路”倡议的引领下，越来越多的央企走向国门对外进行投资建设，卫士通橙讯作为一款以“安全”+“沟通”+“协作”为主打的平台型产品，能提供七大安全保障和一套密码支撑体系，全面提升跨境沟通及文件传递的安全性和可靠性，为政企用户跨地域乃至跨国业务的安全、高效、有序开展提供有力保障。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年净利润分别为 2.08/3.57/4.97 亿元，EPS 分别为 0.25/0.43/0.59 元，对应 76/44/32 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，信创放量，公司将进入业绩释放期，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)	18.82
一年最低/最高价	18.39/31.27
市净率(倍)	3.55
流通 A 股市值(百万元)	15754.74

## 基础数据

每股净资产(元)	5.30
资产负债率(%)	22.01
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)：Q2 扭亏为盈，安全服务运营平台即将上线》2020-08-26
- 2、《卫士通 (002268)：信创和商密新产品储备丰富，股权激励计划有望激发活力》2020-04-30
- 3、《卫士通 (002268)：四季度环比加速，围绕加密主业多元布局》2020-03-03

卫士通三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>4,090</b>	<b>4,532</b>	<b>4,925</b>	<b>5,120</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,104</b>	<b>2,483</b>	<b>3,683</b>	<b>4,787</b>
现金	1,500	1,772	424	831	减:营业成本	1,419	1,652	2,385	3,070
应收账款	1,520	1,791	2,542	2,498	营业税金及附加	13	20	29	35
存货	291	408	601	698	营业费用	249	295	420	536
其他流动资产	780	561	1,359	1,094	管理费用	141	447	626	790
<b>非流动资产</b>	<b>1,867</b>	<b>2,069</b>	<b>2,848</b>	<b>3,499</b>	财务费用	-29	-37	-15	5
长期股权投资	29	25	21	16	资产减值损失	-8	-10	-14	-18
固定资产	310	598	1,047	1,489	加:投资净收益	-3	-1	-1	-2
在建工程	1,177	1,083	1,404	1,608	其他收益	0	0	0	0
无形资产	195	206	220	230	<b>营业利润</b>	<b>148</b>	<b>184</b>	<b>331</b>	<b>458</b>
其他非流动资产	156	156	155	155	加:营业外净收支	5	19	19	29
<b>资产总计</b>	<b>5,957</b>	<b>6,601</b>	<b>7,773</b>	<b>8,619</b>	<b>利润总额</b>	<b>153</b>	<b>204</b>	<b>350</b>	<b>487</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,315</b>	<b>1,763</b>	<b>2,599</b>	<b>2,962</b>	减:所得税费用	-6	-8	-15	-20
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	3	4	7	10
应付账款	957	1,370	1,990	2,335	<b>归属母公司净利润</b>	<b>156</b>	<b>208</b>	<b>357</b>	<b>497</b>
其他流动负债	358	393	609	628	EBIT	108	155	317	468
<b>非流动负债</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	EBITDA	163	217	417	615
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	39	39	39	39	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,354</b>	<b>1,802</b>	<b>2,638</b>	<b>3,002</b>	每股收益(元)	0.19	0.25	0.43	0.59
少数股东权益	52	56	63	74	每股净资产(元)	5.43	5.66	6.05	6.61
					发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
归属母公司股东权益	4,551	4,743	5,072	5,544	ROIC(%)	2.4%	3.4%	6.5%	8.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,957</b>	<b>6,601</b>	<b>7,773</b>	<b>8,619</b>	ROE(%)	3.5%	4.4%	7.1%	9.0%
					毛利率(%)	32.5%	33.5%	35.2%	35.9%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	7.4%	8.4%	9.7%	10.4%
经营活动现金流	-98	517	-454	1,236	资产负债率(%)	22.7%	27.3%	33.9%	34.8%
投资活动现金流	-84	-265	-881	-800	收入增长率(%)	8.9%	18.0%	48.3%	30.0%
筹资活动现金流	-262	21	-14	-30	净利润增长率(%)	29.6%	33.5%	71.6%	39.3%
现金净增加额	-443	273	-1,349	407	P/E	101	76	44	32
折旧和摊销	55	63	100	147	P/B	3.47	3.33	3.11	2.85
资本开支	84	205	783	656	EV/EBITDA	88.28	64.91	37.09	24.49
营运资本变动	-337	278	-905	575					

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>