

2021年02月25日

经营性现金流净额创历史新高，信创中标订单超预期

买入 (维持)

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002
18811311450

liub@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,104	2,384	3,130	4,114
同比 (%)	8.9%	13.3%	31.3%	31.5%
归母净利润 (百万元)	156	159	210	254
同比 (%)	29.6%	2.3%	31.6%	20.8%
每股收益 (元/股)	0.18	0.19	0.25	0.30
P/E (倍)	91.71	89.62	68.08	56.34

事件: 公司发布 2020 年业绩快报, 2020 年实现营收 23.84 亿元, 同比增长 13.31%, 归母净利润 1.59 亿元, 同比增长 2.31%。

投资要点

■ **Q4 营收高速增长, 经营性现金流净额创历史新高:** 2020 年实现营收 23.84 亿元, 同比增长 13.31%; 实现归母净利润 1.59 亿元, 同比增长 2.31%。Q4 单季度实现营收 14.04 亿元, 同比增长 32.45%, 归母净利润 2.53 亿元, 同比增长 15.53%。全年毛利率 35.49%, 同比增长 2.95pct。虽然受到疫情影响, 公司紧跟网络安全行业政策和市场趋势, 围绕“安全服务化、密码泛在化、攻防智能化、基础国产化”发展思路, 加强市场开拓, 大力提升商密、安全服务、信创等核心业务能力, 持续优化产品结构, 多措并举提升运营能力, 2020 年全年销售回款创历史新高, 经营活动产生的现金流量净额达 6.2 亿元, 同比增长 736.15%。

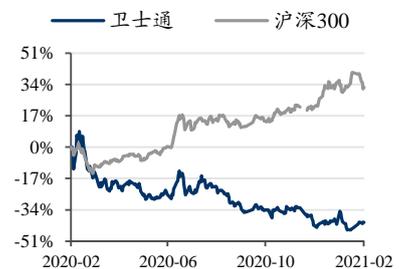
■ **信创中标订单超预期, 为今年高速增长奠定基础:** 2020 年公司核心业务推进顺利, 在商用密码方面, 完成龙芯 3A4000SE、密码基础服务平台等重点产品研制, 在自然资源、交通等行业以及工控安全、车联网等领域实现市场突破; 在安全服务方面, 打造安全运营服务平台、密码服务平台等核心平台产品, 并在浙江、广州等地投入使用; 在信创业务方面, 打造了完善的信创安全产品供给体系并进一步丰富了信创产业生态, 全年实现中标逾 20 亿, 在信创市场占有率位居国内前列。考虑去年疫情影响的营收低基数, 随着信创订单陆续在今年确认收入, 全年营收有望实现高速增长。

■ **以“新四化”战略为目标, 有望从密码核心企业走向综合型安全产品与服务厂商:** 随着中国网安提出网络安全“新四化”战略——密码泛在化、基础国产化、攻防智能化、安全服务化, 作为中国网安负责信息安全的主体单位, 在子集团层面承担着更多发展网络空间安全业务的责任。面对发展环境新形势, 公司全面加快向安全服务转型, 积极践行“新四化”的发展思路, 大力发展信创安全、云计算与数据安全、网络安全服务业务, 产品从密码领域扩大到泛网安领域, 业务覆盖由政务向行业拓展, 有望实现业务的横纵向拓展, 转型为综合型安全产品与服务厂商。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.59/2.10/2.54 亿元, 对应 PE 分别为 90/68/56 倍, 公司作为国内安全领域的国家队, 深耕密码技术, 并围绕加密实现全产业链布局。随着中国电科对网络安全的战略地位的重视和激励机制到位, 公司正处在报表和基本面好的重要时间窗口, 有望实现向综合型网络安全产品商的升级转型, 并在信创大潮中获得新的发展动力, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业竞争加剧造成产品毛利率下降, 应收账款持续增长等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.88
一年最低/最高价	15.50/31.27
市净率(倍)	3.22
流通 A 股市值(百万元)	14123.93

基础数据

每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	22.01
总股本(百万股)	846.29
流通 A 股(百万股)	836.73

相关研究

1、《卫士通 (002268): 密码央企龙头, 重视基本面的边际变化》2021-02-10

2、《卫士通 (002268): 营收逐季加速, 密码龙头有望持续受益密码合规大时代》2020-10-28

3、《卫士通 (002268): Q2 扭亏为盈, 安全服务运营平台即将上线》2020-08-26

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
流动资产	4,090	4,411	5,567	6,735	营业收入	2,104	2,384	3,130	4,114
现金	1,500	1,938	1,895	2,491	减:营业成本	1,419	1,538	2,011	2,633
应收账款	2,066	1,856	2,838	3,219	营业税金及附加	13	19	24	30
存货	291	360	491	623	营业费用	249	293	369	477
其他流动资产	234	257	343	401	管理费用	333	420	535	687
非流动资产	1,867	2,005	2,460	3,032	研发费用	192	253	322	420
长期股权投资	29	24	19	14	财务费用	-29	-28	0	57
固定资产	310	576	909	1,289	资产减值损失	-8	12	16	21
在建工程	1,177	1,046	1,171	1,368	加:投资净收益	-3	-2	-3	-2
无形资产	195	204	205	205	其他收益	72	44	50	55
其他非流动资产	156	156	155	155	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5,957	6,416	8,027	9,767	营业利润	148	173	222	262
流动负债	1,315	1,615	3,036	4,538	加:营业外净收支	5	5	6	7
短期借款	0	0	877	1,811	利润总额	153	178	228	269
应付账款	1,082	1,364	1,835	2,355	减:所得税费用	-6	10	10	6
其他流动负债	232	251	324	372	少数股东损益	3	8	8	9
非流动负债	39	39	39	39	归属母公司净利润	156	159	210	254
长期借款	0	0	0	0	EBIT	108	127	197	285
其他非流动负债	39	39	39	39	EBITDA	163	188	289	414
负债合计	1,354	1,654	3,075	4,577	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	52	60	68	78	每股收益(元)	0.18	0.19	0.25	0.30
归属母公司股东权益	4,551	4,702	4,884	5,112	每股净资产(元)	5.38	5.55	5.76	6.03
负债和股东权益	5,957	6,416	8,027	9,767	发行在外股份(百万股)	838	846	846	846
					ROIC(%)	3.7%	4.4%	4.9%	6.3%
					ROE(%)	3.5%	3.5%	3.5%	4.4%
					毛利率(%)	32.5%	35.5%	35.8%	36.0%
					销售净利率(%)	7.4%	6.7%	6.6%	6.1%
					资产负债率(%)	22.7%	25.8%	38.8%	47.3%
					收入增长率(%)	8.9%	13.3%	31.3%	31.5%
					净利润增长率(%)	27.7%	5.6%	29.9%	20.6%
					P/E	91.71	89.17	68.94	57.29
					P/B	3.14	3.04	2.93	2.80
					EV/EBITDA	79.12	63.71	45.11	32.56

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>