

# 卫士通 (002268)

## 年报和一季报点评：经营性净现金流创历史新高，报表出现显著边际变化 买入（维持）

2021年04月22日

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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,384	3,201	4,187	5,320
同比（%）	13.3%	34.3%	30.8%	27.1%
归母净利润（百万元）	161	223	304	396
同比（%）	3.6%	37.9%	36.7%	30.0%
每股收益（元/股）	0.19	0.26	0.36	0.47
P/E（倍）	94.33	68.39	50.02	38.47

### 股价走势



■ **事件：**公司公告 2020 年年报、2021 年一季报，符合我们预期。（详情见正文）

■ **一、年报经营性净现金流创历史最佳，报表端已体现显著边际变化。资产负债表干净稳健：**根据公司年报内容，总资产为 64.80 亿元、总负债为 17.63 亿元，资产负债率为 27.20%。其中：1) 负债端，主要为流动负债（17.33 亿元，占比负债总额 98.30%），其中应付票据及应付账款合计 12.31 亿元，占比为 71.03%，体现了公司面对产业链上下游具有一定的话语权；预收款项为 3.14 亿，相比 2019 年 q1 增长了 265.12%，反映出公司 q1 订单和经营的火爆。2) 资产端，主要是流动资产（45.47 亿元，占比资产总额为 70.17%），其中货币资金 19.85 亿元，占比为 43.66%；应收票据及应收账款为 17.46 亿元，占比为 38.40%，考虑到公司下游以政府客户和大型工商业客户为主，应收账款形成坏账的风险较小。总体来看，公司资产负债表十分干净稳健。**经营性净现金流创历史最佳：**根据公司年报内容，2020 年经营性净现金流为 6.28 亿元，同比增长 741.86%，创历史最佳，主要是由于公司加强了对项目质量的筛选和销售回款的管理。同时，根据公司 2021 年一季报内容，购买商品和接受劳务支付现金为 8.22 亿元，相比 2019 年增长 66.40%，也从另一个角度验证了我们前文所说的公司 q1 订单和经营情况火爆，为全年的增长奠定了一定的基础。**持续加大研发投入：**公司 2020 年研发投入为 2.97 亿元，占比营收为 12.47%，相比 2019 年提升 0.74 个百分点；从 2021 年一季报来看，仅仅一季度公司研发费用为 0.90 亿元，相比 2020q1 增长 21.62%，公司在持续加大研发投入。

综上所述，公司年报和一季报表现符合预期，从报表端来看边际变化十分显著：1) 资产负债表健康稳健；2) 经营性净现金流创历史最佳，背后彰显的是公司对于前期项目质量的要求、后期销售回款的管理在不断提升；3) 预收款和现金流出规模快速扩张，意味着今年 q1 订单和经营情况较为乐观，为全年业绩增长奠定良好基础；4) 研发费用持续提升，确保公司长期发展的核心竞争力在不断强化。

■ **二、10 年期长效限制性股票激励落地，治理结构也体现显著边际变化。**需从战略意义的高度上理解此次股权激励。其体现了中国网安和中国电科集团在《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》的背景下，对内通过长效激励机制，绑定公司核心管理和技术团队；对外释放积极信号，重塑公司在产业和资本市场的形象；对上国企改革三年行动方案的落实，完善中国特色现代企业制度，形成科学有效的公司治理机制；对下 10 年期（分 5 批次）股权激励，基本锁定了公司未来 5-10 年的经营业绩增长目标。

■ **盈利预测与投资评级：**根据公司公告的订单数据，我们将公司 2021-2022 年 EPS 从 0.25/0.30 上调至 0.26/0.36 元，预计 2023 年 EPS 为 0.47 元，PE 分别为 68、50、38 倍，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、商密推广不达预期等

### 市场数据

收盘价(元)	17.99
一年最低/最高价	15.50/25.45
市净率(倍)	3.22
流通 A 股市值(百万元)	15052.70

### 基础数据

每股净资产(元)	5.58
资产负债率(%)	22.34
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)：经营性现金流净额创历史新高，信创中标订单超预期》2021-02-26
- 2、《卫士通 (002268)：密码央企龙头，重视基本面的边际变化》2021-02-10
- 3、《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

## 【事件】

1) 公司发布 2020 年年报, 实现营收 23.84 亿元, 同比增长 13.31%; 归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 3.62%; 扣非后为 1.47 亿元, 同比增长 21.74%。

2) 公司发布 2021 年一季报, 实现营收 2.83 亿元, 同比增长 379.00%; 归母净利润 -0.76 亿元, 同比增长 43.91%; 扣非后为 -0.78 亿元, 同比增长 42.88%。

## 一、年报经营性净现金流创历史最佳, 报表端已体现显著边际变化

**资产负债表干净稳健:** 根据公司年报内容, 总资产为 64.80 亿元、总负债为 17.63 亿元, 资产负债率为 27.20%。其中: 1) 负债端, 主要为流动负债 (17.33 亿元, 占比负债总额 98.30%), 其中应付票据及应付账款合计 12.31 亿元, 占比为 71.03%, 体现了公司面对产业链上下游具有一定的话语权; 预收款项为 3.14 亿, 相比 2019 年 q1 增长了 265.12%, 反映出公司 q1 订单和经营的火爆。2) 资产端, 主要是流动资产 (45.47 亿元, 占比资产总额为 70.17%), 其中货币资金 19.85 亿元, 占比为 43.66%; 应收票据及应收账款为 17.46 亿元, 占比为 38.40%, 考虑到公司下游以政府客户和大型工商业客户为主, 应收账款形成坏账的风险较小。总体来看, 公司资产负债表十分干净稳健。

**经营性净现金流创历史最佳:** 根据公司年报内容, 2020 年经营性净现金流为 6.28 亿元, 同比增长 741.86%, 创历史最佳, 主要是由于公司加强了对项目质量的筛选和销售回款的管理。同时, 根据公司 2021 年一季报内容, 购买商品和接受劳务支付现金为 8.22 亿元, 相比 2019 年增长 66.40%, 也从另一个角度验证了我们前文所说的公司 q1 订单和经营情况火爆, 为全年的增长奠定了一定的基础。

**持续加大研发投入:** 公司 2020 年研发投入为 2.97 亿元, 占比营收为 12.47%, 相比 2019 年提升 0.74 个百分点; 从 2021 年一季报来看, 仅仅一季度公司研发费用为 0.90 亿元, 相比 2020q1 增长 21.62%, 公司在持续加大研发投入。

**综上所述, 公司年报和一季报表现符合预期, 从报表端来看边际变化十分显著:** 1) 资产负债表健康稳健; 2) 经营性净现金流创历史最佳, 背后彰显的是公司对于前期项目质量的要求、后期销售回款的管理在不断提升; 3) 预收款和现金流出规模快速扩张, 意味着今年 q1 订单和经营情况较为乐观, 为全年业绩增长奠定良好基础; 4) 研发费用持续提升, 确保公司长期发展的核心竞争力在不断强化。

## 二、10 年期长效限制性股票激励落地, 治理结构也体现显著边际变

## 化

2020年12月，公司公告限制性股票长期激励计划暨首期实施方案：1)拟以定向发行的方式，以11.42元/股的价格向高管、核心技术人员和骨干员工合计335人（其中高管5人、管理人员47人、核心技术人员和骨干员工283人）授予838万股股票，其中预留16.80万股。2)第一、二、三期股票解锁的业绩条件分别为：解锁日前一年度ROE分别不低于3.6%、4.0%、4.5%；解锁日前一年度相比于2019年净利润平均增长率不低于10%、13%、16%（或不低于对标企业75分位值）；解锁日前一年度的经济增加值完成中国电科下达的考核任务，并较上一年度 $\Delta$ EVA为正。3)限制性股票长期激励计划的有效期为10年，原则上每次授予之间需间隔两年。

**结合近期公司治理结构方面的变化，需从战略意义的高度上理解此次股权激励。**其体现了中国网安和中国电科集团在《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》的背景下，对内通过长效激励机制，绑定公司核心管理和技术团队；对外释放积极信号，重塑公司在产业和资本市场的形象；对上国企改革三年行动方案的落实，完善中国特色现代企业制度，形成科学有效的公司治理机制；对下10年期（分5批次）股权激励，基本锁定了公司未来5-10年的经营业绩增长目标。

### 三、估值及盈利预测

根据公司业绩快报内容，信创安全产品2020年中标超过20亿，在信创市场占有率位居国内前列，我们将公司2021-2022年EPS从0.25/0.30上调至0.26/0.36元，预计2023年EPS为0.47元，PE分别为68、50、38倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 商业密码放管服推行后，行业竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降；商业密码推广不达预期；
- 2) 疫情影响使得下游金融、工业、能源行业的盈利能力下降、需求释放不达预期；
- 3) 党政机关国产替代和自主化的进程不达预期，在采购过程中订单释放和盈利水平不达预期；
- 4) 应收账款持续增长带来了形成坏账的风险。

卫士通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,547	5,138	5,396	6,002	<b>营业收入</b>	2,384	3,201	4,187	5,320
现金	1,985	2,175	1,819	1,451	减:营业成本	1,538	2,097	2,773	3,551
应收账款	1,746	1,921	2,512	3,192	营业税金及附加	20	27	35	45
存货	475	569	812	956	营业费用	274	365	440	521
其他流动资产	340	473	252	403	管理费用	405	540	713	875
<b>非流动资产</b>	1,934	2,512	3,155	3,852	研发费用	248	327	435	553
长期股权投资	58	88	118	147	财务费用	-25	-11	-33	-16
固定资产	316	710	1,131	1,583	资产减值损失	-15	0	0	0
在建工程	1,163	1,300	1,476	1,683	加:投资净收益	1	0	0	0
无形资产	274	293	309	316	其他收益	48	45	55	64
其他非流动资产	122	121	121	123	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	6,480	7,651	8,551	9,854	<b>营业利润</b>	166	230	314	408
<b>流动负债</b>	1,733	2,688	3,298	4,219	加:营业外净收支	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	167	230	314	408
应付账款	1,231	2,012	2,721	3,458	减:所得税费用	4	6	8	10
其他流动负债	502	676	576	761	少数股东损益	1	1	2	2
<b>非流动负债</b>	30	30	30	30	<b>归属母公司净利润</b>	161	223	304	396
长期借款	0	0	0	0	EBIT	107	167	254	359
其他非流动负债	30	30	30	30	EBITDA	179	244	374	527
<b>负债合计</b>	1,763	2,718	3,327	4,249	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	11	12	14	16	每股收益(元)	0.19	0.26	0.36	0.47
归属母公司股东权益	4,707	4,921	5,209	5,589	每股净资产(元)	5.56	5.81	6.15	6.59
<b>负债和股东权益</b>	6,480	7,651	8,551	9,854	发行在外股份(百万股)	838	846	846	846
					ROIC(%)	3.9%	6.1%	7.6%	8.8%
					ROE(%)	3.4%	4.5%	5.9%	7.1%
					毛利率(%)	35.5%	34.5%	33.8%	33.2%
					销售净利率(%)	6.8%	7.0%	7.3%	7.4%
					资产负债率(%)	27.2%	35.5%	38.9%	43.1%
					收入增长率(%)	13.3%	34.3%	30.8%	27.1%
					净利润增长率(%)	2.2%	37.9%	36.7%	30.0%
					P/E	94.33	68.39	50.02	38.47
					P/B	3.23	3.10	2.93	2.73
					EV/EBITDA	74.15	53.70	36.00	26.23

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>

