卫士通（002268）

Q2 扭亏为盈，安全服务运营平台即将上线

买入（维持）

2020 年 08 月 25 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	2,521	3,738	4,860
同比（%）	8.9%	19.8%	48.3%	30.0%
归母净利润（百万元）	156	247	392	523
同比（%）	29.6%	58.6%	58.8%	33.2%
每股收益（元/股）	0.19	0.29	0.47	0.62
P/E（倍）	121	76	48	36

事件： 2020 年半年报营收 4.33 亿，同比减少 29.17%，归母净利润-1.32 亿、扣非净利润-1.33 亿，亏损同比分别增加 60.61%、54.70%。

投资要点

- **Q2 净利润同比扭亏为盈，产品毛利率提升明显：**Q2 单季度，实现营收 3.74 亿元，同比减少 16.22%，归母净利润 0.03 亿元，扣非净利润 0.03 亿元，均同比扭亏为盈。2020 年 H1 来看，单机和系统产品营收 1.61 亿元，同比减少 29.54%，毛利率 61.52%（同比+6.27pct）；安全服务与集成营收 2.73 亿元，同比减少 28.95%，毛利率 18.18%（同比+5.10pct）。费用方面，销售费用、研发费用分别同比增加 10.24%、29.85%，管理费用率同比减少 7.87%。
- **提升密码基础能力和密码综合能力，积极推进密码泛在化战略：**持续开展密码芯片、密码模块、密码整机、密码系统的研制：（1）上半年已完成 55 项已有商密产品的资质换证工作，并完成多款产品的资质申报和产品转认证工作；（2）持续推动安全 SE 的生态体系建设，完成 COS、SDK、驱动、密码中间件和硬件平台等基础能力建设，BIOS 可信、TSB 可信等核心生态支撑能力建设，以及基于安全 SE 的硬件设备和软件产品的研制进展顺利，从芯片底层实现了密码的内生式应用。启动商密高性能安全 SOC 芯片研制，该芯片将是具有标杆意义的加解密性能超万兆且支持硬件辅助虚拟化的高性能可重构密码 SoC 芯片，将极大地提升公司在核心安全产品方面的竞争力。
- **聚焦政策和行业重点研发信创产品：**积极推进基础国产化战略应用于电子政务、企业网络和互联网的产品，正在全面开展鲲鹏、龙芯、飞腾、兆芯、海光、申威等处理器的适配工作。并与龙芯中科联合发布“龙芯安全模块及 SDK”，实现硬件级密码算法处理能力和芯片级安全防护。
- **安全服务运营平台即将上线：**公司全力构架安全服务能力体系，成功推出密码基础服务平台，该平台采用主流的微服务架构，整合了公司密钥管理、数字证书认证、云服务器密码机、软件密码模块、通用密码中间件等基础密码能力，能提供密码资源管理服务、密钥管理服务、证书管理服务和密码计算服务等密码基础服务能力，能满足用户服务化、场景化、按需获取和弹性扩展的需求。以硬件设备虚拟化和软件产品云部署作为产品云化的有效途径，全面推动公司产品云化，积极支持安全服务转型，云密码机实现了和主流云平台的对接，大数据安全治理系统已在成都市政务云部署，橙讯平台即将规模化部署，安全服务运营平台即将上线。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年净利润分别为 2.47/3.92/5.23 亿元，EPS 分别为 0.29/0.47/0.62 元，对应 76/48/36 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)	22.42
一年最低/最高价	20.08/33.67
市净率(倍)	4.27
流通 A 股市值(百万元)	18768.40

基础数据

每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	20.05
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）：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
2、《卫士通（002268）：四季度环比加速，围绕加密主业多元布局》2020-03-03
3、《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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

卫士通三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,090**	**4,614**	**4,973**	**5,263**
现金	1,500	1,770	446	866
应收账款	1,520	1,841	2,556	2,559
存货	291	424	602	718
其他流动资产	780	579	1,368	1,120
非流动资产	**1,867**	**2,091**	**2,882**	**3,543**
长期股权投资	29	25	21	16
固定资产	310	607	1,062	1,510
在建工程	1,177	1,097	1,424	1,630
无形资产	195	206	220	230
其他非流动资产	156	156	155	155
资产总计	**5,957**	**6,706**	**7,855**	**8,806**
流动负债	**1,315**	**1,828**	**2,605**	**3,047**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	957	1,422	1,994	2,403
其他流动负债	358	405	611	644
非流动负债	**39**	**39**	**39**	**39**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	39	39	39	39
负债合计	**1,354**	**1,867**	**2,644**	**3,086**
少数股东权益	52	57	65	76
归属母公司股东权益	4,551	4,782	5,146	5,644
负债和股东权益	**5,957**	**6,706**	**7,855**	**8,806**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-98	538	-417	1,260
投资活动现金流	-84	-288	-893	-811
筹资活动现金流	-262	21	-14	-29
现金净增加额	-443	271	-1,324	419
折旧和摊销	55	63	101	148
资本开支	84	228	795	665
营运资本变动	-337	259	-905	571

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,104**	**2,521**	**3,738**	**4,860**
减:营业成本	1,419	1,689	2,425	3,121
营业税金及附加	13	20	29	36
营业费用	249	297	426	544
管理费用	141	407	600	778
财务费用	-29	-36	-15	5
资产减值损失	-8	-10	-14	-19
加:投资净收益	-3	-1	-1	-2
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**148**	**223**	**365**	**483**
加:营业外净收支	5	19	19	29
利润总额	**153**	**242**	**384**	**512**
减:所得税费用	-6	-10	-16	-21
少数股东损益	3	5	8	11
归属母公司净利润	**156**	**247**	**392**	**523**
EBIT	108	193	351	492
EBITDA	163	256	452	641

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.19	0.29	0.47	0.62
每股净资产(元)	5.43	5.70	6.14	6.73
发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
ROIC(%)	2.4%	4.2%	7.1%	9.0%
ROE(%)	3.5%	5.2%	7.7%	9.3%
毛利率(%)	32.5%	33.0%	35.1%	35.8%
销售净利率(%)	7.4%	9.8%	10.5%	10.8%
资产负债率(%)	22.7%	27.8%	33.7%	35.0%
收入增长率(%)	8.9%	19.8%	48.3%	30.0%
净利润增长率(%)	29.6%	58.6%	58.8%	33.2%
P/E	121	76	48	36
P/B	4.13	3.93	3.65	3.33
EV/EBITDA	106.83	66.89	40.82	28.16

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