

2019年10月23日

卫士通 (002268.SZ)

卫士通三季报点评：业绩符合预期，网安国家队龙头有望受益政策红利

业绩符合预期。2019年前三季度公司实现营业总收入10.42亿元，同比增长0.13%；净利润-6360.4万元，同比增长13.42%，业绩符合预期。

政策明确支持发展网络安全企业，公司作为国家队龙头企业有望直接受益。工信部近日发布公开征求对《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》的意见。《指导意见》以创新驱动、协同发展、需求引领、开放合作为基本原则，目标是到2025年，培育形成一批年营收超过20亿元的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过2000亿元。公司作为网络安全龙头企业与国家队，有望显著受益政策红利。

安全产品升级工作基本就绪。公司公告高性能嵌入式安全SE研制的主要工作已基本完成；超低功耗安全芯片、移动终端安全芯片的研制工作稳步推进中；千兆PCI-E密码卡、软件密码模块等产品已获得商密资质；金融数据密码机已启动出口型产品研制及FIPS认证工作；IPSec VPN、SSL VPN等网络安全采用了最新的网络安全技术，实现了硬件平台和软件架构升级，产品性价比、网络适应性和易用性都得到大幅提升；安全运行监管系统在产品的平台化程度、可用性、可维护性、基于多数据源关联分析能力、异常/违规行为分析能力等方面都有较大提升。

投资建议：公司作为A股信息安全国家队，是国家意志的最佳执行者之一，央企安全保障服务模式的突破以及未来5G安全业务有望为公司业绩高速增长奠定基础。预计公司2019-2020年EPS分别为0.17和0.23元，“增持-A”投资评级，6个月目标价30元。

风险提示：新业务进展不达预期；信息安全政策不达预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,137.1	1,931.0	2,220.6	2,664.8	3,464.2
净利润	169.1	120.2	144.4	194.3	261.3
每股收益(元)	0.20	0.14	0.17	0.23	0.31
每股净资产(元)	5.12	5.26	5.51	5.72	6.00

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	147.6	207.6	172.8	128.4	95.5
市净率(倍)	5.8	5.7	5.4	5.2	5.0
净利润率	7.9%	6.2%	6.5%	7.3%	7.5%
净资产收益率	4.0%	2.8%	3.0%	4.0%	5.1%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
ROIC	6.7%	2.5%	2.6%	6.8%	6.5%

公司快报

证券研究报告

专用计算机设备

投资评级 **增持-A**

调低评级

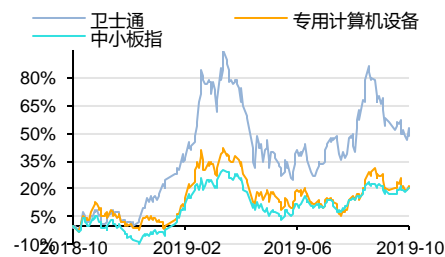
6个月目标价：**30.00元**

股价(2019-10-23) **26.42元**

交易数据

总市值(百万元)	22,148.84
流通市值(百万元)	21,397.40
总股本(百万股)	838.34
流通股本(百万股)	809.89
12个月价格区间	17.17/34.71元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.76	0.46	23.98
绝对收益	-10.77	10.08	40.4

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

相关报告

- 卫士通：卫士通中报点评：业绩符合预期，前瞻布局5G与云安全/胡又文 2019-08-26
- 卫士通：卫士通年报&一季报点评：现金流显著改善，云与安全移动办公取得突破/胡又文 2019-04-26

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,137.1	1,931.0	2,220.6	2,664.8	3,464.2	成长性					
减:营业成本	1,382.7	1,254.9	1,465.6	1,785.4	2,321.0	营业收入增长率	18.8%	-9.6%	15.0%	20.0%	30.0%
营业税费	20.3	14.2	18.8	22.5	28.0	营业利润增长率	28.1%	-31.2%	21.2%	47.3%	41.6%
销售费用	215.3	231.6	235.4	247.8	311.8	净利润增长率	8.5%	-28.9%	20.1%	34.6%	34.5%
管理费用	330.2	143.2	333.1	389.1	505.8	EBITDA 增长率	-2.5%	58.2%	-45.8%	42.5%	43.6%
财务费用	-12.2	-43.0	-50.0	-58.1	-58.8	EBIT 增长率	-7.5%	66.0%	-59.6%	67.3%	59.7%
资产减值损失	74.6	90.9	90.0	90.0	90.0	NOPLAT 增长率	11.4%	-50.9%	9.3%	67.3%	59.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.0%	7.6%	-37.4%	67.4%	-27.7%
投资和汇兑收益	1.8	-4.0	-	-	-	净资产增长率	179.0%	1.5%	4.8%	3.6%	4.9%
营业利润	153.1	105.3	127.7	188.1	266.4	利润率					
加:营业外净收支	50.0	23.1	39.5	39.4	39.4	毛利率	35.3%	35.0%	34.0%	33.0%	33.0%
利润总额	203.1	128.4	167.2	227.5	305.9	营业利润率	7.2%	5.5%	5.7%	7.1%	7.7%
减:所得税	25.9	3.9	25.1	34.1	45.9	净利润率	7.9%	6.2%	6.5%	7.3%	7.5%
净利润	169.1	120.2	144.4	194.3	261.3	EBITDA/营业收入	7.0%	12.3%	5.8%	6.9%	7.6%
						EBIT/营业收入	5.4%	10.0%	3.5%	4.9%	6.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	45	49	42	34	26
						流动资产周转天数	109	177	89	85	87
						流动资产周转天数	523	790	682	624	547
						应收帐款周转天数	238	324	200	200	200
						存货周转天数	34	49	40	40	40
						总资产周转天数	792	1,116	960	842	711
						投资资本周转天数	357	465	341	292	243
						投资回报率					
						ROE	4.0%	2.8%	3.0%	4.0%	5.1%
						ROA	3.1%	2.0%	2.5%	2.8%	3.8%
						ROIC	6.7%	2.5%	2.6%	6.8%	6.5%
						费用率					
						销售费用率	10.1%	12.0%	10.6%	9.3%	9.0%
						管理费用率	15.5%	7.4%	15.0%	14.6%	14.6%
						财务费用率	-0.6%	-2.2%	-2.3%	-2.2%	-1.7%
						三费/营业收入	25.0%	17.2%	23.3%	21.7%	21.9%
						偿债能力					
						资产负债率	23.7%	28.4%	17.1%	29.2%	25.9%
						负债权益比	31.1%	39.6%	20.6%	41.3%	35.0%
						流动比率	3.11	2.61	4.44	2.71	3.10
						速动比率	2.95	2.43	4.24	2.50	2.89
						利息保障倍数	-9.49	-4.47	-1.55	-2.24	-3.53
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	0.02	0.03	0.03
						分红比率	24.8%	0.0%	13.9%	12.9%	8.9%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	177.3	124.5	144.4	194.3	261.3	EPS(元)	0.20	0.14	0.17	0.23	0.31
加:折旧和摊销	36.9	46.8	51.3	53.7	56.2	BVPS(元)	5.12	5.26	5.51	5.72	6.00
资产减值准备	74.6	90.9	-	-	-	PE(X)	147.6	207.6	172.8	128.4	95.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	5.7	5.4	5.2	5.0
财务费用	2.8	-	-50.0	-58.1	-58.8	P/FCF	-20.3	132.4	28.9	-27.8	24.7
投资损失	-1.8	4.0	-	-	-	P/S	11.7	12.9	11.2	9.4	7.2
少数股东损益	8.2	4.3	-2.3	-1.0	-1.3	EV/EBITDA	115.7	55.2	170.2	124.5	82.9
营运资金的变动	-367.8	-287.1	1,093.7	-1,119.1	717.5	CAGR(%)	2.9%	27.8%	-6.3%	2.9%	27.8%
经营活动产生现金流量	-51.1	32.9	1,237.1	-930.1	974.9	PEG	50.2	7.5	-27.3	43.6	3.4
投资活动产生现金流量	-180.8	-162.0	-20.0	-25.0	-25.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	1,578.7	192.4	-129.0	33.0	35.5	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034