

# 卫士通 (002268.SZ)

## 安全领军生态合作，数据安全产业化加速开启

围绕技术、应用、市场等领域，卫士通与安恒信息携手布局千亿数据安全市场。1月13日，卫士通与安恒信息正式签署战略合作协议，未来双方将重点围绕数据安全、信创、商密、车联网、市场品牌等多领域开展深入合作，通过战略合作形式进一步明确目标，携手开拓千亿数据安全蓝海市场机遇。

**卫士通作为数据安全唯一国资控股企业，参与国家数据安全顶层规划和多项数据安全国家标准制定，具备符合国家合规思路的领先解决方案。**1) 电科集团战略聚焦网络安全板块，考虑数据作为新型生产要素，其安全战略地位日益提升，卫士通在数据安全市场具有天然优势；2) 公司本身是加密行业领军，目前全力打造数据安全方案；整体方案具备底层技术与隐私计算平台服务能力，考虑到产品公信力和监管效力，很难由互联网厂商或民营第三方来搭建，后续围绕重要数据和个人信息保护、数据安全流通等方向，将不断有数据安全产品发布；3) 卫士通携手光之树科技，推进数据安全共享流通服务生态体系建设，光之树拥有自主开发的可信数据协作框架，在隐私计算的金融行业实践方面经验，更好支撑卫士通在数据安全合规共享服务体系的整体布局；4) 加密技术是数据安全的基础，对于实现共享数据的所有权和使用权分离，确保原始数据的“可用不可见、可用不可取”至关重要，保障数据共享交换过程的可靠、可控和可溯。

**安恒信息作为专业的数据安全产品、服务与解决方案提供商，同时在 SECaaS 领域具备先发优势。**1) 公司 AiLand 安全岛数据共享访问控制系统 DAS-SMPCV 3.0 是首批通过信通院测评的“区块链辅助的隐私计算产品”，帮助客户激活数据价值，实现原始数据不出本地，交换计算结果，从而让流动的数据成为驱动数字经济发展的新动能。“数据安全岛”提供安全计算沙箱、安全多方计算、区块链、联邦学习等技术，解决数据共享过程中的安全、信任和隐私保护难题；2) 安恒在 SECaaS 领域具备先发优势。参考互联网应用软件、海外经验及订单收费特征，预计在互联网、企业等领域数据安全收费模式为按人数、按流量收费的 SAAS 模式。安恒信息在云安全市场产业地位领先，一方面，安恒信息与 AWS、华为云、阿里云等云服务商的战略合作协同，共同拓展云安全领域的技术、方案创新；另一方面，安恒信息通过天池云、玄武盾为核心的云防护平台，基于云计算和威胁情况的能力，为用户构建统一管理、弹性扩容、按需分配、能力完善的云安全资源池，已承接多朵政务云、行业云安全建设。

**产品布局、客群结构及股东背景等特征有望相互赋能，二者在数据安全、信创、商密、车联网、市场品牌等多领域存在重大合作机遇。**1) 卫士通作为数据安全唯一国资控股企业，在渠道能力及满足监管需求等方面存在优势，安恒信息在部分政府、重要行业客户基础稳固，二者数据安全产品有望形成互补；2) 中电科集团高度重视网安业务版图，卫士通作为信创核心受益标的，2020 年全年中标逾 20 亿，位居市场前列，围绕信创需求，已构建覆盖芯片、模块、整机和系统的全产品体系，安恒信息 2021 年完成的定增项目同样瞄准信创市场，补齐国产适配产品线以增强竞争力；3) 2021 年 9 月，工信部发布《关于车联网身份认证和安全信任试点项目名单的通知》，由卫士通参与的两个车联网商用密码应用示范项目入选工信部试点名单，安恒信息也在车联网安全领域成立专业团队，有望合作开拓车联网新兴领域；4) 考虑二者股东背景、客群结构、产品布局等差异，有望在诸多领域形成相互赋能，共同挖掘潜在市场机遇。

**维持“买入”评级。**我们预计 2021/2022/2023 年公司营业收入为 30.10/38.03/48.05 亿元，归母净利润为 3.52/5.11/7.65 亿元，考虑数据安全市场需求，2021 年安全边际市值为 600 亿，2023、2025 年潜在总市值或达 1570.89、3195.93 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧风险；政策力度不及预期风险；新领域布局缓慢风险；关键假设误差风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,104	2,384	3,010	3,803	4,805
增长率 yoy (%)	8.9	13.3	26.3	26.3	26.4
归母净利润(百万元)	156	161	352	511	765
增长率 yoy (%)	29.6	3.6	118.4	44.9	49.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.18	0.19	0.42	0.60	0.90
净资产收益率 (%)	3.5	3.4	7.0	9.3	12.2
P/E (倍)	244.5	235.9	108.1	74.5	49.8
P/B (倍)	8.4	8.1	7.6	6.9	6.1

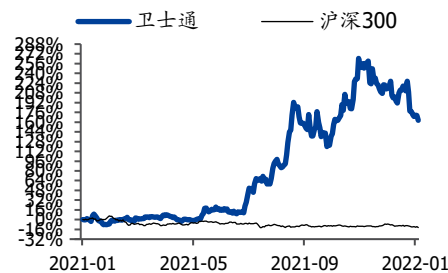
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 1 月 13 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	计算机设备
前次评级	买入
1月13日收盘价(元)	45.00
总市值(百万元)	38,083.26
总股本(百万股)	846.29
其中自由流通股(%)	98.91
30日日均成交量(百万股)	18.48

### 股价走势



### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

### 相关研究

- 《卫士通 (002268.SZ): 首单金额超预期, 千亿数据安全爆发在即》2022-01-12
- 《卫士通 (002268.SZ): 密码交付高峰已至, 数据安全爆发在即》2021-10-29
- 《卫士通 (002268.SZ): 密码业务维持高景气, 数据安全爆发在即》2021-10-13

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4090	4547	5223	5713	7947
现金	1500	1985	1251	1580	1997
应收票据及应收账款	2066	1746	3068	3013	4671
其他应收款	64	75	101	121	160
预付账款	99	56	139	107	204
存货	291	475	454	682	706
其他流动资产	71	209	209	209	209
<b>非流动资产</b>	1867	1934	2380	2897	3514
长期投资	29	58	88	118	147
固定资产	310	316	664	1027	1427
无形资产	195	274	293	309	316
其他非流动资产	1333	1285	1335	1443	1624
<b>资产总计</b>	5957	6480	7603	8610	11461
<b>流动负债</b>	1315	1733	2510	3025	5122
短期借款	0	0	283	622	2080
应付票据及应付账款	1082	1231	1576	1855	2336
其他流动负债	232	502	651	548	706
<b>非流动负债</b>	39	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	30	30	30	30
<b>负债合计</b>	1354	1763	2539	3054	5152
少数股东权益	52	11	13	16	21
股本	838	838	846	846	846
资本公积	2591	2602	2602	2602	2602
留存收益	1121	1267	1572	2028	2710
归属母公司股东权益	4551	4707	5051	5540	6288
<b>负债和股东权益</b>	5957	6480	7603	8610	11461

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-98	628	-511	663	-207
净利润	159	162	355	514	770
折旧摊销	55	72	75	113	156
财务费用	-29	-25	-24	21	44
投资损失	3	-1	0	0	0
营运资金变动	-337	358	-916	15	-1177
其他经营现金流	52	62	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-84	-114	-521	-630	-774
资本支出	84	85	417	487	588
长期投资	0	-29	-30	-30	-30
其他投资现金流	0	-58	-134	-172	-215
<b>筹资活动现金流</b>	-262	-42	15	-43	-61
短期借款	-250	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	8	0	0
资本公积增加	0	10	0	0	0
其他筹资现金流	-12	-52	7	-43	-61
<b>现金净增加额</b>	-443	472	-1017	-10	-1042

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2104	2384	3010	3803	4805
营业成本	1419	1538	1866	2282	2787
营业税金及附加	13	20	24	28	36
营业费用	249	274	331	399	481
管理费用	141	158	181	206	240
研发费用	192	248	271	342	432
财务费用	-29	-25	-24	21	44
资产减值损失	-8	-15	0	0	0
其他收益	72	48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	148	166	361	524	785
营业外收入	6	1	3	3	3
营业外支出	2	0	2	2	2
<b>利润总额</b>	153	167	362	525	786
所得税	-6	4	7	10	16
<b>净利润</b>	159	162	355	514	770
少数股东损益	3	1	2	3	5
<b>归属母公司净利润</b>	156	161	352	511	765
EBITDA	163	179	397	623	970
EPS (元)	0.18	0.19	0.42	0.60	0.90

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.9	13.3	26.3	26.3	26.4
营业利润(%)	40.3	12.1	117.8	45.1	49.9
归属于母公司净利润(%)	29.6	3.6	118.4	44.9	49.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.5	35.5	38.0	40.0	42.0
净利率(%)	7.4	6.8	11.7	13.4	15.9
ROE(%)	3.5	3.4	7.0	9.3	12.2
ROIC(%)	2.4	2.2	5.9	8.1	9.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.7	27.2	33.4	35.5	45.0
净负债比率(%)	-31.7	-41.5	-18.6	-16.7	1.8
流动比率	3.1	2.6	2.1	1.9	1.6
速动比率	2.8	2.2	1.8	1.6	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.19	0.42	0.60	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	0.74	-0.60	0.78	-0.24
每股净资产(最新摊薄)	5.38	5.56	5.96	6.54	7.42
<b>估值比率</b>					
P/E	244.5	235.9	108.1	74.5	49.8
P/B	8.4	8.1	7.6	6.9	6.1
EV/EBITDA	225.3	201.8	93.7	59.7	39.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 1 月 13 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38124100  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com