

卫士通 (002268.SZ)

营收增速超预期，经营效率持续提升

22H1 营收增速超预期，盈利能力大幅提升。公司聚焦基础安全、网络安全、数据安全、安全应用和安全服务五大业务，预计 2022H1 营业收入较 2021H1 同比增长超过 50%、净利润实现扭亏为盈，实现净利润约 860 万元至 1110 万元，2021H1 同期亏损约 4203.67 万元，经营效率大幅提高超预期，公司领先布局数据安全新技术、新产品和新模式，有望进一步保障公司长期高速增长，《数据安全法》、《个人信息保护法》正式实施背景下，产业落地速度及规模有望超预期。

围绕“以密码为核心的数据智能安全服务商”发展定位，下游应用多点开花。公司积极参与国家和行业数据安全顶层标准建设，构建数据作为生产要素的安全共享流通体系能力；强化密码在电子政务、新基建、能源、交通、互联网等领域典型应用场景的应用：1) 面向互联网的个人数据、用户隐私、敏感数据防护等应用场景，已开展与数据拥有方、数据运营方的合作；2) 安全芯片在化应用进一步拓展，实现低功耗安全芯片在物联网终端广泛应用，实现嵌入式安全 SoC 在党政、重点行业的融合应用；3) 车联网安全领域进展顺利，作为主要的密码厂商参与各类密码顶层专项的申报与试点建设工作，车联网商密应用示范项目入选工信部试点名单；4) 新能源内生安全领域，实现国内首套新能源集控商用密码内生安全保障系统成功挂网应用，解决了当前新能源领域因点多面广、设备离散等安全风险导致的突出问题；5) 应用平台推广顺利，以橙讯为核心平台，形成了覆盖电子政务、公检法、金融、能源等重点行业的安全应用产品。

数据安全监管趋势明确，首创面向互联网应用的个人信息合规服务，在游戏行业取得重大突破。相关订单高增确定性加强，卫士通作为中国网安旗下唯一上市公司，预计成为数据安全最受益标的，业绩迎来爆发期。1) 数据安全成为互联网监管核心，数据安全与隐私计算有望显著受益。隐私计算受大数据融合应用和隐私保护的双重需求驱动，KPMG 预计 2023 年其技术服务营收有望达 100-200 亿人民币的空间，长期将撬动千亿级的数据平台运营收入空间；2) 除各类互联网厂商外，金融、能源、医疗等关保行业数据安全潜在空间巨大。金融、医疗及能源等关保行业数据天然具有商业价值、用户隐私，数据安全合规需求迫切；3) 部分数据作为战略资源仍将强监管。卫士通的控股股东中国网安是公司实控人中电科集团根据国家安全战略发展需要重点打造的网络安全子集团，在支撑国家网安战略任务和赢得关键领域客户信任方面具有天然的优势，公司作为中国网安唯一的上市公司，具备真正稀缺的股东背景，有望受益于隐私安全需求快速释放。

参考互联网应用软件、海外经验及订单收费特征，预计数据安全收费模式为按人数、按流量收费的 SAAS 模式。1) 首单落地世纪华通，合同金额超预期且一次性确定三年服务期，反应数据安全合规需求迫切，卫士通保障盛趣公司建立并维持个人信息安全合规体系，服务期限为三年，合同总金额 12000 万元(含税)，进展及金额超预期，2) 参考海外 Security SaaS 公司，我们预计相关合作方可能参照海外 saas 服务模式，按照服务人数或流量进行收费，商业模式显著优于传统网安需求，数据安全订单体量及商业模式超预期。

长效股权激励计划叠加管理层变更有望改善经营效率，现金流支撑净利润改善空间显著。公司新任管理层具备专业技术背景，股权激励计划有效期十年，授予的限制性股票所涉及的标的股票总量不超过公司股本总额的 10%。首期激励对象为公司高管、公司和控股子公司对整体业绩和持续发展有直接影响的管理人员、核心技术人员和骨干员工约 335 人，占员工比例约 15%，长效股权激励计划叠加管理层变更或将改善经营效率。作为信创核心受益标的，根据 21 年年报披露，经营活动现金流净额达 6.81 亿元，随高毛利安全芯片、网安产品持续高增，费用率压降贡献净利润弹性巨大。公司围绕信创需求，已构建了覆盖芯片、模块、平台、整机和系统的全产品体系，如龙芯中科联合卫士通发布“龙芯安全模块及 SDK”以及信创安全解决方案等，显著受益国产化产业趋势。

维持“买入”评级。考虑公司行业安全新场景布局进展顺利，数据安全领域首单世纪华通订单金额、商业模式及进度超预期，我们预计 2022/2023/2024 年公司营业收入为 39.70/51.80/66.31 亿元，归母净利润为 6.05/10.17/14.07 亿元。2022 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,384	2,789	3,970	5,180	6,631
增长率 yoy (%)	13.3	17.0	42.4	30.5	28.0
归母净利润(百万元)	161	238	605	1,017	1,407
增长率 yoy (%)	3.6	47.5	154.0	68.2	38.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.19	0.28	0.71	1.20	1.66
净资产收益率 (%)	3.4	4.7	10.9	15.4	17.6
P/E (倍)	242.2	164.2	64.7	38.4	27.8
P/B (倍)	8.3	7.8	6.9	5.9	4.9

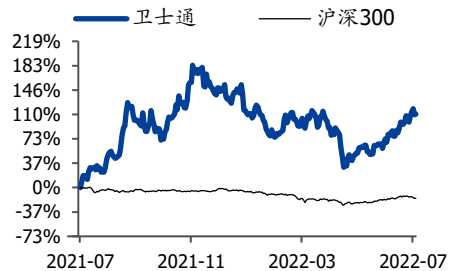
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 13 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	计算机设备
前次评级	买入
7月13日收盘价(元)	46.20
总市值(百万元)	39,079.50
总股本(百万股)	845.88
其中自由流通股(%)	98.99
30日日均成交量(百万股)	21.37

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): 股权激励落地激发积极性, 数据安全制度探索加速市场认知》2022-07-08
- 《卫士通 (002268.SZ): 并购强化交付能力, 迎接产业机遇期》2022-05-17
- 《卫士通 (002268.SZ): 行业安全多处开花, Q1 营收增速超预期》2022-04-22

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4547	5127	5877	6097	8876
现金	1985	2658	1491	1768	2252
应收票据及应收账款	1746	1200	2994	2478	4526
其他应收款	75	80	140	147	221
预付账款	56	58	104	108	163
存货	475	968	985	1434	1552
其他流动资产	209	162	162	162	162
非流动资产	1934	1939	2690	3403	4187
长期投资	58	88	115	142	170
固定资产	316	307	760	1229	1741
无形资产	274	263	269	263	252
其他非流动资产	1285	1281	1546	1768	2024
资产总计	6480	7066	8567	9500	13063
流动负债	1733	1984	2870	2786	4940
短期借款	0	0	0	0	1085
应付票据及应付账款	1231	1221	2096	2013	3059
其他流动负债	502	763	774	774	797
非流动负债	30	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	35	35	35	35
负债合计	1763	2019	2905	2821	4975
少数股东权益	11	17	27	39	51
股本	838	846	846	846	846
资本公积	2602	2698	2698	2698	2698
留存收益	1267	1487	2054	3010	4340
归属母公司股东权益	4707	5030	5634	6640	8036
负债和股东权益	6480	7066	8567	9500	13063

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	628	681	8808	1108	1420
净利润	162	239	614	1029	1420
折旧摊销	72	101	87	133	189
财务费用	-25	-11	-16	26	80
投资损失	-1	-70	-34	-53	-44
营运资金变动	358	285	-1023	-28	-1225
其他经营现金流	62	137	0	0	0
投资活动现金流	-114	-61	-804	-794	-929
资本支出	85	92	724	685	756
长期投资	-29	-8	-27	-28	-28
其他投资现金流	-58	23	-107	-136	-201
筹资活动现金流	-42	62	9	-38	-92
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	8	0	0	0
资本公积增加	10	97	0	0	0
其他筹资现金流	-52	-42	9	-38	-92
现金净增加额	472	682	-1167	276	-600

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2384	2789	3970	5180	6631
营业成本	1538	1731	2342	2901	3581
营业税金及附加	20	12	25	28	39
营业费用	274	333	417	518	663
管理费用	158	168	230	285	351
研发费用	248	283	391	500	620
财务费用	-25	-11	-16	26	80
资产减值损失	-15	-118	-5	-69	-105
其他收益	48	22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	70	34	53	44
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	166	237	620	1045	1445
营业外收入	1	6	9	6	6
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	167	243	628	1050	1451
所得税	4	4	14	21	30
净利润	162	239	614	1029	1420
少数股东损益	1	1	10	12	13
归属母公司净利润	161	238	605	1017	1407
EBITDA	179	264	653	1134	1612
EPS (元)	0.19	0.28	0.71	1.20	1.66

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	13.3	17.0	42.4	30.5	28.0
营业利润(%)	12.1	43.1	161.3	68.6	38.4
归属于母公司净利润(%)	3.6	47.5	154.0	68.2	38.3
获利能力					
毛利率(%)	35.5	37.9	41.0	44.0	46.0
净利率(%)	6.8	8.5	15.2	19.6	21.2
ROE(%)	3.4	4.7	10.9	15.4	17.6
ROIC(%)	2.2	3.2	9.8	14.7	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	27.2	28.6	33.9	29.7	38.1
净负债比率(%)	-41.5	-51.8	-25.7	-25.9	-14.0
流动比率	2.6	2.6	2.0	2.2	1.8
速动比率	2.2	2.0	1.6	1.6	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.28	0.71	1.20	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.80	-0.44	1.31	0.50
每股净资产(最新摊薄)	5.56	5.94	6.66	7.85	9.50
估值比率					
P/E	242.2	164.2	64.7	38.4	27.8
P/B	8.3	7.8	6.9	5.9	4.9
EV/EBITDA	207.4	138.1	57.6	33.0	23.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 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