



# 卫士通系列报告之一：整体安全运维，市场空间大安全边际高

## ——卫士通（002268）事件点评

2018年10月24日

强烈推荐/维持

卫士通

事件点评

姓名	分析师陆洲 Email:luzhou@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480517080001 Tel:010-66554142
	分析师王习 Email:wangxi@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480518010001 Tel:010-66554034
姓名	研究助理张卓琦 Email:Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480117080010 Tel:010-66554018

### 事件：

卫士通是我们团队重点推荐并紧密跟踪的品种，我们认为公司作为未来云作战形态中必不可少的换件，核心地位价值凸显，强烈推荐买入。我们预计 2018/2019/2020 年净利润分别为 2.55/3.53/4.90 亿元，EPS 分别为 0.30/0.42/0.59 元，对应 70/51/37 倍 PE，考虑到公司的网络安全央企平台地位，央企网安运维和有望加速推进，维持“强烈推荐”评级。

### 观点：

#### ➤ 全球网络安全支出持续增长，产业结构以安全服务为主

根据 Gartner 数据，全球网络安全 2017 年市场规模约为 989.9 亿美元，同比增长 7.9%。预计到 2021 年全球网络安全市场规模将达到 1330.2 亿美元，2016-2021 年的复合增长率约为 7.8%，高于全球 GDP 的增长速率。

图 1: 2016-2021 年全球网络支出及增速

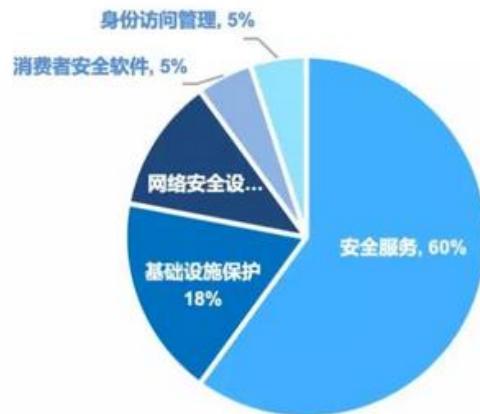


资料来源：公开网站，东兴证券研究所

如果全球按照地区进行分析，北美地区网络安全产业规模最大，占全球比例约为 41.3%，西欧国家如英国、德国等占比约为 27%，亚太国家如中国、日本、澳大利亚等占比约为 22.7%，其他地区占 19%。可以看出相比于英美等传统发达国家，我国仍有很大差距。

**图 2:全球网络安全区域支出分布**


资料来源：公开网络，东兴证券研究所

**图 3:全球网络安全产业结构**


资料来源：公开网络，东兴证券研究所

而全球网络安全产业结构中可以看出，安全服务市场份额最高，约为 60%，其余分别为基础设施防护 18%，网络安全设备 12%，消费者安全软件 5%，身份访问管理 5%。

从公司分布角度，欧美发达国家探索形成了“信息寡头+网络安全巨头+网络安全专业厂商群体+军工骨干企业”的四层产业格局，企业在国家网络安全保障中发挥了主力军作用，它们掌握着核心技术，占据产业链高端。

### ➤ 中国网络安全市场规模高速增长

根据 IDC 数据，2017 年中国网络安全市场规模为 41.6 亿美元，同比增长 23.9%。预计到 2021 年中国网络安全市场规模将达到 95.8 亿美元，2016-2021 年的复合增长率为 23.3%。可以看出中国网络安全市场规模增速显著高于全球增速，但总额只占全球的 4.2%，我国网络安全市场相比全球市场规模仍然很小。

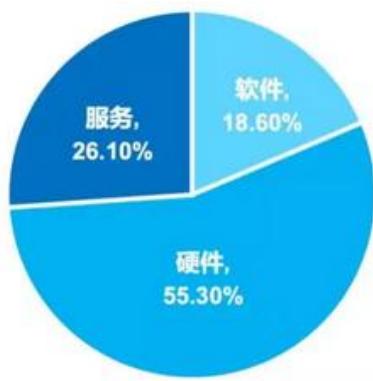
**图 4: 2016-2021 年中国网络安全市场规模及增速**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

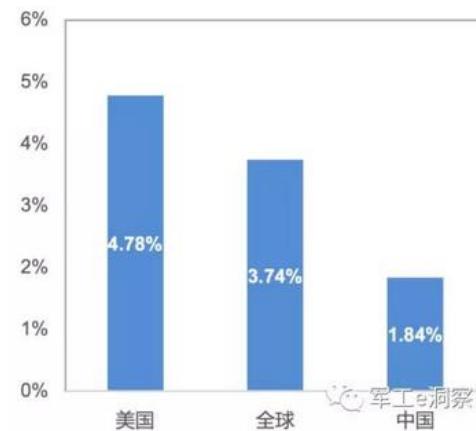
中国网络安全投资分布中，硬件部分占总体规模的比例为 55.3%，而软件占 18.6%，服务仅占 26.1%，服务比例小于全球产业结构中服务占 60%的水平，与我国计算机产业历来硬件强于软件和服务的情况相符。

**图 5:中国网络安全投资分布**



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

**图 6:网络安全占总体 IT 投资的比例**



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

中国网络安全占总体 IT 投入的比例较小，仅有 1.84%，远低于全球平均水平 3.74% 和美国的 4.78%。

总结一下的话，中国网络安全市场相比国外成熟市场来说，增速高于全球增速。但由于我国固有的重视硬件轻视软件与服务的情况下，国内网络安全市场存在总体 IT 投入比例小且结构不成熟的缺点，未来我国网络安全发展趋势应该是要向国外看齐。

我国网络安全市场按照产品可以分为以下几类：

**图 7: 我国网络安全市场产品分类**



资料来源：东兴证券研究所

但由于历史原因，中国网络安全产业中目前表现出五个显著问题：

- 1) 网络安全与信息安全概念混用，信息系统建设“重信息化、不重安全”，网络安全与信息化发展不充分；
- 2) 网络安全产业薄弱且力量分散，网络安全企业“小、散、乱”的局面有扩大趋势，骨干龙头企业特别是国有控股龙头企业缺失；
- 3) 产业协同发展困难，行业壁垒依然存在，产品联动、情报共享困难；
- 4) 关键技术瓶颈没有根本突破，核心软硬件严重依赖进口；
- 5) 经营理念陈旧，对安全服务运营运维模式研究不够，运行体制机制创新不足。

而在可见的未来，我国企业特别是承载国家经济命脉的国企央企将面临更加严峻的网络安全困境。

**图 8：网络安全三要素**



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

未来从信息系统安全风险评估的三个基本维度来分析网络空间安全的新常态：

一是信息资产的总量或数据资产的总量在急剧的增加，甚至可以讲数据资产已经成为国家和企业最重要的资产。DT时代的到来，我们要保护的对象的重要性和总量已经成指数级别增长；

二是信息系统的复杂度和关联度空前提升，系统脆弱性随之增加；

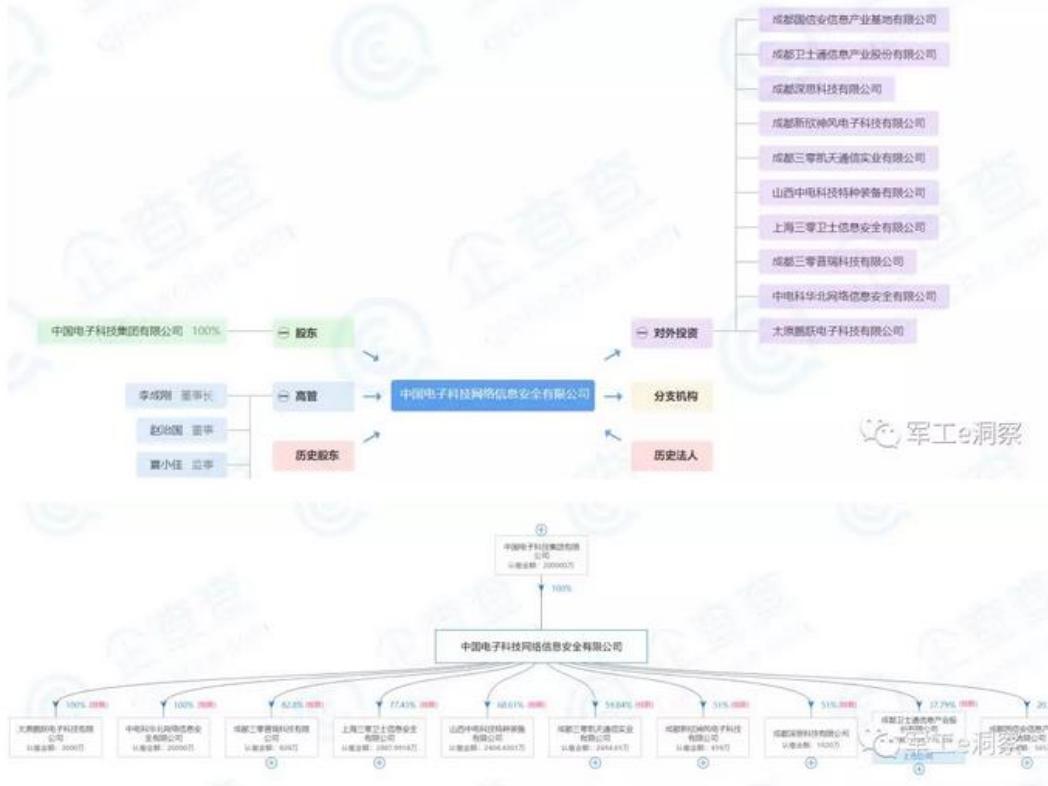
三是网络攻击已经从过去单纯的炫技，向有组织、长期持续且极具针对性的谋取商业、经济利益甚至军事、政治利益转变。

当前时点，国企网络安全人员能力与将要面临的网络攻击已经不匹配，急需一整套的采取实时检测安全威胁、动态主动调整防护策略、安全事件快速应急处置等综合手段来应对日益严峻的网络安全威胁，构建全方位、全过程、全覆盖的体系化整体保障能力。而这些一体化安全运维能力急需国家队来提供。

➤ 为央企提供整体安全运维服务，市场空间大安全边际高

2015年5月，经国务院批准，中国电科组建了国内规模最大的网络安全产业子集团——中国电科网络信息安全有限公司。中国电子科技集团公司根据国家安全战略发展需要，以深耕信息安全和物理安全领域的中国电科三十所、三十三所为核心，汇聚中国电科内部资源重点打造的网络信息安全子集团。中国网安集团是真正的网络安全国家队。

图 9：中国网安集团



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

2017 年中国网安集团旗下卫士通完成中央企业网络安全总体方案，承担中国电科集团整体保障任务和成员

单位网站防护任务，十九大重大活动保障期间为近 30 家政府网站和央企 1300 余个网站提供安全保障服务。2018 年 1 月 26 日，卫士通公司控股股东中国网安凭借独创的“网络信息安全整体保障服务”模式，与招商局集团签署业内首个网络信息安全整体保障服务合同，开启全方位合作，共同应对网络安全新挑战。

9 月 27 日，中国网安与招商局集团有限公司在京召开完成招商局网络信息安全整体保障服务项目建设实施阶段验收评审会议。

图 10: 网络信息安全整体保障服务项目建设实施阶段验收评审会议



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

招商局网络信息安全整体保障服务项目的建设实施阶段工作历时 8 个月，以服务化、平台化的方式为招商局集团打造网络安全防御体系，项目首创的中央企业网络安全整体保障服务新模式，更是成为了中央企业之间合作共建的典范，为中央企业网络安全和信息化水平的整体能力提升打造了“样板”，下一步将进入 7\*24 小时的线上线下运维服务和实时、动态的主动防御服务，在实际运行中不断提升招商局集团的网络安全整体防御能力。

评审组认为，该项目整体保障服务体系合理、架构清晰，采用新的服务运营保障模式实现了招商局集团网络信息安全由单点防御向系统防御、被动防御向主动防御的转变，打造了中央企业网络安全整体保障的典范。

招商局集团网络安全整体保障项目首创了中央企业网络信息安全保障服务模式，是中国网安充分整合内外部优质资源，为招商局集团构建全方位的安全管控、安全防护、安全服务保障体系，构建起提升其网络安全防护水平和应对未知网络安全威胁的能力，必将为中央企业网络信息安全保障模式带来重大转变。

目前卫士通已经与招商局集团、中远海运等央企已经提供安全运维整体解决方案，仅考虑到央企安全运维市场，央企共 97 家，估计每家平均 30 家分公司，每家分公司 750 万的合同额，将有 218.2 亿的市场，作为网络安全国家队，卫士通有望取得一半市场份额，也就是将近百亿级的收入级别，将极大提升公司业绩。

图 11: 央企总人数

央企总人数 (万人)	家数	人数
其中：		
航空航天	10	1,145,251
船舶	3	330,722
军工	3	491,396
能源	13	3,237,233
铁路	6	859,975
通信	7	1,094,327
煤炭钢铁	7	462,797
石油化工	6	1,252,581
有色	7	384,844
电子	3	334,589
机械	3	110,963
电气	2	42,294
粮食	3	265,567
建筑	4	523,067
汽车	2	280,050
重点行业	6	371,437
其他行业	12	630,475
合计	97	11,817,568

资料来源：公开网络，东兴证券研究所

考虑到目前大众消费能力有所放缓，对外贸的不乐观，以及对地方政府支付能力的怀疑，未来几年央企将是最稳定的客户，卫士通为央企提供安全运维乃至网安飞天云等安全产品及服务，将具有相对好的安全边际。

### 风险提示：

安全运维推广不达预期，政务云竞争激烈，5G 应用进度低于预期。

**公司盈利预测表**

	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	2,019.6	3,932.3	4,894.8	7,089.8	9,126.4	<b>营业收入</b>					1,798.9	2,137.1	3,014.5	5,227.4	7,692.9
货币资金	402.90	1,745.6	1,646.4	1,045.4	1,538.5	<b>营业成本</b>					1,164.7	1,382.6	2,022.2	3,277.1	4,775.5
应收账款	1,087.8	1,616.0	2,272.4	4,470.6	5,452.7	营业税金及附加					15.46	20.31	33.02	46.40	67.65
其他应收款	193.28	199.07	279.92	550.68	671.66	营业费用					177.34	215.34	281.33	487.85	717.94
预付款项	55.41	68.49	129.60	150.48	260.93	管理费用					270.65	330.23	461.55	800.36	1,177.8
存货	192.50	210.97	445.77	618.52	932.39	财务费用					5.57	-12.19	-23.05	-20.28	-2.47
其他流动资产	28.66	25.34	25.34	25.34	25.34	资产减值损失					47.47	74.60	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1,471.0	1,640.5	1,614.4	1,585.4	1,498.3	公允价值变动收益					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	25.00	26.61	26.61	26.61	26.61	投资净收益					1.87	1.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	268.05	265.66	245.01	224.37	1,307.4	<b>营业利润</b>					119.53	127.96	244.90	620.53	943.25
无形资产	10.48	70.50	65.17	115.24	106.99	营业外收入					76.54	50.01	59.07	59.07	59.07
其他非流动资产	0.00	54.55	54.55	54.55	54.55	营业外支出					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	3,490.6	5,572.9	6,509.2	8,675.3	10,624.	<b>利润总额</b>					196.07	177.97	303.97	679.60	1,002.3
<b>流动负债合计</b>	1,917.7	1,185.1	1,863.1	3,451.4	4,548.9	所得税					23.11	19.47	45.60	101.94	150.35
短期借款	828.56	0.00	0.00	411.98	483.58	<b>净利润</b>					155.75	150.30	245.01	547.78	807.90
应付账款	801.80	1,077.0	1,670.8	2,782.2	3,706.9	少数股东损益					17.20	8.20	13.36	29.88	44.06
预收款项	40.26	59.54	167.27	151.41	313.24	归属母公司净利润					155.75	150.30	245.01	547.78	807.90
一年内到期的非流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>EBITDA</b>					40.16	75.02	50.80	24.29	15.65
<b>非流动负债合计</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>EPS (元)</b>					0.19	0.18	0.29	0.65	0.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00										
<b>负债合计</b>	1,917.7	1,185.1	1,863.1	3,451.4	4,548.9	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	83.81	92.01	105.37	135.25	179.32	营业收入增长					12.2%	18.8%	41.1%	73.4%	47.2%
实收资本(或股本)	432.52	838.34	838.34	838.34	838.34	营业利润增长					-9.3%	7.1%	91.4%	153.4%	52.0%
资本公积	300.31	2,558.3	2,558.3	2,558.3	2,558.3	归属于母公司净利润					4.7%	-3.5%	63.0%	123.6%	47.5%
未分配利润	756.24	899.10	1,144.1	1,691.8	2,499.8	<b>盈利能力</b>									
归属母公司股东权	1,572.8	4,387.8	4,646.1	5,223.8	6,075.8	毛利率(%)					35.3%	35.3%	32.9%	37.3%	37.9%
<b>负债和所有者权益</b>	3,490.6	5,572.9	6,509.2	8,675.3	10,624.	净利率(%)					9.6%	7.4%	8.6%	11.1%	11.1%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					<b>总资产净利润(%)</b>					2.91%	5.77%	2.97%	4.94%	5.68%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>ROE(%)</b>					10.5%	3.5%	5.4%	10.8%	13.7%
<b>经营活动现金流</b>	-137.05	-50.85	-174.83	-1,073.	373.17	<b>偿债能力</b>									
净利润	155.75	150.30	245.01	547.78	807.90	资产负债率(%)					54.9%	21.3%	28.6%	39.8%	42.8%
折旧摊销	31.00	36.88	26.09	29.01	87.10	流动比率					1.05	3.32	2.63	2.05	2.01
财务费用	5.57	-12.19	-25.08	-9.78	2.80	速动比率					0.95	3.14	2.39	1.87	1.80
应付帐款的变化	-422.28	-534.01	-1,244.	-730.32	-2,407.	<b>营运能力</b>									
预收帐款的变化	-59.25	19.28	107.73	-15.86	161.83	总资产周转率					0.61	0.47	0.50	0.69	0.80
<b>投资活动现金流</b>	-634.11	-180.76	50.21	50.21	50.21	应收账款周转率					1.85	1.58	1.38	1.38	1.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率					6.71	8.04	13.73	21.07	5.27
长期股权投资减少	-8.21	-1.60	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	1.87	1.80	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)					0.19	0.18	0.35	0.44	0.55
<b>筹资活动现金流</b>	733.25	1,578.7	25.44	422.38	69.72	每股净现金流(最新)					-0.16	-0.06	-0.21	-1.28	0.45
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊					1.78	5.12	5.42	6.07	7.03
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>									
普通股增加	0.00	405.81	0.00	0.00	0.00	P/E					105.39	109.21	67.00	29.97	20.32
资本公积增加	6.44	2,258.0	0.00	0.00	0.00	P/B					11.02	3.82	3.61	3.23	2.78
<b>现金净增加额</b>	-37.90	1,347.1	-99.18	-600.95	493.10	EV/EBITDA					40.16	75.02	50.80	24.29	15.65

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。