

# 卫士通 (002268.SZ)

## 密码业务超预期高增，静待数据安全巨擘启航

**事件:** 8月25日，公司发布2021半年度业绩报告，受益于安全SE广泛布局，电子政务、新基建等方向商密专项快速推进，公司安全芯片、商用密码、安全服务等产品维持稳健增长，2021H1营收规模为8.44亿元，同比20H1、19H1分别增长约94.75%、37.91%，净利润较2020H1减少亏损67.13%。高毛利率的单机与系统产品、网络安全产品延续更快增速，毛利率同比提升4.68%，经营性净现金流同比-131.78%，主要为后期业务进行采购备货，支付大量采购贷款所致。

**互联网及企业数据安全监管趋严，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，有望成为数据安全及隐私计算最受益标的。** 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，**卫士通围绕重要数据和个人信息保护、数据安全流通等数据安全重要方向，重点布局隐私计算，从秘密分享、同态加密等底层密码技术、隐私计算安全产品、数据共享商业模式等多个层面同时推进，打造数据安全合规共享生态。**

**密码延续高景气，法规落地实施、新应用场景高增长与网络安全事件共同推动商业密码市场需求，密码泛应用成趋势，公司积极推出“密码服务云平台”布局新领域。** 1) 政策端，2019年我国先后颁布了等保2.0、《密码法》等网安行业法律法规，加密安全需求有望持续释放。其中“等保2.0”密码的新标准相较“等保1.0”更加细致明确，包括密码认证方式、密码技术、密码国家及行业标准等方面明确了严格的测评标准；2) 密码在云计算、物联网等新场景中泛在化应用成趋势。密码技术服务云计算、大数据、AI物联网等应用，密码服务广泛覆盖政府、企业、组织和民众，泛在化应用成趋势。密码龙头厂商有望在泛在化趋势中脱颖而出，中国网安·卫士通全新推出服务数字经济安全解决方案——“密码服务云”布局新领域。

**长效股权激励计划叠加管理层变更有望改善经营效率。** 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。

**渠道建设不断完善，信创在手订单充裕，业绩支撑确定性高。** 卫士通为信创核心受益标的，根据年报披露，2020年全年实现中标逾20亿，位居市场前列，经营活动现金流净额达6.2亿元，同比增长736.15%。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。

**维持“买入”评级。** 我们预计2021/2022/2023年公司营业收入为29.82/37.28/43.92亿元，归母净利润为2.33/2.88/3.34亿元，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。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,104	2,384	2,982	3,728	4,392
增长率 yoy (%)	8.9	13.3	25.1	25.0	17.8
归母净利润(百万元)	156	161	233	288	334
增长率 yoy (%)	29.6	3.6	44.4	23.6	15.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.18	0.19	0.28	0.34	0.39
净资产收益率(%)	3.5	3.4	4.8	5.6	6.1
P/E(倍)	227.1	219.2	151.7	122.7	106.0
P/B(倍)	7.8	7.5	7.2	6.8	6.4

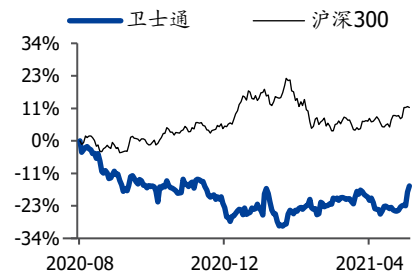
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年08月25日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	计算机设备
前次评级	买入
08月25日收盘价	41.80
总市值(百万元)	35,375.11
总股本(百万股)	846.29
其中自由流通股(%)	98.87
30日日均成交量(百万股)	3.99

#### 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): 隐私计算蓝海核心标的, 持续受益政策红利》2021-07-15
- 《卫士通(002268.SZ): 整装待发, 密码领军迎接战略机遇期》2021-06-01
- 《卫士通(002268.SZ): 核心业务增速良好, 平台价值不容忽视》2021-02-26





### 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