

卫士通 (002268.SZ)

战略携手光之树，打造领先数据安全解决方案

卫士通与国内领先的隐私计算企业光之树签订战略合作协议，携手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，很好支撑卫士通在数据安全合规共享服务体系的整体布局。双方将合作加强密码技术在隐私计算产品中的融入，并整合双方的优势产品及其他相关资源，共同打造面向政府、金融、互联网等行业的数据安全共享服务解决方案，共同推动隐私计算解决方案在相关行业领域内的应用落地。

光之树作为国内领先的隐私计算厂商，在两条主流技术路线 TEE 和联邦学习上全面领先，已深度赋能政府、金融和大型互联网企业。1) 光之树在隐私计算产业地位领先，拥有全球数据资产规模最大的数据协作平台，且是国内《基于联邦学习的数据流通产品技术要求与测试方法》主要起草人，实力领先微众银行、华控清交等；2) 目前光之树的客户已有十余家，以大型金融机构和政府客户为主，与卫士通强强联合有望极大扩展客群；3) 光之树商业模式成熟，一是提供技术平台和解决方案，具体盈利点包括软件、硬件、建模服务等，二是与金融机构合作，联合运营项目，获取持续性分润。

除持续扩大合作生态外，卫士通还在隐私计算产品打造、行业布局方面持续发力。产品打造方面，隐私计算以密码为底层安全机制，与卫士通“密码基因”高度契合，依托公司企业博士后科研工作站、摩石实验室等密码科研创新平台，卫士通在隐私计算相关的同态加密、安全多方计算协议、零知识证明等底层密码理论、密码协议等方面保持着长期的前沿探索和实。通过将既有隐私计算密码理论能力和成果整合到隐私计算产品研制中，将能够实现隐私计算产品在安全性和性能方面的提升。行业布局方面，卫士通正在积极参与政务、金融、能源、互联网等重要行业的数据共享、流通、利用建设，依托自身服务生态和体系，打造面向行业、面向应用、面向场景的数据安全合规流通共享解决方案，帮助用户实现便捷、高效的数据资产流通和价值变现。

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。

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，2021 年安全边际市值为 600 亿，2023、2025 年潜在总市值或达 1614.92、3176.45 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	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)	237.2	228.9	104.8	72.3	48.3
P/B (倍)	8.1	7.8	7.3	6.7	5.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 09 月 09 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
09 月 09 日收盘价	43.65
总市值(百万元)	36,940.76
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): 密码业务超预期高增, 静待数据安全巨擘启航》2021-08-26
- 《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



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4090	4547	5223	5713	7947	营业收入	2104	2384	3010	3803	4805
现金	1500	1985	1251	1580	1997	营业成本	1419	1538	1866	2282	2787
应收票据及应收账款	2066	1746	3068	3013	4671	营业税金及附加	13	20	24	28	36
其他应收款	64	75	101	121	160	营业费用	249	274	331	399	481
预付账款	99	56	139	107	204	管理费用	141	158	181	206	240
存货	291	475	454	682	706	研发费用	192	248	271	342	432
其他流动资产	71	209	209	209	209	财务费用	-29	-25	-24	21	44
非流动资产	1867	1934	2380	2897	3514	资产减值损失	-8	-15	0	0	0
长期投资	29	58	88	118	147	其他收益	72	48	0	0	0
固定资产	310	316	664	1027	1427	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	195	274	293	309	316	投资净收益	-3	1	0	0	0
其他非流动资产	1333	1285	1335	1443	1624	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	5957	6480	7603	8610	11461	营业利润	148	166	361	524	785
流动负债	1315	1733	2510	3025	5122	营业外收入	6	1	3	3	3
短期借款	0	0	283	622	2080	营业外支出	2	0	2	2	2
应付票据及应付账款	1082	1231	1576	1855	2336	利润总额	153	167	362	525	786
其他流动负债	232	502	651	548	706	所得税	-6	4	7	10	16
非流动负债	39	30	30	30	30	净利润	159	162	355	514	770
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	1	2	3	5
其他非流动负债	39	30	30	30	30	归属母公司净利润	156	161	352	511	765
负债合计	1354	1763	2539	3054	5152	EBITDA	163	179	397	623	970
少数股东权益	52	11	13	16	21	EPS (元)	0.18	0.19	0.42	0.60	0.90
股本	838	838	846	846	846	主要财务比率					
资本公积	2591	2602	2602	2602	2602	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1121	1267	1572	2028	2710	成长能力					
归属母公司股东权益	4551	4707	5051	5540	6288	营业收入(%)	8.9	13.3	26.3	26.3	26.4
负债和股东权益	5957	6480	7603	8610	11461	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
						获利能力					
						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
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						每股指标 (元)					
						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
						估值比率					
						P/E	237.2	228.9	104.8	72.3	48.3
						P/B	8.1	7.8	7.3	6.7	5.9
						EV/EBITDA	218.3	195.4	90.8	57.9	38.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 09 月 09 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