

卫士通 (002268.SZ)

首单落地世纪华通，千亿数据安全爆发在即

事件: 2021年9月26日公司发布公告，与浙江世纪华通集团股份有限公司签署战略合作框架协议，双方将本着优势互补、共同发展原则，在互联网游戏和超算中心领域展开全面深入合作，优化整合资源，打造共赢、可持续的战略合作伙伴关系。

公司与世纪华通的战略合作，代表游戏与 IDC 领域数据安全开始落地，产业推进持续加速。 1) 游戏数据领域: 双方联合推动游戏业务场景中的个人信息保护以及未成年人游戏监管政策落地，为游戏行业打造更全面可信的安全解决方案，保障游戏主站及支付安全，提升游戏数据隐私和安全保护能力。2) IDC 超算中心领域: 将基于世纪华通旗下各地大型超算中心，共同研究基于云和大数据架构下的安全运营能力，为客户提供可持续的安全风险态势感知及自适应防护能力; 共同打造云安全解决方案，为政府、国企等重要信息系统上云提供密码和安全防护能力; 合作建立超算中心数据安全框架，帮助企业实现发现、分类、监视、储存、加密或销毁能力，为政府、企业的重要数据提供第三方安全存储服务。

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，在支撑中国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，有望显著受益于隐私计算需求快速释放。

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层、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 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 年安全实际市值为 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)	237.2	228.9	104.8	72.3	48.3
P/B(倍)	8.1	7.8	7.3	6.7	5.9

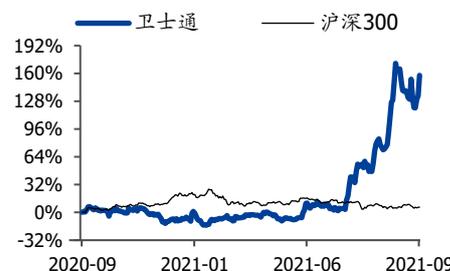
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 24 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	计算机设备
前次评级	买入
9月24日收盘价(元)	47.45
总市值(百万元)	40,156.68
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)	35.15

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): 战略携手光之树，数据安全巨擘启航》2021-09-13
- 《卫士通 (002268.SZ): 战略携手光之树，打造领先数据安全解决方案》2021-09-09
- 《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

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	5957	6480	7603	8610	11461
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	5957	6480	7603	8610	11461

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-443	472	-1017	-10	-1042

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	153	167	362	525	786
所得税	-6	4	7	10	16
净利润	159	162	355	514	770
少数股东损益	3	1	2	3	5
归属母公司净利润	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
成长能力					
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
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 9 月 24 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