

2021年报&2022一季报点评：聚焦数据安全，业绩超预期

买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,789	3,651	4,598	5,517
同比	17%	31%	26%	20%
归属母公司净利润（百万元）	238	317	418	543
同比	47%	33%	32%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.28	0.38	0.49	0.64
P/E（现价&最新股本摊薄）	125.92	94.42	71.70	55.19

事件：公司发布2021年年报和2022年一季报，2021年公司实现营业收入27.89亿元，同比增长17%，归母净利润2.38亿元，同比增长47%。2022年Q1公司实现营业收入6.31亿元，同比增长123%；归母净利润亏损0.38亿元，同比增长49.5%，超市场预期。

投资要点

- **聚焦数据安全，2022Q1营收超市场预期：**公司2021年聚焦数据安全业务，重点加强以密码为核心的数据分类保护、安全监管治理、安全共享利用等数据安全技术研究和产品研制。分业务来看，2021年公司安全芯片与模块业务营收5.03亿元，同比增长33.65%，毛利率56.16%（同比-0.78pct）；安全整机与系统业务营收7.27亿元，同比增长25.17%，毛利率65.94%（同比+10.88pct）；安全与集成业务营收15.58亿元，同比增长9.27%，毛利率18.96%（同比-2.87pct）。2021年整体毛利率37.92%，同比增加2.44pct；归母净利率8.54%，同比增加1.77pct，经营质量显著提升。2022Q1营收同比大幅增加，主要系公司加快项目执行进度，完成多个信创、商密项目的验收以及安全产品的交付。
- **五大业务全面发力，多行业应用持续突破：**2021年公司大力发展战略安全、基础安全、网络安全、安全应用、安全服务五大业务，实现多个行业领域的突破。公司与世纪华通在游戏数据领域落地了首个互联网游戏场景下的数据安全标杆项目；车联网商密应用示范项目入选工信部试点名单；实现低功耗安全芯片在物联网终端的广泛应用；橙讯移动安全应用平台覆盖电子政务、公检法、金融、能源等重点行业；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，持续突破新行业领域。
- **围绕战略新定位，高质量转型未来可期：**公司提出“密码为核心的智能安全服务商”战略新定位，以“打造数据安全领域的第一品牌”为目标，2022年将成为高质量发展转型的关键之年。公司未来将一方面进一步巩固党政优势市场，全面开展产品的信创升级，快速拓展商用密码市场金融、能源、交通、电信、互联网等行业应用需求；另一方面深入挖掘互联网企业对数据安全、安全服务的政策合规和内生转型需求，以市场需求为导向创造公司高质量发展的新增长级。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2022-2023年EPS预测为0.38/0.49元，预计2024年EPS为0.64元，当前市值对应2022-2024年PE为94/72/55倍。公司作为国内信息安全领域的国家队，深耕密码技术，将充分受益于个人信息保护等相关政策在互联网等行业落地，未来有望持续获得集团的资源对接和大力扶持。维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，商密推广不达预期，政策进展不及预期。

2022年04月23日

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证书：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.42
一年最低/最高价	16.65/62.36
市净率(倍)	6.00
流通A股市值(百万元)	29,658.39
总市值(百万元)	29,975.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.90
资产负债率(% ,LF)	24.89
总股本(百万股)	846.29
流通A股(百万股)	837.33

相关研究

《卫士通(002268): 2021年业绩快报点评：业绩快报符合预期，率先受益数据安全》

2022-03-05

《卫士通(002268): 2021年三季报点评：三季报高增长奠定全年高增长基础》

2021-10-31

《卫士通(002268): 2021半年报点评：半年报高增，全年业绩高增可期》

2021-08-30

卫士通三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,127	5,880	7,023	8,204	营业总收入	2,789	3,651	4,598	5,517
货币资金及交易性金融资产	2,658	2,069	2,491	2,887	营业成本(含金融类)	1,731	2,271	2,854	3,424
经营性应收款项	1,258	2,715	2,988	3,393	税金及附加	12	23	29	31
存货	968	812	1,166	1,513	销售费用	333	475	602	706
合同资产	88	98	165	173	管理费用	168	237	299	359
其他流动资产	154	185	213	238	研发费用	283	373	469	559
非流动资产	1,939	1,943	1,952	1,940	财务费用	-11	0	0	0
长期股权投资	88	106	132	157	加:其他收益	22	28	36	43
固定资产及使用权资产	321	327	324	320	投资净收益	70	29	51	81
在建工程	1,116	1,096	1,069	1,037	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	184	184	196	195	减值损失	-126	-2	-2	-3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	237	328	429	558
其他非流动资产	224	224	224	224	营业外净收支	6	0	0	0
资产总计	7,066	7,823	8,975	10,144	利润总额	243	328	429	558
流动负债	1,984	2,421	3,152	3,774	减:所得税	4	7	9	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	8	8	8	8	净利润	239	321	421	547
经营性应付款项	1,221	1,778	2,177	2,570	减:少数股东损益	1	3	3	3
合同负债	662	444	744	958	归属母公司净利润	238	317	418	543
其他流动负债	93	191	223	239					
非流动负债	35	35	35	35	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.28	0.38	0.49	0.64
长期借款	0	0	0	0	EBIT	207	272	345	437
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	316	383	459	559
租赁负债	6	6	6	6					
其他非流动负债	28	28	28	28					
负债合计	2,019	2,455	3,187	3,809	毛利率(%)	37.92	37.80	37.93	37.93
归属母公司股东权益	5,030	5,347	5,765	6,308	归母净利率(%)	8.54	8.70	9.09	9.85
少数股东权益	17	20	23	26					
所有者权益合计	5,047	5,368	5,788	6,335	收入增长率(%)	17.00	30.90	25.93	20.00
负债和股东权益	7,066	7,823	8,975	10,144	归母净利润增长率(%)	47.48	33.37	31.68	29.92

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	681	-501	496	428	每股净资产(元)	5.94	6.32	6.81	7.45
投资活动现金流	-61	-88	-74	-32	最新发行在外股份(百万股)	846	846	846	846
筹资活动现金流	62	0	0	0	ROIC(%)	4.15	5.09	6.04	7.05
现金净增加额	682	-589	422	396	ROE-摊薄(%)	4.73	5.94	7.25	8.61
折旧和摊销	110	111	115	122	资产负债率(%)	28.57	31.39	35.50	37.55
资本开支	-92	-98	-99	-89	P/E(现价&最新股本摊薄)	125.92	94.42	71.70	55.19
营运资本变动	285	-974	6	-154	P/B(现价)	5.96	5.61	5.20	4.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>