

调研简报

卫士通 (002268)

投资评级

中性

错误! 未找到引用源。

立足密码产品优势，拓展安全集成业务

分析师： 段迎晟

duanyingsheng@guosen.com.cn

电话 0755-82130761

SAC 执业证书编号：S0980210030013

事项：

7月2日对卫士通进行了调研，了解了公司最近的发展情况。

评论：

■ 公司概况

公司由中国电子科技集团公司第30研究所发起成立，是国内领先的信息安全产品和安全集成服务提供商，主要产品和系统包括密码类产品、VPN/防火墙、身份认证、电子政务安全系统等。公司的主要客户是对安全需求较高的机构和组织，包括国家部委、省市级政府部门、军工企业集团、大型金融机构等。公司的密码类产品居国内领先地位，而且在国内率先进入安全集成领域，目前已完成多项安全集成工程。2010年公司推出了“摩宝”手机支付新业务。

■ 信息安全市场潜力巨大

信息安全市场目前主要有3类：涉密系统、敏感系统和企业自主保护系统。涉密系统又称分级保护系统，主要指涉及国家机密的政府部门及军工企业。2005年底，国家保密局下发了《涉及国家秘密的信息系统分级保护管理办法》，颁布了国家保密标准《涉及国家秘密的信息系统分级保护技术要求》。敏感系统又称为等级保护系统，主要由公安部牵头管理。2007年6月，公安部牵头，会同国家保密局、国家密码管理局、国务院信息办联合发布了《信息安全等级保护管理办法》，并组织制定了《信息系统安全等级保护基本要求》等技术标准，为各部门、各单位开展等级保护工作提供了重要依据，并最初从大型银行着手推进等级保护系统的建设。经过几年的推广和促进，分级保护系统和等级保护系统都将进入实质性建设阶段，未来几年有望保持持续增长。企业自主保护系统是由企业为了保护自有的数据及信息安全而主动建设的信息安全系统，目前企业自主保护系统在整个信息安全市场中的比例持续升高。

信息安全行业还属于新兴行业，信息安全的基础建设在国内还很薄弱，国内的信息安全投资占IT投资的比例仅为5%左右，远低于欧美市场10-15%的比例。在政府部门持续保持信息安全较高需求的基础上，来自企业的需求将持续增加，银行、电信等大型企业集团已经陆续开始加大信息安全领域的投资。未来几年，信息安全行业将持续保持20%的年复合增长率。

■ 密码产品优势明显，来自政府部门的收入将保持稳定增长

公司的密码产品居于市场领先地位，市场占有率超过 20%。是国内三家拥有完全的商用密码研发、生产及销售的单位之一，而公司在市场化方面远强于另外两家研究所。

公司每年的收入中，有较大比例都来自于原有客户，包括原有客户的新产品需求、信息升级、安全需求升级、维护费用等。由于分级保护系统的深入建设，政府的客户需求持续增加；同时，政府部门的 IT 力量相对于银行等企业要差很多，缺乏信息系统及安全系统的自建能力，所以持续增加的信息安全需求及维护需求都以外部采购为主；另外，由于安全系统的重要性以及产品的独特性，客户很少更换一个具体产品的供应商。

所以，由于企业在密码产品领域的技术和市场优势、现有客户的持续收入以及信息安全产品的高转换成本，公司在密码产品以及政府部门的收入将保持稳定增长。

■ 继续扩大安全集成业务收入

由于信息安全领域和产品种类繁多，从传统的防火墙、IDS 和防病毒软件，到新兴的 UTM、IPS、VPN、终端安全管理、安全审计等产品及服务都发挥着不同的作用。对于非专业用户来说，如何选择不同领域的安全产品及服务组合是一份非常繁杂的工作。公司准确的发现该领域的市场需求，率先从普通的 IT 集成服务中剥离出“安全集成”的业务，提供专业的“安全集成”业务。

相对于传统的安全产品，安全集成服务的市场更为广阔。公司的安全集成服务也保持高速增长，目前已占公司总收入的 30% 以上。未来几年，公司仍将持续拓展安全集成市场的业务收入。需要注意的是，安全集成业务市场门槛相对较低，未来竞争将更加激烈，安全集成业务的毛利率也将保持较低水平。

■ Mo 宝业务刚刚起步，市场开拓障碍较高

2010 年，公司遵循银联手机支付业务规范，推出 Mo 宝产品，进军移动电子商务领域。目前，Mo 宝已经在成都地区推广，可以实现信用卡还款、公用事业缴费、数字产品交易、商旅预订等业务。作为移动支付在线平台提供商，该业务的发展还存在一些困难。

首先，市场竞争激烈，公司没有特别优势。公司传统的客户都是政府和大型企业集团，对于消费者市场以及零售企业商户都没有特别优势；而互联网第三方支付平台都是公司的潜在竞争对手，如支付宝、快钱、网银在线、拉卡拉等，市场竞争非常激烈，公司作为新进入者也没有用户积累。

其次，产品本身存在限制。Mo 宝的业务需要用户购买定制的 SD 卡，这就要求用户必须首先拥有支持 SD 卡插槽的手机；而在智能手机领域，目前 Mo 卡只支持 Windows Mobile5.0 及以上和 SysmBian 6.0 及以上的系统，对于 Mac OS、Android 等系统都不支持，对手机本身进一步存在限制；此外，SD 卡 100 多元的成本进一步提高了用户推广的难度。

最后，移动支付业务营收成疑。移动支付平台可能的收入模式包括 Mo 卡销售收入、广告、商户佣金、消费者手续费等。在最初的市场拓展阶段，用户的手续费收入较少，加上少量的商户佣金或者广告收入，而争取用户的补贴费用往往大于卡片销售收入，在加上市场拓展方面的各种费用，该业务在最初几年都很难盈利。而公司在 2009 年的营业收入 2.69 亿元、净利润 4205 万，大规模拓展业务对用户补贴的话财务压力很大。

■ 信息安全市场空间大，给予谨慎推荐评级

占公司最大业务比例的安全产品和安全系统仍然会保持稳定收入增长和较高的盈利能力，安全集成业务的增长也比较看好，但数量众多的中小企业市场目前还没有好的盈利模式启动，移动支付业务目前规模较小，对公司的总体业绩影响不大。初步预计 2010、2011 年的业绩为 0.41 元和 0.54，给与谨慎推荐的评级。

■ 风险提示

随着安全集成业务在收入中的比例增加，公司的毛利会降低。“魔宝”业务短期内很难盈利，如果进行大规模的市场推广，可能会拖累公司总体业绩。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。