

政策和安可后周期驱动、业务拐点到来，中电科入股打开新局面

首次覆盖报告

田杰华(分析师)

tianjiehua@xsdzq.cn

证书编号: S0280517050001

李汉卿(联系人)

lihanqing@xsdzq.cn

证书编号: S0280119060012

周嘉乐(联系人)

zhoujiiale@xsdzq.cn

证书编号: S0280119090012

● 源起: 收购网络安全老牌领导厂商“天融信”的由来

公司于2016年底收购天融信, 2017年天融信并表后, 安全业务占比历年不断提升。大安全战略深化, 安全解决方案持续推进。

● 变局: 中电科入股, 开启成长新局面

2019年11月, 公司大股东郑钟南及二股东明泰资本合计转让5.01%股本给电科网信, 转让完成后, 电科网信成为公司第三大股东。我们认为中电科的入股有利于引进中电科体系资源, 打开发展的新局面。

● 大势: 受益于网络安全政策、安可后周期驱动

(1) 网络安全政策驱动安全需求增长带来增量市场。(2) 安可后周期驱动, 在关键领域的国产替代, 网络安全产品需求不断增加。公司已发布一系列国产化软、硬件网络安全产品, 适配各类国产平台, 目前已在党政军规模应用。

● 内功: 数年研发储备积累已久, 预计业务拐点到来

天融信注重研发, 投入占比维持在22%以上, 领先于目前网络安全行业中的头部厂商。公司研发储备已久, 我们预计业务拐点到来, 体现在:(1) 安全服务业务占比提升, 有望成为重要的新增长点(2) 云计算领域发力, 全新超融合产品问世(3) 云安全和工控安全产品实力雄厚, 未来需求量大(4) 融入AI等新技术, 防火墙等传统优势产品的市场份额仍在提升。

● 人和: 增渠道、对外合作开“外和”, 股权激励促“内和”

(1) 对外: 2019年是渠道元年, 与合作伙伴建立完善的渠道合作体系, 精选分销产品, 快速占领市场; 与腾讯云合作, 在多领域进行技术、产品、方案的融合和创新。(2) 对内: 股权激励覆盖核心业务人员, 激发积极性。

● 投资建议

公司受益于政策和安可后周期驱动, 预计业务拐点到来, 中电科入股打开新局, 预计公司2019-2021年归母净利润分别为4.56/6.02/7.62亿元(还原股权激励费用的归母净利润分别为5.96/7.02/8.13亿元), EPS分别为0.39元/0.52元/0.66元, 首次覆盖, 予以“强烈推荐”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 业务进展不及预期, 政策和需求落地不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,133	6,300	7,153	8,255	9,582
增长率(%)	78.8	22.7	13.5	15.4	16.1
净利润(百万元)	425	485	456	602	762
增长率(%)	504.8	14.2	-6.1	32.1	26.5
毛利率(%)	24.8	24.7	24.9	27.2	30.0
净利率(%)	8.3	7.7	6.4	7.3	8.0
ROE(%)	5.3	5.9	5.3	6.5	7.6
EPS(摊薄/元)	0.37	0.42	0.39	0.52	0.66
P/E(倍)	49.2	43.1	45.8	34.7	27.4
P/B(倍)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1

强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.12.13

收盘价(元):	18.04
一年最低/最高(元):	10.75/19.04
总股本(亿股):	11.58
总市值(亿元):	208.99
流通股本(亿股):	8.96
流通市值(亿元):	161.71
近3月换手率:	51.07%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	16.16	2.84	36.4
绝对	17.91	2.73	59.65

相关报告

目 录

1、 源起：收购网络安全老牌领导厂商“天融信”的由来	4
1.1、 2016 年底完成收购天融信	4
1.2、 天融信于 2017 年开始并表，安全业务占比历年持续提升	11
1.3、 大安全发展战略持续深化，安全整体解决方案继续推进	11
2、 变局：中电科入股，开启成长新局面	12
2.1、 天融信股权结构的变迁和电科网信的入股	12
2.2、 中电科入股有利于引入中电科体系资源，打开发展新局面	15
3、 大势：受益于网络安全政策、安可后周期驱动	16
3.1、 政策驱动需求增长，等保 2.0 等政策下市场增量明显	16
3.2、 安可后周期驱动，关键领域的国产替代，网络安全产品需求增加	19
4、 内功：数年研发储备积累已久，预计业务拐点到来	20
4.1、 研发高投入，数年苦练内功，预计业务拐点到来	20
4.2、 大数据安全：产品及解决方案优势显著并获行业认可	22
4.3、 安全服务：业务占比提升、有望成为重要的新增长点	22
4.4、 云计算：全新超融合产品问世	24
4.5、 云安全、工控安全，天融信产品好、未来市场需求大	25
4.6、 积极拥抱 AI 等新技术，防火墙等传统优势产品市场份额保持领先	28
5、 人和：增渠道、对外合作开“外和”，股权激励促“内和”	30
5.1、 渠道元年开启，精选渠道产品，快速占领市场	30
5.2、 与腾讯云合作，在多领域进行技术、产品、方案的融合和创新	31
5.3、 股权激励幅度较大，覆盖核心业务人员，激发积极性	31
6、 投资建议	32
附：财务预测摘要	33

图表目录

图 1： 南洋股份公司发展历程	4
图 2： 2019H1 南洋股份收入结构及营收占比	4
图 3： 天融信发展历程	5
图 4： 2014-2019H1 业务营收占比变化	11
图 5： 天融信网络安全业务三大战略	12
图 6： 第一阶段，创始人兼董事长贺卫东为公司大股东	13
图 7： 第二阶段，核心员工及高管持股，资本开始入局	13
图 8： 第三阶段，引入明泰资本，借南洋股份登录主板	14
图 9： 电科网信成为公司第三大股东	15
图 10： 电科网信背后实为中电科	15
图 11： 中国电科产品及服务	16
图 12： 等保 1.0 时间推进要求下，信息安全市场增速在 2010 年达到高峰	17
图 13： 等保 2.0 面向新一代 IT 的内容扩展	18
图 14： 天融信等保 2.0 一体机解决方案	18
图 15： 紧跟自主可控建设步伐	19
图 16： 天融信国产化产品一览	20
图 17： 天融信研发投入占比于同行比较	20
图 18： 大数据安全防护系统荣获年度创新产品奖	22

图 19: 大数据平台数据安全解决方案获奖.....	22
图 20: 2019H1 较 2017 年安全服务业务营收占比提升.....	22
图 21: 安全云服务中心结构图.....	23
图 22: 信息安全服务获国家最高级别资质.....	23
图 23: 全球网络信息市场产品以安全服务为主.....	24
图 24: 我国网络信息市场产品以硬件为主.....	24
图 25: 超融合 IT 基础架构.....	25
图 26: 天融信等保一体机.....	26
图 27: 天融信服务器虚拟化系统.....	26
图 28: 天融信工控主机卫士系统.....	27
图 29: 天融信工控防火墙系统.....	27
图 30: 天融信融入 AI 的下一代防火墙.....	28
图 31: 2017 年中国防火墙市场份额.....	29
图 32: 2018 年中国防火墙市场份额.....	29
图 33: 2019Q1 中国防火墙市场份额.....	29
图 34: 2018 年中国虚拟专用网硬件市场份额.....	30
图 35: 2019H1 虚拟专用网硬件市场份额.....	30
图 36: 天融信首批渠道产品全家福.....	30
图 37: 天融信渠道业务战略.....	30
天融信产品分类及介绍.....	6
表 1: 收购天融信配套资金来源.....	14
表 2: 2019 下半年网安政策暖.....	16
表 3: 2018 年已实施完成的研发项目列表.....	21
表 3: 激励费用摊销一览.....	31

1、源起：收购网络安全老牌领导厂商“天融信”的由来

1.1、2016 年底完成收购天融信

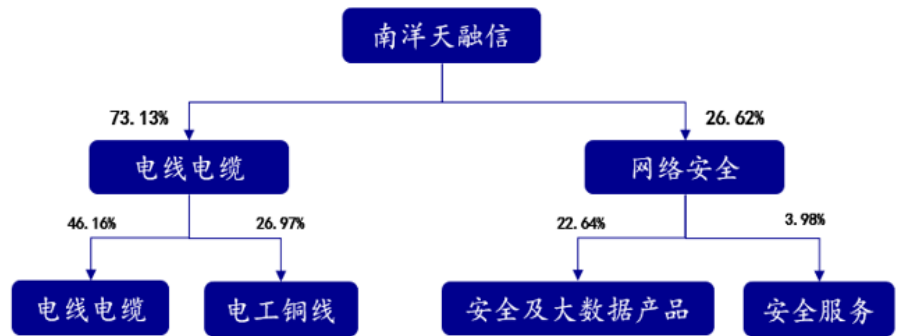
南洋股份从电线电缆业务起家，2016 年底完成收购天融信。南洋天融信科技集团股份有限公司创立于 1985 年，前期主要从事电力电缆、电气装备用电线电缆的研发、生产和销售。2008 年 2 月 1 日，在深圳证券交易所中小板正式挂牌上市。2016 年底，公司购买天融信 100% 股权的重大资产重组事项获得中国证监会核准并完成资产过户。自此，公司建立了电线电缆、网络安全的双主业平台。主营业务包括：（1）电线电缆业务：主要从事电力电缆、电气装备用电线电缆的研发、生产和销售，主要产品为 500kV、220kV、110kV、35kV 及以下交联电力电缆、低压电线电缆及特种电缆等，主要应用在电力、交通、建筑等国民经济的多个领域。（2）网络安全业务：主要为政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和服务。

图1： 南洋股份公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、新时代证券研究所

图2： 2019H1 南洋股份收入结构及营收占比



资料来源：公司官网、wind、公司公告、新时代证券研究所

天融信是中国领先的网络安全、大数据与安全云服务提供商。天融信从1996年率先推出填补国内空白的自主知识产权防火墙产品，到自主研发国内第一台ASIC架构防火墙，从全球首发新一代可信并行计算安全平台，到云时代超百G机架式“擎天”安全网关，天融信坚持自主创新并在安全硬件、整体网络安全市场处于领导地位。2001年天融信率先推出“TOPSEC”联动协议，2004年提出“可信网络架构(TNA 1.0)”，2008年推出“可信网络架构(TNA2.0)”，2012年推出基于NGTOS安全操作系统实现多路多核全并行处理的下一代防火墙，2013年推出基于龙芯的国产化自主可控防火墙，2014年推出安全风险探知系统，2016年构建以网络安全为核心、大数据为基础、安全云服务为交付模式的“下一代可信网络安全架构”，向安全云服务进军，2018年发布“擎天III”下一代机架防火墙，同年通过了CMMI5级评估认证，这标志着天融信软件研发能力、项目管理能力和方案交付能力等均已达到国际最高的优化管理级，处于国内网络安全行业领先水平。

图3：天融信发展历程



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

天融信拥有比较全面的安全产品线和安全服务模式。公司作为国内为数不多的整体安全解决方案提供商，主要为重要行业客户提供全面的网络安全产品技术与安全服务。天融信产品线覆盖了防火墙、VPN、入侵检测、入侵防御、UTM、防病毒网关、网闸、WAF、抗DDoS、终端安全、云安全、物联网安全、车联网安全、企业安全无线、移动安全、数据安全、工控安全、安全管理、安全审计、端点检测与响应（EDR）主流安全产品市场，并拥有安全管理、大数据分析、风险探知系统等平台性产品。同时，依托核心技术与关键产品，天融信构建了包括安全云服务、安全咨询与评估服务、安全运维服务、安全产品增值服务、安全培训服务、安全租赁服务等多种模式的安全云服务中心，覆盖了网络安全产业的主要应用领域。

天融信产品分类及介绍

	产品系列	产品名称	产品介绍
网络安全	安全防护	天融信安全隔离与单向导入系统	涉密网络中实现信息在物理层的单向传输，有效阻挡黑客攻击、恶意代码和病毒渗入，防范内部机密信息的泄露。
		天融信 NGFW®下一代防火墙	针对大流量型网络环境的下一代防火墙猎豹六系列产品
		天融信 Web 应用防火墙系统	专门为 Web 应用提供防护的安全产品
		天融信病毒过滤网关系统	在网关处主动过滤拦截病毒、木马、间谍软件等恶意软件，在病毒未进入内部网络造成损失之前进行阻断拦截
		天融信上网行为管理系统	防止非法信息传播、敏感信息泄露，实时监控、日志追溯，网络资源管理
		天融信安全隔离与信息交换系统	防止内部机密信息的泄露

	天融信应用安全网关系统	为用户提供了全面的策略管理、服务质量 (QoS) 保证、负载均衡、高可用性 (HA) 以及网络带宽管理等功能
	天融信网页防篡改系统	专门针对网站篡改攻击精心研发的一款防护产品。
	天融信负载均衡系统	提供高可靠的数据中心解决方案
	天融信高级可持续性威胁安全监测系统	与天融信防火墙联动,建立 APT 监测与阻断防御体系。
	天融信网络流量分析系统	高性能数据包采集和智能分析设备
安全检测	天融信入侵防御系统	实时检测和阻断包括溢出攻击、RPC 攻击、WebCGI 攻击、拒绝服务攻击等网络攻击行为
	天融信入侵检测系统	实时检测包括溢出攻击、RPC 攻击、WebCGI 攻击、拒绝服务攻击、木马、蠕虫、系统漏洞等网络攻击行为。
	天融信僵尸木马监测系统	网络威胁检测类产品,具有对木马、僵尸网络等异常行为进行高精度监测及旁路阻断的能力
	天融信异常流量管理与抗拒绝服务系统	精准地识别各种拒绝服务攻击流量
	天融信网络审计系统	支持多维细粒度的网络行为和流量审计分析
	天融信数据库审计系统	国内第一款实现即查即显、实时报表的数据库审计系统
	天融信网络安全准入系统	为企业用户接入内网全过程提供一套综合完整的端点安全准入控制解决方案
	天融信主机监控与审计系统	面向用户终端对象的安全防护产品,严格按照等保、分保、国军标关于终端安全管理的技术要求进行设计,服务器和客户端均支持国产软硬件平台
安全接入	天融信物联网使能平台	为物联网提供设备管理、网络连接、数据分析、安全防护的统一管理平台
	天融信物联网接入网关	新一代低功耗广域网物联网接入网关产品,基于国际 LoRa 联盟制定的 LoRaWAN 标准设计。
	天融信物联网安全网关	提供对物联网接入设备的安全访问控制、通讯链路加密、疑似业务阻断等功能。
	天融信物联网安全管理平台	直观的呈现全网安全网关的运行状态,对接入的物联网终端进行协议分析、行为建模、异常检测,降低来自感知层的业务风险,减少网络层的攻击行为
	天融信 VPN 系统	向用户提供成熟、完善的高性能 VPN 接入方案
	天融信安全认证平台	综合的业务系统管理服务平台
	天融信数字证书系统	标准、易用、稳定、可靠的企业级 PKI/CA 系统
	天融信企业移动安全管理平台	为企业提供企业移动信息化过程中的整体数据安全解决方案
	天融信移动 APP 扫描加固系统	基于移动应用多阶段生命周期安全防护的安全平台,进行全面的检测,并提供相应加固手段,在应用上线后持续对应用做渠道监测
数据安全	大数据安全网关系统	专门针对大数据平台的数据安全防护手段,可支持开源大数据、华为等大数据平台,可满足有大数据应用的客户以及大数据服务商对于大数据平台安全保障的需求。
	天融信数据防泄漏系统	以深度内容识别技术为核心,在数据存储、传输和使用过程中,发现并识别敏感数据隐患,确保敏感数据

			合法使用，防止敏感数据泄漏的数据安全保护系统。
		天融信数据库安全网关	一款主动、实时的数据库安全防护产品
		天融信数据库脱敏系统	一套数据脱敏软件，在同一平台下实现针对多个业务系统数据库数据的同时数据抽取与脱敏操作
		天融信文档安全管理系统	通过信息安全边界的建立，降低核心信息资产，及其他任意信息资产的有意或无意泄密风险。
		天融信数据安全交换云	提供在线数据安全交换，解决用户在隔离网络、数据交换过程、云平台流转以及不同安全域数据交换的问题。
		天融信备份一体机	主要针对数据的存放进行相应的数据保护，为数据提供完整的存储、备份、容灾综合解决方案。
	云安全	天融信等保一体机	传统安全防护与云计算技术相结合的一款软硬一体化产品
		天融信虚拟化分布式防火墙	基于零信任，微分段机制为用户每个虚拟机提供贴身防护，为云数据中心保驾护航
		天融信虚拟化安全资源池	针对云环境多租户虚拟网络边界提供弹性、灵活云安全服务
		天融信桌面虚拟化系统	可实现按需、批量为终端使用者交付高性能桌面，同时提供了强大的桌面管理功能方便管理者管理虚拟桌面。
		天融信服务器虚拟化系统	高可靠服务器虚拟化软件产品，大幅提高了客户的IT资源利用率，实现系统的高效运行与极致可靠性
		天融信终端威胁防御系统	自主研发的新一代反病毒引擎
	云计算	天融信超融合管理系统	以软件定义所有关键数据中心功能，帮助用户快速构建安全、高效、可靠的新一代云计算数据中心
	工业安全	天融信工控主机卫士系统	对工控上位机及服务器实现全方位安全防护
		天融信工控漏洞扫描系统	针对工业环境自主研发的脆弱性检测与漏洞扫描产品
		天融信工控防火墙系统	专门针对工业控制系统设计的安全防护类产品
		天融信工控安全态势感知平台	对企业工控网络进行整体安全监控与态势分析的大数据安全产品
		天融信工控安全监测审计系统	面向工业控制系统研发的安全审计类产品，针对工业控制系统的非法指令等异常行为进行实时审计与监测
		天融信工控安全集中管理平台	对工控防火墙、工控安全监测审计、工控主机卫士等工控安全产品及第三方设备进行统一监控、日志采集、安全分析、策略下发
		天融信工控安全隔离与信息交换系统	针对工业控制系统网络边界设计开发的安全隔离产品，
	智慧无线	天融信智慧无线管理系统	满足各类应用场景的企业级无线覆盖，实现WLAN部署的高容量、出色性能和简易性
大数据	大数据分析	天融信风险探知系统	帮助用户全面、准确掌握自己的所辖网络中资产、应用的基本情况和安全状态
		天融信大数据分析系统	提供一套完整的数据收集框架，在数据分析结果输出提供一套可视化的展示平台，便于管理者获取分析结果。
		天融信态势感知系统	提供了大数据存储计算、数据挖掘分析、场景引擎分析等核心功能，帮助用户实现全面的态势感知。

安全管理	天融信脆弱性扫描与管理系统	综合漏洞发现与评估系统，检测出系统中存在的漏洞和弱点，提供整改方法和建议。	
	天融信脆弱性扫描与管理系统（WEB 扫描）	对网站进行全面的、深入的、彻底的风险评估，检查系统中存在的弱点和漏洞	
	天融信网站安全监控系统	针对大规模网站进行持续、多维度安全监测，并结合安全风险评估模型做出来的实时的网站安全风险评估系统。	
	天融信日志收集与分析系统	新一代海量日志管理系统，实时感知全网安全态势，实现海量日志全生命周期存储管理，是一款满足合规需求和日常运维需求的利器。	
	天融信运维安全审计系统	集账号管理、授权管理、认证管理和综合审计于一体，确保合法用户安全、方便使用特定资源。	
	天融信智能测试系统	一套自动化、标准化和可视化的信息安全产品检测业务处理平台，能够根据标准模板自动生成测评报告。	
	天融信集中身份管理系统	集用户管理、授权管理、认证管理和审计于一体的集中身份管理系统。	
	天融信安全基线管理系统	安全配置核查产品。对 IT 资源进行自动化安全配置检查、分析，并提供专业的合规性报表与相关安全配置项的建议。	
	天融信安全邮件网关系统	具有 4 大邮件安全防御功能，可以防御垃圾邮件，邮件系统攻击，邮箱盗号及邮件病毒。	
	天融信网络管理系统	实现对网络设备、服务器、链路、数据库、中间件、虚拟化设备、存储设备等 IT 基础设施的全面管理。	
	天融信 IT 运维管理系统	综合性的、全方位的运维管理解决方案，不仅能够对 IT 基础设施进行全面监控管理，而且能协助用户建立完整的、以业务价值为核心的 IT 综合管理平台。	
	天融信安全管理系统	面向全网 IT 资源整合的安全管理平台，实现对企业内部各类安全事件的监控、分析和管理的信息系统。	
	天融信安全管理系统快速版	以简单、实用、易用为宗旨，符合国家标准，满足国家等保以及各种行业法律法规要求。	
	云服务	安全云服务	天融信移动应用管理平台
天融信视频专网安全监测与分析系统			实现视频专网内资产一目了然、设备故障实时报警、安全风险实时掌控、非法入侵及时阻断等功能,全方位解决视频专网安全运行问题
天融信安全云服务			提供四种类别的服务业务，即远程监控服务、数据分析服务、安全运维服务、咨询培训服务
天融信服务集成与管理服务			借鉴了 COBIT、BSC、TOGAF 等一系列标准和框架，将各类标准相互关联引用，实现 IT 服务集成的治理目标
天融信远程安全运维服务			为政府和企业用户提供的一种基于云技术的专业安全服务产品
天融信驻场安全运维服务			帮助用户梳理安全问题、规范运维流程、健全安全制度，最终为客户构建一个完善的安全运维管理体系。
		天融信信息安全培训服务	四大业务：意识培养、认证培训、专项技能提升以及

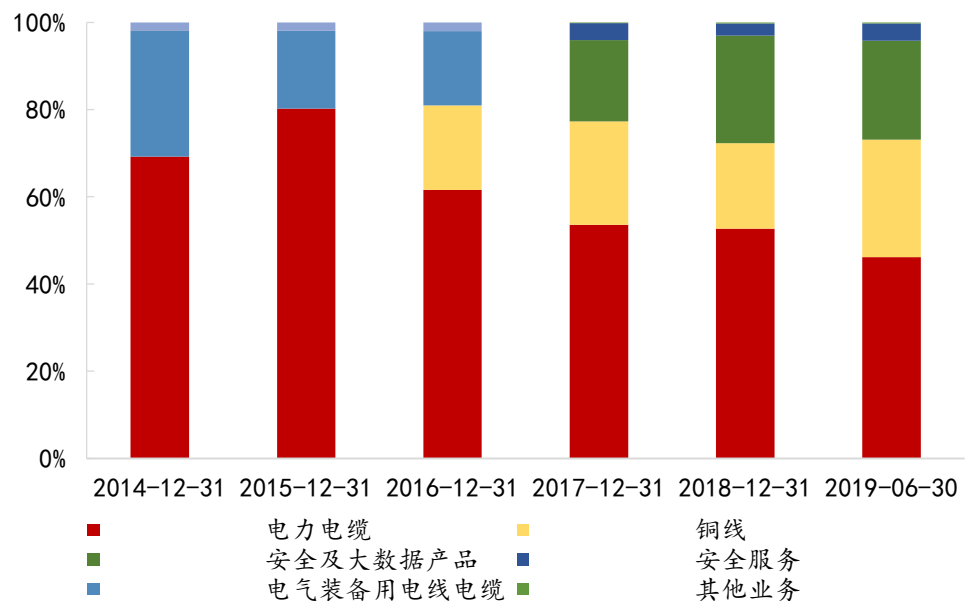
		教学实训环境
	天融信威胁情报系统	针对高持续性威胁的安全检测分析情报系统，将关联具体客户的有价值的情报，进行结果展示
	天融信攻防演练平台	提供网络安全攻防知识培训、实战演练，支持在线夺旗竞赛，并形成完整的人才能力评价体系
安全服务	天融信安全检测、评估服务	实现客户信息安全系统脆弱性检测评估、威胁评估分析、资产分析和风险评估
	天融信专业安全加固服务	参考国内国际权威的系统安全配置标准，并结合用户信息系统实际情况，在用户允许的前提下，对网络的服务器、网络设备、工作站等存在漏洞的系统进行安全加固
	天融信安全驻场服务	提供全面、可靠的安全驻场服务，以发现信息业务系统存在的安全风险、保障业务系统的有效性、完整性、可靠性。
	天融信专业安全应急响应服务	共同为客户突发的安全事件，以现场、远程、电话等方式提供 7*24 小时的应急响应服务
	天融信等级咨询服务	提供信息系统定级咨询服务，差距分析与整改方案设计服务，建设整改集成服务、辅助测评等全生命周期安全服务，也可根据用户实际需求，提供定制化的模块
	天融信信息安全管理体系（ISMS）咨询服务	协助用户完成完整有效的信息安全管理体系（ISMS），提升用户信息安全管理水平，提高用户核心竞争力。
	天融信新技术安全服务	包括大数据安全评估服务、云平台安全评估服务、无线安全评估服务等
	天融信金融专项服务	评估安全事件发生可能造成的危害，并给出防护对策和整改建议
	天融信运营商专项服务	评估安全事件发生可能造成的危害，并给出防护对策和整改建议
	安全集成	天融信分级保护服务
天融信军工保密服务		为军工单位提供完整的军工保密资格认证解决方案以及相应的安全服务
天融信军队保密服务		系统规划咨询与方案设计服务、信息系统安全建设服务、系统安全评估服务
天融信商密保护服务		信息系统规划咨询与方案设计服务、系统集成服务、系统测评服务、涉密运维、应急响应服务
天融信资质申请服务		主要面向具有涉密集成资质、涉密单项资质申请意向的企业开展，协助企业申请集成甲级、乙级及单项资质。
天融信涉密开发服务		系统调用、方案设计与审核、系统研发与运行、系统评审与维护
天融信安全运维服务		日常安全巡检、安全审计、服务器类运维、桌面终端设备类运维、安全保密检查、重要业务数据备份恢复、应急响应、重大安全事项安全保障
天融信安全集成服务		保护信息系统内重要的业务系统、应用系统、系统数据免受来自互联网或系统内部的恶意破坏，规范系统

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、天融信于 2017 年开始并表，安全业务占比历年持续提升

天融信于 2017 年进行并表，电线电缆业务营收占比逐年下降，安全业务营收占比提升。2016 年底收购天融信完成后，2017 年进行并表。2015 年之前，公司主要以电力电缆和电气装备用电线电缆为业务收入。2015 年后，铜线及安全业务对营收贡献逐渐体现。其中，电力电缆业务营收占比从 2015 年的 80.24% 下降至 2019H1 的 46.17%，逐年持续下降；安全及大数据产品营收占比从 2017 年的 18.66% 提升至 2019H1 的 22.64%；安全服务业务营收占比 2017-2019H1 分别为 3.90%、2.81%、3.98%。

图4： 2014-2019H1 业务营收占比变化



资料来源：wind、新时代证券研究所

三年业绩承诺已完成。双方签订的《业绩补偿协议》显示，天融信承诺，并表后归母净利润在 2016 年、2017 年和 2018 年累计分别不低于 3.05、7.15、12.55 亿元；扣非净利润在 2016 年、2017 年和 2018 年累计分别不低于 2.88、6.75、11.79 亿元，目前业绩承诺已完成。

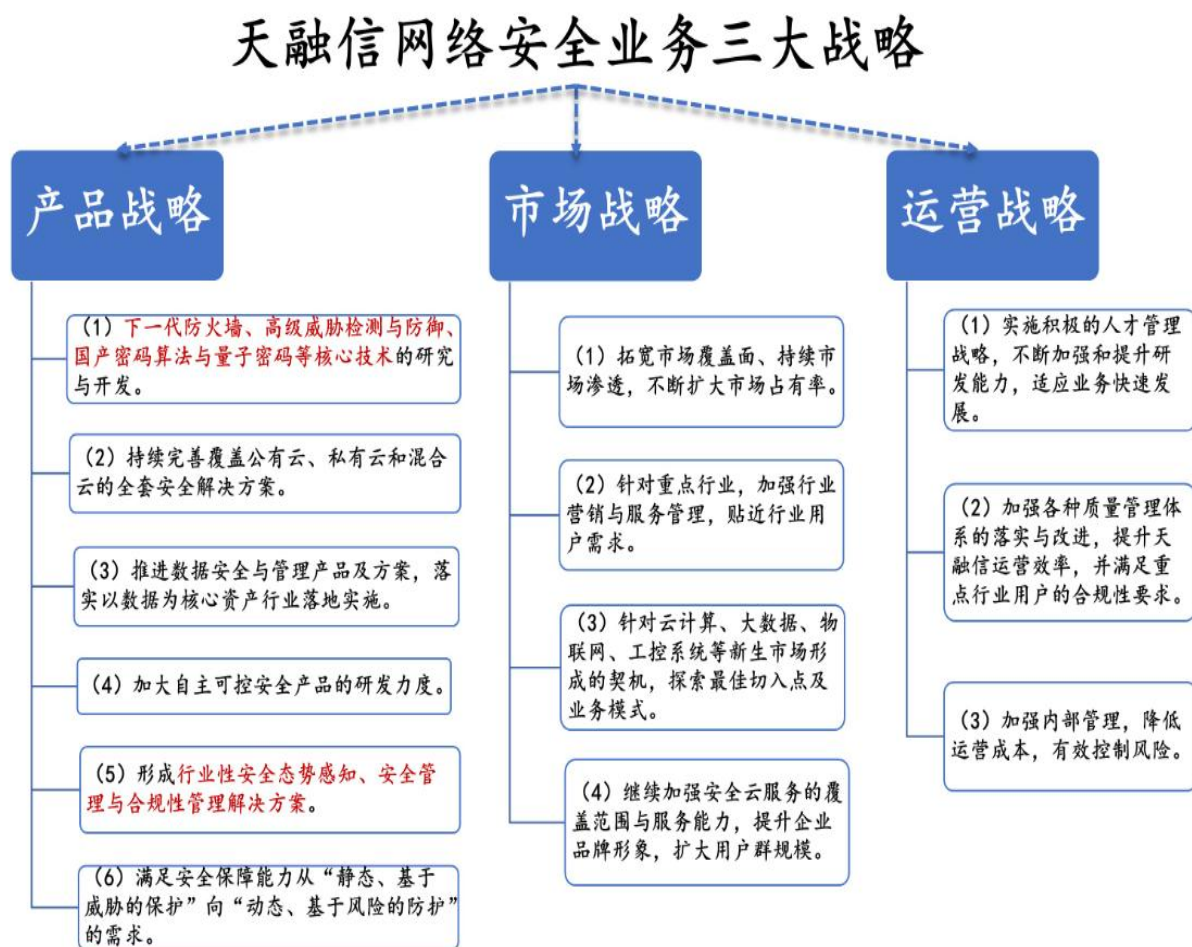
1.3、大安全发展战略持续深化，安全整体解决方案继续推进

“网络安全、大数据与安全云服务提供商”战略转型持续深化。天融信自设立以来一直专注于网络安全领域，为政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和安全服务。自 2016 年，推出网络安全、大数据、安全云服务的发展战略，针对网络安全形势的变化和客户需求，继续深化落实向“网络安全、大数据与安全云服务提供商”战略转型工作，持续提升网络安全及大数据产品和安全服务两条业务主线核心竞争力，在云安全、数据安全、移动安全、端点安全、态势感知、工业互联网安全、下一代互联网安全、物联网、车联网等重点技术领域布局。

从产品、市场和运营三大战略共同推进网络安全业务快速发展。根据公司 2018 年年报披露，全资子公司天融信将继续贯彻“成为中国领先的网络安全、大数据、安全云服务提供商”的战略目标，积极响应国家强化网络安全保障、完善国家网络安全保障体系的要求，从产品、市场和运营三大战略共同推进，促进网络安全业务保持快速发展。

安全整体解决方案继续推进，满足细分行业需求。根据公司在产品战略提出的要求，不仅要持续完善覆盖公有云、私有云和混合云的全套安全解决方案，满足细分行业市场的需求；快速推进数据安全与管理产品及方案在以数据为核心资产的行业落地实施，满足相关用户数据安全全生命周期保障需求；充分运用以大数据分析、安全可视化、威胁情报，形成行业性安全态势感知、安全管理与合规性管理解决方案，满足全天候全方位感知网络安全态势需求。

图5：天融信网络安全业务三大战略



资料来源：公司公告、2018 年年度报告、新时代证券研究所

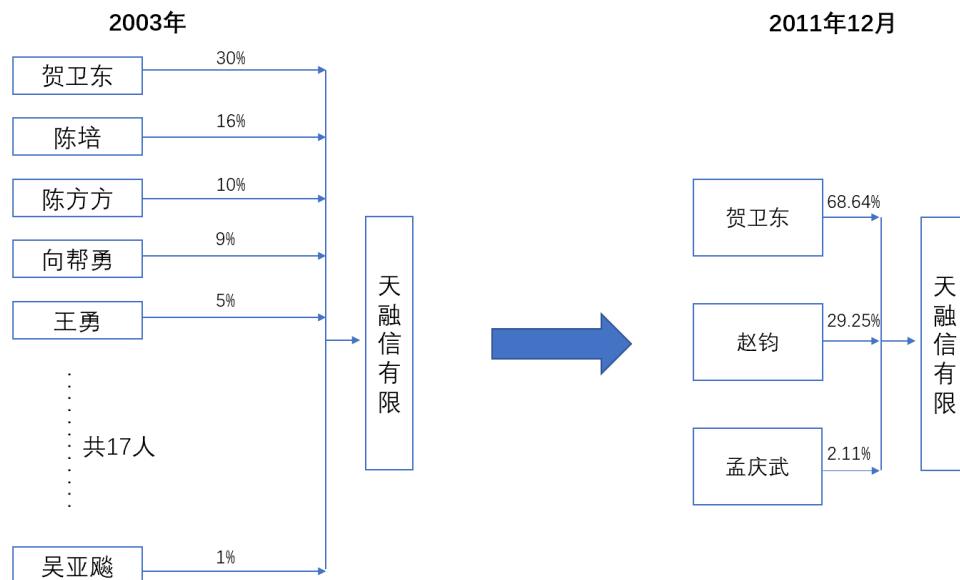
2、变局：中电科入股，开启成长新局面

2.1、天融信股权结构的变迁和电科网信的入股

历史上，天融信股权结构发生多次重大变化，我们以动态的视角来回顾天融信历史的股权结构变化，可以将其分为几个阶段：

第一阶段：2003-2012年，创始人兼董事长贺卫东为公司大股东。2003年公司成立之初，贺卫东等17名自然人共同出资50万成立天融信有限，贺卫东出资最多，所占股份为30%。随后几年，通过系列股权转让及增资，至2012年贺卫东、赵钧、孟庆武三人持股分别为68.21%，29.68%，2.11%，公司注册资本达3000万。

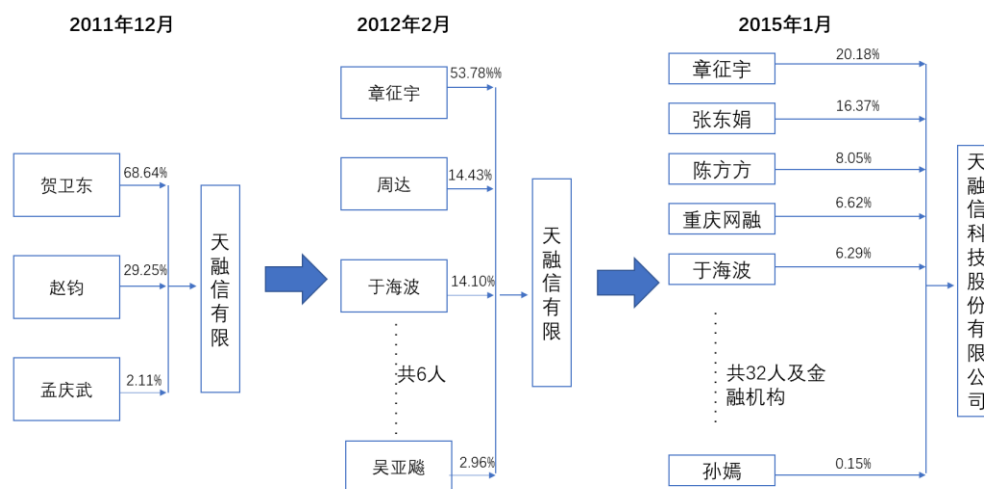
图6： 第一阶段，创始人兼董事长贺卫东为公司大股东



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

第二阶段：2012-2015年，贺卫东离开公司，核心员工及高管持股，也引入了部分资本。2011年底，天融信有限召开股东会，同意贺卫东、赵钧、孟庆武将其持有的天融信有限出资额转让给章征宇、周达、陈方方、王勇、于海波、吴亚颺，并于2012年2月办理此次股权转让的工商变更登记，同时章征宇、陈方方、王勇、吴亚颺签署了一致行动协议，实现对天融信有限的实际控制。2014年，引入部分资本后，公司变更为“天融信科技股份有限公司”。

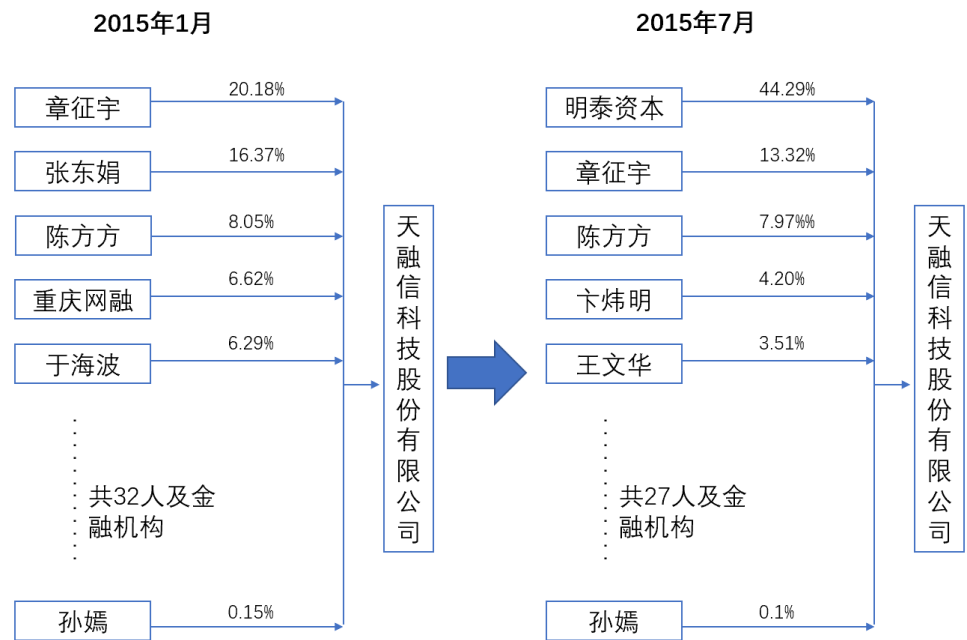
图7： 第二阶段，核心员工及高管持股，资本开始入局



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

第三阶段：2015-2016年，引入明泰资本，通过被南洋股份收购的方式登录主板。2015年3月，第七次股权转让中引入了明泰资本。2016年，南洋股份采取发行股份与支付现金相结合的方式，作价57亿元收购天融信100%股权，其中现金支付20.79亿元，以发行股份方式支付36.21亿元，并于2017年完成并表。此外，天融信承诺，2016-2018年扣非净利润不低于2.88亿元、3.87亿元、5.04亿元，此外2016年净利润不低于7.15亿元，16、17、18年三年累计净利润不低于12.55亿元。登录A股后，公司融资能力显著提升，发展步入快车道。

图8： 第三阶段，引入明泰资本，借南洋股份登录主板



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表1： 收购天融信配套资金来源

认购主体	认购金额（单位：亿元）
华瀛创新等	10.35
开源基金	4.75
朴真投资	4.10
鸿晟汇	2.00
合计	21.2

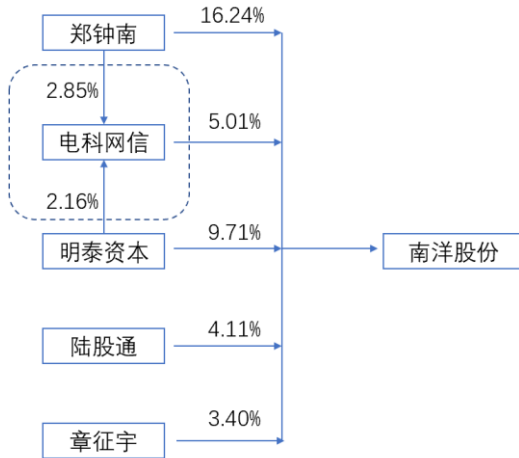
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

第四阶段：2019年，电科网信入局，成为公司第三大股东。2019年11月18日，公司发布公告，南洋股份大股东郑钟南及二股东明泰资本分别以13.77元/股的价格，转让公司总股本的2.85%，2.16%给中电科（天津）网络信息科技合伙企业（有限合伙）（简称“电科网信”）。此次股权转让完成后，郑钟南先生及其一致行动人鸿晟汇合计持有公司总股本的16.24%，仍为公司控股股东。明泰资本持有公司总股本的9.71%，仍为公司的第二大股东。电科网信成为持股5.01%成为公司第三大股东。

电科网信多层股权穿透后，背后股东多处指向中电科。电科网信成立于2019年11月，是电科旗下专门从事网络信息安全相关投资的重要单位，其参股股东分

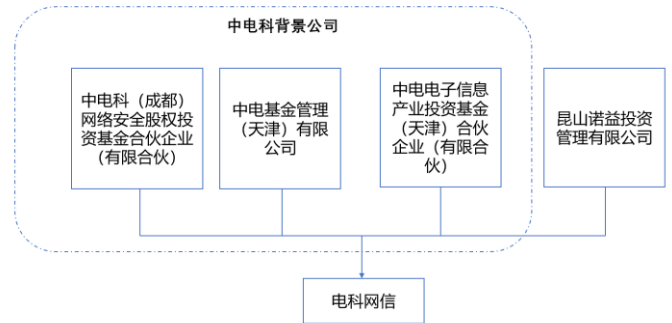
别为中电科（成都）网络安全股权投资基金合伙企业（有限合伙）、中电基金管理（天津）有限公司、中电电子信息产业投资基金（天津）合伙企业（有限合伙）、昆山诺益投资管理有限公司，多层股权穿透后多指向中国电子科技集团有限公司。

图9：电科网信成为公司第三大股东



资料来源：公司公告，三季报，新时代证券研究所

图10：电科网信背后实为中电科



资料来源：天眼查，新时代证券研究所

2.2、中电科入股有利于引入中电科体系资源，打开发展新局面

入股南洋股份后，电科系的网安的上市公司已有三家，从核心产品对比如下：

- （1）天融信作为老牌网络安全厂商其优势产品主要在传统的网关类产品，如防火墙、UTM、ID/PS等，根据IDC 2018年的报告，天融信在防火墙硬件市场中，以22.4%的市场占有率，排名第一；在入侵防御硬件市场、VPN硬件市场中的市场占有率分别为11.1%和7.2%，分别位列第四和第三。
- （2）绿盟科技的核心产品主要是针对HTTP访问的Web应用保护，如Web应用防火墙（WAF）、网络入侵防护系统（NIPS），并基于常用的应用层攻击手段拓展出抗拒绝服务攻击系统（ADS），数据泄露防护系统（DLP）等核心产品。且这些核心产品在Gartner报告、Frost & Sullivan报告、IDC报告及其他报告中，长年保持中国区市场占有率第一或竞争力领先。2019年10月22日IDC正式发布《IDC Market Scape: 中国Web应用安全市场2019年厂商评估》报告中，绿盟科技处于领导者位置，报告指出绿盟科技不仅在Web应用安全领域有支持多种虚拟化平台的虚拟化WAF、基于SaaS服务的云WAF、为企业级用户提供自运营的网站安全监测解决方案、Web应用漏洞扫描系统(WVSS)等优势，且绿盟科技公司及其产品也在得到广大用户认可的同时，获得了多个行业奖项与骄人的业绩。
- （3）卫士通的核心产品主要为密码类产品，即采用密码技术对信息进行加密保护或者安全认证的产品。包括密码芯片、密码模块、密码设备和密码系统在内的全系列密码产品。

本次股权转让完成后，我们认为对天融信发展有如下有利之处：

- (1) **双方优势互补，协同效应显著，有望共同获取更高市场份额。**中电科是国内唯一覆盖电子信息全领域的大型科技集团，国资背景优势明显，与政府及涉密部门已形成稳定的合作关系，客户资源积累深厚。天融信作为资深安全厂商，进一步提升了中电科在网安项目中的竞争力。未来双方有望携手获取更多市场份额。
- (2) **中电科入驻，股权结构趋向稳定，市场信心提振。**由于公司过去经历多次重大股权变动，且目前双主营模式下，市场普遍对公司的股权结构的稳定性表示质疑，在中电科入股后，股权稳定性疑虑打消。
- (3) **公司研发创新能力增强。**中国电科高举自主创新的旗帜，致力于电子信息科技的前沿探索，未来双方有望在安全研发领域进一步加强合作。

图11: 中国电科产品及服务



资料来源：中国电科官网，新时代证券研究所

3、大势：受益于网络安全政策、安可后周期驱动

3.1、政策驱动需求增长，等保 2.0 等政策下市场增量明显

2019 年下半年开始，网络安全政策发布频率明显加速，行业景气度显著提升。2019 年 5-7 月份相继出台了《网络安全等级保护技术》2.0 版本、《网络安全审查办法（征求意见稿）》、《数据安全管理办法（征求意见稿）》、《电信和互联网行业提升网络数据安全保护能力专项行动方案》等，涉及新兴安全、密码加密、关键信息基础设施安全、数据安全等全方位领域，并对安全产品的采购提出要求，行业景气度显著提升。

表2: 2019 下半年网安政策暖

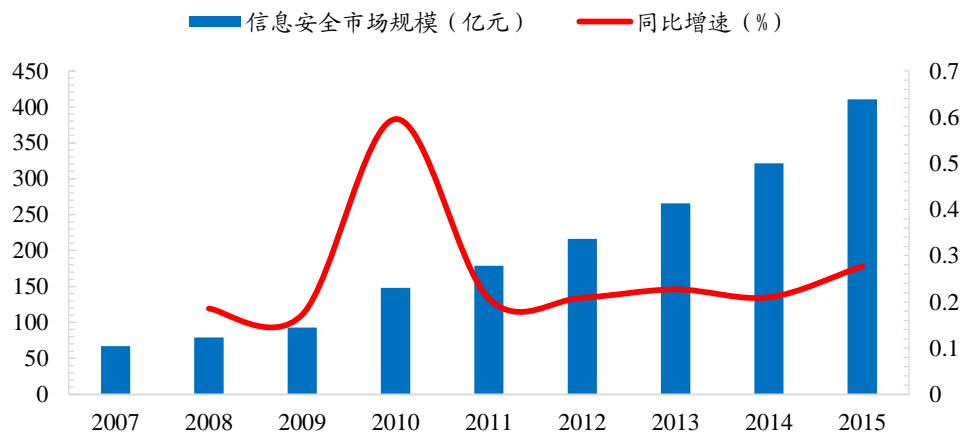
时间	部门	法规	细则
2019 年 5 月	公安部	《网络安全等级保护技术 2.0 版本》	(1) 等保 2.0 将等级保护对象从信息系统扩展到网络基础设施、云计算平台、大数据平台、物联网等。 (2) 在定级流程方面，等保 2.0 要求系统定级必须经过专家评审和主管部门审核，才能到公安机关备案，整体定级更加严格。 (3) 测评周期方面，等保 2.0 要求三级以上系统每年开展一次测评，修改了原先四级系统每半年进行一次等保测评的要求。 (4) 测评结果则要求达到 75 分以上才算基本符合。

时间	部门	法规	细则
2019年5月	国务院	《国务院2019年立法工作计划通知》	《通知》涉及密码、未成年人网络保护、公共视频图像、关键信息基础设施安全等信息安全相关立法
2019年5月	网信办等多部门	《网络安全审查办法（征求意见稿）》	意见稿强调安全产品采购标准，必须遵守可控、可靠、安全的前提，违反者处采购金额一倍以上十倍以下罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处一万元以上十万元以下罚款
2019年5月	国家互联网信息办公室	《数据安全管理办法（征求意见稿）》	意见稿明确了监管对象包括“在境内利用网络开展数据收集、存储、传输、处理、使用等活动，以及数据安全的保护和监督管理”，由此看出覆盖面齐全。意见稿在个人信息收集、爬虫抓取、广告精准推送、APP过度索取权限、账户注销难等经常涉及隐私的问题上均做出了明确规定。
2019年7月	工信部、北京市政府	《国家网络安全产业发展规划》	2020年，依托产业园带动北京市网络安全产业规模超过1000亿元，拉动GDP增长超过3300亿元，打造不少于3家年收入超过100亿元的骨干企业。到2025年，依托产业园建成网络安全产业“五个基地”。
2019年7月	工信部	《电信和互联网行业提升网络安全保护能力专项行动方案》	数据分类分级管理细则开始试点，数据安全逐渐步入3.0体系化时代，未来增长可期

资料来源：公开信息整理，新时代证券研究所

回顾历史发展，等保1.0使行业增速显著提升。等保1.0自2007年推出后，要求在2010年底前完成测评体系建设，并完成30%第三级（含）以上信息系统的测评工作，2011年底前完成第三级（含）以上信息系统的测评工作，2012年底前完成第三级（含）以上信息系统的安全建设整改工作，随着监测与建设循序展开，市场规模逐步扩大。辅以各类安全政策密集出台，整个信息安全市场在2008-2012年迎来了增速高峰期。

图12： 等保1.0时间推进要求下，信息安全市场增速在2010年达到高峰

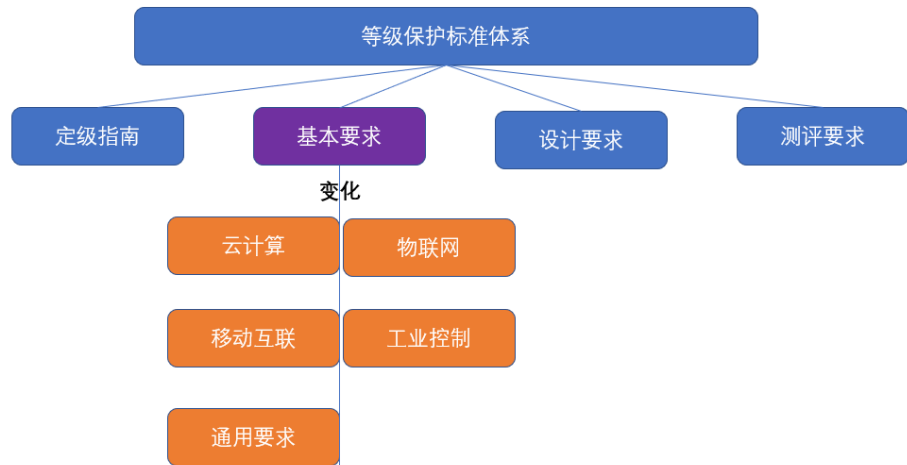


资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

等保2.0时代，云计算、物联网、大数据、工控系统等新业态也纳入监管体系，成为全新增量市场。等保2.0的重要变革就是在监管和保护的范围、内容和技术手段三个方面大大扩展。(1)范围的扩展：从“信息系统”到“网络空间”等保1.0更多关注的人事系统、人员、物理环境的安全，而等保2.0更多关注的是数据、网络、系统、人员的网络空间体系的安全。(2)内容的扩展：从传统IT到新一代IT，等保2.0充分考虑了云计算、物联网、大数据、人工智能、移动互联网等新一代IT基础设施，并将原本相互分离的技术与管理融合在了一起。(3)技术的扩展：等保

2.0 引入了以威胁情报、态势感知为代表的大数据安全与运营技术，一定程度上可以理解为新增主动防御需求。

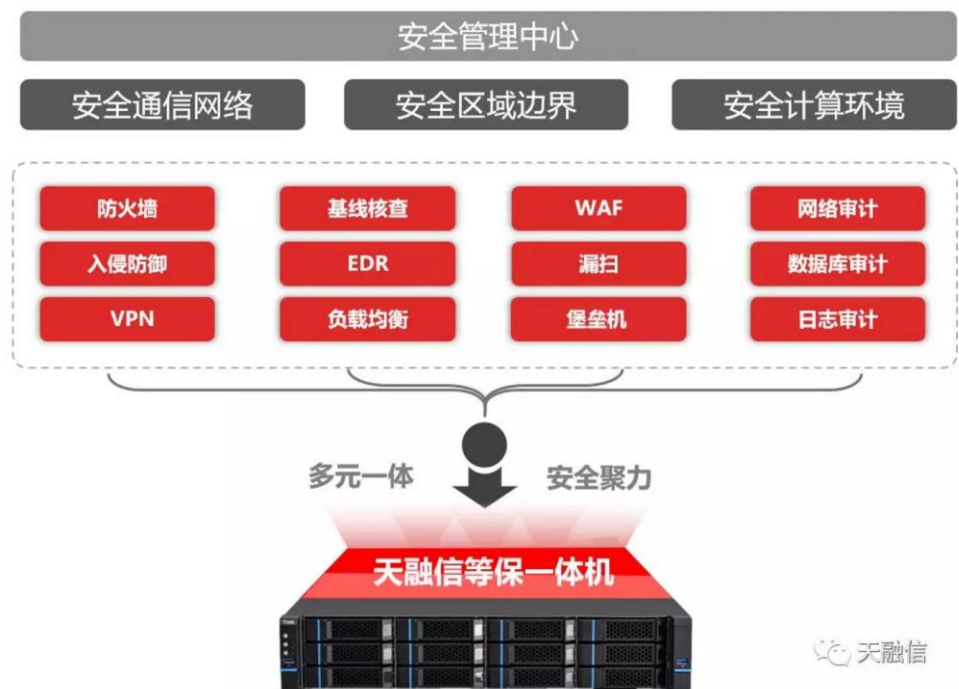
图13: 等保 2.0 面向新一代 IT 的内容扩展



资料来源: 搜狐网, 新时代证券研究所

针对等保 2.0, 天融信结合多年来对等级保护标准的深入理解, 以及在传统安全、云计算安全领域的深厚积累, 将公司全线安全产品与云计算技术相结合而推出的一款软硬一体化产品天融信等保一体机。天融信等保一体机以软件定义安全为基础, 实现安全能力的服务化, 通过安全管理平台整合各项安全能力, 实现安全生态闭环, 不仅能够帮助客户快速、高效的完成等级保护建设, 同时能够帮助客户实现统一的安全运营。

图14: 天融信等保 2.0 一体机解决方案



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

护网行动涉及范围逐渐提升,为网安市场提供长期增长空间,天融信积极参与。2016年《网络安全法》颁布,出台网络安全演练相关规定:关键信息基础设施的运营者应“制定网络安全事件应急预案,并定期进行演练”。自此“护网行动”成为惯例。2016年仅公安部、民航局、国家电网三个事业单位参与“护网2016”行动。2017年部分政府部门加入“护网2017”行动,组织演练模拟门户网站、重要信息系统遭受破坏等真实场景。2018年部分国有企事业单位及其它重点单位加入“护网2018”行动,组织演练模拟对相关网站和信息系统展开攻防。2019年涉及范围更广,工信、安全、武警、交通、铁路、民航、能源、新闻广电、电信运营商等单位都加入到“护网2019”行动中,充分彰显国家对网络安全的重视,“护网行动”正在有声有色地进行中。天融信态势感知平台也多次参与国家重大活动、公安部护网行动的网络安全保障工作,并且在能源、金融、军队、教育等各大领域均有成功案例,天融信态势感知平台无疑将成为网络攻防战中必不可少的武器之一

3.2、安可后周期驱动,关键领域的国产替代,网络安全产品需求增加

天融信一直紧跟国家在信息安全自主可控方面建设的步伐。从2003年开始投入安全ASIC芯片研究,并于2006年发布具有自主知识产权的首款国产ASIC架构防火墙系统,2010年启动国产CPU芯片应用研究,并于2013年至2015年先后发布龙芯系列与兆芯系列防火墙、入侵检测等安全硬件产品,在此期间,天融信国产化安管平台、国产化主机监控与审计系统等安全软件产品也相继问世,并实现规模化应用。2016至2017年天融信先后启动基于飞腾及申威国产芯片的产品研制,并于2018年发布飞腾系列国产化网关产品。

图15: 紧跟自主可控建设步伐



资料来源:天融信官方,新时代证券研究所

掌握全栈国产化核心技术并研制发布一系列国产化软、硬件网络安全产品,适配各类国产平台,目前已在党政军规模应用。技术方面,从网络芯片、硬件平台到操作系统,从底层驱动、IPV4/IPV6协议栈到安全引擎已经全面掌握。产品方面,天融信先后研制并发布了龙芯系列、飞腾系列安全硬件产品,涵盖防火墙、下一代防火墙、入侵检测、入侵防御、Web应用防火墙、运维安全审计等。与此同时,天融信还研制并发布了支持南大通用、达梦、人大金仓等数据库和中标麒麟、天津麒麟等国产操作系统的终端安全、安全管理等安全软件产品,目前产品已经实现在党、

政、军队领域的规模应用。

图16: 天融信国产化产品一览



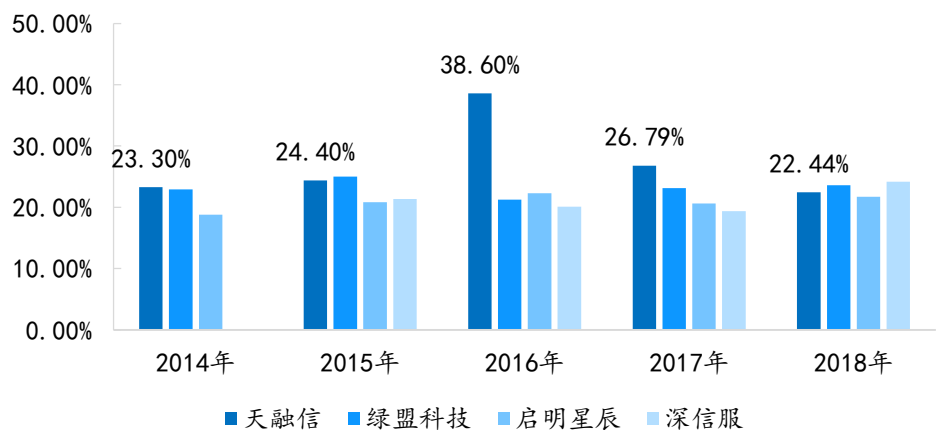
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

4、内功: 数年研发储备积累已久, 预计业务拐点到来

4.1、研发高投入, 数年苦练内功, 预计业务拐点到来

天融信研发投入占营收比重领先同行。天融信注重研发, 研发投入占营收比重维持在 22% 以上, 改比例再目前网络安全行业中的头部厂商处于领先地位。

图17: 天融信研发投入占比于同行比较



资料来源: wind、新时代证券研究所

研发储备积累已久, 新产品研发项目持续推进:

(1) 2015 年, 天融信在已有的优势产品基础上不断研发创新, 在下一代防火墙产品、下一代 VPN 产品、入侵检测与防御产品、安全审计产品、安全管理系统

统推出新版本；新发布了数据防泄漏产品、异常流量管理与抗拒绝服务产品、应用交付产品、Web 应用安全防护系统、风险探知系统等。

(2) 2016 年，天融信发布了包括工业防火墙、工业安全审计、工业安全隔离与交换、工业漏洞扫描、工控卫士与工控安全管理系统等工控安全产品，并开始能源、烟草、交通和制造等工控安全领域应用实践；

(3) 2017 年，天融信继续在边界安全、数据安全、应用安全、移动安全、工控安全、安全管理、安全服务等领域投入，并在大数据分析、移动互联网安全、风险探知、云安全、工业互联网安全、新型安全检测等新技术领域加强核心技术的研究与产品开发重点在云计算、移动互联网、工业互联网、量子计算、下一代互联网和大数据等领域，开展了安全防护、安全检测、安全接入、数据安全、云安全、移动安全、端点安全、态势感知、安全云服务平台等研发项目。

(4) 2018 年，天融信已承担并顺利完成 2012 年国家下一代互联网信息安全专项（下一代互联网防火墙产业化项目、下一代互联网 VPN 设备产业化项目、下一代互联网审计系统产业化项目）；参与《信息安全技术物联网感知层接入通信网的安全要求》国家标准编写，面向运营商物联网平台建设、智慧小镇、智慧城市等领域研发物联网可信标识系统和物联网安全网关等产品，构成物联网安全整体解决方案。

表 3: 2018 年已实施完成的研发项目列表

项目名称	研发资本化金额 (元)	项目介绍
天融信安全资源管控平台 V1.0.0	4,768,867.99	该系统为实现安全即服务而设计开发的。开放安全自服务门户实现安全产品的试用、购买和消费；安全运营管理平台实现对用户、产品等的管理，并为平台运营提供业务处理基础能力，通过与各安全服务子系统进行对接，实现对用户的云主机和服务器的安全防护。
天融信终端检测与响应系统 V3.1.0	13,466,736.85	本系统将分析终端上的软件行为，帮助用户制定自己的安全解决方案并完善自己的安全管理体系；建立终端安全全局态势视图支持安全管理决策。解决内网终端监控与审计的需求；实现行业特色的需求。
天融信安全隔离与信息交换系统 V3.2.0-NG	12,785,761.73	计划开发自研的第一代网闸自研产品，支持定制的网闸形态的 T2E、T5 硬件。主要专注于基础功能完善，突出性能优势、集成多种安全引擎，会在同步型业务的完整度、支持应用协议安全的深度、内容安全以及全局白名单技术再进行深入开发。
天融信安全审计系统 V3.0.1-NG	4,269,492.78	安全审计系统将对网络数据包中数据库协议进行监听、分析、还原操作行为，进行实时危害检测、报警、阻断，并提供审计、报表分析等功能的数据库审计产品。
天融信防火墙系统 V3.2.1-NG	8,764,415.82	计划研发国产化防火墙。增加数据审计、增加对于虚系统的支持、增加未知威胁防御功能、APT 功能，防数据泄漏功能。
天融信分布式防火墙系统 V3.2.0-NSX	6,691,341.22	产品计划以 NGTOS 平台为基础，在 VMware NSX 平台上提供分布式防火墙功能，提高数据中心东西向安全能力。产品核心技术：1、虚拟化引流技术；2、动态地址对象；3、支持流量可视化；4、与云平台深度对接。
天融信量子 VPN 系统 V6.6.2	10,277,281.95	定位为中高端的 IPSEC VPN 系统。以不可复制、无法窃听的量子密钥传输为安全保障。特点：支持量子密钥，支持国密。
天融信自主可控安全平台 V2.2.0-NG	4,847,111.60	计划研发一套自主可控的统一的软件平台系统，作为实现多种国产化网络安全产品的公用部分，以基础平台的形式，实现多种网关系统的公用部分。基于天融信自主可控安全平台，可以快速、低成本的开发出高质

项目名称	研发资本化金额（元）	项目介绍
		量、稳定、风格统一的多种新型国产化网络安全网关产品。

资料来源：公司公告、2018 年年报、新时代证券研究所

4.2、大数据安全：产品及解决方案优势显著并获行业认可

大数据安全产品及解决方案优势突出，获得行业表彰认可。天融信数据安全防护系统提供通过多重维度的防护手段，有效保护大数据安全，营造安全的数据使用环境，于2019年2月在“2019中国IT市场年会”上荣获2018-2019年度中国网络信息安全市场年度创新产品奖。2019年4月，天融信大数据平台数据安全解决方案荣膺2019年度法检信息化（智慧政法）最佳创新驱动解决方案奖。

图18： 大数据安全防护系统荣获年度创新产品奖



资料来源：搜狐，新时代证券研究所

图19： 大数据平台数据安全解决方案获奖

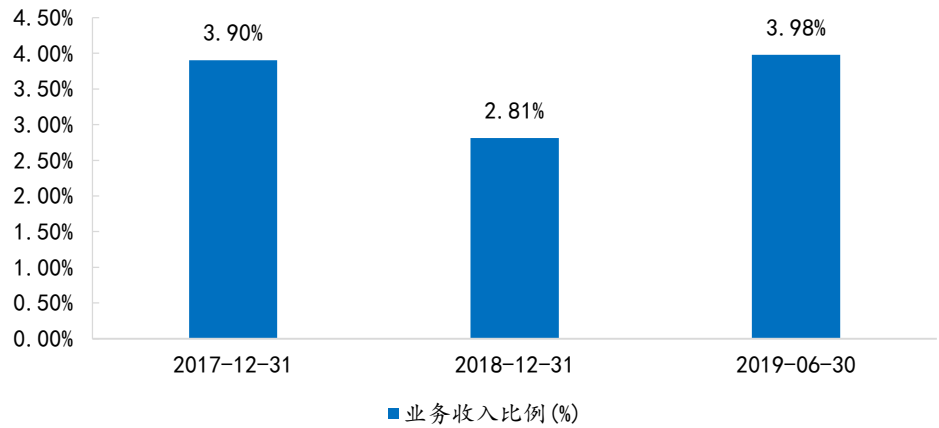


资料来源：天融信科技，新时代证券研究所

4.3、安全服务：业务占比提升、有望成为重要的新增长点

安全服务业务 2019H1 较 2017 年营收占比提升。2017 年公司安全业务收入占营收比重为 3.90%；2018 年略有下降，为 2.81%；至 2019 年 6 月，业务营收占比已提升至 3.98%。

图20： 2019H1 较 2017 年安全服务业务营收占比提升



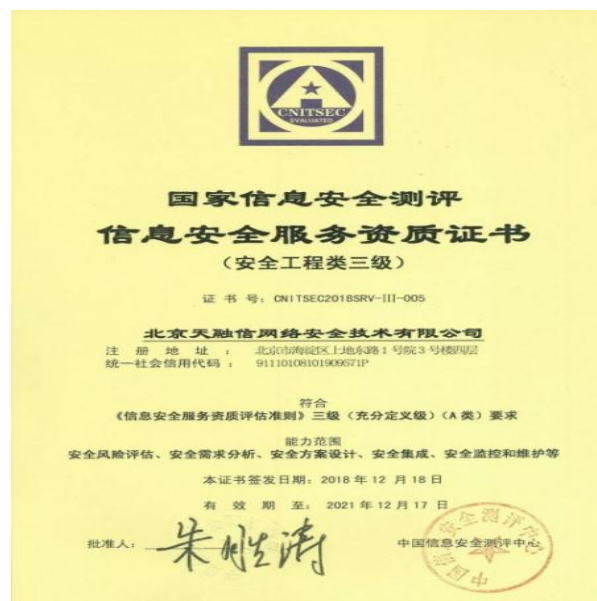
资料来源：wind、新时代证券研究所

最早成立国内首个商业化安全运维中心，安全云服务具有先发优势。在2004年，天融信成立了“天融信安全运维中心”为企业客户提供安全运维外包服务，这是国内第一个商业化的安全运维服务组织。2007年起，天融信分别与电信、联通合作成立了两家安全运维中心，充分利用双方的优势资源为广大企业客户提供安全运维服务。2012年正式成立了“天融信安全云服务中心”，根据不同客户的服务需求和安全服务的发展趋势，提供四种类别的服务业务，即远程监控服务、数据分析服务、安全运维服务、咨询培训服务。其中，远程监控类服务基于SaaS模式，线上可通过互联网实现对安全设备、网站系统的7x24监测与检测，线下可由安全专家提供验证、扫描、渗透、评估和加固等人工服务。除此，通过与客户共同梳理安全问题、规范运维流程、健全安全制度，最终为客户构建集监控、预警、分析、应急、处理于一体的综合服务方案，从而最大限度地发挥安全服务功效。我们认为公司在安全云服务业务先发优势明显，为未来业务的持续发展奠定基础。

获国家最高级别资质，信息安全服务能力突出。公司于2018年12月获得批国家信息安全服务资质（安全工程类）三级证书，信息安全服务资质三级是目前我国对信息安全服务能力开展认定的最高级别资质，代表着我国信息安全服务企业最高能力等级。通过对天融信在信息安全服务中包括风险评估、方案设计、安全集成等综合服务考量二办法最高能力级别证书，体现了公司在信息安全服务能力突出。

图21: 安全云服务中心结构图

图22: 信息安全服务获国家最高级别资质

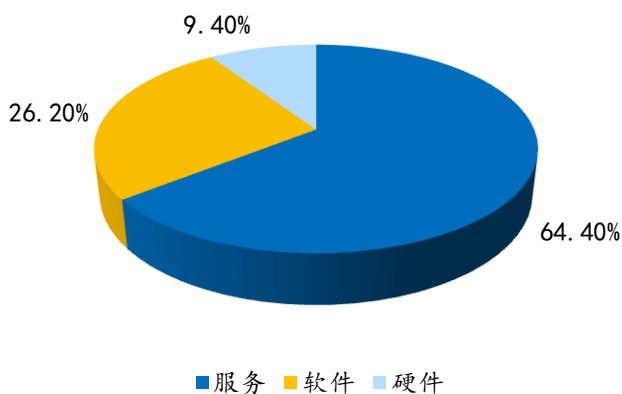


资料来源：搜狐，新时代证券研究所

资料来源：搜狐，新时代证券研究所

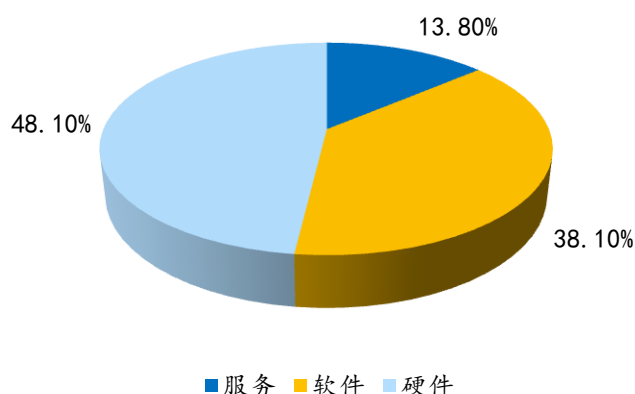
从市场对比来看，全球网络信息市场产品以安全服务为主，我国硬件产品占比比较大，未来中国安全服务占比或将提升。根据艾媒咨询数据显示，全球网络信息市场产品以安全服务为主，2018年安全服务市场份额占网络信息安全市场64.4%；2018年，中国网络信息安全硬件市场份额最大，占比48.1%；安全服务市场份额仅占13.8%。根据艾媒咨询研究显示，随着中国市场虚拟化及云服务理念的渗透，网络信息安全盈利模式将由软硬件产品向服务逐步转移，该趋势走向与国际市场需求情形相符，中国安全服务市场份额有望持续提升。

图23: 全球网络信息市场产品以安全服务为主



资料来源：艾媒咨询，新时代证券研究所

图24: 我国网络信息市场产品以硬件为主



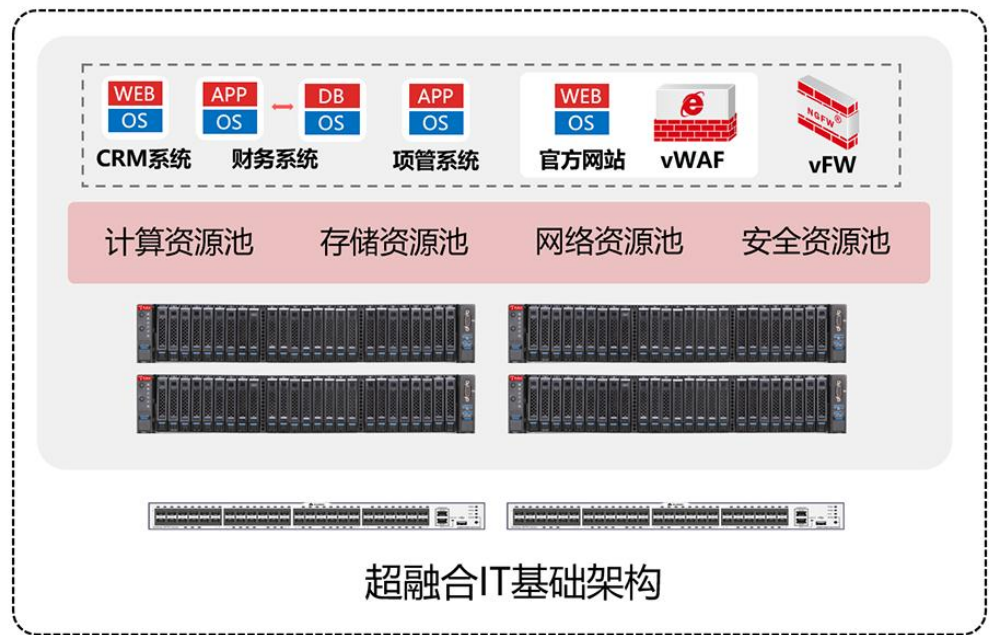
资料来源：艾媒咨询，新时代证券研究所

4.4、云计算：全新超融合产品问世

响应国家网络安全要求，云计算领域发力，全新超融合产品问世。2019年4月3日，天融信在合作伙伴大会上发布天融信下一代超融合系统(TopHCS)。根据中国新闻网的报道，天融信下一代超融合系统(TopHCS)不仅简化了私有云建设和运维管理，同时是为积极响应国家信息化与网络安全双轮驱动要求，对我国云计算基

基础设施发展起到推动作用。就系统本身而言，中国日报网报道称，该系统可进一步为客户提供更加快捷、安全的一体化产品体验。产品集成了计算虚拟化、软件定义网络虚拟化、软件定义存储虚拟化和软件定义安全，为客户建设私有云数据中心提供一站式解决方案，同时可以支持与公有云对接形成混合云架构。TopHCS 简单易用，汇聚了天融信整体安全能力：分布式防火墙通过微隔离技术实现平台级零信任网络安全，服务器主机安全保护系统可提供系统及应用安全，等保安全产品套餐方便客户快速满足等保 2 级和 3 级保护要求。

图25： 超融合 IT 基础架构



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

4.5、云安全、工控安全，天融信产品好、未来市场需求大

(1)、云安全

天融信云安全实力获肯定。根据电脑商报在线新闻报道，公司于 2016 年凭借在信息安全领域长期不懈的耕耘以及对云安全领域的战略深耕和落地实践，荣获“2016 卓越云安全提供商”称号，展现了在云安全领域的不俗实力。天融信获奖的理由有两方面：一是利用自身长期从事信息安全产品研发和服务提供的专业优势，通过安全云服务帮助客户快速应对云计算、移动互联等新兴技术带来的安全挑战；二是不断推进与云生态系统中其他企业进行合作，来共同解决云计算当中的安全问题。

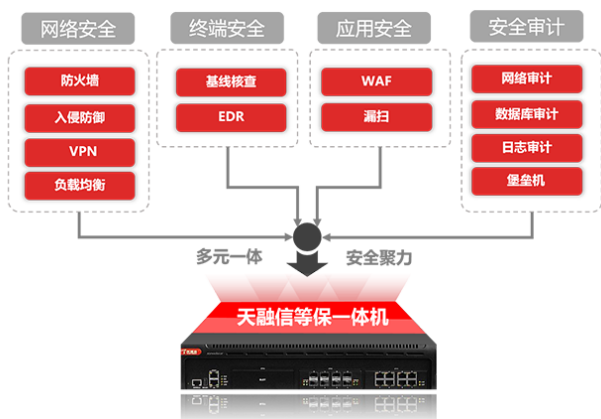
云安全产品丰富，满足市场需求。其中：

- **天融信等保一体机：**是传统安全防护与云计算技术相结合的一款软硬一体化产品，基于等级保护二级、三级要求推出对应的安全服务一体化套餐，用户无需单独另购其他安全资源，即可满足传统环境下各种安全防护需求，包括网络安全，主机安全，应用安全；
- **天融信安全资源池：**继承了边界安全网关产品特性，具备高效的安全防护引擎。包含：防火墙、内容过滤、用户认证、应用识别、病毒检测、入侵

防御、SSLVPN、IPSEC VPN、带宽管理等安全功能；

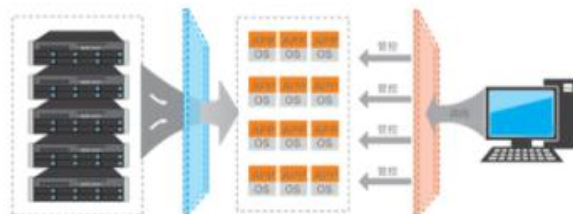
- **天融信终端威胁防御系统**：是国内少有自主研发的新一代反病毒引擎，深度整合反病毒+主动防御+智能拦截三大防御模块，为用户提供一个纯净、无绑定的软件环境，有效抵御流行病毒以及流氓软件对电脑的侵害。
- **天融信虚拟化分布式防火墙 vDFW**：与虚拟化厂商深度合作，基于 Hypervisor 层面从根本上为用户解决当前云环境下存在的东西向流量安全问题。
- **天融信终端虚拟化系统 TVS**：是自主研发的桌面交付软件平台，依托于天融信云计算虚拟化数据中心管理平台系统的强大虚拟机性能及自主研发的 SPICE++ 交付协议。天融信终端虚拟化系统可实现按需、批量为终端使用者交付高性能桌面，同时提供了强大的桌面管理功能方便管理者管理虚拟桌面。
- **天融信服务器虚拟化系统 TSV**：是天融信自主研发的高可靠服务器虚拟化软件产品。TSV 通过将 IT 资源池化、整合，进而统一管理、按需分配，大幅提高了客户的 IT 资源利用率，通过对物理主机、虚拟机、虚拟机应用的多重加固，实现系统的高效运行与极致可靠性。

图26: 天融信等保一体机



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图27: 天融信服务器虚拟化系统



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

(2)、工业安全

天融信荣获 2019 工业信息安全优秀应用案例奖。在 2019 中国工业信息安全大会上，天融信的某电网公司信息安全数据泄漏防护项目获“2019 工业信息安全优秀应用案例”殊荣，并受邀出席颁奖典礼。根据天融信科技官网报道，案例的成功实施，为客户构建了关键领域和敏感信息“拿不走、打不开、赖不掉”的数据安全防线，达到主动、协同、纵深的全方位数据安全防御效果，保障了客户信息化建设发展。同时，天融信荣获 2019 工业信息安全优秀应用案例，是对天融信在我国网络及信息安全领域 20 多年辛勤耕耘及科技创新实力的肯定。

工业安全产品线齐全，包括：

- > **天融信工控主机卫士系统**：是一款自主研发的工控主机安全防护类产品。系

统采用零信任的安全机制，扫描主机可执行文件，建立安全白名单基线，禁止非法文件加载及执行，保护关键目录及注册表，细粒度管理主机外设及移动存储权限，可对工控上位机及服务器实现全方位安全防护，保障用户业务连续稳定运行。

> **天融信工控漏洞扫描系统:**是针对工业环境自主研发的脆弱性检测与漏洞扫描产品，能对国内外常见的 SCADA、组态软件、HMI、PLC、DCS、应用系统等多种类型的系统或设备进行针对性扫描，准确定位其脆弱点和潜在威胁，同时通过智能遍历规则库和多种扫描选项的组合手段，深入检测出系统中存在的漏洞和弱点，协助管理员修补漏洞，全面提升整体安全性。

> **天融信工控防火墙系统:**是专门针对工业控制系统设计的安全防护类产品，用以提升整体网络安全防护能力。

> **天融信工控安全态势感知平台:**是对企业工控网络进行整体安全监控与态势分析的大数据安全产品。系统收集网内资产、流量、日志、设备运行状态等相关的安全数据，经过处理、存储、分析后形成安全态势及告警，辅助用户了解所管辖工业网络安全态势并能对告警进行协同处置。

> **天融信工控安全监测审计系统:**是一款面向工业控制系统研发的安全审计类产品。系统基于工业级硬件平台设计，采用自主安全的操作系统 NGTOS。产品支持对 Modbus、OPC、IEC104、Siemens S7、EIP 等主流工控协议的深度解析，可根据不同业务系统的安全需求，制定符合应用场景的安全检测规则，可有效针对工业控制系统的异常攻击、异常流量、违规操作、误操作、非法指令等异常行为进行实时审计与监测，并对安全事件详情进行记录和报文留存，为安全事件调查提供基础依据，真正做到事前预警、事中监控和事后追溯。

> **天融信工控安全集中管理平台:**支持对工控防火墙、工控安全监测审计、工控主机卫士等工控安全产品及第三方设备进行统一监控、日志采集、安全分析、策略下发，为工控网络安全运营提供决策支持，加强安全事件响应速度与安全运维感知能力，提升整体工控网络信息安全水平。

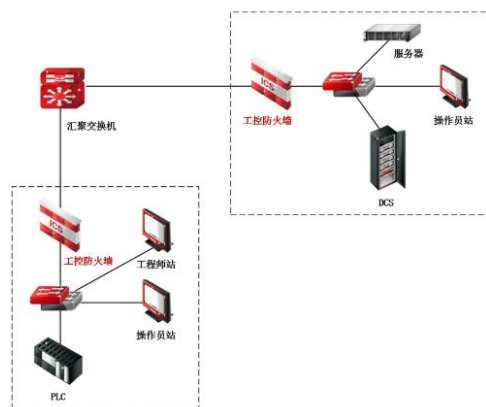
> **天融信工控安全隔离与信息交换系统:**是一款专门针对工业控制系统网络边界设计开发的安全隔离产品。系统采用“2+1”硬件架构，由内、外网处理单元和安全数据交换单元组成，通过物理隔离、协议隔离、内容隔离等方式，彻底切断生产网与非生产网之间的所有直接连接，将业务数据以专有数据块方式静态地在内外网间进行“摆渡”；同时系统支持 OPC、Modbus、DNP3、IEC104、Siemens S7 等主流工业协议深度解析功能，可广泛应用于轨道交通、石油石化、煤炭、市政、烟草、智能制造等多领域工业控制系统中。

图28: 天融信工控主机卫士系统

图29: 天融信工控防火墙系统



资料来源：公司官网，新时代证券研究所



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

4.6、积极拥抱 AI 等新技术，防火墙等传统优势产品市场份额保持领先

(1)、防火墙

AI 技术融入，下一代防火墙产品安全防御能力得到提升。根据公司官网新闻报道，智能化、可视化、虚拟化和协同化是下一代防火墙的主要特征，通过 AI 可以提升防火墙产品的安全性和可用性，从而能高效并自动化识别各类未知网络的攻击。天融信融入 AI 的下一代防火墙集感知、学习、协同与防护能力于一身，通过机器学习不断优化模型以主动发现未知威胁，再结合大数据分析和验证，进行智能推理和综合决策，可持续对网络流量异常行为进行全面、准确监测。同时，融入 AI 的下一代防火墙能够协同多种安全能力以对抗复杂攻击与新威胁，并与天融信安全云或第三方实现情报交互，最终构建全域多元联动、协同防御的安全防护体系。

图30：天融信融入 AI 的下一代防火墙

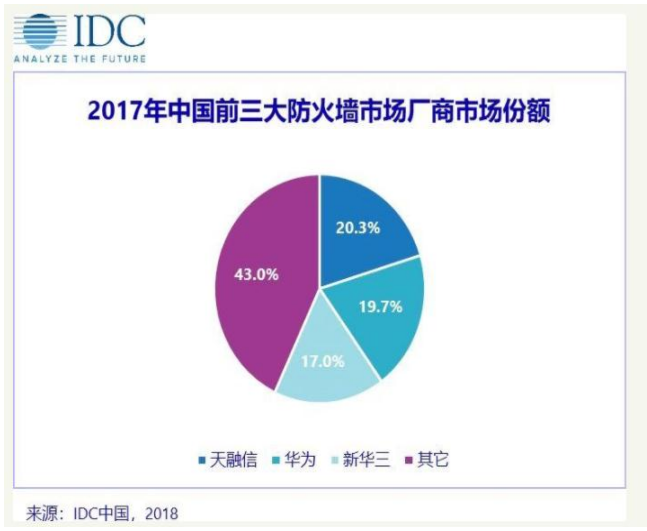


资料来源：天融信官网、新时代证券研究所

2017-2019Q3 天融信防火墙产品市占率全国保持第一。根据 IDC 数据显示，2017 年天融信防火墙产品市占率 20.3%，位居全国第一；2018 年为 22.4%。根据 2019 年第一季度中国网络安全市场分析报告显示，天融信防火墙产品以 21.14% 的

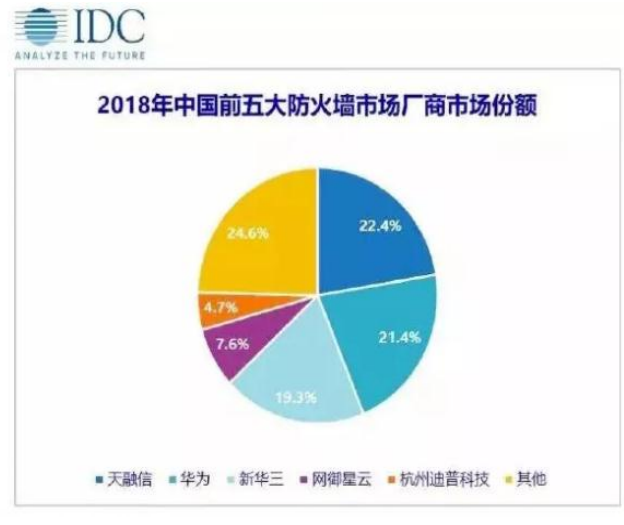
市场份额继续蝉联第一；第三季度以 31.4% 的市场份额继续蝉联第一。

图31: 2017 年中国防火墙市场份额



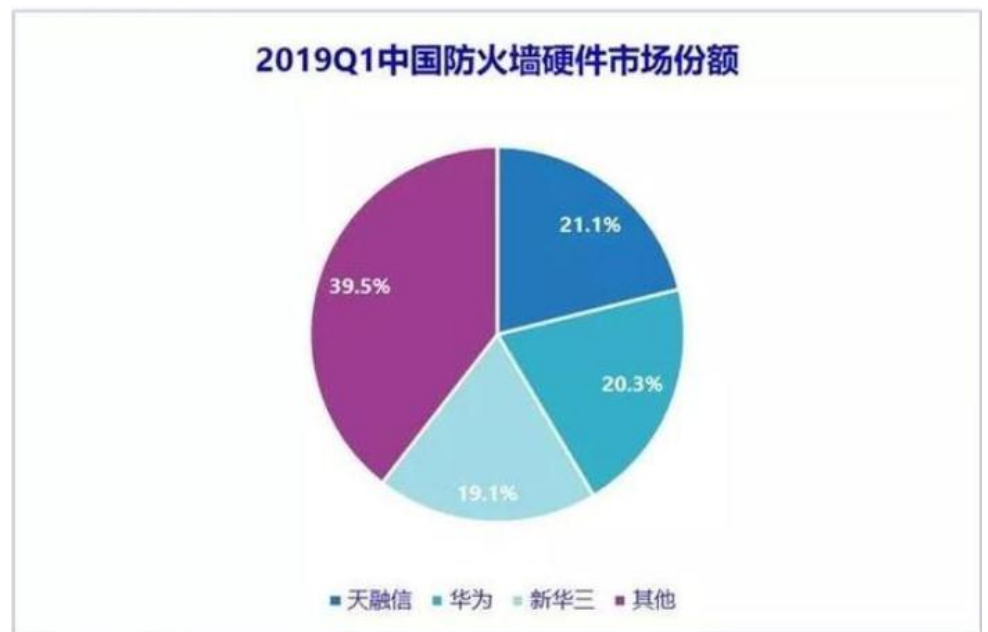
资料来源: IDC, 新时代证券研究所

图32: 2018 年中国防火墙市场份额



资料来源: IDC, 新时代证券研究所

图33: 2019Q1 中国防火墙市场份额

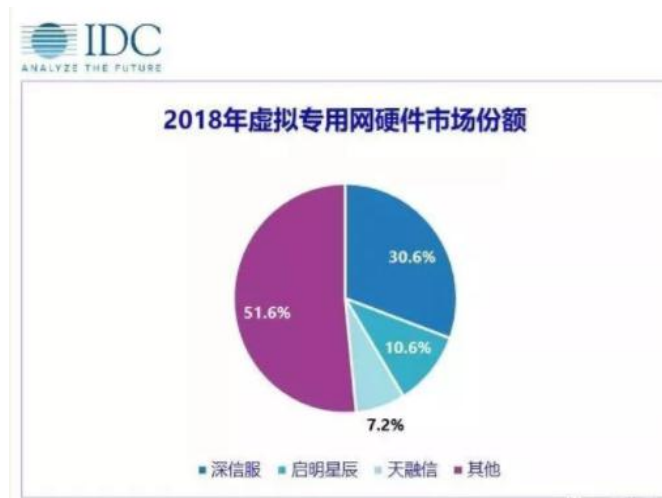


资料来源: IDC、新时代证券研究所

(2) 虚拟专用硬件

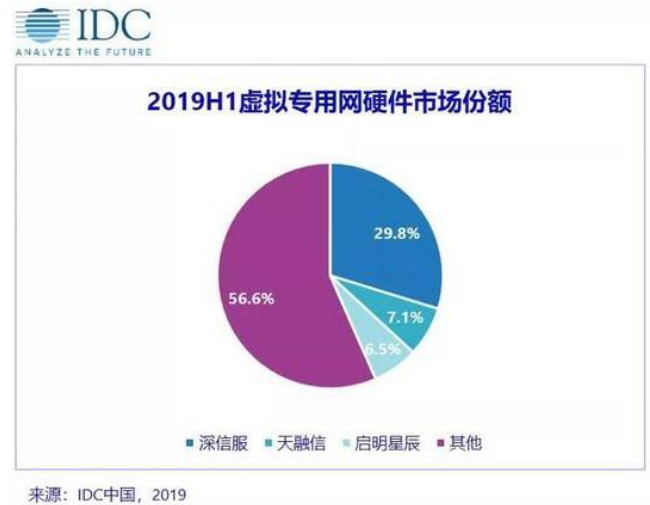
虚拟专用硬件市场份额全国第二。根据 IDC 数据显示, 在虚拟专用网硬件市场中, 天融信在 2018 年以 7.2% 的市场份额位居全国第三, 深信服和启明星辰的市占率分别为 30.06% 和 10.6%。在 2019 年上半年, 天融信在该市场的市占率超过启明星辰 (6.5%), 以 7.1% 的市占率位居全国第二。

图34: 2018年中国虚拟专用网硬件市场份额



资料来源: IDC, 新时代证券研究所

图35: 2019H1虚拟专用网硬件市场份额



资料来源: IDC, 新时代证券研究所

(3) VPN 和 IDP

VPN 和 IDP 国内市占率名列前茅。根据 IDC 发布的 2019 年第三季度中国网络安全市场分析报告显示, 天融信 VPN 和 IDP 国内市场占有率名列前茅, 以绝对优势持续领跑中国网络安全硬件市场。

5、人和：增渠道、对外合作开“外和”，股权激励促“内和”

5.1、渠道元年开启，精选渠道产品，快速占领市场

商业市场网安需求激增, 渠道拓展已成企业快速占领市场的重要抓手。近年来, 在商业市场 (如酒店楼宇、政府综合、物流连锁、教育医疗、中小企业) 等方面网络安全及无线建设的需求越来越多, 同时, 随着网络安全法、等保 2.0 等网络安全政策的发布, 物联网、大数据、人工智能等基于互联网业务的兴起, 更进一步促进了商业市场的大量需求。在激烈的 IT 市场竞争中, 合作伙伴的建设与维护已经成为企业拓展市场的要素, 同时, 合作伙伴也是企业产品快速占领市场的重要抓手。

“融信天下, 共赢未来”天融信正式发力渠道端。2019 年是天融信的渠道元年, 在 4 月全国渠道大会之后, 天融信 7 月又发起全国“百城招募”线下市场活动, 让更多合作伙伴了解、认识天融信。公司顺应网络安全市场的大势, 秉承着“共创、共赢、共享”的渠道生态战略, 将渠道业务模式作为公司发展的重大战略方向。未来将与合作伙伴携手建立完善的渠道合作体系, 推出具有竞争力的分销产品, 细化行业解决方案, 共同推动产业良性发展。

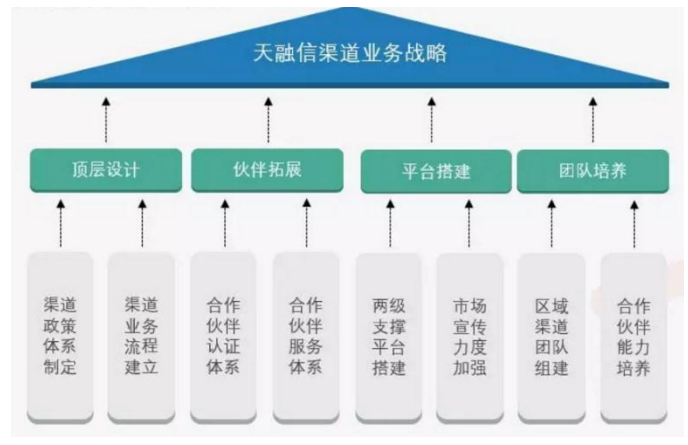
挑选核心产品积极布局渠道业务。过去, 天融信采用直销与代销相结合的销售模式, 由于其客户结构中政府、涉密客户较多, 定制化需求较大, 因此直销占比较多。在商业市场中, 天融信精选了颗粒度较小、定制化程度较低的产品, 授权总代理商、特约经销商、金牌代理商和认证代理商等方式在全国范围内开展销售工作, 并给予充分支持, 未来有望借助渠道网络实现业务快速覆盖。

图36: 天融信首批渠道产品全家福

图37: 天融信渠道业务战略



资料来源：公司官网，新时代证券研究所



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

5.2、与腾讯云合作，在多领域进行技术、产品、方案的融合和创新

携手腾讯云，进行战略合作。天融信于2019年11月18日与腾讯云在深圳签署《合作协议》。签署合作协议后，天融信将与腾讯集团建立深度战略合作关系，依托各自在云服务及网络空间安全领域的深厚积累和领先优势，面向云计算、大数据、移动互联网、工业互联网、物联网及车联网等领域进行技术、产品、方案的融合和创新，开拓行业市场。

5.3、股权激励幅度较大，覆盖核心业务人员，激发积极性

股票股权激励方案份额较大，覆盖核心业务人员。2019年1月31日公司公告股票股权及限制性股票激励方案，拟计划向943名公司核心管理人员及核心业务人员等激励对象授予2975.09万限制性股票，约占公告时公司股本总额2.59%，价格为每股6.51元，约为前20个交易日均价的40%，其中股票来源于定向发行的1158.11万股和回购的1816.98万股，以及授予995个核心业务人员2994.15万份股票期权，行权价格为每份13.01元，约占公告时公司股本总额2.61%，激励幅度较大。

解锁要求2019~2021年净利润不低于5.5/6.5/7.5亿元。激励计划考核年度为2019-2021年，按照考核要求逐次解除限购，解除限购对应比例为30%/40%/40%。考核要求主要在2019~2021年，营业收入增长率不低于10%/20%/30%，净利润增长不低于5.5/6.5/7.5亿元，以2016~2018年业绩均值为标准，其营业收入增长率不低于25%/75%/25%，净利润增长率不低于25%/500%/15%，即对应2019~2021年净利润6.09/7.61/8.75亿元。用股权激励核心业务人员，能吸引和留住优秀人才，充分调动公司及下属子公司的核心管理人员、核心业务（技术）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，有效地激发核心人员的积极性。

表3：激励费用摊销一览

	2019	2020	2021	2022
股票期权（单位：万元）	2301.23	1818.14	1030.25	151.73
股权激励（单位：万元）	11717.2	8274.81	4097.17	582.18
合计摊销费用（单位：万元）	14018.43	10092.95	5127.42	733.91

资料来源：公司公告，新时代证券研究

6、投资建议

公司受益于政策和安可后周期驱动,预计业务拐点到来,中电科入股打开新局。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.56/6.02/7.62 亿元(还原股权激励费用的归母净利润分别为 5.96/7.02/8.13 亿元),EPS 分别为 0.39 元/0.52 元/0.66 元,首次覆盖,予以“强烈推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3620	3380	3447	3889	4491	营业收入	5133	6300	7153	8255	9582
现金	489	870	2244	2589	3006	营业成本	3862	4744	5370	6008	6707
应收票据及应收账款合计	1342	1463	0	0	0	营业税金及附加	33	39	37	47	56
其他应收款	37	36	47	49	63	营业费用	335	453	586	726	958
预付账款	65	90	86	117	119	管理费用	503	167	190	223	255
存货	763	823	972	1036	1206	研发费用	0	351	429	555	715
其他流动资产	924	97	97	97	97	财务费用	38	66	126	121	139
非流动资产	6005	6568	7169	7802	8458	资产减值损失	30	40	21	27	19
长期投资	199	633	1068	1502	1936	公允价值变动收益	0	10	1	3	4
固定资产	671	634	743	872	1009	其他收益	109	115	115	113	113
无形资产	327	438	493	561	644	投资净收益	39	8	41	37	31
其他非流动资产	4808	4863	4865	4867	4869	营业利润	481	574	552	703	882
资产总计	9625	9947	10616	11691	12949	营业外收入	11	7	10	11	10
流动负债	877	1600	1765	2231	2750	营业外支出	3	4	3	4	4
短期借款	74	684	1048	1507	1913	利润总额	488	577	559	710	888
应付票据及应付账款合计	206	309	0	0	0	所得税	62	90	103	107	124
其他流动负债	597	606	718	725	838	净利润	426	487	457	604	764
非流动负债	713	135	169	197	194	少数股东损益	1	2	1	1	2
长期借款	655	56	90	118	115	归属母公司净利润	425	485	456	602	762
其他非流动负债	59	79	79	79	79	EBITDA	623	711	638	806	1019
负债合计	1590	1734	1934	2428	2944	EPS(元)	0.37	0.42	0.39	0.52	0.66
少数股东权益	6	8	8	10	11						
股本	1147	1147	1158	1158	1158	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	5617	5614	5614	5614	5614	成长能力					
留存收益	1209	1648	2047	2579	3275	营业收入(%)	78.8	22.7	13.5	15.4	16.1
归属母公司股东权益	8028	8206	8673	9253	9993	营业利润(%)	511.0	19.4	-3.8	27.3	25.5
负债和股东权益	9625	9947	10616	11691	12949	归属于母公司净利润(%)	504.8	14.2	-6.1	32.1	26.5
						获利能力					
						毛利率(%)	24.8	24.7	24.9	27.2	30.0
						净利率(%)	8.3	7.7	6.4	7.3	8.0
						ROE(%)	5.3	5.9	5.3	6.5	7.6
						ROIC(%)	5.7	6.9	7.3	9.2	11.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	16.5	17.4	18.2	20.8	22.7
						净负债比率(%)	3.3	-0.9	-12.0	-9.6	-8.9
						流动比率	4.1	2.1	2.0	1.7	1.6
						速动比率	2.2	1.5	1.3	1.2	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	4.3	4.5	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	22.6	18.4	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.37	0.42	0.39	0.52	0.66
						每股经营现金流(最新摊薄)	-2.25	1.20	1.47	0.58	0.77
						每股净资产(最新摊薄)	6.93	7.08	7.48	7.98	8.62
						估值比率					
						P/E	49.2	43.1	45.8	34.7	27.4
						P/B	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1
						EV/EBITDA	34.0	29.3	31.1	24.8	19.6

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	129	496	1703	668	893
净利润	426	487	457	604	764
折旧摊销	102	115	70	87	107
财务费用	38	66	126	121	139
投资损失	-39	-8	-41	-37	-31
营运资金变动	-434	-219	1093	-102	-81
其他经营现金流	35	55	-2	-4	-5
投资活动现金流	-3017	152	-628	-679	-726
资本支出	135	180	167	199	221
长期投资	-185	-514	-434	-434	-434
其他投资现金流	-3067	-182	-896	-914	-940
筹资活动现金流	2080	-314	-64	-103	-157
短期借款	45	610	0	0	0
长期借款	9	-599	35	28	-3
普通股增加	219	0	12	0	0
资本公积增加	1869	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-61	-322	-111	-130	-153
现金净增加额	-808	333	1010	-113	10

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士。曾先后任职于交通银行总行、中国银河证券投资研究总部。2017年加入新时代证券研究所。2016年新财富最佳分析师计算机第7名团队核心成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>