

证券研究报告—动态报告

信息技术

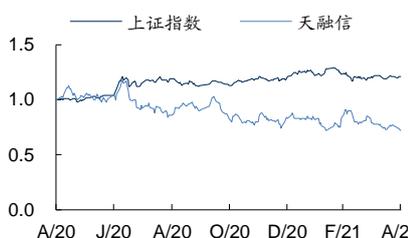
软件与服务

天融信(002212)
增持

2020 年报和一季报点评

(维持评级)

2021 年 05 月 04 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,177/1,121
总市值/流通(百万元)	21,326/20,307
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12 个月最高/最低(元)	31.00/17.99

相关研究报告:

《天融信-002212-2021 年一季度预告点评: 一季度恢复良好, 集成出表验证安全业务高速增长》——2021-04-14

《天融信-002212-2020 业绩快报点评: 加回业绩符合预期, Q4 恢复迅速订单高速增长》——2021-02-26

《南洋股份-002212-2020 中报点评: 疫情对上半年影响较大, 安全业务毛利率回升》——2020-09-01

《南洋股份-002212-2019 年报和 2020 一季报点评: 网安业务持续增长, 继续加大研发投入》——2020-05-03

《南洋股份-002212-2019 年业绩快报点评: 网络安全业务保持快速增长》——2020-02-28

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 库宏焱

电话: 021-60875168
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

独立性声明:

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。

财报点评

订单高速增长, 新兴领域持续进步

● 年报整体符合预期, 全面回归网安业务

公司 2020 年实现收入 57.04 亿元 (-19.56%), 归母净利润为 4.00 亿元 (-0.21%), 扣非归母净利润为 4.47 亿元 (+42.58%)。公司在 2020 年 9 月已经将电缆业务剥离, 因此只关注网络安全业务, 天融信 2020 年收入为 28.32 亿元(+17.17%), 归母净利润为 5.02 亿元(+27.53%), 扣非归母净利润为 4.37 亿元(+26.33%), 经营活动现金净流量为 3.91 亿元(+55.84%)。剔除股份支付后, 2020 年归母净利润同比增长 15.16%。2020 年公司新增订单金额同比增长 47.41%, 保持较高增长。

● 一季度迅速恢复, 订单保持高速增长

2021 一季度, 公司收入 2.65 亿元, 相比去年网安业务增长 170.83%, 相比 2019 年增长 42.51%; 归母净利润-0.95 亿元, 同比减亏 17.41%; 扣非归母净利润为-0.98 亿元, 同比减亏 15.83%。21Q1 订单增长为 200%, 较 19Q1 增长 130%; 其中数据安全和工业互联网安全增长 300%, 云安全及安全云服务分别增长超过 150%。

● 毛利率有望持续提升, 新兴领域增长快

网安业务 2020 年毛利率达到 65.80% (+3.01pct), 20Q4 公司毛利率已经达到 67.10%。随着以集成为主业的同天科技不再并表, 公司毛利率有望进一步提升。2020 年公司基础产品收入 19.64 亿元(+12.89%), 态势感知相关收入 3.22 亿元(+62.99%), 安全服务收入 3.61 亿元(+16.68%), 云计算和云安全收入 1.80 亿元(+6.99%)。分行业来看, 公司在能源、卫生、政法、税务等行业增长较快, 税务(+63%)、能源(+47%)、卫生(+43%)、政法(+34%)。新兴领域增长更快, 数据安全(+309%)、工业互联网安全(+95%)、安全云服务(+113%)。公司给出 2021 年收入 30% 增长目标, 新兴领域均是更高的增长目标。

● 风险提示: 等保 2.0 等政策不及预期; 行业竞争加剧; 疫情影响加剧。
● 投资建议: 维持“增持”评级。

预测 2021-2023 年营收为 39.31/51.70/66.69 亿元, 归母净利润为 7.20/9.94/13.72 亿元。维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,091	5,704	3,931	5,170	6,669
(+/-%)	12.6%	-19.6%	-31.1%	31.5%	29.0%
净利润(百万元)	401	400	720	994	1372
(+/-%)	-17.4%	-0.2%	80.0%	38.0%	38.1%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.35	0.62	0.86	1.18
EBIT Margin	12.2%	20.0%	17.5%	18.9%	20.7%
净资产收益率(ROE)	4.5%	4.2%	7.0%	8.8%	10.9%
市盈率(PE)	52.4	52.5	29.2	21.1	15.3
EV/EBITDA	22.9	17.7	29.0	21.0	15.2
市净率(PB)	2.4	2.19	2.04	1.87	1.67

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

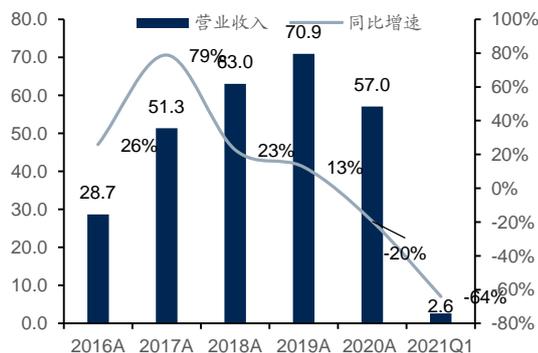
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

订单高增长，2021 公司重新出发。天融信 2020 年完成了电缆业务剥离，因此前期表观财务数据参考有限。只关注天融信本身，公司 2020 年收入为 28.32 亿元(+17.17%)，归母净利润为 5.02 亿元(+27.53%)，扣非归母净利润为 4.37 亿元(+26.33%)。剔除股份支付费用影响后，网络安全业务 2020 年度归母净利润比 2019 年度增长 15.16%；2019 年相比 2018 年增长 11.97%。2020 年公司新增订单金额同比增长 47.41%，增速较去年提高明显。

2021 一季度增长迅速恢复。2021 一季度，公司收入 2.65 亿元，相比去年网安业务增长 170.83%，相比 2019 年增长 42.51%；归母净利润-0.95 亿元，同比减亏 17.41%；扣非归母净利润为-0.98 亿元，同比减亏 15.83%。21Q1 订单增长为 200%，较 19Q1 增长 130%；其中数据安全和工业互联网安全增长 300%，云安全及安全云服务分别增长超过 150%。

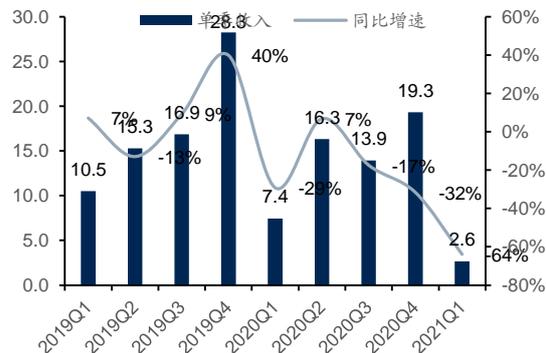
公司推出 NGTNA 架构，新兴业务齐发，叠加高增长目标。公司提出下一代可信网络安全架构 NGTNA，以网络安全为核心、大数据为基础、云服务为交付模式，打破单点防御思路，形成全面感知、智能协同、动态防护、聚力赋能的综合安全保障体系。2021 年网络设备信创成为重点，公司也推出了 40 类信创产品，防火墙作为最基础的网安产品，有望充分受益。公司定下 2021 年超过 30% 以上的收入增长目标，其中云计算增长不低于 100%；工业互联网和数据安全增长不低于 80%；云安全及安全云服务增长不低于 50%。公司预计研发费用率持平或略降，销售费用率和管理费用率下降 5-10%。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



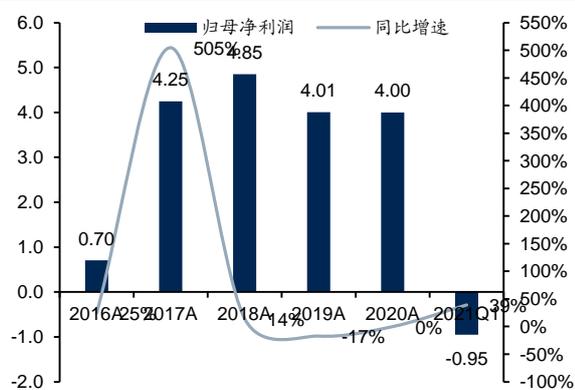
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



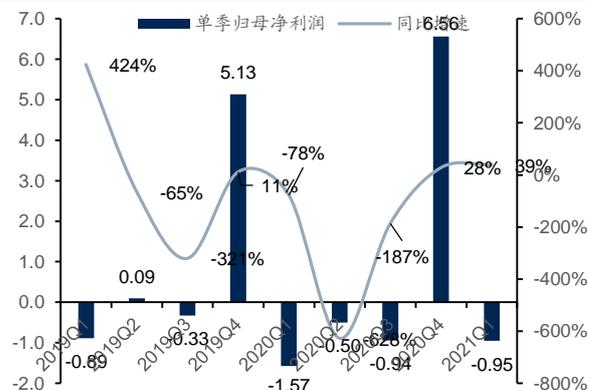
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

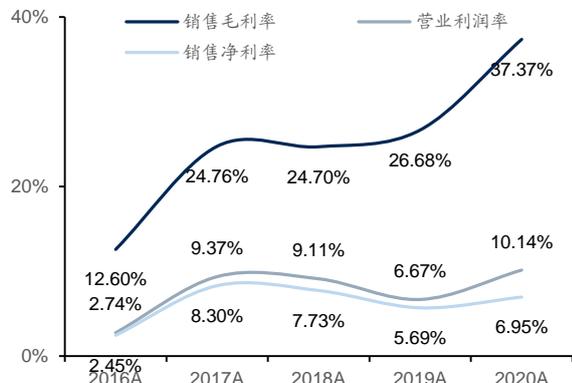
图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

随着网安业务占比提升，公司毛利率和费用率均呈现提升状态。2021 年开始，报表只反映网安业务，因此公司毛利率和销售费用率、管理费用率均会大幅提升。历史数据已无太大参考意义。

图 5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年网安业务经营活动现金净流量为 3.91 亿元 (+55.84%)，整体现金净流量为 2.04 亿元。随着相关电缆业务剥离，公司各项指标有望优化。

图 7: 公司经营现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“增持”评级。由于传统业务剥离完成，同时剥离集成业务，预测 2021-2023 年营收为 39.31/51.70/66.69 亿元，归母净利润为 7.20/9.94/13.72 亿元。维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210430	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
002212	天融信	18.12	213.26	0.4	0.6	0.9	1.2	51.8	29.2	21.1	15.4	4.2	0.37	增持
002439	启明星辰	30.35	283.34	0.9	1.1	1.4	1.8	33.7	26.9	21.4	17.1	13.4	0.87	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1383	2888	3697	4790	营业收入	5704	3931	5170	6669
应收款项	2702	1077	1416	1827	营业成本	3573	1251	1633	2092
存货净额	431	407	535	688	营业税金及附加	37	25	33	43
其他流动资产	106	110	145	187	销售费用	612	865	1112	1401
流动资产合计	5023	4883	6193	7893	管理费用	339	1101	1416	1754
固定资产	288	197	126	57	财务费用	16	(20)	(31)	(41)
无形资产及其他	494	475	456	437	投资收益	(21)	3	3	3
投资性房地产	5066	5066	5066	5066	资产减值及公允价值变动	89	(80)	(80)	(80)
长期股权投资	454	307	160	13	其他收入	(616)	162	165	170
资产总计	11324	10928	12001	13467	营业利润	579	794	1095	1513
短期借款及交易性金融负债	5	25	25	25	营业外净收支	(4)	1	1	1
应付款项	659	229	300	387	利润总额	574	795	1096	1514
其他流动负债	974	350	455	575	所得税费用	177	79	110	151
流动负债合计	1637	604	780	987	少数股东损益	(4)	(5)	(7)	(9)
长期借款及应付债券	14	14	14	14	归属于母公司净利润	400	720	994	1372
其他长期负债	79	28	(23)	(74)					
长期负债合计	93	42	(9)	(60)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1730	646	771	927	净利润	400	720	994	1372
少数股东权益	8	4	(3)	(11)	资产减值准备	66	(17)	(39)	(42)
股东权益	9586	10278	11233	12551	折旧摊销	139	57	60	61
负债和股东权益总计	11324	10928	12001	13467	公允价值变动损失	(89)	80	80	80
					财务费用	16	(20)	(31)	(41)
关键财务与估值指标					营运资本变动	26	524	(416)	(493)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(69)	12	33	34
每股收益	0.35	0.62	0.86	1.18	经营活动现金流	473	1377	711	1011
每股红利	0.01	0.02	0.03	0.05	资本开支	74	(11)	(11)	(11)
每股净资产	8.27	8.87	9.70	10.83	其它投资现金流	80	0	0	0
ROIC	10%	8%	12%	16%	投资活动现金流	301	136	136	136
ROE	4%	7%	9%	11%	权益性融资	179	0	0	0
毛利率	37%	68%	68%	69%	负债净变化	14	0	0	0
EBIT Margin	20%	18%	19%	21%	支付股利、利息	(16)	(28)	(39)	(53)
EBITDA Margin	22%	19%	20%	22%	其它融资现金流	(286)	20	0	0
收入增长	-20%	-31%	32%	29%	融资活动现金流	(110)	(8)	(39)	(53)
净利润增长率	0%	80%	38%	38%	现金净变动	664	1505	809	1094
资产负债率	15%	6%	6%	7%	货币资金的期初余额	719	1383	2888	3697
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	货币资金的期末余额	1383	2888	3697	4790
P/E	52.5	29.2	21.1	15.3	企业自由现金流	1029	1190	512	799
P/B	2.2	2.0	1.9	1.7	权益自由现金流	757	1229	540	835
EV/EBITDA	17.7	29.0	21.0	15.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032