

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

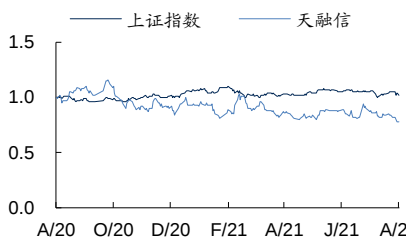
天融信(002212)
增持

2021 中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 21 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)	1,186/1,154
总市值/流通(百万元)	20,696/20,133
上证综指/深圳成指	3,427/14,254
12 个月最高/最低(元)	26.24/17.15

相关研究报告:

《天融信-002212-2020 业绩快报点评: 订单高增长, 新兴领域持续进步》——2021-05-05
 《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

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码: 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码: 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

订单持续高增长, 研发投入进一步加大

●剥离电缆业务表现收入下降, 聚焦安全业务保持稳定增长

2021 上半年, 公司实现收入 7.05 亿元(-70.32%)。归母净利润为-1.82 亿元(+12.20%)。2020 年公司实施完毕重大资产出售, 电缆业务剥离, 导致表现收入波动较大。聚焦天融信安全业务口径数据, 2021 上半年, 公司实现收入 7.05 亿元(+73.07%), 归母净利润-1.74 亿元(+4.48%), 扣非归母净利润为-1.74 亿元(+6.72%)。2019H1 安全业务收入为 6.87 亿元, 但包含同天科技的集成业务。剔除集成业务后, 公司网络安全业务营业收入较上年同期增长约 95%, 较 2019 年同期增长 54%; 毛利额较上年同期增长约 92%, 较 2019 年同期增长约 47%。

●订单高增长, 首次披露订阅收入

上半年公司新增订单金额同比增长 88.88%。集成出表后, 公司毛利率恢复到 71.91%。销售费用和管理费用分别增长 39.40%、35.62%, 低于收入增速; 研发费用增长 83.02%。分产品来看, 基础安全产品收入 4.78 亿元(+60.61%), 态势感知收入 0.56 亿元(+293.69%), 安全服务收入 1.21 亿元(+83.78%), 云计算和云安全收入 0.49 亿元(+72.09%)。公司首次从产品和订阅收入角度进行拆分, 2020 年产品销售 21.85 亿元, 服务 4.39 亿元, 能力订阅 2.04 亿元, 订阅收入占比整体呈上升趋势。2021H1, 产品销售 4.43 亿元, 服务 1.82 亿元, 能力订阅 0.78 亿元, 订阅收入占比达到 11.10%。

●不断加大研发投入, 工控安全和车联网值得期待

研发上公司持续加大人员投入, 研发人员增长了 35.25%, 不断拓展新产品线。公司于 2015 年发布工控防火墙产品, 7 款工控安全产品和服务位于领导者象限。公司于 2017 年布局车联网安全, 近期与北汽蓝谷达成战略合作, 进一步加强车联网和工控安全的合作。

●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)	50.4	50.5	28.1	20.3	14.7
EV/EBITDA	22.1	17.1	28.0	20.2	14.7
市净率(PB)	2.3	2.11	1.97	1.80	1.61

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

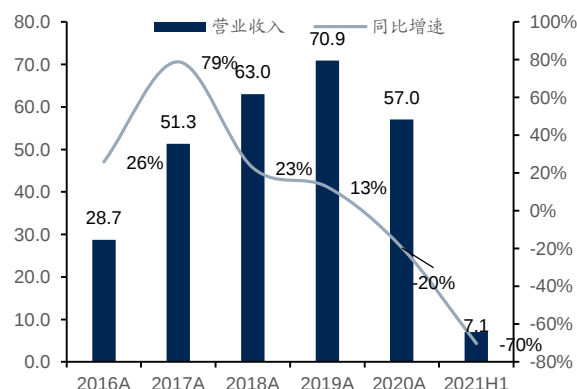
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

聚焦天融信安全业务口径数据，订单高增长。2021上半年，公司实现收入7.05亿元（+73.07%），归母净利润-1.74亿元（+4.48%），扣非归母净利润为-1.74亿元（+6.72%）。2019H1安全业务收入为6.87亿元，但包含同天科技的集成业务。剔除集成业务后，公司网络安全业务营业收入较上年同期增长约95%，较2019年同期增长54%；毛利额较上年同期增长约92%，较2019年同期增长约47%。上半年公司新增订单金额同比增长88.88%。

分行业来看，教育行业增长263.12%，政法行业增长178.88%，运营商行业增长112.59%，金融行业增长104.15%，能源行业增长98.31%。

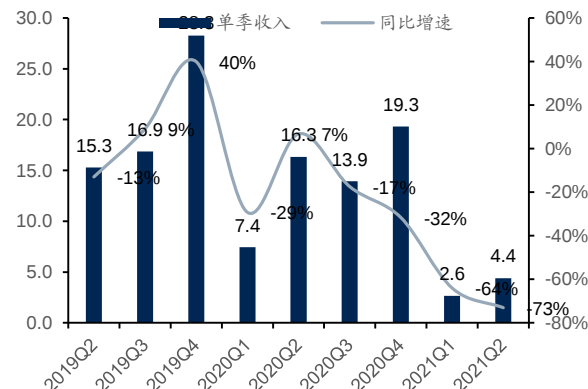
研发上公司持续加大人员投入，研发人员增长了35.25%，不断拓展新产品线。渠道持续拓展，报告期内新增金银牌合作伙伴232个，覆盖城市增加12个。提升线上线下的服务能力，在全国各行政区域已建立32个二级线上安全云服务运营中心和3个客户联合运营中心。公司通过云服务平台提供云端安全威胁监测和分析服务呈快速增长态势，2021H1已经覆盖17个大行业，客户数528个，服务网站数量83281个。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



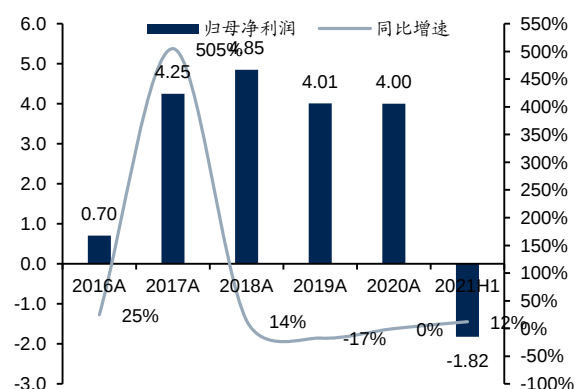
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



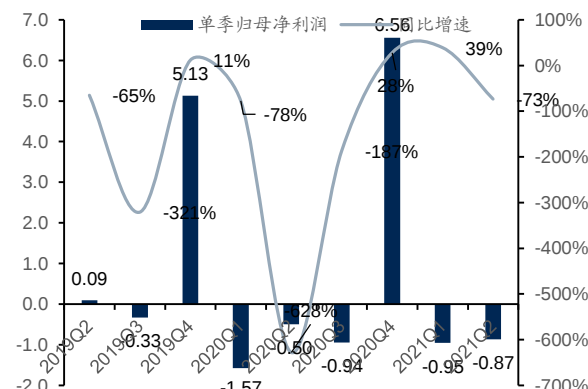
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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 210820	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	17.45	206.96	0.4	0.6	0.9	1.2	49.9	28.1	20.3	14.8	4.2	0.35	增持
002439	启明星辰	29.38	274.29	0.9	1.1	1.4	1.8	32.6	26.0	20.7	16.5	13.4	0.84	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）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	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)					
负债合计	1730	646	771	927					
少数股东权益	8	4	(3)	(11)					
股东权益	9586	10278	11233	12551					
负债和股东权益总计	11324	10928	12001	13467					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	400	720	994	1372
资产减值准备	66	(17)	(39)	(42)
折旧摊销	139	57	60	61
公允价值变动损失	(89)	80	80	80
财务费用	16	(20)	(31)	(41)
营运资本变动	26	524	(416)	(493)
其它	(69)	12	33	34
经营活动现金流	473	1377	711	1011
资本开支	74	(11)	(11)	(11)
其它投资现金流	80	0	0	0
投资活动现金流	301	136	136	136
权益性融资	179	0	0	0
负债净变化	14	0	0	0
支付股利、利息	(16)	(28)	(39)	(53)
其它融资现金流	(286)	20	0	0
融资活动现金流	(110)	(8)	(39)	(53)
现金净变动	664	1505	809	1094
货币资金的期初余额	719	1383	2888	3697
货币资金的期末余额	1383	2888	3697	4790
企业自由现金流	1029	1190	512	799
权益自由现金流	757	1229	540	835

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.35	0.62	0.86	1.18
每股红利	0.01	0.02	0.03	0.05
每股净资产	8.27	8.87	9.70	10.83
ROIC	10%	8%	12%	16%
ROE	4%	7%	9%	11%
毛利率	37%	68%	68%	69%
EBIT Margin	20%	18%	19%	21%
EBITDA Margin	22%	19%	20%	22%
收入增长	-20%	-31%	32%	29%
净利润增长率	0%	80%	38%	38%
资产负债率	15%	6%	6%	7%
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
P/E	50.5	28.1	20.3	14.7
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.1	28.0	20.2	14.7

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。

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