

天融信 (002212.SZ)

预计集成业务占比下降，毛利高增长

核心观点:

- **公司发布 21 年中报。**公司 20 年上半年报表含电缆业务，21 年上半年报表已不含电缆业务，只有网络安全业务。19、20 年网络安全业务营业收入、净利润数据均来自上市公司全资子公司北京天融信科技。
- **仅讨论网络安全业务：**21 年上半年网络安全业务营业收入 7.1 亿元，去年同期网络安全业务 4.1 亿元；19 年网络安全业务收入 6.9 亿元，较 19 年同期增加 2.7%，2019H1-2021H1 的营收 CAGR 为 1.4%。收入增速受集成业务占比波动影响，公司的毛利主要由安全产品贡献，毛利变动更能反应安全产品业务情况，21H1 网安业务毛利为 5.0 亿元，同比增长 96%，较 19 年同期增长 42%，2019H1-2021H1 的毛利 CAGR 为 19%。
- **仅讨论网络安全业务：**今年上半年归母净利-1.8 亿元，去年同期网络安全业务净利润为-2.0 亿元，亏损同比缩小 9.1%；19 年网络安全业务同期净利润为-5757 万元，较 19 年亏损同比扩大 209.3%。
- **分产品：**上半年基础安全产品业务收入 4.8 亿元，同比增 60.6%；基础安全服务收入 1.2 亿元，同比增 83.8%；大数据与态势感知产品及服务业务收入 0.6 亿元；云计算与云安全产品及服务收入 0.5 亿元。
- **盈利预测及投资建议：**预计 21-23 年业绩分别为 0.57、0.78、1.01 元/股。综合考虑公司龙头地位、在信创领域的优势地位，给予公司 21 40 倍的 PE 估值，公司 21 年激励费用 0.91 亿元，加回股份支付费用对应 EPS 为 0.63 元/股（已考虑所得税影响），对应合理价值 25.10 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争或加剧，未来头部公司之间的竞争格局仍有不确定性；公司收入体量大，基础安全产品收入占比高，表观增速或不突出。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,091	5,704	3,657	4,665	5,938
增长率 (%)	12.6	-19.6	-35.9	27.6	27.3
EBITDA (百万元)	503	673	856	1,127	1,445
归母净利润 (百万元)	401	400	676	924	1,201
增长率 (%)	-17.4	-0.2	69.0	36.6	30.0
EPS (元/股)	0.35	0.34	0.57	0.78	1.01
市盈率 (P/E)	54.92	61.53	30.60	22.40	17.23
ROE (%)	4.5	4.2	6.6	8.2	9.7
EV/EBITDA	43.25	34.58	21.65	15.99	12.00

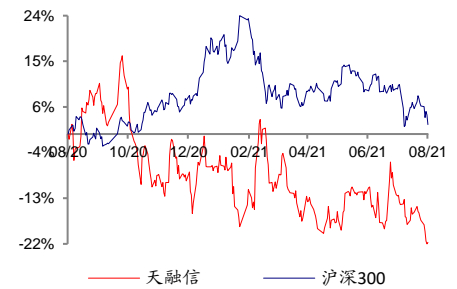
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	17.45 元
合理价值	25.10 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-20

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

庞倩倩



SAC 执证号: S0260519010004

SFC CE No. BON635



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

相关研究:

天融信 (002212.SZ): 收入 2021-05-10
 快速增长，电缆资产剥离后
 财报改观

一、公司主要财务指标

(一) 21H1 财务指标

公司发布21年中报。公司20年上半年报表含电缆业务，21年上半年报表已不含电缆业务，只有网络安全业务。19、20年网络安全业务营业收入、净利润数据均来自上市公司全资子公司北京天融信科技。

仅讨论网络安全业务：21年上半年网络安全业务营业收入7.1亿元，去年同期网络安全业务4.1亿元；19年网络安全业务收入6.9亿元，较19年同期增加2.7%，2019H1-2021H1的营收CAGR为1.4%。收入增速受集成业务占比波动影响，公司的毛利主要由安全产品贡献，毛利变动更能反应安全产品业务情况，21H1网安业务毛利为5.0亿元，同比增长96%，较19年同期增长42%，2019H1-2021H1的毛利CAGR为19%。

仅讨论网络安全业务：今年上半年归母净利-1.8亿元，去年同期网络安全业务净利润为-2.0亿元，亏损同比缩小9.1%；19年网络安全业务同期净利润为-5757万元，较19年亏损同比扩大209.3%。

销售费用2.7亿元，同比增加8.7%，销售费用率39.2%，去年同期为10.7%；主要原因是：为进一步深耕行业、覆盖区域，公司加大营销投入；

管理费用1.6亿元，同比增加5.9%，管理费用率22.5%，去年同期为6.3%；

研发费用3.5亿元，同比增加52.7%，研发费用率49.4%，去年同期为9.6%；主要原因是：报告期内，为满足数字化转型所带来的快速增长的新技术、新应用、新场景对网络安全的需求，公司继续加大云计算、数据安全、工业互联网安全、车联网安全、安全服务及大数据与态势感知等业务的研发投入；

财务费用-503万元，去年同期为1426万元，财务费用率-0.7%，去年同期为0.6%。

基础安全产品业务收入4.8亿元，同比增加60.6%；毛利率为69.6%，毛利率同比增加3.5PCT；

大数据与态势感知产品及服务业务收入5553万元；毛利率为90.7%，毛利率同比增加6.2PCT；

基础安全服务收入1.2亿元，同比增加83.8%；毛利率为68.4%，毛利率同比增加18.7PCT；

云计算与云安全产品及服务收入4882万元；毛利率为82.2%，毛利率同比下降2.5PCT。

经营活动现金流量净额-4.5亿元，去年同期为-1.8亿元；

投资活动现金流量净额1.6亿元，去年同期为1.8亿元；

筹资活动现金流量净额为-4.4亿元，去年同期为-0.6亿元。

表1：半年报财务数据

主要财务指标 (亿元)	2021H1	2020H1	2019H1
营业收入	7.05	23.76	25.79
营业成本	2.07	19.58	20.66
销售费用	2.77	2.55	2.57
管理费用 (不含研发费用)	1.59	1.50	1.68
研发费用	3.48	2.28	2.22
财务费用	-0.05	0.14	0.14
资产减值损失	-0.02	-0.08	-0.10
投资净收益	0.16	-0.32	0.06
其他收益	0.82	0.57	0.68
归母净利润	-1.82	-2.07	-0.79
扣非后归母净利润	-1.83	-2.16	-0.92
YOY			
营业收入	-70.32%	-7.85%	-5.76%
归母净利润	12.20%	-161.99%	-871.49%
扣非后归母净利润	15.05%	-134.13%	-1121.35%
主要比率			
毛利率	70.69%	17.61%	19.88%
销售费用	39.24%	10.71%	9.96%
管理费用 (不含研发费用)	22.48%	6.30%	6.50%
研发费用	49.39%	9.60%	8.62%
财务费用	-0.71%	0.60%	0.55%
净利率	-25.81%	-8.72%	-3.07%
扣非归母净利率	-25.98%	-9.07%	-3.57%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 21Q2 财务指标

营业收入4.4亿元，同比减少73.0%，去年同期16.3亿元；较19年减少71.2%，19年同期15.3亿元；

营业利润-6451万元，亏损同比扩大3.0%，去年同期-6262万元；

归母净利-8663万元，亏损同比扩大73.4%，去年同期-4996万元；

扣非归母-8537万元，亏损同比扩大59.1%，去年同期-5365万元。

表2: 季度财务数据

财报数据 (亿元)	21Q2	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1
营业收入	4.40	2.65	19.35	13.93	16.33	7.43
营业成本	1.01	1.06	6.36	9.78	13.12	6.46
销售费用	1.42	1.35	2.04	1.54	1.34	1.21
管理费用 (不含研发费用)	0.86	0.73	1.11	0.78	0.80	0.69
研发费用	2.01	1.47	2.29	1.57	1.41	0.88
财务费用	-0.03	-0.02	0.00	0.02	-0.04	0.18
资产减值损失	-0.01	-0.01	-0.07	-0.21	0.02	-0.10
投资净收益	0.20	-0.04	0.08	0.03	-0.16	-0.16
其他收益	0.15	0.66	0.63	0.37	0.16	0.41
归母净利润	-0.87	-0.95	7.02	-0.94	-0.50	-1.57
扣非归母净利润	-0.85	-0.98	7.79	-1.16	-0.54	-1.62
YoY						
营业收入	-73.04%	-64.34%	-31.52%	-17.43%	6.84%	-29.24%
归母公司净利润	-73.40%	39.38%	36.81%	-187.01%	-627.75%	-77.61%
扣非净利润	-59.13%	39.61%	74.47%	-185.08%	-22567.15%	-76.33%
主要比率						
毛利率	77.14%	59.96%	67.10%	29.77%	19.69%	13.04%
销售费用率				11.06%	8.20%	16.24%
管理费用率 (不含研发费用)	19.49%	27.43%	5.73%	5.62%	4.92%	9.34%
研发费用率	45.63%	55.65%	11.83%	11.26%	8.61%	11.78%
财务费用率	-0.61%	-0.89%	-0.02%	0.18%	-0.26%	2.48%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测与投资建议

预计21-23年业绩分别为**0.57、0.78、1.01元/股**。综合考虑公司龙头地位、在信创领域的优势地位, 维持公司21年40倍的PE估值, 公司21年激励费用0.91亿元, 加回股份支付费用对应EPS为0.63元/股 (已考虑所得税影响), 对应合理价值25.10元/股, 给予“买入”评级。

三、风险提示

市场竞争或加剧, 未来头部公司之间的竞争格局仍有不确定性; 公司收入体量大, 基础安全产品收入占比高, 表观增速或不突出。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,304	5,023	5,561	6,885	8,574	经营活动现金流	733	204	836	588	743
货币资金	719	1,383	2,181	2,698	3,370	净利润	403	397	670	916	1,191
应收及预付	1,862	1,692	2,556	3,259	4,147	折旧摊销	142	143	110	114	118
存货	1,023	431	279	350	437	营运资金变动	163	-409	6	-457	-585
其他流动资产	700	1,516	545	578	619	其它	24	73	49	15	18
非流动资产	6,810	6,301	6,252	6,208	6,159	投资活动现金流	-669	374	-58	-70	-70
长期股权投资	601	454	454	454	454	资本支出	-219	-334	-58	-70	-70
固定资产	557	213	279	340	397	投资变动	-454	687	0	0	0
在建工程	2	74	74	74	74	其他	4	21	0	0	0
无形资产	447	494	398	303	207	筹资活动现金流	-145	92	21	-1	-1
其他长期资产	5,202	5,066	5,046	5,036	5,026	银行借款	-312	-66	0	0	0
资产总计	11,114	11,324	11,812	13,093	14,733	股权融资	194	179	14	0	0
流动负债	2,078	1,637	1,433	1,797	2,247	其他	-26	-21	7	-1	-1
短期借款	398	0	0	0	0	现金净增加额	-81	670	798	517	672
应付及预收	985	665	919	1,137	1,430	期初现金余额	789	708	1,383	2,181	2,698
其他流动负债	695	972	514	660	817	期末现金余额	708	1,376	2,181	2,698	3,370
非流动负债	130	93	93	93	93						
长期借款	0	14	14	14	14						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	130	79	79	79	79						
负债合计	2,208	1,730	1,526	1,890	2,340						
股本	1,158										
资本公积	5,757	6,052	6,052	6,052	6,052						
留存收益	2,056	2,580	3,256	4,180	5,381						
归属母公司股东权益	8,896	9,586	10,284	11,208	12,409						
少数股东权益	10	8	3	-6	-16						
负债和股东权益	11,114	11,324	11,812	13,093	14,733						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,091	5,704	3,657	4,665	5,938
营业成本	5,199	3,573	1,271	1,598	1,996
营业税金及附加	34	37	24	30	38
销售费用	640	612	768	956	1,217
管理费用	354	339	227	252	321
研发费用	502	614	622	816	1,039
财务费用	25	16	-14	-36	-45
资产减值损失	-8	-36	-50	-14	-17
公允价值变动收益	59	53	0	0	0
投资净收益	-11	-21	0	0	0
营业利润	473	579	898	1,260	1,624
营业外收支	-1	-4	2	0	0
利润总额	472	574	900	1,260	1,624
所得税	69	177	229	344	433
净利润	403	397	670	916	1,191
少数股东损益	2	-4	-6	-8	-11
归属母公司净利润	401	400	676	924	1,201
EBITDA	503	673	856	1,127	1,445
EPS (元)	0.35	0.34	0.57	0.78	1.01

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	12.6%	-19.6%	-35.9%	27.6%	27.3%
营业利润增长	-17.6%	22.3%	55.2%	40.3%	29.0%
归母净利润增长	-17.4%	-0.2%	69.0%	36.6%	30.0%
获利能力					
毛利率	26.7%	37.4%	65.2%	65.7%	66.4%
净利率	5.7%	7.0%	18.3%	19.6%	20.1%
ROE	4.5%	4.2%	6.6%	8.2%	9.7%
ROIC	3.8%	4.7%	7.2%	9.1%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	19.9%	15.3%	12.9%	14.4%	15.9%
净负债比率	4.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
流动比率	2.07	3.07	3.88	3.83	3.82
速动比率	1.51	2.77	3.65	3.60	3.59
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.51	0.32	0.37	0.43
应收账款周转率	4.45	3.40	1.46	1.46	1.46
存货周转率	5.64	4.91	4.56	4.56	4.56
每股指标 (元)					
每股收益	0.35	0.34	0.57	0.78	1.01
每股经营现金流	0.63	0.17	0.70	0.50	0.63
每股净资产	7.68	8.18	8.67	9.45	10.46
估值比率					
P/E	54.92	61.53	30.60	22.40	17.23
P/B	2.48	2.57	2.01	1.85	1.67
EV/EBITDA	43.25	34.58	21.65	15.99	12.00

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。

吴祖鹏：高级分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。