

天融信 (002212)

公司研究/调研简报

立足传统发力新兴，网安领军有望持续成长

一天融信 (002212) 公司调研简报

调研简报/计算机

2021 年 09 月 16 日

一、分析与判断

➤ 行业领先地位凸显，有望受益行业高景气

公司是网安领域领军企业，防火墙业务排名行业第一。根据 IDC、Frost & Sullivan、CCID 等机构统计，公司防火墙产品在网安行业市场排名第一，VPN、安全服务、安全管理、网闸在行业内排名第三，EDR、态势感知等领域处于行业领导者地位。防火墙是网络安全市场规模最大单一子市场，从 2000 年起，公司防火墙开始在国内市场排名第一，至今已连续 21 年保持市场占有率第一。

网安行业有望保持快速增长，公司作为行业领军企业有望受益。根据《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）（征求意见稿）》，到 2023 年，网络安全产业规模超过 2500 亿元，年复合增长率超过 15%；而根据《2020 年软件和信息技术服务业统计公报》，国内 2020 年信息安全行业增速为 10.0%，因此增速中枢抬升将带来行业景气度提升。同时政策指出，电信等重点行业网络安全投入占信息化投入比例达 10%。网安行业景气度提升利好领军企业。

➤ 业绩持续高增，新安全重点发力打开成长空间

网安业务快速发展，新安全、新模式保持高增。公司 2018-2020 年网安业务收入复合增速达 28%，2021H1 增速达到 73%。1) 分产品看，大数据与态势感知产品及服务、基础安全服务、云计算与云安全产品及服务 2021H1 收入增速分别达到 294%、84%、72%，均超过基础安全产品收入增速。2) 分模式看，公司由项目制模式向多种模式的创新不断推进，2018-2020 年产品销售占比下降约 6 个百分点，服务占比提升近 6 个百分点，能力订阅占比也有所提升。根据公司股权激励计划，公司业绩预期之一（业绩考核目标的两个选项之一）为 2021 年净利润不低于 7.5 亿元（扣除股份支付费用影响），对应归母净利润增速有望超 80%。

新安全持续发力，未来前景广阔。1) 工业互联网安全领域，公司是业界独家电力、轨道交通和生物医疗三个领域全覆盖的 CNCERT 网络安全应急服务支撑单位，7 款工控安全产品和服务位于领导者象限。2) 物联网安全领域，在以智慧平安社区等为代表项目中持续拓展。3) 车联网安全领域，2018 年携手百度进军车联网安全市场，与北汽、比亚迪、广汽、中汽中心、东风等多家行业头部企业深度合作。4) 数据安全领域，公司基于数据全生命周期的安全治理体系在能源、运营商和政务领域大型客户中持续落地。5) 云安全领域，产品成功应用于多个省级政务云安全建设。同时，超融合产品多个行业形成规模化应用，并加大分布式存储、虚拟化等核心技术研发，丰富收入来源。

二、投资建议

公司是网安领域领军企业，有望受益于行业景气度提升，2021 年为公司完全剥离电缆业务的第一个完整年度，收入端由于剥离电缆业务下降幅度较大，但核心业务网安持续稳定增长；利润端由于剥离低利润率业务，因此整体业绩增长。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.58/0.77/1.02 元，对应 PE 分别为 29X、22X、16X。Wind 信息安全板块平均 2021 年 PE 为 52X（Wind 一致预期），公司具有一定估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示：

行业景气度提升进度不及预期，公司新安全创新推进进度不及预期。

推荐

首次评级

当前价格： 16.58 元

交易数据 2021-9-15

近 12 个月最高/最低(元)	25.96/16.58
总股本(百万股)	1,186
流通股本(百万股)	1,154
流通股比例(%)	97.28
总市值(亿元)	197
流通市值(亿元)	191

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭新宇

执业证 S0100518120001
 电话：01085127654
 邮箱：guoxinyu@mszq.com

研究助理：丁辰晖

执业证 S0100120090026
 电话：021-60876718
 邮箱：dingchenhui@mszq.com

研究助理：赵奕豪

执业证 S0100121050047
 电话：18531168500
 邮箱：zhaoyihao@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,704	3,993	5,205	6,676
增长率 (%)	-19.6%	-30.0%	30.4%	28.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	400	685	910	1,214
增长率 (%)	-0.2%	71.2%	32.9%	33.3%
每股收益 (元)	0.35	0.58	0.77	1.02
PE (现价)	46.9	28.7	21.6	16.2
PB	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,704	3,993	5,205	6,676
营业成本	3,573	1,467	1,909	2,445
营业税金及附加	37	26	34	43
销售费用	612	600	790	993
管理费用	339	285	375	471
研发费用	614	602	792	996
EBIT	530	1,013	1,305	1,728
财务费用	16	(10)	(21)	(29)
资产减值损失	(36)	20	0	0
投资收益	(21)	(21)	(21)	(21)
营业利润	579	996	1,320	1,754
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	574	992	1,316	1,749
所得税	177	306	407	541
净利润	397	685	909	1,208
归属于母公司净利润	400	685	910	1,214
EBITDA	673	1,135	1,393	1,785

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1383	2807	3955	4907
应收账款及票据	1635	1030	1209	1519
预付款项	57	31	35	48
存货	431	226	202	334
其他流动资产	26	26	26	26
流动资产合计	5023	5003	6359	7977
长期股权投资	454	433	412	391
固定资产	213	3	(274)	(517)
无形资产	494	454	431	428
非流动资产合计	6301	6262	6022	5833
资产合计	11324	11265	12381	13811

短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	659	237	330	408
其他流动负债	10	10	10	10
流动负债合计	1637	878	1085	1307
长期借款	14	14	14	14
其他长期负债	79	79	79	79
非流动负债合计	93	93	93	93
负债合计	1730	971	1179	1400
股本	1172	1186	1186	1186
少数股东权益	8	9	7	2
股东权益合计	9594	10293	11203	12411
负债和股东权益合计	11324	11265	12381	13811

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-19.6%	-30.0%	30.4%	28.3%
EBIT 增长率	46.7%	91.4%	28.8%	32.4%
净利润增长率	-0.2%	71.2%	32.9%	33.3%
盈利能力				
毛利率	37.4%	63.3%	63.3%	63.4%
净利率	7.0%	17.2%	17.5%	18.2%
总资产收益率 ROA	3.5%	6.1%	7.4%	8.8%
净资产收益率 ROE	4.2%	6.7%	8.1%	9.8%
偿债能力				
流动比率	3.1	5.7	5.9	6.1
速动比率	2.8	5.4	5.7	5.8
现金比率	1.1	3.7	4.0	4.1
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	83.1	81.5	57.0	55.9
存货周转天数	73.3	80.6	40.3	39.5
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.6	0.8	1.0
每股净资产	8.2	8.7	9.4	10.5
每股经营现金流	(0.0)	1.3	0.9	0.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	46.9	28.7	21.6	16.2
PB	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.2	9.7	7.2	5.3
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	397	685	909	1,208
折旧和摊销	179	142	88	57
营运资金变动	(535)	665	(1)	(445)
经营活动现金流	(20)	1,518	1,022	847
资本开支	334	(117)	(126)	(106)
投资	687	0	0	0
投资活动现金流	374	117	126	106
股权募资	179	(210)	0	0
债务募资	(66)	0	0	0
筹资活动现金流	92	(210)	(0)	(0)
现金净流量	446	1,424	1,147	953

分析师与研究助理简介

郭新宇，民生证券计算机行业分析师，克拉克大学金融学硕士，2016年加入民生证券研究院。

丁辰晖，民生证券计算机行业助理研究员，复旦大学资产评估硕士，2020年加入民生证券研究院。

赵奕豪，民生证券计算机行业助理研究员，佩伯戴因大学金融学硕士，2021年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。