

分析师: 唐月

登记编码: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50586635

Q3 加速迹象明显, 全年有望超额完成增速目标

——天融信(002212)点评报告

证券研究报告-公司点评

买入(首次)

市场数据(2021-10-14)

发布日期: 2021年10月14日

收盘价(元)	18.12
一年内最高/最低(元)	26.18/15.51
沪深300指数	4940.11
市净率(倍)	2.39
流通市值(亿元)	209.07

投资要点:

公司公布了三季度业绩预告: 前三季度公司营业收入预计在 13.8 亿元-14.0 亿元, 增长 53.73%-55.95%; 前三季度公司归母净利润亏损 0.9-1.1 亿元, 增长 41.47-52.11%; 第三季度归母净利润 0.7-0.9 亿元, 实现了由亏转盈(以上增速皆为除去电线电缆以后的业务口径)。

基础数据(2021-6-30)

每股净资产(元)	7.61
每股经营现金流(元)	-0.38
毛利率(%)	70.69
净资产收益率-摊薄(%)	-2.02
资产负债率(%)	12.71
总股本/流通股(万股)	118604/115378
B股/H股(万股)	0/0

- 两次资产剥离已经带来 2021 年报表的严重失真。同比口径上 2020 年 9 月 8 日, 公司完成了对电线电缆业务的剥离, 从双主业, 全面聚焦于网络安全业务。此外公司于 2021 年 4 月 14 日公告出售孙公司同天科技 34% 的股权, 公司持股比例从 51% 变为了 17%, 不再对同天科技进行并表。

- 同天以低毛利的系统集成业务为主, 剔除后拖累了公司的收入增速, 但是会带来毛利率的大幅提升。在剔除同天科技后, 公司网络安全业务收入同比增速约 86%, 两年增速约 92%, 较网络安全业务同比约 55% 和两年约 27% 的增速有较大提升。同时网络安全业务毛利润实现约 91% 和 76% 的同比和两年增速, 毛利率也提升明显。

- Q3 业绩超预期, 加速迹象明显。考虑到业务剥离和疫情的影响, 我们选取公司网络安全业务的半年报和季报的两年增速进行对比, 收入(剔除同天科技)增速从 54% 上升到 92%, 毛利润增速从 40% 上升到 76%。由于公司 2020 年和 2021H1 订单分别增长了 47.41% 和 88.88%, 有充足的在手订单, 从 3 季报完成情况来看, 全年有望超额完成 30% 的增长目标。

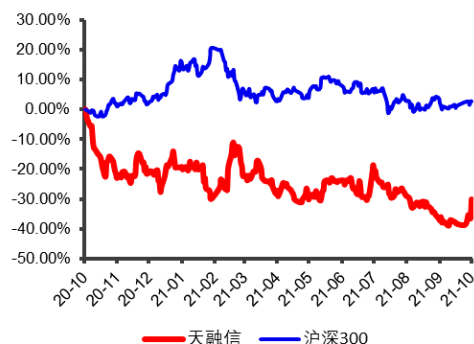
- Q3 公司的费用投入力度或有增大。2021 年前三季度公司网络安全业务销售和研发费用同比增长约 56%, 两年增速约 71%, 而上半年两项费用的同比增速为 57%。考虑到 2020 年上半年疫情影响下公司费用增速处于低位, 三季报的费用同比增速与半年报持平, 意味着费用两年增速或有加快。考虑到公司业务的季节性, 大部分收入在 Q4 确认, 因而 Q3 净利润增速对全年指导意义有限。

- 2021 年 9 月公司第 9 次入选了 CNCERT 国家级网络安全应急服务支撑单位, 同时在 13 家入选单位中名列第一, 这意味着公司在政府端业务的服务能力获得了充分的认可, 有望给公司政府业务的承接带来更多助力。

- 公司作为防火墙行业的领头羊, 受益于赛道的高景气度。根据 IDC 数据, 2021 年上半年我国网络安全硬件收入 12.5 亿元, 同比增长 27%, 恢复情况良好, 其中 UTM 防火墙领涨以超过 40% 的增速领跑安全硬件子市场。

- 首次覆盖并给予对公司“买入”的投资评级。作为老牌的综合网络安全厂商, 公司经过多年的业务布局和研发投入, 正迎来业务的加速发展期, 值得积极关注。我们预计 21-23 年公司 EPS 分别为 0.57 元、0.73 元、0.97

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

相关报告

- 1 《计算机行业周报: 网络安全行业未来 3 年预计维持 23.6% 的高增速》 2021-09-06
- 2 《计算机行业 2021 下半年策略报告: 数字化赋能经济转型》 2021-06-18
- 3 《计算机行业专题: 2021 年网络安全行业人员成本压力分析》 2021-06-03

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

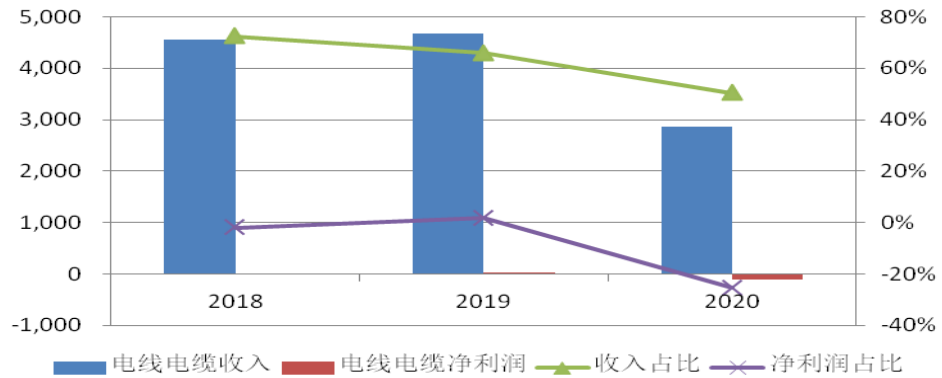
元，按 10 月 14 日收盘价 18.12 元计算，对应 PE 为 31.65 倍、24.67 倍、18.64 倍。

风险提示：大股东减持带来的股价压力；网络安全行业竞争加剧。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,091	5,704	3,474	4,568	5,774
增长比率(%)	12.6	-19.6	-39.1	31.5	26.4
净利润(百万元)	401	400	679	871	1,153
增长比率(%)	-17.4	-0.2	69.7	28.3	32.4
每股收益(元)	0.34	0.34	0.57	0.73	0.97
市盈率(倍)	53.6	53.7	31.6	24.7	18.6

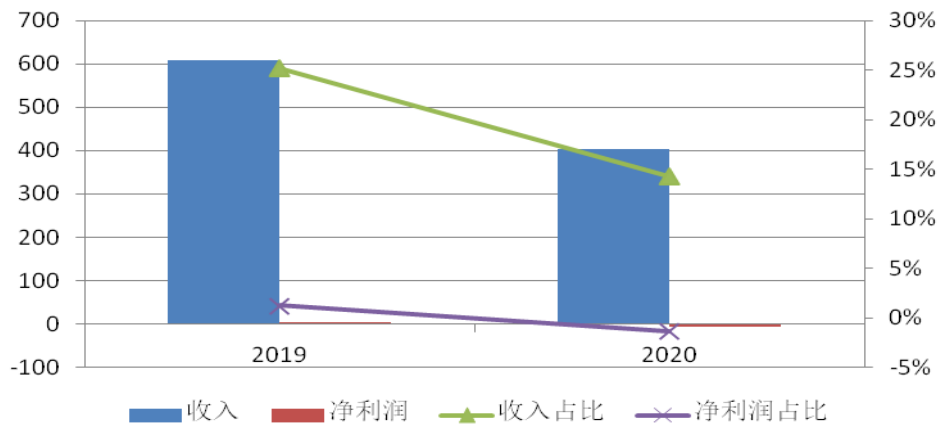
资料来源：Wind，中原证券

图 1: 2018-2020 年公司电线电缆业务收入、净利润及其在公司整体占比情况 (百万元)



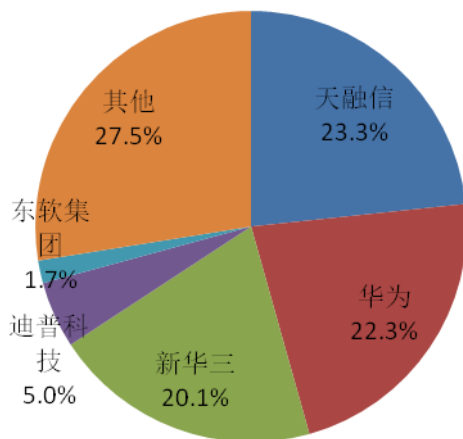
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2019-2020 年同天科技收入、净利润及其在公司网安业务中占比情况 (百万元)



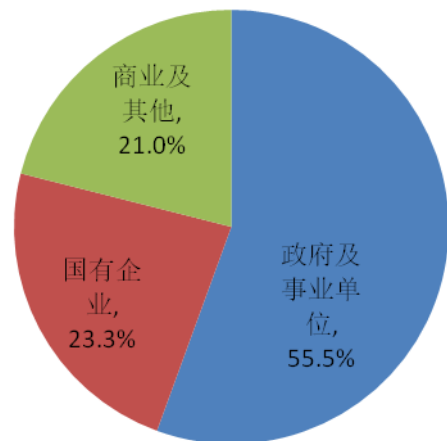
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 2020 年我国 UTM 防火墙市场份额



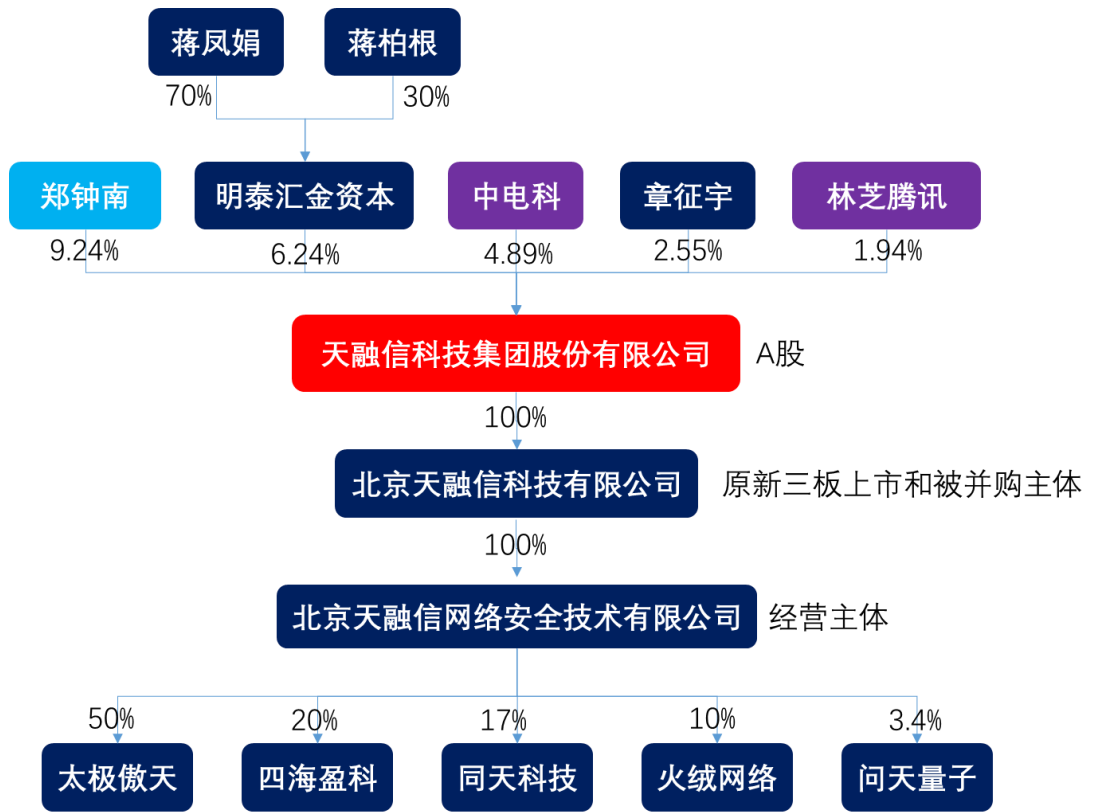
资料来源: IDC, 中原证券

图 4: 2020 年公司网络安全业务的客户结构



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 公司股权关系 (截止 2021 年中报)



资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券

表 1: 公司 2016 年之后资本运作情况

标的	投入 (亿元)	完成后持股比例	披露日期	主要产品及业务	业绩承诺
天融信	57	100%	2016.8.3	网络安全	2016-2018年扣非净利润不低于第1年2.88亿元、前2年6.75亿元、前3年11.79亿元; 2016-2018年净利润不低于第1年3.05亿元、前两年7.15亿、前3年12.55亿元
珠海利南	0.88	98.87%	2017.1.14	投资基金(广州南洋子公司)	
元鼎科技	0.07	4.13%	2017.6.22	贯穿企业生命周期“一站式”综合化 IT 服务	
火绒网络	0.15	10%	2017.7.26	以终端恶意代码检测与防护为核心技术的网络与信息安全服务提供商	2019扣非净利润500万元或收入不低于3000万元
问天量子	0.2	3.64%	2018.7.4	量子密码通信技术	

湖北泰跃	0.20	6.25%	2018.9.12	安防领域专业的建设和运营	2018-2020 年净利润和扣非净利润不低于第一年 3000 万元、前两年累计 6750 万元、三年累计 11437.5 万元
太极傲天	9.16	50%	2018.11.28	天融信总部办公场所	
广州南洋 100%、广东南 洋 95%、南洋 天津 100%、南 洋新能源 100%	21.05	0%	2019.12.16	电线电缆	
南京塞宁	0.18	10.286%	2018.7.6	以网络安全攻防实训产 品研发、安全联赛运营、 人才培养为一体的网络 安全服务提供商	
	-0.18	4.9044%	2020.10.9		
同天科技	0.09	14.99%	2015.6.26	IT 综合服务解决方案	
	0.18	45%	2017.9.9		
	0.04	51%	2018		
	-0.20	17%	2021.4.14		

资料来源：公司公告，中原证券

表 2：综合安全厂商 2021 半年报业绩增速对比

公司	收入增速		净利润增速		毛利率			19H1 占 比全年	订单增速
	vs20H1	vs19H1	vs20H1	vs19H1	19H1	20H1	21H1		2021H1
迪普科技	37%	26%	23%	14%	69%	69%	70%	43%	-
启明星辰	61%	37%	-402%	-880%	63%	71%	61%	29%	80%
绿盟科技	40%	48%	127%	125%	72%	73%	67%	31%	
奇安信	45%	49%	-33%	-67%	59%	61%	63%	31%	
安恒信息	44%	74%	-192%	-200%	68%	65%	56%	28%	
山石网科	32%	29%	-64%	-476%	75%	66%	68%	34%	
深信服	48%	66%	-6%	-299%	72%	69%	67%	34%	
(网安)	29%	48%	-	-	82%	80%	81%	34%	
天融信(网安)	73%	2%	-10%	-264%	51%	63%	71%	28%	89%
(网安剔除同天)	约 95%	约 54%						24%	

资料来源：公司公告，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4304	5023	4853	6733	7102
现金	719	1383	3927	2433	5069
应收票据及应收账款	1724	1635	411	2280	1121
其他应收款	37	1067	0	884	233
预付账款	138	57	62	94	103
存货	1023	431	4	593	126
其他流动资产	662	449	449	449	449
非流动资产	6810	6301	5933	5904	5872
长期投资	601	454	298	140	-21
固定资产	557	213	-55	32	109
无形资产	551	623	704	762	829
其他非流动资产	5101	5011	4984	4969	4955
资产总计	11114	11324	10786	12637	12974
流动负债	2078	1637	465	1467	671
短期借款	398	0	0	0	0
应付票据及应付账款	718	659	0	565	116
其他流动负债	962	978	465	902	556
非流动负债	130	93	80	81	79
长期借款	0	14	1	2	0
其他非流动负债	130	79	79	79	79
负债合计	2208	1730	544	1548	750
少数股东权益	10	8	9	9	9
股本	1158	1172	1186	1186	1186
资本公积	5757	6052	6052	6052	6052
留存收益	2056	2580	3221	4055	5145
归属母公司股东权益	8896	9586	10232	11080	12215
负债和股东权益	11114	11324	10786	12637	12974

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	733	204	2244	-1477	2656
净利润	403	397	680	871	1153
折旧摊销	142	143	57	68	85
财务费用	25	16	-6	-7	-8
投资损失	11	21	1	1	1
营运资金变动	3	-535	1543	-2372	1471
其他经营现金流	148	162	-31	-38	-45
投资活动现金流	-669	374	341	-2	-9
资本支出	234	382	-213	130	129
长期投资	-454	-120	156	162	161
其他投资现金流	-889	636	284	290	281
筹资活动现金流	-145	92	-41	-15	-11
短期借款	-286	-398	0	0	0
长期借款	-56	14	-13	1	-2
普通股增加	12	13	14	0	0
资本公积增加	143	295	0	0	0
其他筹资现金流	43	168	-42	-16	-9
现金净增加额	-81	667	2544	-1494	2636

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7091	5704	3474	4568	5774
营业成本	5199	3573	1070	1466	1767
营业税金及附加	34	37	22	29	37
销售费用	640	612	625	799	1010
管理费用	354	339	347	448	577
研发费用	502	614	851	1096	1374
财务费用	25	16	-6	-7	-8
资产减值损失	-8	-36	-22	-29	-36
其他收益	155	156	219	288	364
公允价值变动收益	59	53	31	38	45
投资净收益	-11	-21	-1	-1	-1
资产处置收益	2	11	0	0	0
营业利润	473	579	835	1090	1461
营业外收入	3	1	3	2	2
营业外支出	4	6	4	5	5
利润总额	472	574	833	1087	1458
所得税	69	177	154	216	306
净利润	403	397	680	871	1153
少数股东损益	2	-4	1	0	-1
归属母公司净利润	401	400	679	871	1153
EBITDA	636	726	880	1143	1528
EPS (元)	0.34	0.34	0.57	0.73	0.97

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	12.6	-19.6	-39.1	31.5	26.4
营业利润 (%)	-17.6	22.3	44.3	30.5	34.0
归属母公司净利润 (%)	-17.4	-0.2	69.7	28.3	32.4
获利能力					
毛利率 (%)	26.7	37.4	69.2	67.9	69.4
净利率 (%)	5.7	7.0	19.5	19.1	20.0
ROE (%)	4.5	4.1	6.6	7.9	9.4
ROIC	4.5	4.2	6.5	7.7	9.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.9	15.3	5.0	12.2	5.8
净负债比率 (%)	-2.4	-13.8	-37.9	-21.5	-41.1
流动比率	2.1	3.1	10.4	4.6	10.6
速动比率	1.4	2.7	10.2	4.1	10.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	4.4	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	10.1	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.34	0.57	0.73	0.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.57	0.29	1.89	-1.25	2.24
每股净资产 (最新摊薄)	7.50	8.08	8.62	9.33	10.29
估值比率					
P/E	53.60	53.71	31.65	24.67	18.64
P/B	2.42	2.24	2.10	1.94	1.76
EV/EBITDA	32.70	27.23	19.56	16.38	10.52

资料来源: Wind, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。