

分析师: 唐月
 登记编码: S0730512030001
 tangyue@ccnew.com 021-50586635

Q3 全面加速, 基础安全产品和政府行业贡献超预期

——天融信(002212)季报点评报告

证券研究报告-季报点评

买入(维持)

市场数据(2021-10-29)

发布日期: 2021年10月30日

收盘价(元)	18.46
一年内最高/最低(元)	23.65/15.51
沪深300指数	4908.77
市净率(倍)	2.40
流通市值(亿元)	212.99

投资要点:

公司公布了三季度业绩: 前三季度公司网络安全业务营业收入 13.90 亿元, 同比增长 54.87%; 归母净利润-7898 万元, 同比增长 57.98%; 扣非净利润-9929 万元, 同比增长 70.07%。

- 由于 2020 年 9 月公司剥离了电线电缆业务, 2021 年 4 月不再继续对同天科技合并报表, 因而网络安全业务剔除同天科技的口径最能反映出公司实际业务的成长能力, 我们以这个口径还原来看:

(1) 前三季度: 收入 13.51 亿元, 同比增长 85.87%, 两年增速 91.73%, 这样的增速水平在同行中具有显著优势, 其中公司在核心产品优势的保持、在新兴业务领域的增长加速、在行业细分和渠道下沉方面的投入都起到了积极的作用; 净利润-7565 万元, 同比增长 57.18%, 两年增速 22.07%。

(2) 三季度: 收入 6.85 亿元同比增长 78.12%, 两年增速 151.28%; 归母净利润 9548 万元, 同比增长 1324.34%, 两年增速 313.44%。

(3) 毛利率: 前三季度毛利率 78.00%, 较上年同期上涨了 3.78 个百分点, 较 2019 年同期下滑 2.71 个百分点。剥离了以系统集成业务为主的同天科技以后, 公司的整体毛利率快速回到了历史水平。在所有网络安全上市公司中, 公司的网安业务毛利率水平仅次于最擅长渠道销售的深信服。

(4) 研发投入: 2021 年公司加大了云计算、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领域的研发投入, 前三季度研发费用同比增长 79.57%, 两年增速 99.82%, 略超过了收入增速水平。2020 年底, 公司研发人员 3759 人, 较上年末增长 841 人(2019 年底数据含电线电缆的研发人员), 同比增长了 28.8%, 这也成为了公司 2021 年研发投入增长的主要原因。全品类、全行业的发展战略之下, 公司在很多风口行业有了前瞻性的布局, 这也给公司 2021 年增长全面发力带来了基础和保障。

- 公司订单增速作为前瞻性指标, 也同样反映出业绩的高景气度。公司前三季度订单(剔除同天口径)同比增长了 95.19%, 低于 Q3 104.36% 的增速。两年增速方面, 前三季度 166.43%, 也低于 Q3 198.41% 的水平。市场担心建党 100 周年因素影响下, 行业下半年增速走低, 但是我们在公司层面上还看到了增长明显加速的迹象, 这是超出市场预期的。

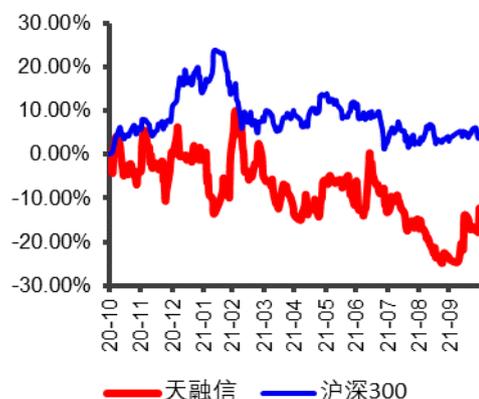
- 分产品来看(剔除同天口径):

(1) 基础安全产品: 增速从半年报的 60.61%, 提升到 84.66%, 两年增速 82.53%, 占比 74.41%。由于 2020 年上半年受到疫情影响, 公司收入下滑

基础数据(2021-9-30)

每股净资产(元)	7.68
每股经营现金流(元)	-0.42
毛利率(%)	75.04
净资产收益率-摊薄(%)	-1.03
资产负债率(%)	15.03
总股本/流通股(万股)	118604/115378
B股/H股(万股)	0/0

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 《天融信(002212)点评报告: Q3 加速迹象明显, 全年有望超额完成增速目标》 2021-10-14
- 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

较为明显，各项业务在前三季度的增速通常会低于半年报水平，因而基础安全产品的加速增长是超预期的，从其占比来看，对业绩增长贡献最大。从公司基础安全产品的构成上来看，主要包括了基础网络安全、工业互联网安全、物联网安全、车联网安全、数据安全、国产化安全，其中也有很多涉及到新兴领域的应用方向。

(2) 其他：基础安全服务同比增长 75.88%，两年增速 144.73%，占比达到 12.36%；大数据与态势感知产品及服务，同比增长 165.33%，占比 7.47%；云计算与云安全产品及服务同比增长 60.68%，占比 6.09%。

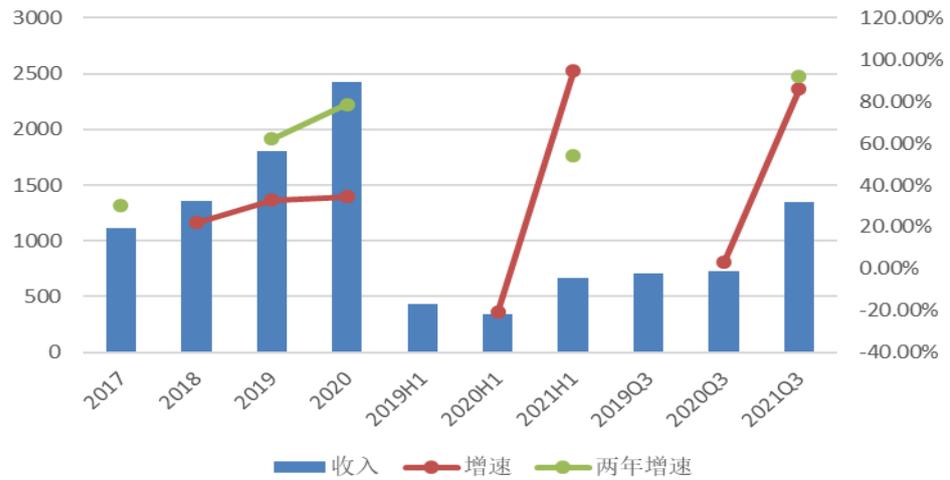
- 分行业来看，政府及事业单位的增长成为了公司前三季度最大的亮点和业绩驱动力。剔除同天科技口径来看，政府及事业单位同比增长 134.75%，两年增速 156.07%，取得了非常优异的成绩，这也反映出了政府对公司服务力的认可；国有企业同比增长 76.33%，两年增速 35.08%；商业及其他同比增长 35.38%，两年增速 71.30%。
- 信创领域优势明显，在信创入围方面，涉及了 49 个厂商，总计 15 类产品、235 款信号，其中公司入围 13 类、37 款信号，占比 15.74%，是入围众多的。前三季度公司有 18%-19% 的新增订单来自信创业务，但目前仅有 8%-9% 的收入来自信创业务，因而除去信创的因素，我们测算下公司政府及事业单位、基础安全产品这两个分类仍然有可观的高增速。
- 维持对公司“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 0.60 元、0.75 元、0.98 元，按 10 月 29 日收盘价 18.46 元计算，对应 PE 为 30.58 倍、24.72 倍、18.84 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	716	886	1,162
增长比率(%)	-17.4	-0.2	78.9	23.7	31.2
每股收益(元)	0.34	0.34	0.60	0.75	0.98
市盈率(倍)	54.6	54.7	30.6	24.7	18.8

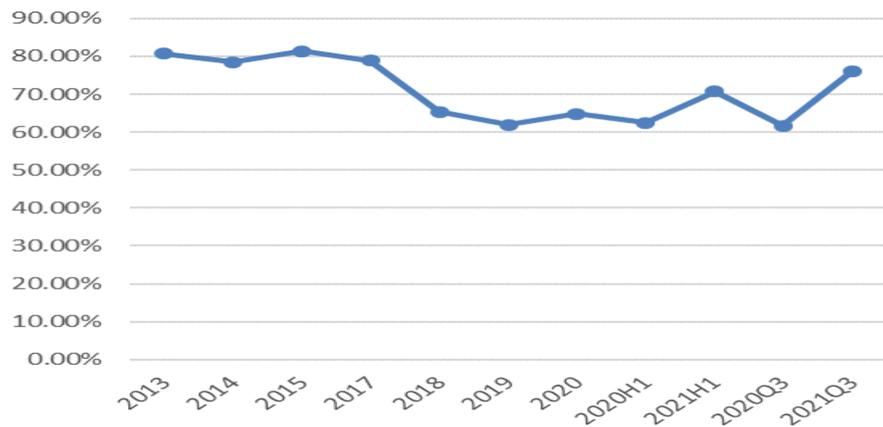
资料来源：Wind，中原证券

图 1: 2017-2021Q3 公司网络安全业务收入 (剔除同天) 增速



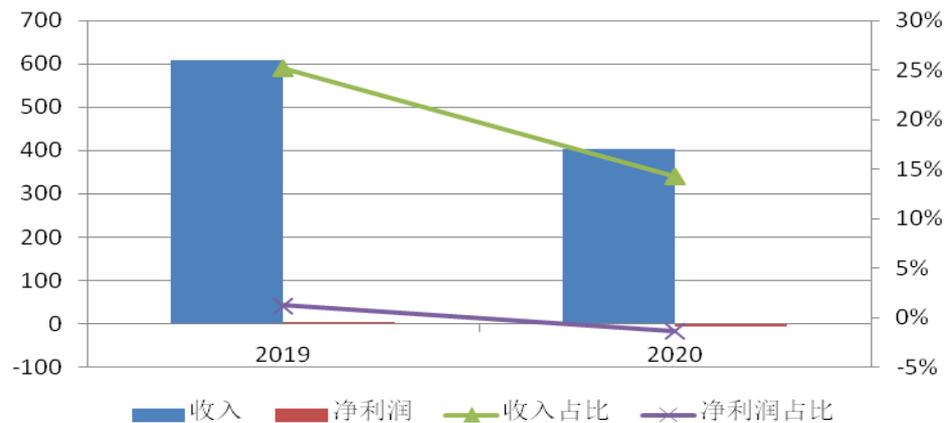
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2013-2021Q3 公司网络安全业务毛利率



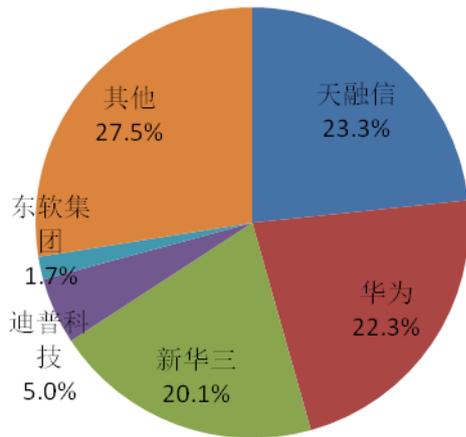
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 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)



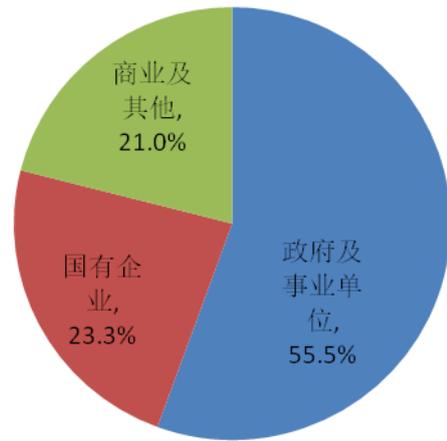
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2020 年我国 UTM 防火墙市场份额



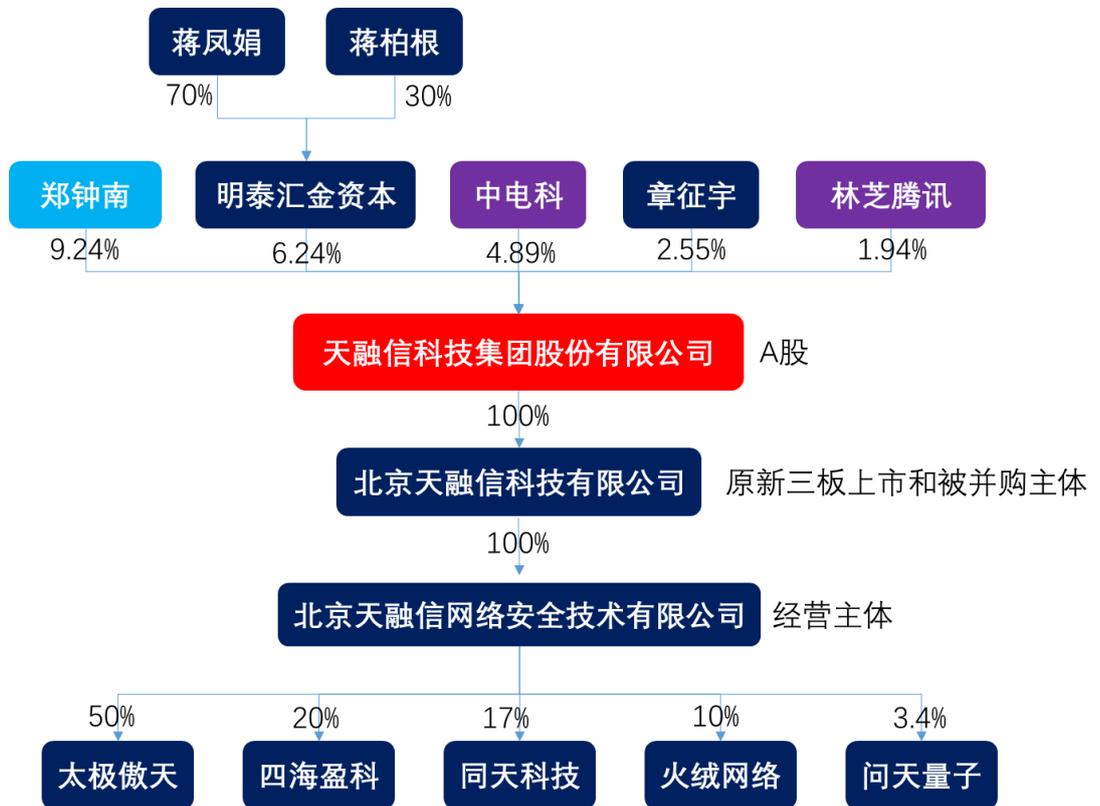
资料来源: IDC, 中原证券

图 5: 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 6: 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 年前三季度业绩增速对比

公司	收入增速		净利润增速		毛利率			19 前三 季度收 入占比	订单增速	
	vs20Q3	vs19Q3	vs20Q3	vs19Q3	19Q3	20Q3	21Q3		2021Q3	2021H1
迪普科技	34%	37%	32%	30%	72%	71%	71%	67%	-	-
启明星辰	45%	32%	-122%	-116%	63%	70%	63%	51%		80%
绿盟科技	31%	42%	-286%	-2875%	68%	70%	72%	52%		
奇安信	43%	87%	-15%	-19%	63%	58%	60%	45%		
安恒信息	31%	84%	-697%	-546%	57%	66%	68%	50%		
山石网科	45%	45%	56%	-198%	72%	66%	75%	62%		
深信服	35%	57%	-291%	-142%	65%	69%	72%	61%		
天融信(网安)	55%	27%	58%	19%	76%	62%		45%		89%
(网安剔除同天)	86%	92%	57%	22%	78%	74%	81%	39%	95%	

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 3: 综合安全厂商 2021 年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	4890	6729	7211
现金	719	1383	3968	2458	5153
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	0	563	151
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	10823	12633	13083
流动负债	2078	1637	465	1411	720
短期借款	398	0	0	0	0
应付票据及应付账款	718	659	0	533	143
其他流动负债	962	978	465	878	577
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	1492	798
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	3256	4104	5203
归属母公司股东权益	8896	9586	10269	11131	12276
负债和股东权益	11114	11324	10823	12633	13083

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	2285	-1494	2715
净利润	403	397	717	886	1162
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	1547	-2403	1521
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	2585	-1510	2696

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	1025	1384	1755
营业税金及附加	34	37	22	29	37
销售费用	640	612	625	845	1010
管理费用	354	339	347	466	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	880	1108	1472
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	879	1106	1470
所得税	69	177	162	220	308
净利润	403	397	717	886	1162
少数股东损益	2	-4	1	0	-1
归属母公司净利润	401	400	716	886	1162
EBITDA	636	726	925	1161	1540
EPS (元)	0.34	0.34	0.60	0.75	0.98

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	52.1	25.9	32.9
归属母公司净利润 (%)	-17.4	-0.2	78.9	23.7	31.2
获利能力					
毛利率 (%)	26.7	37.4	70.5	69.7	69.6
净利率 (%)	5.7	7.0	20.6	19.4	20.1
ROE (%)	4.5	4.1	7.0	8.0	9.5
ROIC	4.5	4.2	6.9	7.8	9.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.9	15.3	5.0	11.8	6.1
净负债比率 (%)	-2.4	-13.8	-38.2	-21.6	-41.6
流动比率	2.1	3.1	10.5	4.8	10.0
速动比率	1.4	2.7	10.3	4.3	9.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.3	0.4	0.4
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	0.60	0.75	0.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.57	0.29	1.93	-1.26	2.29
每股净资产 (最新摊薄)	7.50	8.08	8.65	9.37	10.34
估值比率					
P/E	54.60	54.72	30.58	24.72	18.84
P/B	2.46	2.28	2.13	1.97	1.79
EV/EBITDA	33.34	27.78	19.00	16.45	10.65

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。