

公司研究

订单继续保持快速增长，网络安全业绩增长超预期

——天融信（002212.SZ）2021 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2021 年三季度报：受业务剥离影响，前三季度公司实现收入 13.90 亿元，同比减少 63.12%；前三季度归母净利润为-9337 万元，亏损额同比减少 69.05%，扣非后归母净利润为-9929 万元，亏损额同比减少 70.07%。

网络安全业务增长超预期，订单延续高增长：受益于网络安全业务核心产品竞争力持续提升，营销侧行业细分与地市下沉带来营销覆盖范围扩大，前三季度网络安全业务实现收入 13.9 亿元，同比增长 54.87%（剔除同天科技的影响，前三季度的收入增长更是高达 91.72%）。剔除同天科技影响，前三季度新增订单较上年同比增长 95.19%，单 Q3 新增订单较上年同期增长 104.36%，订单延续高速增长。受益于低毛利率的同天科技的业务剥离和高毛利率业务占比提升，公司前三季度毛利率大幅提升 14.24 个百分点至 75.96%，毛利额较 20 年同期增长 90.61%，业绩增长超预期。剔除同天科技影响后，前三季度公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别下降了 10.00、5.74 和 1.45 个百分点，受益于收入的快速增长，公司各项费用率快速下降。受益于毛利率的快速提升和费用率的快速下降，公司归母净利润的亏损幅度大幅下降。

新安全业务表现亮眼：从公司的细分业务来看，新安全赛道的大数据与态势感知产品及服务收入同比增长 165.33%、云安全收入同比增长 56.36%、工业互联网安全收入同比增长 259.47%、云计算同比增长 315.55%，继续成为公司收入的主要增长点。此外，公司在政法行业、教育行业以及运营商行业的营收均有明显增幅，分别达到了 102.12%、101.12%以及 57.04%。公司在报告期内还进一步加大了对新兴安全业务的研发投入，前三季度研发费用达到 5.59 亿，同比增长 45.25%，主要用于加大对云计算、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产品的研发投入。公司还与青岛市工业和信息化局、青岛市市北区政府联合公司共同成立了青岛工业化联网安全创新中心，与红景四方、赛昇签署战略合作协议，进一步推进了公司工业互联网安全业务的向前发展。

盈利预测、估值与评级：维持 21-23 年公司归母净利润预测分别为 7.54、10.49 和 14.59 亿元；看好中电科入股对政府市场拓展的帮助、电线电缆业务剥离带来的估值弹性、新兴领域的布局带来的业绩弹性，维持“增持”评级。

风险提示：中电科入股不及预期；股东减持对股价造成的压力；云安全等创新业务拓展不及预期；市场竞争加剧；市场整体估值水平下降。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,091	5,704	3,615	4,807	6,222
营业收入增长率	12.55%	-19.56%	-36.63%	32.98%	29.44%
净利润（百万元）	401	400	754	1,049	1,459
净利润增长率	-17.37%	-0.21%	88.37%	39.16%	39.14%
EPS（元）	0.35	0.34	0.64	0.88	1.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.51%	4.17%	7.16%	9.13%	11.38%
P/E	53	54	29	21	15
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-29

增持（维持）

当前价：18.46 元

作者

分析师：吴春阳

执业证书编号：S0930521080002

021-52523686

wuchunyang@ebsecn.com

分析师：万义麟

执业证书编号：S0930519080001

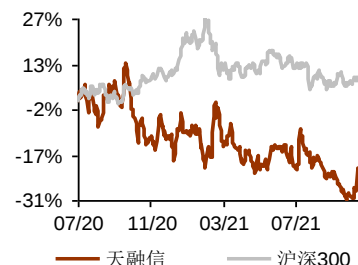
021-52523859

wanyilin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.86
总市值(亿元):	218.94
一年最低/最高(元):	15.51/23.65
近 3 月换手率:	37.92%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.50	-0.93	-16.85
绝对	15.38	1.10	-12.11

资料来源：Wind

相关研报

订单继续保持快速增长，新兴安全布局力度持续加大——天融信（002212.SZ）2021 年半年报点评（2021-08-20）

新安全业务占比快速提升，静待订单确认收入——天融信（002212.SZ）2020 年年报及 2021 一季报点评（2021-05-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,091	5,704	3,615	4,807	6,222
营业成本	5,199	3,573	975	1,290	1,661
折旧和摊销	142	139	129	165	202
税金及附加	34	37	36	48	62
销售费用	640	612	687	889	1,120
管理费用	354	339	453	567	691
研发费用	502	614	737	951	1,170
财务费用	25	16	12	19	25
投资收益	-11	-21	0	0	0
营业利润	473	579	871	1,212	1,687
利润总额	472	574	869	1,209	1,682
所得税	69	177	122	169	236
净利润	403	397	747	1,040	1,447
少数股东损益	2	-4	-7	-9	-13
归属母公司净利润	401	400	754	1,049	1,459
EPS(元)	0.35	0.34	0.64	0.88	1.23

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	733	204	1,411	652	975
净利润	401	400	754	1,049	1,459
折旧摊销	142	139	129	165	202
净营运资金增加	94	-321	-1,217	735	945
其他	96	-14	1,745	-1,297	-1,631
投资活动产生现金流	-669	374	-479	-507	-553
净资本支出	-219	-334	-506	-532	-558
长期投资变化	601	454	0	0	0
其他资产变化	-1,051	254	27	25	5
融资活动现金流	-145	92	157	-96	-134
股本变化	12	13	14	0	0
债务净变化	-291	-437	0	0	0
无息负债变化	765	-41	-757	145	169
净现金流	-81	667	1,088	50	288

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.7%	37.4%	73.0%	73.2%	73.3%
EBITDA 率	9.4%	15.2%	27.7%	29.3%	31.4%
EBIT 率	7.4%	12.7%	24.1%	25.9%	28.2%
税前净利润率	6.7%	10.1%	24.0%	25.2%	27.0%
归母净利润率	5.7%	7.0%	20.9%	21.8%	23.5%
ROA	3.6%	3.5%	6.5%	8.3%	10.3%
ROE (摊薄)	4.5%	4.2%	7.2%	9.1%	11.4%
经营性 ROIC	4.8%	5.6%	9.3%	11.6%	14.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	20%	15%	8%	9%	9%
流动比率	2.07	3.07	5.37	5.38	5.63
速动比率	1.58	2.80	5.25	5.24	5.46
归母权益/有息债务	19.51	503.77	553.18	603.69	673.98
有形资产/有息债务	12.97	316.07	319.67	372.04	445.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,114	11,324	11,500	12,597	14,091
货币资金	719	1,383	2,472	2,521	2,809
交易性金融资产	480	400	400	400	420
应收账款	1,602	1,032	839	1,090	1,411
应收票据	122	604	382	509	658
其他应收款 (合计)	37	1,067	641	852	1,103
存货	1,023	431	109	148	194
其他流动资产	146	11	-73	-25	31
流动资产合计	4,304	5,023	4,824	5,554	6,692
其他权益工具	199	1	1	1	1
长期股权投资	601	454	454	454	454
固定资产	557	213	445	680	928
在建工程	2	74	112	143	157
无形资产	447	494	595	688	775
商誉	4,595	4,602	4,602	4,602	4,602
其他非流动资产	8	5	3	3	3
非流动资产合计	6,810	6,301	6,677	7,043	7,399
总负债	2,208	1,730	973	1,117	1,287
短期借款	398	0	0	0	0
应付账款	490	659	180	238	306
应付票据	228	0	0	0	0
预收账款	267	6	7	10	12
其他流动负债	0	10	10	10	10
流动负债合计	2,078	1,637	898	1,032	1,189
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	52	44	27	37	49
非流动负债合计	130	93	75	85	97
股东权益	8,906	9,594	10,528	11,480	12,804
股本	1,158	1,172	1,186	1,186	1,186
公积金	5,848	6,193	6,479	6,584	6,730
未分配利润	1,965	2,438	3,070	3,926	5,118
归属母公司权益	8,896	9,586	10,526	11,487	12,824
少数股东权益	10	8	2	-7	-20

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.03%	10.73%	19.00%	18.50%	18.00%
管理费用率	5.00%	5.94%	12.52%	11.80%	11.10%
财务费用率	0.35%	0.29%	0.33%	0.39%	0.39%
研发费用率	7.08%	10.76%	20.39%	19.78%	18.81%
所得税率	15%	31%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.04	0.07	0.10	0.14
每股经营现金流	0.63	0.17	1.19	0.55	0.82
每股净资产	7.68	8.18	8.87	9.69	10.81
每股销售收入	6.12	4.87	3.05	4.05	5.25

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	53	54	29	21	15
PB	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	33.6	24.7	19.7	14.1	10.1
股息率	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE