

**证券研究报告—动态报告**

信息技术

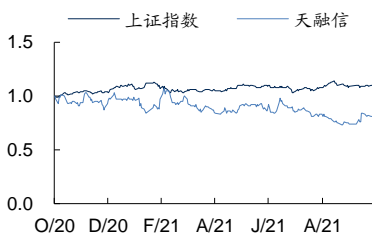
软件与服务

**天融信(002212)**
**增持**

2021 三季报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 31 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,186/1,154
总市值/流通(百万元)	20,530/19,972
上证综指/深圳成指	3,518/14,245
12个月最高/最低(元)	23.70/15.51

**相关研究报告:**

《天融信-002212-2021 中报点评: 订单持续高速增长, 研发投入进一步加大》——2021-08-22  
 《天融信-002212-2020 业绩快报点评: 订单高速增长, 新兴领域持续进步》——2021-05-05  
 《天融信-002212-2021 年一季度预告点评: 一季度恢复良好, 集成出表验证安全业务高速增长》——2021-04-14  
 《天融信-002212-2020 业绩快报点评: 加回业绩符合预期, Q4 恢复迅速订单高速增长》——2021-02-26  
 《南洋股份-002212-2020 中报点评: 疫情对上半年影响较大, 安全业务毛利率回升》——2020-09-01

**证券分析师: 熊莉**

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

**证券分析师: 库宏彦**

电话: 021-60875168  
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**收入持续高速增长, 单季订单翻倍**
**●剥离电缆业务表现收入下降, 聚焦安全业务保持稳定增长**

由于公司已剥离电缆业务, 仅聚焦天融信网络安全业务数据。2021 三季度, 公司实现收入 13.90 亿元 (+54.87%), 较 2019 年同期增长约 27%。主要原因是 2021 年初公司已经剥离集成业务的同天科技 (2019 年收入 6.09 亿元, 2020 年收入 4.04 亿元), 三季度收入在同口径下, 同比增长约 86%, 较 19 年同比增长 92%。归母净利润为 -0.79 亿元 (+57.98%), 扣非归母净利润为 -0.86 亿元 (+59.28%)。单 q3 来看, 公司实现收入 6.85 亿元 (+39.73%), 归母净利润为 0.95 亿元, 扣非归母净利润为 0.89 亿元, 均实现大幅增长。

**●重回产品型公司模式, 继续加大研发投入**

剥离集成后, 公司毛利率达到 76%, 比去年同期提升 14.24 个百分点。销售、管理、研发费用同比增长 36%、36%、77%。管理费用中包含股份支付的 2336.64 万元; 研发费用增长较快主要系上年第四季度研发人员快速增加, 且公司在云计算、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持续投入所致。

**●第三季度订单翻倍, 新安全业务快速增长**

公司前三季度新增订单较上年同期增长 95.19%, 第三季度新增订单较上年同期增长 104.36%, 持续保持高速增长。公司在政法行业同比增长 102.12%、教育行业同比增长 101.12%、运营商行业同比增长 57.04%。新安全业务呈现较快增长, 大数据与态势感知产品及服务同比增长 165.33%、云安全同比增长 56.36%、工业互联网安全同比增长 259.47%、云计算同比增长 315.55%。不考虑集成业务下, 公司复合增速持续提升, 15-17 年复合增速 16.38%; 17-19 年复合增速 24.88%; 19-21, 前三季度复合增速达到 38.56%, 公司呈现加速之势。

**●风险提示: 等保 2.0 等政策不及预期; 行业竞争加剧; 疫情影响加剧。**
**●投资建议: 维持“增持”评级。**

预测 2021-2023 年营收为 39.31/51.70/66.69 亿元, 归母净利润为 7.20/9.94/13.72 亿元, 对应 PE 为 30/22/16 倍。维持“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

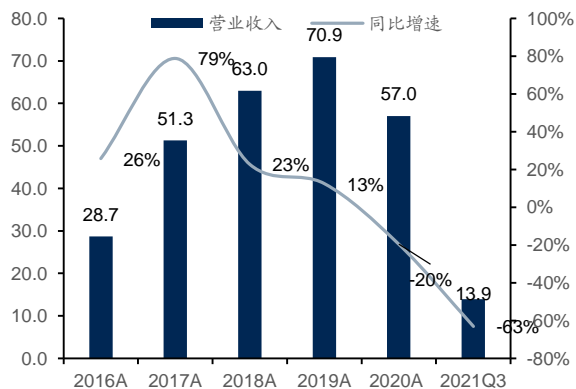
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,091	5,704	3,931	5,170	6,669
(+/-%)	12.6%	-19.6%	-31.1%	31.5%	29.0%
净利润(百万元)	401	400	720	994	1372
(+/-%)	-17.4%	-0.2%	80.0%	38.0%	38.1%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.35	0.62	0.86	1.18
EBIT Margin	12.2%	20.0%	17.5%	18.9%	20.7%
净资产收益率(ROE)	4.5%	4.2%	7.0%	8.8%	10.9%
市盈率(PE)	53.3	53.4	29.7	21.5	15.6
EV/EBITDA	23.3	18.0	29.5	21.4	15.5
市净率(PB)	2.4	2.23	2.08	1.90	1.70

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

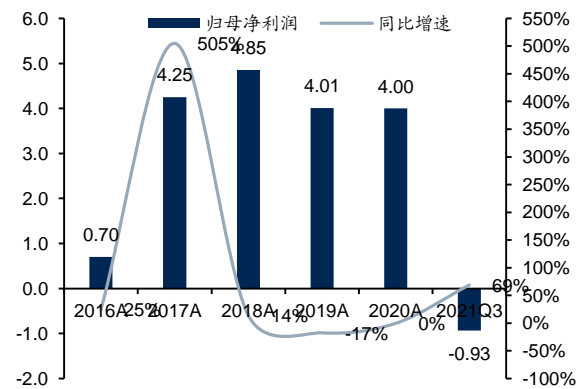
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**收入和订单均保持高速增长。**仅聚焦天融信网络安全业务数据。2021 三季度，公司实现收入 13.90 亿元 (+54.87%)，较 2019 年同期增长约 27%。主要原因是 2021 年初公司已经剥离集成业务的同天科技(2019 年收入 6.09 亿元，2020 年收入 4.04 亿元)，三季度收入在同口径下，同比增长约 86%，较 19 年同比增长 92%。归母净利润为-0.79 亿元 (+57.98%)，扣非归母净利润为-0.86 亿元 (+59.28%)。单 q3 来看，公司实现收入 6.85 亿元 (+39.73%)，归母净利润为 0.95 亿元，扣非归母净利润为 0.89 亿元，均实现大幅增长。

**网安政策催化景气，公司保持加速发展。**三季度以来密集安全政策为明后年安全建设奠定基调，数据安全、关基、信创等领域均处于公司最擅长的下游领域中。不考虑集成业务下，公司复合增速持续提升，15-17 年复合增速 16.38%；17-19 年复合增速 24.88%；19-21，前三季度复合增速达到 38.56%，公司呈现加速之势，高增长有望持续。

**图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“增持”评级。**由于传统业务剥离完成，同时剥离集成业务，预测 2021-2023 年营收为 39.31/51.70/66.69 亿元，归母净利润为 7.20/9.94/13.72 亿元。维持“增持”评级。

**表 1：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 211029	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
002212	天融信	18.46	218.94	0.4	0.6	0.9	1.2	52.7	29.8	21.5	15.6	4.2	0.37	买入
002439	启明星辰	25.53	238.34	0.9	1.1	1.4	1.8	28.4	22.6	18.0	14.3	13.4	0.73	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1383	2888	3697	4790	营业收入	5704	3931	5170	6669
应收款项	2702	1077	1416	1827	营业成本	3573	1251	1633	2092
存货净额	431	407	535	688	营业税金及附加	37	25	33	43
其他流动资产	106	110	145	187	销售费用	612	865	1112	1401
<b>流动资产合计</b>	<b>5023</b>	<b>4883</b>	<b>6193</b>	<b>7893</b>	管理费用	339	1101	1416	1754
固定资产	288	197	126	57	财务费用	16	(20)	(31)	(41)
无形资产及其他	494	475	456	437	投资收益	(21)	3	3	3
投资性房地产	5066	5066	5066	5066	资产减值及公允价值变动	89	(80)	(80)	(80)
长期股权投资	454	307	160	13	其他收入	(616)	162	165	170
<b>资产总计</b>	<b>11324</b>	<b>10928</b>	<b>12001</b>	<b>13467</b>	营业利润	579	794	1095	1513
短期借款及交易性金融负债	5	25	25	25	营业外净收支	(4)	1	1	1
应付款项	659	229	300	387	<b>利润总额</b>	<b>574</b>	<b>795</b>	<b>1096</b>	<b>1514</b>
其他流动负债	974	350	455	575	所得税费用	177	79	110	151
<b>流动负债合计</b>	<b>1637</b>	<b>604</b>	<b>780</b>	<b>987</b>	少数股东损益	(4)	(5)	(7)	(9)
长期借款及应付债券	14	14	14	14	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>400</b>	<b>720</b>	<b>994</b>	<b>1372</b>
其他长期负债	79	28	(23)	(74)					
<b>长期负债合计</b>	<b>93</b>	<b>42</b>	<b>(9)</b>	<b>(60)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1730</b>	<b>646</b>	<b>771</b>	<b>927</b>	净利润	400	720	994	1372
少数股东权益	8	4	(3)	(11)	资产减值准备	66	(17)	(39)	(42)
股东权益	9586	10278	11233	12551	折旧摊销	139	57	60	61
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11324</b>	<b>10928</b>	<b>12001</b>	<b>13467</b>	公允价值变动损失	(89)	80	80	80
					财务费用	16	(20)	(31)	(41)
关键财务与估值指标					营运资本变动	26	524	(416)	(493)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(69)	12	33	34
每股收益	0.35	0.62	0.86	1.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>473</b>	<b>1377</b>	<b>711</b>	<b>1011</b>
每股红利	0.01	0.02	0.03	0.05	资本开支	74	(11)	(11)	(11)
每股净资产	8.27	8.87	9.70	10.83	其它投资现金流	80	0	0	0
ROIC	10%	8%	12%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>301</b>	<b>136</b>	<b>136</b>	<b>136</b>
ROE	4%	7%	9%	11%	权益性融资	179	0	0	0
毛利率	37%	68%	68%	69%	负债净变化	14	0	0	0
EBIT Margin	20%	18%	19%	21%	支付股利、利息	(16)	(28)	(39)	(53)
EBITDA Margin	22%	19%	20%	22%	其它融资现金流	(286)	20	0	0
收入增长	-20%	-31%	32%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(110)</b>	<b>(8)</b>	<b>(39)</b>	<b>(53)</b>
净利润增长率	0%	80%	38%	38%	<b>现金净变动</b>	<b>664</b>	<b>1505</b>	<b>809</b>	<b>1094</b>
资产负债率	15%	6%	6%	7%	货币资金的期初余额	719	1383	2888	3697
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期末余额	1383	2888	3697	4790
P/E	53.4	29.7	21.5	15.6	企业自由现金流	1029	1190	512	799
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	权益自由现金流	757	1229	540	835
EV/EBITDA	18.0	29.5	21.4	15.5					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032