

# 天融信 (002212.SZ)

## 产品布局与渠道建设超预期，认知差仍显著

**营收增速、毛利率、产品布局与渠道建设进展超预期，认知差仍显著：**考虑电缆业务剥离、子公司股权转让影响，2021年前三季度网安业务实现营收13.90亿元，同比增长54.87%，受益于营收结构优化，毛利率75.96%，同比上升52.94%，毛利额较上年同期增长90.61%，新增订单同比增长95.19%；单三季度，网安业务营收同比增长39.73%，新增订单同比增长104.36%。分品类，前三季度大数据与态势感知安全同比增长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%，考虑到网安公司全年营收、利润分布，公司营收、毛利率增速超预期，市场对于公司认知仍存重大认知差。

**渠道建设效果渐显，营销侧行业细分与地市下沉持续推进。**截至2021年中报，公司对政府、金融、能源、运营商等行业设置116个行业营销事业部，全国各省、自治区设有74个营销机构，拥有近300家行业认证合作伙伴。前三季度营业收入在政法、教育、运营商等细分行业同比增幅较大，其中：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%

**防火墙业务维持稳健，高研发布局新赛道效果逐步显现，2021年全年天融信网安业务实际产业地位、营收结构与盈利能力将会更清晰展现。**2021H1新增订单金额同比增长88.88%，研发投入同比增长83.02%。研发人员占比51.36%，强产品力与在手订单奠定未来营收增长基础。分产品结构看，基础安全产品同比增长60.61%；大数据与态势感知产品及服务同比增长293.69%；基础安全服务同比增长83.78%；云计算与云安全产品及服务同比增长72.09%。受加大研发投入、销售渠道建设影响，扣非归母净利润-1.82亿元，符合预期，全年将会更好呈现。

**市场对于公司防火墙业务成长持续性或存预期差，新业务产品线布局完善，公司治理层面的内生改善值得持续关注。**天融信是国内领先的综合安全厂商，不仅在传统边界防护优势显著，云安全、态势感知等新领域布局同样超预期。防火墙竞争壁垒与成长持续性超预期：（1）合规政策趋严，下一代防火墙产品成为网安标配，天融信近三年防火墙市占率年均提高约2%；（2）海外网安发展超过30年，防火墙、VPN依旧为大份额且快速发展品类，且相关公司PS在8~12倍；（3）防火墙及VPN天然需要综合考虑安全与网络性能，随着IT升级不断迭代，容易产生规模效应；（4）2020年下半年，改组后的管理层背景更多元、专业，公司治理结构愈加完善，同时针对核心业务人员推出丰厚股权激励计划，渠道建设进展良好，多重举措持续改善经营效率，目前在信创中标、代销渠道建设等多方面已有体现。

**研发实力处于领先地位，云安全、超融合及态势感知等新领域布局超预期。**（1）公司2020年研发费用同比增加22.23%，从2010年开始布局云安全、态势感知前身安管平台等新领域产品，目前新领域业务营收占比约20%，并保持良好增长；（2）中电科、腾讯先后入股，对于公司渠道升级开拓政企客户、云安全等新领域发展具有积极意义；（3）公司剥离电缆电线业务，新领域营收高速增长未来将更好地反映在财务报表中，网安业务竞争力充分展示，减少市场信息不对称。

**政策催化、ICT技术演变与威胁事件三因素共振，驱动网安行业景气持续上行，Q4或非网安行业景气拐点。**1) 政策端，随等保2.0正式实施、护网行动力度加大、关保条例出台将带来安全支出的稳步上涨；技术端，“云大物移智”等新技术进入快速应用阶段，行业仍处高景气；2) 网安龙头企业2021Q1营收同比19Q1多实现40%以上增速，景气持续改善，部分投资者担心20年疫情推迟的网安需求于21年上半年释放，护网行动节奏提前使得21Q3或为短期景气高点，但考虑订单与营收增速差、订单转化周期，我们认为21Q4或非景气拐点；3) 出于灵活部署、风险分散及节约成本等原因，企业选择多云模式将成主流，第三方厂商相对于IaaS厂商更了解企业和政府的网络部署、应用需求与用户习惯，将获得更多行业机会，天融信作为布局完善的龙头企业，成长空间广阔。

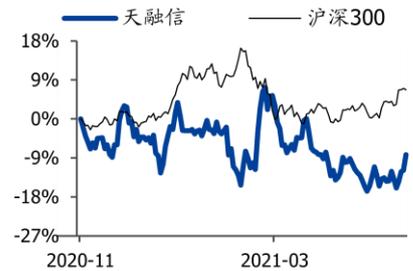
**维持“买入”评级。**我们预计2021/22/23公司营业收入为43.90/58.00/73.18亿元，净利润为7.23/10.65/14.46亿元，同比增长80.6%/47.4%/35.7%。参考可比公司估值，给予2021年325亿目标市值，对应45X PE，维持“买入”评级。

买入（维持）

### 股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
11月08日收盘价	18.24
总市值(百万元)	21,467.25
总股本(百万股)	1,176.93
其中自由流通股(%)	95.22
30日日均成交量(百万股)	4.32

### 股价走势



### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

### 相关研究

- 《天融信 (002212.SZ)：营收增长超预期，产品布局与渠道建设效果显现》2021-10-13
- 《天融信 (002212.SZ)：网安领军延续高景气，新品布局与渠道建设效果显现》2021-08-23
- 《天融信 (002212.SZ)：网安领军高景气持续兑现，可比口径较19H1超预期》2021-07-13

**风险提示：** 竞争加剧风险；政策力度不及预期风险；新领域布局缓慢风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,091	5,704	4,390	5,800	7,318
增长率 yoy (%)	12.6	-19.6	-23.0	32.1	26.2
归母净利润（百万元）	401	400	723	1,065	1,446
增长率 yoy (%)	-17.4	-0.2	80.6	47.4	35.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.34	0.34	0.61	0.91	1.23
净资产收益率 (%)	4.5	4.1	7.0	9.4	11.3
P/E（倍）	53.5	53.7	29.7	20.2	14.9
P/B（倍）	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 11 月 08 日收盘价



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com