

中航证券研究所

分析师: 邹润芳

证券执业证书号: S0640521040001

分析师: 卢正羽

证券执业证书号: S0640521060001

 邮箱: luzy@avicsec.com

天融信 (002212) 2021 年年报及一季报点评: 强投入快成长, 净利润有望大幅提升

行业分类: 计算机

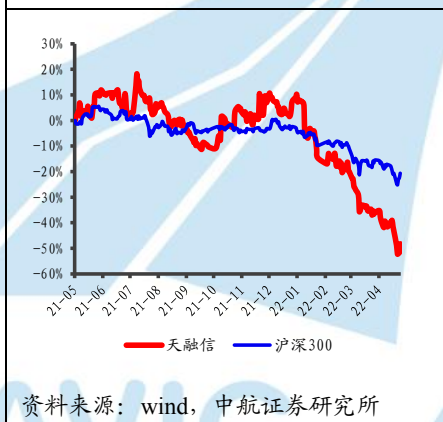
2022 年 5 月 4 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.04.29)	9.24 元

基础数据 (2022.04.29)

上证指数	3047.06
总股本 (亿股)	11.86
流通 A 股 (亿股)	11.56
资产负债率 (2021)	18.26%
ROE (摊薄 2021)	2.43%
PE (TTM)	42.04
PB (LF)	1.17

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 2021 年营收 33.52 亿元 (-41.24%), 归母净利润 2.30 亿元 (-42.52%)。22Q1 公司实现营收 3.78 亿元 (+42.80%); 归母净利润-0.65 亿元 (+32.14%)。

➤ **投资要点:**

● **剥离低效资产扰动营收增速, 网络安全主业持续快速成长。**2020 年 9 月公司剥离电线电缆业务, 主业聚焦至网络安全领域。网络安全业务 2017-2021 年 CAGR30.39%, 持续快速增长。剔除 2020 年电线电缆业务影响, 2021 年收入 33.52 亿元 (+18.33%), 剔除系统集成子公司同天科技 (2021 年 4 月剥离) 的影响, 营收同比上升 36.42%, 新增订单金额同比增加 48.09%。根据 2021 年业绩快报修正公告, 因个别客户已履行合同的应收票据逾期情况, 公司对部分合同已确认的收入调减, 导致利润也有较大下调, 调减营收 1.90 亿、归母净利润 1.93 亿。目前, 客户逾期款项已全部收回, 预计该部分合同在 2022 年度可确认收入。22Q1 实现营收 3.78 亿元 (+42.80%), 归母净利润大幅扭亏, 延续高速增长。从营收结构上看, **基础产品与服务保持稳健增长, 新赛道产品快速成长:**

(1) 基础安全产品营收 22.52 亿元 (+14.63%), 营收占比 67.18%; (2) 大数据与态势感知产品及服务营收 3.89 亿元 (+20.77%), 营收占比 11.61%; (3) 基础安全服务营收 4.31 亿元 (+19.33%), 营收占比 12.87%; (4) 云计算与云安全产品及服务营收 2.77 亿元 (+53.38%), 营收占比 8.25%。新赛道业务上, 国产化业务收入 5.6 亿元, 同比增长近 10 倍, 数据安全收入 2.01 亿元 (+192.68%), 云计算收入 1.38 亿元 (+244.02%), 安全云服务收入同比增长 36.21%。我们认为, 公司近年来持续布局、升级新兴场景业务的技术及产品, 新赛道业务加速成长, 有望带动整体营收规模的快速增长。

● **2021 年研发及销售费用压强性投入, 今年或净利润大幅提升。**网络安全业务方面, 公司 21 年四项费用率合计 55.20% (+6.98pts), 主要系研发与销售费用投入高增。其中研发费用 8.03 亿元 (+47.35%), 主要用于夯实基础网络安全业务, 布局及完善数据安全、云计算、云安全与安全云服务、态势感知等新方向和工业互联网、车联网、物联网等新兴场景业务的技术及产品, 在新方向进行了压强性投入并获得相应成果产出。销售费用 7.19 亿元 (+33.56%), 主要用于行业深耕、地市下沉和渠道拓展, 销售人员数量增幅为 15.89%, 渠道销售人员数量在销售人员数量中占比为

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传 真: 010-59562637



10.91%，为进一步实现市场覆盖打下较好基础。在渠道营销网络方面，公司拥有近 1000 家金银牌认证合作伙伴覆盖地市政府、医疗、教育、企业市场，地市县市场覆盖面达到 666 个。2021 年股权激励计提费用 1.37 亿元，占归母净利润的 59.40%；预计 2022-2025 年股权激励需摊销的费用分别为 0.46 亿元、0.45 亿元、0.23 亿元和 0.05 亿元。公司已完成新方向新场景布局投入的阶段性目标，未来仍会保持新方向和重点需求侧的持续投入，但预计整体费用增速会有所放缓。我们认为，公司营收规模持续扩大，股权激励费用摊销较 2021 年减少较多，研发、销售费用压强度投入成效渐显，预计整体费用率将放缓，盈利能力大幅提升的确定性较强。

- **在新技术、新场景等实现前瞻布局及落地。**(1) **数据安全**：截止 2021 年公司数据安全累计主导或参编数据安全相关国家/行业标准 35 项，申请专利 50 余项，覆盖了 12 个行业。(2) **物联网安全**：公司具有涵盖感知层、网络层、应用层共 12 款专用产品的全面物联网安全解决方案，共参与 5 项物联网安全领域的国家标准、行业标准、白皮书编制，在《信息安全技术物联网感知层接入通信网的安全要求》国家标准编制中，天融信是唯一参编的网络安全厂商。(3) **工业互联网安全**：根据迪赛顾问，公司 10 款工控安全产品/服务入围领导者格局。公司凭借广泛的技术覆盖与实践能力打造了支持工业互联网平台、工业数据安全、工业互联网标识解析系统等 21 个业务场景的完整解决方案，产品与方案在电力、石油、轨道交通、冶金、煤炭、机械制造等 32 个行业广泛落地实践。(4) **云计算**：公司已拥有云计算专利 34 项，参与 9 项国家标准、行业标准、白皮书编制，牵头或参与多项国家项目攻关。(5) **云安全**：公司安全云服务平台已覆盖全国 31 个省级行政区，为政府、金融、教育等 17 个重点行业客户提供服务。(6) **国产化业务**：公司基于国产软硬件的天融信昆仑系列国产化产品已有 53 款 168 个型号，在信创产品入围中保持品类与型号数量领先，目前产品与解决方案已在党政、金融、能源、交通等 23 个行业实现规模化应用。我们认为，公司在传统网安与新赛道业务方面实力均衡、技术全面，具备行业领先的攻防实战及覆盖全业务场景的整体解决方案能力，可以有效满足行业客户全方位的网络安全市场需求。
- **股权激励计划、22 年经营目标彰显公司发展信心。**公司 2022 年 4 月 15 日完成“奋斗者”第一期股票期权激励计划首次授予，2022-2024 三年业绩考核目标值为：以 2021 年净利润为基数的年度净利润增长率分别不低于 30%、60%、100%；以 2021 年营业收入为基数的年度营业收入增长率分别不低于 20%、40%、60%，按净利润增长率与营收增长率完成的目标值确定行权比例。2021 年净利润及营收基数以业绩修正前的剔除股份支付费用影响的归属于上市公司股东的净利润 5.62 亿元、营收 35.41 亿元作为业绩考核指标基数。此外，根据公司经营目标，2022 年营业收入目标为 30% 增长，其中数据安全、工业互联网安全和云计算业务收入目标为不低于 100% 增长，国产化、云安全及安全云服务收入目标为不低于 50% 增长，渠道业务收入目标为不低于 50% 增长。在保持研发持续投入基础上，力争控制研发费用的增幅不超过 25%；加大行业营销和渠道开拓，销售费用保持 35% 左右的增幅。我们认为，公司股权激励计划业绩目标、经营计划显示公司对未来发展具有较强的信心。

图表 1、股权激励公司层面业绩考核要求

公司业绩考核目标实际完成数 (以 2021 年净利润和营业收入为基数)	公司层面行权比例
年度净利润增长率 ≥ 目标值	100%
目标值的 80% ≤ 年度净利润增长率 < 目标值，且年度营业收入增长率 ≥ 目标值	90%
目标值的 80% ≤ 年度净利润增长率 < 目标值，且目标值的 80% ≤ 年度营业收入增长率 < 目标值	80%
目标值的 80% ≤ 年度净利润增长率 < 目标值，且年度营业收入增长率 < 目标值的 80%	70%
年度净利润增长率 < 目标值的 80%，且年度营业收入增长率 ≥ 目标值的 100%	60%
年度净利润增长率 < 目标值的 80%，且目标值的 80% ≤ 年度营业收入增长率 < 目标值	50%
年度净利润增长率 < 目标值的 80%，且年度营业收入增长率 < 目标值的 80%	0%

资料来源：公司公告，中航证券研究所

- **投资建议：**我们认为，公司已连续 22 年稳居国内防火墙市场占有率第一，基本盘稳定。同时，新方向、新场景业务的大力拓展将为公司带来快速成长新空间。预测公司 2022、2023、2024 年营收分别为 43.91 亿元、55.77 亿元、70.92 亿元，归母净利润分别为 6.04 亿元、7.67 亿元、9.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.65 元、0.84 元，当前股价对应 PE 分别为 18 倍、14 倍和 11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **盈利预测：**

单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3351.57	4390.89	5576.87	7092.10
增长率 (%)	-41.24%	31.01%	27.01%	27.17%
归属母公司股东净利润	230.00	604.13	766.98	998.03
增长率 (%)	-42.52%	162.67%	26.96%	30.12%
每股收益 (EPS) (元)	0.19	0.51	0.65	0.84

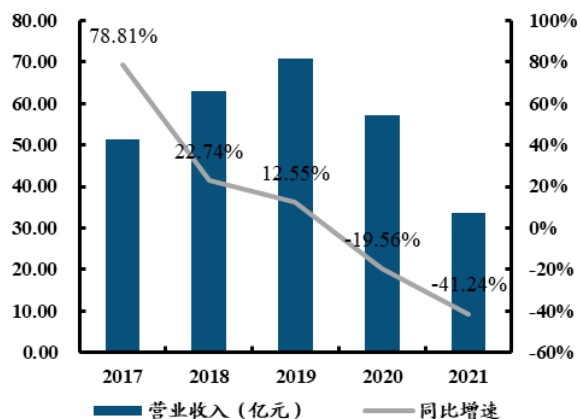
数据来源: wind, 中航证券研究所

- **风险提示：**技术快速迭代升级，产品推广不及预期。



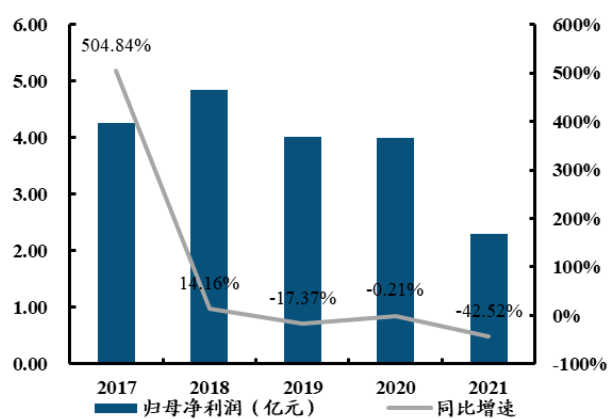
◆ 公司主要财务数据

图 1: 近年营业收入及增速情况 (亿元, %)



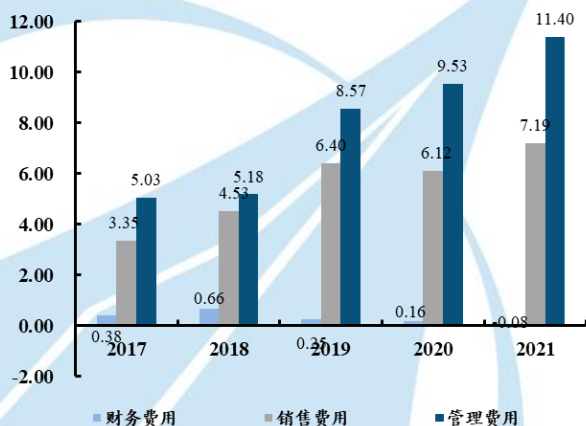
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 近年归母净利润及增速情况 (亿元, %)



资料来源: wind, 中航证券研究所

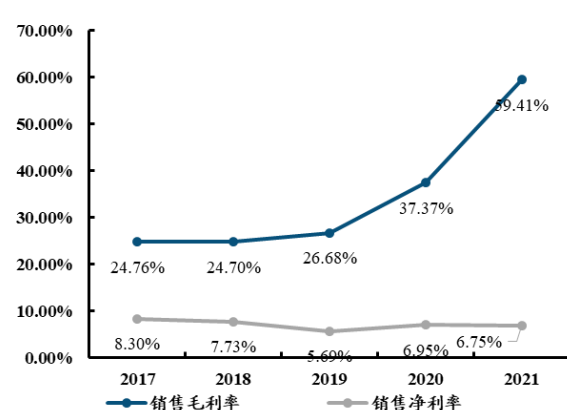
图 3: 近年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

注: 管理费用中均包含研发费用

图 4: 近年毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表：天融信盈利预测（单位：百万元）

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3351.57	4390.89	5576.87	7092.10	货币资金	914.11	1065.44	1404.18	1867.65
营业成本	1360.45	1688.30	2133.15	2712.73	应收和预付款项	3147.85	3699.96	4587.56	5692.16
营业税金及附加	35.19	46.10	58.55	74.46	存货	509.04	631.72	798.17	1015.03
销售费用	718.84	813.19	1032.84	1313.46	其他流动资产	86.28	58.60	74.43	94.65
管理费用	1140.04	1244.82	1564.31	1939.69	长期股权投资	636.01	636.01	636.01	636.01
财务费用	-7.89	-6.59	-6.69	-8.51	投资性房地产	10.43	10.43	10.43	10.43
资产减值损失	-4.09	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	382.78	355.08	322.18	289.28
投资收益	16.67	32.00	31.00	29.00	无形资产和开发支出	5437.88	5383.83	5329.79	5275.74
公允价值变动损益	53.30	63.00	62.00	65.00	其他非流动资产	471.94	468.98	466.02	463.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	11596.31	12310.05	13628.76	15344.00
营业利润	279.99	700.07	887.71	1154.28	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-19.02	-4.98	-5.78	-6.78	应付和预收款项	1418.15	1771.72	2240.04	2848.65
利润总额	260.98	695.09	881.93	1147.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	34.90	92.96	117.95	153.46	其他负债	699.31	448.80	535.21	647.80
净利润	226.07	602.13	763.98	994.03	负债合计	2117.46	2220.52	2775.25	3496.45
少数股东损益	-3.92	-2.00	-3.00	-4.00	股本	1185.81	1185.81	1185.81	1185.81
归属母公司股东净利润	230.00	604.13	766.98	998.03	资本公积	6348.30	6348.30	6348.30	6348.30
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	留存收益	2761.91	3366.04	4133.02	5131.05
经营活动现金流净额	169.73	81.18	239.05	360.95	归属母公司股东权益	9477.13	10089.81	10856.79	11854.82
投资活动现金流净额	-98.89	95.00	93.00	94.00	少数股东权益	1.72	-0.28	-3.28	-7.28
筹资活动现金流净额	-547.07	-24.84	6.69	8.51	股东权益合计	9478.86	10089.53	10853.51	11847.55
现金流量净额	-476.23	151.33	338.74	463.46	负债和股东权益合计	11596.31	12310.05	13628.76	15344.00

数据来源：wind，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳, SAC执业证书号: S0640521040001, 中航证券研究所所长。

卢正羽, SAC执业证书号: S0640521060001, 香港科技大学硕士, 研究方向为计算机。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。