



短期战略投入利润承压，新安全业务稳步高增长

2022 年 05 月 20 日

推荐

维持评级

当前价格：

9.14 元



分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

1.天融信 (002212) 2021 年三季报预告点评：网安业务 Q3 单季扭亏，多维度优化助推成长加速

2.天融信 (002212) 公司调研简报：立足传统发力新兴，网安领军有望持续成长

► **事件：**公司近期公布了 2021 年年报和 2022Q1 季度报告：2021 年公司收入 33.52 亿元，同比下滑 41.24%；归母净利润 2.30 亿元，同比下滑 42.52%；扣非净利润 1.53 亿元，同比下滑 65.57%。2022Q1 公司收入 3.78 亿元，同比增长 42.80%；净利润-0.65 亿，亏损收窄 32.14%；扣非净利润-0.71 亿元，亏损收窄 27.04%。

► **新业务推动营收稳步增长。**公司受子公司同天科技影响较大，2021 年 4 月公司与同天科技签署《股权转让协议》，未来将不再纳入公司合并报表范围，若剔除同天科技的影响，2021 年公司实现收入 33.12 亿元，同比增长 36.42%，新增订单金额同比增长 48.09%；新业务实现高速增长。云服务同比增长 36.21%，云计算同比增长 244.02%；大数据与态势感知同比增长 20.77%，工业互联网同比增长 689.77%；数据安全收入同比增长 192.68%、国产化业务同比增长近 10 倍。

► **盈利模式持续优化，服务及订阅模式占比稳步提升。**公司产品形态主要以产品销售、服务提供以及能力订阅为主。公司服务+订阅的总收入由 2018 年的 3.01 亿元提升至 2021 年的 8.17 亿元，占比由 2018 年的 17.39%提升至 2021 年的 24.40%公司依托自身二十余款处于行业前列的产品能力，持续赋能后续以服务及订阅为主的商业模式。

► **战略布局导致短期净利润承压，不改长期行业竞争力。**2021 年，公司研发费用和销售费用分别同比增加 47.35%和 33.56%，研发和销售的高增，在产品布局以及行业深耕、地市下沉和渠道拓展等方面夯实基础，预计逐步开展相关布局，带动盈利能力边际持续改善，目前已于 22 年 Q1 初步体现，2022 一季度收入 3.78 亿元，同比增长 42.80%；净利润-0.65 亿，亏损收窄 32.14%；扣非净利润-0.71 亿元，亏损收窄 27.04%。

► **投资建议：**网络安全整体板块已经经历过近一年的大幅度回调，究其原因主要在于疫情以及国际形势等因素带来财政方面的不平衡支出。公司在此背景下也经历了半年时期的承压，目前估值已处于历史底部，在疫情趋于常态化和数据安全等需求的出现，估值预计带来对应的修复。预计 2022-2024 年 EPS 为：0.44 元、0.61 元、0.80 元；对应当前股价 PE 估值为：21X、15X、11X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争格局加剧，疫情反复导致交付延迟等风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3352	4451	5808	7557
增长率 (%)	-41.2	32.8	30.5	30.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	230	526	729	945
增长率 (%)	-42.5	128.8	38.5	29.7
每股收益 (元)	0.19	0.44	0.61	0.80
PE	47	21	15	11
PB	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 5 月 19 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3352	4451	5808	7557
营业成本	1360	1608	2123	2776
营业税金及附加	35	87	106	140
销售费用	719	956	1168	1509
管理费用	337	359	458	590
研发费用	803	989	1288	1665
EBIT	202	452	665	877
财务费用	-8	-26	-21	-22
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	17	9	12	15
营业利润	280	627	867	1124
营业外收支	-19	1	0	0
利润总额	261	628	867	1124
所得税	35	99	136	176
净利润	226	528	731	948
归属于母公司净利润	230	526	729	945
EBITDA	389	545	768	986

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	914	1165	1485	1691
应收账款及票据	2214	1341	1560	2091
预付款项	28	34	40	56
存货	509	330	407	532
其他流动资产	992	1506	2038	2616
流动资产合计	4657	4376	5530	6986
长期股权投资	636	636	636	636
固定资产	228	232	225	215
无形资产	621	544	457	364
非流动资产合计	6939	6866	6769	6663
资产合计	11596	11243	12300	13649
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	951	308	361	487
其他流动负债	1046	806	1080	1355
流动负债合计	1997	1115	1441	1842
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	121	121	121	121
非流动负债合计	121	121	121	121
负债合计	2117	1236	1562	1963
股本	1186	1186	1186	1186
少数股东权益	2	4	6	9
股东权益合计	9479	10007	10738	11686
负债和股东权益合计	11596	11243	12300	13649

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-41.24	32.80	30.50	30.10
EBIT 增长率	-63.73	123.77	47.13	31.73
净利润增长率	-42.52	128.76	38.52	29.70
盈利能力 (%)				
毛利率	59.41	63.87	63.46	63.26
净利率	6.75	11.87	12.58	12.55
总资产收益率 ROA	1.98	4.68	5.93	6.93
净资产收益率 ROE	2.43	5.26	6.79	8.09
偿债能力				
流动比率	2.33	3.93	3.84	3.79
速动比率	2.04	3.59	3.52	3.47
现金比率	0.46	1.04	1.03	0.92
资产负债率 (%)	18.26	10.99	12.70	14.38
经营效率				
应收账款周转天数	217.59	80.00	70.00	75.00
存货周转天数	136.57	75.00	70.00	70.00
总资产周转率	0.29	0.40	0.47	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.44	0.61	0.80
每股净资产	7.99	8.44	9.06	9.85
每股经营现金流	0.14	0.21	0.26	0.16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	47	21	15	11
PB	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	25.77	17.91	12.30	9.37
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	226	528	731	948
折旧和摊销	186	93	102	109
营运资金变动	-251	-350	-508	-848
经营活动现金流	170	254	306	184
资本开支	-517	-14	2	6
投资	715	1	1	0
投资活动现金流	-99	-3	15	22
股权募资	182	0	0	0
债务募资	-29	0	0	0
筹资活动现金流	-547	0	0	0
现金净流量	-476	251	320	206

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001