

天融信 (002212.SZ)

立足基础安全，强势进军新兴领域

2022 年 05 月 24 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）
刘逍遙（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

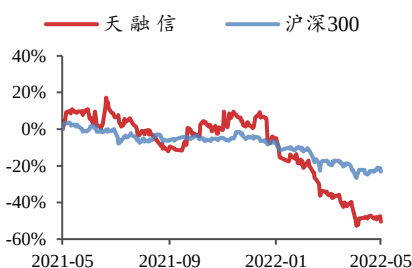
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

日期	2022/5/24
当前股价(元)	8.93
一年最高最低(元)	21.30/8.28
总市值(亿元)	105.89
流通市值(亿元)	104.07
总股本(亿股)	11.86
流通股本(亿股)	11.65
近 3 个月换手率(%)	83.6

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内领先的网络安全、大数据与云服务提供商

公司是国内防火墙龙头企业，公司收入与订单均实现快速增长，员工激励到位，核心团队稳定。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 5.18、7.08、8.91 亿元，EPS 为 0.44、0.60、0.75 元/股，当前股价对应 PE 为 20.4、15.0、11.9 倍，公司 PE 和 PS 低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

● 防火墙龙头地位稳固，持续领跑中国 IT 安全硬件市场

2021 年以来中国网络安全政策密集出台，驱动市场加速发展，同时俄乌冲突下的网络对抗再次提升各国对网络安全的重视程度，我们认为中国网络安全市场仍处于快速发展阶段，远高于全球平均水平。防火墙类产品是网络安全防御体系建设的刚需，而在防火墙类产品整体市场中，公司已连续 22 年位居第一。同时，VPN 和 IDPS 产品的市场份额也同样位居前列，持续领跑中国 IT 安全硬件市场。

● 信创推动市场集中度提升，公司领先优势突出

国家持续加大对科技创新的支持力度，信创产业已上升至国家战略层面。信创网络安全的市场格局主要受到各厂商的前期布局、研发投入、生态建设、产品入围数量、综合解决方案能力以及广泛的客户基础等因素影响，网络安全头部企业占据主导地位。截至 2021 年底，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。

● 产品线不断延伸，前瞻布局大数据与云服务业务

大数据业务领域，公司以安全数据中台为基础，形成了安全管理、态势感知、数据安全、零信任、工控安全等纵深一体化安全运营中心建设方案。云计算领域，公司持续加大分布式存储、服务器虚拟化、云容器、桌面虚拟化等核心技术研发，发布了多云融合的“天融信太行云”2.0、支持双栈融合的超融合 2.0、VDI+VOI+WDI 三引擎合一的桌面云 3.0 以及国产化桌面云产品。

● **风险提示：**原材料供应紧张风险；市场竞争加剧风险；下游需求不景气风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,704	3,352	4,366	5,637	7,162
YOY(%)	-19.6	-41.2	30.3	29.1	27.0
归母净利润(百万元)	400	230	518	708	891
YOY(%)	-0.2	-42.5	125.1	36.8	25.8
毛利率(%)	37.4	59.4	60.0	61.9	62.0
净利率(%)	7.0	6.9	11.9	12.6	12.4
ROE(%)	4.1	2.4	5.1	6.6	7.7
EPS(摊薄/元)	0.34	0.19	0.44	0.60	0.75
P/E(倍)	26.5	46.0	20.4	15.0	11.9
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商.....	3
1.1、 收入维持快速增长，投入力度持续加大	3
1.2、 连续 4 年发布股权激励计划，员工激励到位.....	5
2、 产品层面：防火墙绝对领先者，大数据、云计算等新兴领域布局日益完善.....	5
2.1、 防火墙龙头地位稳固，持续领跑中国 IT 安全硬件市场.....	6
2.2、 信创推动市场集中度提升，公司领先优势突出.....	9
2.3、 产品线不断延伸，前瞻布局大数据与云服务业务.....	10
2.3.1、 数据成为重要生产要素，公司在大数据领域已形成完备的解决方案.....	10
2.3.2、 云计算市场仍处在快速发展阶段，公司产品与解决方案持续完善.....	11
3、 盈利预测与投资建议.....	13
3.1、 核心假设.....	13
3.2、 盈利预测与投资建议.....	14
4、 风险提示.....	14
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

图 1： 公司已形成涵盖网络安全、大数据与云服务三大业务领域的业界最全产品体系.....	3
图 2： 2017-2021 年天融信营业收入复合增长率为 30.4%.....	4
图 3： 2017-2021 年天融信归母净利润复合增长率为-12.6%.....	4
图 4： 2017-2021 年公司毛利率有所下降.....	4
图 5： 2021 年公司大数据业务及云计算业务占比同比提升.....	5
图 6： 中国网络安全市场仍处于快速发展阶段，增速远高于全球水平.....	8
图 7： 防火墙是中国网络安全硬件市场占比最大的单一子市场.....	9
图 8： 2021 年天融信防火墙市场份额位居第一.....	9
图 9： 2021 年天融信 VPN 市场份额排名第三.....	9
图 10： 公司在信创领域布局早、技术硬.....	10
图 11： 基于国产软硬件的天融信昆仑系列产品类别全面.....	10
图 12： 天融信态势感知系统入选《IDC MarketScape：中国态势感知解决方案市场厂商评估》领导者行列.....	11
图 13： 2016-2020 年我国公有云市场高速增长.....	12
图 14： 2016-2020 年我国私有云市场快速增长.....	12
图 15： 2018-2020 年国内超融合市场规模快速增长.....	12
图 16： 2017-2021 年我国桌面云整体解决方案销售量快速增长.....	13
图 17： 2021 年我国桌面云软件销售规模快速增长.....	13
图 18： 天融信超融合管理系统具备良好的异构能力.....	13
图 19： 天融信桌面云系统可实现按需、批量为终端使用者交付高性能桌面.....	13
表 1： 历经二十多年的发展，公司成为国内领先的网络安全、大数据与云服务提供商.....	3
表 2： 公司连续 4 年发布股权激励计划，覆盖人员范围广.....	5
表 3： 2021 年以来中国网络安全政策密集出台.....	6
表 4： 俄乌冲突再次提升了世界各国对网络安全的重视程度.....	6
表 5： 公司 PE 和 PS 低于行业可比公司平均水平（截止 2022.5.24 收盘）.....	14

1、公司概况：中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商

天融信成立于1995年，是中国首家网络安全厂商。1996年，公司推出我国第一套自主知识产权的防火墙系统，填补了国内空白。2012年，公司推出基于NGTOS的下一代防火墙，开启国内防火墙产品升级换代新篇章。2017年，公司完成与南洋股份的重组交易，南洋股份更名为南洋天融信科技集团，形成网络安全与电缆业务双主业。2019年南洋天融信获中电科战略入股，转让完成后，电科网信成为公司第三大股东。2020年，公司成功剥离电线电缆业务，专注于网络安全主业。

表1：历经二十多年的发展，公司成为国内领先的网络安全、大数据与云服务提供商

时间	事件
1995年	公司成立于北京中关村，是中国首家网络安全厂商
1996年	推出我国第一套自主知识产权的防火墙系统，填补了国内空白
2003年	销售突破亿元，开创国内网络安全产业发展的里程碑
2004年	防火墙市场份额达到17.28%，扭转了国内厂商的弱势地位
2008年	推出可信网络架构-TNA2.0，构建基于用户、数据与计算环境的纵深安全防御体系，发布数据库审计、网闸、多合一VPN
2012年	推出基于NGTOS的下一代防火墙，开启国内防火墙产品升级换代新篇章
2017年	公司完成与南洋股份的重组交易，南洋股份更名为南洋天融信科技集团
2019年	发布下一代超融合产品、物联网安全解决方案
2020年	发布基于国产软硬件的天融信昆仑系列产品

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司围绕基础网络、工业互联网、物联网、车联网等业务场景，为政府、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业客户提供物理环境和云环境下的网络安全、大数据和云服务相关产品、服务以及综合解决方案。（1）网络安全：涵盖基础网络、工业互联网、物联网、车联网、数据安全、国产化等业务场景下的网络安全产品和服务。

（2）大数据：主要包括态势感知、大数据分析、智能内网威胁分析（UEBA）、风险探知（IT资产测绘）等产品。

（3）云服务：主要包括云计算、云安全、安全云服务、安全运营等产品和服务。

图1：公司已形成涵盖网络安全、大数据与云服务三大业务领域的业界最全产品体系



资料来源：公司官网

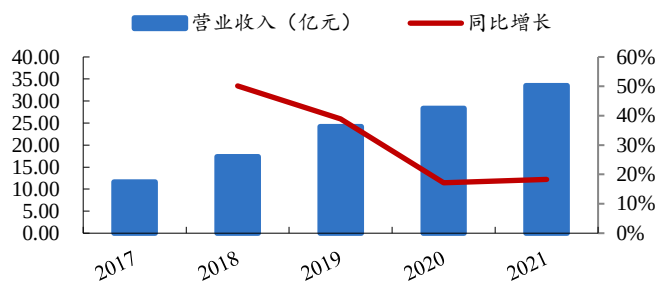
1.1、收入维持快速增长，投入力度持续加大

近五年来公司收入保持快速增长，净利润有所波动。2017-2021 年，公司营业收入复合增长率为 30.4%，归母净利润复合增长率为-12.6%，净利润增速明显低于营收的增速的原因为公司持续加大研发及市场投入，特别是激励费用支出较多所致。

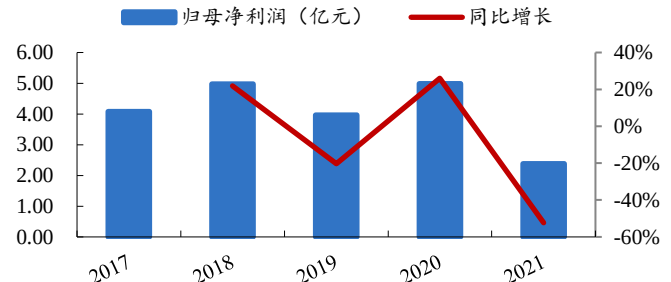
2021 年，公司网络安全业务实现收入 33.52 亿元，同比增长 18.3%；剔除同天科技的影响，网络安全单体业务实现收入 33.13 亿元，同比增长 36.42%，新增订单金额同比增长 48.09%；实现归母净利润 2.38 亿元，同比下降 52.59%，主要由于公司销售和研发投入加大，其中研发费用同比增加 47.35%，销售费用同比增加 33.56%，主要用于行业深耕、地市下沉和渠道拓展。

图2：2017-2021 年天融信营业收入复合增长率为 30.4%

图3：2017-2021 年天融信归母净利润复合增长率为-12.6%



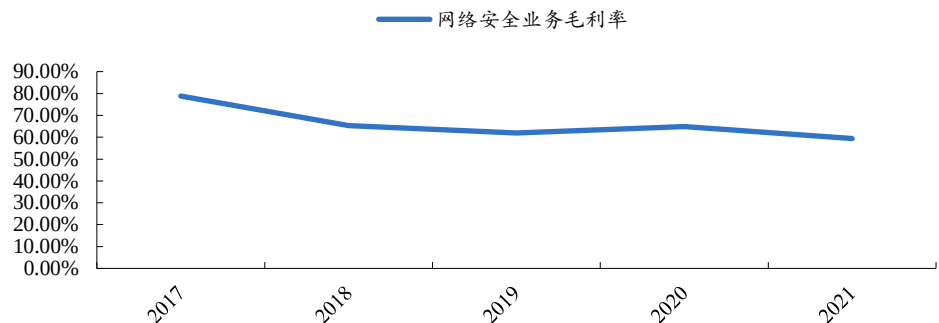
数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

近 5 年来公司毛利率有所下降。2021 年公司毛利率为 59.40%，同比下降了 5.41 个百分点，我们判断主要是供应链紧张导致原材料价格上涨所致。

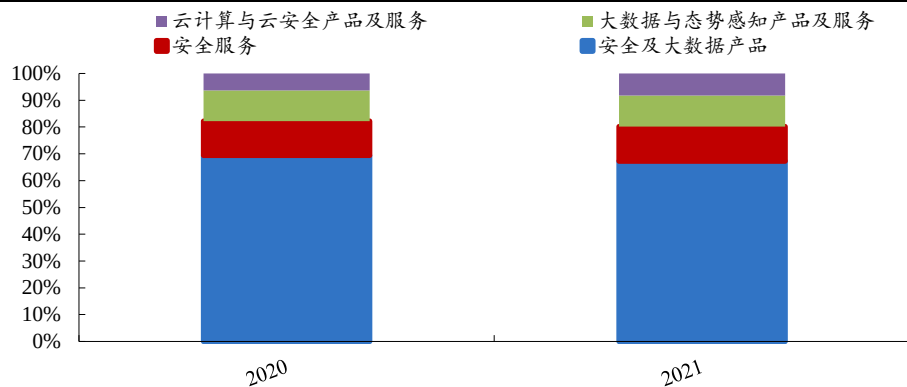
图4：2017-2021 年公司毛利率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年公司大数据业务及云计算业务占比同比提升。2021 年公司基础安全产品收入为 22.52 亿元，同比增长 14.63%；基础安全服务收入为 4.31 亿元，同比增长 19.33%；大数据与态势感知产品及服务收入为 3.89 亿元，同比增长 20.77%；云计算与云安全产品及服务收入为 2.76 亿元，同比增长 53.38%。

2021 年公司在政府、金融、医疗、政法、运营商、教育等细分行业实现收入同比增幅较大。其中政府行业增长 91.26%，金融行业增长 69.90%，医疗行业增长 69.34%，政法行业增长 61.60%，运营商行业增长 59.63%，教育行业增长 45.69%。

图5：2021 年公司大数据业务及云计算业务占比同比提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年高增长目标彰显信心。根据公司 2021 年度报告，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。

1.2、连续 4 年发布股权激励计划，员工激励到位

从 2019-2022 年，公司连续四年发布激励计划，激励力度大，范围覆盖广，能够帮助公司在激烈的网络安全人才竞争中锁定核心技术人才，有利于公司的长期发展。

表2：公司连续 4 年发布股权激励计划，覆盖人员范围广

年份	激励类别	具体方案
2019 年	2019 年股票期权及限制性股票计划	股票期权：授予数量为 2994.15 万份，授予人数为 995 人，行权价格为 13.01 元/份 限制性股票：授予数量为 2975.09 万股，授予人数为 943 人，授予价格为 6.51 元/股
2020 年	2020 年股票期权及限制性股票计划	股票期权：授予数量为 699.48 万份，授予人数为 382 人，行权价格为 17.96 元/份 限制性股票：授予数量为 1150.42 万股，授予人数为 454 人，授予价格为 11.98 元/股
2021 年	2021 年股票期权及限制性股票计划	股票期权：授予数量 382.56 万份，授予人数为 406 人，行权价格为 14.62 元/份 限制性股票：授予数量 250.58 万股，授予人数为 483 人，授予价格为 9.75 元/股
2022 年	“奋斗者”第一期员工持股计划	参与本次持股计划的总人数为不超过 240 人，股份来源为公司回购专用账户已回购的股份，其中 2,371.90 万股用于本次参与员工持股计划的员工，占公司当前股本总额的 2.00%，受让价格为 6 元/股
	“奋斗者”第一期股票期权激励计划	本激励计划向 1,265 名激励对象首次授予 6,460.94 万份股票期权，授予价格为 9.65 元/份

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、产品层面：防火墙绝对领先者，大数据、云计算等新兴领域

布局日益完善

2.1、防火墙龙头地位稳固，持续领跑中国 IT 安全硬件市场

2021 年以来中国网络安全政策密集出台，驱动市场加速发展。《中华人民共和国数据安全法》于 2021 年 6 月通过并于 9 月 1 日正式实施，确立了数据分类分级管理，数据安全审查，数据安全风险评估、监测预警和应急处置等基本制度。《关键信息基础设施安全保护条例》于 7 月 30 日发布，并于 9 月 1 日正式实施，明确关键信息基础设施认定，运营者责任与义务，保障和促进措施以及相应的法律责任。

表3：2021 年以来中国网络安全政策密集出台

时间	法律/法规	重点内容
2021 年 6 月 10 日	《中华人民共和国数据安全法》	确立了数据分类分级管理，数据安全审查，数据安全风险评估、监测预警和应急处置等基本制度
2021 年 7 月 10 日	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	扩大网络安全审查的范围，将数据安全纳入网络安全审查，明确“国外上市”为审查重点之一
2021 年 7 月 12 日	《网络安全产业高质量发展三年行动计划（征求意见稿）》	明确网络安全产业发展目标与重点任务，提出扩大产业规模、创新技术、培养人才、发展企业、释放需求、培育生态的任务
2021 年 7 月 13 日	《网络产品安全漏洞管理规定》	明确网络产品提供者、网络运营者等组织或个人等各类主体的责任和义务；鼓励各类主体发挥各自技术和机制优势开展漏洞发现、收集、发布等相关工作
2021 年 7 月 30 日	《关键信息基础设施安全保护条例》	明确关键信息基础设施认定，运营者责任与义务，保障和促进措施以及相应的法律责任
2021 年 8 月 20 日	《中华人民共和国个人信息保护法》	包含了个人信息保护的基本原则、要求及相关制度，全面完整地保护网络上个人隐私和信息
2021 年 9 月 30 日	《工业和信息化领域数据安全管理办法（试行）征求意见稿》	聚焦工业和通信行业，加强工业和信息化领域数据安全管理工作制度化、规范化，提升工业、电信行业数据安全保护能力，防范数据安全风险

资料来源：工信部等网站、开源证券研究所

俄乌冲突再次提升了世界各国对网络安全的重视程度。自 2 月 24 日俄罗斯针对乌克兰正式开展特别军事行动开始，俄乌军事冲突愈演愈烈。在正式军事行动之前，乌克兰已遭受网络攻击。俄罗斯有针对性地对乌克兰重要机构发动网络定向攻击涉及外交部、教育部、内政部、能源部、安全局和内阁等政府部门和国防部、武装部队等多个军方网站以及银行、电信、电力、交通等关键基础设施，扰乱基于网络的社会治理功能，制造社会混乱和恐慌。总的来说，在攻击方式上，主要有恶意软件入侵、僵尸网络、分布式拒绝服务（DDoS）攻击、钓鱼欺诈、漏洞利用、供应链攻击等多种“网络武力”，以及采用勒索软件攻击信息基础设施，获取了大量文件信息。俄乌冲突进一步表明，网络空间与物理空间同为重要战场，必须高度重视国家网络安全防御体系的构建。

表4：俄乌冲突再次提升了世界各国对网络安全的重视程度

阵营	时间	攻击方式	攻击属性与结果
乌克兰	1 月 13 日	出现 1 款针对乌克兰政府和商业实体的新型破坏性恶意软件，目标指向乌克兰的政府、非盈利组织和信息技术实体	以多阶段攻击进行执行，目的是破坏数据
	1 月期间	约 70 个乌克兰政府网站遭分布式拒绝服务	

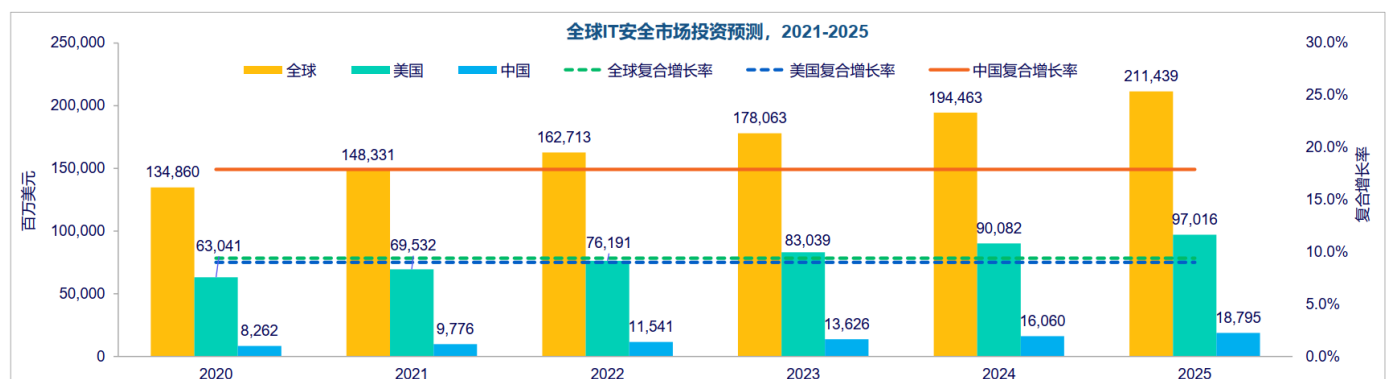
阵营	时间	攻击方式	攻击属性与结果
		攻击(DDoS)暂时下线	消耗的方式造成乌克兰众多关键基础设施和重要网络系统瘫痪
	2月14日	乌克兰国家公务员事务局、政府新闻网站、国家储蓄银行、国内最大商业银行以及外交部等在内的重要机构遭到攻击	乌克兰的军事、政府、金融等部门的网络系统再次遭到大规模 DDoS 攻击
	2月23日	一款名为“HermeticWiper”(又名 KillDisk.NCV)的新型数据擦除恶意软件在乌克兰的数百台重要的计算机上被发现	新一轮针对性破坏型网络攻击
	3月1日	新型数据擦除恶意软件 IsaacWiper 带有用于代码验证的数字签名，与 HermeticWiper 没有代码相似性，并且复杂度较低	IsaacWiper 用 ISAAC 伪随机数生成器生成的数据覆盖每个磁盘前 0x10000 字节数据
	3月3日	俄罗斯政府公布一份清单，其中包括 17,500 多个 IP 地址和 174 个乌克兰互联网域，据称，这些地址和域参与了针对俄境内目标的分布式拒绝服务(DDoS)攻击，所列清单包括美国联邦调查局、中央情报局主页及其他一些网站，这些网站的顶级域名表示这些网站在白俄罗斯、德国、乌克兰、格鲁吉亚等国及欧盟注册	分布式拒绝服务(DDoS)攻击导致目标主机无法正常为用户服务
	3月9日	国外安全厂商发布题为《新的 RURansom Wiper 针对俄罗斯》的报告中提到其最近发现了名为“RURansom”的恶意软件，该软件使用.NET 编写，以蠕虫病毒的形式传播，并且会在目标机器上对文件进行不可逆的加密，因此这不是一款勒索软件，而是擦除器。同时在一些版本的代码当中会检查是否当前 IP 处于俄罗斯	文件擦除器
	3月14日	ESET 研究实验室发布推特称在针对乌克兰组织的攻击中观察到新发现的破坏数据恶意软件“CaddyWiper”	用于在受感染的网络内保持访问，同时仍然通过擦除其他关键设备进行破坏
	3月28日	乌克兰电信提供商 Ukrtelecom 于下午遭受重大网络攻击，导致乌克兰核心地区的通信严重中断	根据全球互联网监测公司 NetBlock 的数据来看，乌克兰电信能够正常运营的服务已跌至俄乌战争前的 13%
俄罗斯	2月24日	全球最大黑客组织“匿名者”(Anonymous)在社交媒体发表声明称，宣布发起对俄罗斯的“网络战争”	克里姆林宫官网、俄罗斯外交部、红星电视台在内的多家俄罗斯网站处于不稳定状态，部分用户无法正常打开页面
	3月1日-3日	乌克兰官员决定组建一支特殊的 IT 军队,由来自全球的网络特工和志愿黑客组成。乌克兰	大规模数据曝光行动

阵营	时间	攻击方式	攻击属性与结果
		兰网络警察宣布已针对俄罗斯联邦调查委员会、联邦安全局(FSB)和俄罗斯国有银行 Sberbank 的网站发起攻击	
		俄国家计算机事件响应与协调中心发布安全预警，披露了一批 DDoS 攻击俄罗斯信息资源的 IP/域名列表，其中包括 FBI、CIA 等机构的网站	
		匿名者组织在官方 Twitter 上发布了新一批攻击目标，涉及超过 900 个俄罗斯暴露在公网的工业控制系统。这批目标资产被发布在可公开下载的网站 pastebin 上，方便其他组织获取和协同攻击	
	3 月 9 日	俄罗斯称继多家政府机构使用的旨在追踪访客的数据小工具遭不明黑客攻击后，其联邦机构网站再次遭供应链攻击	攻击者在这些网站上发布了自己的内容并拦截了对这些网站的访问权限
	3 月 10 日	绿盟威胁情报中心监测到匿名者与其他支持乌克兰的黑客组织接管 400+ 台俄罗斯摄像头，同时在 behindenemylines 网站分享控制摄像头的实时信息	对俄罗斯多个敏感机构的工作环境和内容进行直播，带来严重危害

资料来源：GoUpSec、开源证券研究所

中国网络安全市场预计仍处于快速发展阶段，增速远高于全球水平。据 IDC 数据，2021 年全球网络安全相关硬件、软件、服务总投资规模有望达到 1483.3 亿美元，预计在 2025 年增至 2114.4 亿美元，CAGR 将达 9.3%。2021 年中国网络安全相关支出有望达到 97.76 亿美元，预计到 2025 年中国网络安全支出规模将达 187.95 亿美元，CAGR 为 17.8%，增速位列全球第一。

图6：中国网络安全市场仍处于快速发展阶段，增速远高于全球水平

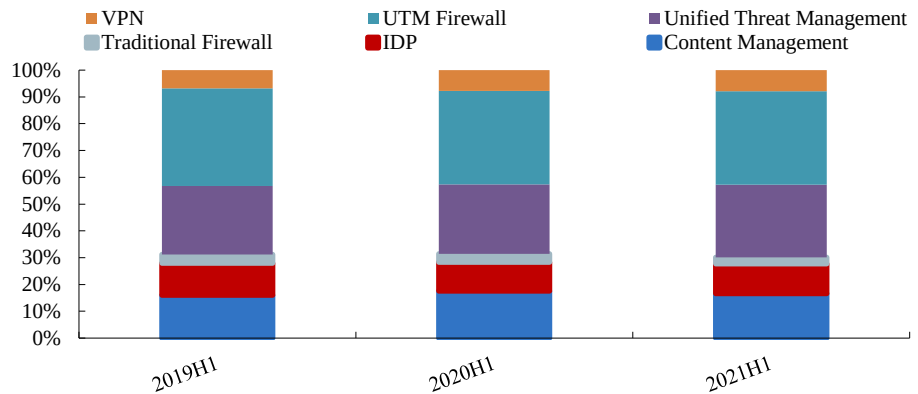


数据来源：IDC

防火墙类产品是网络安全防御体系建设的刚需。IDC 全球安全硬件各子市场情况（2021H1）数据显示，在安全硬件市场规模中防火墙类产品占比为 77.03%，是占比最大的单一子市场。其中，UTM 占比为 64.44%，传统防火墙占比为 12.59%。在中国 IT 安全市场中，防火墙类产品包含统一威胁管理（UTM）、基于 UTM 平台的防火墙（UTM Firewall）和传统防火墙（Traditional Firewall）。根据 IDC 数据统计，

2021H1 防火墙类产品在中国 IT 安全硬件细分市场占比 64.41%，亦是最大单一子市场。其中，UTM 防火墙占比为 34.87%，UTM 占比为 27.13%，传统防火墙占比为 2.41%。

图7：防火墙是中国网络安全硬件市场占比最大的单一子市场

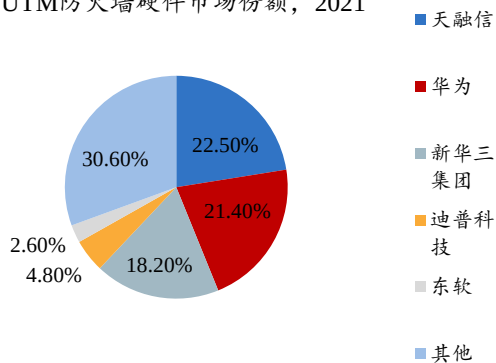


数据来源：IDC、开源证券研究所

据 IDC《2021 年第四季度中国 IT 安全硬件市场跟踪报告》显示，基于 UTM 平台的防火墙市场规模最大，2021 年市场规模近 12.2 亿美金，公司的防火墙以 22.5% 的市场份额位居第一，亦位居防火墙类产品整体市场第一。至此，在防火墙类产品整体市场中，公司已连续 22 年位居第一。同时，VPN 和 IDPS 产品的市场份额也同样位居前列，持续领跑中国 IT 安全硬件市场。

图8：2021 年天融信防火墙市场份额位居第一

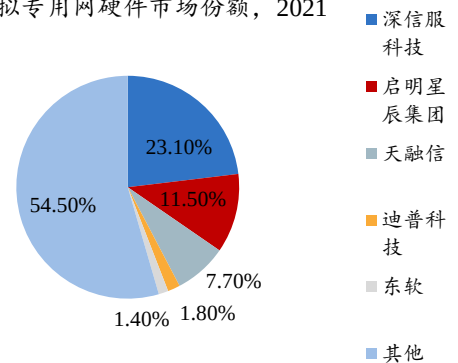
中国UTM防火墙硬件市场份额，2021



数据来源：IDC、开源证券研究所

图9：2021 年天融信 VPN 市场份额排名第三

中国虚拟专用网硬件市场份额，2021



数据来源：IDC、开源证券研究所

2.2、信创推动市场集中度提升，公司领先优势突出

国家持续加大对科技创新的支持力度，信创产业已上升至国家战略层面。《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》指出，壮大信息技术应用创新体系，开展软件、硬件、应用和服务的一体化适配，持续推进供需对接，通过重点领域规模化应用，培育一批产业层级高、带动能力强的项目和高端品牌。目前，信创产业从党政加速向电信、金融、能源、交通、水利、教育、医疗等行业推进，信创市场空间快速释放，网络安全在信创市场中的占比进一步提升。信创网络安全的市场格局主要受到各厂商的前期布局、研发投入、生态建设、产品入围数量、综合解决方案能力以及广泛的客户基础等因素影响，网络安全头部企业占据主导地位。

图10：公司在信创领域布局早、技术硬



资料来源：公司官网

基于在网络安全核心技术领域的深厚积累，以及与国产 CPU、操作系统、数据库、浏览器、中间件等信创产业链上下游厂商的深度合作，公司持续推进基于国产软、硬件架构的产品研发与适配工作，加速推进行业领域布局。截至 2021 年底，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。2021 年度公司国产化业务收入 5.6 亿元，占比超过 15%，同比增长近 10 倍。

图11：基于国产软硬件的天融信昆仑系列产品类别全面



资料来源：公司官网

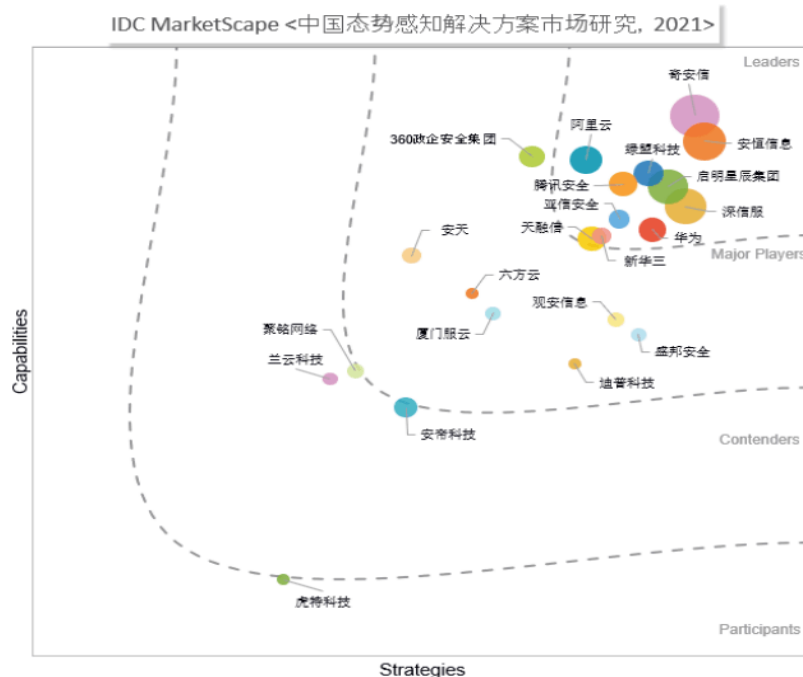
2.3、产品线不断延伸，前瞻布局大数据与云服务业务

2.3.1、数据成为重要生产要素，公司在大数据领域已形成完备的解决方案

数据是新时代重要的生产要素，是国家基础性战略资源。2021 年 11 月 30 日，工信部发布《十四五”大数据产业发展规划》，提出“产业保持高速增长”的发展目标，到 2025 年底，大数据产业测算规模突破 3 万亿元，年均复合增长率保持在 25% 左右，创新力强、附加值高、自主可控的现代化大数据产业体系基本形成。《规划》将“发挥大数据特性优势”列为主要任务，着力于推进数据“大体量”汇聚、“多样性”处理、“时效性”流动、“高质量”治理、“高价值”转化等关键环节协同联动发展，推动大数据产业发展和数据要素价值释放。

公司大数据业务覆盖大数据分析、态势感知、网络安全管理、数据安全、主动防御管理等四个方面，以安全数据中台为基础，形成了安全管理、态势感知、数据安全、零信任、工控安全等纵深一体化安全运营中心建设方案。公司在核心技术研究、安全运营能力构建、先进产品研发与应用实践等方面持续突破，深化 AI 分析、用户行为分析（UEBA）、安全响应编排（SOAR）等关键技术在网络安全大数据中的应用，提升大数据安全整体技术水平。同时，《大数据安全防护关键技术及应用》荣获省部级科学技术进步一等奖，态势感知系统入选《IDC MarketScape：中国态势感知解决方案市场厂商评估》领导者行列。

图12：天融信态势感知系统入选《IDC MarketScape：中国态势感知解决方案市场厂商评估》领导者行列

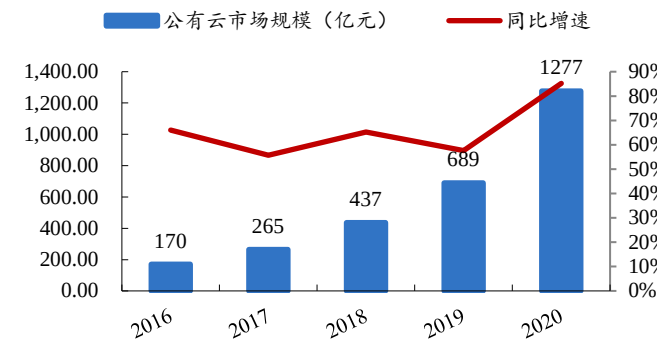


资料来源：IDC

2.3.2、云计算市场仍处在快速发展阶段，公司产品与解决方案持续完善

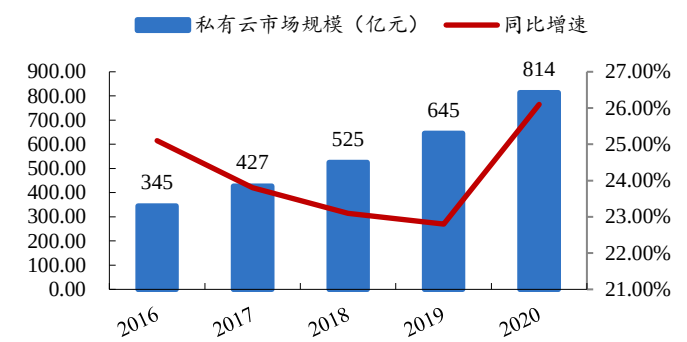
随着各行业数字化转型均在加速推进，云计算作为其基石在国家系列政策法规促进下步入高速发展阶段。据中国通信研究院发布的《云计算白皮书（2021）》显示，2020 年我国云计算整体规模达到 2091 亿元，增速为 56.6%。其中，公有云市场规模 1277 亿元，较 2019 年增长 85.2%；私有云市场规模达 814 亿元，较 2019 年增长 26.1%。《“十四五”规划和 2035 远景目标纲要》中，明确指出云计算是国家重点发展的战略新兴产业之一。同时，《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》以及 2022 年《“十四五”数字经济发展规划》《东数西算工程》等系列政策陆续施行，均加速了企业上云进程，推动着新型数据中心建设、云网协同和算网融合的高质高速发展。

图13：2016-2020 年我国公有云市场高速增长



数据来源：信通院、开源证券研究所

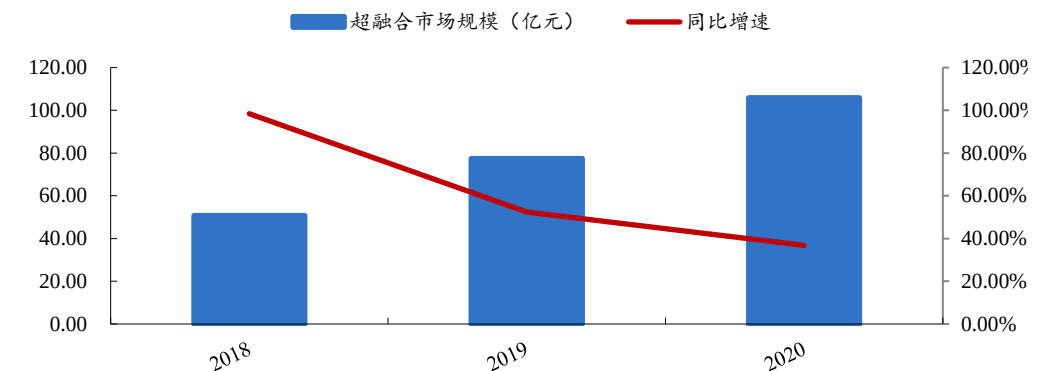
图14：2016-2020 年我国私有云市场快速增长



数据来源：信通院、开源证券研究所

超融合系统因其部署快速、运维简单、可扩展性好等特点在线上会议、在线教育、协作、电子商务、直播等领域被广泛应用，同时开始承载更多的关键应用；又因企业和组织机构云解决方案的落地，超融合也成为企业构建私有云、混合云、边缘云的主流方式，其市场需求增加。根据计世资讯的报告，2020 年国内超融合市场规模达 105.9 亿元，增速为 36.8%。近三年，随着市场规模基数的增长，增速趋于放缓，但仍以较高的速度增长。

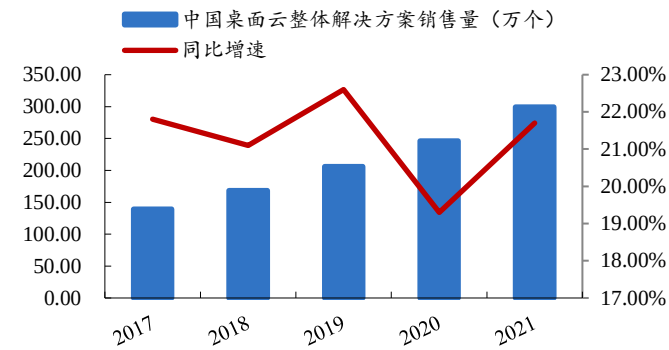
图15：2018-2020 年国内超融合市场规模快速增长



数据来源：计世资讯、开源证券研究所

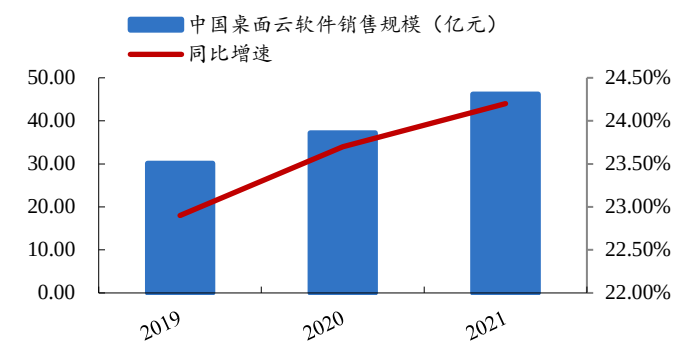
云计算服务日益演变成成为新型的信息基础设施，也带动了桌面云市场的整体提升。根据计世资讯报告，2021 年中国桌面云整体解决方案销售量达到 299.4 万个，较 2020 年增长 21.7%。行业继续保持增长态势。2021 年中国桌面云软件销售规模达 46.2 亿元。

图16：2017-2021 年我国桌面云整体解决方案销售量快速增长



数据来源：信通院、开源证券研究所

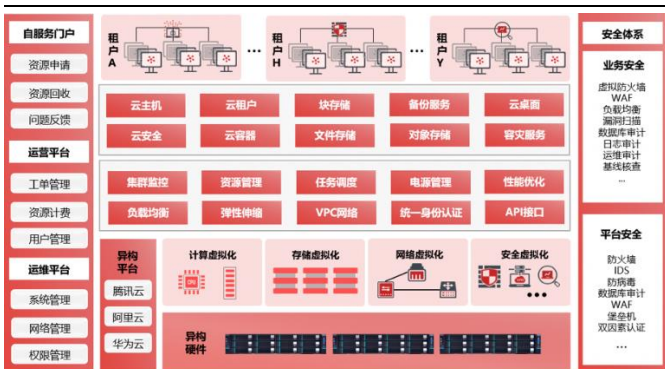
图17：2021 年我国桌面云软件销售规模快速增长



数据来源：信通院、开源证券研究所

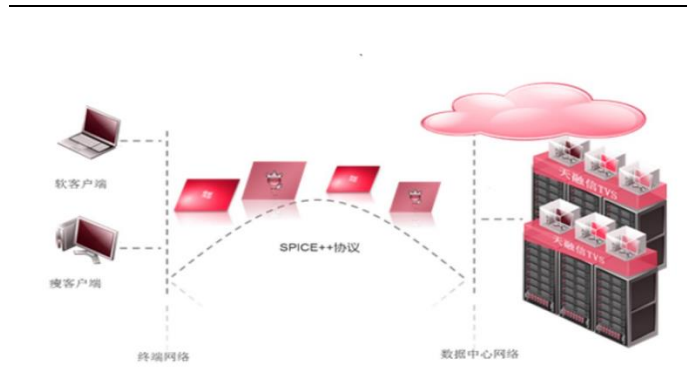
公司自 2019 年发布云计算产品以来，产品与解决方案持续完善，行业客户实现快速覆盖。公司持续加大分布式存储、服务器虚拟化、云容器、桌面虚拟化等核心技术研发，发布了多云融合的“天融信太行云” 2.0、支持双栈融合的超融合 2.0、VDI+VOI+WDI 三引擎合一的桌面云 3.0 以及国产化桌面云产品，并与腾讯深度合作联合发布太行云一体机，为客户提供集 IaaS、PaaS 于一体的综合私有云解决方案，为客户业务安全上云、数字化转型、敏捷交付奠定基础，现已在政府、医疗、教育、企业、运营商等 10 余个行业形成规模化应用。同时，公司进一步将自身安全基因融入云计算产品体系，在云计算平台上新发布包括下一代防火墙、安全审计、漏洞扫描、基线管理、安全策略管理等 11 种安全网元，保障云上业务安全运行。

图18：天融信超融合管理系统具备良好的异构能力



资料来源：公司官网

图19：天融信桌面云系统可实现按需、批量为终端使用者交付高性能桌面



资料来源：公司官网

3、盈利预测与投资建议

3.1、核心假设

(1) 公司基础安全产品维持稳健增长，防火墙龙头地位稳固，预计 2022-2024 年基础安全产品收入增速为 22.03%、22.20%、20.44%；

(2) 安全服务化大势所趋，安全服务市场整体呈现高速增长态势，公司基础安全服务业务有望保持高速增长，预计 2022-2024 年收入增速分别 30%、30%、30%。

(3) 大数据与态势感知产品及服务业务有望实现高速增长，预计 2022-2024 年增速分别为 50%、40%、40%。

(4) 云计算与云安全产品及服务是公司战略新业务之一，有望在未来几年保持高速增长，预计 2022-2024 年公司云计算与云安全产品及服务增速分别为 70%、55%、40%。

3.2、盈利预测与投资建议

公司是国内领先的网络安全、大数据与云服务提供商，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 5.18、7.08、8.91 亿元，EPS 为 0.44、0.60、0.75 元/股，当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 20.4、15.0、11.9 倍，公司 PE 和 PS 低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：公司 PE 和 PS 低于行业可比公司平均水平（截止 2022.5.24 收盘）

证券 代码	公司 简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300454.SZ	深信服	349	4.01	7.47	11.01	87.1	46.8	31.7	4.0	3.1	2.4
688023.SH	安恒信息	92	1.47	1.94	2.53	62.8	47.5	36.5	3.7	2.8	2.1
688561.SH	奇安信	320	1.08	3.6	4.78	296.1	88.8	66.9	3.9	2.8	2.0
300369.SZ	绿盟科技	74	4.5	5.65	7.06	16.4	13.1	10.5	2.2	1.7	1.4
002439.SZ	启明星辰	157	10.42	13.16	16.19	15.1	12.0	9.7	2.9	2.4	2.0
行业平均						95.5	41.6	31.1	3.4	2.6	2.0
002212.SZ	天融信	112	5.18	7.08	8.91	20.4	15.0	11.9	2.4	1.9	1.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

- (1) 原材料供应紧张风险；
- (2) 市场竞争加剧风险；
- (3) 下游行业需求不景气风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5023	4657	5808	7081	8247
现金	1383	914	1501	1981	2634
应收票据及应收账款	1635	2214	1755	3370	1935
其他应收款	1067	906	2005	814	2767
预付账款	57	28	98	61	138
存货	431	509	360	773	688
其他流动资产	449	86	90	82	85
非流动资产	6301	6939	7039	7218	7400
长期投资	454	636	658	697	753
固定资产	213	228	308	396	491
无形资产	623	850	878	921	925
其他非流动资产	5011	5225	5196	5203	5231
资产总计	11324	11596	12847	14299	15647
流动负债	1637	1997	2771	3552	4048
短期借款	0	0	496	727	977
应付票据及应付账款	659	951	1168	1699	1700
其他流动负债	978	1046	1108	1126	1370
非流动负债	93	121	108	108	110
长期借款	14	0	0	0	0
其他非流动负债	79	121	108	108	110
负债合计	1730	2117	2880	3659	4158
少数股东权益	8	2	-4	-13	-24
股本	1172	1186	1186	1186	1186
资本公积	6052	6348	6348	6348	6348
留存收益	2580	2762	3228	3858	4653
归属母公司股东权益	9586	9477	9971	10652	11513
负债和股东权益	11324	11596	12847	14299	15647

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	204	170	395	593	794
净利润	397	226	512	699	880
折旧摊销	143	149	162	199	237
财务费用	16	-8	13	24	35
投资损失	21	-17	-15	-25	-36
营运资金变动	-535	-382	-245	-244	-268
其他经营现金流	162	201	-33	-60	-54
投资活动现金流	374	-99	252	-296	-788
资本支出	382	519	105	148	118
长期投资	-120	715	-22	-45	-56
其他投资现金流	636	1135	335	-193	-726
筹资活动现金流	92	-547	-96	-48	-63
短期借款	-398	0	0	0	0
长期借款	14	-14	0	0	0
普通股增加	13	14	0	0	0
资本公积增加	295	297	0	0	0
其他筹资现金流	168	-843	-96	-48	-63
现金净增加额	667	-476	91	248	402

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5704	3352	4366	5637	7162
营业成本	3573	1360	1748	2150	2719
营业税金及附加	37	35	46	59	75
营业费用	612	719	851	1099	1397
管理费用	339	337	408	583	741
研发费用	614	803	950	1212	1504
财务费用	16	-8	13	24	35
资产减值损失	-36	-4	-5	-7	-9
其他收益	156	211	223	286	302
公允价值变动收益	53	53	50	50	50
投资净收益	-21	17	15	25	36
资产处置收益	11	0	4	4	3
营业利润	579	280	647	882	1091
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	6	21	13	17	15
利润总额	574	261	636	867	1078
所得税	177	35	124	167	198
净利润	397	226	512	699	880
少数股东损益	-4	-4	-5	-9	-11
归母净利润	400	230	518	708	891
EBITDA	677	383	776	1051	1297
EPS(元)	0.34	0.19	0.44	0.60	0.75

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-19.6	-41.2	30.3	29.1	27.0
营业利润(%)	22.3	-51.6	131.2	36.3	23.7
归属于母公司净利润(%)	-0.2	-42.5	125.1	36.8	25.8
获利能力					
毛利率(%)	37.4	59.4	60.0	61.9	62.0
净利率(%)	7.0	6.9	11.9	12.6	12.4
ROE(%)	4.1	2.4	5.1	6.6	7.7
ROIC(%)	3.8	2.1	4.7	6.0	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	15.3	18.3	22.4	25.6	26.6
净负债比率(%)	-13.8	-8.3	-9.4	-11.1	-13.8
流动比率	3.1	2.3	2.1	2.0	2.0
速动比率	2.7	2.0	1.9	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	3.4	1.7	2.2	2.2	2.7
应付账款周转率	5.2	1.7	1.6	1.5	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.19	0.44	0.60	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.14	0.33	0.50	0.67
每股净资产(最新摊薄)	8.08	7.99	8.41	8.98	9.71
估值比率					
P/E	26.5	46.0	20.4	15.0	11.9
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.1	25.6	12.4	8.9	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn