

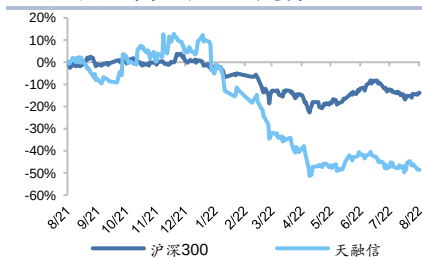
雄踞硬件、借力新场景，网安元老步步为营

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元）	8.75
近 12 个月最高/最低（元）	19.71/8.49
总股本（百万股）	1185.37
流通股本（百万股）	1166.08
流通股比例（%）	98.37%
总市值（亿元）	103.72
流通市值（亿元）	102.02

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002

邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_行业深度_计算机行业_深度研究_数字经济系列（二）：“东数西算”奠定数字经济发展基础》2022-03-16
- 《华安证券_行业研究_计算机行业_深度研究_网络安全系列（一）：多角度对比美国网安，我国网安前景广阔》2022-05-14

主要观点：

● 27 年底蕴深厚，业务架构成熟

公司是我国首家网安企业。2016-2020 年，公司通过南洋股份的两次资产重组，成为聚焦网安的上市公司。期间，上市公司引入中国电科的入股与腾讯的合作发展生态。2021 年，借由 27 年沉淀的研发、销售体系，公司提出 NGTNA2.0 架构，纳入车联网、工业互联网、物联网等新场景，并继续扩充产线与扩大市占率。2021 年，公司网安营收达 34 亿元，同比增速 18%。2022Q1，公司营收 3.78 亿元，同比增加 42.8%。

● 市场高增格局趋稳，传统硬件雄踞前列

在《数据安全法》、《个人信息保护法》与《网络安全法》等顶层政策的加持下，网安市场规模高速增长且具有一定潜力。根据中商产业院数据，2021 年我国网安市场规模达 650 亿元，同比增速 22%。根据信通院数据，2021 年我国网安行业硬件为主流，占比 41%。根据 IDC 数据，公司的 UTM 防火墙、IDP、VPN 处于领先地位，市占率分别为 22.5%\4.3%\7.7%，而上述产品在我国网安硬件市场中占比分别为 34.5%\11.1%\7.9%。据此我们测算，22\23\24 年上述产品可带来约 32\40\51 亿元收入。

● 新兴安全需求爆发，抢占先机增速可观

近年，车联网、工业互联网等领域快速发展，相应的安全市场爆发。行业方面，根据华经产业院数据，2022 年我国信创市场将达 2222 亿元，未来有望保持 37% 的复合增速。根据《中国工程科学》、赛迪咨询数据，2022 年我国工业互联网安全市场规模将达 308 亿元，同比增速 35%。根据赛迪咨询数据，2021 年我国云安全、数据安全市场分别约 116\70 亿元，同比增速分别为 45%\36%。公司方面，天融信工控、云及数据安全等系列产品被 IDC、CCID 等机构评为市场领导者。2021 年公司信创、工控业务增速分别近十倍、超六倍；云计算、数据安全业务增速也达 2 倍左右。

● 投资建议

天融信稳定保持硬件市场主流产品前三甲的地位，过半营收较为稳固。公司也布局了工控、数据安全等热门赛道，提升整体营收增速。我们预计天融信 2022-2024 年分别实现收入 43.71/56.71/ 73.33 亿元，同比增长 30.4%/29.7%/29.3%；实现归母净利润 5.30/7.16/9.40 亿元，同比增长 130.6%/35.0%/31.2%。首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3352	4371	5671	7333
收入同比（%）	-41.2%	30.4%	29.7%	29.3%
归属母公司净利润	230	530	716	940
净利润同比（%）	-42.5%	130.6%	35.0%	31.2%
毛利率（%）	59.4%	61.2%	61.4%	61.7%
ROE（%）	2.4%	5.4%	6.8%	8.2%
每股收益（元）	0.20	0.45	0.60	0.79
P/E	94.39	20.90	15.48	11.79

资料来源：WIND，华安证券研究所

● 风险提示

- 1) 网安市场竞争加剧；2) 政策落地不及预期；3) 疫情反复影响项目确认收入。

正文目录

引言：网安开拓者站稳传统硬件，借新兴赛道勇立潮头.....	5
1 中国网安开拓者，27 年底蕴深厚.....	6
1.1 基本面扎实，财务企稳回升	6
1.2 研发能力强大，销售体系成熟.....	10
2 传统硬件景气依旧，相关营收稳增长.....	14
2.1 政策加持市场景气，硬件产品需求坚挺	14
2.2 国产防火墙泰斗，多产品稳居行业前列	17
3 新领域抢先布局，提高整体营收增速.....	19
3.1 业务版图广阔，产品表现优异.....	19
3.2 细分领域迎来机遇，需求爆发助业绩高增.....	20
4 投资建议.....	27
4.1 基本假设与营业收入预测	27
4.2 估值和投资建议.....	27
风险提示	28
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构.....	7
图表 3 2017-2022Q1 营收及增速.....	7
图表 4 2017-2022Q1 网络安全营收及增速.....	7
图表 5 2017-2021 公司各盈利模式分布.....	8
图表 6 公司业务结构.....	8
图表 7 公司分业务毛利率.....	9
图表 8 2017-2021 年天融信研发费用及研发费用率.....	9
图表 9 2017-2021 年天融信研发人员及其占比.....	9
图表 10 2017-2021 年公司三项费用率.....	10
图表 11 1998-2017 年公司平台战略能力推进.....	10
图表 12 公司已设立实验室.....	11
图表 13 公司产品 NGTNA 架构.....	11
图表 14 公司十五大业务方向.....	12
图表 15 公司销售渠道体系.....	12
图表 16 截至 2022 年 7 月网络安全销售许可证数量.....	13
图表 17 截至 2022 年 7 月网络安全销售许可证品类数量.....	13
图表 18 网安产业政策脉络.....	14
图表 19 2015 至 2020 年全球网络安全市场规模及增速.....	14
图表 20 2015 至 2020 年中国网络安全市场规模及增速.....	14
图表 21 2016-2018 我国网安行业产品比例.....	15
图表 22 2021 年我国网安产业产品比例.....	15
图表 23 截至 2022 年 7 月网络安全销售许可证类公司数量.....	15
图表 24 2021 年全球信息安全细分赛道支出占比 (%).....	16
图表 25 UTM 概念架构.....	16
图表 26 2019H1-2021H1 中国安全硬件细分市场占比 (%).....	16
图表 27 2004 年天融信相关期刊文章.....	17
图表 28 2021 年 UTM 防火墙市场份额占比.....	17
图表 29 2021 年我国入侵检测与防御硬件市场份额.....	17
图表 30 2021 年中国虚拟专用网硬件市场份额.....	17
图表 31 2021-2024E 公司 UTM 防火墙、IDP 及 VPN 收入测算.....	18
图表 32 近期细分领域落地政策.....	19
图表 33 公司业务部分覆盖热点.....	19
图表 34 公司产品市场排名.....	20
图表 35 2019-2025 年我国信创生产实际市场规模及增速.....	21
图表 36 天融信国产化产品体系.....	21
图表 37 2017-2021 年公司软件增值税退税.....	22
图表 38 2017-2022E 我国工业互联网安全产业市场规模及预测.....	22
图表 39 2021 年 5 月至 2022 年 7 月厂商数量变化最大的网络安全销售许可证类.....	23
图表 40 天融信工业控制系统信息安全应用.....	23
图表 41 2016-2021 年中国云安全市场规模及增速.....	24

图表 42 2016-2021 年中国大数据安全市场规模及增速	24
图表 43 2016-2021 年中国物联网安全市场规模及增速	24
图表 44 天融信数据安全治理体系	25
图表 45 公司云安全中心防护场景	25
图表 46 2019 年网络安全态势感知能力指南	26
图表 47 2021 年中国态势感知解决方案市场评估	26
图表 48 天融信分项业务收入（百万元/%）	27
图表 49 重要财务指标（百万元）	28

引言：网安开拓者站稳传统硬件，借新兴赛道勇立潮头

在信息经济、数字经济中，网络安全作为虚拟资产的保险，是不可或缺的部分。政策方面，我国也形成了以《网络安全法》、《密码法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》、《关键信息基础设施安全保护条例》等法律法规组成的顶层设计。市场需求加政策引导带来了网安行业的繁荣：根据企查查数据，我国网安企业注册量从2011年的0.8万家跃至2020年的19.5万家，复合增速约43%。其中，我们认为，天融信作为我国第一家网安企业，仍具有超过产业平均增速的竞争力。

- **逻辑一：网安元老深厚底蕴，业务架构成熟。**公司自1995年成立至今，历时27年已形成了成熟的研发、产品和销售体系，是产品快速下线并扩大市占率的有力保障。**研发方面：**1) 公司形成了具有硬件设计、软件开发等能力的八大平台，可提高项目施行效率；2) 拥有5000余人的技术团队，并设立了技术研究院和多个实验室从事预研工作。**产品方面：**2021年推出了NGTNA 2.0架构，覆盖工业互联网、物联网和车联网等新场景，进一步拓展了安全产品的下游应用。**销售方面：**形成“行业直销+渠道分销”的双轮驱动营销战略，可通过直销服务重要客户，通过分销渠道以低成本覆盖更多的区域市场。
- **逻辑二：硬件领域地位难撼，传统产品营收稳定。**公司以防火墙起家，已22年蝉联防火墙市占率第一地位。同时，公司在其他硬件产品中也占有一席之地，如VPN（虚拟专用网络）、IDP（入侵检测与防御）。根据中商产业院、信通院、IDC三家的数据，2021年我国网络安全市场规模达650亿元，同比增速22%；2021年我国网络安全产业中硬件占比为41%；公司的UTM防火墙、IDP、VPN市占率分别为22.5%\4.3%\7.7%，而上述产品在我国网安硬件市场中占比分别为34.5%\11.1%\7.9%。假设行业格局短期无法改变且网安市场整体较为稳定，我们测算，2022年公司可通过以上三款产品得到约32亿营收。
- **逻辑三：新兴安全需求爆发，抢占先机增速可观。**近年，网安细分赛道政策陆续落地，如《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》、《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023年）》。此类执行政策的落地刺激了各细分安全市场的高速增长，而公司也抓紧产品落地，以抢占先发优势。2021年公司信创、工控业务增速分别近十倍、超六倍；云计算、数据安全业务增速也达2倍左右。我们认为，未来这几类安全业务是支撑网络安全高速发展的主要动力，倾斜布局有望助公司增速超行业平均。

1 中国网安开拓者，27 年底蕴深厚

1.1 基本面扎实，财务企稳回升

网安行业活化石，一贯保持竞争活力。天融信科技成立于 1995 年，是国内首家网络安全厂商，并于 1996 年研制出了我国第一套自主知识产权的防火墙。公司自 2000 年便蝉联国内防火墙领域第一地位。2017 年，上市公司通过全资收购天融信科技 100% 股权，完成重组交易。2020 年 9 月，上市公司剥离电线电缆业务，主营业务聚焦至网络安全领域。2020 年 11 月，上市主体更名为天融信科技集团股份有限公司。目前，天融信已成长为中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商，为政府、金融、运营商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。

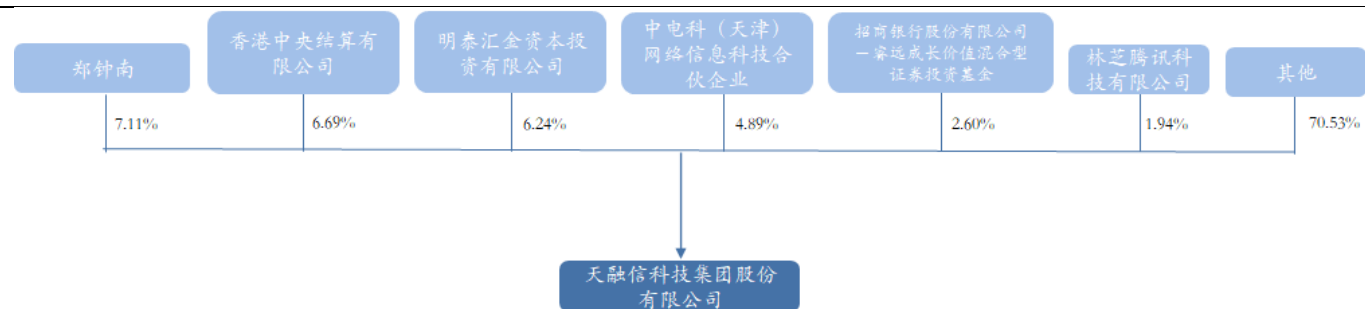
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

电缆业务剥离之后，公司暂无实控人。自 2020 年公司以 21.05 亿元打包出售电缆业务，南洋股份创始人郑钟南陆续减持至 7.11%，失去对公司的实际控制，但仍为第一大股东。第四大股东中电科（天津）网络信息科技合伙企业为中国电子科技集团控股子公司，持股 4.89%，有望持续为公司带来资质及渠道优势。同时，公司与腾讯的合作关系也有望在未来对公司持续带来技术与收入上的支持。

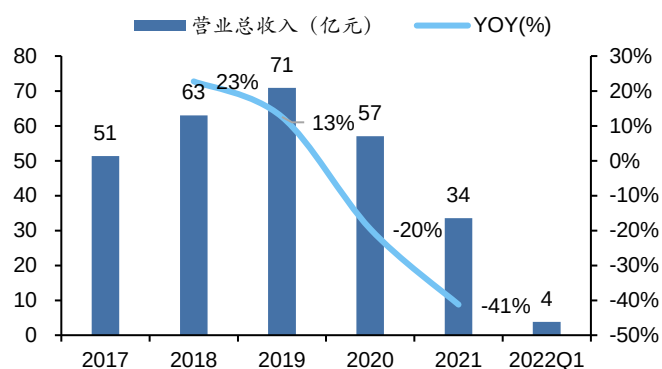
图表 2 公司股权结构



资料来源：公司 2022 年一季度报，华安证券研究所

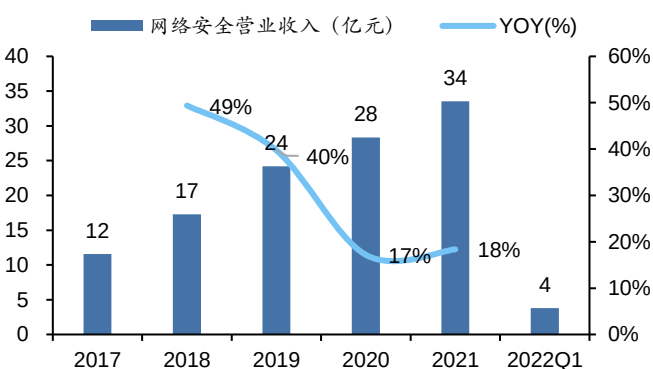
网安营收稳定增长，持续投入致短期业绩承压。营收方面，2017 年至 2021 年公司网络安全业务营业收入由 11.58 亿元增长至 33.52 亿元，CAGR 为 30.4%。2021 年同比增长 18%，剔除同天科技的影响，同比增速达 36%，新增订单金额同比增加 48%。营收增长主要系 1) 研发投入提升核心产品竞争力；2) 营销策略成效显著。净利润方面，2019 年至 2021 年公司归母净利润有所下降，主要系 1) 新领域的研发投入持续加大，以占得市场先机；2) 销售费用上升。随着公司新产品落地，规模效应逐渐释放，加上整体费用增速预计放缓，盈利水平有望改善。

图表 3 2017-2022Q1 营收及增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

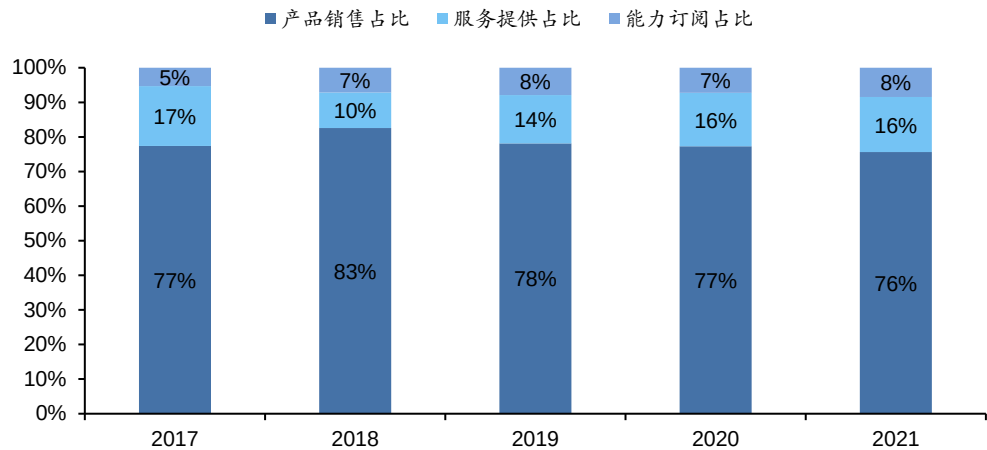
图表 4 2017-2022Q1 网络安全营收及增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

盈利模式结构稳定，超七成成为产品销售。公司网络安全业务近五年来盈利模式结构保持稳定，其中产品销售约八成，服务与能力订阅占两成左右。产品销售包括了网络安全、云和大数据的综合解决方案；服务提供包括了为客户提供安全咨询、评估、定制开发等服务；能力订阅包括以天、月、年和流量计费的云端检测及防护、以月年计费的安全知识（威胁情报等）。

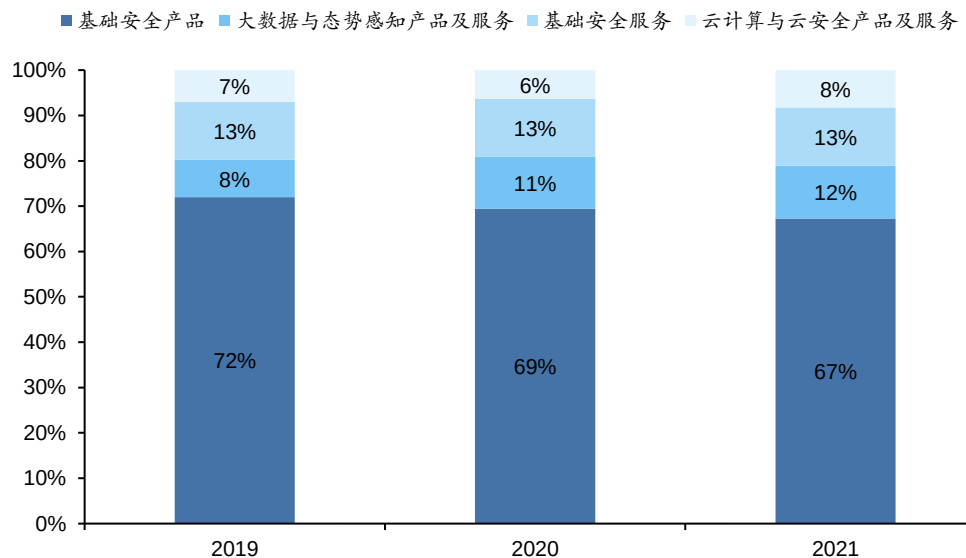
图表 5 2017-2021 公司各盈利模式分布



资料来源：WIND，华安证券研究所

基础产品及服务为主要收入来源，态势感知、云计算占比提升。2019-2021 年，公司基础安全产品和基础安全服务在总营收中的合计占比在 80%左右，为公司收入的主要来源。2019 年至 2021 年公司云计算及云安全业务的占比由 7%增加至 8%，2021 年云计算收入同比增长 244.0%，主要因为公司自 2019 年起将云计算作为重要战略方向之一，持续加大该板块的研发投入，以抢占更多市场规模。此外，大数据及态势感知业务的占比维持在 10%左右，2021 年同比增速为 20.8%，未来公司将继续深耕该板块的大型行业客户。

图表 6 公司业务结构

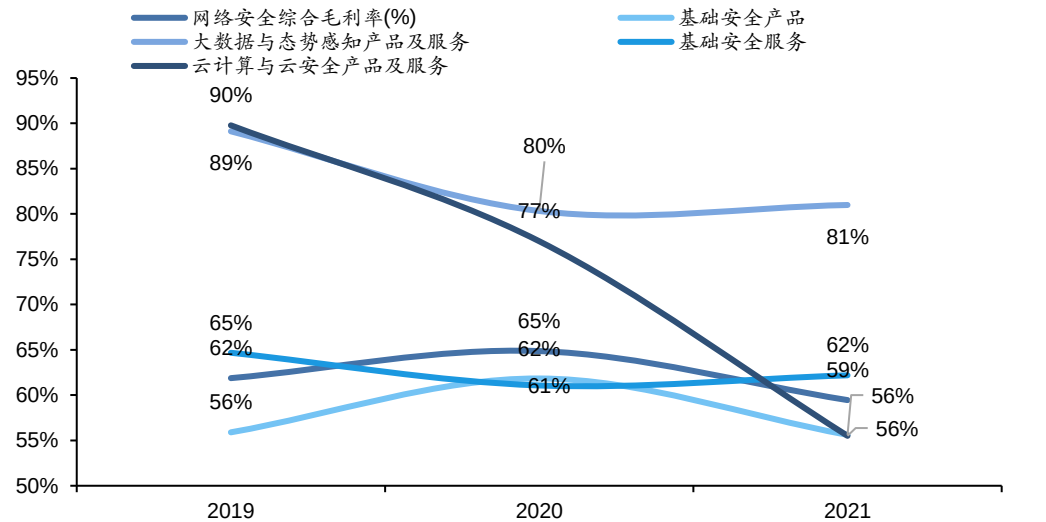


资料来源：WIND，华安证券研究所

新业务展现规模效应，毛利率持续优化。公司近年来的网络安全业务综合毛利率保持在 60%左右，2021 年毛利率较上年下降 5Pct，主要原因系：1) 收入结构发生变化。21 年信创业务和云计算业务占比较上年有所提升，而两者的毛利率水平分别在 40%、35%

左右。2) 自有产品毛利率下降。受全球供应链紧张和备货逐渐被消耗的影响, 采购成本涨幅较大, 另外部分产品型号缺货, 公司采用高端平台产品向下替代, 也导致毛利率下降。未来, 新方向业务进入规模化复制阶段, 将持续优化整体毛利率。

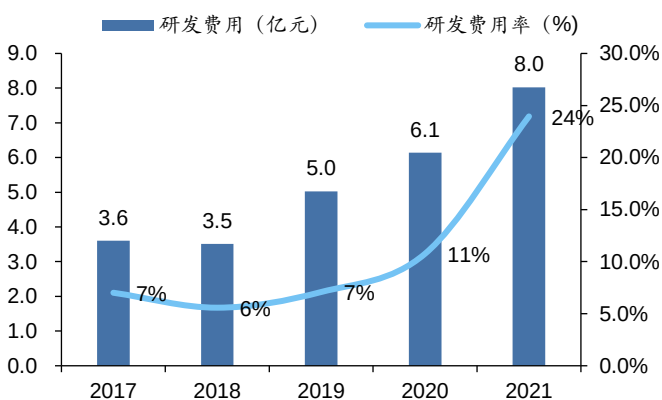
图表 7 公司分业务毛利率



资料来源: WIND, 华安证券研究所

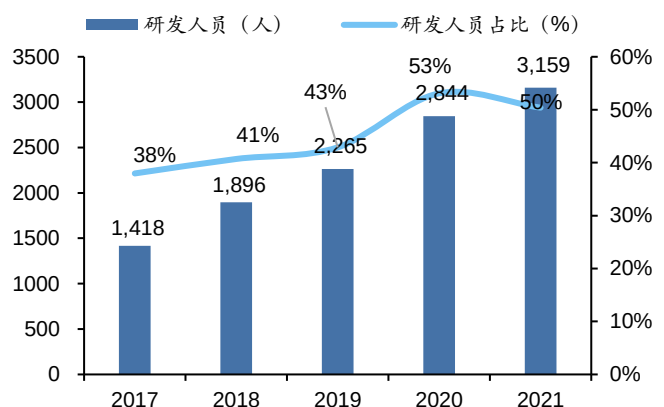
研发费用逐年增长, 研发人员占比超过 50%。从研发费用来看, 2019 年至 2021 年公司研发费用由 5.02 亿元增长至 8.03 亿元, 研发费用率由 7% 增长至 24%, 主要系 1) 对新领域的研发加大; 2) 剥离电缆业务造成收入下滑。2021 年公司研发费用同比增加 30.8%, 主要用于布局及完善数据安全、云计算、云安全与安全云服务、态势感知等新方向和工业互联网、车联网、物联网等新兴场景业务。从研发人员来看, 2021 年研发人员数量同比增加 11.1%, 研发人员占比 50.4%, 处于行业前列水平。

图表 8 2017-2021 年天融信研发费用及研发费用率



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 9 2017-2021 年天融信研发人员及其占比

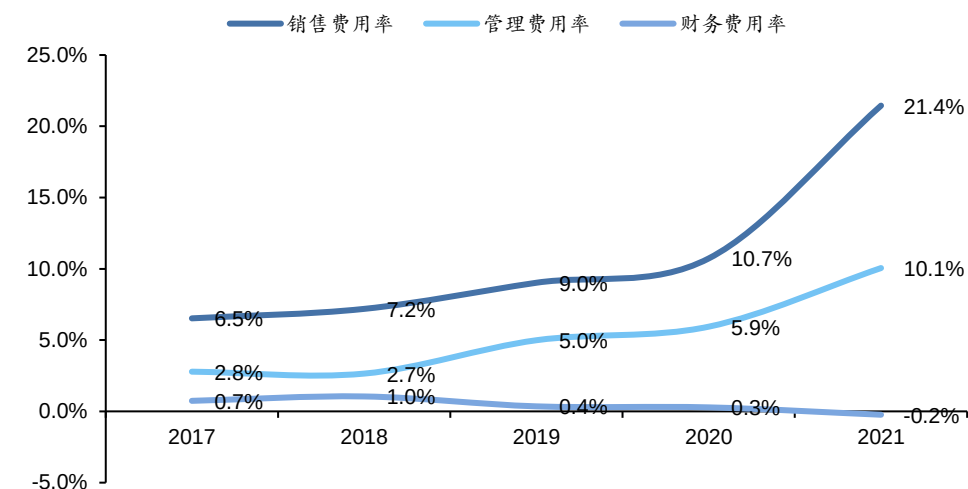


资料来源: WIND, 华安证券研究所

三费提升明显, 费用前置保证未来营收增长。2021 年公司销售及管理费用率分别提升至 21.4%\10.1%, 较上一年上升 10.7PCT\4.2PCT, 主要系 1) 公司剥离电缆业务后, 总体营收降低近半; 2) 加大力度布局销售渠道, 以深化产品的渗透率。我们认为, 销

售费用的前置有利于公司在全国范围提前深入布局渠道，是对未来营收增长的保证。

图表 10 2017-2021 年公司三项费用率

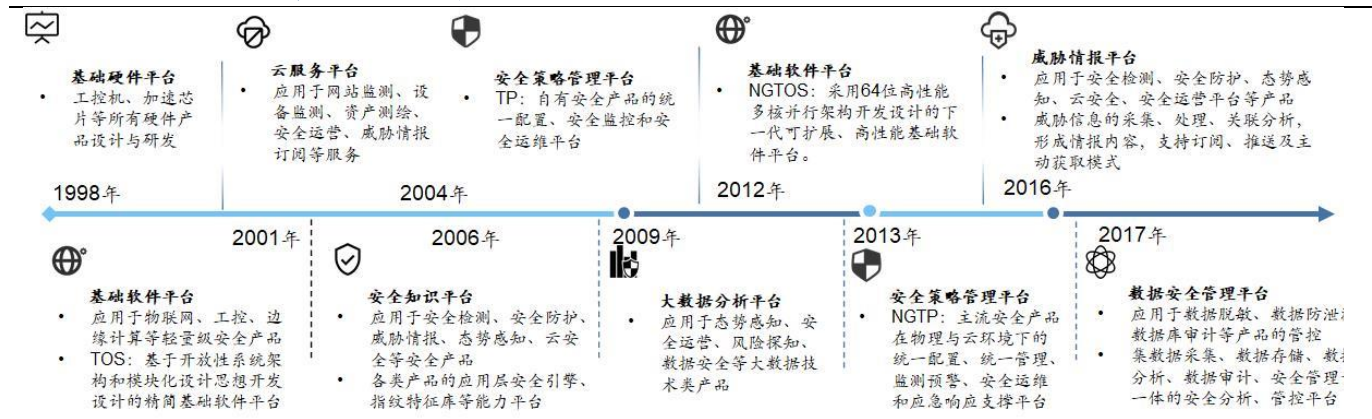


资料来源：WIND，华安证券研究所

1.2 研发能力强大，销售体系成熟

坚持平台战略 24 年，研发及服务能力完备。公司自 1998 年便开始实行平台战略，目前已形成并升级了包括基础硬件、基础软件、云服务、大数据分析、安全策略等八大平台。平台内所沉淀的软硬件研发、云服务、数据安全、威胁情报等能力有助于快速推出新产品并为客户提供高质量的增值服务，占据先发优势。

图表 11 1998-2017 公司平台战略能力推进



资料来源：公司官网，华安证券研究所

研发团队雄厚，紧跟前沿技术。截至 2021 年末，公司共 6000 余人，其中 4000 余人为技术人员，占比约 70%。公司设有安全技术研究院和多个安全实验室从事研究工作，主要承担前沿技术研究、安全新领域探索、攻防研究、威胁追踪、智能检测、协议分析、红蓝对抗等研究工作，并将安全能力输出给产品开发团队。其中阿尔法实验室自 2008 年至今为 CNVD、CNNVD、CICSVD、CVE 等漏洞库提交原创漏洞，累计超过 3000 个，协助国内外厂商修复超过 100 个严重安全漏洞。2020 年天融信与华为鲲鹏计算平台达成合作伙伴关系。同时，阿尔法实验室也被授予“华为鲲鹏计算平台漏洞奖励计划合作伙

伴” 称号。

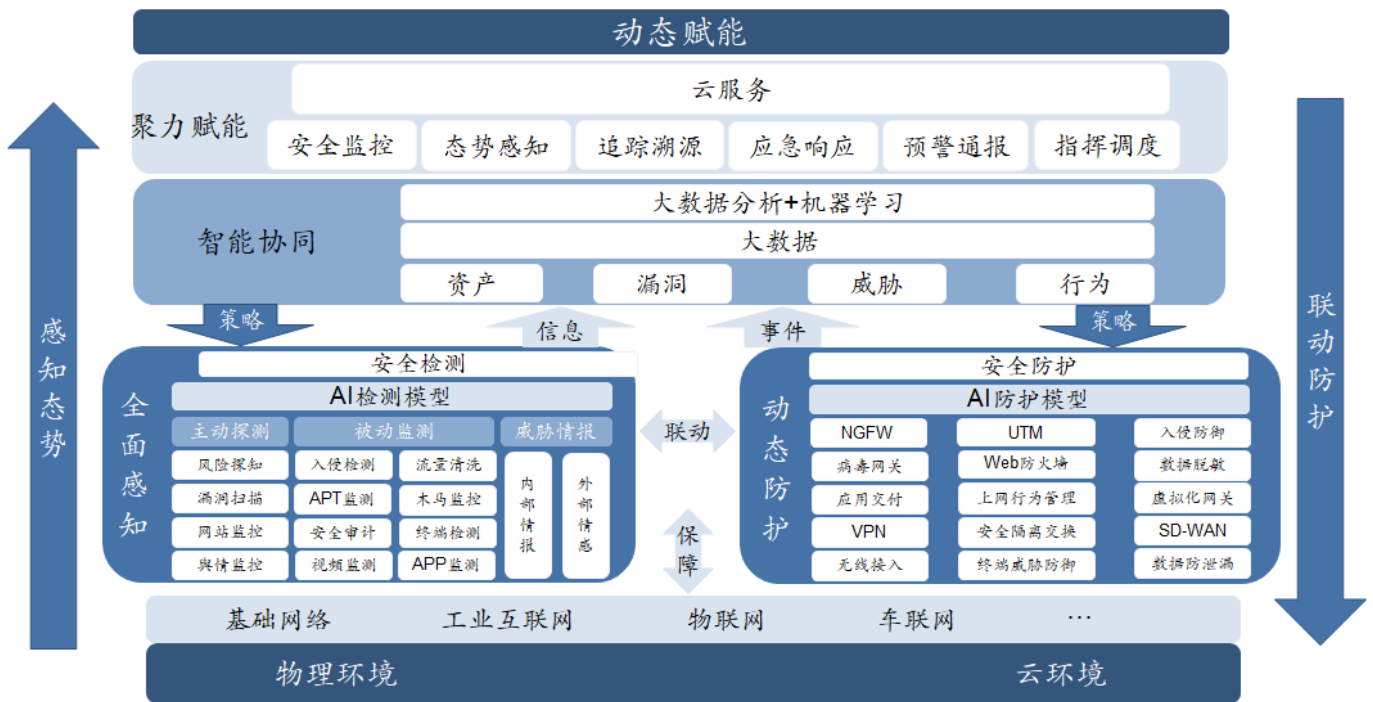
图表 12 公司已设立实验室

①天虞实验室 致力于工业互联网安全领域关键技术、安全攻防、漏洞挖掘、工业新技术、工业场景应用等安全技术研究与落地。拥有Siemens、Schneider等国内外主流控制器，构建了轨道交通、火力发电等应用场景控制过程模型。	②阿尔法实验室 主要从事漏洞挖掘及预警、前沿攻防技术研究、软件及恶意代码逆向分析、物联网安全产品威胁研究，是国内著名网络安全研究实验室，被媒体评选为国内十二家知名安全研究机构。	③听风者实验室 主要从事威胁情报分析、威胁狩猎、威胁模拟与诱捕、APT追踪、机器学习等安全工作。	④赤霄实验室 专注于网络安全攻击战术、网络实战攻击、前瞻性攻击工具的研究，为重要网络安全活动、渗透攻击、模拟APT攻击、社会工程学在网络攻击中应用等提供技术支持。
⑤天璇实验室 专注AI技术在安全检测中的实践和应用，利用持续积累的海量文件和流量样本，研发了系列智慧引擎，广泛应用于入侵检测、僵尸蠕虫监测等产品中。	⑥象限实验室 专注于硬件设备安全分析、硬件设备安全漏洞研究和防御赋能。采用体系化的方式开展专业、大型硬件设备的安全漏洞和威胁分析，并通过研究领域的经验，帮助客户及合作伙伴修复漏洞、提升安全防御能力。	⑦谛听实验室 从事终端安全智能检测技术研究、终端恶意代码分析、恶意代码样本管理、终端安全对外应急响应等相关工作。	⑧科研机构合作 公司具有博士后工作站，并与华中科技大学、东南大学、北京信息工程大学等10所高校合作建立联合实验室，与中科院、山东大学、北京交通大学、南京邮电大学等35家科研机构建立合作，积极探索安全前沿技术。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

产品架构完整，业务形成联动。公司于 2016 年提出的 NGTNA 架构（下一代可信网络安全架构），以网络安全为核心、大数据为基础、云服务为交付模式，形成全面感知、智能协同、动态防护、聚力赋能的综合安全保障体系，面向物理环境和云环境提供全系列产品、方案与服务。基于 NGTNA 架构，公司的防护类软硬件如 NGFW、UTM 防火墙、WAF、上网行为管理可以与检测类产品，如 APT 检测、威胁情报、漏洞扫描形成联动，对于基础网络、工控安全、车联网、物联网等应用场景形成动态保护。我们认为，公司可以通过 NGTNA 架构，发挥强势产品的优势，形成联动带动新产品深入市场。

图13 公司产品 NGTNA 架构



资料来源：公司官网，华安证券研究所

基于 NGTNA 架构，形成全面产品线。基于以上的 NGTNA 架构，公司已形成了安全网关、端点安全、身份与访问安全、应用安全、安全管理等产品体系，其中也包括了移动安全、云安全、工控安全、数据安全、信创安全等新场景的热门网安产品。我们认为，公司有望在目前覆盖的赛道上继续提升技术能力并提高渗透率，在保持现有产品地位的同时借助热门产品提高营收增速。

图14 公司十五大业务方向

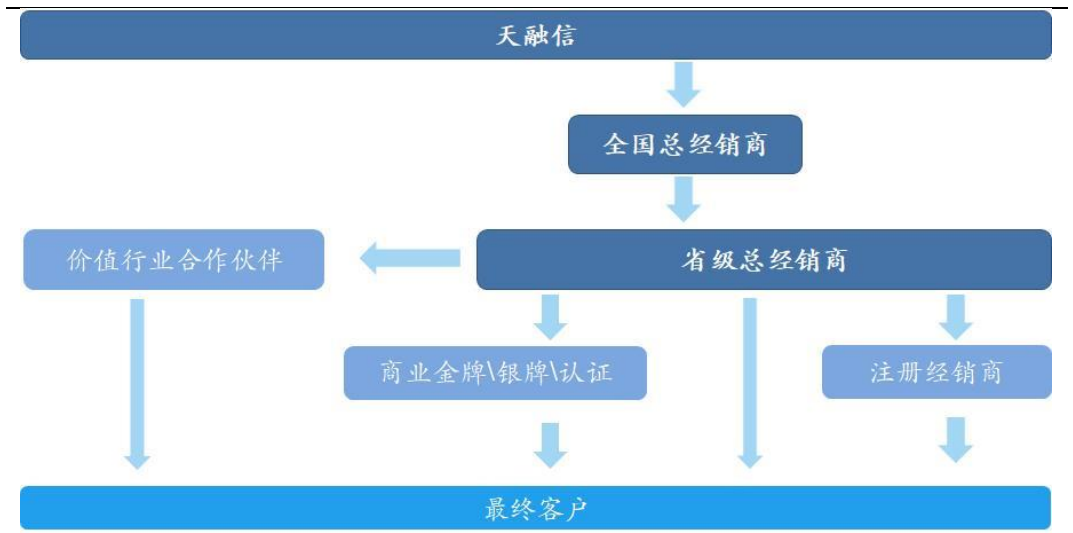
1.基础网络安全 - 防火墙 - VPN - 病毒过滤网关 - 应用安全网关等	2.工业互联网安全 - 工控防火墙 - 工控网闸 - 工控主机卫士 - 工控入侵检测与审计等	3.物联网安全 - 物联网安全接入网关 - 物联网视频上云网关 - 物联网安全标识管理 - 物联网安全管理中心等	4.车联网安全 - 车载防火墙 - 车载入侵检测 - 车内认证加密 - 车联网安全态势感知等	5.数据安全 - 数据安全智能管控平台 - 数据分类分级 - 数据脱敏 - 数据防泄漏等
6.国产化安全 - 防火墙 - VPN - WAF - 网闸等	7.安全服务 - 技术服务类 - 安全咨询类 - 驻场服务类 - 专项技术类等	8.态势感知 监管类、企业类和运营服务类态势感知平台	9.大数据分析 基于大数据、机器学习等技术，形成纵深分析体系，通过对海量数据的采集、存储、治理、分析，实现对威胁事件自动发现、研判	10.智能内网威胁分析 (UEBA) 捕捉内网行为异常变化，利用纵深分析对周期性行为进行判定，发现潜在内网高级威胁
11.风险探知 - 区域关键基础设施的互联网空间资产测绘场景 - 专网资产探测与管理场景 - 对边界资产进行大规模探测和识别的暴露面监测场景	12.云计算 - 下一代超融合云平台 - 新一代桌面云系统 - 天融信太行云2.0	13.云安全 - 虚拟化分布式防火墙 - 云安全资源池 - API安全网关 - 自适应安全防护系统等	14.安全云服务 - 安全防护 - 安全治理 - 威胁情报推送 - 安全能力订阅等	15.安全运营 - 资产发现与体系化管理能力 - 检测与防护能力 - 威胁分析与响应能力 - 防御策略优化能力

资料来源：公司官网，华安证券研究所

直销分销并驱，深入布局市场。公司自 2019 年开始拓展渠道市场。2021 年，公司继续夯实“行业直销+渠道分销”的双轮驱动营销战略，网安业务销售费用同比增加

33.56%，主要用于深耕重点行业、地市下沉（区域营销）和渠道拓展。目前，公司已形成了多层次的销售渠道体系：从全国总经销商联系至各省经销商，再联系至行业合作伙伴、注册经销商或区域合作伙伴。2021 年，公司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 10.91%，为进一步实现市场覆盖打下较好基础。

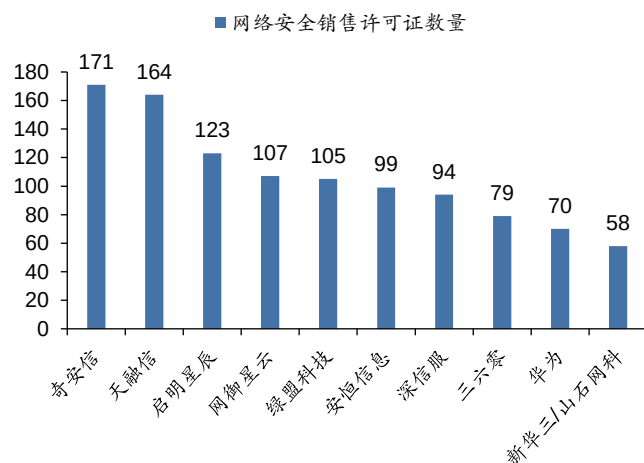
图表 15 公司销售渠道体系



资料来源：公司官网，华安证券研究所

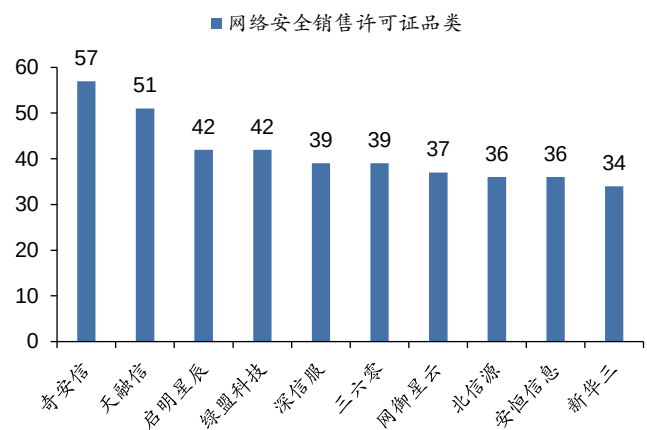
销售品类广泛，许可证数量业内第二。从网络安全产品的销售布局来看，公司在行业内处于领先地位。根据数说安全数据，截至 2022 年 7 月，公司已持有 164 个网络安全销售许可证，覆盖 51 个网络安全销售许可证品类，位于业内第二。从以上两项指标来看，公司销售端的覆盖能力是公司在业内的优势，可赋能产品及服务推向市场并加大市占率。

图表 16 截至 2022 年 7 月网络安全销售许可证数量



资料来源：数说安全，华安证券研究所

图表 17 截至 2022 年 7 月网络安全销售许可证品类数量



资料来源：数说安全，华安证券研究所

2 传统硬件景气依旧，相关营收稳增长

2.1 政策加持市场景气，硬件产品需求坚挺

网安顶层政策架构已成，政策执行驱动成长加速。从顶层政策来看，近三年《数据安全法》、《密码法》、《个人信息保护法》与《网络安全法》共同构成了信息产业的顶层政策体系，使得企业在安全投入方面有法可依。此外，《关键信息基础设施安全保护条例》于2021年8月由国务院正式发布，明确了关基领域网安建设的重要性，强化了关基领域大型企业相关领导的责任意识，为网安产业的需求拉动带来了实质上的提振。从细分领域看，下游行业的实施细则也在逐渐发布，如《关于进一步加强新能源汽车企业安全体系建设的指导意见》、《金融数据安全评估规范》、《车联网网络安全和数据安全标准体系建设指南》等相关政策陆续出台。我们认为，未来强合规要求仍会驱动网安产业快速发展。

图表 18 网安产业政策脉络

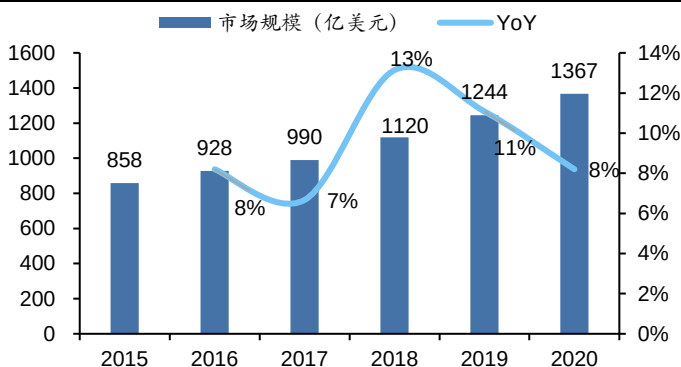


资料来源：华安证券研究所整理

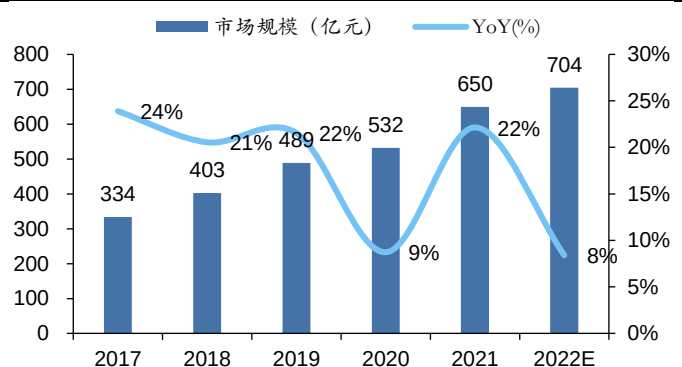
全球网安市场稳定增长，我国增速较高且潜力巨大。根据信通院发布的《中国网络安全产业白皮书（2022年）》，2020年全球网络安全市场的规模约1367亿美元，而2020年我国的市场规模约532亿元，约占全球市场的6%，而北美市场占比约47%。从增速来看，我国网络安全行业2017-2021年复合增速约18%，而全球网络安全市场规模的增速仅在10%左右。我们认为，长期来看，我国网安市场具有巨大潜力。

图表 19 2015 至 2020 年全球网络安全市场规模及增速

图表 20 2015 至 2020 年中国网络安全市场规模及增速



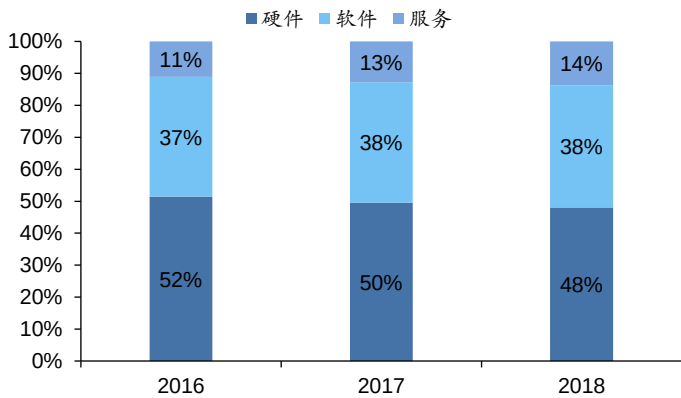
资料来源：中国信通院，华安证券研究所



资料来源：Frost&Sullivan，中商产业院，华安证券研究所

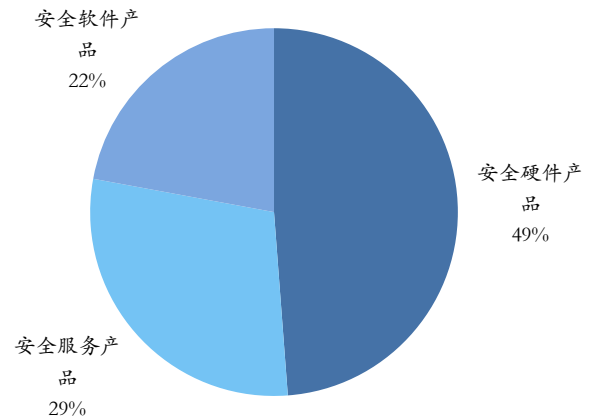
产业链中游，硬件占比仍为大头。网络安全厂商主要通过提供设备、软件、服务来为下游客户提供保护，如网络安全硬件领域的防火墙/VPN，软件领域的安全性与漏洞管理以及服务领域的云监测服务、现场运维服务。对比软件产品，硬件产品的优势在于可将功能编入芯片并集成至单台设备。作为合规性产品，硬件产品配置容易且不占用下游用户的终端性能，仍是市场的主流选择。根据赛迪咨询与艾瑞咨询数据，2016-2018年硬件在我国网安产业中占主导地位，占比约50%左右；2021年我国安全硬件占比仍高居49%，为最大细分市场。

图表 21 2016-2018 我国网安行业产品比例



资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

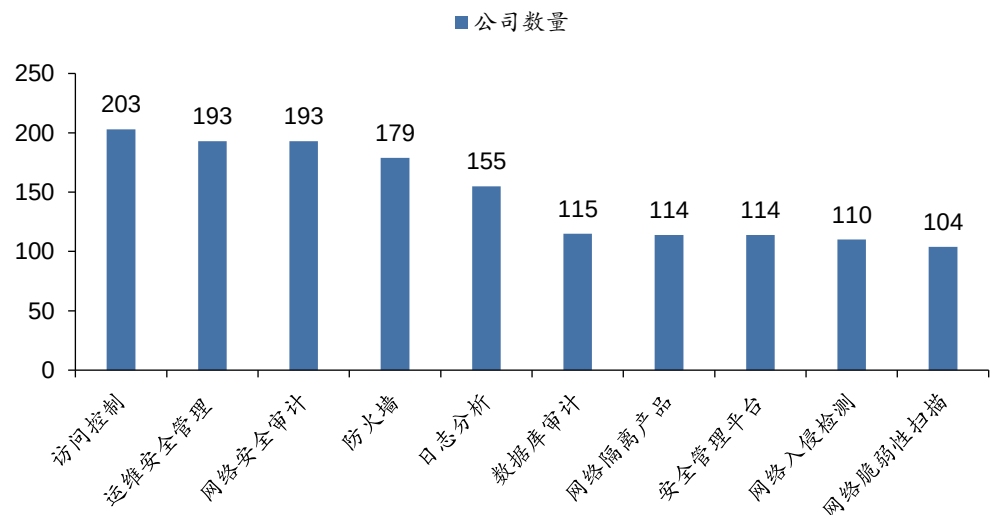
图表 22 2021 年我国网安产业产品比例



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

从公司类型看，硬件市场仍处繁荣时期。从持有各类网安销售许可证的公司数量来看，硬件相关企业仍是市场的主要组成部分。根据数说安全报道，截至 2022 年 7 月，目前持有访问控制、网络安全审计、防火墙三大硬件相关产品销售许可的公司数量仍位于前四。**我们认为**，硬件市场的长盛导致了硬件厂商数量众多的局面。

图表 23 截至 2022 年 7 月网络安全销售许可证类公司数量

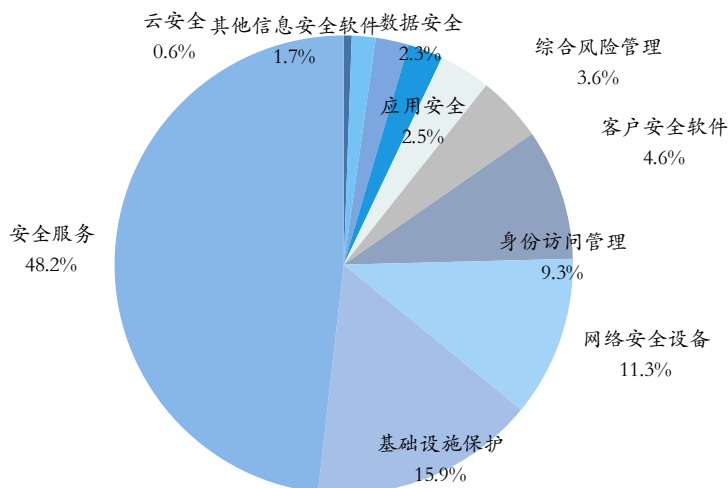


资料来源：数说安全，华安证券研究所

对比全球结构，硬件占比结构合理。从行业结构来看，全球信息安全产业中，硬件

相关的网络安全设备、基础设施保护、身份访问管理及综合风险管理四项的占比为40.1%，低于我国的49%。由于我国市场占比较小，对此结构影响不大，所以我们认为，与国际相比，我国的产品结构处于合理范围。

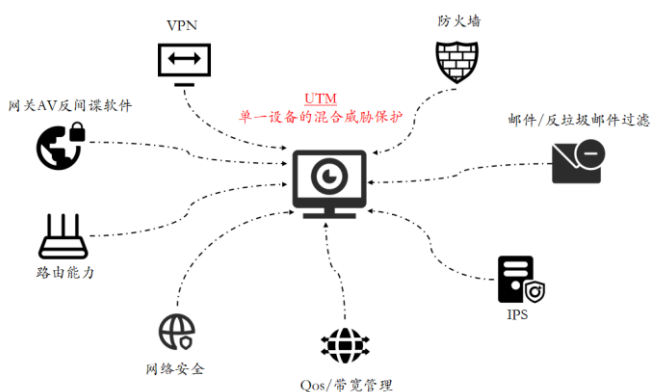
图表 24 2021 年全球信息安全细分赛道支出占比 (%)



资料来源：IDC，华安证券研究所

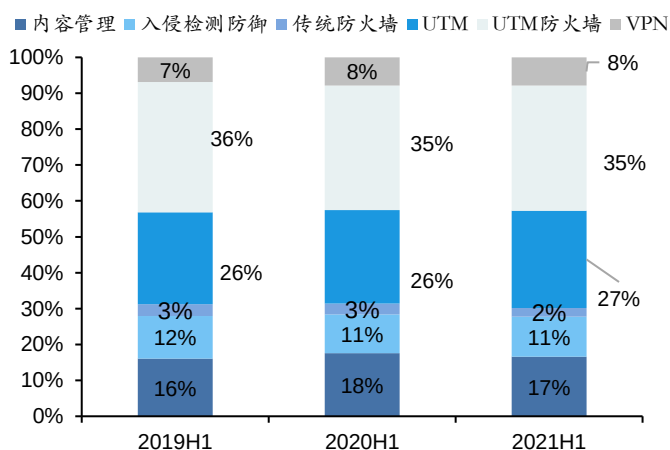
硬件安全格局稳固，防火墙类产品占比过半。硬件市场主要由基于 UTM 平台的防火墙 (NGFW)，统一威胁管理 (UTM)、VPN、入侵检测与防御 (IDP)，内容管理 (SCM、也称上网行为管理)等组成。根据 IDC 数据，以上几类传统产品的格局近三年保持较为稳定，UTM 防火墙、UTM 与内容管理三类传统产品占比总和约 80%。此类产品，如 UTM 防火墙或下一代防火墙产品，经过十几年的发展与考验，集合了防火墙、IPS 等必要功能，可以快速满足目前大中小型客户的合规性与基本安全防护需求。出于经济考虑，下游无主动更新产品结构的动力。我们认为，若未来未涌现成本或效率优势较明显的技术架构，传统硬件产品的地位与格局将继续保持。

图表 25 UTM 概念架构



资料来源：华安证券研究所整理

图表 26 2019H1-2021H1 中国安全硬件细分市场占比 (%)



资料来源：IDC，华安证券研究所

2.2 国产防火墙泰斗，多产品稳居行业前列

防火墙常青树，硬件要地连续第一。作为中国第一家网络安全企业，公司自创立伊始便由于先发优势及团队技术优势在防火墙领域处于领先地位。根据《计算机与网络》2004 年 22 期，根据公司年报，截至 2021 年，公司已经连续 22 年位居防火墙类整体市场市占率第一；在硬件领域最大的 UTM 防火墙领域，2021 年以 23% 的市场份额占比位居第一。

图表 27 2004 年天融信相关期刊文章

希 格玛大厦，坐落在中关村腹地知春路段。九十年代中关村地标性 A 级办公大楼，曾经成就了微软、摩托罗拉等国际巨头在中国的辉煌。而这一辉煌目前正被一家此前近十年默默发展的天融信公司所延续。2004 年 10 月底，根据 IDC 前三季度调查统计，天融信公司前三季度防火墙产品市场销量以绝对优势名列国内外所有品牌第一位。而根据 9 月 IDC 上半年调查，天融信以 7.2% 市场占有率位列网络安全产品市场前三甲。防火墙更是以 14.8% 市场占有率位列国内品牌第一位。7 月，又成为第一家通过国家最高级别信息安全产品 EAL3 等级认证的防火墙企业。可以说到目前为止，天融信以绝对的市场优势领跑着国内网络安全市场，并被《中国企业家》评为国内成长最快的中小企业……

通过以上数据表明，天融信还是国内安全行业老大，打消了记者采访前的疑虑。天融信副总裁于海波先生坚定的说：“03 年天融信销售额达到了 1.7 亿，今年的目标为 3 亿，天融信正在以 100% 的速度在发展。”十年的默默无闻，天融信是如何神奇发展的呢？它是否可以成为中国安全行业发展的一个缩影。

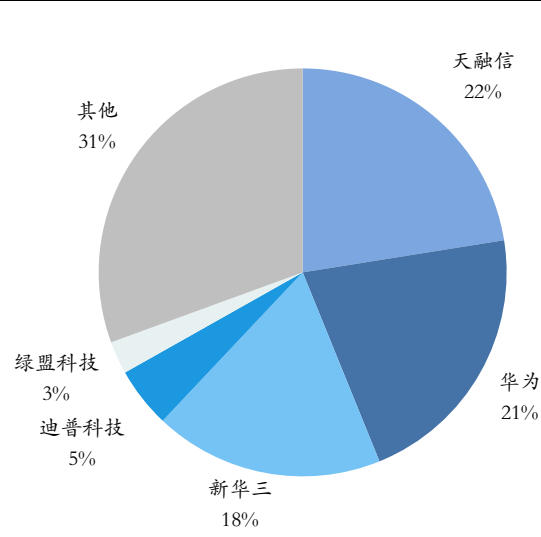
天融信很会把握市场机会并充分发挥其作用，实现企业发展最初始的原始积累。众所周知，1995 年，网络开始涉足中国市场。作为天融信公司创业者之一，现公司董事长贺卫东，以前瞻性的目光敏锐洞察到一个“机遇”——网络安全市场。当时在国外这也是一个新兴的市场，国内更是一片空白。贺卫东联合几位同学，怀着建设中国自己的网络安全体系和企业的梦想，在中关村挂牌成立了当时中国首家网络安全公司。

1996 年，结合网络安全产品市场需求量的增大，以及国家对信息安全要求的政策出台，鼓励国内厂商自主研发安全产品。天融信紧紧抓住并牢牢把握重要机遇，克服重重困难推出我国第一套自主知识产权的防火墙系统，并被应用于政府的首个网络安全项目，也是当时最大的安全项目——国家统计局 600 万元安全系统集成项目。就此，这家当时崭露头角的网络安全厂商，开始顺利踏上信息安全之路并进入国产网络安全产品厂商前列。

之后，在众多同行纷纷涌入中国市场的同时，天融信仍坚持走民族化道路，专注于网络安全技术的研究与开发。

资料来源：《计算机与网络》2004 年 22 期，华安证券研究所

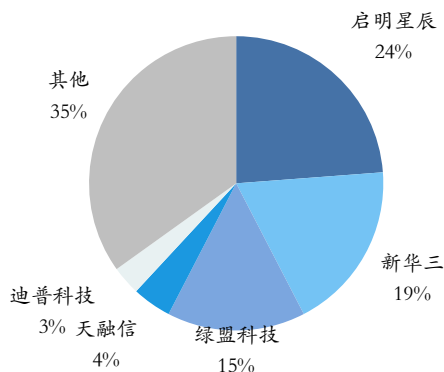
图表 28 2021 年 UTM 防火墙市场份额占比



资料来源：IDC，华安证券研究所

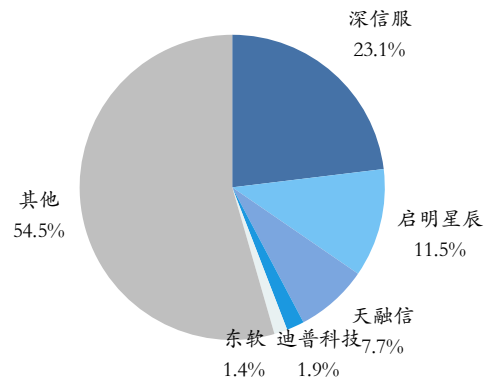
IDP 与 VPN 市场，市占率稳固。借助优秀的研发与销售体系，公司成功保持。2021 年公司除 UTM 防火墙之外的 IDP（入侵检测与防御）、VPN（虚拟专用网硬件）产品份额各居市场排名第四与第三。根据 IDC 数据，2021 年公司 IDP 市场份额为 4.3%，VPN 硬件市场份额为 7.7%。

图表 29 2021 年我国入侵检测与防御硬件市场份额



资料来源：IDC，华安证券研究所

图表 30 2021 年中国虚拟专用网硬件市场份额



资料来源：IDC，华安证券研究所

行业稳定+历史积淀，支撑营收半壁江山。在行业强合规的环境下，客户对于此类传统硬件，趋于选择市占率高，较为稳妥的产品。而公司成熟的研发与销售能力也可保证产品快速推向市场。我们认为，公司仍可发挥过去成功经验，保持自身产品在细分赛

道的稳固市占率。根据前述行业规模、行业软硬件占比、公司三类硬件的市占率，我们测算 2022\2023\2024 年公司以上产品有望为公司分别带来综合收入约 32\40\51 亿元。

图表 31 2021-2024E 公司 UTM 防火墙、IDP 及 VPN 收入测算

项目	2021	2022E	2023E	2024E
我国网络安全市场 (亿元)	650	704	880	1100
软硬件占比 (%):				
硬件占比	49%	49%	49%	49%
软件占比	22%	22%	22%	22%
服务占比	29%	29%	29%	29%
软硬件市场规模 (亿元):				
硬件市场	317	345	431	539
软件市场	144	156	195	243
服务市场	189	204	254	318
硬件细分市场占比 (%):				
上网行为管理	17%	-	-	-
IDP	11%	12%	12%	12%
Traditional Firewall	2%	-	-	-
Unified Threat Management	27%	-	-	-
UTM Firewall	35%	35%	36%	36%
VPN	8%	8%	8%	8%
公司优势产品市占率 (%):				
UTM防火墙 市占率	23%	23%	24%	24%
VPN 市占率	8%	8%	8%	8%
IDP 市占率	4%	5%	6%	6%
公司优势产品收入规模 (亿元):				
UTM防火墙 收入	25	28	36	45
VPN 收入 (亿元)	2	2	3	3
IDP 收入 (亿元)	1	1	2	2
综合收入 (亿元)	28	32	40	51

资料来源：艾瑞咨询，IDC，华安证券研究所

3 新领域抢先布局，提高整体营收增速

3.1 业务版图广阔，产品表现优异

细分赛道机遇到来，广泛覆盖领域。近期工控安全、车联网安全、物联网安全等领域的落地政策陆续颁布。由于行业的强合规属性，此类政策对于细分赛道的刺激效果较明显。同时由于行业数字化与数字产业化的大趋势，工控、车联网、物联网安全等细分领域景气度上升的确定性较高。公司已及时发布相关产品以布局前述安全领域，有望借助热门赛道的采购需求增长，达成营收目标。

图表 32 近期细分领域落地政策

领域	名称	发布单位
工业互联网	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》	工信部
车联网	《汽车数据安全若干规定（试行）》	网信办、发改委等五部门
车联网	《工业和信息化部关于加强车联网网络安全和数据安全工作的通知》	工信部
物联网	《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023年）》	工信部、网信办等八部门
互联网	《网络产品安全漏洞管理规定》	工信部、网信办、公安部
工业互联网	《工业和信息化领域数据安全管理办法（试行）（征求意见稿）》	工信部
数据安全	《数据出境安全评估办法》	网信办

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 公司业务部分覆盖热点



资料来源：公司官网，华安证券研究所

产品市场领先，得到多方认可。借由优秀的研发与销售能力，公司自 2012 年开始在工控、物联网等领域快速发布了一系列产品，均达到了业内领先水平。根据公司年报数据，目前公司已有 32 项相关产品业务被第三方机构列入了市占率前三或市场领导者评级。其中，工控系列产品有 10 项被 CCID 评为市场领导者，包括工控防火墙、工业互联网态势感知与工控漏洞扫描等；数据安全系列产品有 6 项被 Gartner 或 IDC 选入典型案例。**我们认为**，第三方广泛的高评价，在客观角度上证明了公司产品在细分赛道兴起时已抢占了市场先机。

图表 34 公司产品市场排名

产品/领域	市场排名/位置	第三方机构
防火墙	第一	IDC
VPN	第三	IDC
安全咨询服务	第三	IDC
FW/VPN	第一	CCID
终端安全	第三	CCID
安全服务	第三	CCID
安全管理平台	第三	CCID
安全隔离与信息交换	第三	Frost & Sullivan
Web应用防火墙 (WAF)	第三	Frost & Sullivan
EDR	领导者	IDC
态势感知	领导者	IDC
工控防火墙系统	领导者	CCID
工控漏洞扫描系统	领导者	CCID
工控安全隔离与信息交换系统	领导者	CCID
工控主机卫士系统	领导者	CCID
工控入侵检测与审计系统	领导者	CCID
工控安全集中管理系统	领导者	CCID
工控安全服务	领导者	CCID
工控安全监测审计系统	领导者	CCID
工业互联网态势分析与安全管理系统	领导者	CCID
工业攻防演示试验箱系统	领导者	CCID
托管安全服务	主要厂商	IDC
IDPS	前列	IDC
安全资源池	前列	IDC
安全管理平台	前列	CCID
态势分析与安全运营系统	入选	Gartner
威胁情报系统	入选	Gartner
脆弱性扫描和管理系统	入选	Gartner
数据安全智能管控平台	入选	Gartner
终端数据防泄漏	入选	Gartner
网络数据防泄漏系统	入选	Gartner
数据库审计系统	入选	Gartner
数据脱敏系统	入选	Gartner
AI防火墙	独家案例入选	IDC
数据安全	案例入选	IDC
SD-WAN	案例入选	IDC
零信任	案例入选	IDC
工业互联网安全	案例入选	IDC

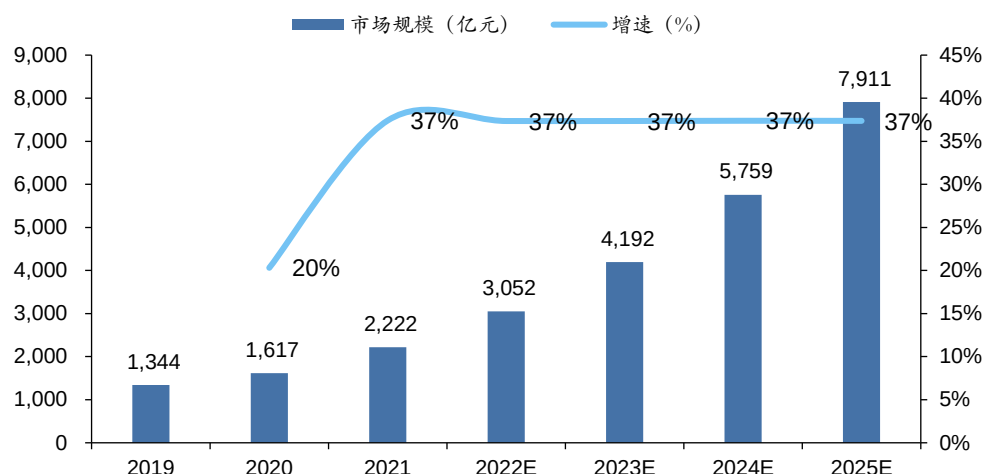
资料来源：公司 2021 年年报，华安证券研究所

3.2 细分领域迎来机遇，需求爆发助业绩高增

3.2.1 信创安全

信创需求爆发，预计未来处于高增速。在目前关键信息基础设施保护、个人数据保护及数据出境要求下，自主可控已经成为了政府、国央企及大型民企的硬性需求。根据华经产业研究院数据，我国信创产业于 2021 年达 2222 亿元规模，同比增速 37%，未来预计同样保持高景气度。我们认为，以上几个细分市场的增速及潜力极高，而抓住以上市场机遇，可助公司增速超过行业平均。

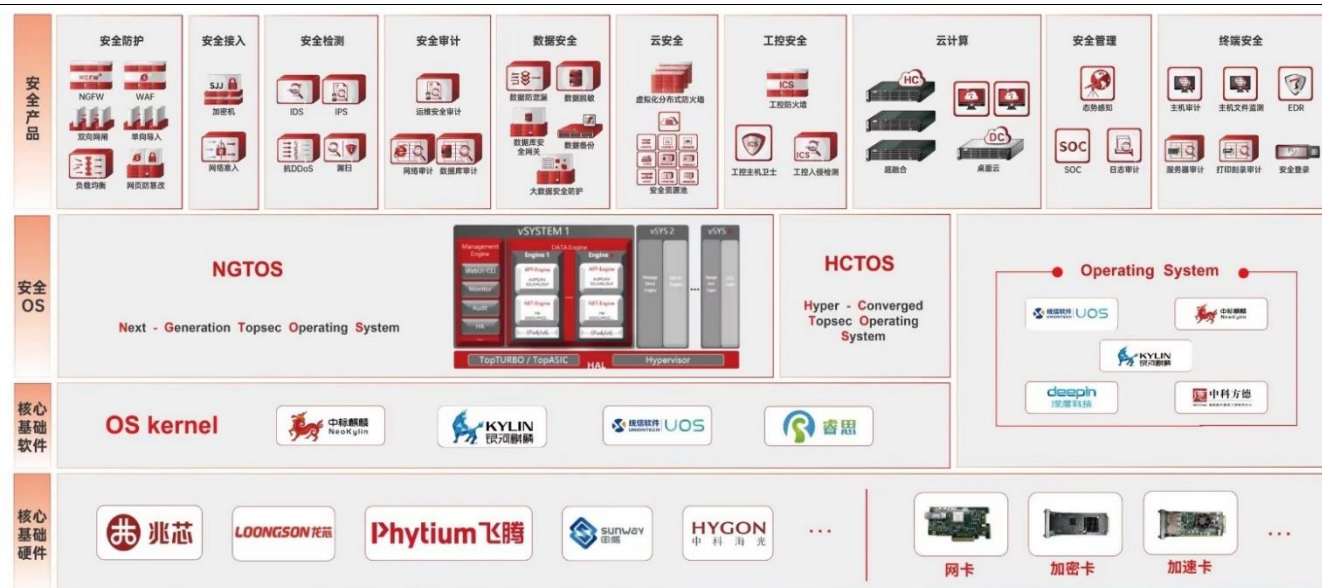
图表 35 2019-2025 年我国信创生产实际市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

信创老牌厂商，产品横纵拓展。公司自 2003 年便开始布局信创，着力开发安全 ASIC 芯片。2010 年启动基于国产 CPU 芯片的产品研究，再到 2019 年与飞腾、麒麟等厂商合作参与国产化项目建设并于 2020 年发布“天融信昆仑系列”国产化网安产品体系。公司的信创版图现已覆盖了安全防护、安全接入、安全检测、安全审计、数据安全、云安全、工控安全及终端安全等重点领域。

图表 36 天融信国产化产品体系

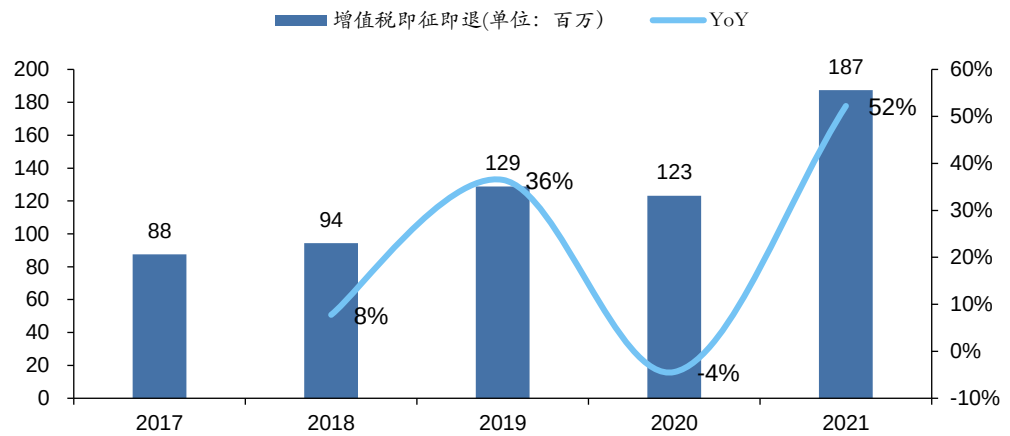


资料来源：公司官网，华安证券研究所

信创实力强劲，补贴支持坚挺。根据公司年报数据，2021 年公司获得软件增值税退税 1.87 亿元，占 2021 年营收的 5.6%。根据《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》，软件增值税退税来自于公司销售自行开发的软件产品，对于实际税负超过 3% 的部分予以即征即退的政策。根据公告数据，公司每年收到此项退税数额呈总体上升趋势。我们认为，此项退税不仅是公司能够盈利的保证，也

证明公司信创产品不断成功投向市场。根据公司年报数据，公司 2021 年国产化业务收入 5.6 亿元，占比超过 15%，同比增长近 10 倍。

图表 37 2017-2021 年公司软件增值税退税

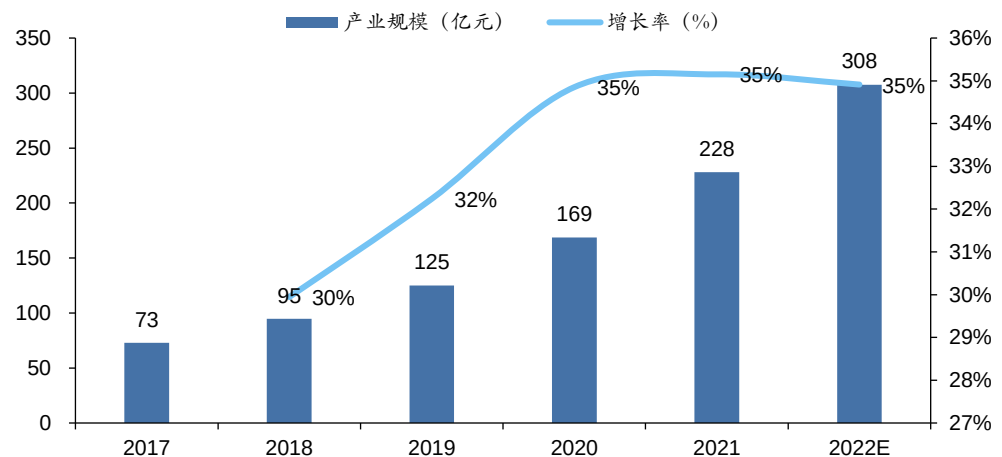


资料来源: WIND, 华安证券研究所

3.2.2 工业互联网安全

工业信息安全增速明显，市场潜力巨大。我国正处于新一轮工业革命的历史机遇期，工业互联网作为新型基础设施建设的重要组成部分。根据《中国工程科学》数据，预计 2022 年工业互联网安全市场为 307.6 亿元，年均复合增长率约为 32.66%。随着我国工业互联网战略的全面实施，政企不断加大安全投入，工业互联网安全产业将迎来持续增长。

图表 38 2017-2022E 我国工业互联网安全产业市场规模及预测



资料来源: 《中国工程科学》，华安证券研究所

业内加码工控赛道，玩家数量增量突出。受益于行业市场增长，最近一年内工控安全赛道的玩家数量明显增加。根据数说安全数据，2021 年 5 月至 2022 年 7 月我国发行的网安销售许可证中，工控防火墙、工控网安隔离与信息交换、运维安全管理等与工业互联网相关的领域增长最多。我们认为，业内厂商纷纷投入到工控安全，正说明了此细分赛道的景气度与确定性。未来此赛道或成为网安增速主要来源。

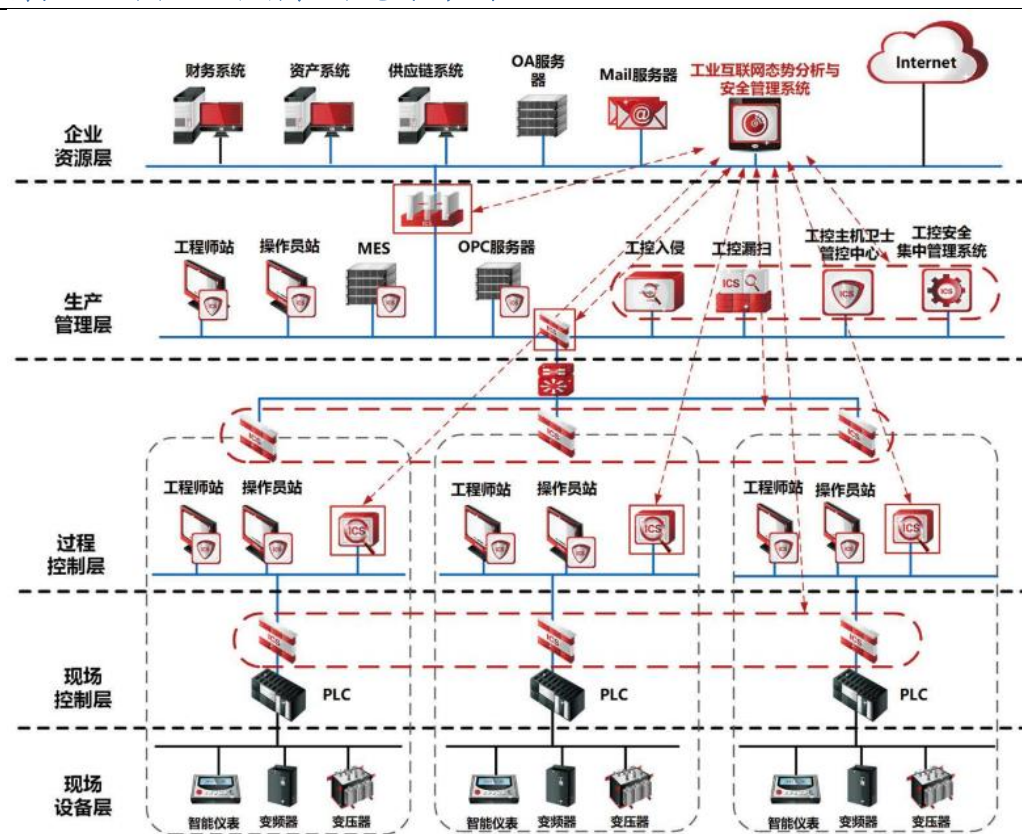
图表 39 2021 年 5 月至 2022 年 7 月厂商数量变化最大的网络安全销售许可证类

增长最多	工业控制系统专用防火墙 +56	减少最多	单向导入 -45
	工业控制网络安全隔离与信息交换系统 +56		互联网公共上网服务场所信息安全管理 -45
	运维安全管理 +48		Web应用安全扫描 -26
	网络单向导入 +48		防火墙 -45
	主机型入侵检测产品 +35		网络隔离产品 -19

资料来源：数说安全，华安证券研究所

持续拓展产品品类，全面提升工控安全。目前公司形成了覆盖工业控制系统信息安全建设、监管、运营与能力提升的 12 款工业领域的专用安全产品与服务。其中，10 款工控安全产品及服务被赛迪顾问评为行业领导者。**从场景来看**，公司目前可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 22 个业务场景；**从下游来看**，公司产品与方案已在电力、石油、轨道交通、冶金、煤炭、机械制造等 35 个行业广泛落地实践。2021 年，公司工业互联网安全业务收入同比增长 690%。

图表 40 天融信工业控制系统信息安全应用

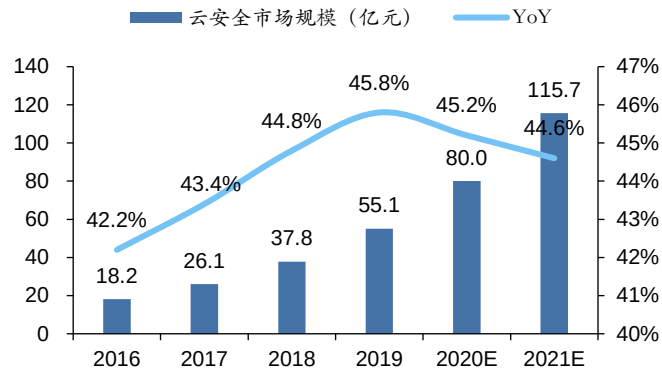


资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2.3 数据、云与物联网安全

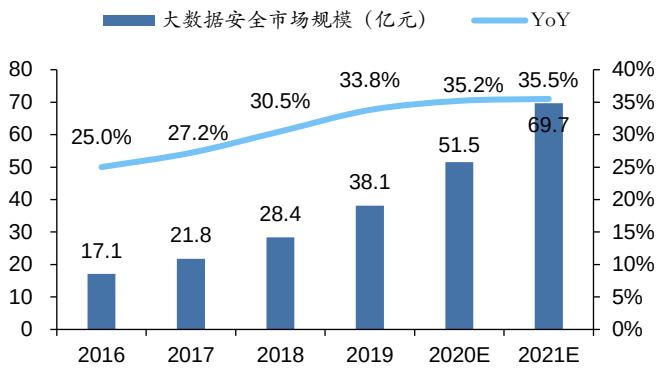
数字产业化推动上云与数据爆发，驱动安全市场增长。云计算、大数据、物联网、移动互联网、5G、区块链等前沿技术的不断发展与落地，将对安全产生新的需求，传统的网络安全建设思路面临极大的挑战。根据赛迪咨询的数据，2019年我国云安全、大数据安全、物联网安全市场规模分别达55、38、129亿元，均在逐年扩大。

图表 41 2016-2021 年中国云安全市场规模及增速



资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

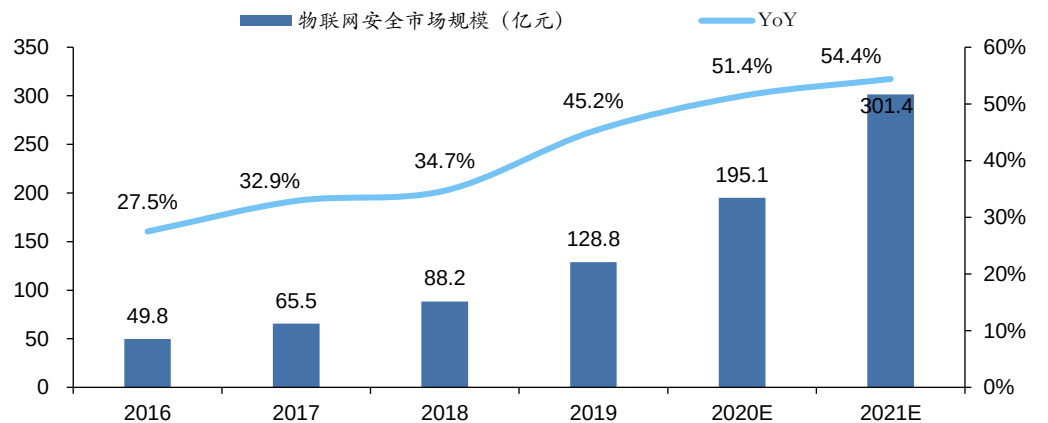
图表 42 2016-2021 年中国大数据安全市场规模及增速



资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

我们认为，“云大物移”的发展将使得传统的网络安全产品不再能满足客户需求，从而迫使网络安全产业转变安全理念，更加重视网络安全中的主动防御，进行创新变革，提升网络安全能力，网络安全行业的市场空间也将随之继续扩大，迎来新一波投资机会。

图表 43 2016-2021 年中国物联网安全市场规模及增速

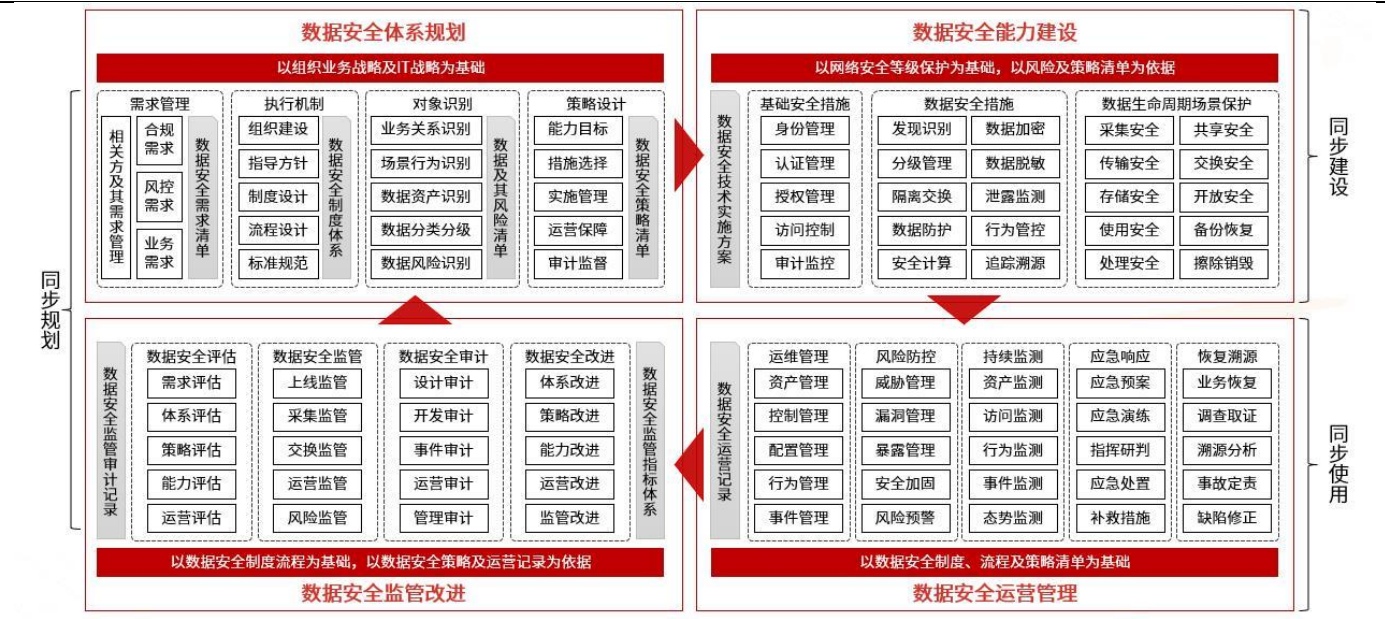


资料来源：赛迪咨询，华安证券研究所

体系化数据保护，落地效果明显。基于“自上而下、分域管控、持续运营”的数据安全防护理念，公司形成了包含评估、组织建设、制度建设、技术体系建设、运营建设及监管建设的全方位数据安全治理体系。

由于安全网关在数据库防护体系中，起到访问行为管理、恶意流量过滤等关键作用，公司在防火墙类产品的优势，使得数据安全业务可以顺利铺开落地。目前，相关产品服务已在政府、运营商、能源、金融等十余个大型行业客户中落地。2021年，公司数据安全收入2.01亿元，同比增长193%。

图表 44 天融信数据安全治理体系

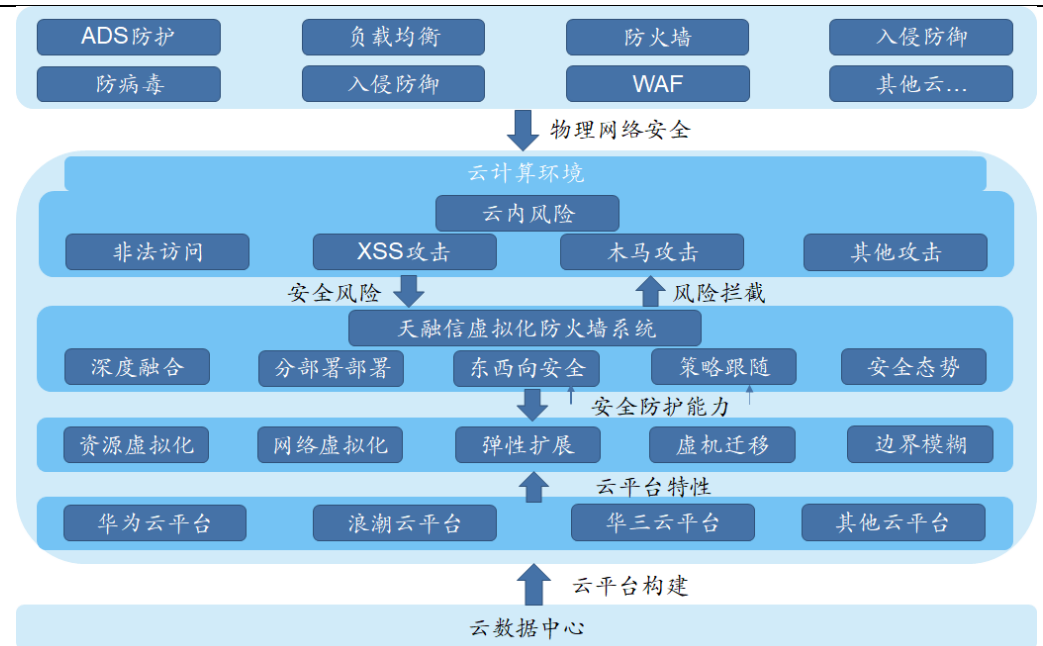


资料来源：公司官网，华安证券研究所

以安全赋能云，形成系列产品。围绕安全云化、云内生安全、云环境安全，公司发布了一系列云安全产品和解决方案，包括虚拟化分布式防火墙、云安全资源池、API 安全网关等，已在运营商、政府、能源、医疗等多个行业取得了大量落地实践。

在与云相关的物联网领域，公司持续发力边缘计算、视频流量处理、行业物联协议深度分析三个方向，与公安、能源等行业物联网形成适配并通过测评。从增速来看，公司目标为云安全、云服务的收入增速超 50%。

图表 45 公司云安全中心防护场景

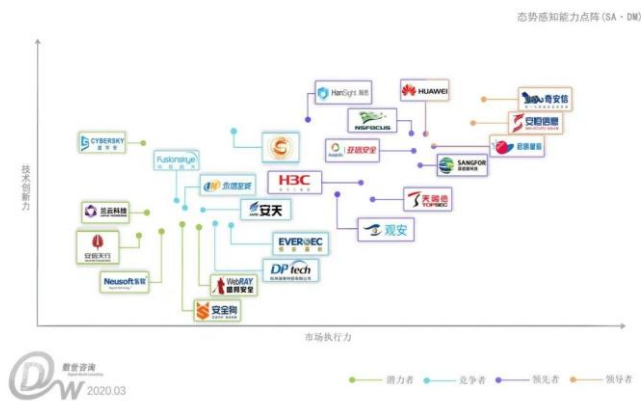


资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2.4 态势感知

产品能力领先，多行业实现落地。态势感知作为较为细分赛道，其市场较小，根据数世咨询数据，2021 年我国态势感知市场约 54 亿元。但此项对于网安企业的大数据分析、威胁情报能力有较高要求。根据 IDC 发布的《中国态势感知解决方案市场 2021》显示，天融信获评中国态势感知解决方案领导者。2021 年，天融信网络安全态势感知新增航天、人社、水利、医疗、国资集团、城投、电子政务 7 个行业的应用实践，同年收入约 4 亿元，同比增长 21%。

图表 46 2019 年网络安全态势感知能力指南



资料来源：数世咨询，华安证券研究所

图表 47 2021 年中国态势感知解决方案市场评估



资料来源：IDC，华安证券研究所

4 投资建议

4.1 基本假设与营业收入预测

天融信的核心业务主要分为**基础安全产品、大数据与态势感知产品及服务、云计算与云安全产品及服务和基础安全服务**，根据公司情况，我们对以上产品做出假设：

一、基础安全产品：

主要包括 UTM 防火墙、IDP、VPN、上网行为管理等传统基础产品及服务。在行业技术与政策无重大变革的情况下，其行业产品格局与市占率均能保持稳定并略有上升。

二、大数据与态势感知产品及服务、云计算与云安全产品及服务：

主要包括安全运营中心、分布式存储、超融合等产品。公司将持续提升大数据与云产品研发投入，提升研发效率和产品交付能力。我们预计此类产品的增速将超过行业平均增速。

三、基础安全服务：

主要包括技术服务类（安全评估、渗透测试等）、安全咨询类（等级保护合规咨询、集成咨询等）、驻场服务类（安全运营、安全重保等）、专项技术类（车联网安全评估、工控安全评估等）等安全服务。我们预计此类产品的增速将保持行业平均增速。

总体上，每项业务由于其中各类软硬件产品占比波动较大，我们假设毛利率大致保持过去平均水平。

图表 48 天融信分项业务收入（百万元/%）

业务	项目	2021	2022E	2023E	2024E
基础安全产品	营业收入	2251.60	2760.32	3480.35	4326.06
	同比增速	14.63%	22.59%	26.08%	24.30%
	毛利率	56%	60%	60%	60%
大数据与态势感知产品及服务	营业收入	389.06	524.52	680.53	879.91
	同比增速	20.77%	34.82%	29.74%	29.30%
	毛利率	62%	60%	60%	60%
云计算与云安全产品及服务	营业收入	276.50	568.58	889.15	1381.35
	同比增速	53.38%	105.64%	56.38%	55.36%
	毛利率	81%	80%	80%	80%
基础安全服务	营业收入	431.30	517.56	621.07	745.29
	同比增速	19.33%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	56%	60%	60%	60%

资料来源：WIND，华安证券研究所

4.2 估值和投资建议

在政策和技术驱动下，网安市场快速增长。天融信作为硬件防火墙龙头，其产品及服务形成了“一专多强”的格局，并且构建了全方面的渠道销售体系。一方面，公司的强势产品地位难撼，如 UTM 防火墙、VPN，并且市其市场格局稳定；另一方面，公司的大数据、态势感知与云安全服务产品由于工控、物联网、车联网等应用场景全面铺开，有望远超行业平均增速。我们预计天融信 2022-2024 年分别实现收入 43.71/56.71/ 73.33

亿元，同比增长 30.4%/29.7%/29.3%；实现归母净利润 5.30/7.16/9.40 亿元，同比增长 130.6%/35.0%/31.2%。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49 重要财务指标 (百万元)

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3352	4371	5671	7333
收入同比(%)	-41.2%	30.4%	29.7%	29.3%
归属母公司净利润	230	530	716	940
净利润同比(%)	-42.5%	130.6%	35.0%	31.2%
毛利率(%)	59.4%	61.2%	61.4%	61.7%
ROE(%)	2.4%	5.4%	6.8%	8.2%
每股收益(元)	0.20	0.45	0.60	0.79
P/E	94.39	20.90	15.48	11.79
P/B	2.40	1.13	1.06	0.97
EV/EBITDA	56.38	16.02	11.42	9.65

资料来源：WIND，华安证券研究所

风险提示

- 1) 网安市场竞争加剧；
- 2) 政策落地不及预期；
- 3) 疫情反复影响项目确认收入。

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,657	3,433	5,434	5,907
现金	914	(88)	825	49
应收账款	1,998	1,954	3,173	3,456
其他应收款	906	0	0	0
预付账款	28	0	0	0
存货	509	663	849	1,091
其他流动资产	302	905	586	1,311
非流动资产	6,939	6,823	6,706	6,590
长期投资	636	636	636	636
固定资产	228	228	228	228
无形资产	621	505	388	272
其他非流动资产	5,454	5,454	5,454	5,454
资产总计	11,596	10,256	12,140	12,497
流动负债	1,997	368	1,544	972
短期借款	0	0	0	0
应付账款	951	276	1,495	873
其他流动负债	1,046	92	49	99
非流动负债	121	121	121	121
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	121	121	121	121
负债合计	2,117	489	1,665	1,093
少数股东权益	2	(2)	(10)	(21)
股本	1,186	1,173	1,173	1,173
资本公积	6,348	6,146	6,146	6,146
留存收益	1,943	2,450	3,166	4,106
归属母公司股东权益	9,477	9,769	10,485	11,424
负债和股东权益	11,596	10,256	12,140	12,497

现金流量表

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	170	(785)	885	(813)
净利润	226	527	708	929
折旧摊销	186	116	116	116
财务费用	5	0	0	0
投资损失	(17)	(22)	(28)	(36)
营运资金变动	(251)	(1,406)	88	(1,821)
其他经营现金流	497	1,933	620	2,750
投资活动现金流	(99)	22	28	36
资本支出	(517)	0	0	0
长期投资	715	0	0	0
其他投资现金流	(296)	22	28	36
筹资活动现金流	(547)	(239)	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(14)	0	0	0
普通股增加	14	(13)	0	0
资本公积增加	297	(203)	0	0
其他筹资现金流	(843)	(23)	0	0
现金净增加额	(476)	(1,002)	913	(776)

资料来源: WIND, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,352	4,371	5,671	7,333
营业成本	1,360	1,695	2,187	2,807
营业税金及附加	35	37	54	66
销售费用	719	874	1,134	1,467
管理费用	337	440	571	738
财务费用	(8)	0	0	0
资产减值损失	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	53	0	0	0
投资净收益	17	22	28	36
营业利润	280	608	818	1,072
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	261	608	818	1,072
所得税	35	81	109	143
净利润	226	527	708	929
少数股东损益	(4)	(4)	(8)	(11)
归属母公司净利润	230	530	716	940
EBITDA	389	703	906	1,152
EPS (元)	0.20	0.45	0.60	0.79

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-41.2%	30.4%	29.7%	29.3%
营业利润	-51.6%	117.2%	34.5%	31.1%
归属于母公司净利润	-42.5%	130.6%	35.0%	31.2%
获利能力				
毛利率 (%)	59.4%	61.2%	61.4%	61.7%
净利率 (%)	6.9%	12.1%	12.6%	12.8%
ROE (%)	2.4%	5.4%	6.8%	8.2%
ROIC (%)	1.8%	5.2%	6.5%	7.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	18.3%	4.8%	13.7%	8.7%
净负债比率 (%)	22.3%	5.0%	15.9%	9.6%
流动比率	2.33	9.32	3.52	6.08
速动比率	2.02	7.38	2.94	4.90
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.40	0.51	0.60
应收账款周转率	2.21	2.21	2.21	2.21
应付账款周转率	1.69	2.76	2.47	2.37
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.45	0.60	0.79
每股经营现金流 (摊)	0.14	-0.66	0.75	-0.69
每股净资产	7.99	8.24	8.85	9.64
估值比率				
P/E	94.39	20.90	15.48	11.79
P/B	2.40	1.13	1.06	0.97
EV/EBITDA	56.38	16.02	11.42	9.65

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

分析师：王奇珏，华安计算机团队联席首席，上海财经大学本硕，7 年计算机行研经验，2022 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖 AI 及行业信息化，2021 年 8 月加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。