

网安主业稳健增长，新场景布局成效显著

——天融信(002212.SZ)2021年年度报告点评

买入|维持

事件：

公司于2022年4月28日收盘后发布《2021年年度报告》、4月29日收盘后发布《2022年一季度报告》。

点评：

● 剥离电线电缆业务，网络安全主业同比增长18.33%

2021年，公司营业收入同比下滑，主要系公司实施重大资产出售，不再从事电线电缆业务。公司网络安全业务实现收入33.52亿元，同比增长18.33%，剔除同天科技的影响后，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%。分产品看，基础安全产品、大数据与态势感知产品及服务、基础安全服务、云计算与云安全产品及服务收入分别为22.52、3.89、4.31、2.76亿元。国产化方面，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，国产化业务收入5.6亿元，占比超过15%，同比增长近10倍。

● 加强研发完善新业务布局，渠道营销策略成效显著

2021年，公司研发费用为8.03亿元，同比增长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。公司销售费用为7.19亿元，同比增长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%，渠道销售人员占比10.91%。公司加速推进全行业营销布局，营业收入在政府行业同比增长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%。

● 22Q1营业收入快速增长，新场景已具备领先优势

2022年第一季度，公司实现营业收入3.78亿元，同比增长42.80%，主要系公司经过前期的投入，已完成在网络安全、大数据和云服务三大业务上的全面布局，尤其在新方向、新场景方面具备领先优势，以及上年度较大幅度的新增订单（不含2021年度业绩快报修正公告中披露的调减收入对应的合同）中部分在2022年第一季度实现收入。公司归母净利润为亏损0.65亿元，扣非归母净利润为亏损0.71亿元，亏损均同比收窄。

● 盈利预测与投资建议

公司是中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商，连续22年位居中国防火墙市场第一，同时积极布局新方向新场景，持续成长空间广阔。预测公司2022-2024年营业收入为45.09、58.92、75.31亿元，归母净利润为6.79、8.93、11.48亿元，EPS为0.57、0.75、0.97元/股，对应PE为16.14、12.27、9.54倍。考虑到公司的成长性和行业估值水平的变化，下调公司2022年的目标PE至30倍，对应目标价为17.10元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；网络安全与数据安全相关政策落地进度不及预期；新兴安全业务拓展不及预期；行业竞争加剧。

当前价/目标价：9.24元/17.10元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：21.11 / 8.51

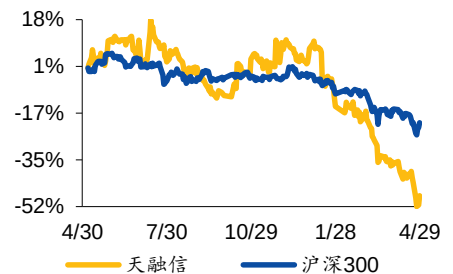
A股流通股（百万股）：1155.92

A股总股本（百万股）：1185.81

流通市值（百万元）：10680.72

总市值（百万元）：10956.91

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-天融信(002212.SZ)首次覆盖报告：防火墙市场王者，积极布局新场景》2022.02.18

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5704.17	3351.57	4508.62	5892.09	7531.37
收入同比(%)	-19.56	-41.24	34.52	30.69	27.82
归母净利润(百万元)	400.11	230.00	678.92	892.77	1148.36
归母净利润同比(%)	-0.21	-42.52	195.19	31.50	28.63
ROE(%)	4.17	2.43	6.68	8.13	9.55
每股收益(元)(最新摊薄)	0.34	0.19	0.57	0.75	0.97
市盈率(P/E)	27.38	47.64	16.14	12.27	9.54

资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5022.87	4657.28	5630.67	6668.57	7900.69
现金	1383.01	914.11	1071.46	1193.42	1506.60
应收账款	1031.99	1997.99	2375.59	2828.79	3305.52
其他应收款	1066.97	906.13	1111.37	1327.49	1530.37
预付账款	56.59	27.68	36.02	45.83	57.02
存货	431.33	509.04	661.39	810.49	937.58
其他流动资产	1052.99	302.33	374.84	462.56	563.60
非流动资产	6301.39	6939.03	6945.92	6989.53	7049.74
长期投资	454.21	636.01	658.64	674.37	691.26
固定资产	213.39	228.24	251.19	260.68	268.39
无形资产	493.55	621.12	632.23	647.73	666.24
其他非流动资产	5140.25	5453.66	5403.86	5406.74	5423.85
资产总计	11324.26	11596.31	12576.60	13658.09	14950.43
流动负债	1636.96	1996.62	2274.66	2531.64	2765.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	658.67	950.91	1176.52	1382.62	1573.23
其他流动负债	978.29	1045.72	1098.14	1149.02	1192.05
非流动负债	93.09	120.83	133.27	139.62	146.43
长期借款	14.41	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	78.68	120.83	133.27	139.62	146.43
负债合计	1730.06	2117.46	2407.93	2671.26	2911.71
少数股东权益	8.49	1.72	4.06	7.33	11.92
股本	1171.81	1185.81	1185.81	1185.81	1185.81
资本公积	6051.70	6348.30	6348.30	6348.30	6348.30
留存收益	2579.60	2761.91	3440.83	4255.73	5303.02
归属母公司股东权益	9585.72	9477.13	10164.61	10979.50	12026.80
负债和股东权益	11324.26	11596.31	12576.60	13658.09	14950.43

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	203.57	169.73	193.60	256.58	482.91
净利润	396.61	226.07	681.26	896.04	1152.95
折旧摊销	143.11	149.35	130.54	134.96	139.93
财务费用	16.29	-7.89	-2.96	-3.66	-4.75
投资损失	21.19	-16.67	-18.72	-16.53	-15.01
营运资金变动	-535.43	-381.83	-574.54	-700.75	-718.51
其他经营现金流	161.80	200.70	-21.97	-53.47	-71.71
投资活动现金流	373.95	-98.89	-50.57	-61.90	-75.13
资本支出	382.49	518.56	8.54	15.42	29.63
长期投资	120.09	-715.08	10.89	17.61	19.65
其他投资现金流	876.53	-295.41	-31.13	-28.87	-25.85
筹资活动现金流	92.32	-547.07	14.32	-72.73	-94.60
短期借款	-398.11	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	14.41	-14.41	0.00	0.00	0.00
普通股增加	13.33	14.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	295.03	296.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	167.66	-843.26	14.32	-72.73	-94.60
现金净增加额	667.30	-476.23	157.36	121.95	313.18

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5704.17	3351.57	4508.62	5892.09	7531.37
营业成本	3572.79	1360.45	1818.99	2362.24	3001.20
营业税金及附加	36.71	35.19	46.44	60.10	76.07
营业费用	612.23	718.84	795.32	1078.84	1406.11
管理费用	338.94	337.33	367.90	480.21	612.30
研发费用	613.99	802.71	900.45	1103.58	1351.35
财务费用	16.29	-7.89	-2.96	-3.66	-4.75
资产减值损失	-35.89	-4.09	-3.67	-2.71	-2.13
公允价值变动收益	52.78	53.30	58.58	65.47	72.16
投资净收益	-21.19	16.67	18.72	16.53	15.01
营业利润	578.51	279.99	784.87	1024.77	1312.83
营业外收入	1.22	1.72	2.19	2.54	2.95
营业外支出	5.71	20.74	8.21	5.49	3.37
利润总额	574.03	260.98	778.85	1021.82	1312.41
所得税	177.41	34.90	97.59	125.79	159.46
净利润	396.61	226.07	681.26	896.04	1152.95
少数股东损益	-3.50	-3.92	2.34	3.27	4.59
归属母公司净利润	400.11	230.00	678.92	892.77	1148.36
EBITDA	737.91	421.46	912.44	1156.07	1448.01
EPS (元)	0.34	0.19	0.57	0.75	0.97

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-19.56	-41.24	34.52	30.69	27.82
营业利润(%)	22.27	-51.60	180.32	30.57	28.11
归属母公司净利润(%)	-0.21	-42.52	195.19	31.50	28.63
获利能力					
毛利率(%)	37.37	59.41	59.66	59.91	60.15
净利率(%)	7.01	6.86	15.06	15.15	15.25
ROE(%)	4.17	2.43	6.68	8.13	9.55
ROIC(%)	5.57	2.97	8.03	9.69	11.49
偿债能力					
资产负债率(%)	15.28	18.26	19.15	19.56	19.48
净负债比率(%)	1.10	1.89	1.78	1.66	1.58
流动比率	3.07	2.33	2.48	2.63	2.86
速动比率	2.80	2.08	2.18	2.31	2.52
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.29	0.37	0.45	0.53
应收账款周转率	3.77	2.09	2.06	2.26	2.46
应付账款周转率	6.22	1.69	1.71	1.85	2.03
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.19	0.57	0.75	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.14	0.16	0.22	0.41
每股净资产(最新摊薄)	8.08	7.99	8.57	9.26	10.14
估值比率					
P/E	27.38	47.64	16.14	12.27	9.54
P/B	1.14	1.16	1.08	1.00	0.91
EV/EBITDA	12.43	21.76	10.05	7.93	6.33

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188