东兴证券 DONGXING SECURITIES

南洋股份（002212）：电缆业务剥离完成，网安龙头焕发新活力

2020 年 09 月 16 日

推荐/首次

南洋股份 | 公司报告

中国网络安全硬件市场领军企业。2017 年，南洋股份与网络安全行业巨头天融信完成重组交易，进军网络安全行业，提供网络安全及大数据产品和安全服务，在防火墙硬件市场中，天融信以 22.4%的市场占有率，排名第一；在入侵防御、VPN 硬件市场中的市场占有率分别为 11.1%和 7.2%，分别位列第四和第三。此外，在其他网络安全细分市场中，天融信亦位于市场领先地位。

营收状况稳定，疫情影响业绩有所下降。公司整体经营稳定，2020 年上半年，公司实现营业收入 2376 亿元，同比减少 7.85%；主要系受新冠疫情影响，网络安全业务的项目进度延缓所致。分行业来看，政府及事业单位收入下降 54.06%，国有企业下降 64.81%，毛利率均有所上涨，公司优势行业受到疫情影响较重；同时，商业市场营收增长 213.58%，证明公司渠道市场的已开始有所斩获。

电缆业务剥离，全面聚焦于网安。目前公司已经与控股股东郑钟南及其关联方签订协议，作价 21.05 亿元现金转让电缆业务相关权益和负债，根据公司公告，截至目前公司已累计收到剥离事项付款 10.74 亿元，占交易对价的 51%，相关标的已完成交割过户，公司未来将不再从事电线电缆业务，全面聚焦业务于网络安全领域，有望在网络安全行业景气度不断提升的大背景下，实现网络安全领域营收规模及净利润规模的双提升，优化并提高上市公司的盈利能力，提高公司在网络安全行业的市场竞争力。

从合规和风险管理向数字化转型赋能转型，我国信息安全市场潜力巨大，需求升级有望带动行业集中度提升。等级保护 2.0 标准落地，企事业单位将进一步加大信息安全产品和服务的投入。2018 年我国信息安全市场为 495.2 亿元，赛迪预测，到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。工信部网站《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》指出，到 2025 年，网络安全产业规模超过 2000 亿。预计未来五年保持 20%以上的增长速度仍是大概率事件。同时，网络安全需求从单一的信息安全产品需求逐渐发展升级为安全产品、安全集成与安全服务相互交织的解决方案需求。安全服务化趋势要求更加全面的综合服务能力和完整可靠的安全解决方案，提高了行业竞争门槛，安全市场集中度有望提升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.66、7.98 和 9.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.57、0.69 和 0.84 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 41、34 和 28 倍。看好公司的渠道建设和产品线扩充，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：下游客户信息安全投入不及预期；政策实施不及预期；市场竞争加剧风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,300.34	7,091.07	5,067.41	3,766.49	4,758.84
增长率（%）	22.74%	12.55%	-28.54%	-25.67%	26.35%
净归母利润（百万元）	485.26	400.96	666.02	798.17	974.59
增长率（%）	14.16%	-17.37%	66.11%	19.84%	22.10%
净资产收益率（%）	5.91%	4.51%	7.06%	7.96%	9.07%
每股收益(元)	0.42	0.35	0.57	0.69	0.84
PE	56.55	67.86	41.31	34.47	28.23
PB	3.32	3.09	2.91	2.74	2.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

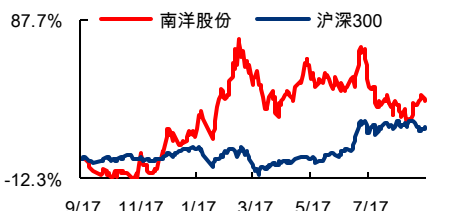
2017 年南洋股份与网络安全行业巨头天融信完成重组交易，进军网络安全行业，提供网络安全及大数据产品和安全服务。天融信自设立以来一直专注于网络安全领域，自 2016 年根据国家安全战略及主要行业客户需求由“网络安全产品与解决方案提供商”向“网络安全、大数据与安全云服务提供商”践行战略转型，目前拥有具有核心竞争力的安全及大数据产品、安全服务这两条业务主线。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	23.75-17.8
总市值（亿元）	276.79
流通市值（亿元）	268.67
总股本/流通 A 股（万股）	116543/113124
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.29

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050004

研究助理：陈晓博

010-66555574 chenxb_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070046

目录

1. 电缆业务剥离完成，网安领军企业焕发新活力 4
1.1 营收状况稳定，疫情影响业绩有所下降 4
1.2 剥离电缆业务，全面聚焦网安行业，提高市场竞争力 5
1.3 中国网络安全行业知名品牌，产品业务线丰富 6
2. 网络安全、大数据与安全云服务领先提供商 10
2.1 公司研发创新，具有较强盈利能力 10
2.1.1 网络安全业务具有较强盈利能力，是公司主要利润来源 10
2.1.2 投资参股信息安全软件多个公司，拓展业务领域，分散风险 10
2.1.3 研发创新，建立技术壁垒 10
2.2 天融信为网络安全行业领军企业，安全硬件产品保持龙头地位 11
2.2.1 中国网络安全行业知名品牌 11
2.2.2 中国网络安全硬件市场领军企业 12
2.2.3 安全大数据技术研究与落地的先行者 14
2.2.4 领先的安全云服务提供商 15
2.3 网络安全业务——市场增长迅速，需求升级有望提高市场集中度 15
3. 盈利预测与公司估值 17
4. 风险提示 17
相关报告汇总 19

表格目录

表 1 天融信承担国家重大活动网络安全保障工作情况 11

插图目录

图 1：公司近年营业收入及增长率（百万元） 4
图 2：公司近年归母净利润及增长率（百万元） 4
图 3：公司近年期间毛利率及净利润情况 5
图 4：公司近年期间费用情况 5
图 5：2013-2019 年电线电缆业务营业收入及增长率 6
图 6：2013-2017 年电线电缆业务归母净利润及增长率 6
图 7：公司网络安全业务细分 7
图 8：公司安全云服务细分 8
图 9：公司分业务收入情况 10
图 10：公司不同业务毛利率情况 10
图 11：NGFW 高性能架构 11
图 12：安全资源虚拟化 11
图 13：2019 年中国网络安全 100 强企业 13

图 14：我国防火墙与 UTM 市场规模及预测.....14
图 15：网络安全相关法律法规密集出台.....15
图 16：2016-2021 中国网络安全市场结构及预测.....16
图 17：2018 年中国与全球网络信息安全市场结构对比.....16
图 18：2016-2021 年国内网络安全市场规模（亿元）.....17
图 19：2016-2018 年中国网络安全行业集中度.....17

1. 电缆业务剥离完成，网安领军企业焕发新活力

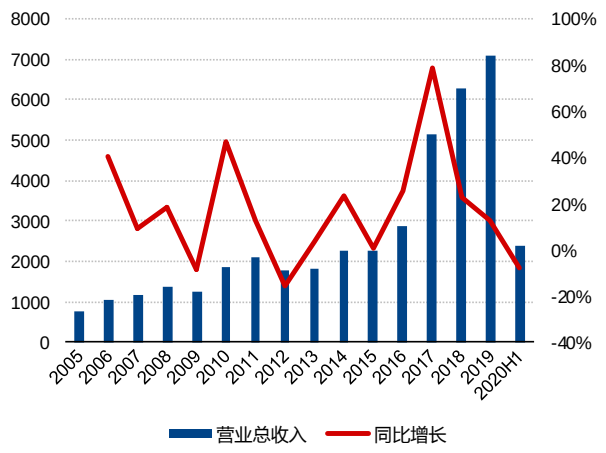
2017 年，南洋股份与网络安全行业巨头天融信完成重组交易，进军网络安全行业，提供网络安全及大数据产品和安全服务，目前保持在防火墙领域的龙头地位，在云安全、数据安全、工控安全、自主可控和下一代互联网安全、物联网安全、终端威胁防护方面持续投入，陆续推出相关安全产品和解决方案。从贡献毛利上判断，网络安全业务毛利率远大于线缆行业，是其 2.7 倍左右，2018 年电线电缆和网络安全业务分别贡献毛利为 4.18 亿元和 11.3 亿元。也是因为并购天融信和网络安全业务增长，2017 年和 2018 年公司归母净利润大幅上涨。

1.1 营收状况稳定，疫情影响业绩有所下降

公司整体经营稳定，2020 年上半年，公司实现营业收入 237,648.71 万元，同比减少 7.85%；公司实现归属于上市公司股东净利润-20,731.50 万元，同比减少 161.99%，主要系受新冠疫情影响，网络安全业务的项目进度延缓所致。

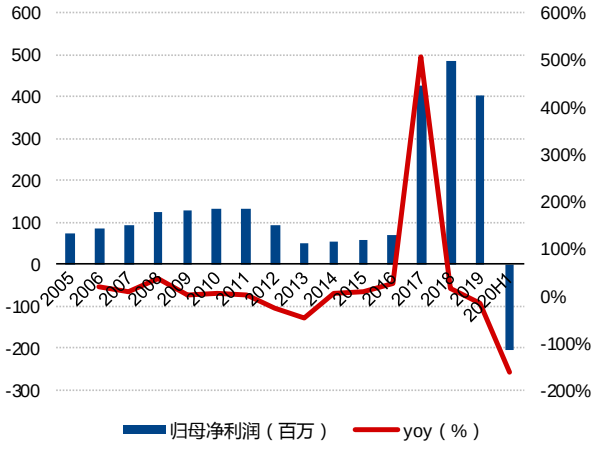
公司网络安全业务毛利率回升至 62.52%，同比增长 11.53%。其中安全及大数据业务实现收入 3.18 亿元（-45.48%），毛利率达到 67.80%，同比增长 17.58%。安全服务收入为 0.88 亿元（-14.34%），毛利率为 43.37%，同比下降 12.01%。由于疫情导致项目进度延缓对上半年影响较大，并且 2019 年上半年由于集成业务高增长带来基数较大，因此毛利率下降较多。2020 年上半年，毛利率回升幅度较大。公司上半年营收下降较大主是集成业务减少导致。分行业来看，政府及事业单位收入下降 54.06%，国有企业下降 64.81%，毛利率均有所上涨，公司优势行业受到疫情影响较重；同时，商业市场营收增长 213.58%，证明公司渠道市场的已开始有所斩获。

图 1：公司近年营业收入及增长率（百万元）



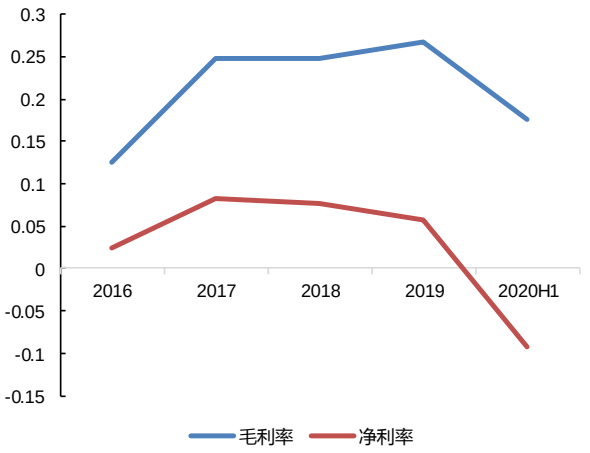
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及增长率（百万元）



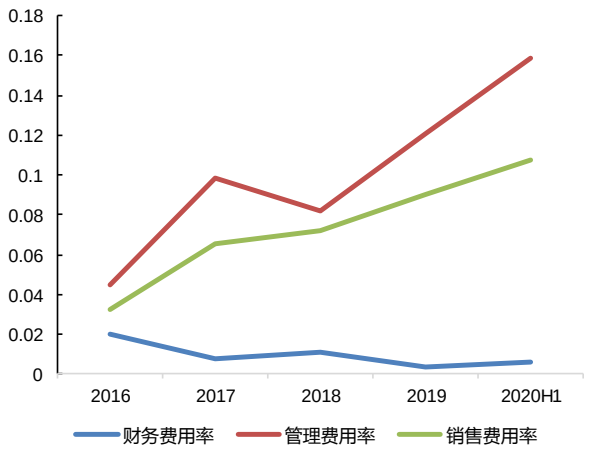
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：公司近年期间毛利率及净利润情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：公司近年期间费用情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司归母净利润从 2005 年开始也是呈现总体上升的趋势，但是在 2012 年和 2013 年有较大幅度的下滑。2012 年利润总额与归属于上市公司净利润分别下降 32.72%、 28.79%，除了销售量减少外，还是因为公司全资子公司南洋天津负责实施的新能源、船用及变频节能特种电缆项目于 2012 年 9 月投产，新项目建设投产阶段的筹办费用较多，新项目产能尚未完全释放，同时为了促进新产品销售额的提高，公司加大了市场的开拓力度，相应增加了营销成本，且近几年劳动成本不断上升，导致公司合并报表的净利润出现下滑。2013 年主要是随南洋电缆（天津）有限公司新能源、船用及变频节能特种电缆项目本期投产，各种管理、销售费用以及对 500kV 超高压交联聚乙烯绝缘环保阻水电力电缆、金属护套矿物绝缘电缆、环保型新能源电缆的研发费用相应增加。

2017 年公司归母净利润大幅上涨主要是因为 2017 年公司合并了北京天融信科技有限公司利润表，2018 年是因为网络安全业务增长，天融信全资子公司天融信网络投资了多家网络信息安全和相关技术公司，完成了公司在国内企业内容管理（ECM）和智能数据管理（IDM）、大数据安全、量子通信技术、网络攻防实训、智慧安防、无人机等前沿技术研究以及产品和服务研发等领域的战略投资和合作，符合公司整体战略目标。

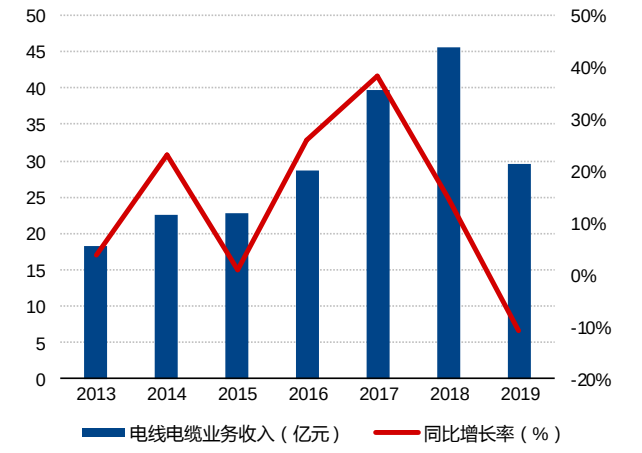
从目前的业绩情况看，在网络安全行业继续保持天融信的龙头地位，开发新技术，紧跟网络安全产业快速增长的趋势，继续在边界安全、数据安全、应用安全、移动安全、工控安全、安全管理、安全云服务等领域投入，并在大数据分析、移动互联网安全、风险探知、云安全、工业互联网、下一代互联网、车联网安全、新型安全检测等新技术领域加强核心技术的研究与产品开发。**公司在电线电缆行业仍然发挥品牌、成本管控、产品及渠道优势，继续保持电线电缆业务在华南区域的优势地位。**

1.2 剥离电缆业务，全面聚焦网安行业，提高市场竞争力

公司自 2016 年底建立电线电缆、网络安全的双主业平台以来，在发展战略上推行双主业并行。一方面，公司的电线电缆业务将沿着能源行业产业链的思路，整合传统能源和新能源领域。另一方面，公司将以全资子公司天融信为依托，大力发展网络安全业务。天融信将继续贯彻“成为中国领先的网络安全、大数据、安全云服务提供商”的战略目标，积极响应国家强化网络安全保障、完善国家网络安全保障体系

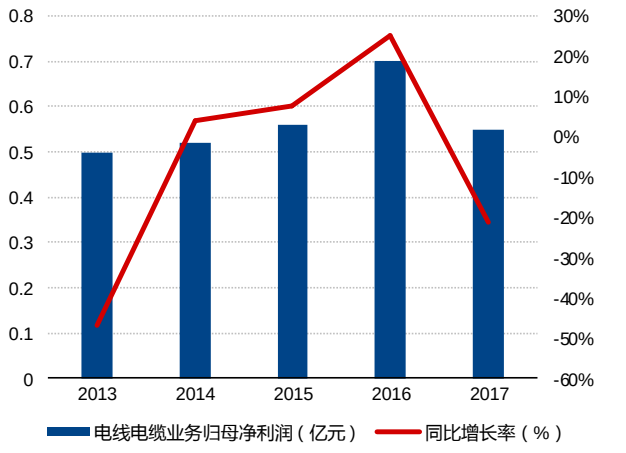
的要求，保持快速发展的势头。

图 5：2013-2019 年电线电缆业务营业收入及增长率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：2013-2017 年电线电缆业务归母净利润及增长率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2013 年到 2016 年，公司线缆业务归母净利润保持持续增长的态势，2016 年达到峰值 0.7 亿元。但是 2017 年线缆业务归母净利润同比下降 21.4%，仅为 0.55 亿元，主要是因为上游原材料价格波动导致主营业务成本上涨。

线缆行业“料重工轻”的行业属性明显，近年来，铜材等主要原材料的价格波动幅度较大，对成本管控、合同管理与融资能力提出了更高的要求。管理差、规模小、研发能力弱、融资渠道窄的企业逐渐被淘汰，行业面临新一轮的调整。南洋股份产品线覆盖低压、中压、高压和超高压，能为客户提供多方面的技术服务，满足多层次的客户需求。公司的重点市场华南地区为我国第二大电线电缆消费区域，公司在华南地区的品牌美誉度高，市场份额长期名列前茅。

目前公司已经与控股股东郑钟南及其关联方签订协议，作价 21.05 亿元现金转让电缆业务相关权益和负债，根据公司公告，截至目前公司已累计收到剥离事项付款 10.74 亿元，占交易对价的 51%，相关标的已完成交割过户，公司未来将不再从事电线电缆业务，全面聚焦业务于网络安全领域，有望在网络安全行业景气度不断提升的大背景下，实现网络安全领域营收规模及净利润规模的双提升，优化并提高上市公司的盈利能力，提高公司在网络安全行业的市场竞争力。

同时，2019 年公司已经有多处积极变化，态势感知等新业务高速增长、中电科的股东协同、渠道化战略逐步实施、股权激励巩固团队等。公司将推动在网络安全领域的业务拓展。有望显著改善盈利质量，强化网络安全业务市场竞争力以及整体的可持续发展能力。

1.3 中国网络安全行业知名品牌，产品业务线丰富

2016 年底，公司购买天融信 100%股权的重大资产重组事项获得中国证监会核准并完成资产过户，自此公司建立了电线电缆、网络安全的双主业平台。

天融信自设立以来一直专注于网络安全领域，为政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、电力、制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和安全服务，致力于帮助用户降低安全风险，创造业务价值。各主要产品如下：

（1）安全及大数据产品：主要包括安全网关、安全检测、安全接入、数据安全、云安全、大数据、端点安全、工业互联网安全、物联网安全、车联网安全、边缘安全防御、可信安全访问、云计算、企业安全无线等相关产品。

图 7：公司网络安全业务细分



安全防护
- 天融信NGFW®下一代防火墙
- 天融信网络流量分析系统
- 天融信高级可持续性威胁安全监测系统
- 天融信负载均衡系统
- 天融信网页防篡改系统
- 天融信应用安全网关系统
- 天融信安全隔离与信息交换系统
- 天融信上网行为管理系统
- 天融信病毒过滤网关系统
- 天融信Web应用防火墙系统
- 天融信安全隔离与单向导入系统



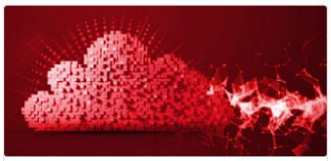
安全检测
- 天融信入侵防御系统
- 天融信入侵检测系统
- 天融信僵木蠕监测系统
- 天融信异常流量管理与抗拒绝服务系统
- 天融信网络审计系统
- 天融信数据库审计系统
- 天融信主机监控与审计系统



安全接入
- 天融信物联网安全管理平台
- 天融信物联网安全网关
- 天融信物联网接入网关
- 天融信物联网使能平台
- 天融信VPN系统
- 天融信企业移动安全管理平台
- 天融信移动APP扫描加固系统
- 天融信网络安全准入系统



数据安全
- 天融信终端数据防泄漏系统
- 天融信数据安全智能管控平台
- 天融信备份一体机
- 天融信数据安全交换平台系统
- 天融信文档安全管理系统
- 天融信数据库脱敏系统
- 天融信数据库安全网关
- 天融信网络数据防泄漏系统



云安全
- 天融信等保一体机
- 天融信虚拟化分布式防火墙
- 天融信虚拟化安全资源池
- 天融信终端威胁防御系统



工业安全
- 天融信工控防火墙系统
- 天融信工控安全监测审计系统
- 天融信工控安全隔离与信息交换系统
- 天融信工控漏洞扫描系统
- 天融信工控主机卫士系统
- 天融信工控安全集中管理平台
- 天融信工控安全态势感知平台
- 天融信工控安全检查工具箱系统



昆仑系列产品
- 天融信昆仑系列防火墙系统
- 天融信昆仑系列入侵防御系统
- 天融信昆仑系列主机监控与审计系统
- 天融信昆仑系列Web应用安全防护系统
- 天融信昆仑系列入侵检测系统
- 天融信昆仑系列防病毒系统
- 天融信昆仑系列安全隔离与信息交换系统
- 天融信昆仑系列数据库审计系统
- 天融信昆仑系列终端安全登录系统
- 天融信昆仑系列数据脱敏系统
- 天融信昆仑系列网络审计系统
- 天融信昆仑系列服务器审计系统
- 天融信昆仑系列脆弱性扫描与管理系统
- 天融信昆仑系列运维安全管理系统
- 天融信昆仑系列打印及刻录安全监控与审计系统



智慧无线
- 天融信智慧无线管理系统

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

（2）安全服务：主要包括安全云服务、安全咨询服务、安全评估与加固服务、安全应急响应服务、安全运维服务、安全租赁服务、安全培训服务、安全集成服务等线上和线下安全服务。

图 8：公司安全云服务细分



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2020 年上半年，针对网络安全形势的变化和客户需求，天融信继续贯彻“成为中国领先的网络安全、大数据、安全云服务提供商”的战略目标，持续提升网络安全及大数据产品、安全服务两条业务主线核心竞争力，在云安全、数据安全、移动安全、端点安全、态势感知、工业互联网安全、下一代互联网安全、物联网、车联网、云计算等重点技术领域成果显著，国产化安全领域继续加大投入，产品技术优势进一步提升，进一步深入耕耘行业市场，积极拓展渠道市场，扩充战略合作，拓宽市场边际与客户覆盖范围。

在安全防护领域，天融信不断提升核心产品竞争力及市场占有率，加大行业化和新场景应用产品研发投入。2020 年上半年发布了融入人工智能技术的下一代防火墙新版本，增强多产品协同联动、僵尸网络防护、高级威胁检测防御、加密流量识别检测等安全能力；发布了面向金融、运营商等行业化防火墙产品，为行业用户提供符合其业务特点的专用化产品；发布了集边缘防护、应用交付、广域网优化、安全接入等多种安全技术于一体的广域网边缘安全网关产品。

在安全检测领域，天融信不断提升检测能力。2020 年上半年发布了全新的全流量威胁检测产品和全流量威胁溯源产品，通过深度解析用户网络全流量，结合特征匹配、异常行为分析、机器学习、虚拟沙箱等技术，实现迅速精准的识别、检测和溯源网络中已知和未知网络威胁。

在安全接入领域，天融信加大了零信任、SDP 等技术的研究和落地，通过硬件识别、安全接入、环境感知、行为分析、数据分级等安全技术融合，形成基于业务环境、访问行为、数据管理等方面的持续监控策略，实现自适应动态精细化身份授权管理，为用户提供完整的零信任解决方案，实现对业务服务的可信安全访问。

在数据安全领域，天融信积极参与数据安全领域的国家/行业标准规范制定，形成了以网络安全通用防护为基础，以保障关键数据为核心，以数据分级分类为手段，基于数据安全治理过程的数据全生命周期防护方案。

在云安全领域，天融信实现全系列产品云化，为用户提供全面、专业的内生云安全产品和解决方案，该方案在运营商、政府、医疗、公安、军队等多个行业得到了广泛应用。发布了基于飞腾、鲲鹏芯片的全国产软件定义安全防护系统，突破安全能力在国产环境下的虚拟化技术难题，实现安全能力按需部署、动态编排，从云平台、云计算、区域边界多层次保障国产云环境安全。同时，天融信不断推进与腾讯、华为、浪潮、京东、阿里等云厂商的深度合作，为各行业用户提供更加全面的安全能力。

在大数据领域，天融信不断深耕行业，陆续发布了态势分析与安全运营系统的标准版、企业版、国产版等系列产品以及内网威胁分析产品，持续提升产品竞争力。

在云计算领域，天融信发布下一代超融合产品，为用户提供高效安全的超融合、边缘云、容器云等整体建设方案咨询、设计，提升客户私有云部署和应用的能力。同时，结合天融信桌面云系统，向用户提供低运维成本，高业务安全的多场景云解决方案，助力用户业务创新与数字化转型。

在下一代互联网安全领域，天融信全线产品已支持在 IPv4、IPv6 环境部署，其中下一代防火墙、网络隔离、入侵检测、入侵防御、Web 应用防火墙、VPN、态势感知、超融合、日志审计等 20 多款核心产品已通过 IPv6 Enabled Phase-2 认证，并广泛应用。发布了全新的 IPv4/IPv6 协议转换交付系统，快速实现终端与业务系统在 IPv4/IPv6 网络环境的互通互访，帮助用户实现网络平滑升级改造，保障业务系统高效、可靠、安全交付。

在物联网安全领域，天融信继续加大在物联网安全方面的技术研究与产品研发投入，发布了全新的物联网智慧上云网关、智能 AI 网关，面对新能源汽车充电桩、高速交通收费站、城建智慧社区等典型新基建应用场景推出完整的安全建设方案，可有效保障物联网安全项目的顺利建设与实施。

在车联网安全领域，天融信积极投入参与车联网安全标准制定、技术研究与产品研发。依托天融信在网络安全领域深厚的技术积累，面向车联网安全业务场景，逐步建立了涵盖车联网终端安全、通信安全、业务安全、数据安全的纵深防御体系。通过云端车联网安全运营平台的持续建设与车联网安全攻防技术的深入研究，为相关客户提供可持续演进的安全能力。

在国产化安全领域，天融信自 2003 年启动 ASIC 加速芯片研究以来，经过多年的研发，建立了完整的国产化安全产品体系。报告期内，天融信发布了全新昆仑系列国产化安全产品，涵盖安全防护、安全检测、安全接入、安全审计、安全管理、数据安全、终端安全等在内的 30 余款产品，在国内网络安全厂商中处于领先者地位，昆仑系列产品已在政府、军队、金融等行业开始规模化应用。

在安全服务领域，天融信继续加大服务本地化，团队规模快速增长，安全服务人员已覆盖地市级办事处。

在新业务、新技术方面，推出了 5G 安全、工业互联网安全、物联网安全、安全运营等创新服务包，为用户提供更专业的安全服务。

在安全能力培训服务领域，天融信积极与科研机构、院校合作，推出多层次专业化教学体系，向全国网络安全专业学生、行业从业人员推出职业认证、定向培养等服务，不断拓展天融信安全能力培训服务生态圈。

2. 网络安全、大数据与安全云服务领先提供商

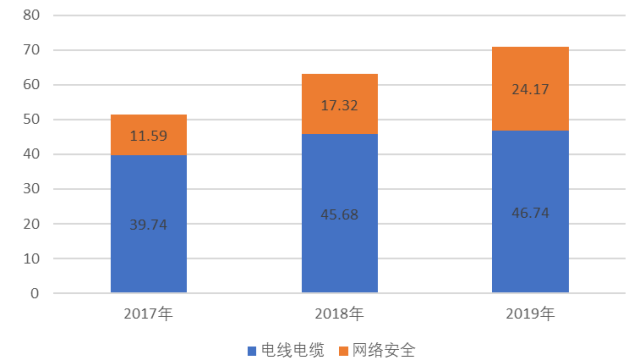
天融信科技集团创始于 1995 年，是中国领先的网络安全、大数据与安全云服务提供商。2017 年，天融信完成与深交所中小板上市公司广东南洋电缆集团股份有限公司的重组交易，南洋股份更名为“南洋天融信科技集团股份有限公司”。目前，我国网络安全业务市场前景广阔，发展潜力巨大。

2.1 公司研发创新，具有较强盈利能力

2.1.1 网络安全业务具有较强盈利能力，是公司主要利润来源

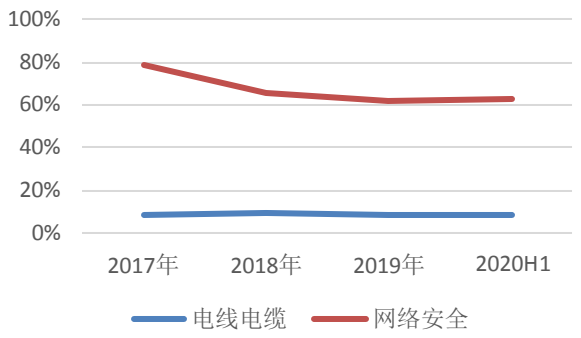
2019 年公司网络安全业务毛利率为 62.52%，对应的电线电缆行业毛利率仅为 8.2%，所以虽然线缆行业营业收入是网络安全行业的 2 倍左右，但是网络安全行业的利润是线缆行业的 3.8 倍。2020 年上半年，网络安全业务的营业收入比例为 17%，成本占比仅为 7.78%，而毛利占比达到了 61%，从 2019 年全年来看，这一比例达 79%，可以看出网络安全业务是公司主要利润来源。

图 9：公司分业务收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 10：公司不同业务毛利率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.1.2 投资参股信息安全软件多个公司，拓展业务领域，分散风险

2018 年，天融信投资了上海鸿翼软件技术、安徽问天量子科技、南京赛宁信息技术、湖北泰跃卫星技术、广州极飞科技、北京天融信创新科技等公司，完成了公司在国内企业内容管理（ECM）和智能数据管理（IDM）、大数据安全、量子通信技术、网络攻防实训、智慧安防、无人机等前沿技术研究以及产品和服务研发等领域的战略投资和合作，符合公司整体战略目标，**完善、深化了公司在网络安全、大数据、安全云服务领域的布局，进一步拓宽了市场空间。**

2.1.3 研发创新，建立技术壁垒

天融信的研发投入水平一直较高，2017 年的整体研发投入占营业收入比重接近 27%，高于同行业的其他一线厂商。持续的高研发投入有助于其保持在行业内的技术领先优势。同时，天融信在 2011 年成立阿尔法实验室，从事供方技术研究，主要为安全漏洞研究、恶意代码研究和特种木马研究。此外，还有安全技术研究院和网络空间安全学院，分别对安全知识库、内容安全、网络流量分析、机器学习、基础设施、工控安全进行专项研究，并且依托在信息安全领域的前沿技术、专业人才和过硬设备推出校企产学合作、职业认证培训、实践攻防赛事、安全意识养成四大服务。

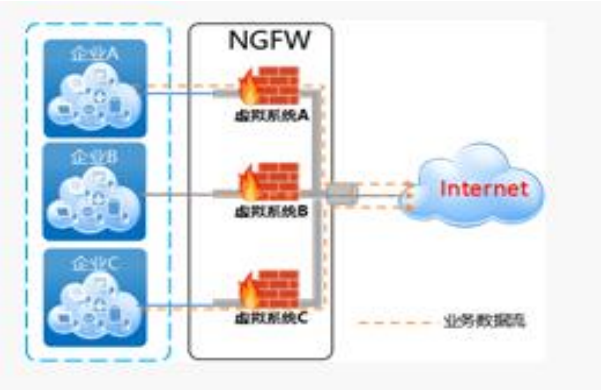
应对更加复杂应用环境和安全问题，推出下一代防火墙（NGFW）。为帮助企业应对当前不断发展的信息技术如 WEB2.0、云应用等带来的越加复杂的应用环境和安全问题，天融信凭借 20 多年的安全研发积累与安全服务经验，针对 IDC、运营商、高校等大流量型网络环境所面临的性能和安全问题，推出基于 NGTOS 系统的天融信 NGFW®下一代防火墙猎豹六系列产品。**天融信下一代防火墙具有高性能架构、深度识别管控、异常流量清洗、未知威胁防御、安全资源虚拟化、安全可视化等优点。在网络应用多样化、物理边界模糊化、以及安全威胁复杂化的今天，NGFW 有望实现对传统防火墙和 UTM 产品的逐渐替代。**

图 11：NGFW 高性能架构



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 12：安全资源虚拟化



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.2 天融信为网络安全行业领军企业，安全硬件产品保持龙头地位

2.2.1 中国网络安全行业知名品牌

经过多年发展，天融信已在行业内建立品牌优势。天融信仅在 2018 年获得中央军委科学技术委员会颁发的军队科学技术进步一等奖、中国互联网网络安全威胁治理联盟（“CCTGA”）特别贡献奖、“2018 中国大数据企业 50 强”奖项、年度“优秀技术支持单位”及“国家重大活动网络安全保卫技术支持单位”称号、国家科学技术进步二等奖等。**同时，作为拥有较强技术实力和丰富经验的民族网络安全领军企业之一，天融信在国家重大活动网络安全保障工作中承担并圆满完成保障任务。**

表 1 天融信承担国家重大活动网络安全保障工作情况

时间	事件	职责
2008 年	北京奥运会	承担安全保卫工作核心技术支撑工作
2010 年	上海世博会	担任网络安全神经中枢系统建设单位

时间	事件	职责
2010 年	广州亚运会	担任信息系统网络安全系统集成商
2011 年	天宫一号与神州八号对接工程	网络安全产品和安全管理平台提供商
2012 年	国家下一代互联网安全专项活动	担任防火墙、VPN、互联网审计承接单位
2012 年	中国共产党第十八次全国代表大会	网络安全保障工作
2015 年	中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 70 周年纪念活动	网络安全保障工作
2015 年	第二届世界互联网大会	网络安全保障工作
2016 年	第三届世界互联网大会	网络安全保障工作
2016 年	二十国集团（G20）领导人第十一次峰会	网络安全保障工作
2017 年	“一带一路”国际合作高峰论坛	网络安全保障工作
2017 年	厦门金砖峰会	网络安全保障工作
2017 年	中国共产党第十九次全国代表大会	网络安全保障工作
2018 年	中华人民共和国第十三届全国人民代表大会第一次会议、中国人民政治协商会议第十三届全国委员会第一次会议	网络安全保障工作
2018 年	博鳌亚洲论坛年会	网络安全保障工作
2018 年	2018“数字中国建设峰会”	网络安全保障工作
2018 年	上海合作组织成员国元首理事会第十八次会议	网络安全保障工作
2018 年	中非合作论坛峰会	网络安全保障工作
2018 年	中国国际进口博览会	网络安全保障工作和网络安全产品提供商
2019 年	中华人民共和国第十三届全国人民代表大会第二次会议、中华人民政治协商会议第十三届全国委员会第二次会议	网络安全保障工作
2019 年	第二届数字中国建设峰会	网络安全保障工作
2019 年	第二届“一带一路”国际合作高峰论坛	网络安全保障工作
2019 年	博鳌亚洲论坛年会	网络安全保障工作
2019 年	北京世界园艺博览会	网络安全保卫工作
2019 年	第二届全国青年运动会	网络安全保障工作
2019 年	第十一届全国少数民族传统体育运动会	网络安全保卫工作
2019 年	第十六届中国-东盟博览会	网络安全技术保障工作
2019 年	新中国成立 70 周年庆典	网络安全保卫技术支持工作
2019 年	第二届中国国际进口博览会	网络安全服务保障工作
2019 年	第七届世界军人运动会	网络安全保障工作
2020 年	中华人民共和国第十三届全国人民代表大会第三次会议、中华人民政治协商会议第十三届全国委员会第三次会议	网络安全保障工作

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

2.2.2 中国网络安全硬件市场领军企业

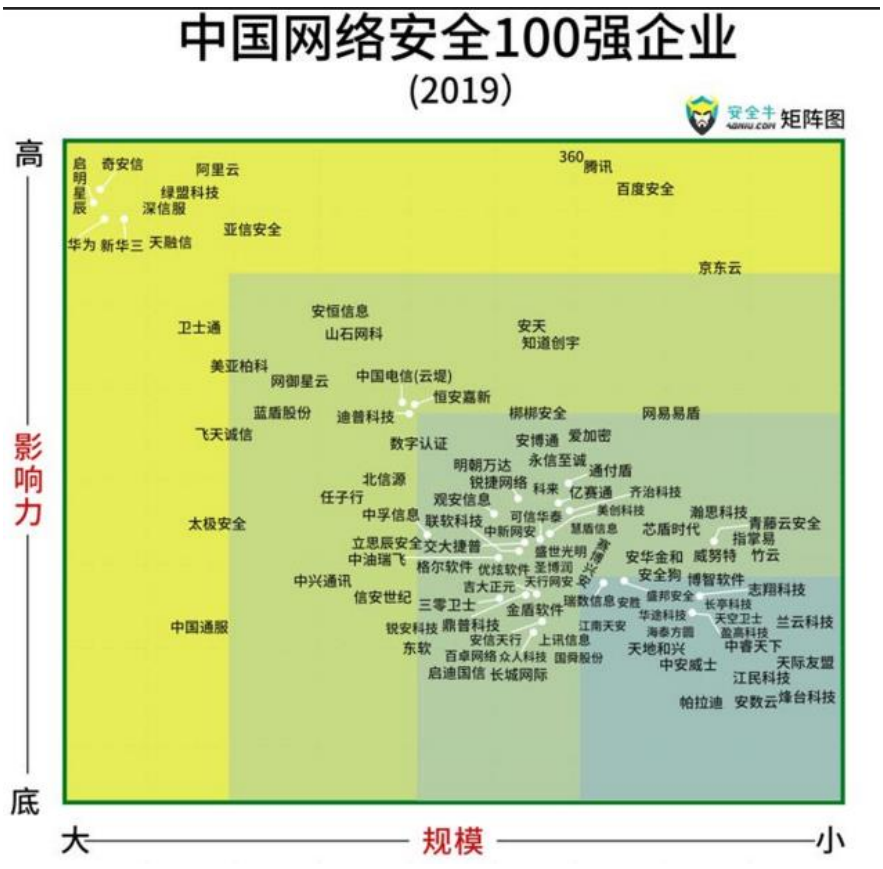
天融信是安全硬件产品领军企业，连续二十年位列防火墙市场第一，VPN、IDP、网闸等产品也位居行业前列。国际权威数据调研分析机构 IDC 发布的 2019 年第一季度中国网络安全市场分析报告显示，作为中国 IT 安全硬件市场的头部企业，天融信连续 20 年位居中国网络安全防火墙市场第一，并在安全硬件、整体网络安全市场处于领导地位。随着等级保护 2.0 标准的发布，中国网络安全市场将迎来更大机遇。天融信从率先推出具有自主知识产权的防火墙产品，到自主研发可编程 ASIC 安全芯片，到云计算时代超

百 G 机架式“擎天”安全网关，再到核心软硬件自主可控的昆仑系列产品，天融信在网络硬件领域持续保持领先。

天融信自设立以来一直专注于网络安全领域，为政府、军队、金融、运营商、能源、卫生、教育、交通、制造等各行业企业级用户提供网络安全及大数据产品和安全服务。天融信主要产品有安全及大数据产品和安全服务产品。其中安全及大数据产品包括安全网关、安全检测、安全接入、数据安全、云安全、大数据等。安全服务包括安全产品增值服务、安全咨询服务、安全运维服务、安全研究与开发服务、安全云服务。其中，以 VPN 为核心的安全接入产品、以 IDS/IPS 为核心的安全检测产品多年位于行业前列。**在防火墙硬件市场中，天融信以 22.4%的市场占有率，排名第一；在入侵防御硬件市场、VPN 硬件市场中的市场占有率分别为 11.1%和 7.2%，分别位列第四和第三。此外，在其他网络安全细分市场中，天融信亦位于市场领先地位。**

凭借在防火墙（包括 NGFW）、入侵检测与防御、VPN 等主要业务领域的产品和市场优势，在安全牛发布的 2019 年中国网络安全行业 100 强的榜单中，天融信排名前八，在业务规模和市场影响力方面均位于网络安全行业领先地位。

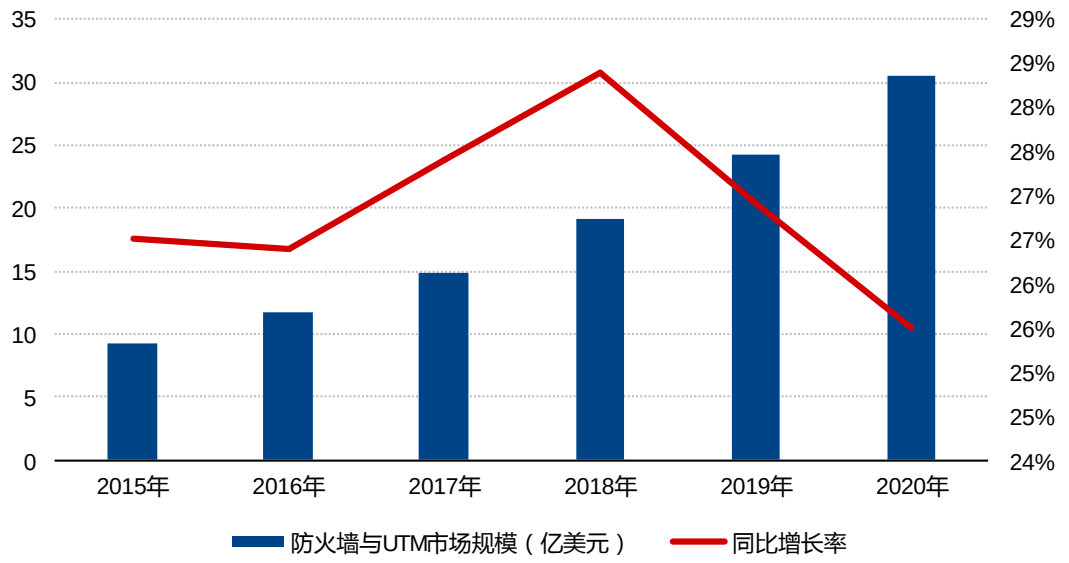
图 13：2019 年中国网络安全 100 强企业



资料来源：安全牛，东兴证券研究所

互联网普及率不断上升使得各行业智能化程度不断加深，由此产生对网络安全措施的大量需求。全球 CIO/CISO 正在寻求利用下一代安全技术与现有的网络安全防御系统相结合，让被动式的防御体系变成智能化的主动网络安全防御体系，这是拉动网络安全硬件类产品，特别是防火墙，市场规模的重要因素。

图 14：我国防火墙与 UTM 市场规模及预测



资料来源：IDC，东兴证券研究所

2.2.3 安全大数据技术研究与落地的先行者

天融信是最早将大数据技术应用在网络安全领域的厂商之一，于 2012 年在某国家项目中已正式应用和落地；随着应用实施行业的增多、项目经验和数据的不断积累，形成了一整套完整的包含大数据采集、大数据存储、大数据建模分析及大数据可视化等子系统的大数据分析平台，积累了较为丰富的安全数据分析模型。随着网络安全法和等保 2.0 的落地，越来越多客户开始建设态势感知系统，安全大数据技术已随着态势感知系统快速应用到更多客户的安全体系中。

针对云计算，天融信作为获取了 VMware Ready for Networking and Security 认证的网络安全厂商，成为 VMware 网络和安全服务的合作伙伴，为政府、金融、能源等行业的 VMware 用户提供安全保障能力，并与华为、浪潮、京东、阿里、腾讯及亚马逊等国内外多家云厂商合作，提供面向等级保护及增强需求的云安全产品和解决方案，保障云数据中心边界、云平台及云租户的安全，同时提供面向云的安全咨询、安全管理及运维服务，满足云安全专业化和个性化需求。

天融信已承担并顺利完成 2012 年国家下一代互联网信息安全专项（下一代互联网防火墙产业化项目、下一代互联网 VPN 设备产业化项目、下一代互联网审计系统产业化项目），目前，公司全线产品支持 IPv6，其中下一代防火墙、入侵检测系统、入侵防御系统、防病毒网关、应用安全网关、WAF、VPN、负载均衡、上网行为管理、网络审计、数据库审计等已通过 IPv6 Ready 金牌认证，并在税务、能源、教育行业得到应用。

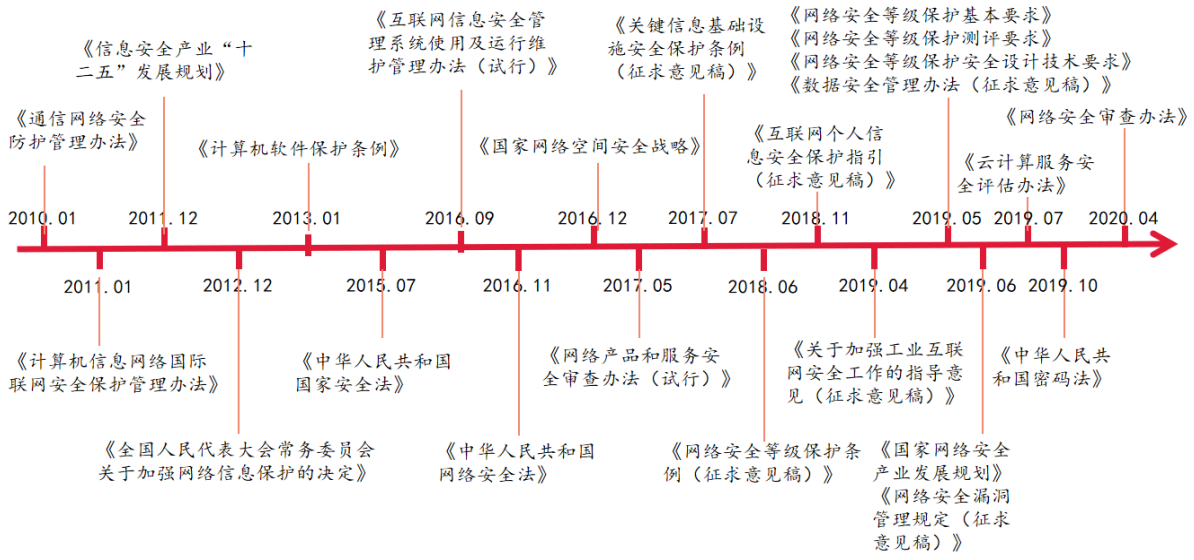
2.2.4 领先的安全云服务提供商

2004 年，天融信成立了“天融信安全运维中心”，为政企用户提供安全运维服务，是国内首批商业化的安全运维服务组织。天融信拥有较为全面的安全产品线和安全服务模式，是国内为数不多的整体安全解决方案提供商，可以为重要行业客户提供全面的网络安全产品技术与安全服务。天融信产品线覆盖了防火墙、VPN、入侵检测、入侵防御、UTM、防病毒网关、网闸、WAF、抗 DDoS、终端安全、云安全、企业安全无线、移动安全、数据安全、工控安全、安全管理、安全审计、端点检测与响应（EDR）主流安全产品市场，并拥有安全管理、大数据分析、风险探知系统等平台性产品，在多个细分市场中保持了领先地位。同时，**依托核心技术与关键产品，天融信构建了包括安全云服务、安全咨询与评估服务、安全运维服务、安全产品增值服务、安全培训服务、安全租赁服务等多种模式的安全云服务中心，覆盖了网络安全产业的主要应用领域。**

2.3 网络安全业务——市场增长迅速，需求升级有望提高市场集中度

随着技术发展和政策的推动，我国的网络安全市场呈现高速增长。非传统安全的网络安全威胁的存在是驱动网络安全行业发展的原动力，随着互联网化和数字化的发展，网络安全威胁形势严峻。为了维护网络空间安全进而保障国家安全，国家近年来密集出台了许多网络安全政策，大力推进网络/信息安全产业发展，将网络安全上升到了国家安全的高度。尤其是 2016 年 11 月 7 日全国人民代表大会常务委员会发布的《中华人民共和国网络安全法》，规定“国家实行网络安全等级保护制度”，标志了等级保护制度的法律地位，使得网络安全有法可依，将信息安全行业以往的合规性驱动过渡到合规性和强制性驱动并重。合规性政策陆续出台提升了信息安全产品服务空间。各行业、各领域都加紧信息安全责任制度建设，为推进信息安全工作提供有力依据。

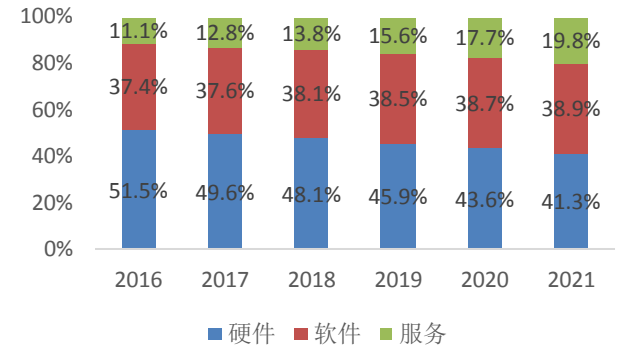
图 15：网络安全相关法律法规密集出台



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

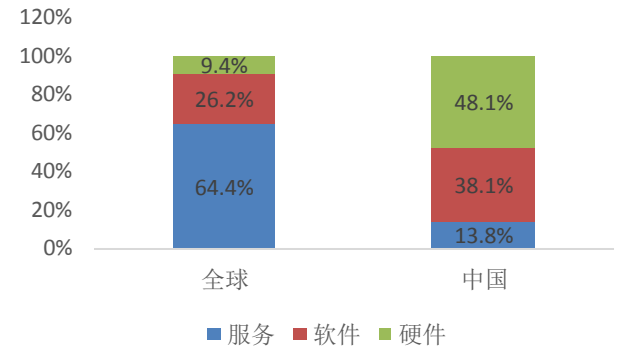
从全球市场来看，全球网络信息安全市场的产品以安全服务为主，2018 年安全服务市场份额占网络信息安全市场的 64.4%；其次是软件，软件市场份额占 26.2%；最后是硬件，硬件市场份额只占 9.4%。而中国的安全市场结构则呈现了完全相反的情况，2018 年中国网络信息安全市场以硬件为主，硬件市场份额占 48.1%；其次是软件，软件市场份额占 38.1%；安全服务产品的占比反而最少，市场份额仅占 13.8%。以全球安全市场为参考，中国安全服务市场份额有巨大的增长空间，预计安全服务业务将快速增长，增速显著高于整体网络信息安全市场。近年来，随着中国安全市场 SaaS 和云服务、主动防御等理念的渗透，网络信息安全盈利模式开始由软硬件产品向服务逐步转移，安全服务市场份额逐渐提升，国内市场结构逐步向全球市场结构调整。预计到 2021 年，中国安全服务市场份额有望从 2016 年的 11.1%提高到 19.8%。

图 16：2016-2021 中国网络安全市场结构及预测



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

图 17：2018 年中国与全球网络信息安全市场结构对比



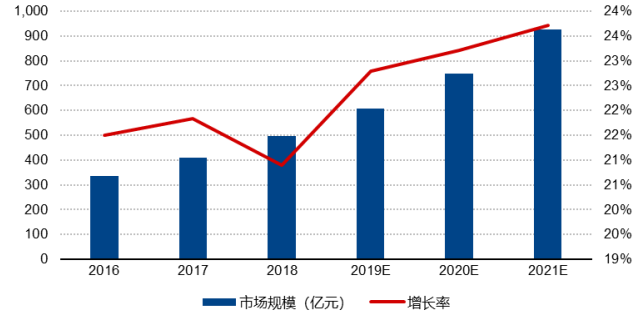
资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

在网络信息安全政策和新兴技术的驱动下，我国网络信息安全行业保持较快增长。2018 年市场整体规模达到 495.2 亿元，较 2017 年增长 20.9%，远超全球安全市场整体增长率。随着数字经济的发展，物联网建设的逐步推进，网络信息安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加，未来的行业发展前景明朗。赛迪顾问预测，到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。工信部网站《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》指出，到 2025 年，网络安全产业规模超过 2000 亿。随着市场规模基数的扩大，预计未来行业增长速度会有所下降，尤其受新冠疫情影响，2020 年网络安全市场规模增速将进一步放缓。但在未来五年内保持 20%以上的增长速度仍是大概率事件。

由于安全需求的多样性和复杂性，网络信息安全产品也具有多样性的特点，市场的细分程度较高，不同的细分市场又存在不同的领先厂商，总体来看，与国际相比，我国信息安全产品缺乏真正的龙头企业，市场集中度相对较低，市场份额前五名厂商的市场份额总和不足 30%，竞争较为激烈。

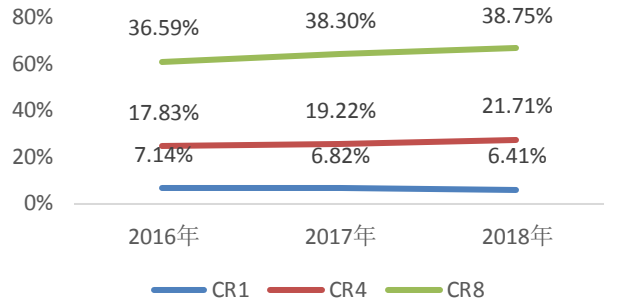
预计随着市场竞争进一步加剧，安全形势进一步变化，未来占据市场份额大头的安全服务将要求更加全面的综合服务能力和完整可靠的安全解决方案，行业竞争壁垒将增加。行业领先企业利用优势产品、品牌知名度和客户渠道资源，不断通过技术创新和产品研发，扩张产品线，提升整体解决方案的服务能力，提升市场竞争力。具有技术、品牌、人才和资金优势的厂商将成为潜在的行业整合者，将通过大量兼并收购来壮大自身，淘汰落后企业，产业趋于进一步集中。

图 18：2016-2021 年国内网络安全市场规模（亿元）



资料来源：赛迪顾问，东兴证券研究所

图 19：2016-2018 年中国网络安全行业集中度



资料来源：《2019 年中国网络安全产业报告》，东兴证券研究所

3. 盈利预测与公司估值

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.66、7.98 和 9.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.57、0.69 和 0.84 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 41、34 和 28 倍。看好公司的渠道建设和产品线扩充，首次覆盖给予“推荐”评级。

4. 风险提示

风险提示：下游客户信息安全投入不及预期；政策实施不及预期；市场竞争加剧风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3380	4304	4640	4986	5726	**营业收入**	6300	7091	5067	3766	4759
货币资金	870	719	2615	3012	3497	**营业成本**	4744	5199	2973	1346	1706
应收账款	1317	1602	902	929	1056	营业税金及附加	39	34	14	11	14
其他应收款	36	37	27	20	25	营业费用	453	640	559	641	810
预付款项	90	138	156	162	172	管理费用	167	354	380	414	509
存货	823	1023	409	369	458	财务费用	66	25	-2	-26	-33
其他流动资产	87	57	57	57	57	研发费用	351	502	536	662	837
非流动资产合计	6568	6810	6324	6365	6414	资产减值损失	40.27	-8.11	47.16	38.56	48.72
长期股权投资	633	601	601	601	601	公允价值变动收益	10.43	59.31	41.52	41.52	41.52
固定资产	634	557	116	119	126	投资净收益	8.50	-11.22	0.00	0.00	0.00
无形资产	380	447	407	443	483	加：其他收益	114.59	154.61	162.34	170.46	178.99
其他非流动资产	8	8	0	0	0	**营业利润**	574	473	766	893	1090
资产总计	9947	11114	10965	11351	12139	营业外收入	6.86	3.20	3.20	3.20	3.20
流动负债合计	1600	2078	1381	1175	1237	营业外支出	4.31	3.97	3.97	3.97	3.97
短期借款	684	398	0	0	0	**利润总额**	577	472	766	892	1089
应付账款	299	490	271	120	149	所得税	90	69	96	89	109
预收款项	238	267	287	303	322	**净利润**	487	403	670	803	980
一年内到期的非流动负债	7	58	58	58	58	少数股东损益	2	2	4	5	6
非流动负债合计	135	130	130	130	130	归属母公司净利润	485	401	666	798	975
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	56	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1734	2208	1511	1305	1367	**成长能力**					
少数股东权益	8	10	14	19	24	营业收入增长	22.74%	12.55%	-28.54%	-25.67%	26.35%
实收资本（或股本）	1147	1158	1158	1158	1158	营业利润增长	19.39%	-17.60%	61.98%	16.50%	22.08%
资本公积	5614	5757	5814	5814	5814	归属于母公司净利润增长	14.16%	-17.37%	66.11%	19.84%	22.10%
未分配利润	1566	1965	2365	2844	3428	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	8206	8896	9440	10027	10748	毛利率(%)	24.70%	26.68%	41.33%	64.25%	64.16%
负债和所有者权益	9947	11114	10965	11351	12139	净利率(%)	7.73%	5.69%	13.22%	21.32%	20.60%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	4.88%	3.61%	6.07%	7.03%	8.03%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	5.91%	4.51%	7.06%	7.96%	9.07%
经营活动现金流	496	733	1807	726	880	**偿债能力**					
净利润	487	403	670	803	980	资产负债率(%)	17%	20%	14%	11%	11%
折旧摊销	115.42	142.22	144.16	105.87	117.80	流动比率	2.11	2.07	3.36	4.24	4.63
财务费用	66	25	-2	-26	-33	速动比率	1.60	1.58	3.06	3.93	4.26
应收帐款减少	-10	-285	700	-26	-127	**营运能力**					
预收帐款增加	-34	29	21	15	19	总资产周转率	0.64	0.67	0.46	0.34	0.41
投资活动现金流	152	-669	133	-155	-184	应收账款周转率	5	5	4	4	5
公允价值变动收益	10	59	42	42	42	应付账款周转率	24.93	17.97	13.32	19.26	35.31
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	8	-11	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.35	0.57	0.69	0.84
筹资活动现金流	-314	-145	-505	-174	-211	每股净现金流(最新摊薄)	0.29	-0.07	1.24	0.34	0.42
应付债券增加	-592	-56	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.15	7.68	8.15	8.66	9.28
长期借款增加	-8	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	12	0	0	0	P/E	56.55	67.86	41.31	34.47	28.23
资本公积增加	-3	143	57	0	0	P/B	3.32	3.09	2.91	2.74	2.56
现金净增加额	334	-81	1436	397	485	EV/EBITDA	35.92	42.62	27.50	25.28	20.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	信息安全行业专题报告之二：中美云安全产业对比研究，国内云安全公司空间几何？	2020-07-01
行业深度报告	信息安全行业专题报告之一：从被动防御到主动安全，需求升级驱动信息安全行业高景气	2020-03-28
行业深度报告	东兴证券信息安全产业洞察：产业增长强势，关注全面型厂商	2019-08-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015 年新财富第二名，2018 年万得金牌分析师第一，2019 年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

研究助理简介

陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526