天融信（002212.SZ）

业绩增长超预期，网安龙头蓄势待发

事件：2 月 25 日，公司发布 2020 年度业绩快报，受重大资产出售影响，2020 年全年实现营收 57.01 亿元，同比减少 19.60%。其中，网络安全业务实现收入 28.29 万元，同比增长 17.05%，实现归母净利润 4.66 亿元，同比增长 18.45%，Q4 单季度实现营收 19.32 亿元，同比增长 46.21%，全年网安业务毛利率为 65.65%，同比提高 2.86%；新增订单金额同比增长 47.41%，增速较同期提高明显。

市场对于公司防火墙业务成长持续性或存预期差，公司经营效率持续改善。天融信是国内领先的综合安全厂商，不仅在传统边界防护优势显著，云安全、态感等新领域布局同样超预期。防火墙竞争壁垒与成长持续性超预期：（1）合规政策趋严，下一代防火墙产品成为网安标配，天融信近三年防火墙市占率年均提高约 2%；（2）海外网安发展超过 30 年，防火墙、VPN 依旧为大份额且快速发展品类，且相关公司 PS 在 8~12 倍；（33）防火墙及 VPN 天然需要综合考虑安全与网络性能，随着 IT 升级不断迭代，容易产生规模效应；（4）2020 年下半年，改组后的管理层背景更多元、专业，公司治理结构愈加完善，同时针对核心业务人员推出丰厚股权激励计划，渠道建设进展良好，多重举措有望持续改善企业经营效率。

研发实力处于领先地位，云安全、超融合及态势感知等新领域布局超预期。（1）公司 2020 年研发费用同比增加 31.43%，从 2010 年开始布局云安全、态势感知前身安管平台等新领域产品，目前新领域业务营收占比约 20%，并保持良好增长；（2）中电科、腾讯先后入股，对于公司渠道升级开拓政企客户、云安全等新领域发展具有积极意义；（3）公司剥离电缆电线业务，新领域营收高速增长未来将更好地反映在财务报表中，减少信息不对称。

政策催化、ICT 技术演变与威胁事件三因素共振，驱动网安行业景气持续上行，多云之下，网安龙头成长空间广阔。政策端，随等保 2.0 正式实施、护网行动力度加大、关保条例出台将带来安全支出的稳步上涨；技术端，“云大物移智”等新技术进入快速应用阶段，样本内十家网安企业 2020 年 Q1、Q2、Q3 单季度合计营收增速分别为-20.5%、13.0%、15.1%，行业营收增速逐季回升，景气有望持续改善。出于灵活部署、风险分散及节约成本等原因，企业选择多云模式将成主流，第三方厂商相对于 IaaS 厂商更了解企业和政府的网络部署、应用需求与用户习惯，将获得更多行业机会，天融信作为布局完善的龙头企业，成长空间广阔。

维持“买入”评级。我们预计 2021/22 公司营业收入为 43.90/60.58 亿元，净利润为 7.23/10.21 亿元，同比增长 104.6%/41.2%。参考可比公司估值，给予 2021 年 325 亿目标市值，对应 45X PE，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧风险；政策力度不及预期风险；新领域布局缓慢风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,300	7,091	5,701	4,390	6,058
增长率 yoy（%）	22.7	12.6	-19.6	-23.0	38.0
归母净利润（百万元）	485	401	353	723	1,021
增长率 yoy（%）	14.2	-17.4	-11.9	104.6	41.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.41	0.34	0.30	0.61	0.87
净资产收益率（%）	5.9	4.5	3.8	7.3	9.3
P/E（倍）	46.1	55.7	63.3	30.9	21.9
P/B（倍）	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0

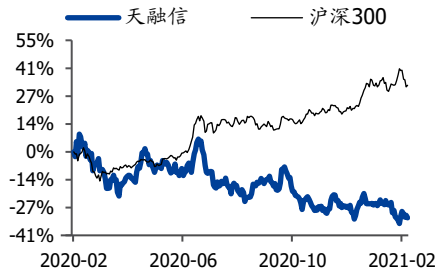
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
最新收盘价	18.99
总市值(百万元)	22,349.95
总股本(百万股)	1,176.93
其中自由流通股(%)	95.22
30 日日均成交量(百万股)	4.49

股价走势



作者

分析师　刘高畅
执业证书编号：S0680518090001
邮箱：liugaochang@gszq.com

相关研究

1、《天融信（002212.SZ）：认知或存预期差，回购彰显发展信心》2020-12-29
2、《天融信（002212.SZ）：安全重剑，整装待发》2020-11-30
3、《南洋股份（002212.SZ）：2020Q1 实际利润高于表观，电线电缆业务即将剥离》2020-04-14

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3380	4304	3569	4860	5489
现金	870	719	1911	2535	2821
应收票据及应收账款	1463	1724	838	1135	1588
其他应收款	36	37	22	24	39
预付账款	90	138	45	95	99
存货	823	1023	90	408	280
其他流动资产	97	662	662	662	662
非流动资产	6568	6810	6579	6426	6579
长期投资	633	601	567	532	496
固定资产	634	557	290	86	209
无形资产	438	551	624	713	779
其他非流动资产	4863	5101	5097	5095	5095
资产总计	9947	11114	10147	11286	12067
流动负债	1600	2078	787	1229	987
短期借款	684	398	398	398	398
应付票据及应付账款	309	718	0	277	105
其他流动负债	606	962	389	554	484
非流动负债	135	130	81	69	84
长期借款	56	0	-49	-60	-46
其他非流动负债	79	130	130	130	130
负债合计	1734	2208	868	1299	1071
少数股东权益	8	10	11	14	18
股本	1147	1158	1177	1177	1177
资本公积	5614	5757	5757	5757	5757
留存收益	1648	2056	2380	3070	4061
归属母公司股东权益	8206	8896	9268	9974	10978
负债和股东权益	9947	11114	10147	11286	12067

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	496	733	1096	521	454
净利润	487	403	354	726	1025
折旧摊销	115	142	66	69	81
财务费用	66	25	24	-12	-26
投资损失	-8	11	-24	-15	-9
营运资金变动	-219	3	693	-225	-589
其他经营现金流	55	148	-17	-22	-27
投资活动现金流	152	-669	207	120	-197
资本支出	180	234	-197	-170	197
长期投资	-514	-454	35	36	36
其他投资现金流	-182	-889	45	-13	36
筹资活动现金流	-314	-145	-112	-17	28
短期借款	610	-286	0	0	0
长期借款	-599	-56	-49	-12	14
普通股增加	0	12	18	0	0
资本公积增加	-3	143	0	0	0
其他筹资现金流	-322	43	-82	-5	14
现金净增加额	333	-81	1191	625	285

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6300	7091	5701	4390	6058
营业成本	4744	5199	3136	1405	1939
营业税金及附加	39	34	32	25	34
营业费用	453	640	636	878	1212
管理费用	167	354	798	571	788
研发费用	351	502	570	658	848
财务费用	66	25	24	-12	-26
资产减值损失	40	-8	6	4	6
其他收益	115	155	0	0	0
公允价值变动收益	10	59	17	22	27
投资净收益	8	-11	24	15	9
资产处置收益	1	2	0	0	0
营业利润	574	473	541	897	1295
营业外收入	7	3	3	6	5
营业外支出	4	4	8	5	5
利润总额	577	472	536	898	1294
所得税	90	69	181	172	269
净利润	487	403	354	726	1025
少数股东损益	2	2	1	3	4
归属母公司净利润	485	401	353	723	1021
EBITDA	711	617	586	923	1317
EPS（元）	0.41	0.34	0.30	0.61	0.87

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.7	12.6	-19.6	-23.0	38.0
营业利润(%)	19.4	-17.6	14.4	65.7	44.3
归属于母公司净利润(%)	14.2	-17.4	-11.9	104.6	41.2
获利能力					
毛利率(%)	24.7	26.7	45.0	68.0	68.0
净利率(%)	7.7	5.7	6.2	16.5	16.9
ROE(%)	5.9	4.5	3.8	7.3	9.3
ROIC(%)	5.6	4.3	3.6	6.7	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	17.4	19.9	8.6	11.5	8.9
净负债比率(%)	-0.9	-2.4	-16.3	-21.5	-22.0
流动比率	2.1	2.1	4.5	4.0	5.6
速动比率	1.5	1.4	4.1	3.4	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.5	0.4	0.5
应收账款周转率	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	18.4	10.1	10.1	10.1	10.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.34	0.30	0.61	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.62	0.93	0.44	0.39
每股净资产(最新摊薄)	6.97	7.56	7.86	8.46	9.31
估值比率					
P/E	46.1	55.7	63.3	30.9	21.9
P/B	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	31.3	35.1	34.8	21.4	14.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com