

证券研究报告

公司研究

点评报告

天融信 (002212.SZ)

投资评级:

上次评级:

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号: S1500522110006

邮箱: pangqianqian@cindasc.com

郑祥 计算机行业研究助理

邮箱: zhengxiang@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

收入侧短期承压，研发有望迈入收获期

2023年4月23日

- **事件:** 天融信发布 2022 年年报, 公司实现营收 35.43 亿元, 同比增长 5.71%; 实现归母净利润 2.05 亿元, 同比下降 10.83%; 实现归母扣非净利润 1.54 亿元, 同比基本持平。
- **收入增速放缓, 持续推进营销侧行业深耕。** 2022 年公司实现营收 35.43 亿元, 同比增长 5.71%, 收入增长未达到 30% 的目标主要因政府客户营收同比下降 32.89% 所致。近年来, 公司营销侧行业深耕持续推进, 地市下沉和渠道拓展工作进一步落实, 国有企业客户实现营收 12.14 亿元, 同比增长 64.73%, 商业客户实现营收 10.11 亿元, 同比增长 54.95%。其中运营商行业同比增长 21.68%, 能源行业同比增长 50.94%, 交通行业同比增长 35.51%, 卫生行业同比增长 7.22%, 教育行业同比增长 16.70%。2023 年, 公司营业收入目标增速为 30%, 高于行业平均增速。我们预计, 随着宏观环境向好, 下游政府客户需求有望改善, 公司收入端有望迎来良好增长。
- **基础安全产品竞争优势明显, 发力云计算与数据安全。** 公司以防火墙起家, 具备一定先发优势, 在防火墙类产品整体市场中已连续 23 年位居国内市场第一, VPN、IDPS、WAF, 等多款产品及服务均处于市场领导地位。云计算方面, 公司发布了多云融合的天融信太行云 3.0、支持双栈融合的超融合 3.0、VDI+VOI+WDI 三引擎合一的桌面云 3.0、国产化桌面云产品。同时, 公司围绕安全云化、云内生安全、云环境安全发布了 12 类包括安全网元、云安全资源池、云原生容器安全、API 应用安全等一系列云安全产品和解决方案, 并在多个行业形成规模化应用。2022 年, 公司云计算和云安全收入同比增长 33.60%。数据安全方面, 基于多年的技术积累, 推出了数据安全智能管控平台、数据分类分级、数据脱敏等 20 余款数据安全产品; 同时在联邦学习、密文检索、多方安全计算等新兴技术进行研究, 主导和参与制定数据安全相关的国家级、行业级及企业级标准 50 余项, 申请专利 160 余项, 发表论文 10 余篇。2022 年, 公司数据安全收入同比增长 53.21%。
- **研发进入收获期, 控费效果初露头角。** 得益于公司在新方向上的投入布局基本完成, 研发费用增速明显放缓。2022 年, 公司研发费用支出 8.21 亿元, 同比增长 2.23%, 较年度控制目标 25% 低 22.77 个百分点; 销售费用支出 8.12 亿元, 同比增长 12.95%, 较年度控制目标 35% 低 22.05 个百分点; 管理费用支出 3.22 亿元, 同比下降 4.48%。2022 年, 公司整体费用总计同比增加 5.16%, 远低于前期费用增速; 我们认为, 公司新方向的研发前置投入已基本完成, 预计未来费用增速或将低于收入增速, 公司盈利能力有望得以提振。
- **盈利预测:** 公司产品竞争力显著, 多款产品处于市场领先地位, 且公司新方向的研发投入已基本完成, 未来有望进入业绩兑现期。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.38/0.57/0.76 元, 对应

PE30.59/20.28/15.24 倍。

- **风险提示：**行业竞争加剧；云计算与云安全、数据安全等产品发展不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,352	3,543	4,617	5,953	7,571
增长率 YoY %	-41.2%	5.7%	30.3%	28.9%	27.2%
归属母公司净利润(百万元)	230	205	446	672	895
增长率 YoY%	-42.5%	-10.8%	117.4%	50.8%	33.1%
毛利率(%)	59.4%	59.7%	59.9%	59.9%	60.0%
ROE(%)	2.4%	2.1%	4.4%	6.3%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.17	0.38	0.57	0.76
市盈率 P/E (倍)	59.29	66.49	30.59	20.28	15.24
市净率 P/B (倍)	1.44	1.39	1.35	1.28	1.19

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,657	4,843	5,824	7,204	8,865	营业总收入	3,352	3,543	4,617	5,953	7,571
货币资金	914	918	1,247	1,772	2,492	营业成本	1,360	1,427	1,851	2,385	3,029
应收票据	216	3	3	5	6	营业税金及附加	35	27	42	50	67
应收账款	1,998	2,747	3,108	3,576	4,095	销售费用	719	812	997	1,262	1,590
预付账款	28	20	25	33	42	管理费用	337	322	365	435	530
存货	509	573	705	869	1,047	研发费用	803	821	951	1,185	1,507
其他	992	582	736	950	1,182	财务费用	-8	-1	10	11	11
非流动资产	6,939	7,143	7,039	6,919	6,807	减值损失合计	-4	-10	-7	-9	-11
长期股权投资	636	514	514	514	514	投资净收益	17	23	27	37	45
固定资产(合计)	228	442	395	344	295	其他	162	96	113	152	200
无形资产	621	814	667	504	349	营业利润	280	245	534	805	1,072
其他	5,454	5,373	5,463	5,557	5,650	营业外收支	-19	1	1	1	1
资产总计	11,596	11,986	12,863	14,124	15,672	利润总额	261	246	535	806	1,073
流动负债	1,997	2,000	2,539	3,244	4,045	所得税	35	41	88	133	178
短期借款	0	105	158	236	302	净利润	226	205	446	673	895
应付票据	0	13	18	19	28	少数股东损益	-4	0	0	0	0
应付账款	951	933	1,175	1,449	1,783	归属母公司净利润	230	205	446	672	895
其他	1,046	949	1,189	1,540	1,933	EBITDA	389	487	842	1,139	1,404
非流动负债	121	205	205	205	205	EPS(当年)(元)	0.20	0.18	0.38	0.57	0.76
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	121	205	205	205	205						
负债合计	2,117	2,205	2,744	3,449	4,250	现金流量表	单位: 百万元				
少数股东权益	2	2	2	3	3	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	9,477	9,779	10,117	10,672	11,419	经营活动现金流	170	-271	501	679	912
负债和股东权益	11,596	11,986	12,863	14,124	15,672	净利润	226	205	446	673	895
						折旧摊销	186	261	230	249	240
						财务费用	5	9	19	23	28
						投资损失	-17	-23	-27	-37	-45
						营运资金变动	-251	-759	-218	-288	-274
						其它	20	35	50	58	67
						投资活动现金流	-99	184	-99	-91	-82
						资本支出	-517	-464	-120	-126	-123
						长期投资	715	627	-5	-2	-4
						其他	-296	21	27	37	45
						筹资活动现金流	-547	71	-74	-62	-110
						吸收投资	182	2	0	0	0
						借款	0	106	53	79	66
						支付利息或股息	-48	-25	-126	-141	-176
						现金净增加额	-476	-16	328	525	720

重要财务指标					
单位: 百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,352	3,543	4,617	5,953	7,571
同比(%)	-41.2%	5.7%	30.3%	28.9%	27.2%
归属母公司净利润	230	205	446	672	895
同比(%)	-42.5%	-10.8%	117.4%	50.8%	33.1%
毛利率(%)	59.4%	59.7%	59.9%	59.9%	60.0%
ROE(%)	2.4%	2.1%	4.4%	6.3%	7.8%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.17	0.38	0.57	0.76
P/E	59.29	66.49	30.59	20.28	15.24
P/B	1.44	1.39	1.35	1.28	1.19
EV/EBITDA	56.38	23.06	15.13	10.80	8.29

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

郑祥，计算机行业研究助理，北京大学工商管理硕士，武汉大学管理学学士，2021年7月加入信达证券研究所，从事计算机行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。