

天融信 (002212)

行业端增速快 新安全动力足 经营端弹性大

报告摘要

事件：公司2022年营收35.43亿元(+5.71%)，归母净利润2.05亿元(-10.83%)，扣非净利润1.54亿元(-0.14%)。

◆ 营收增速开始恢复，行业+商业市场需求强劲，新安全成长动力十足。

受外部环境影响，公司年度收入未达30%增长目标，主要是政府端营收同比-32.89%。从季度环比来看，Q3、Q4收入增速分别为-14.84%、6.04%，营收增速已经开始恢复。从客户收入结构来看，全年营销侧深耕策略持续落地，行业及渠道市场拓展顺利。国企客户营收同比+64.73%，商业客户营收同比+54.95%，行业+商业市场需求强劲。从新安全赛道来看，信创收入同比+25.73%，工业互联网安全收入同比+44.39%，数据安全收入同比+53.21%，云计算与云安全产品及服务同比+15.52%，新安全业务动力十足。我们认为，公司网络安全+云计算双主业格局深度受益于全面数字中国建设。随着外部环境影响因素消退，政府端受益于数字政府+党政信创县区下沉推进，行业端受益于“2+8+N”信创拓展趋势，商业端受益于前期持续渠道市场投入。整体业务稳健发展，新安全成长动力十足。展望今年，营收有望重回30%以上的高速增长轨道。

◆ 业绩彰显弹性，经营性拐点已现，困境反转值得期待。

从利润端看，Q4实现归母净利润6.25亿(+93.24%)，销售毛利率58.66%(+10.33pcts)，公司业绩彰显弹性。主要系集成业务减少，加强原材料采购成本管控，毛利率增长所致。从费用端看，全年四项费用总计+5.53%，远低于前年费用增速+17.04%。其中，研发费用8.21亿元(+2.23%)，较年度控制目标25%低22.77pcts；2019-2021年研发费用增速分别为(+42.91%、+22.23%、+30.74%)，前瞻性、高强度研发投入高峰期已过。销售费用8.12亿元(+12.95%)，增速较年度控制目标35%低22.05pcts，阶段性有所控制。从现金流量表看，全年经营性现金流量净额同比-259.71%，主要系工资支出同比增加2.06亿元，货款支出同比增加1.81亿元，受经营环境影响销售商品及劳务收入同比减少0.98亿元。我们认为，公司Q4归母净利润同比大幅增长，盈利能力彰显弹性。收入规模增长、毛利率提升、研发费用下降趋势明显，经营性拐点出现。整体来看，公司近两年发展遭遇前瞻性战略投入强度大、外部发展环境欠佳的倒春寒，当前已经处于困境反转的重要时间节点。

◆ “云+信创+数”大背景下，公司先发优势明显

云计算方面，公司发布了集网络、计算、存储、安全一体的天融信太行云企业解决方案，截止报告期末共发布12类38款安全网元。云计算与云安全融合进一步加深：在超融合

投资评级

买入

维持评级

2023年04月21日

收盘价(元):

11.51

公司基本数据

总股本(百万股)	1,184.83
总市值(百万)	13,637.42
流通股本(百万股)	1,167.77
流通市值(百万)	13,441.01
12月最高/最低价(元)	13.30/8.28
资产负债率(%)	18.40
每股净资产(元)	8.25
市盈率(TTM)	66.49
市净率(PB)	1.39
净资产收益率(%)	2.10

股价走势图



作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书: S0640521040001	
邮箱: zourf@avicsec.com	
卢正羽	分析师
SAC执业证书: S0640521060001	
邮箱: luzhy@avicsec.com	
闫智	研究助理
SAC执业证书: S0640122070030	
邮箱: yanz@avicsec.com	

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

上一一般能够覆盖到的网元共 14 类，除广域网加速、上网行为管理外，公司已发布 12 类。其中，5 类网元（漏扫、WAF、网络审计、策略管理、DLP）为公司独有。信创入围情况：在相关国家主管单位名录入围方面，公司目前入围的品类和型号数量均处于行业领先，防火墙、数据安全、EDR 具有较大优势。其中，入围的数据安全类别最全（终端 DLP、网络 DLP、数据脱敏、数据备份与存储）；入围的防火墙型号最多，共 18 个型号，覆盖 2-300Gbps；EDR 仅 5 家入围，竞争优势明显。截至报告期末，公司基于国产软硬件的天融信昆仑系列产品已有 63 款 209 个型号，在信创产入围中保持品类与型号数量领先。目前公司的信创产品与解决方案已在党政、金融、能源、石油、交通、教育、医疗、航空航天等近 30 个行业实现规模化应用。数据安全方面，公司打造了 20 余款数据安全类产品及服务，并广泛应用于政府、运营商、能源、金融等多个行业。公司拥有全业务场景的解决方案能力，其中防火墙产品已连续 23 年位居国内市场第一，VPN、WAF、安全咨询服务、MSS（托管安全服务）、MSS+PSS（安全服务）、网闸等产品和服务已连续多年位居市场前三。**我们认为，“云+信创+数”大背景下，公司作为网安行业领先企业优势明显，有望深度受益。**

天融信 (002212.SZ)：2022 年三季报点评：
 前瞻性战略布局效果渐显，静待花开 —2022-11-04

◆ 投资建议

我们认为，公司行业端增速快，新安全动力足，经营端弹性大。“云+信创+数”大背景下，作为网安行业综合性领先企业前瞻性战略布局优势明显。预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 45.25 亿元、57.62 亿元、73.41 亿元；归母净利润分别为 4.05 亿元、5.84 亿元、7.97 亿元，对应目前 PE 分别为 34X /23X /17X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

下游需求不及预期；技术迭代加快；市场竞争加剧。

◆ 盈利预测

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3543.00	4524.77	5761.88	7340.53
增长率 (%)	5.71%	27.71%	27.34%	27.40%
归属母公司股东净利润	205.09	405.42	583.60	796.64
增长率 (%)	-10.83%	97.68%	43.95%	36.51%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.34	0.49	0.67
PE	66.49	33.64	23.37	17.12

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3543.00	4524.77	5761.88	7340.53	货币资金	918.44	998.83	1350.25	1729.39
营业成本	1427.19	1791.86	2285.64	2916.95	应收票据及账款	2822.59	3475.43	4188.84	5135.40
税金及附加	27.49	35.10	44.70	56.95	预付账款	19.58	25.01	31.85	40.57
销售费用	811.95	1040.70	1325.23	1688.32	其他应收款	484.94	619.32	788.64	1004.72
管理费用	322.20	339.36	374.52	462.45	存货	572.93	719.33	917.55	1170.98
研发费用	820.58	904.95	1094.76	1306.61	其他流动资产	24.41	31.18	39.70	50.58
财务费用	-1.36	5.87	1.13	-1.81	流动资产总计	4842.90	5869.09	7316.83	9131.64
资产减值损失	-9.67	-12.35	-15.72	-20.03	长期股权投资	513.64	497.61	481.58	465.55
信用减值损失	-39.74	-50.75	-64.63	-82.34	固定资产	629.54	530.91	432.28	333.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	23.28	6.26	6.26	6.26	无形资产	814.43	708.37	596.37	478.44
公允价值变动损益	0.47	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	40.25	20.12	0.00	0.00
资产处置收益	0.27	3.78	3.78	3.78	其他非流动资产	5145.08	5108.55	5072.01	5035.48
其他收益	135.39	135.39	135.39	135.39	非流动资产合计	7142.94	6865.56	6582.25	6313.12
营业利润	244.97	489.25	700.97	954.12	资产总计	11985.84	12734.65	13899.08	15444.76
营业外收入	1.29	1.41	1.41	1.41	短期借款	105.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.34	8.93	8.93	8.93	应付票据及账款	946.14	1219.05	1554.98	1984.48
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	949.14	1192.65	1519.41	1937.21
利润总额	245.92	481.74	693.45	946.60	流动负债合计	2000.29	2411.70	3074.40	3921.69
所得税	40.71	79.75	114.80	156.71	长期借款	160.77	125.49	90.76	56.84
净利润	205.20	401.98	578.65	789.89	其他非流动负债	43.97	43.97	43.97	43.97
少数股东损益	0.11	-3.43	-4.94	-6.75	非流动负债合计	204.74	169.46	134.73	100.81
归属母公司股东净利润	205.09	405.42	583.60	796.64	负债合计	2205.03	2581.16	3209.12	4022.50
现金流量表 (百万元)					股本	1184.83	1184.83	1184.83	1184.83
经营活动现金流净额	-313.14	252.63	426.23	465.59	资本公积	6446.26	6446.26	6446.26	6446.26
投资活动现金流净额	184.04	3.24	3.24	3.24	留存收益	2147.59	2523.70	3065.12	3804.17
筹资活动现金流净额	71.04	-175.48	-78.05	-89.69	归属母公司权益	9778.68	10154.80	10696.21	11435.27
现金流量净额	-58.07	80.39	351.42	379.14	少数股东权益	2.12	-1.31	-6.26	-13.01
					股东权益合计	9780.81	10153.49	10689.96	11422.26
					负债和股东权益合计	11985.84	12734.65	13899.08	15444.76

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637