

天融信 (002212.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

持续发力创新领域，未来增长可期

事件

2023年4月28日公司发布2023年一季报,2023 Q1实现收入4.69亿元,同比增长23.81%,归母净利润-0.91亿元,同比下降40.96%,扣非归母净利润-0.97亿元,同比下降35.65%。

点评

提质增效效果明显，经营性净现金流显著提高。随着疫情消散，下游需求逐步恢复，公司一季度订单良好，收入增速相比2022年有所提升，公司提质增效效果明显，期间费用总计同比下降0.74%，费用率下降22.97pct，净利润亏损幅度同比有所扩大系公司低毛利业务占比增加。公司经营性净现金流显著提高，同比增长81.51%，为公司的稳健持续发展提供了有力保障。

对外投资先安科技，完善商用密码市场布局。2023年4月14日公司全资子公司天融信网络拟以自有资金1000万元认购先安科技新增注册资本204.82万元，投资完成后天融信网络将持有先安科技17%的股权。公司将与先安科技深化战略合作，结合其传输加密、商用密码及隐私计算技术持续推进产品创新，完善商用密码市场布局，强化数据安全及安全云服务能力，进一步加深并拓宽公司市场空间。

持续投入新业务，赋能新场景，满足客户新需求。公司云业务、大数据业务等新业务自2020年起开始放量，2022年收入占比近19%。公司持续加大在隐私计算、云原生、大数据、人工智能、5G等新技术领域的研发和投入，加强网络安全、数据安全、云计算产品、技术与工业互联网、物联网、车联网、国产化等新应用场景的深度融合、业务模式创新，以赋能新兴技术不断涌现带来的安全需求。此外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，在信创产品入围中保持品类与型号数量绝对领先。

盈利调整和投资建议

我们下调2023-2024年的盈利预测，新增2025年的盈利预测，预计公司2023-2025年的收入分别为45.15/56.86/70.66亿元，净利润分别为3.23/4.4/5.33亿元，当前股价对应2023-2025年PE分别为43x/32x/26x，维持“增持”评级。

风险提示

网络安全市场竞争加剧风险；云计算、大数据等新业务拓展不及预期；股东减持/被动平仓风险。

计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)
mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.85 元

相关报告：

- 《股权激励进展顺利，强化长期竞争优势-天融信公司点评》，2022.12.1
- 《国内防火墙龙头，云计算打开新增长空间-天融信公司深度报告》，2022.11.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,352	3,543	4,515	5,686	7,066
营业收入增长率	-41.24%	5.71%	27.42%	25.95%	24.26%
归母净利润(百万元)	230	205	323	440	533
归母净利润增长率	-42.52%	-10.83%	57.45%	36.29%	21.00%
摊薄每股收益(元)	0.194	0.173	0.273	0.371	0.449
每股经营性现金流净额	0.14	-0.23	0.35	0.19	0.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.43%	2.10%	3.21%	4.21%	4.87%
P/E	98.84	57.72	43.48	31.90	26.36
P/B	2.40	1.21	1.39	1.34	1.28

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,704	3,352	3,543	4,515	5,686	7,066
增长率		-41.2%	5.7%	27.4%	25.9%	24.3%
主营业务成本	-3,573	-1,360	-1,427	-1,854	-2,359	-2,964
%销售收入	62.6%	40.6%	40.3%	41.1%	41.5%	42.0%
毛利	2,131	1,991	2,116	2,661	3,327	4,101
%销售收入	37.4%	59.4%	59.7%	58.9%	58.5%	58.0%
营业税金及附加	-37	-35	-27	-35	-44	-55
%销售收入	0.6%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-612	-719	-812	-1,007	-1,211	-1,485
%销售收入	10.7%	21.4%	22.9%	22.3%	21.3%	21.0%
管理费用	-339	-337	-322	-384	-466	-565
%销售收入	5.9%	10.1%	9.1%	8.5%	8.2%	8.0%
研发费用	-614	-803	-821	-1,016	-1,257	-1,533
%销售收入	10.8%	24.0%	23.2%	22.5%	22.1%	21.7%
息税前利润 (EBIT)	530	97	134	220	348	463
%销售收入	9.3%	2.9%	3.8%	4.9%	6.1%	6.5%
财务费用	-16	8	1	0	-9	-29
%销售收入	0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%
资产减值损失	-134	-106	-49	-66	-81	-97
公允价值变动收益	53	53	0	7	8	9
投资收益	-21	17	23	27	31	35
%税前利润	n.a	6.4%	9.5%	7.5%	6.3%	5.9%
营业利润	579	280	245	358	488	591
营业利润率	10.1%	8.4%	6.9%	7.9%	8.6%	8.4%
营业外收支	-4	-19	1	2	3	4
税前利润	574	261	246	360	491	595
利润率	10.1%	7.8%	6.9%	8.0%	8.6%	8.4%
所得税	-177	-35	-41	-36	-49	-60
所得税率	30.9%	13.4%	16.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	397	226	205	324	442	536
少数股东损益	-4	-4	0	1	2	3
归属于母公司的净利润	400	230	205	323	440	533
净利率	7.0%	6.9%	5.8%	7.2%	7.7%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	397	226	205	324	442	536
少数股东损益	-4	-4	0	1	2	3
非现金支出	277	292	311	229	268	310
非经营收益	-61	-98	-28	-28	-26	-12
营运资金变动	-409	-251	-759	-112	-457	-575
经营活动现金净流	204	170	-271	413	228	260
资本开支	-334	-517	-464	-326	-346	-360
投资	687	715	627	-53	-57	-61
其他	21	-296	21	27	31	35
投资活动现金净流	374	-99	184	-352	-372	-386
股权募资	179	182	2	0	0	0
债权募资	-66	-29	106	-4	314	359
其他	-21	-700	-37	-52	-72	-104
筹资活动现金净流	92	-547	71	-56	242	255
现金净流量	667	-476	-16	5	98	128

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,383	914	918	877	938	1,034
应收款项	2,702	3,120	3,237	3,541	4,101	4,721
存货	431	509	573	629	708	775
其他流动资产	506	114	115	157	227	317
流动资产	5,023	4,657	4,843	5,205	5,973	6,848
%总资产	44.4%	40.2%	40.4%	41.3%	43.9%	46.4%
长期投资	698	902	772	832	897	967
固定资产	288	383	442	512	588	646
%总资产	2.5%	3.3%	3.7%	4.1%	4.3%	4.4%
无形资产	5,255	5,482	5,656	5,760	5,853	5,956
非流动资产	6,301	6,939	7,143	7,394	7,646	7,896
%总资产	55.6%	59.8%	59.6%	58.7%	56.1%	53.6%
资产总计	11,324	11,596	11,986	12,599	13,620	14,744
短期借款	5	40	140	135	448	806
应付款项	927	1,212	1,271	1,467	1,740	1,983
其他流动负债	705	744	589	749	809	867
流动负债	1,637	1,997	2,000	2,352	2,997	3,657
长期贷款	14	0	0	0	0	0
其他长期负债	79	121	205	177	158	146
负债	1,730	2,117	2,205	2,529	3,155	3,803
普通股股东权益	9,586	9,477	9,779	10,066	10,459	10,932
其中：股本	1,172	1,186	1,185	1,185	1,185	1,185
未分配利润	2,438	2,620	2,802	3,089	3,482	3,955
少数股东权益	8	2	2	3	5	8
负债股东权益合计	11,324	11,596	11,986	12,599	13,620	14,744

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.341	0.194	0.173	0.273	0.371	0.449
每股净资产	8.180	7.992	8.252	8.496	8.828	9.227
每股经营现金净流	0.174	0.143	-0.229	0.349	0.192	0.219
每股股利	0.040	0.020	0.000	0.030	0.040	0.050
回报率						
净资产收益率	4.17%	2.43%	2.10%	3.21%	4.21%	4.87%
总资产收益率	3.53%	1.98%	1.71%	2.56%	3.23%	3.61%
投入资本收益率	3.79%	0.88%	1.12%	1.93%	2.87%	3.54%
增长率						
主营业务收入增长率	-19.56%	-41.24%	5.71%	27.42%	25.95%	24.26%
EBIT 增长率	46.73%	-81.67%	37.65%	64.33%	58.70%	32.77%
净利润增长率	-0.21%	-42.52%	-10.83%	57.45%	36.29%	21.00%
总资产增长率	1.89%	2.40%	3.36%	5.11%	8.11%	8.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.3	165.0	244.4	240.0	230.0	220.0
存货周转天数	74.3	126.1	138.4	127.0	115.0	103.0
应付账款周转天数	58.7	215.9	240.9	220.0	210.0	194.0
固定资产周转天数	13.7	24.9	45.5	41.4	37.8	33.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.39%	-9.22%	-7.96%	-7.37%	-4.68%	-2.08%
EBIT 利息保障倍数	32.5	-12.3	-98.5	2,269.1	39.3	16.1
资产负债率	15.28%	18.26%	18.40%	20.07%	23.17%	25.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-19	增持	12.22	13.63~13.63
2	2022-12-01	增持	11.20	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402