

证券研究报告

公司研究

点评报告

天融信(300768.SZ)

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号: S1500522110006

邮箱: pangqianqian@cindasc.com

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

政府、运营商等行业客户需求改善, 提质增效效果显著

2023年8月21日

- **事件:** 天融信发布 2023 年半年度报告, 公司实现营收 10.05 亿元, 同比增长 14.16%; 实现归母净利润-2.21 亿元, 同比下降 3.16%; 实现扣非净利润-2.22 亿元, 同比增长 6.77%; 实现经营性现金流净额-3.00 亿元, 同比增长 44.11%。**单 2023Q2 来看,** 公司实现营收 5.36 亿元, 同比增长 6.88%; 实现归母净利润-1.21 亿元, 同比增长 14.22%; 实现扣非净利润-1.26 亿元, 同比增长 24.88%。
- **政府、运营商等行业客户需求显著改善, Q2 毛利率已重回正轨。** 2023H1 公司实现营收 10.05 亿元, 同比增长 14.16%。从客户所处行业来看, 地方政府行业同比增幅 75.96%、运营商行业同比增幅 86.20%、教育行业同比增幅 11.92%。**分产品来看,** 基础安全产品实现营收 6.65 亿元, 同比增长 13.28%; 大数据与态势感知产品及服务实现营收 0.72 亿元, 同比增长 24.99%; 基础安全服务实现营收 1.55 亿元, 同比增长 17.86%; 云计算与云安全产品服务实现营收 1.10 亿元, 同比增长 6.75%。**毛利率方面,** 2023Q1 公司低毛利业务占比较高, 期间毛利率仅为 45.06%, 看第二季度, 公司毛利率达到 64.52%, 已基本恢复正常水平。从公司下游客户构成来看, 政府及事业单位客户收入系公司最大收入来源, 2022 年政府及事业单位收入占公司总营收比例约 37.12%。我们认为, 2023H1 政府客户需求大幅改善, 下半年有望延续, 从而为公司全年业绩增长提供有力支撑。
- **降本增效效果显著, 研发侧迈入收获期。** 2023H1 期间, 公司提质增效效果显著, 人均创收提升明显。期间费用同比基本持平, 期间费用率同比下降 12.53%, 其中研发费用同比下降 2,554.87 万元, 研发费用率同比下降 8.21 个百分点; 销售费用方面, 期间销售费用同比增加 3,261.10 万元, 由于公司的行业深耕、地市下沉和渠道拓展战略得到有效落实, 但销售费用率同比下降 2.19 个百分点。**在研发侧,** 公司在新方向的投入布局已基本完成, 包括在云计算、云安全、信创安全、数据安全、工业互联网安全、车联网安全等方向的前置投入和全面布局。我们认为, 公司在年初实施的降本增效已有阶段性成果, 此外, 公司在新方向的研发投入布局已基本完成, 预计未来费用增速或将低于收入增速, 形成剪刀差, 进而提振公司整体盈利能力。
- **盈利预测:** 公司 2023H1 的营收增速高于费用增速, 但受第一季度毛利率拖累, 致使公司盈利能力受到一定影响。**在收入侧,** 随着政府客户需求明显改善, 公司全年收入有望具有较好保障; **在费用侧,** 公司上半年费控效果已有较好体现; **在毛利率侧,** 单 Q2 毛利率已基本恢复正常水平。我们认为, 公司产品竞争力较强, 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, 未来有望迈入业绩兑现期。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.39/0.53/0.66 元, 对应 2023-2025 年 PE 分别为

24.12/17.92/14.42 倍。

➤ **风险提示：**政府客户需求不及预期、网安行业竞争加剧。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,352	3,543	4,590	5,631	6,896
增长率 YoY %	-41.2%	5.7%	29.6%	22.7%	22.5%
归属母公司净利润(百万元)	230	205	467	629	781
增长率 YoY%	-42.5%	-10.8%	127.8%	34.6%	24.3%
毛利率(%)	59.4%	59.7%	59.8%	59.8%	59.8%
ROE(%)	2.4%	2.1%	4.6%	5.9%	6.9%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.17	0.39	0.53	0.66
市盈率 P/E (倍)	48.99	54.94	24.12	17.92	14.42
市净率 P/B (倍)	1.19	1.15	1.11	1.06	1.00

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年8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	5,833	6,979	8,417	营业总收入	3,352	3,543	4,590	5,631	6,896
货币资金	914	918	1,301	2,028	2,597	营业成本	1,360	1,427	1,844	2,264	2,773
应收票据	216	3	3	4	5	营业税金及附加	35	27	42	48	61
应收账款	1,998	2,747	3,075	3,249	3,739	销售费用	719	812	1,010	1,247	1,538
预付账款	28	20	25	31	38	管理费用	337	322	386	467	552
存货	509	573	700	794	960	研发费用	803	821	872	1,014	1,241
其他	992	582	729	873	1,078	财务费用	-8	-1	10	10	8
非流动资产	6,939	7,143	7,039	6,919	6,807	减值损失合计	-4	-10	-7	-8	-10
长期股权投资	636	514	514	514	514	投资净收益	17	23	26	35	41
固定资产(合计)	228	442	395	344	295	其他	162	96	113	146	182
无形资产	621	814	667	504	349	营业利润	280	245	559	753	936
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	12,872	13,898	15,224	利润总额	261	246	560	754	937
流动负债	1,997	2,000	2,526	3,041	3,733	所得税	35	41	93	125	155
短期借款	0	105	158	236	302	净利润	226	205	467	629	782
应付票据	0	13	18	17	26	少数股东损益	-4	0	0	0	0
应付账款	951	933	1,167	1,324	1,634	归属母公司净利润	230	205	467	629	781
其他	1,046	949	1,184	1,463	1,771	EBITDA	389	487	867	1,078	1,259
非流动负债	121	205	205	205	205	EPS(当年)(元)	0.20	0.18	0.39	0.53	0.66
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	121	205	205	205	205	现金流量表					
负债合计	2,117	2,205	2,731	3,246	3,938	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	10,138	10,649	11,283	经营活动现金流	170	-271	555	883	765
负债和股东权益	11,596	11,986	12,872	13,898	15,224	净利润	226	205	467	629	782
						折旧摊销	186	261	230	249	240
						财务费用	5	9	19	23	28
						投资损失	-17	-23	-26	-35	-41
						营运资金变动	-251	-759	-185	-37	-306
						其它	20	35	50	53	61
						投资活动现金流	-99	184	-99	-93	-86
						资本支出	-517	-464	-120	-126	-123
						长期投资	715	627	-5	-2	-4
						其他	-296	21	26	35	41
						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	382	727	569

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	4,590	5,631	6,896
同比(%)	-41.2%	5.7%	29.6%	22.7%	22.5%
归属母公司净利润	230	205	467	629	781
同比(%)	-42.5%	-10.8%	127.8%	34.6%	24.3%
毛利率(%)	59.4%	59.7%	59.8%	59.8%	59.8%
ROE(%)	2.4%	2.1%	4.6%	5.9%	6.9%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.17	0.39	0.53	0.66
P/E	48.99	54.94	24.12	17.92	14.42
P/B	1.19	1.15	1.11	1.06	1.00
EV/EBITDA	56.38	23.06	11.90	8.97	7.29

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。

姜恺非，计算机行业研究员，悉尼大学商学硕士，2023 年加入信达证券研究所，主要覆盖金融 it、网络安全等领域。

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。