

营收实现稳健增长，持续加强渠道建设

买入|维持

——天融信(002212.SZ)2022年半年度报告点评

事件：

公司于2022年8月19日收盘后发布《2022年半年度报告》。

点评：

● 营业收入同比增长24.77%，国产化业务收入同比增长120.40%

2022年上半年，公司营业收入为8.80亿元，同比增长24.77%，网络安全业务新增订单与上年同期基本持平；营业成本为2.89亿元，同比增长39.74%，主要系云计算等低毛利业务增幅较大所致；归母净利润为-2.06亿元，同比下滑12.96%。分行业看，公司营业收入在卫生行业同比增幅112.67%，能源行业同比增幅107.21%，交通行业同比增幅97.16%，政法行业同比增幅48.13%。分产品看，基础安全产品实现收入5.87亿元，同比增长22.64%；大数据与态势感知产品及服务实现收入0.57亿元，同比增长3.41%；基础安全服务实现收入1.32亿元，同比增长8.68%；云计算与云安全产品及服务实现收入1.03亿元，同比增长110.90%。

● 公司加大地市下沉和渠道拓展，期间费用总额同比增长18.77%

费用方面，公司上半年期间费用率同比下降5.34%，期间费用总额同比增长1.47亿元，增幅18.77%，略高于毛利额增幅。1)销售费用为3.86亿元，同比增长39.46%，主要系公司销售人员同比增加26.70%，销售人员薪酬同比增加36.26%；公司加大地市下沉和渠道拓展，以及因疫情原因致外包实施费同比增加603.54%所致。2)研发费用为4.02亿元，同比增长15.35%，增速明显放缓，主要系公司已完成在云计算、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。3)管理费用为1.43亿元，同比下滑9.82%。

● 下一代防火墙中标中国电信安徽公司天翼安全网关集采项目

根据公司官方微信公众号6月7日公布的公告，公司下一代防火墙成功中标中国电信安徽公司天翼安全网关(2022年)集中采购项目。这是继2021中国农业银行全行防火墙设备入围项目、南方电网2021年第二批框架采购项目等多个行业集采项目中标后，下一代防火墙在行业大型集采类项目的又一标杆，充分彰显出公司在边界安全领域的领导地位，同时也是下一代防火墙在云网融合的一次创新实践。作为中国第一台自主研发防火墙的缔造者，公司积极响应国家政策，参与标准研制工作，未来将持续加大在防火墙技术和产品方面的投入，推动政策与技术应用落地。

● 盈利预测与投资建议

公司是领先的网络安全、大数据与云服务提供商，连续22年位居中国防火墙市场第一，同时积极布局新方向新场景，成长空间广阔。考虑到上半年的经营情况，小幅下调公司2022-2024年营业收入预测至43.51、56.90、72.77亿元，小幅下调归母净利润预测至5.78、7.55、9.98亿元，EPS为0.49、0.64、0.84元/股，对应PE为17.98、13.76、10.42倍。维持公司2022年30倍的目标PE，对应的目标价为14.70元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复风险；网络安全与数据安全相关政策落地进度不及预期；新兴安全业务拓展不及预期；行业竞争加剧风险。

当前价/目标价：8.77元/14.70元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：19.75/8.51

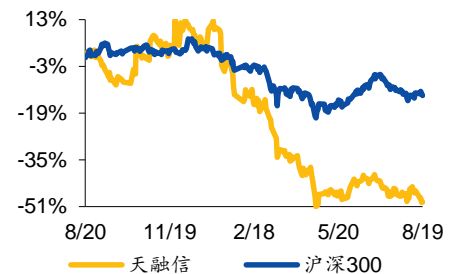
A股流通股(百万股)：1166.08

A股总股本(百万股)：1185.37

流通市值(百万元)：10226.50

总市值(百万元)：10395.70

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-天融信(002212.SZ)2021年年度报告点评：网安主业稳健增长，新场景布局成效显著》2022.05.04

《国元证券公司研究-天融信(002212.SZ)首次覆盖报告：防火墙市场王者，积极布局新场景》2022.02.18

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 常雨婷

邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5704.17	3351.57	4351.01	5690.08	7277.16
收入同比(%)	-19.56	-41.24	29.82	30.78	27.89
归母净利润(百万元)	400.11	230.00	578.33	755.37	998.00
归母净利润同比(%)	-0.21	-42.52	151.45	30.61	32.12
ROE(%)	4.17	2.43	5.76	7.04	8.57
每股收益(元)(最新摊薄)	0.34	0.19	0.49	0.64	0.84
市盈率(P/E)	25.98	45.20	17.98	13.76	10.42

资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5022.87	4657.28	5460.41	6364.69	7454.73
现金	1383.01	914.11	1059.86	1077.09	1276.80
应收账款	1031.99	1997.99	2292.55	2731.81	3193.94
其他应收款	1066.97	906.13	1072.52	1281.97	1478.72
预付账款	56.59	27.68	34.63	44.09	54.88
存货	431.33	509.04	635.95	779.76	902.42
其他流动资产	1052.99	302.33	364.90	449.97	547.97
非流动资产	6301.39	6939.03	6945.92	6989.53	7049.74
长期投资	454.21	636.01	658.64	674.37	691.26
固定资产	213.39	228.24	251.19	260.68	268.39
无形资产	493.55	621.12	632.23	647.73	666.24
其他非流动资产	5140.25	5453.66	5403.86	5406.74	5423.85
资产总计	11324.26	11596.31	12406.33	13354.21	14504.48
流动负债	1636.96	1996.62	2229.05	2478.78	2705.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	658.67	950.91	1131.28	1330.20	1514.24
其他流动负债	978.29	1045.72	1097.78	1148.58	1191.51
非流动负债	93.09	120.83	133.27	139.62	146.43
长期借款	14.41	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	78.68	120.83	133.27	139.62	146.43
负债合计	1730.06	2117.46	2362.32	2618.40	2852.18
少数股东权益	8.49	1.72	3.71	6.48	10.47
股本	1171.81	1185.81	1185.37	1185.37	1185.37
资本公积	6051.70	6348.30	6348.74	6348.74	6348.74
留存收益	2579.60	2761.91	3316.52	4005.56	4918.05
归属母公司股东权益	9585.72	9477.13	10040.30	10729.33	11641.82
负债和股东权益	11324.26	11596.31	12406.33	13354.21	14504.48

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	203.57	169.73	205.74	140.64	354.76
净利润	396.61	226.07	580.32	758.14	1001.99
折旧摊销	143.11	149.35	130.54	134.96	139.93
财务费用	16.29	-7.89	-2.94	-3.34	-3.89
投资损失	21.19	-16.67	-18.72	-16.53	-15.01
营运资金变动	-535.43	-381.83	-186.58	-679.12	-696.56
其他经营现金流	161.80	200.70	-296.88	-53.47	-71.71
投资活动现金流	373.95	-98.89	-50.57	-61.90	-75.13
资本支出	382.49	518.56	8.54	15.42	29.63
长期投资	120.09	-715.08	10.89	17.61	19.65
其他投资现金流	876.53	-295.41	-31.13	-28.87	-25.85
筹资活动现金流	92.32	-547.07	-9.42	-61.51	-79.91
短期借款	-398.11	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	14.41	-14.41	0.00	0.00	0.00
普通股增加	13.33	14.00	-0.44	0.00	0.00
资本公积增加	295.03	296.60	0.44	0.00	0.00
其他筹资现金流	167.66	-843.26	-9.42	-61.51	-79.91
现金净增加额	667.30	-476.23	145.75	17.22	199.71

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5704.17	3351.57	4351.01	5690.08	7277.16
营业成本	3572.79	1360.45	1749.04	2272.68	2888.67
营业税金及附加	36.71	35.19	44.82	58.04	73.50
营业费用	612.23	718.84	767.52	1041.85	1358.65
管理费用	338.94	337.33	355.04	463.74	591.63
研发费用	613.99	802.71	970.45	1203.58	1451.35
财务费用	16.29	-7.89	-2.94	-3.34	-3.89
资产减值损失	-35.89	-4.09	-3.67	-2.71	-2.13
公允价值变动收益	52.78	53.30	58.58	65.47	72.16
投资净收益	-21.19	16.67	18.72	16.53	15.01
营业利润	578.51	279.99	669.47	867.52	1140.99
营业外收入	1.22	1.72	2.19	2.54	2.95
营业外支出	5.71	20.74	8.21	5.49	3.37
利润总额	574.03	260.98	663.45	864.57	1140.57
所得税	177.41	34.90	83.13	106.43	138.58
净利润	396.61	226.07	580.32	758.14	1001.99
少数股东损益	-3.50	-3.92	1.99	2.77	3.99
归属母公司净利润	400.11	230.00	578.33	755.37	998.00
EBITDA	737.91	421.46	797.07	999.13	1277.03
EPS (元)	0.34	0.19	0.49	0.64	0.84

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-19.56	-41.24	29.82	30.78	27.89
营业利润(%)	22.27	-51.60	139.10	29.58	31.52
归属母公司净利润(%)	-0.21	-42.52	151.45	30.61	32.12
获利能力					
毛利率(%)	37.37	59.41	59.80	60.06	60.30
净利率(%)	7.01	6.86	13.29	13.28	13.71
ROE(%)	4.17	2.43	5.76	7.04	8.57
ROIC(%)	5.57	2.97	6.93	8.32	10.15
偿债能力					
资产负债率(%)	15.28	18.26	19.04	19.61	19.66
净负债比率(%)	1.10	1.89	1.81	1.69	1.61
流动比率	3.07	2.33	2.45	2.57	2.76
速动比率	2.80	2.07	2.16	2.25	2.42
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.29	0.36	0.44	0.52
应收账款周转率	3.77	1.93	1.91	2.27	2.46
应付账款周转率	6.22	1.69	1.68	1.85	2.03
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.19	0.49	0.64	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.14	0.17	0.12	0.30
每股净资产(最新摊薄)	8.09	8.00	8.47	9.05	9.82
估值比率					
P/E	25.98	45.20	17.98	13.76	10.42
P/B	1.08	1.10	1.04	0.97	0.89
EV/EBITDA	11.67	20.43	10.80	8.62	6.74

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188