

天融信（002212.SZ）——2022 三季度报点评

三季度收入同比增长 5%，前置研发投入逐步完成

增持

核心观点

三季度业绩承压。2022 三季度，公司实现收入 14.63 亿元（+5.25%），归母净利润-4.20 亿元（-349.58%），扣非归母净利润-4.58 亿元（-361.01%）。单 Q3 来看，公司实现收入 5.83 亿元（-14.84%），归母净利润-2.14 亿元（-341.63%），扣非归母净利润-2.19 亿元（-361.09%）。整体上，全国各地持续的疫情给公司订单签订和项目实施带来了较大的影响。

云计算增长较快，费用投入刚性导致前三季度亏损加剧。疫情下，前三季度各项业务表现承压，云计算同比增长 299.69%，主要系前期案例积累后进入快速增长阶段所致。前三季度，政府及事业单位收入同比下降 13.05%；国有企业收入同比增长 27.37%；商业及其他收入同比增长 23.90%。公司单 3 季度毛利率为 52.26%，云计算业务快速增长，一定程度也拉低了毛利率。整体费用增速有所放缓，研发方面，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，1 至 9 月研发费用同比增加 11.21%。销售方面，公司加大行业和渠道投入，在扩大营销团队的同时强化人员优化，1 至 9 月销售费用同比增加 33.45%。管理费用前三季度同比下滑 3.16%。

股权激励持续，安全行业长期成长韧性依旧。公司仍维持前期较高的股权激励目标，从 2022 年经营背景下，最高目标面临较大压力。根据 IDC 数据，安全硬件 2022 年上半年同比下降 2%，疫情影响不能忽视。但是随着二十大报告继续强调国家安全体系建设，在数字经济成为新发展引擎背景下，信息安全行业虽短期有波动，但是需求只会与日俱增。近期关于《全国一体化政务大数据体系建设指南》的指导，明确提出了数据安全增量；信创市场逐步加速，也成为安全设备新的增长引擎，公司作为防火墙龙头将充分受益。近三年疫情持续干扰了行业成长，但公司依然保持积极的研发投入；伴随我国各产业数字化进程，疫情恢复后，公司业绩有望逐步好转。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等。

投资建议：维持“增持”评级。由于疫情对全年经营情况持续产生负面影响，我们下调盈利预测。预计 2022-2024 年营业收入由 45.54/57.87/71.94 亿元，下调为 40.95/52.18/64.93，增速分别为 22%/27%/24%，归母净利润为 4.80/5.97/7.73 亿元，对应当前 PE 为 28/22/17 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,704	3,352	4,095	5,218	6,493
(+/-%)	-19.6%	-41.2%	22.2%	27.4%	24.4%
净利润(百万元)	400	230	480	597	773
(+/-%)	-0.2%	-42.5%	108.7%	24.4%	29.5%
每股收益(元)	0.34	0.19	0.40	0.50	0.65
EBIT Margin	9.3%	2.9%	9.3%	9.8%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	4.2%	2.4%	4.9%	5.8%	7.1%
市盈率 (PE)	32.9	57.8	27.7	22.3	17.2
EV/EBITDA	22.3	63.3	35.6	28.6	22.4
市净率 (PB)	1.37	1.40	1.35	1.29	1.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xionglli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏彦

021-60875168

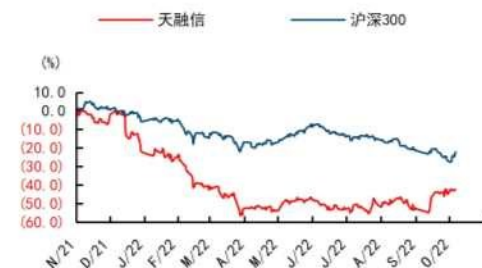
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.22 元
总市值/流通市值	13296/13083 百万元
52 周最高价/最低价	20.19/8.28 元
近 3 个月日均成交额	343.41 百万元

市场走势



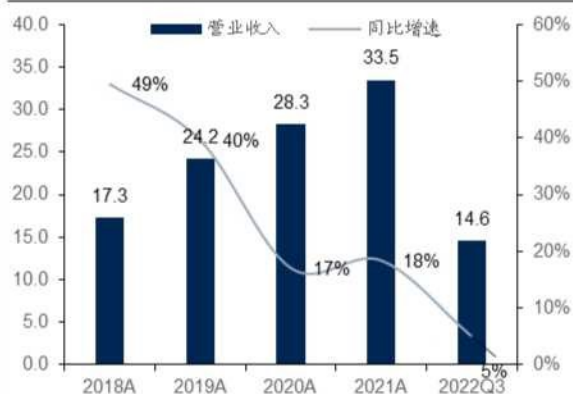
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天融信（002212.SZ）——2022 中报点评-研发逐步成熟加大销售投入，云计算和国企市场保持高增长》——2022-08-21
- 《天融信（002212.SZ）-收入保持较高增速，2022 年利润修复可期》——2022-05-03
- 《天融信-002212-2021 三季度报点评：收入持续高增长，单季订单翻倍》——2021-11-02
- 《天融信-002212-2021 中报点评：订单持续高增长，研发投入进一步加大》——2021-08-22
- 《天融信-002212-2020 业绩快报点评：订单高增长，新兴领域持续进步》——2021-05-05

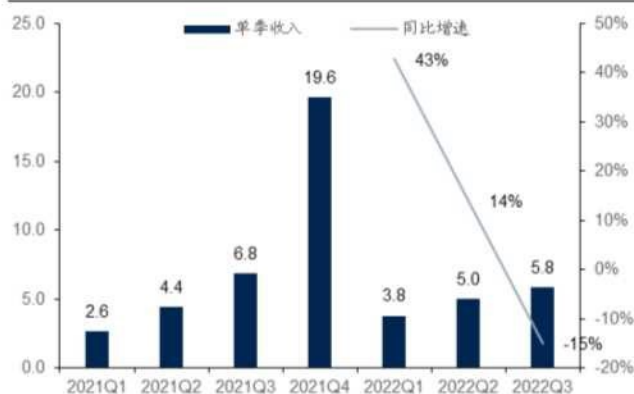
2022 三季度，公司实现收入 14.63 亿元（+5.25%），归母净利润-4.20 亿元（-349.58%），扣非归母净利润-4.58 亿元（-361.01%）。单 Q3 来看，公司实现收入 5.83 亿元（-14.84%），归母净利润-2.14 亿元（-341.63%），扣非归母净利润-2.19 亿元（-361.09%）。整体上，全国各地持续的疫情给公司订单签订和项目实施带来了较大的影响。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



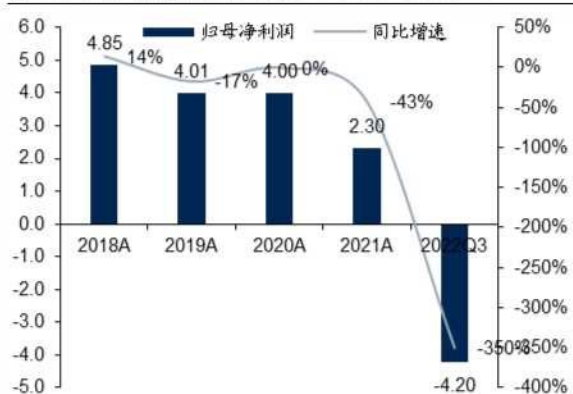
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



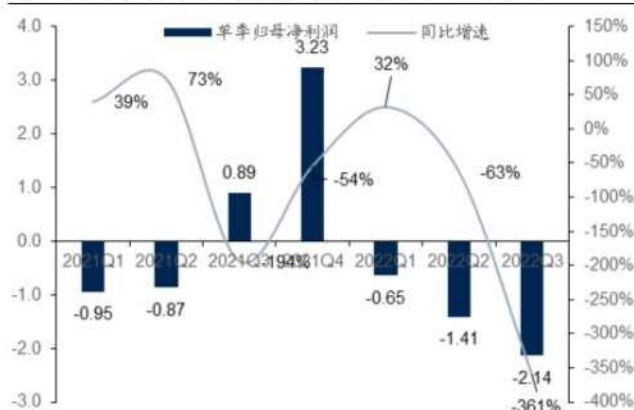
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：由于疫情对全年经营情况持续产生负面影响，我们下调盈利预测。预计 2022-2024 年营业收入由 45.54/57.87/71.94 亿元，下调为 40.95/52.18/64.93，增速分别为 22%/27%/24%，归母净利润为 4.80/5.97/7.73 亿元，对应当前 PE 为 28/22/17 倍，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1383	914	1000	1100	1200	营业收入	5704	3352	4095	5218	6493
应收款项	2702	3120	3812	4858	6045	营业成本	3573	1360	1548	2010	2505
存货净额	431	509	577	750	937	营业税金及附加	37	35	43	55	68
其他流动资产	106	114	139	177	221	销售费用	612	719	901	1148	1396
流动资产合计	5023	4657	5529	6885	8402	管理费用	339	337	279	343	414
固定资产	288	383	331	309	283	研发费用	614	803	942	1148	1396
无形资产及其他	494	621	597	573	550	财务费用	16	(8)	(8)	0	10
投资性房地产	5066	5299	5299	5299	5299	投资收益	(21)	17	3	3	3
长期股权投资	454	636	736	836	936	资产减值及公允价值变动	89	57	(80)	(80)	(80)
资产总计	11324	11596	12492	13902	15470	其他收入	(616)	(702)	(712)	(908)	(1146)
短期借款及交易性金融负债	5	40	230	485	712	营业利润	579	280	544	676	876
应付款项	659	951	1079	1401	1750	营业外净收支	(4)	(19)	1	1	1
其他流动负债	974	1006	1180	1518	1877	利润总额	574	261	545	677	877
流动负债合计	1637	1997	2489	3403	4339	所得税费用	177	35	73	91	117
长期借款及应付债券	14	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(4)	(8)	(10)	(13)
其他长期负债	79	121	151	181	211	归属于母公司净利润	400	230	480	597	773
长期负债合计	93	121	151	181	211	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1730	2117	2639	3584	4549	净利润	400	230	480	597	773
少数股东权益	8	2	(5)	(13)	(23)	资产减值准备	66	(28)	31	(9)	(12)
股东权益	9586	9477	9858	10331	10944	折旧摊销	139	147	66	76	83
负债和股东权益总计	11324	11596	12492	13902	15470	公允价值变动损失	(89)	(57)	80	80	80
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	16	(8)	(8)	0	10
每股收益	0.34	0.19	0.40	0.50	0.65	营运资本变动	26	(398)	(422)	(575)	(692)
每股红利	0.01	0.04	0.08	0.10	0.14	其它	(69)	25	(38)	1	2
每股净资产	8.18	7.99	8.31	8.71	9.23	经营活动现金流	473	(82)	197	170	233
ROIC	4.94%	2.19%	4%	5%	6%	资本开支	0	(153)	(101)	(101)	(101)
ROE	4.17%	2.43%	5%	6%	7%	其它投资现金流	80	400	0	0	0
毛利率	37%	59%	62%	61%	61%	投资活动现金流	227	65	(201)	(201)	(201)
EBIT Margin	9%	3%	9%	10%	11%	权益性融资	(3)	182	0	0	0
EBITDA Margin	12%	7%	11%	11%	12%	负债净变化	14	(14)	0	0	0
收入增长	-20%	-41%	22%	27%	24%	支付股利、利息	(16)	(48)	(99)	(124)	(160)
净利润增长率	-0%	-43%	109%	24%	30%	其它融资现金流	(31)	(510)	190	255	228
资产负债率	15%	18%	21%	26%	29%	融资活动现金流	(36)	(452)	90	131	68
股息率	0.1%	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%	现金净变动	664	(469)	86	100	100
P/E	32.9	57.8	27.7	22.3	17.2	货币资金的期初余额	719	1383	914	1000	1100
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	货币资金的期末余额	1383	914	1000	1100	1200
EV/EBITDA	22.3	63.3	35.6	28.6	22.4	企业自由现金流	0	(321)	(127)	(155)	(93)
						权益自由现金流	0	(845)	70	99	127

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032