



创新业务布局落地，销售体系持续下沉

2022 年 11 月 07 日

➤ **事件：**2022 年 10 月 28 日公司发布 2022 年三季报，公司前三季度营收 14.63 亿元，同比增长 5.25%，归母净利润亏损 4.20 亿元；公司 2022 年 Q3 单季度营收 5.83 亿元，同比下滑 14.84%，归母净利润亏损 2.14 亿元。

➤ **疫情导致收入短期承压，产品力强劲不改长期发展趋势。**今年以来，全国各地持续的疫情给公司订单签订和项目实施带来了一定影响，导致收入短期出现增速放缓，但公司产品力保持强劲有望带动后续发展：公司防火墙产品已连续 22 年位居国内市场第一，VPN、安全咨询服务、WAF、网闸、安全管理等产品和服务已连续多年位居市场前三，EDR、态势感知、工控防火墙、工控漏洞扫描、工控安全隔离与信息交换、工控主机卫士等 12 款产品处于领导者行列，IDPS、安全资源池等产品位居市场前列。

➤ **创新业务前置投入完成，云计算等新产品放量。**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，公司 2022 年前三季度研发费用 6.22 亿元，同比增加 11.21%，同口径增速下降 65.88%。公司云计算产品收入开始放量，2022 年前三季度收入同比增长 299.69%。

➤ **加强行业和渠道投入，扩大并优化营销团队。**公司 2022 年前三季度销售费用 5.85 亿元，同比增长 33.4%，主要是由于公司销售人员同比增加 24.01%，销售人员薪酬同比增加 31.56%，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。公司在扩大营销团队的同时强化人员优化，2022 年前三季度销售费用同口径增幅下降 2.37 个百分点。

➤ **投资建议：**网络安全整体板块已经经历过近一年的大幅度回调，公司在此背景下也经历了半年时期的承压，目前估值已处于历史底部，在疫情趋于常态化和数据安全等需求的出现，估值预计带来对应的修复。充分考虑疫情等因素的影响，我们对调整盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 为：0.39 元、0.51 元、0.64 元；对应当前股价 PE 估值为：29X、22X、18X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争格局加剧，疫情反复导致交付延迟等风险。

推荐

维持评级

当前价格：

11.10 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

1.天融信 (002212.SZ) 2021 年报&2022 年一季报点评：短期战略投入利润承压，新安全业务稳步高增长-2022/05/20

2.天融信 (002212) 2021 年三季报预告点评：网安业务 Q3 单季扭亏，多维度优化助推成长加速-2021/10/14

3.天融信 (002212) 公司调研简报：立足传统发力新兴，网安领军有望持续成长-2021/09/16

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3352	4129	5306	6776
增长率 (%)	-41.2	23.2	28.5	27.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	230	458	599	756
增长率 (%)	-42.5	98.9	30.9	26.2
每股收益 (元)	0.19	0.39	0.51	0.64
PE	57	29	22	17
PB	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 7 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3352	4129	5306	6776
营业成本	1360	1608	2073	2670
营业税金及附加	35	41	53	68
销售费用	719	826	1035	1287
管理费用	337	351	435	542
研发费用	803	929	1183	1491
EBIT	202	518	674	854
财务费用	-8	-12	-20	-23
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	17	8	11	14
营业利润	280	545	712	899
营业外收支	-19	1	0	0
利润总额	261	546	712	899
所得税	35	87	112	141
净利润	226	459	601	758
归属于母公司净利润	230	458	599	756
EBITDA	389	717	873	1010

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	914	1829	2084	2243
应收账款及票据	2214	1244	1425	1875
预付款项	28	34	41	53
存货	509	330	398	512
其他流动资产	992	886	1197	1515
流动资产合计	4657	4323	5145	6199
长期股权投资	636	644	655	668
固定资产	228	228	228	228
无形资产	621	615	615	615
非流动资产合计	6939	6998	7009	7065
资产合计	11596	11322	12154	13264
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	951	308	352	468
其他流动负债	1046	1039	1273	1528
流动负债合计	1997	1347	1625	1996
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	121	107	107	150
非流动负债合计	121	107	107	150
负债合计	2117	1454	1732	2146
股本	1186	1185	1185	1185
少数股东权益	2	4	5	8
股东权益合计	9479	9867	10421	11118
负债和股东权益合计	11596	11322	12154	13264

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-41.24	23.20	28.50	27.70
EBIT 增长率	-63.73	156.52	30.02	26.63
净利润增长率	-42.52	98.94	30.89	26.20
盈利能力 (%)				
毛利率	59.41	61.06	60.93	60.60
净利率	6.86	11.08	11.29	11.15
总资产收益率 ROA	1.98	4.04	4.93	5.70
净资产收益率 ROE	2.43	4.64	5.75	6.80
偿债能力				
流动比率	2.33	3.21	3.17	3.11
速动比率	2.02	2.90	2.86	2.80
现金比率	0.46	1.36	1.28	1.12
资产负债率 (%)	18.26	12.84	14.25	16.18
经营效率				
应收账款周转天数	217.59	80.00	70.00	75.00
存货周转天数	136.57	75.00	70.00	70.00
总资产周转率	0.29	0.36	0.45	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.39	0.51	0.64
每股净资产	8.00	8.32	8.79	9.38
每股经营现金流	0.14	0.98	0.46	0.31
每股股利	0.02	0.04	0.05	0.07
估值分析				
PE	57	29	22	17
PB	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	31.73	15.92	12.73	10.89
股息收益率 (%)	0.18	0.36	0.46	0.59

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	226	459	601	758
折旧和摊销	186	199	199	156
营运资金变动	-251	590	-239	-525
经营活动现金流	170	1163	543	367
资本开支	-517	-142	-148	-147
投资	715	0	0	0
投资活动现金流	-99	-139	-148	-147
股权募资	182	-47	0	0
债务募资	-29	10	-50	0
筹资活动现金流	-547	-110	-140	-61
现金净流量	-476	915	255	159

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026