

天融信 (002212.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

股权激励进展顺利，强化长期竞争优势

事件

2022年11月30日公司发布关于“奋斗者”第一期（增补）员工持股计划的实施进展公告，截至2022年11月30日，公司本次员工持股计划专用证券账户已完成开立。

点评

公司连续四年发布股权激励计划，促进员工与公司长期成长价值的深度绑定。自2019年以来，公司连续四年发布股权激励计划。网络安全行业人才壁垒较高，公司持续多年的激励机制一方面有利于保持核心技术团队的稳定性，强化公司长期竞争优势，确保公司战略和长期经营目标的实现；另一方面公司重要核心人员持有公司股份有利于进一步优化公司股权结构，健全公司长期、有效的激励约束机制，确保公司长期、稳定发展。

新业务规模化效果显现，利润有望在四季度充分释放。公司云业务、大数据业务等新业务自2020年起开始放量，若不考虑2020年的电力电缆、铜线业务的收入，公司新业务收入占比从2020年17.7%增长到2021年的近20%，规模化效果逐步显现。公司前三季度收入增速放缓，利润端亏损幅度同比扩大，考虑到公司四季度收入占比较高，叠加公司三季度部分订单延迟到四季度确认，利润有望在四季度充分释放。

盈利调整和投资建议

我们维持此前的盈利预测，预计公司2022-2024年的收入分别为40.41/49.3/59.91亿元，净利润分别为3.37/4.24/5.25亿元，对应EPS 0.28/0.36/0.44元/股，当前股价对应2022-2024年PE分别为39x/31x/25x，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；信创向全行业应用进度不及预期；限售股解禁风险；股东减持/被动平仓风险。

计算机组

联系人：纪超

jichao@gjzq.com.cn

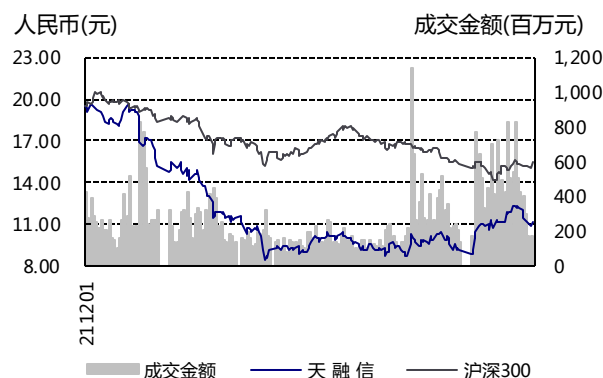
分析师：孟灿（执业S1130522050001）

mengcan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：11.20元

相关报告：

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,704	3,352	4,041	4,930	5,991
营业收入增长率	-19.56%	-41.24%	20.58%	21.98%	21.53%
归母净利润(百万元)	400	230	337	424	525
归母净利润增长率	-0.21%	-42.52%	46.56%	25.66%	23.90%
摊薄每股收益(元)	0.341	0.194	0.284	0.357	0.443
每股经营性现金流净额	0.17	0.14	0.14	0.34	0.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.17%	2.43%	3.28%	3.97%	4.71%
P/E	61.53	98.84	39.37	31.33	25.29
P/B	2.57	2.40	1.29	1.24	1.19

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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,091	5,704	3,352	4,041	4,930	5,991
增长率		-19.6%	-41.2%	20.6%	22.0%	21.5%
主营业务成本	-5,199	-3,573	-1,360	-1,623	-2,015	-2,492
%销售收入	73.3%	62.6%	40.6%	40.2%	40.9%	41.6%
毛利	1,892	2,131	1,991	2,419	2,915	3,499
%销售收入	26.7%	37.4%	59.4%	59.8%	59.1%	58.4%
营业税金及附加	-34	-37	-35	-42	-52	-63
%销售收入	0.5%	0.6%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-640	-612	-719	-925	-1,071	-1,259
%销售收入	9.0%	10.7%	21.4%	22.9%	21.7%	21.0%
管理费用	-354	-339	-337	-392	-475	-569
%销售收入	5.0%	5.9%	10.1%	9.7%	9.6%	9.5%
研发费用	-502	-614	-803	-867	-1,041	-1,225
%销售收入	7.1%	10.8%	24.0%	21.5%	21.1%	20.5%
息税前利润 (EBIT)	361	530	97	192	277	382
%销售收入	5.1%	9.3%	2.9%	4.8%	5.6%	6.4%
财务费用	-25	-16	8	20	26	30
%销售收入	0.3%	0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-68	-134	-106	-137	-145	-157
公允价值变动收益	59	53	53	60	62	64
投资收益	-11	-21	17	19	21	23
%税前利润	n.a	n.a	6.4%	5.1%	4.4%	3.9%
营业利润	473	579	280	374	470	582
营业利润率	6.7%	10.1%	8.4%	9.2%	9.5%	9.7%
营业外收支	-1	-4	-19	2	3	4
税前利润	472	574	261	376	473	586
利润率	6.7%	10.1%	7.8%	9.3%	9.6%	9.8%
所得税	-69	-177	-35	-38	-47	-59
所得税率	14.6%	30.9%	13.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	403	397	226	338	426	528
少数股东损益	2	-4	-4	1	2	3
归属于母公司的净利润	401	400	230	337	424	525
净利率	5.7%	7.0%	6.9%	8.3%	8.6%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	403	397	226	338	426	528
少数股东损益	2	-4	-4	1	2	3
非现金支出	210	277	292	255	293	327
非经营收益	-44	-61	-98	-119	-88	-93
营运资金变动	163	-409	-251	-311	-226	-192
经营活动现金净流	733	204	170	163	404	569
资本开支	-219	-334	-517	-239	-265	-295
投资	-454	687	715	-21	-3	-6
其他	4	21	-296	19	21	23
投资活动现金净流	-669	374	-99	-241	-247	-278
股权募资	194	179	182	490	0	0
债权募资	-312	-66	-29	6	6	6
其他	-26	-21	-700	-27	-38	-49
筹资活动现金净流	-145	92	-547	470	-32	-43
现金净流量	-81	667	-476	392	126	248

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	719	1,383	914	1,292	1,408	1,649
应收款项	1,852	2,702	3,120	3,179	3,382	3,599
存货	1,023	431	509	635	739	848
其他流动资产	710	506	114	176	202	232
流动资产	4,304	5,023	4,657	5,282	5,730	6,328
%总资产	38.7%	44.4%	40.2%	42.4%	43.7%	45.5%
长期投资	1,043	698	902	983	1,048	1,118
固定资产	560	288	383	433	474	520
%总资产	5.0%	2.5%	3.3%	3.5%	3.6%	3.7%
无形资产	5,146	5,255	5,482	5,555	5,632	5,713
非流动资产	6,810	6,301	6,939	7,186	7,376	7,580
%总资产	61.3%	55.6%	59.8%	57.6%	56.3%	54.5%
资产总计	11,114	11,324	11,596	12,467	13,106	13,908
短期借款	456	5	40	45	50	55
应付款项	1,004	927	1,212	1,252	1,429	1,641
其他流动负债	619	705	744	778	853	962
流动负债	2,078	1,637	1,997	2,075	2,331	2,658
长期贷款	0	14	0	0	0	0
其他长期负债	130	79	121	109	101	96
负债	2,208	1,730	2,117	2,184	2,433	2,754
普通股股东权益	8,896	9,586	9,477	10,281	10,669	11,146
其中：股本	1,158	1,172	1,186	1,185	1,185	1,185
未分配利润	1,965	2,438	2,620	2,933	3,321	3,799
少数股东权益	10	8	2	3	5	8
负债股东权益合计	11,114	11,324	11,596	12,467	13,106	13,908

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.346	0.341	0.194	0.284	0.357	0.443
每股净资产	7.679	8.180	7.992	8.675	9.003	9.406
每股经营现金净流	0.632	0.174	0.143	0.138	0.341	0.480
每股股利	0.000	0.040	0.020	0.020	0.030	0.040
回报率						
净资产收益率	4.51%	4.17%	2.43%	3.28%	3.97%	4.71%
总资产收益率	3.61%	3.53%	1.98%	2.70%	3.23%	3.77%
投入资本收益率	3.26%	3.79%	0.88%	1.67%	2.31%	3.06%
增长率						
主营业务收入增长率	12.55%	-19.56%	-41.24%	20.58%	21.98%	21.53%
EBIT 增长率	-33.97%	46.73%	-81.67%	98.12%	43.83%	38.19%
净利润增长率	-17.37%	-0.21%	-42.52%	46.56%	25.66%	23.90%
总资产增长率	11.72%	1.89%	2.40%	7.51%	5.13%	6.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.1	84.3	165.0	222.0	214.0	203.0
存货周转天数	64.8	74.3	126.1	145.0	138.0	130.0
应付账款周转天数	27.7	58.7	215.9	225.0	213.0	203.0
固定资产周转天数	28.7	13.7	24.9	39.1	35.1	31.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.35%	-18.39%	-9.22%	-12.13%	-12.72%	-14.29%
EBIT 利息保障倍数	14.6	32.5	-12.3	-9.7	-10.7	-12.7
资产负债率	19.87%	15.28%	18.26%	17.52%	18.56%	19.80%

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

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402