



2023年08月20日

## 天融信（002212.SZ）

## 收入端稳定增长，新业务开始发力

## 投资要点

事件：公司发布2023H1业绩报告，2023H1实现收入10.05亿元，同比增长14.16%；实现归母净利润-2.12亿元，同比降低3.16%；实现扣非净利润-2.22亿元，同比增长6.77%。单季度来看，2023Q2公司实现收入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%。

- ◆ 收入端稳定增长，毛利率及费用率有所改善。上半年公司收入端整体保持稳定增长，同时公司第二季度毛利率较第一季度大幅提升至19.46个百分点，主要原因在于第一季度低毛利业务占比高于去年同期。与此同时，公司降本增效的成果持续体现，上半年期间费用率基本持平，期间费用率同比下降12.53%，其中研发费用率同比下降8.21个百分点，销售费用率同比下降2.19个百分点，人均创收也提升明显。
- ◆ 新业务开始发力，数据安全、信创安全等保持高增长，同时能力订阅占比显著提升。分业务来看：1) 数据安全：收入同比增长35.82%；2) 大数据与态势感知：收入同比增长24.99%；3) 云计算：收入同比增长91.89%，云安全收入同比增长161.44%；4) 信创：收入同比增长74.27%；5) 工业互联网安全：收入同比增长53.00%。此外，公司披露了能力订阅的占比情况，即面向已销售的安全产品提供以月、年计费的安全知识（包括威胁情报信息等），面向客户或合作伙伴提供以天、月、年和流量计费的云端检测和防护，以安全能力订阅模式实现的收入。今年上半年公司能力订阅占比达12.54%，相较于22年上半年的6.52%以及22年全年8.84%有了明显提升。
- ◆ 投资建议：公司作为国内防火墙市场的先驱和行业龙头，有望持续受益AI监管、信创、数据安全等政策。我们预计公司23-25年实现收入分别为42.71/53.90/68.72亿元，实现归母净利润3.83/5.01/6.43亿元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ 风险提示：业务推进不及预期；汇率波动风险；客户拓展不及预期。

## 财务数据与估值

| 会计年度      | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,352 | 3,543 | 4,271 | 5,390 | 6,872 |
| YoY(%)    | -41.2 | 5.7   | 20.6  | 26.2  | 27.5  |
| 净利润(百万元)  | 230   | 205   | 383   | 501   | 643   |
| YoY(%)    | -42.5 | -10.8 | 86.7  | 30.9  | 28.3  |
| 毛利率(%)    | 59.4  | 59.7  | 56.5  | 55.1  | 54.9  |
| EPS(摊薄/元) | 0.19  | 0.17  | 0.32  | 0.42  | 0.54  |
| ROE(%)    | 2.4   | 2.1   | 3.7   | 4.7   | 5.7   |
| P/E(倍)    | 48.6  | 54.5  | 29.2  | 22.3  | 17.4  |
| P/B(倍)    | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 1.0   |

计算机 | 通用计算机设备III

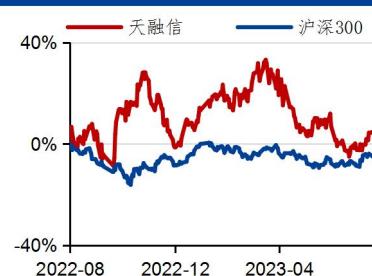
投资评级 买入-A(首次)

股价(2023-08-18) 9.44元

## 交易数据

|            |            |
|------------|------------|
| 总市值 (百万元)  | 11,184.82  |
| 流通市值 (百万元) | 11,029.33  |
| 总股本 (百万股)  | 1,184.83   |
| 流通股本 (百万股) | 1,168.36   |
| 12个月价格区间   | 12.56/9.03 |

## 一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -0.64 | -3.83 | 16.48 |
| 绝对收益 | -2.38 | -7.9  | 7.64  |

## 分析师

方闻千

SAC执业证书编号：S0910523070001  
fangwenqian@huajinsc.cn

## 相关报告



|         |     |     |     |     |     |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 净利润率(%) | 6.9 | 5.8 | 9.0 | 9.3 | 9.4 |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

数据安全、关基保护、信创三条政策主线已经明确，同时叠加生成式AI等新技术加剧数据安全类产品的需求，未来网安行业景气度将持续上行。我们预测2023-2025年公司实现营收42.71/53.90/68.72亿元，毛利率56.55%、55.12%、54.89%。其中，基础安全产品23-25年实现收入29.45/36.51/46.01亿元，毛利率54%、53%、53%；安全服务23-25年实现收入5.29/6.40/7.81亿元，毛利率58%、56%、56%；数据与态势感知产品及服务23-25年实现收入4.14/4.93/5.82亿元，毛利率77%、76%、76%；云计算与云安全产品及服务23-25年实现收入3.83/6.06/9.08亿元，毛利率52%、50%、50%。

表1：分产品预测（单位：百万元）

|                      | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>基础安全产品</b>        |         |         |         |         |         |         |
| 收入                   | 1964.25 | 2251.60 | 2433.53 | 2944.57 | 3651.26 | 4600.59 |
| 增速                   | 12.89%  | 14.63%  | 8.08%   | 21.00%  | 24.00%  | 26.00%  |
| 毛利率                  | 61.84%  | 56.17%  | 59.31%  | 54.00%  | 53.00%  | 53.00%  |
| <b>安全服务</b>          |         |         |         |         |         |         |
| 收入                   | 361.44  | 431.30  | 440.91  | 529.09  | 640.20  | 781.05  |
| 增速                   | 16.68%  | 19.33%  | 2.23%   | 20.00%  | 21.00%  | 22.00%  |
| 毛利率                  | 61.07%  | 62.66%  | 57.53%  | 58.00%  | 56.00%  | 56.00%  |
| <b>大数据与态势感知产品及服务</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入                   | 322.14  | 389.06  | 345.39  | 414.46  | 493.21  | 581.99  |
| 增速                   | 62.99%  | 20.77%  | -11.23% | 20.00%  | 19.00%  | 18.00%  |
| 毛利率                  | 80.33%  | 81.23%  | 71.52%  | 77.00%  | 76.00%  | 76.00%  |
| <b>云计算与云安全产品及服务</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 收入                   | 180.26  | 279.49  | 319.42  | 383.30  | 605.61  | 908.42  |
| 增速                   | 6.99%   | 55.05%  | 14.28%  | 20.00%  | 58.00%  | 50.00%  |
| 毛利率                  | 76.99%  | 56.07%  | 53.05%  | 52.00%  | 50.00%  | 50.00%  |
| <b>合计</b>            |         |         |         |         |         |         |
| 收入                   | 5704.17 | 3351.57 | 3543.00 | 4271.43 | 5390.29 | 6872.05 |
| 增速                   | -19.56% | -41.24% | 5.71%   | 20.56%  | 26.19%  | 27.49%  |
| 毛利率                  | 37.37%  | 59.41%  | 59.72%  | 56.55%  | 55.12%  | 54.89%  |

资料来源：Wind、华金证券研究所

## 二、可比公司估值

我们选取网络安全行业相关公司深信服（网络安全、云计算、新IT和信锐技术）、绿盟科技（网络边界安全、数据安全、应用安全、安全服务等）、启明星辰（网络边界安全、安全管理平台、数据安全与应用安全、安全服务等）、奇安信（终端安全、安全管理平台、网络边界安全、安全服务等）作为可比公司。

表2：可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 股价/元 | 市值/亿元 | EPS/元 |       |       | PE    |       |       |
|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |      |      |       | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |

| 证券代码      | 证券简称  | 股价/元   | 市值/亿元  | EPS/元 |       |       | PE     |       |       |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |       |        |        | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E  | 2024E | 2025E |
| 300454.SZ | 深信服   | 109.18 | 455.15 | 1.12  | 1.84  | 2.67  | 97.85  | 59.38 | 40.96 |
| 300369.SZ | 绿盟科技  | 11.07  | 88.54  | 0.39  | 0.54  | 0.78  | 28.59  | 20.37 | 14.28 |
| 002439.SZ | 启明星辰  | 27.52  | 259.71 | 1.03  | 1.37  | 1.76  | 26.60  | 20.09 | 15.68 |
| 688561.SH | 奇安信-U | 49.32  | 337.93 | 0.40  | 0.83  | 1.19  | 122.66 | 59.44 | 41.54 |
| 平均值       |       | 49.27  | 285.33 | 0.73  | 1.15  | 1.60  | 68.92  | 39.82 | 28.12 |
| 002212.SZ | 天融信   | 9.44   | 111.85 | 0.32  | 0.42  | 0.54  | 29.2   | 22.3  | 17.4  |

资料来源：除天融信外，其他可比公司数据来自 Wind 一致预期（采用 8.18 收盘价）、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)        |       |       |       |       | 利润表(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              | 4657  | 4843  | 6276  | 7070  | 8987     | 营业收入      | 3352  | 3543  | 4271.43 | 5390.29 | 6872.05 |
| 现金                | 914   | 918   | 881   | 697   | 398      | 营业成本      | 1360  | 1427  | 1856    | 2419    | 3100    |
| 应收票据及应收账款         | 2214  | 2750  | 3235  | 4318  | 5311     | 营业税金及附加   | 35    | 27    | 32      | 43      | 58      |
| 预付账款              | 28    | 20    | 37    | 35    | 57       | 营业费用      | 719   | 812   | 790     | 970     | 1192    |
| 存货                | 509   | 573   | 834   | 1000  | 1350     | 管理费用      | 337   | 322   | 342     | 383     | 467     |
| 其他流动资产            | 992   | 582   | 1289  | 1021  | 1871     | 研发费用      | 803   | 821   | 897     | 1024    | 1306    |
| 非流动资产             | 6939  | 7143  | 7010  | 6888  | 6782     | 财务费用      | -8    | -1    | 7       | 16      | 37      |
| 长期投资              | 636   | 514   | 377   | 239   | 104      | 资产减值损失    | -106  | -49   | -84     | -119    | -150    |
| 固定资产              | 228   | 442   | 455   | 492   | 550      | 公允价值变动收益  | 53    | 0     | 41      | 37      | 33      |
| 无形资产              | 850   | 1028  | 1010  | 978   | 932      | 投资净收益     | 17    | 23    | 2       | 5       | 12      |
| 其他非流动资产           | 5225  | 5159  | 5167  | 5179  | 5196     | 营业利润      | 280   | 245   | 475     | 628     | 779     |
| 资产总计              | 11596 | 11986 | 13285 | 13959 | 15769    | 营业外收入     | 2     | 1     | 2       | 2       | 2       |
| 流动负债              | 1997  | 2000  | 2919  | 3112  | 4307     | 营业外支出     | 21    | 0     | 8       | 9       | 9       |
| 短期借款              | 0     | 105   | 105   | 105   | 105      | 利润总额      | 261   | 246   | 470     | 621     | 771     |
| 应付票据及应付账款         | 951   | 946   | 1521  | 1694  | 2426     | 所得税       | 35    | 41    | 89      | 124     | 132     |
| 其他流动负债            | 1046  | 949   | 1293  | 1313  | 1776     | 税后利润      | 226   | 205   | 381     | 497     | 638     |
| 非流动负债             | 121   | 205   | 205   | 205   | 205      | 少数股东损益    | -4    | 0     | -2      | -4      | -5      |
| 长期借款              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0        | 归属母公司净利润  | 230   | 205   | 383     | 501     | 643     |
| 其他非流动负债           | 121   | 205   | 205   | 205   | 205      | EBITDA    | 383   | 444   | 662     | 846     | 1037    |
| 负债合计              | 2117  | 2205  | 3124  | 3317  | 4511     |           |       |       |         |         |         |
| 少数股东权益            | 2     | 2     | 0     | -4    | -8       |           |       |       |         |         |         |
| 股本                | 1186  | 1185  | 1185  | 1185  | 1185     |           |       |       |         |         |         |
| 资本公积              | 6348  | 6446  | 6446  | 6446  | 6446     |           |       |       |         |         |         |
| 留存收益              | 2762  | 2944  | 3304  | 3767  | 4369     |           |       |       |         |         |         |
| 归属母公司股东权益         | 9477  | 9779  | 10162 | 10645 | 11266    |           |       |       |         |         |         |
| 负债和股东权益           | 11596 | 11986 | 13285 | 13959 | 15769    |           |       |       |         |         |         |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |       |       |       |       |          |           |       |       |         |         |         |
| 会计年度              | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E    |           |       |       |         |         |         |
| 经营活动现金流           | 170   | -271  | 38    | -74   | -117     |           |       |       |         |         |         |
| 净利润               | 226   | 205   | 381   | 497   | 638      |           |       |       |         |         |         |
| 折旧摊销              | 149   | 219   | 214   | 243   | 276      |           |       |       |         |         |         |
| 财务费用              | -8    | -1    | 7     | 16    | 37       |           |       |       |         |         |         |
| 投资损失              | -17   | -23   | -2    | -5    | -12      |           |       |       |         |         |         |
| 营运资金变动            | -382  | -829  | -517  | -785  | -1022    |           |       |       |         |         |         |
| 其他经营现金流           | 201   | 158   | -45   | -41   | -35      |           |       |       |         |         |         |
| 投资活动现金流           | -99   | 184   | -34   | -75   | -123     |           |       |       |         |         |         |
| 筹资活动现金流           | -547  | 71    | -42   | -34   | -59      |           |       |       |         |         |         |
| <b>每股指标(元)</b>    |       |       |       |       |          |           |       |       |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.19  | 0.17  | 0.32  | 0.42  | 0.54     | P/E       | 48.6  | 54.5  | 29.2    | 22.3    | 17.4    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.14  | -0.23 | 0.03  | -0.06 | -0.10    | P/B       | 1.2   | 1.1   | 1.1     | 1.1     | 1.0     |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 8.00  | 8.25  | 8.58  | 8.98  | 9.51     | EV/EBITDA | 27.1  | 23.8  | 16.0    | 12.7    | 10.7    |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)