

天融信 (002212.SZ)

上半年收入增长 14%，多细分领域呈现积极态势

增持

核心观点

上半年公司业绩稳健恢复。公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 10.05 亿元 (+14.16%)，归母净利润-2.12 亿元 (-3.16%)，扣非净利润-2.22 亿元 (+6.77%)。单 Q2 来看，公司实现收入 5.36 亿元 (+6.88%)，归母净利润-1.21 亿元 (+14.22%)，扣非净利润-1.26 亿元 (+24.88%)。

Q2 毛利率恢复正常，提效控费显著。由于一季度公司低毛利率业务占比较高，导致上半年公司毛利率 55.44%，同比下降较大；但二季度毛利率达到 64.52%，已恢复正常水平。公司人员进一步控制，23H1 研发人员 2883 人，同比减少 13%，费用也得以优化，期间费用率同比下降 12.53%；其中，销售、管理、研发费用同比增长 8.45%，-0.78%、-6.36%。

政府和运营商有较大恢复，各产品线保持稳定增长。大行业拆分来看，政府及事业单位收入 5.32 亿元 (+53.09%)，但毛利率下降 21.90%。国有企业收入 2.62 亿元 (+9.89%)，商业及其他收入 2.07 亿元 (-29.14%)。其中在更细分行业里，地方政府行业同比增幅 75.96%、运营商行业同比增幅 86.20%、教育行业同比增幅 11.92%。产品来看，基础安全产品收入 6.65 亿元 (+13.28%)，大数据与态势感知产品及服务收入 0.72 亿元 (+24.99%)，基础安全服务收入 1.55 亿元 (+17.86%)，云计算与云安全产品及服务收入 1.10 亿元 (+6.75%)。

多领域呈现积极态势，持续激励坚定发展信心。公司新业务虽然占比较小，但整体保持积极增长。上半年，数据安全收入同比增长 35.82%。云计算软件收入同比增长 91.89%，云安全收入同比增长 161.44%。公司持续加大信创投入，信创业务收入同比增长 74.27%，其中自有安全产品收入同比增长 90%。工业互联网安全收入同比增长 53.00%。另一方面，安全交付也在逐步向能力和服务订阅方向发展，上半年安全能力订阅收入达到 1.26 亿元，增长超 100%。伴随信创、数据要素相关进程持续推动，网络和数据安全市场发展依然向好。公司近年来持续发布股权激励，目标 23-25 年剔除股份支付费用影响的净利润 7.5、8.8、11 亿元，收入不低于 46、53、60 亿元；根据实际业绩完成情况，确定阶梯式的行权比例。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“增持”评级。考虑到宏观经济仍处于恢复过程中，预计 2023-2025 年营收由 46.55/59.31/74.08 亿元，下调为 45.16/57.53/71.85 亿元，增速分别为 28%/27%/25%，归母净利润为 4.30/6.18/8.22 亿元，对应当前 PE 为 26/22/17 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,352	3,543	4,516	5,753	7,185
(+/-%)	-41.2%	5.7%	27.5%	27.4%	24.9%
净利润(百万元)	230	205	430	618	822
(+/-%)	-42.5%	-10.8%	109.7%	43.8%	33.0%
每股收益(元)	0.19	0.17	0.36	0.52	0.69
EBIT Margin	2.9%	3.8%	8.6%	10.5%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	2.4%	2.1%	4.2%	5.8%	7.2%
市盈率 (PE)	48.7	54.5	26.0	18.1	13.6
EV/EBITDA	54.6	38.5	30.3	22.1	17.3
市净率 (PB)	1.18	1.14	1.10	1.05	0.98

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

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

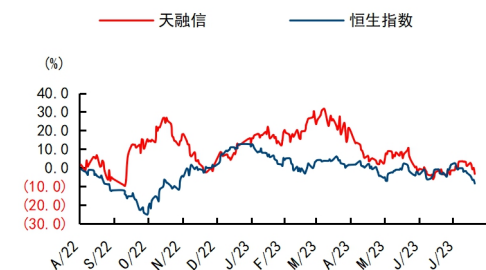
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	9.44 元
总市值/流通市值	11185/11029 百万元
52 周最高价/最低价	13.30/8.55 元
近 3 个月日均成交额	148.23 百万元

市场走势



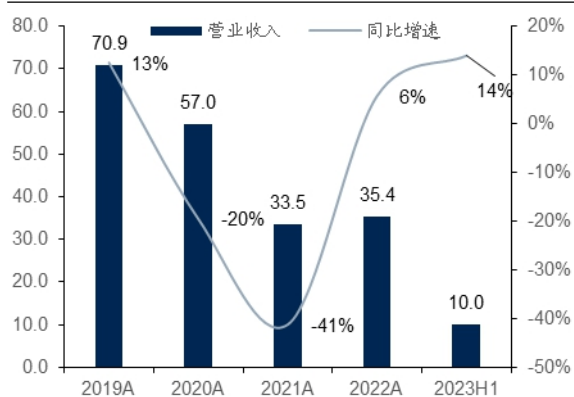
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天融信 (002212.SZ) - 国企和商业市场增长超 50%，信创安全有望加速》——2023-04-26
- 《天融信 (002212.SZ) ——2022 三季报点评-三季度收入同比增长 5%，前置研发投入逐步完成》——2022-11-06
- 《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速增长》——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 三季报点评：收入持续高速增长，单季订单翻倍》——2021-11-02

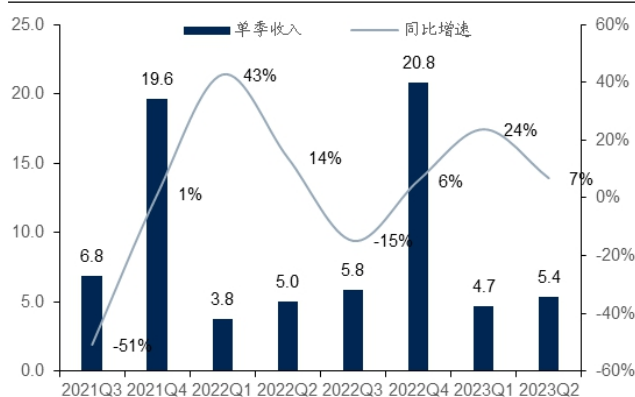
公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 10.05 亿元（+14.16%），归母净利润 -2.12 亿元（-3.16%），扣非净利润-2.22 亿元（+6.77%）。单 Q2 来看，公司实现收入 5.36 亿元（+6.88%），归母净利润-1.21 亿元（+14.22%），扣非净利润-1.26 亿元（+24.88%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



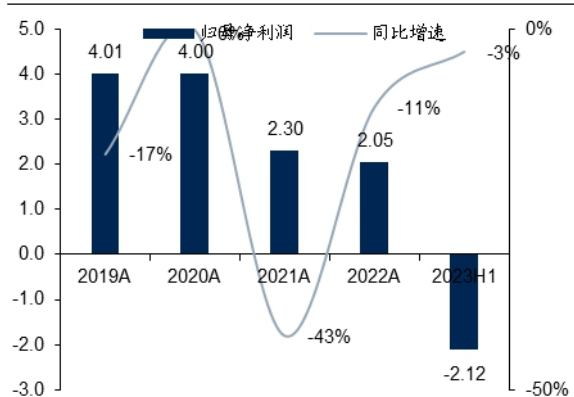
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



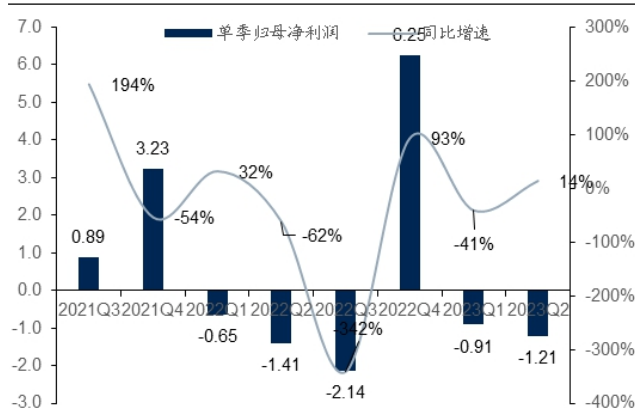
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：考虑到宏观经济仍处于恢复过程中，预计 2023-2025 年营收由 46.55/59.31/74.08 亿元，下调为 45.16/57.53/71.85 亿元，增速分别为 28%/27%/25%，归母净利润为 4.30/6.18/8.22 亿元，对应当前 PE 为 26/22/17 倍，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	914	918	1000	1100	1200	营业收入	3352	3543	4516	5753	7185
应收款项	3120	3235	4083	5201	6496	营业成本	1360	1427	1891	2369	2912
存货净额	509	573	758	953	1174	营业税金及附加	35	27	35	45	56
其他流动资产	114	116	148	189	236	销售费用	719	812	994	1237	1545
流动资产合计	4657	4843	5990	7443	9106	管理费用	337	322	213	263	320
固定资产	383	442	444	440	431	研发费用	803	821	994	1237	1509
无形资产及其他	621	814	783	751	720	财务费用	(8)	(1)	(3)	9	20
投资性房地产	5299	5373	5373	5373	5373	投资收益	17	23	3	3	3
长期股权投资	636	514	614	714	814	资产减值及公允价值变动	57	10	(50)	(50)	(50)
资产总计	11596	11986	13203	14721	16444	其他收入	(702)	(744)	(834)	(1057)	(1319)
短期借款及交易性金融负债	40	140	382	707	959	营业利润	280	245	505	727	967
应付款项	951	946	1252	1573	1939	营业外净收支	(19)	1	1	1	1
其他流动负债	1006	914	1175	1472	1824	利润总额	261	246	506	728	968
流动负债合计	1997	2000	2809	3753	4721	所得税费用	35	41	76	109	145
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	0	0	0	0
其他长期负债	121	205	235	265	295	归属于母公司净利润	230	205	430	618	822
长期负债合计	121	205	235	265	295	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2117	2205	3044	4017	5016	净利润	230	205	430	618	822
少数股东权益	2	2	2	3	3	资产减值准备	(28)	(96)	(0)	(0)	(0)
股东权益	9477	9779	10157	10701	11425	折旧摊销	147	214	81	86	92
负债和股东权益总计	11596	11986	13203	14721	16444	公允价值变动损失	(57)	(10)	50	50	50
						财务费用	(8)	(1)	(3)	9	20
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(398)	(364)	(469)	(704)	(817)
每股收益	0.19	0.17	0.36	0.52	0.69	其它	25	96	0	1	1
每股红利	0.04	0.02	0.04	0.06	0.08	经营活动现金流	(82)	45	92	51	148
每股净资产	7.99	8.25	8.57	9.03	9.64	资本开支	0	(9)	(101)	(101)	(101)
ROIC	2.19%	2.86%	4%	5%	7%	其它投资现金流	400	0	0	0	0
ROE	2.43%	2.10%	4%	6%	7%	投资活动现金流	218	114	(201)	(201)	(201)
毛利率	59%	60%	58%	59%	59%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBIT Margin	3%	4%	9%	10%	12%	负债净变化	(14)	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	10%	12%	13%	支付股利、利息	(48)	(25)	(52)	(74)	(99)
收入增长	-41%	6%	27%	27%	25%	其它融资现金流	(481)	(107)	242	324	252
净利润增长率	-43%	-11%	110%	44%	33%	融资活动现金流	(605)	(154)	190	250	153
资产负债率	18%	18%	23%	27%	31%	现金净变动	(469)	4	82	100	100
股息率	0.4%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1383	914	918	1000	1100
P/E	48.7	54.5	26.0	18.1	13.6	货币资金的期末余额	914	918	1000	1100	1200
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	0	(47)	(158)	(207)	(108)
EV/EBITDA	54.6	38.5	30.3	22.1	17.3	权益自由现金流	0	(154)	86	110	126

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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中所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