

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	9.50
总股本/流通股本(亿股)	11.85 / 11.68
总市值/流通市值(亿元)	113 / 111
52 周内最高/最低价	12.85 / 8.81
资产负债率(%)	18.4%
市盈率	52.63
第一大股东	郑钟南

研究所

分析师:孙业亮
SAC 登记编号:S1340522110002
Email:sunyeliang@cnpsec.com
分析师:常雨婷
SAC 登记编号:S1340523080001
Email:changyuting@cnpsec.com

天融信(002212)

营业收入稳定增长，信创业务加速发展

● 23H1 营收稳中向好，提质增效效果显著

2023 年上半年市场呈现恢复向好的态势，公司实现营业收入 10.05 亿元，同比增长 14.16%；扣非归母净利润为-2.22 亿元，亏损同比收窄 6.77%。由于公司第一季度低毛利业务占比高于上年同期，致 2023 年上半年毛利率同比下降，但第二季度毛利率较第一季度毛利率增长明显，毛利率提升 19.46 个百分点，基本恢复到上年同期水平。公司期间费用同比基本持平，期间费用率同比下降 12.53%。在研发侧公司已完成在云计算、云安全、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和全面布局，2023 年上半年研发费用同比下降 0.26 亿元，研发费用率同比下降 8.21 个百分点；在营销侧公司的行业深耕、地市下沉和渠道拓展战略得到有效落实，销售费用同比增加 0.33 亿元，但销售费用率同比下降 2.19 个百分点，提质增效效果显著。

● 深耕数据安全领域多年，坚持技术创新

公司在数据安全领域深耕多年，积累了丰富的数据安全建设经验，率先提出了“以数据为中心的安全建设体系”的建设思路，并广泛应用于政府、运营商、金融、能源等多个行业。2021 年，公司提出了建立以数据资产为核心，构建数据安全治理评估、组织结构、管理制度、技术保护、运营管控、安全监管“六步走”的数据安全治理体系；2023 年，在以往体系的基础上公司进一步优化，从多场景角度出发，围绕数据流转过程中所产生的风险进行防范解决。

近年来，公司在联邦学习、密文检索、多方安全计算等新兴技术进行研究，促进新技术与产品的融合。2023 年，公司正式发布隐私计算平台，以数据隐私为先决条件，在确保数据提供方不泄露原始数据的同时，通过可信执行环境、联邦学习、多方安全计算等技术，对数据进行分析计算，为各数据要素供给、流通提供数据全生命周期的安全保障机制，充分发挥数据价值。公司主导和参与制定的数据安全相关的国家级、行业级及企业级标准 90 余项，发表论文 20 余篇，申请专利 190 余项，其中，申请联邦学习技术方向专利 8 项。2023 年上半年，公司数据安全收入同比增长 35.82%。

● 信创加速向全行业应用，竞争优势明显

公司在信创领域提前布局，持续研发和投入，产品入围种类和数量均处于行业领先，竞争优势明显。作为国内最早投入信创产业的网络安全企业，公司基于在网络安全核心技术领域的深厚积累，与国产 CPU、操作系统、数据库、浏览器、中间件等信创产业链上下游厂商的深度合作，持续推进基于国产软硬件架构的产品研发与适配工作，加速推进行业领域布局。截至 2023 年二季度末，公司基于国产软硬件的“天融信昆仑”系列产品已有 63 款 219 个型号，在信创产品入围

中品类与型号数量均领先，目前产品与解决方案已在党政、金融、能源、石油、交通、教育、医疗卫生、航空航天等近 30 个行业实现规模化应用。2023 年上半年，公司实现信创业务收入同比增长 74.27%。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内防火墙龙头厂商，积极探索云安全、大数据安全、工业互联网安全等新兴安全领域，未来的成长空间较为广阔。小幅下调公司 2023-2025 年的 EPS 至 0.37、0.47、0.60 元，当前股价对应的 PE 分别为 25.69 倍、20.08 倍、15.79 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观环境波动风险；网络安全行业竞争加剧；信创政策推进不及预期；产品研发进展不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3543	4693	5933	7398
增长率(%)	5.71	32.46	26.42	24.70
EBITDA（百万元）	486.66	712.98	841.85	998.95
归属母公司净利润（百万元）	205.09	438.10	560.54	712.73
增长率(%)	-10.83	113.61	27.95	27.15
EPS(元/股)	0.17	0.37	0.47	0.60
市盈率（P/E）	54.88	25.69	20.08	15.79
市净率（P/B）	1.15	1.10	1.04	0.98
EV/EBITDA	23.06	15.31	12.94	10.59

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	3543	4693	5933	7398	营业收入	5.7%	32.5%	26.4%	24.7%
营业成本	1427	1875	2360	2927	营业利润	-12.5%	87.9%	28.0%	27.2%
税金及附加	27	37	46	58	归属于母公司	-10.8%	113.6%	27.9%	27.2%
销售费用	812	1033	1305	1628	获利能力				
管理费用	322	422	534	666	毛利率	59.7%	60.0%	60.2%	60.4%
研发费用	821	1079	1365	1702	净利率	5.8%	9.3%	9.4%	9.6%
财务费用	-1	5	10	14	ROE	2.1%	4.3%	5.2%	6.2%
资产减值损失	-10	0	0	0	ROIC	1.9%	3.8%	4.6%	5.4%
营业利润	245	460	589	750	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	18.4%	24.8%	26.8%	31.4%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	2.42	2.04	2.04	1.90
利润总额	246	461	590	751	营运能力				
所得税	41	23	30	38	应收账款周转	1.49	1.71	1.80	2.00
净利润	205	438	561	713	存货周转率	6.55	6.63	6.65	6.69
归母净利润	205	438	561	713	总资产周转率	0.30	0.37	0.42	0.47
每股收益	0.17	0.37	0.47	0.60	每股指标 (元)				
资产负债表					每股收益	0.17	0.37	0.47	0.60
货币资金	918	851	1095	1620	每股净资产	8.25	8.62	9.09	9.70
交易性金融	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及	2750	3041	3953	3947	PE	54.88	25.69	20.08	15.79
预付款项	20	28	35	44	PB	1.15	1.10	1.04	0.98
存货	573	844	939	1272	现金流量表				
流动资产合	4843	6232	7153	8995	净利润	205	438	561	713
固定资产	442	433	420	403	折旧和摊销	261	280	285	289
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-759	-500	-327	-196
无形资产	814	834	854	874	其他	21	-25	-29	-35
非流动资产	7143	7355	7562	7764	经营活动现金	-271	193	489	771
资产总计	11986	13586	14715	16760	资本开支	-464	-389	-389	-389
短期借款	105	206	317	422	其他	648	-74	-66	-58
应付票据及	946	1575	1598	2337	投资活动现金	184	-463	-455	-447
其他流动负	949	1274	1598	1975	股权融资	2	-3	0	0
流动负债合	2000	3055	3513	4734	债务融资	106	211	220	215
其他	205	315	425	535	其他	-37	-6	-10	-15
非流动负债	205	315	425	535	筹资活动现金	71	202	210	200
负债合计	2205	3370	3937	5269	现金及现金等价	-16	-67	244	525
股本	1185	1185	1185	1185					
资本公积金	6446	6444	6444	6444					
未分配利润	2802	3174	3650	4256					
少数股东权	2	2	3	3					
其他	-654	-588	-504	-397					
所有者权益	9781	10216	10777	11490					
负债和所有	11986	13586	14715	16760					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048