

分析师：唐月
 登记编码：S0730512030001
 tangyue@ccnew.com 021-50586737

两年增速位居行业前列，信创业务实现持续高增长

——天融信(002212)公司分析报告

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

市场数据(2023-09-13)

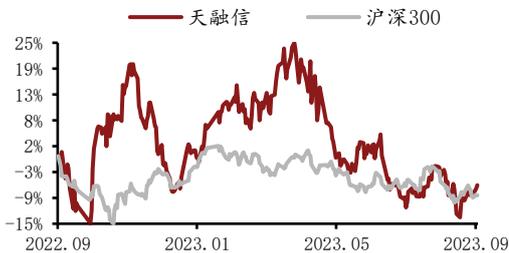
收盘价(元)	9.40
一年内最高/最低(元)	12.85/8.81
沪深 300 指数	3,736.65
市净率(倍)	1.16
流通市值(亿元)	110

发布日期：2023 年 09 月 13 日

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	8.13
每股经营现金流(元)	-0.25
毛利率(%)	55.44
净资产收益率_摊薄(%)	-2.20
资产负债率(%)	15.73
总股本/流通股(万股)	118,483.24/116,836.1
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，Wind，中原证券

相关报告

《天融信(002212)公司深度分析：2023 年业务蓄势待发，高投入期已过盈利能力有望恢复》 2023-05-11

《天融信(002212)公司点评报告：研发投入增速如期放缓，下半年是发力的重点》

2022-07-23

《天融信(002212)公司点评报告：毛利、费用皆有改善预期，全年业绩值得期待》

2022-05-15

联系人：马巍琦
电话：021-50586973
地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编：200122

投资要点：

- 从网络安全厂商上半年业绩来看，公司的收入增速不高，但结合两年收入增速来看，公司居行业第三。2021 年公司有 1.9 亿元在年报审计中被调减计入 2022 年，两年收入增速更具有参考意义。

- 2023H1 三大费用合计增长 0.64%，较 2022 年全年 5.16% 的增速进一步下滑，公司员工减少了 310 人，处于提质增效的过程中。

- 业绩驱动因素方面的亮点包括：

(1) 2022 年股权激励计划调整后的目标为 2023 年、2024 年将分别较 2022 年实现 29.83% 和 49.59% 的收入增长，以及 140.64%、182.35% 的利润增长。

(2) 信创业务：2022H1 实现 120% 的高增长，2023H1 继续实现 74% 的增长。2022 年该业务在公司整体收入占比约达到 20%，2023 年预计占比还将进一步加大，也将对公司的发展起到积极的推动作用。

(3) 2023H1 公司订阅业务收入 1.26 亿元，同比增长 121.05%，占比从 2022 年的 8.84% 大幅提升到了 12.59%，收入整体延续性强。

(4) 多家业务重合度较高的企业近期出现股权和董事长变更，或给行业格局带来新的变化。

- 维持对公司“买入”的投资评级。公司经过过去几年较大的研发投入，在一些主要的新产品赛道都颇具优势，其中信创业务优势尤其明显，有望给公司带来持续高增长。预计 23-25 年公司 EPS 分别为 0.41 元、0.59 元、0.73 元，按 9 月 13 日收盘价 9.40 元，对应 PE 为 22.74 倍、16.06 倍、12.92 倍。

风险提示：行业竞争加剧；经济形势影响政府财政预算；股东方股权问题解决对股价的干扰。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,352	3,543	4,528	5,547	6,678
增长比率(%)	-41.24	5.71	27.80	22.50	20.40
净利润(百万元)	230	205	490	693	862
增长比率(%)	-42.52	-10.83	138.84	41.57	24.32
每股收益(元)	0.19	0.17	0.41	0.59	0.73
市盈率(倍)	48.42	54.30	22.74	16.06	12.92

资料来源：携宁，中原证券

内容目录

1. 半年报概况	3
1.1. 整体状况：两年增速行业前三，Q2 增长质量获得提升	3
1.2. 分项业务数据：信创、政府、华东三个维度实现了高增长	4
1.1. 费用控制：上半年控费力度进一步加大，但销售投入仍在增长	6
1.2. 回款：在持续改善过程中	8
2. 业绩驱动因素	9
2.1. 2022 年股权激励计划的调整，将继续发挥积极的激励作用	9
2.2. 信创业务成为公司发展的有力支撑	10
2.3. 订阅收入的高增长，提升了业绩的可持续性	11
2.4. 行业竞争格局的潜在变化	12
3. 投资建议	13
4. 风险提示	13

图表目录

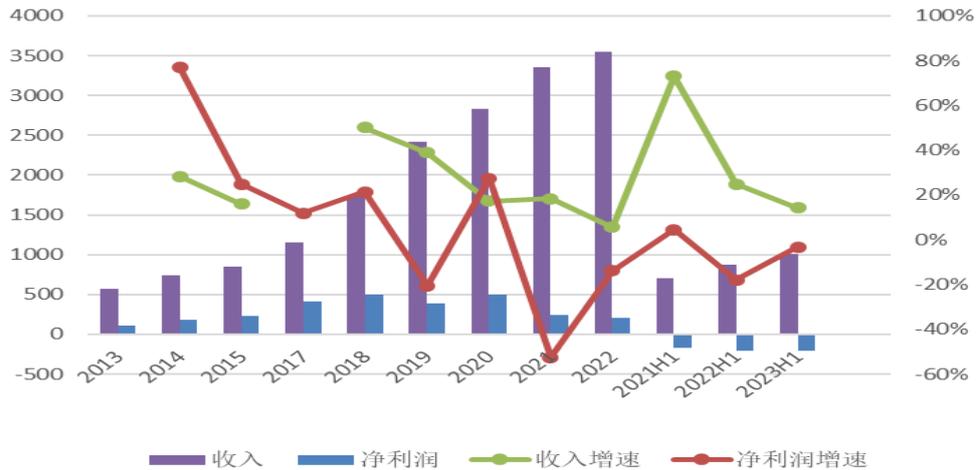
图 1：2013-2023H1 公司网安业务收入、净利润及其增速	3
图 2：2018Q1-2023Q2 公司网安业务收入、净利润及其增速	3
图 3：2023H1 公司分产品收入结构	4
图 4：2019-2023H1 公司分产品收入及增速（百万元）	4
图 5：2023H1 公司分行业收入结构	5
图 6：2017-2023H1 公司分行业收入及增速（百万元）	5
图 7：2023H1 公司分区域收入结构	6
图 8：2019-2023H1 公司分区域毛利率	6
图 9：2020-2023H1 公司销售、管理、研发费用金额（百万元）	6
图 10：2018-2023H1 公司研发投入及其增幅（百万元）	7
图 11：2017-2023H1 公司研发人员增速（人）	7
图 12：2017-2023H1 公司销售人员及增幅（人）	7
图 13：2017-2023H1 公司人员及增幅（人）	8
图 14：201Q3-2023Q2 公司经营性现金流（百万元）	8
图 15：2019Q3-2023Q2 公司销售商品、提供劳务收到的现金（百万元）	8
图 16：2019Q4-2023Q2 公司逐季应收账款情况（百万元）	9
图 18：2020-2023H1 公司国产化安全（百万元）及其增速	11
图 19：2018-2023H1 公司能力订阅收入及其占比和增速（百万元）	12
图 20：2022 年我国基于 UTM 平台的防火墙厂商份额	13
图 21：2022 年我国 UTM 厂商份额	13
表 1：网络安全厂商 2023 年业绩对比	4
表 2：公司股权激励的情况	10
表 3：网络安全公司近期重要事件	12

1. 半年报概况

1.1. 整体状况：两年增速行业前三，Q2 增长质量获得提升

2023 年上半年，公司业绩整体呈现改善趋势。营业收入 100,455.45 万元，同比增长 14.16%，对应的两年增速 42.44%；净利润为-2.12 亿元，亏损增大了 0.06 亿元；扣非净利润-2.22 亿元，减亏了 0.16 亿元。

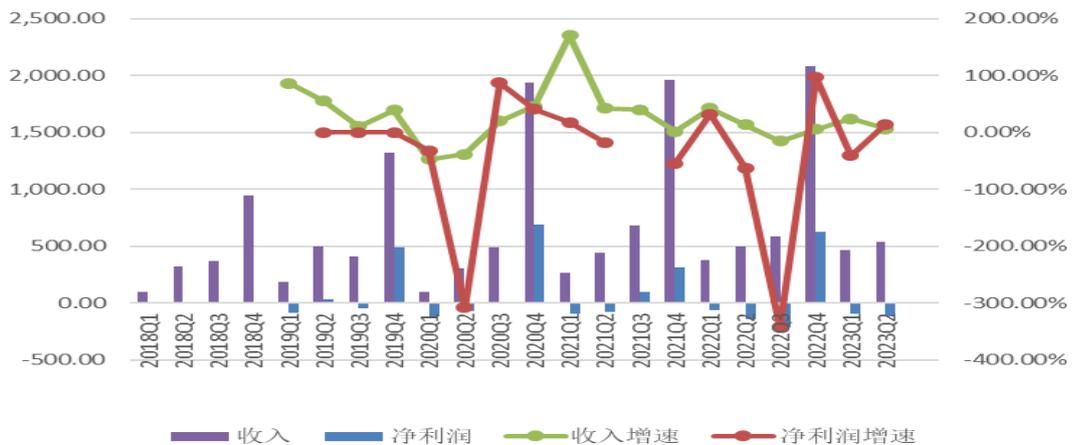
图 1：2013-2023H1 公司网安业务收入、净利润及其增速



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

单季度数据来看，Q2 较 Q1 也呈现出向好趋势。Q2 营业收入 5.36 亿元，同比增长 6.88%，较 Q1 下滑了 16.93 个百分点。但是我们看到公司 Q2 收入的质量较 Q1 更高，毛利额同比增长 3.21%，较 Q1 提升了 20.73 个百分点。同时，Q2 公司净利润和扣非净利润也分别较上年同期减亏了 0.20 和 0.42 亿元。

图 2：2018Q1-2023Q2 公司网安业务收入、净利润及其增速



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

从网络安全厂商上半年业绩来看，公司的收入增速不高，但结合两年收入增速来看，公司位列行业第三。2021 年公司进行了一次业绩快报修正，其中有 1.90 亿元在年报审计过程中被

调减，计入到 2022 年收入中，因而我们认为两年收入增速对于公司来说更具有参考意义。

表 1: 网络安全厂商 2023 年业绩对比

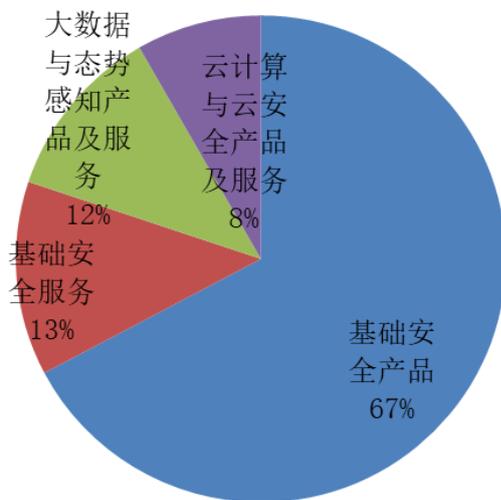
公司	2023H1							员工增速	
	收入	收入增速	两年收入增速	净利润	净利润增速	毛利额	毛利额增速	2022	2021
深信服	29.3	4%	13%	-5.5	20%	18.9	10%	3%	18%
奇安信	24.8	26%	71%	-8.8	3%	15.1	35%	3%	24%
启明星辰	15.2	25%	26%	1.8	174%	9.2	13%	5%	22%
天融信	10.0	14%	42%	-2.1	-3%	5.6	-6%	4%	17%
安恒信息	7.0	30%	51%	-4.1	-10%	3.8	32%	20%	33%
绿盟科技	7.1	-15%	-8%	-4.1	-92%	3.6	-28%	9%	30%
亚信安全	5.6	-5%	16%	-1.7	0%	3.1	8%	1%	26%
迪普科技	4.4	20%	2%	0.4	-4%	3.0	23%	10%	5%
山石网科	3.7	-3%	27%	-1.1	-46%	2.3	-15%	16%	34%
安博通	1.5	2%	27%	-0.8	-145%	0.9	21%	45%	57%
盛邦安全	0.9	41%		-0.1	36%	0.7		7%	22%

资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券

1.2. 分项业务数据：信创、政府、华东三个维度实现了高增长

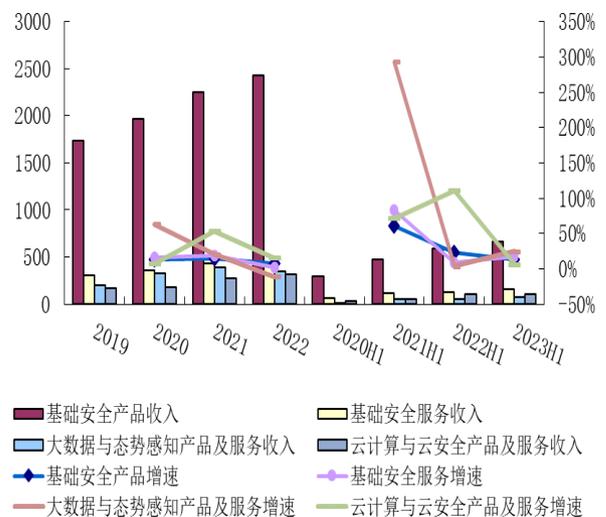
分业务来看，公司占比 6 成以上的基础安全产品上半年增长 13.28%，这其中国产化安全增长 74.27%、数据安全增长 35.83%、工业互联网安全增长了 53%，表现都非常亮眼。说明公司通过在新产品赛道上发力，维持了整体业务增长的稳定性。另一方面，我们也注意到基础安全产品整体毛利率 49.47%，较上年下滑了 22.23 个百分点，我们认为主要是和信创大项目带来的集成业务占比提升有关。

图 3: 2023H1 公司分产品收入结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 4: 2019-2023H1 公司分产品收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

占比 13%的基础安全服务，实现了 17.86%的增长，同时实现 77.15%的毛利率，较上年增长了 9.19 个百分点，收入增长质量较高。

大数据与态势感知产品及服务，同比增长了 24.99%，毛利率 76.57%，也较上年同期增加了 5.28 个百分点，主要源于软件、服务和订阅收入占比的提升，表现较为优异。

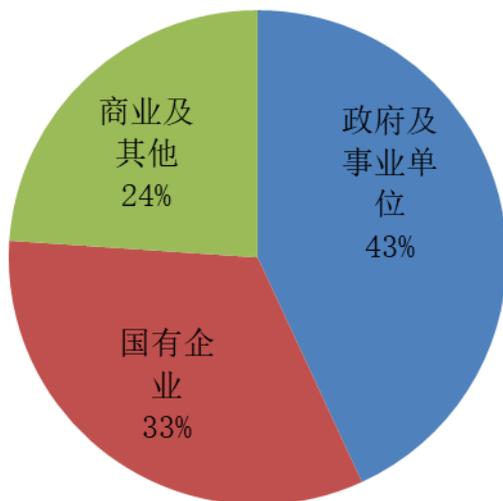
云计算与云安全产品及服务，同比增长 6.75%，毛利率 46.46%，较上年略有提升了 1.35 个百分点。其中云安全增长了 161.44%，表现最为亮眼；前期高速增长云计算业务表现不及预期，同比略有增长，但是其中附加值最高的云计算软件实现了 91.89%的增长，而硬件形态的一体机占比下降，这意味着云计算业务在结构上实现了提升。

分行业来看，政府及事业单位同比增长 53.09%，远超同行水平，但是另一方面这部分业务毛利率 44.96%，较上年同期下滑了 21.90%。这其中地方政府更是增长了 75.96%，表现最为亮眼，同时在部委、监管侧均有增长。

国有企业同比增长 9.89%，毛利率 69.72%，较上年同期提升了 4.51 个百分点，保持了较好的稳定性，其中运营商同比大幅增长 86.20%，金融保持稳定，但能源侧有所下降。下半年来看，央企、金融、能源均有改善预期。

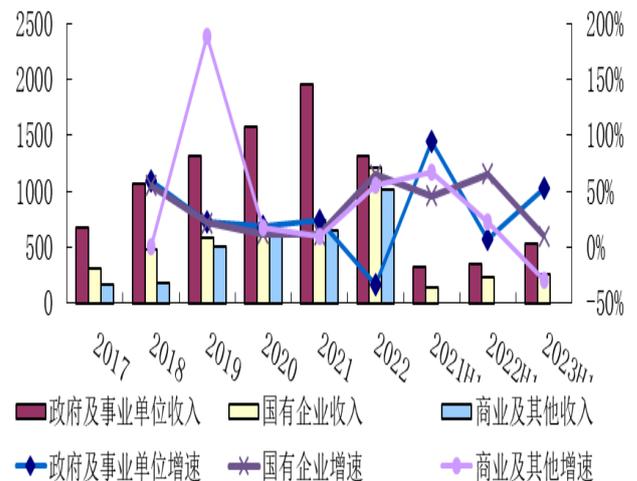
商业及其他同比下滑 29.14%，毛利率 63.92%，较上年同期下滑了 5.29 个百分点，整体表现较弱，主要是卫生及企业收入减少导致的。

图 5：2023H1 公司分行业收入结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 6：2017-2023H1 公司分行业收入及增速（百万元）

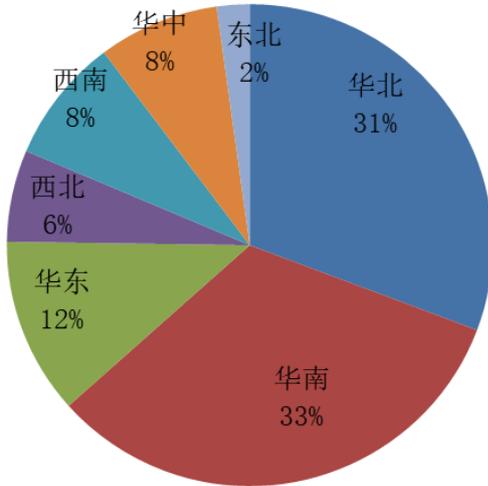


资料来源：公司公告，中原证券

分区域来看，华南表现最为亮眼，同比增长 103.84%，跃升为公司收入占比最大的区域，但是毛利下滑 27.38 个百分点至 34.96；华东、华北、西北整体较为稳定；东北、华中、

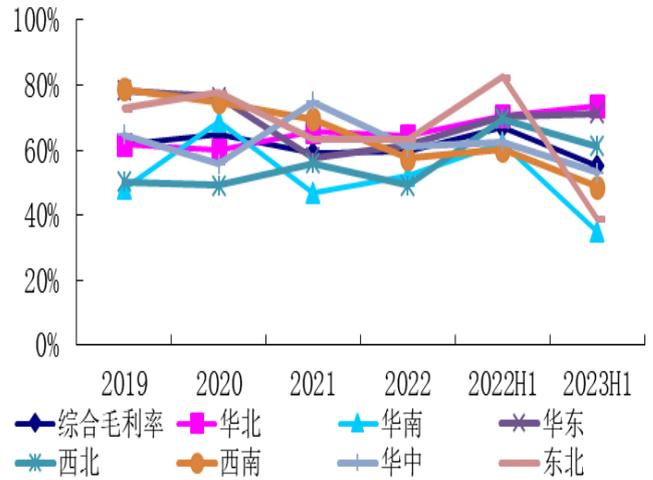
西南在收入下滑的前提下，毛利率也明显的降低。

图 7： 2023H1 公司分区域收入结构



资料来源：公司公告，中原证券

图 8： 2019-2023H1 公司分区域毛利率

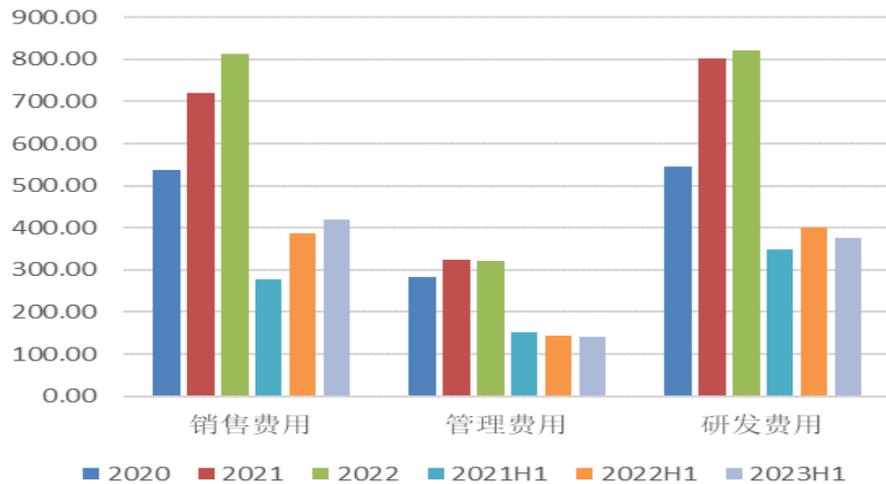


资料来源：公司公告，中原证券

1.1. 费用控制：上半年控费力度进一步加大，但销售投入仍在增长

通过对公司历年费用数据增长对比我们可以看到，上半年公司控费动作明显。其中管理费用和研发费用都略有减少，销售费用仍在增长，但是增幅下降明显。2023H1 三大费用合计增长 0.64%，较 2022 年全年 5.16% 的增速进一步下滑。

图 9： 2020-2023H1 公司销售、管理、研发费用金额（百万元）



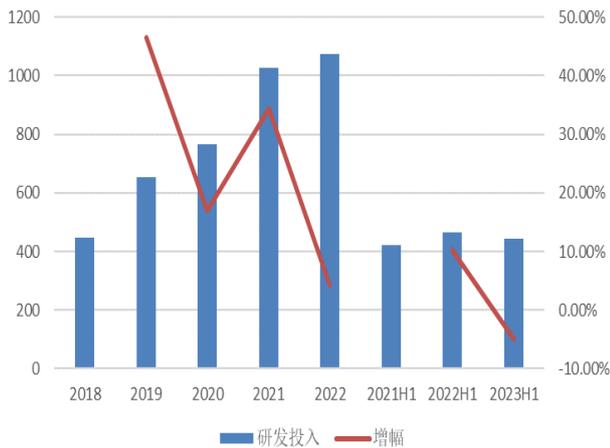
资料来源：公司公告，Wind，中原证券（2020 年为剔除电缆业务数据）

从整体布局来看，当前公司新产品的研发投入阶段已经告一段落。公司研发人员增长高峰出现在 2018-2020 年，而研发投入滞后一年，在 2019-2021 年都是处于高速增长阶段。随着 2021 年研发人员增速的放缓，我们看到 2022 年公司研发投入增速也逐步放缓至 4.36%。2022 年研发人员同比减少 5%，从而 2023H1 公司研发投入增速也进一步降至-

5.03%。2023 年上半年，公司研发人员进一步减少了 103 名至 2883 人，因而我们判断后续公司研发投入还将进一步减少。

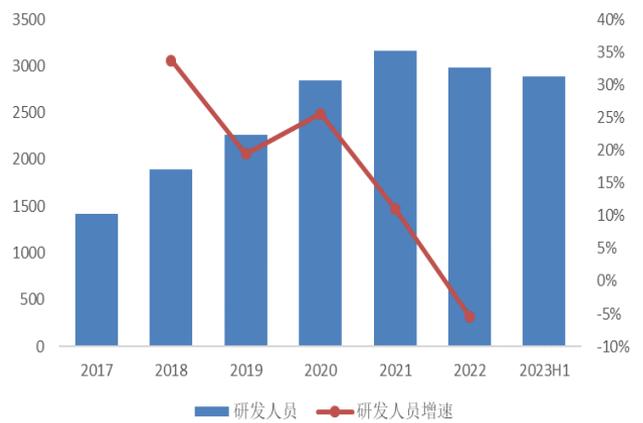
虽然研发人员在减少，但是研发人员中的专家、高级人员数量却是在持续提升，初级、中级的人员比例持续下降。我们认为这样一种人员结构的调整，也表明了公司在主要的产品研发领域的前期初级布局工作告一段落，后续将更多深层能力的提升方面发力，同时高级研发人才也是公司研发实力保障的核心。

图 10: 2018-2023H1 公司研发投入及其增幅(百万元)



资料来源：公司公告，中原证券

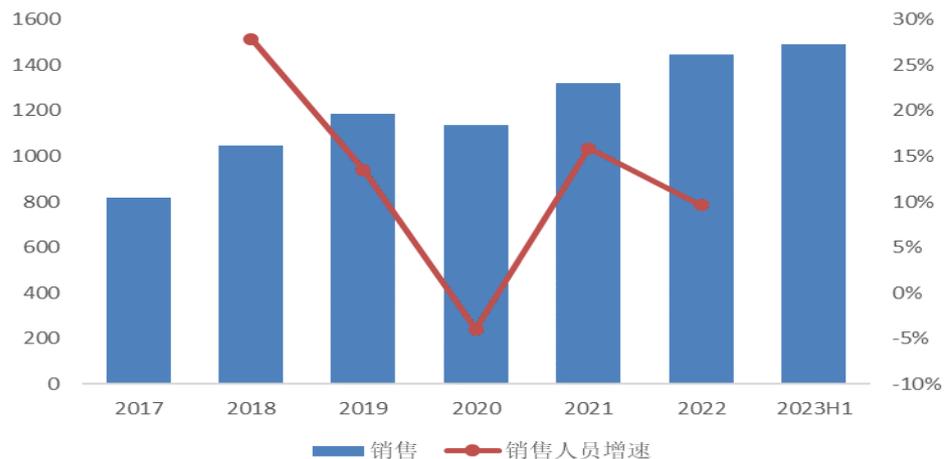
图 11: 2017-2023H1 公司研发人员增速 (人)



资料来源：公司公告，中原证券

在销售人员方面，为了推广前期研发的成果，公司销售人员 2022 年还保持了比较好的增长水平，增速达到 10%，同时在 2023 年上半年控费的背景下，人员继续增长了 44 人。销售渠道的下沉，使得公司产品从省和大型城市不断下沉到地市、甚至县，因此也推动了地方政府 75.96% 的高增速，同时行业销售也在不断细分的过程中。

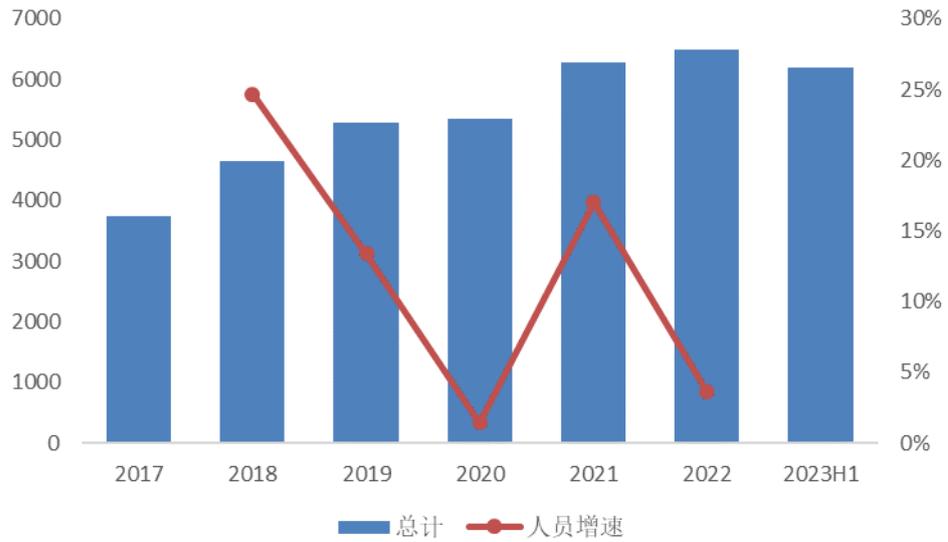
图 12: 2017-2023H1 公司销售人员及增幅 (人)



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

上半年公司员工总计 6186 人，对比 2022 年底减少了 310 人，目前来看公司处于提质增效的过程中。

图 13: 2017-2023H1 公司人员及增幅 (人)

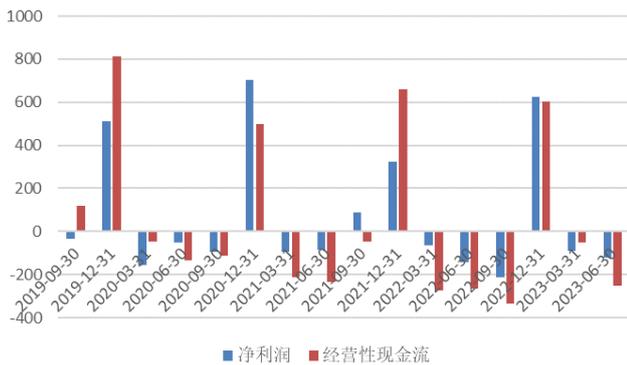


资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券

1.2. 回款: 在持续改善过程中

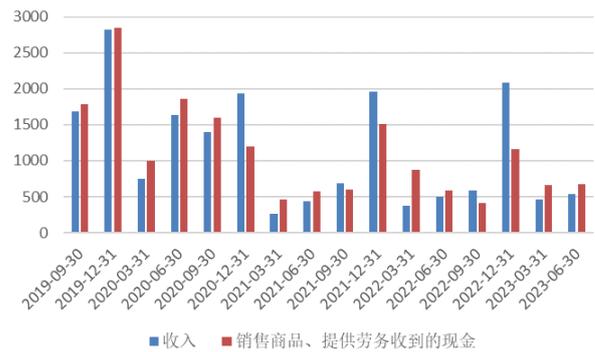
2023Q2 公司经营性现金流-2.49 亿元, 低于当期-1.21 亿元的净利润。但是销售商品、提供劳务收到的现金以及连续两个季度超过当期收入水平, 都是处于较好的状态中。我们注意到公司支付给职工以及为职工支付的现金在历年 Q2 都处于较高水平, 因而我们认为 Q2 经营性现金流主要是受到了薪酬发放节奏的影响。

图 14: 2019Q3-2023Q2 公司经营性现金流 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中原证券

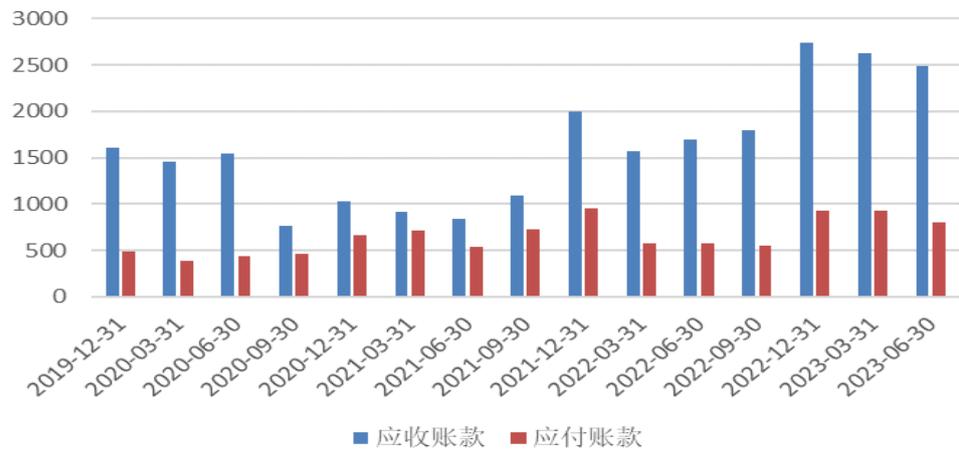
图 15: 2019Q3-2023Q2 公司销售商品、提供劳务收到的现金 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中原证券

2023 年二季度末, 公司应收账款 24.86 亿元, 较年初下降了 2.60 亿元, 较一季度末下降了 1.45 亿元, 处于持续改善过程中。

图 16: 2019Q4-2023Q2 公司逐季应收账款情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券

2. 业绩驱动因素

2.1. 2022 年股权激励计划的调整, 将继续发挥积极的激励作用

在发布半年报的同时, 公司修改了 2022 年的股权激励方案业绩考核门槛。由于没有完成 2022 年的业绩增长目标和员工离职的因素, 2022 年股权激励计划在近期注销授予总量 34% 的股票期权, 占公司总股本的 2.0705%。2022 年国内宏观环境影响超预期, 对 2022 年公司整体业绩造成了较大的负面影响。为此公司出于调动核心业务(技术)人员的积极性的考虑, 对 2023-2025 年的业绩考核目标进行了修订。

在考核的业绩门槛方面, 具体的调整为:

(1) 收入: 2022-2024 年目标由 43 亿元、49.578 亿元、56.66 亿元, 调整为 43 亿元、46 亿元、53 亿元, 意味着 2023 年、2024 年将分别较 2022 年实际收入实现 29.83% 和 49.59% 的增长。

(2) 净利润(剔除股份支付费用影响的归属于上市公司股东的净利润): 2022-2024 年目标由 75000 万元、87970.67 万元、109963.34 万元, 调整为 75000 万元、75000 万元、88000 万元, 意味着 2023 年、2024 年将分别较 2022 年实际净利润实现 140.64%、182.35% 的增长。

可以看到公司对后续年份的发展仍然抱有积极的预期。

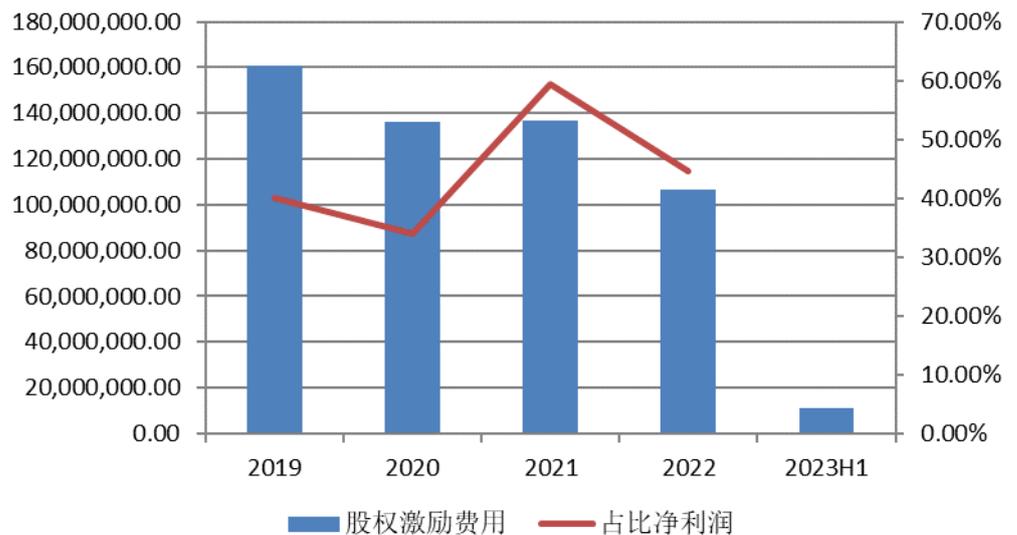
表 2: 公司股权激励的情况

激励标的物	预案公告日	股份数 (万股)	占股本 比例	价格	收入行权条件(增 幅)			净利润行权条件(亿 元)			摊销总费 用(万 元)
					第1 年	第2 年	第3 年	第1 年	第2 年	第3 年	
期权	2019/2/1	2994	2.61%	13.01	10%	20%	30%	5.5	6.5	7.5	9773
股票	2019/2/1	2975	2.59%	6.51	10%	20%	30%	5.5	6.5	7.5	25585
股票	2020/9/9	1150	0.99%	11.98	10%	20%	30%	6.5	7.5	8.5	12459
期权	2020/9/9	699	0.60%	17.96	10%	20%	30%	6.5	7.5	8.5	4485
股票	2021/5/31	251	0.21%	9.75	10%	20%	30%	7.5	8.6	10	2496
期权	2021/5/31	383	0.23%	14.62	10%	20%	30%	7.5	8.6	10	2338
期权	2022/3/28	7111	6.01%	9.65	21%	30%	50%	36%*	36%*	60%*	11906

资料来源: 公司公告, 中原证券 (*剔除股份支付费用影响的归属于上市公司股东的净利润)

公司分别在 2019 年和 2022 年推出了规模较大的股权激励, 2022 年的股权激励仍将对员工起到积极的激励作用, 因而我们也对剩余 2 年的业绩考核目标的完成充满期待。

图 17: 2018-2023H1 天融信股权激励费用(元)及占比净利润

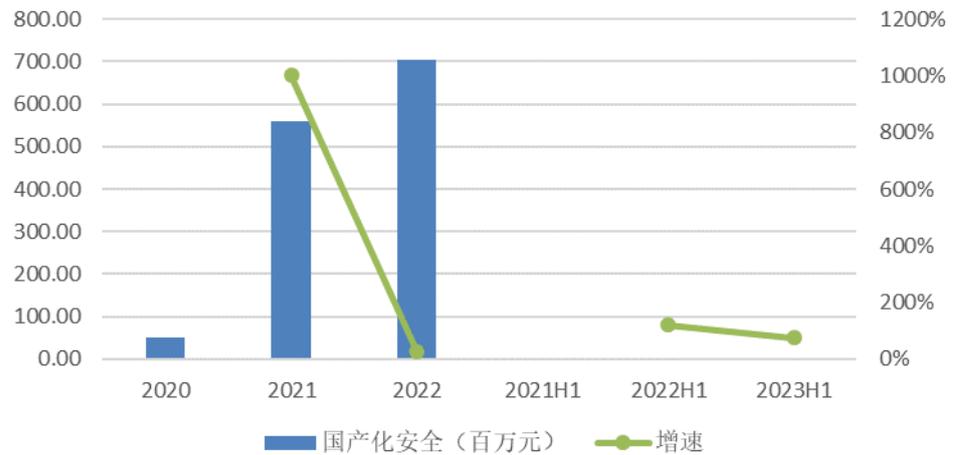


资料来源: 天融信公告, 中原证券

2.2. 信创业务成为公司发展的有力支撑

信创业务方面进展始终表现优异。在 2022H1 实现 120% 的高增长的前提下, 2023H1 公司国产化安全业务继续实现 74% 的增长, 其中自有产品更是实现了 90% 的增长。

图 18: 2020-2023H1 公司国产化安全（百万元）及其增速



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

公司是网络安全行业较早进行信创业务布局的公司，因而也已经在该业务上积累了较强的产品优势。近年来，随着信创发展趋势的日益明确，我们看到越来越多行业内的公司将信创作为业务发展的重点方向，这也进一步凸显出公司布局的眼光。

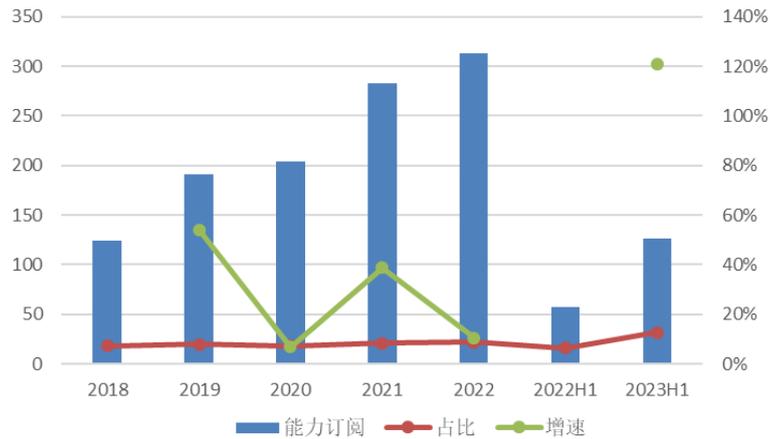
2022 年，公司国产化安全业务收入约达到 7 亿元，在公司整体收入占比约达到 20%，2023 年预计这部分业务占比还将进一步加大，也将对公司的发展起到积极的推动作用。

2.3. 订阅收入的高增长，提升了业绩的可持续性

2023H1 公司订阅业务收入 1.26 亿元，同比增长 121.05%，占比从 2022 年的 8.84% 大幅提升到了 12.59%。在这部分收入大幅增长的背后，主要来自两个方面的需求增长：（1）为应对等保测评的及时性更新需求，具有较强的持续性；（2）旧设备因为去年延迟更新，在新设备上线前补采的 License，不具有持续性。

由于订阅式业务可以满足客户更高的实时性的要求，随着客户安全意识的逐步提升还将是行业长期发展的趋势，同时又有较强的业务延续性，因而订阅业务占比的提升对公司来说有利的业务指标。

图 19: 2018-2023H1 公司能力订阅收入及其占比和增速 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券

此外, 公司订阅收入有一半以上来源于 AI 生产的知识, 因而订阅业务的快速增长, 也是公司 AI 能力的体现。

2.4. 行业竞争格局的潜在变化

近期网络安全行业发生了较多的股权和董事长变更, 对于相关上市公司来说, 无论变更是好是坏, 都意味着相关上市公司的经营策略的潜在变化。特别是由于相关公司都与公司在产品上有较多的交集, 因而公司也有望从中获利。

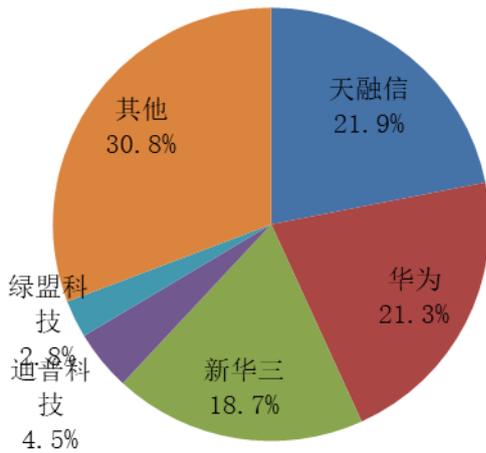
表 3: 网络安全公司近期重要事件

日期	公司	事件
2022.6.18	启明星辰	拟向中移资本非公开发行28437万股股份, 占非公开发行后总股本比例23.08%, 涉及认购价款41.43亿元。同时公司控股股东王佳、严立将放弃其持有8.58%的股权的表决权, 公司控股股东将变更为中移资本, 而公司实际控制人将变更为中国移动
2023.2.26	山石网科	股东 Alpha Achieve 向神州云科出售其持有的11.95%的股权, 股份转让价款总额4.48亿元, 公司第一大股东也将变更为神州云科, 仍无实际控制人。
2023.7.31	绿盟科技	公司董事长由创始人、董事长沈继业变更为由总裁胡忠华兼任。

资料来源: 上市公司公告, 中原证券

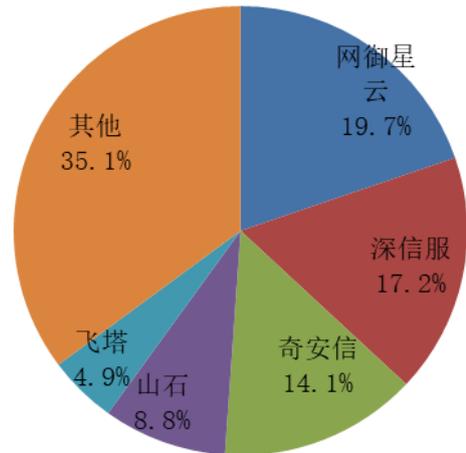
根据 IDC 的数据, 2022 年防火墙类产品在中国 IT 安全硬件细分市场规模中占比 64.43% (UTM FW 32.20%+ UTM 30.60%+ Traditional FW 1.63%), 是最大单一子市场, 其中公司与启明星辰 (网御星云)、山石网科、绿盟科技都是重要的参与者。

图 20：2022 年我国基于 UTM 平台的防火墙厂商份额



资料来源：IDC，中原证券

图 21：2022 年我国 UTM 厂商份额



资料来源：IDC，中原证券

3. 投资建议

维持对公司“买入”的投资评级。公司经过过去几年较大的研发投入，在一些主要的新产品赛道都颇具优势，其中信创业务优势尤其明显，有望给公司带来持续高增长。预计 23-25 年公司 EPS 分别为 0.41 元、0.59 元、0.73 元，按 9 月 13 日收盘价 9.40 元，对应 PE 为 22.74 倍、16.06 倍、12.92 倍。

4. 风险提示

行业竞争加剧；经济形势影响政府财政预算；股东方股权问题解决对股价的干扰。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,657	4,843	5,270	6,522	7,739
现金	914	918	891	1,269	1,546
应收票据及应收账款	2,214	2,750	3,061	3,514	4,127
其他应收款	906	485	620	759	914
预付账款	28	20	33	40	45
存货	509	573	589	837	980
其他流动资产	86	97	77	102	127
非流动资产	6,939	7,143	7,318	7,555	7,711
长期投资	636	514	484	495	447
固定资产	228	442	337	360	389
无形资产	621	814	937	1,085	1,239
其他非流动资产	5,454	5,373	5,559	5,615	5,636
资产总计	11,596	11,986	12,588	14,077	15,450
流动负债	1,997	2,000	2,062	2,864	3,380
短期借款	0	105	7	10	13
应付票据及应付账款	951	946	1,027	1,493	1,723
其他流动负债	1,046	949	1,028	1,362	1,645
非流动负债	121	205	213	213	213
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	121	205	213	213	213
负债合计	2,117	2,205	2,275	3,077	3,593
少数股东权益	2	2	-4	-10	-15
股本	1,186	1,185	1,185	1,185	1,185
资本公积	6,348	6,446	6,495	6,495	6,495
留存收益	2,762	2,944	3,433	4,127	4,989
归属母公司股东权益	9,477	9,779	10,317	11,011	11,873
负债和股东权益	11,596	11,986	12,588	14,077	15,450

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	170	-271	146	761	572
净利润	226	205	484	688	857
折旧摊销	186	261	79	184	185
财务费用	5	9	0	0	0
投资损失	-17	-23	-26	-34	-40
营运资金变动	-251	-759	-364	-148	-515
其他经营现金流	20	35	-27	71	86
投资活动现金流	-99	184	-145	-385	-299
资本支出	-517	-464	-206	-405	-384
长期投资	715	627	26	-14	45
其他投资现金流	-296	21	35	34	40
筹资活动现金流	-547	71	-28	2	3
短期借款	0	105	-98	2	3
长期借款	-14	0	0	0	0
普通股增加	14	-1	0	0	0
资本公积增加	297	98	49	0	0
其他筹资现金流	-843	-131	21	0	0
现金净增加额	-476	-16	-28	378	277

资料来源：携宁，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,352	3,543	4,528	5,547	6,678
营业成本	1,360	1,427	1,992	2,385	2,864
营业税金及附加	35	27	37	49	55
营业费用	719	812	877	1,052	1,284
管理费用	337	322	338	379	436
研发费用	803	821	862	1,008	1,210
财务费用	-8	-1	0	0	0
资产减值损失	-4	-10	-6	-10	-13
其他收益	211	135	229	246	317
公允价值变动收益	53	0	0	0	0
投资净收益	17	23	26	34	40
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	280	245	620	882	1,098
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	21	0	0	0	1
利润总额	261	246	621	883	1,100
所得税	35	41	137	196	244
净利润	226	205	484	688	857
少数股东损益	-4	0	-6	-6	-5
归属母公司净利润	230	205	490	693	862
EBITDA	389	487	700	1,068	1,285
EPS (元)	0.19	0.17	0.41	0.59	0.73

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-41.24	5.71	27.80	22.50	20.40
营业利润 (%)	-51.60	-12.51	152.98	42.27	24.59
归属母公司净利润 (%)	-42.52	-10.83	138.84	41.57	24.32
获利能力					
毛利率 (%)	59.41	59.72	56.00	57.00	57.11
净利率 (%)	6.86	5.79	10.82	12.50	12.91
ROE (%)	2.43	2.10	4.75	6.30	7.26
ROIC (%)	1.83	1.87	4.59	6.13	7.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.26	18.40	18.07	21.85	23.25
净负债比率 (%)	22.34	22.54	22.06	27.97	30.30
流动比率	2.33	2.42	2.56	2.28	2.29
速动比率	2.02	2.08	2.22	1.94	1.95
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.30	0.37	0.42	0.45
应收账款周转率	2.21	1.49	1.63	1.82	1.86
应付账款周转率	1.69	1.52	2.04	1.91	1.80
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.17	0.41	0.59	0.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.14	-0.23	0.12	0.64	0.48
每股净资产 (最新摊薄)	8.00	8.25	8.71	9.29	10.02
估值比率					
P/E	48.42	54.30	22.74	16.06	12.92
P/B	1.18	1.14	1.08	1.01	0.94
EV/EBITDA	56.38	23.06	14.94	9.45	7.64

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。