



亏损大幅收窄，盈利质量持续改善

2023 年 10 月 29 日

➤ **事件：**天融信发布 2023 年三季度报，公司 2023 年前三季度营业收入 16.48 亿元，同比增长 12.63%，实现归母净利润-2.48 亿元，较上年同期-4.20 亿元亏损收窄；公司 2023 年第三季度实现营收 6.44 亿元，同比增长 10.32%，实现归母净利润-0.36 亿元，较上年同期-2.14 亿元亏损收窄。

➤ **高毛利业务占比提升，提质增效效果显著，公司盈利质量持续改善。**

➤ **利润率水平持续提升：**2023 年第三季度高毛利业务占比提升，第三季度毛利率在第二季度增长的基础上环比继续增长 8.51pct、同比增长 20.77pct 达到 73.03%；公司前三季度毛利率同比增长 1.09pct 达到 62.31%；在毛利率提升带动下，公司 2023 年前三季度/第三季度净利率水平分别增长至-15.08%/-5.63%。

➤ **公司人员结构持续优化，加强控费措施：**公司前三季度费用同比基本持平，期间费用率同比下降 11.17pct；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 年前三季度研发费用率同比下降 7pct；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，2023 年前三季度销售费用率同比下降 0.95pct。

➤ **天融信持续入选网安领域权威榜单，公司技术能力不断验证：**

➤ 2023 年 7 月 3 日，IDC《2022 下半年中国 IT 安全服务市场跟踪报告》报告发布，天融信以 4.5% 的占比在安全咨询服务市场中排名第二，连续三年稳居安全咨询服务市场绝对头部地位；

➤ 2023 年 7 月 11 日，IDC《IDC MarketScape - 中国态势感知解决方案市场 2023，厂商评估》报告发布，天融信态势感知凭借先进的技术架构、卓越的研发前瞻性、广泛的客户适用性等优势，连续三次入选领导者位置；

➤ 2023 年 8 月 1 日，国家网络与信息系统安全产品质量检验检测中心发布第一批《网络安全专用产品安全检测证书》，天融信独家通过三类防火墙检测，覆盖万兆、千兆、百兆；

➤ 2023 年 8 月 24 日，Frost&Sullivan 正式发布《2022 年亚太地区 Web 应用防火墙市场报告》，天融信 Web 应用安全防护系统（下称“天融信 WAF”）以 14.6% 的市场份额位列中国地区硬件 WAF 市场第三，至此天融信硬件 WAF 产品已连续 3 年位居中国市场前三队列。

➤ **投资建议：**公司 2023 年持续入选网安领域权威榜单，公司技术能力不断验证，同时公司控费效果显著，未来利润率水平有望上升，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.34、5.30、6.49 亿元，对应 PE 分别为 24X、20X、16X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争格局加剧，创新业务发展不及预期等风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,543	4,425	5,533	6,927
增长率（%）	5.7	24.9	25.0	25.2
归属母公司股东净利润（百万元）	205	434	530	649
增长率（%）	-10.8	111.8	21.9	22.5
每股收益（元）	0.17	0.37	0.45	0.55
PE	50	24	20	16
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

8.74 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

1.天融信 (002212.SZ) 2022 年报点评：坚持创新业务新产品研发，加强营销侧拓展布局 -2023/04/28

2.天融信 (002212.SZ) 2022 年三季度报点评：创新业务布局落地，销售体系持续下沉-2022 /11/07

3.天融信 (002212.SZ) 2021 年报&2022 年一季报点评：短期战略投入利润承压，新安全业务稳步高增长-2022/05/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,543	4,425	5,533	6,927
营业成本	1,427	1,900	2,251	2,799
营业税金及附加	27	44	55	69
销售费用	812	885	1,079	1,316
管理费用	322	376	454	554
研发费用	821	885	1,234	1,524
EBIT	225	490	613	734
财务费用	-1	-12	-6	-9
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	23	9	11	14
营业利润	245	517	638	765
营业外收支	1	1	-8	6
利润总额	246	518	630	772
所得税	41	82	99	121
净利润	205	436	531	651
归属于母公司净利润	205	434	530	649
EBITDA	487	762	945	1,131

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	918	512	818	1,129
应收账款及票据	2,750	3,395	4,062	4,858
预付款项	20	40	45	56
存货	573	729	833	997
其他流动资产	582	918	1,218	1,520
流动资产合计	4,843	5,593	6,977	8,560
长期股权投资	514	522	534	547
固定资产	442	437	429	421
无形资产	814	876	896	911
非流动资产合计	7,143	7,207	7,158	7,105
资产合计	11,986	12,800	14,135	15,665
短期借款	105	105	505	805
应付账款及票据	946	1,213	1,375	1,633
其他流动负债	949	1,075	1,361	1,587
流动负债合计	2,000	2,393	3,241	4,025
长期借款	0	0	0	150
其他长期负债	205	215	215	215
非流动负债合计	205	215	215	365
负债合计	2,205	2,608	3,456	4,390
股本	1,185	1,185	1,185	1,185
少数股东权益	2	4	5	7
股东权益合计	9,781	10,192	10,679	11,275
负债和股东权益合计	11,986	12,800	14,135	15,665

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.71	24.90	25.03	25.19
EBIT 增长率	11.54	117.18	25.27	19.60
净利润增长率	-10.83	111.77	21.93	22.48
盈利能力 (%)				
毛利率	59.72	57.06	59.32	59.59
净利率	5.79	9.81	9.57	9.36
总资产收益率 ROA	1.71	3.39	3.75	4.14
净资产收益率 ROE	2.10	4.26	4.96	5.76
偿债能力				
流动比率	2.42	2.34	2.15	2.13
速动比率	2.08	2.01	1.87	1.86
现金比率	0.46	0.21	0.25	0.28
资产负债率 (%)	18.40	20.37	24.45	28.02
经营效率				
应收账款周转天数	282.97	250.00	240.00	230.00
存货周转天数	146.53	140.00	135.00	130.00
总资产周转率	0.30	0.36	0.41	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.37	0.45	0.55
每股净资产	8.25	8.60	9.01	9.51
每股经营现金流	-0.23	-0.14	0.23	0.19
每股股利	0.00	0.04	0.05	0.06
估值分析				
PE	50	24	20	16
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	20.95	13.39	10.79	9.01
股息收益率 (%)	0.00	0.43	0.52	0.64

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	205	436	531	651
折旧和摊销	261	272	331	398
营运资金变动	-759	-782	-575	-789
经营活动现金流	-271	-168	276	231
资本开支	-464	-212	-235	-279
投资	627	0	0	0
投资活动现金流	184	-202	-235	-279
股权募资	2	-4	0	0
债务募资	106	18	346	450
筹资活动现金流	71	-36	264	358
现金净流量	-16	-406	306	311

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026