开源证券

计算机/软件开发

天融信（002212.SZ）

2023 年 11 月 06 日

提质增效效果显著，现金流明显改善

——公司信息更新报告

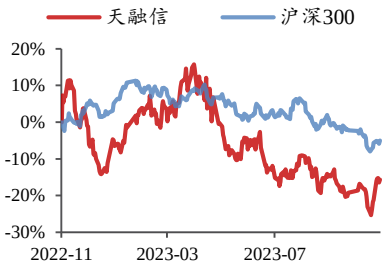
陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/3
当前股价(元)	9.36
一年最高最低(元)	13.30/8.16
总市值(亿元)	110.89
流通市值(亿元)	109.36
总股本(亿股)	11.85
流通股本(亿股)	11.68
近 3 个月换手率(%)	57.62

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩符合预期，数据安全产品及技术持续突破—公司信息更新报告》-2023.8.21

《业绩符合预期，2023 年业绩表现值得期待—公司信息更新报告》-2023.4.23

● 国内领先的网络安全、大数据与云服务提供商

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 3.84、6.38、7.99 亿元，EPS 为 0.32、0.54、0.67 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 28.9、17.4、13.9 倍，考虑公司在云安全、工控安全、数据安全等领域的前瞻布局，维持“买入”评级。

● 提质增效效果显著，现金流明显改善

（1）2023 年前三季度公司实现营业收入 16.48 亿元，同比增长 12.63%，实现归母净利润-2.48 亿元，同比减亏 40.85%；其中，Q3 单季度实现营业收入 6.44 亿元，同比增长 10.32%，实现归母净利润-3622.34 万元，同比减亏 83.09%。（2）前三季度公司销售毛利率为 62.31%，同比提升 1.08 个百分点，其中，Q3 单季度毛利率为 73.03%，同比提升 20.77 个百分点，主要由于高毛利业务占比提升所致。前三季度公司人员结构持续优化，提质增效效果显著，销售费用率、管理费用率、研发费用率为 39.03%、12.98%、35.51%，同比下降 0.95、3.22、7 个百分点。（3）前三季度公司经营活动净现金流为-1.87 亿元，同比大幅改善。

● 行业深耕、地市下沉和渠道拓展战略落实有效，新业务收入保持较快增长

分行业看，前三季度公司政府客户收入同比上升 32.62%；此外，运营商行业收入增长 24.72%，教育行业收入增长 16.04%。新业务方向，云计算收入增长 35.83%，信创收入增长 185.73%，云安全收入增长 45.46%，数据安全收入持平。

● 数据安全收入快速增长，产品及技术持续突破

产品层面，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。

● 风险提示：政府财政支出紧张风险；市场竞争加剧风险；现金流下滑风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,352	3,543	4,347	5,497	6,884
YOY(%)	-41.2	5.7	22.7	26.5	25.2
归母净利润(百万元)	230	205	384	638	799
YOY(%)	-42.5	-10.8	87.1	66.2	25.2
毛利率(%)	59.4	59.7	57.9	60.1	60.4
净利率(%)	6.9	5.8	8.8	11.6	11.6
ROE(%)	2.4	2.1	3.7	5.9	6.9
EPS(摊薄/元)	0.19	0.17	0.32	0.54	0.67
P/E(倍)	48.2	54.1	28.9	17.4	13.9
P/B(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4657	4843	6249	7735	9161
现金	914	918	1883	2583	3619
应收票据及应收账款	2214	2750	1202	3796	1303
其他应收款	906	485	2413	336	3106
预付账款	28	20	59	34	79
存货	509	573	607	897	964
其他流动资产	86	97	85	89	89
非流动资产	6939	7143	7137	7219	7265
长期投资	636	514	475	439	386
固定资产	228	442	508	608	727
无形资产	850	1028	1064	1061	1039
其他非流动资产	5225	5159	5091	5110	5113
资产总计	11596	11986	13386	14954	16426
流动负债	1997	2000	3068	4008	4693
短期借款	0	105	722	1240	1659
应付票据及应付账款	951	946	1272	1649	1759
其他流动负债	1046	949	1073	1119	1275
非流动负债	121	205	156	166	169
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	121	205	156	166	169
负债合计	2117	2205	3224	4174	4863
少数股东权益	2	2	-1	-4	-9
股本	1186	1185	1185	1185	1185
资本公积	6348	6446	6446	6446	6446
留存收益	2762	2944	3304	3910	4673
归属母公司股东权益	9477	9779	10162	10785	11572
负债和股东权益	11596	11986	13386	14954	16426

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3352	3543	4347	5497	6884
营业成本	1360	1427	1830	2191	2727
营业税金及附加	35	27	34	43	53
营业费用	719	812	966	1209	1514
管理费用	337	322	393	459	554
研发费用	803	821	945	1186	1446
财务费用	-8	-1	8	24	34
资产减值损失	-4	-10	-12	-15	-19
其他收益	211	135	223	286	302
公允价值变动收益	53	0	50	50	50
投资净收益	17	23	16	28	37
资产处置收益	0	0	2	1	1
营业利润	280	245	473	765	965
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	21	0	11	5	8
利润总额	261	246	464	761	958
所得税	35	41	83	127	164
净利润	226	205	381	634	795
少数股东损益	-4	0	-3	-4	-4
归属母公司净利润	230	205	384	638	799
EBITDA	383	444	656	998	1237
EPS(元)	0.19	0.17	0.32	0.54	0.67

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-41.2	5.7	22.7	26.5	25.2
营业利润(%)	-51.6	-12.5	93.2	61.7	26.1
归属于母公司净利润(%)	-42.5	-10.8	87.1	66.2	25.2
获利能力					
毛利率(%)	59.4	59.7	57.9	60.1	60.4
净利率(%)	6.9	5.8	8.8	11.6	11.6
ROE(%)	2.4	2.1	3.7	5.9	6.9
ROIC(%)	2.1	1.9	3.3	5.2	5.9
偿债能力					
资产负债率(%)	18.3	18.4	24.1	27.9	29.6
净负债比率(%)	-8.3	-5.9	-10.1	-11.1	-15.6
流动比率	2.3	2.4	2.0	1.9	2.0
速动比率	2.0	2.1	1.8	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.7	1.4	2.2	2.2	2.7
应付账款周转率	1.7	1.5	1.6	1.5	1.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.17	0.32	0.54	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	-0.23	0.49	0.38	0.76
每股净资产(最新摊薄)	8.00	8.25	8.58	9.10	9.77
估值比率					
P/E	48.2	54.1	28.9	17.4	13.9
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	26.9	23.7	15.3	9.9	7.5

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	170	-271	585	456	901
净利润	226	205	381	634	795
折旧摊销	149	219	209	245	284
财务费用	-8	-1	8	24	34
投资损失	-17	-23	-16	-28	-37
营运资金变动	-382	-829	44	-364	-124
其他经营现金流	201	158	-41	-55	-51
投资活动现金流	-99	184	326	-247	-701
资本支出	519	465	88	101	98
长期投资	715	627	39	45	53
其他投资现金流	1135	1275	453	-101	-550
筹资活动现金流	-547	71	-106	-27	-42
短期借款	0	105	0	0	0
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	0	0	0
其他筹资现金流	-843	-131	-106	-27	-42
现金净增加额	-476	-16	347	182	617

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn