

天融信（002212）/计算机

证券研究报告/公司点评

2024年4月28日

评级：买入（维持）

市场价格：6.14

分析师：闻学臣

执业证书编号：S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

分析师：苏仪

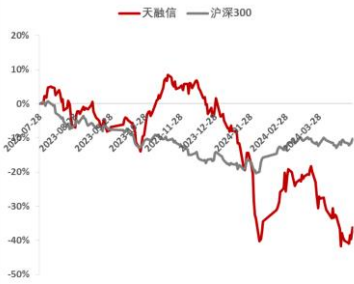
执业证书编号：S0740520060001

Email: suyi@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1180.30
流通股本(百万股)	1167.38
市价(元)	6.14
市值(百万元)	7247.05
流通市值(百万元)	7167.69

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《天融信（002212）：多点开花，防火墙龙头企业扬帆起航》

公司盈利预测及估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,543	3,124	3,616	4,122	4,643
增长率 yoy%	6%	-12%	16%	14%	13%
净利润	205	-371	267	353	466
增长率 yoy%	-11%	-281%	172%	32%	32%
每股收益(元)	0.17	-0.31	0.23	0.30	0.39
每股现金流量	-0.23	0.44	0.02	0.28	0.42
净资产收益率	2%	-4%	3%	4%	5%
P/E	35.3	-19.5	27.2	20.5	15.6
P/B	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7

备注：股价为2024年4月26日收盘价

投资要点

- 投资事件：**公司发布2023年年报：2023年营业收入31.24亿元，同比下降11.81%；归母净利润-3.71亿元，同比下降281.09%；扣非归母净利润-4.17亿元，同比下降371.32%。
- 信创安全增速明显。**公司2023年营业收入31.24亿元，同比下降11.81%，单Q4公司营收14.76亿元，同比下降29.01%。主要是因为2023年国内宏观经济环境较为复杂，行业复苏不均，公司第四季度新增订单不及预期。分行业客户看，政府及事业单位营业收入同比增长8.48%，其中特种行业同比增长59.05%；国有企业同比下降26.30%，其中运营商行业同比增长23.51%。分细项来看，报告期内，公司数据安全收入同比增长6.87%，云计算收入同比增长12.17%，信创业务收入同比增长33.01%。
- 经营活动净现金流情况显著改善，控费效果明显。**公司2023年毛利率为60.19%，相较于2022年同期提升了0.47pcts。报告期内公司经营活动净现金流情况显著改善。公司通过加强应收账款的回收，销售活动回款同比增加19.39%；通过加强采购和存货周转管理，采购支付款同比减少16.46%。报告期经营活动产生的现金流量净额同比由负转正，同比增加约7.88亿元，增长比率290.59%。公司对账面商誉计提了4.43亿元的减值金额，导致报告期净利润亏损，若剔除商誉减值因素，报告期归属于上市公司股东的净利润为7,188.37万元。公司费用控制效果明显，期间费用总额同比下降2.57%，其中，研发方面因新方向布局已基本完成，研发投入进入稳定期，研发费用同比下降6.35%。
- “人工智能+安全”进一步提升安全服务能力。**公司将AI技术能力应用于公司网络安全产品、威胁情报及知识库等方面，并将威胁情报、知识库以订阅服务的方式提供给用户，公司订阅服务多年持续增长。报告期内，公司订阅服务内容一半以上来源AI生产的知识。2023年，公司正式推出天问大模型，具备风险预测、安全分析、情报抽取、知识生成、逻辑推理和决策行动等能力，经过不断学习与优化，能够对复杂场景的网络攻击行为展开实时监测和预警，构筑稳固的安全防护屏障。公司发布了天问系统，天问系统依托天问大模型能力，覆盖包括网络安全解决方案、产品功能配置、故障排查等各类场景，应用于数据库审计与防护、脆弱性扫描与管理、天问大数据分析系统等产品中，提供即时、精准、全面的知识问答服务。截至报告期末，公司累计申请AI领域专利260余件。
- 投资建议：**考虑到经济恢复不及预期，我们调整预期，预测预计公司2024/2025/2026年收入为36.16/41.22/46.43亿元（调整前预期为2024/2025年收入58.83、72.05亿元）；公司归母净利润为2.70/3.53/4.66亿元（调整前预期为2024/2025年归母净利

润 5.96、7.97 亿元)。考虑到公司在 AI 和数据要素及信创方面的布局，并实现有效控费，给予“买入”评级。

- **风险提示：**新市场开拓风险，公司业务进展不及预期，市场竞争加剧，现金流下滑风险，经济恢复不及预期风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	957	904	1,031	1,161	营业收入	3,124	3,616	4,122	4,643
应收票据	9	4	4	5	营业成本	1,244	1,456	1,642	1,841
应收账款	2,440	2,929	3,171	3,380	税金及附加	29	36	41	46
预付账款	55	44	41	37	销售费用	919	965	1,076	1,161
存货	463	510	543	573	管理费用	217	242	264	288
合同资产	82	90	95	93	研发费用	768	806	911	1,008
其他流动资产	597	637	635	655	财务费用	2	0	0	0
流动资产合计	4,521	5,026	5,424	5,810	信用减值损失	-59	-50	-60	-70
其他长期投资	6	6	6	6	资产减值损失	-450	-5	-5	-5
长期股权投资	502	502	502	502	公允价值变动收益	11	50	50	50
固定资产	422	382	346	314	投资收益	-9	15	15	15
在建工程	0	0	0	0	其他收益	169	170	200	230
无形资产	961	1,197	1,438	1,651	营业利润	-393	289	388	520
其他非流动资产	4,811	4,817	4,817	4,815	营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	6,703	6,905	7,110	7,289	营业外支出	0	3	3	3
资产合计	11,224	11,931	12,535	13,098	利润总额	-393	287	386	518
短期借款	0	441	773	949	所得税	-22	20	33	52
应付票据	12	0	0	0	净利润	-371	267	353	466
应付账款	859	947	985	1,012	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	7	8	9	归属母公司净利润	-371	267	353	466
合同负债	195	289	371	464	NOPLAT	-370	267	353	466
其他应付款	259	259	259	259	EPS (按最新股本摊薄)	-0.31	0.23	0.30	0.39
一年内到期的非流动负债	36	36	36	36					
其他流动负债	264	316	349	387					
流动负债合计	1,625	2,294	2,782	3,116					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	149	149	149	149					
非流动负债合计	149	149	149	149					
负债合计	1,775	2,444	2,931	3,266					
归属母公司所有者权益	9,447	9,485	9,602	9,830					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	9,449	9,488	9,604	9,833					
负债和股东权益	11,224	11,931	12,535	13,098					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	517	23	335	489
现金收益	-91	410	517	651
存货影响	110	-47	-33	-30
经营性应收影响	716	-467	-235	-200
经营性应付影响	-141	83	40	28
其他影响	-77	43	46	40
投资活动现金流	-361	-280	-304	-298
资本支出	-405	-339	-369	-365
股权投资	11	0	0	0
其他长期资产变化	33	59	65	67
融资活动现金流	-135	204	96	-61
借款增加	-105	441	333	176
股利及利息支付	-2	-116	17	-101
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-28	-121	-254	-136

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-11.8%	15.7%	14.0%	12.6%
EBIT增长率	-259.7%	-173.5%	34.4%	34.1%
归母公司净利润增长率	-281.1%	171.9%	32.3%	31.9%
获利能力				
毛利率	60.2%	59.7%	60.2%	60.4%
净利率	-11.9%	7.4%	8.6%	10.0%
ROE	-3.9%	2.8%	3.7%	4.7%
ROIC	-9.0%	6.0%	7.4%	9.1%
偿债能力				
资产负债率	15.8%	20.5%	23.4%	24.9%
债务权益比	2.0%	6.6%	10.0%	11.5%
流动比率	2.8	2.2	2.0	1.9
速动比率	2.5	2.0	1.8	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转天数	299	267	266	254
应付账款周转天数	259	223	212	195
存货周转天数	150	120	115	109
每股指标 (元)				
每股收益	-0.31	0.23	0.30	0.39
每股经营现金流	0.44	0.02	0.28	0.41
每股净资产	8.00	8.04	8.13	8.33
估值比率				
P/E	-20	27	21	16
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	-27	7	5	4

数据来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。