

2024年08月25日
天融信(002212.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

通用计算机设备

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

5.20元

股价(2024-08-23)

4.27元

交易数据

总市值(百万元)	5,036.27
流通市值(百万元)	4,984.70
总股本(百万股)	1,179.45
流通股本(百万股)	1,167.38
12个月价格区间	4.2/10.43元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.3	-17.7	-45.5
绝对收益	-3.6	-26.4	-55.5

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬 分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

相关报告

商誉减值致利润承压, 信创和 AI 驱动发展	2024-04-28
业绩逐季改善, 盈利能力持续提升	2023-10-31
上半年收入复苏, 控费效果逐步显现	2023-08-21
2022 年控费效果显著, 2023 年复苏可期	2023-04-23
Q3 经营压力加大, 新兴业务	2022-11-06

新兴业务增速较快, 静待行业需求复苏

事件概述

公司近期发布 2024 年半年报, 上半年实现营业收入 8.73 亿元, 同比下降 13.07%, 单 Q2 实现收入 4.51 亿元, 同比下降 15.82%。上半年实现归母净利润-2.06 亿元, 同比增长 2.98%, 单 Q2 实现归母净利润-1.16 亿元, 同比增长 3.63%。总体来看网安行业需求依然承压, 拐点仍需等待。从收入结构来看, 云安全、云计算、信创等业务增速较快, 有望带来新的支撑。

云安全、云计算和信创业务支撑增长, 经营质量提升

收入端来看, 公司 2024 年上半年实现营业收入同比下降 13.07%, 行业整体依然承压。但从收入结构来看, 在新方向新业务方面, 云安全收入同比增长 51.52%, 云计算收入同比增长 35.80%, 信创安全收入同比增长 22.99%。细分行业方面, 卫生行业收入同比增长 46.45%, 能源行业收入同比增长 33.42%, 政法行业收入同比增长 31.13%, 交通行业收入同比增长 15.63%。因此, 公司云安全、云计算和信创等业务, 以及关基行业的需求形成一定支撑。

利润端来看, 公司 2024 年上半年综合毛利率 63.30%, 同比提升 7.86pct。公司上半年期间费用总计同比下降 2.63%, 由于公司在新方向和新技术的前期布局基本完成, 因此研发费用同比下降 5.80%; 管理费用同比下降 30.64%; 公司持续保持营销的投入, 销售费用同比增长 9.71%。公司毛利率的提升以及期间费用的下降, 表明公司在经营质量上有所提升。

信创、云计算、AI、车联网等多点发力

信创安全方面, 根据公司半年报披露, 公司基于国产软硬件的“天融信昆仑”系列产品已累计发布 69 款 265 个型号, 累计取得 2300 余项兼容性认证证书, 始终保持信创产品品类最全、型号最多的行业领先优势。在技术与生态融合方面, 通过与国产 CPU、操作系统、数据库、浏览器、中间件等生态上下游的紧密合作, 将基础软硬件、国密算法、可信计算技术等深度融合, 提升信创产品和方案的核心竞争力。

云计算方面, 公司发布天问智算云平台、服务器虚拟化、算力服务器、国产化服务器、新一代云终端等新产品, 更新了天融信太行云新版本, 增加了数据库一键部署、纳管阿里云、华为云、天翼云等公有云资源等能力, 进一步提升产品易用性、稳定性; 完善信创超融合解决方案、容灾建设解决方案、金融行业桌面云解决方案、VMware 迁移替代解决方案等多个方案, 满足不同场景下的客户需求。

AI 安全方面, 2024 年公司积极探索“AI+安全”的深度融合与创新, 基于大模型、小模型、自然语言处理、机器学习、深度学习等 AI 技

持续推进

术应用，发布了天问大模型系统、产品小天、云上小天、天问智算云平台等系列产品，主要应用于威胁检测、安全运营、知识问答、算力管理等场景，实现 AI 全面赋能。

车联网安全方面，公司持续加速安全技术与车联网业务场景的融合，构建了涵盖车端、通信、云端、V2X 以及数据安全的弹性自适应车联网安全体系，并与北汽、广汽、东风、吉利、上海畅星、北理西山实验室、南京紫金山实验室、北京质检院、公安三所等行业头部企业、科研院所及监管机构进行了深度合作，共同推动智能网联汽车多种类型场景应用落地。

投资建议：

天融信作为国内领先的网络安全综合解决方案提供商，在保持防火墙市场强大竞争优势的同时，通过国产化需求拉动基础安全产品稳增增长，同时布局云计算、数据安全、AI 等多条新业务赛道，有望打开未来成长空间。我们预计公司 2024/25/26 年实现营业收入 35.88/41.17/47.22 亿元，实现归母净利 2.45/3.96/4.98 亿元。维持买入-A 的投资评级，给予 6 个月目标价 5.20 元，相当于 2024 年的 25 倍动态市盈率。

风险提示：下游客户需求不及预期；技术研发不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	3,543.0	3,124.5	3,587.9	4,117.4	4,722.2
净利润	205.1	-371.4	245.0	395.9	498.3
每股收益(元)	0.17	-0.31	0.21	0.34	0.42
每股净资产(元)	8.26	7.98	8.22	8.55	8.98

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	57.71	-31.20	20.55	12.72	10.11
市净率(倍)	1.21	1.23	0.52	0.50	0.48
净利润率	5.8%	-11.9%	6.8%	9.6%	10.6%
净资产收益率	2.1%	-3.9%	2.6%	4.0%	4.8%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.1%	-3.9%	2.4%	3.9%	4.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,543.0	3,124.5	3,587.9	4,117.4	4,722.2	成长性					
减:营业成本	1,427.2	1,244.0	1,418.5	1,610.2	1,826.7	营业收入增长率	5.7%	-11.8%	14.8%	14.8%	14.7%
营业税费	27.5	29.0	33.3	38.2	43.8	营业利润增长率	-12.5%	-260.3%	-165.9%	61.6%	25.9%
销售费用	811.9	918.9	1,001.3	1,087.4	1,199.9	净利润增长率	-10.8%	-281.1%	-166.0%	61.6%	25.9%
管理费用	1,142.8	985.7	1,078.1	1,175.4	1,324.5	EBITDA增长率	15.3%	-124.3%	-408.2%	54.0%	23.8%
财务费用	-1.4	1.9	2.6	3.4	3.1	EBIT增长率	-3.4%	-260.6%	-166.9%	67.0%	25.9%
资产减值损失	-49.4	509.2	4.1	3.7	4.8	NOPLAT增长率	7.2%	-288.3%	162.4%	69.9%	26.5%
加:公允价值变动收益	0.5	10.7	10.7	10.7	10.7	投资资本增长率	4.2%	-4.4%	10.6%	-0.6%	11.3%
投资和汇兑收益	23.3	-8.6	23.3	27.9	30.7	净资产增长率	3.2%	-3.4%	2.6%	4.1%	4.9%
营业利润	245.0	-392.8	258.9	418.4	526.6	利润率					
加:营业外净收支	0.9	0.3	0.0	0.0	0.0	毛利率	59.7%	60.2%	60.5%	60.9%	61.3%
利润总额	245.9	-392.5	258.9	418.4	526.6	营业利润率	6.9%	-12.6%	7.2%	10.2%	11.2%
减:所得税	40.7	-21.1	13.9	22.5	28.3	净利润率	5.8%	-11.9%	6.8%	9.6%	10.6%
净利润	205.1	-371.4	245.0	395.9	498.3	EBITDA/营业收入	13.1%	-3.6%	9.7%	13.0%	14.0%
						EBIT/营业收入	6.9%	-12.5%	7.3%	10.6%	11.6%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	35	50	43	37	32
货币资金	918.4	957.0	919.6	849.4	832.5	流动营业资本周转天数	404	416	479	395	440
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	499	528	573	471	504
应收账款	2,821.0	2,530.9	3,418.1	3,183.2	4,129.0	应收账款周转天数	261	313	303	293	283
应收票据	484.9	490.6	563.4	646.5	741.5	存货周转天数	138	152	142	132	122
预付账款	19.6	55.2	63.4	72.7	83.4	总资产周转天数	1215	1356	1213	1121	1042
存货	462.9	640.5	523.7	696.9	0.0	投资资本周转天数	1022	1108	1067	925	898
其他流动资产	136.1	-153.5	144.6	-141.3	733.5	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	2.1%	-3.9%	2.6%	4.0%	4.8%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	1.7%	-3.3%	1.9%	3.1%	3.5%
长期股权投资	513.6	502.5	502.5	502.5	502.5	ROIC	2.1%	-3.9%	2.4%	3.9%	4.6%
投资性房地产						费用率					
固定资产	441.8	421.9	419.5	416.9	414.2	销售费用率	22.9%	29.4%	27.9%	26.4%	25.4%
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	32.3%	31.5%	30.0%	28.5%	28.0%
无形资产	814.4	961.0	1,258.5	1,615.5	2,043.9	财务费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	5,373.1	4,817.5	4,817.0	4,816.5	4,816.1	三费/营业收入	55.1%	61.0%	58.0%	55.0%	53.5%
资产总额	11,985.8	11,223.6	12,630.2	12,659.0	14,296.7	偿债能力					
短期债务	140.3	35.6	798.3	343.8	1,023.7	资产负债率	18.4%	15.8%	23.2%	20.3%	25.9%
应付账款	1,089.2	1,066.2	1,391.6	1,398.4	1,766.7	负债权益比	22.5%	18.8%	30.3%	25.5%	35.0%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	2.42	2.78	2.02	2.19	1.83
其他流动负债	770.7	523.5	596.9	677.6	768.7	速动比率	2.13	2.50	1.79	1.98	1.64
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	25.85	-34.96	15.68	19.12	20.10
其他非流动负债	204.7	149.3	149.3	149.3	149.3	分红指标					
负债总额	2,205.0	1,774.5	2,936.1	2,569.0	3,708.4	DPS(元)	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	分红比率	10.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,184.8	1,184.7	1,179.5	1,179.5	1,179.5	股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	8,593.9	8,262.2	8,512.5	8,908.4	9,406.7						
股东权益	9,780.8	9,449.1	9,694.1	10,090.0	10,588.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.17	-0.31	0.21	0.34	0.42
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	8.26	7.98	8.22	8.55	8.98
净利润	205.2	-371.4	245.0	395.9	498.3	PE(X)	57.71	-31.20	20.55	12.72	10.11
加:折旧和摊销	213.0	268.8	85.5	97.6	111.8	PB(X)	1.21	1.23	0.52	0.50	0.48
资产减值准备	-49.4	509.2	4.1	3.7	4.8	P/FCF	-23.30	-9.87	-105.93	-62.77	-186.63
公允价值变动损失	-0.5	-10.7	-10.7	-10.7	-10.7	P/S	3.34	3.71	1.40	1.22	1.07
财务费用	-1.4	1.9	2.6	3.4	3.1	EV/EBITDA	25.87	-103.20	16.81	10.07	9.16
投资损失	-23.3	8.6	-23.3	-27.9	-30.7	CAGR(%)	-28.4%	-	9.3%	-	42.6%
少数股东损益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	PEG	-5.33	0.11	-0.12	0.21	0.39
营运资金的变动	-614.9	110.2	-744.0	349.4	-764.1	ROIC/WACC	0.23	-0.43	0.26	0.43	0.51
经营活动产生现金流量	-271.1	516.6	-440.7	811.5	-187.4	REP	5.24	-2.82	2.11	1.21	1.02
投资活动产生现金流量	184.0	-361.5	-356.9	-423.6	-506.3						
融资活动产生现金流量	71.0	-134.6	760.1	-458.0	676.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮编： 200082

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034