

天融信 (002212.SZ)

防火墙领军企业，看好行业信创领域发展

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,352	3,543	4,611	5,902	7,394
增长率 yoy (%)	-41.2	5.7	30.1	28.0	25.3
归母净利润(百万元)	230	205	409	551	766
增长率 yoy (%)	-42.5	-10.8	99.2	34.8	39.0
ROE (%)	2.4	2.1	4.0	5.1	6.6
EPS 最新摊薄(元)	0.19	0.17	0.34	0.46	0.65
P/E(倍)	57.0	64.0	32.1	23.8	17.1
P/B(倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

事件: 天融信发布 2022 年年报及 2023 年一季报。公司 2022 全年实现营业收入 35.43 亿元, 同比增长 5.71%; 归母净利润 2.05 亿元, 同比下降 10.83%。公司 2023 年一季度实现营业收入 4.69 亿元, 同比增长 23.81%; 归母净利润 -0.91 亿元, 同比下降 40.96%。

国内防火墙领军企业，业绩高韧性。 公司围绕网络安全、数据安全、云计算三大领域，构建全系列产品与服务，为各行业客户业务安全和可持续性运行赋能。公司在网络安全领域拥有多方面的核心竞争力，市场地位领先。公司的防火墙产品已连续 23 年位居国内产品第一，VPN、WAF 等产品多年位居市场前三，细分的工控防火墙等多款产品处于领导者行列。公司主要收入来自第四季度（2022 年占比 58.70%），在 2022 年第四季度疫情及宏观经济形势的影响下，公司加强原材料采购成本管控，集成业务占比减少，归母净利润同比增长 97.11%，毛利率达到 58.66%，同比提升 10.33pct，业绩表现出较强的韧性。

全行业营销布局，看好订阅业务发展。 公司加速推进全行业营销布局，在政府、运营商、金融、能源、医疗等重点行业取得进一步突破。2022 年，公司政府及事业单位收入下降，国有企业、商业及其他行业实现较好增长。其中，国有企业实现收入 12.14 亿元，同比增长 64.73%；商业及其他行业收入 10.11 亿元，同比增长 54.95%。公司面向已销售的安全产品提供安全知识，面向客户或合作伙伴提供云端检测和防护，2022 年实现安全能力订阅模式收入 3.13 亿元，占营收比例达到 8.84%。我们看好随着未来公司全行业的营销布局铺开，订阅收入有望获得提升，整体收入结构进一步优化。

持续投入，云计算高速发展。 自 2019 年发布云计算产品、将云计算作为公司的重要战略方向以来，公司持续加大云计算研发投入，产品与解决方案持续完善，行业客户实现快速覆盖。在云安全方面，公司发布了虚拟化分布式防火墙等产品已在运营商、政府、能源等行业获得大量落地实践。2022 年，云计算和云安全实现收入 3.19 亿元，收入同比增长 33.60%。

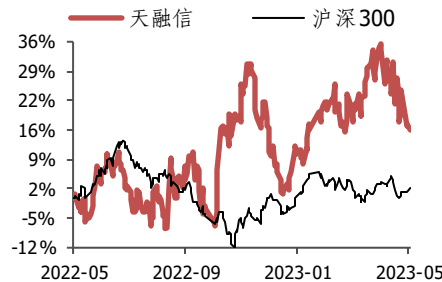
坚持自主创新，受益信创发展。 公司是国内早期投入信创产业的网络安全

增持（首次评级）

股票信息

行业	计算机
2023 年 5 月 8 日收盘价(元)	10.97
总市值(百万元)	12,997.61
流通市值(百万元)	12,810.42
总股本(百万股)	1,184.83
流通股本(百万股)	1,167.77
近 3 月日均成交额(百万元)	320.20

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cgws.com

相关研究

企业，基于在网络安全核心技术领域的深厚积累，持续积极推动国产化网络安全生态建设。公司网络安全产品与国产 CPU、操作系统、数据库、浏览器、中间件等完成全面适配，已取得 1700 余项兼容性认证证书。2022 年，公司信创收入同比增长 25.73%。随着数字经济发展及外部安全的威胁加剧，国家对网络安全的重视升级，我们看好行业信创向更深更广维度发展的机遇下公司网络安全信创产品的未来增长。

投资建议：公司作为防火墙领军企业，具备自身核心竞争力，产品市场地位领先。公司业绩 2022 年表现出了较强的韧性。通过布局全行业营销，我们看好公司受益于行业信创的发展机遇，网络安全信创产品有望获得较好的增长机会。预测公司 2023-2025 年实现营收 46.11 亿元、59.02 亿元、73.94 亿元；归母净利润 4.09 亿元、5.51 亿元、7.66 亿元；EPS 0.34、0.46、0.65，PE 32X、24X、17X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：政策落地不及预期；市场竞争加剧；收入季节性变化风险；技术转化不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4657	4843	5854	6659	9397
现金	914	918	1010	-101	1847
应收票据及应收账款	2214	2750	2683	4825	4199
其他应收款	906	485	1687	841	2477
预付账款	28	20	84	39	102
存货	509	573	328	908	687
其他流动资产	86	97	63	147	85
非流动资产	6939	7143	7078	7143	7218
长期投资	636	514	470	425	412
固定资产	228	442	481	525	573
无形资产	850	1028	1070	1106	1135
其他非流动资产	5225	5159	5057	5088	5098
资产总计	11596	11986	12931	13802	16616
流动负债	1997	2000	2564	2888	4978
短期借款	0	105	249	249	2055
应付票据及应付账款	951	946	1320	1543	1771
其他流动负债	1046	949	995	1096	1152
非流动负债	121	205	180	198	183
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	121	205	180	198	183
负债合计	2117	2205	2744	3086	5161
少数股东权益	2	2	0	-4	-10
股本	1186	1185	1185	1185	1185
资本公积	6348	6446	6446	6446	6446
留存收益	2762	2944	3328	3837	4554
归属母公司股东权益	9477	9779	10187	10720	11464
负债和股东权益	11596	11986	12931	13802	16616

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	88	-885	493
净利润	226	205	407	547	760
折旧摊销	149	219	151	174	198
财务费用	-8	-1	10	42	89
投资损失	-17	-23	-2	-5	-12
营运资金变动	-382	-829	-387	-1480	-364
其他经营现金流	201	158	-91	-162	-179
投资活动现金流	-99	184	-39	-193	-227
资本支出	519	465	260	238	296
长期投资	715	627	44	45	13
其他投资现金流	-295	22	177	0	56
筹资活动现金流	-547	71	-101	-32	-125
短期借款	0	105	144	0	1806
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	-245	-32	-1931
现金净增加额	-476	-16	-52	-1110	142

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3352	3543	4611	5902	7394
营业成本	1360	1427	1810	2234	2625
营业税金及附加	35	27	34	47	62
营业费用	719	812	1023	1301	1635
管理费用	337	322	442	551	699
研发费用	803	821	1086	1379	1734
财务费用	-8	-1	10	42	89
资产减值损失	-4	-10	-13	-19	-19
其他收益	211	135	164	167	169
公允价值变动收益	53	0	41	37	33
投资净收益	17	23	2	5	12
资产处置收益	0	0	3	4	2
营业利润	280	245	507	690	926
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	21	0	8	9	9
利润总额	261	246	501	683	918
所得税	35	41	95	136	158
净利润	226	205	407	547	760
少数股东损益	-4	0	-2	-4	-6
归属母公司净利润	230	205	409	551	766
EBITDA	383	444	634	858	1160
EPS (元/股)	0.19	0.17	0.34	0.46	0.65

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-41.2	5.7	30.1	28.0	25.3
营业利润 (%)	-51.6	-12.5	106.9	36.1	34.2
归属母公司净利润 (%)	-42.5	-10.8	99.2	34.8	39.0
获利能力					
毛利率 (%)	59.4	59.7	60.7	62.1	64.5
净利率 (%)	6.7	5.8	8.8	9.3	10.3
ROE (%)	2.4	2.1	4.0	5.1	6.6
ROIC (%)	2.1	1.9	3.7	5.0	5.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.3	18.4	21.2	22.4	31.1
净负债比率 (%)	-8.8	-7.6	-7.1	3.6	2.1
流动比率	2.3	2.4	2.3	2.3	1.9
速动比率	2.0	2.1	2.1	2.0	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.2	1.5	1.9	1.7	1.8
应付账款周转率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.17	0.34	0.46	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.14	-0.23	0.07	-0.75	0.42
每股净资产 (最新摊薄)	8.00	8.25	8.60	9.05	9.68
估值比率					
P/E	57.0	64.0	32.1	23.8	17.1
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	32.1	27.9	19.5	15.7	11.5

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686