

天融信 (002212.SZ)

国企和商业市场增长超 50%，信创安全有望加速

增持

核心观点

22年整体同比基本持平。公司发布2022年报，全年收入35.43亿元(+5.71%)，归母净利润2.05亿元(-10.83%)，扣非归母净利润1.54亿元(-0.14%)。单q4来看，公司收入20.80亿元(+6.04%)，归母净利润6.25亿元(+93.24%)，扣非归母净利润6.11亿元(+141.47%)。四季度公司业绩在费用控制下已显著反弹；由于22年宏观经济影响，公司整体平稳过度。

毛利率保持稳定，费用管控收效明显。22年公司毛利率59.72%，同比略有提升。公司期间费用总计同比增加5.16%，远低于前期费用增速。其中公司在新方向上的投入布局基本完成，研发费用增速为2.23%，明显放缓；销售费用同比增加12.95%；管理费用下降4.48%。公司费用投入已进入平稳期。

国企和商业市场增长快，新安全方向保持快速增长。公司政府及事业单位收入13.15亿元(-32.89%)，受到宏观环境影响较大；近年来公司在营销侧加大了行业深耕、地市下沉和渠道拓展，国有企业收入12.14亿元(+64.73%)；商业及其他收入10.11亿元(+54.95%)。其中运营商行业同比增长21.68%，能源行业同比增长50.94%，交通行业同比增长35.51%，卫生行业同比增长27.22%，教育行业同比增长16.70%。产品口径划分，基础安全产品收入24.34亿元(+8.08%)，大数据及态势感知收入3.45亿元(-11.23%)，基础安全服务收入4.41亿元(+2.23%)，云计算和云安全及服务收入3.19亿元(+15.52%)。新安全方向，公司数据安全收入同比增长53.21%，工业互联网安全收入同比增长44.39%。

依然看好防火墙市场，信创安全市场有望加速。防火墙仍是安全市场最大单品，全球安全硬件中防火墙类产品占比达到78.27%；国内占比约64.43%，仍有持续提升空间。公司防火墙连续多年市场份额第一，且形成“一专多强”的网络安全产品技术核心能力。信创是当前国内IT产业最确定性发展方向，公司国内最早投入信创产业的网络安全企业，基于国产软硬件的“天融信昆仑”系列产品已有63款209个型号，在信创产品入围中保持品类与型号数量绝对领先，目前产品与解决方案已在党政、金融、能源等近30个行业实现规模化应用。22年信创收入同比增长25.73%，随着十四五期间信创在各大行业中推广和下沉，公司作为信创安全龙头有望持续受益。

风险提示：宏观经济影响IT支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“增持”评级。预计2023-2025年营业收入46.55/59.31/74.08亿元，增速分别为31%/27%/25%，归母净利润为5.39/7.22/9.10亿元，对应当前PE为26/19/15倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,352	3,543	4,655	5,931	7,408
(+/-%)	-41.2%	5.7%	31.4%	27.4%	24.9%
净利润(百万元)	230	205	539	722	910
(+/-%)	-42.5%	-10.8%	162.6%	34.0%	26.1%
每股收益(元)	0.19	0.17	0.45	0.61	0.77
EBIT Margin	2.9%	3.8%	10.7%	11.9%	12.5%
净资产收益率(ROE)	2.4%	2.1%	5.3%	6.6%	7.8%
市盈率(PE)	60.3	67.5	25.7	19.2	15.2
EV/EBITDA	65.6	46.2	29.2	22.6	18.5
市净率(PB)	1.46	1.42	1.35	1.27	1.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.69元
总市值/流通市值	13851/13651百万元
52周最高价/最低价	13.30/8.28元
近3个月日均成交额	298.25百万元

市场走势

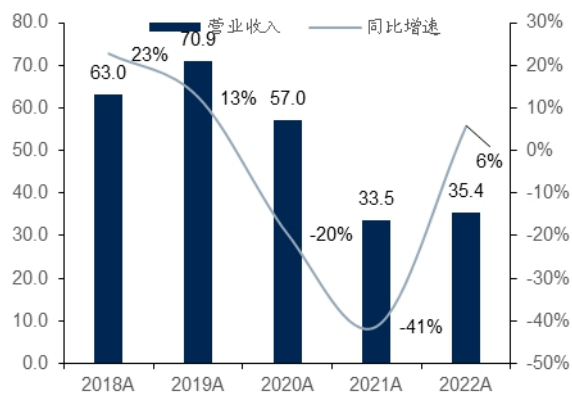


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

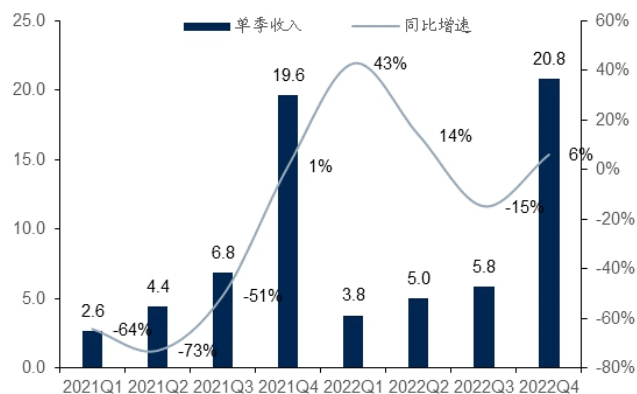
相关研究报告

- 《天融信(002212.SZ)——2022 三季度点评-三季度收入同比增长5%，前置研发投入逐步完成》——2022-11-06
- 《天融信(002212.SZ)——2022 中报点评-研发逐步成熟加大销售投入，云计算和国企市场保持高速增长》——2022-08-21
- 《天融信(002212.SZ)-收入保持较高增速，2022 年利润修复可期》——2022-05-03
- 《天融信-002212-2021 三季度点评：收入持续高速增长，单季订单翻倍》——2021-11-02
- 《天融信-002212-2021 中报点评：订单持续高速增长，研发投入进一步加大》——2021-08-22

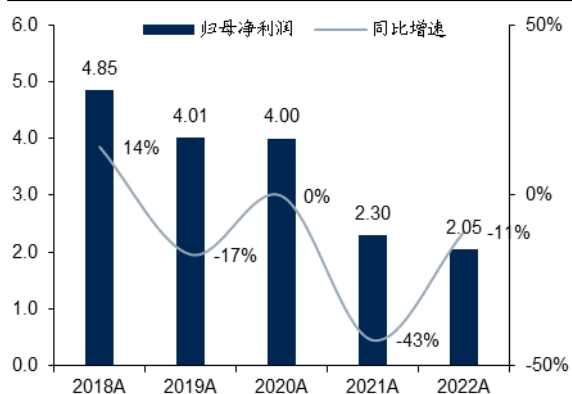
公司发布 2022 年报，全年收入 35.43 亿元（+5.71%），归母净利润 2.05 亿元（-10.83%），扣非归母净利润 1.54 亿元（-0.14%）。单 q4 来看，公司收入 20.80 亿元（+6.04%），归母净利润 6.25 亿元（+93.24%），扣非归母净利润 6.11 亿元（+141.47%）。四季度公司业绩在费用控制下已显著反弹；由于 22 年宏观经济影响，公司整体平稳过度。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）


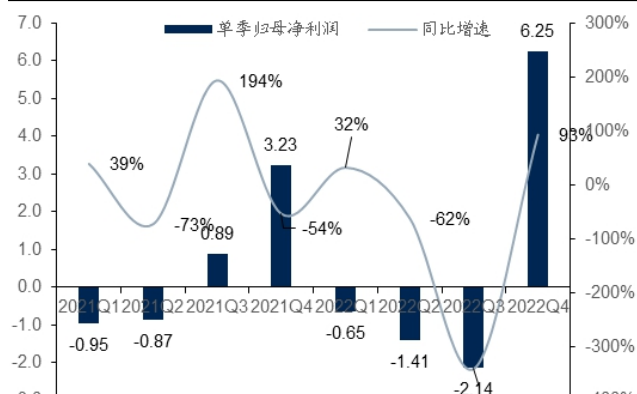
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“增持”评级。维持“增持”评级。预计 2023-2025 年营业收入 46.55/59.31/74.08 亿元，增速分别为 31%/27%/25%，归母净利润为 5.39/7.22/9.10 亿元，对应当前 PE 为 26/19/15 倍，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	914	918	1000	1100	1200	营业收入	3352	3543	4655	5931	7408
应收款项	3120	3235	4209	5362	6698	营业成本	1360	1427	1854	2360	2949
存货净额	509	573	744	950	1190	营业税金及附加	35	27	36	46	57
其他流动资产	114	116	153	195	243	销售费用	719	812	1024	1275	1593
流动资产合计	4657	4843	6105	7607	9331	管理费用	337	322	219	270	329
固定资产	383	442	444	440	431	研发费用	803	821	1024	1275	1556
无形资产及其他	621	814	783	751	720	财务费用	(8)	(1)	(2)	9	17
投资性房地产	5299	5373	5373	5373	5373	投资收益	17	23	3	3	3
长期股权投资	636	514	614	714	814	资产减值及公允价值变动	57	10	(50)	(50)	(50)
资产总计	11596	11986	13319	14885	16668	其他收入	(702)	(744)	(844)	(1075)	(1346)
短期借款及交易性金融负债	40	140	427	674	856	营业利润	280	245	633	849	1070
应付款项	951	946	1228	1568	1965	营业外净收支	(19)	1	1	1	1
其他流动负债	1006	914	1174	1487	1861	利润总额	261	246	634	850	1071
流动负债合计	1997	2000	2829	3730	4681	所得税费用	35	41	95	127	161
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	0	0	0	0
其他长期负债	121	205	235	265	295	归属于母公司净利润	230	205	539	722	910
长期负债合计	121	205	235	265	295	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2117	2205	3064	3994	4976	净利润	230	205	539	722	910
少数股东权益	2	2	2	3	3	资产减值准备	(28)	(96)	(0)	(0)	(0)
股东权益	9477	9779	10253	10888	11689	折旧摊销	147	214	81	86	92
负债和股东权益总计	11596	11986	13319	14885	16668	公允价值变动损失	(57)	(10)	50	50	50
						财务费用	(8)	(1)	(2)	9	17
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(398)	(364)	(609)	(719)	(824)
每股收益	0.19	0.17	0.45	0.61	0.77	其它	25	96	0	1	1
每股红利	0.04	0.02	0.05	0.07	0.09	经营活动现金流	(82)	45	61	140	228
每股净资产	7.99	8.25	8.65	9.19	9.87	资本开支	0	(9)	(101)	(101)	(101)
ROIC	2.19%	2.86%	5%	6%	7%	其它投资现金流	400	0	0	0	0
ROE	2.43%	2.10%	5%	7%	8%	投资活动现金流	218	114	(201)	(201)	(201)
毛利率	59%	60%	60%	60%	60%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBIT Margin	3%	4%	11%	12%	12%	负债净变化	(14)	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	12%	13%	14%	支付股利、利息	(48)	(25)	(65)	(87)	(109)
收入增长	-41%	6%	31%	27%	25%	其它融资现金流	(481)	(107)	286	248	182
净利润增长率	-43%	-11%	163%	34%	26%	融资活动现金流	(605)	(154)	222	161	73
资产负债率	18%	18%	23%	27%	30%	现金净变动	(469)	4	82	100	100
股息率	0.3%	0.2%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	1383	914	918	1000	1100
P/E	60.3	67.5	25.7	19.2	15.2	货币资金的期末余额	914	918	1000	1100	1200
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(47)	(205)	(134)	(47)
EV/EBITDA	65.6	46.2	29.2	22.6	18.5	权益自由现金流	0	(154)	82	106	120

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032