

研究所

证券分析师:

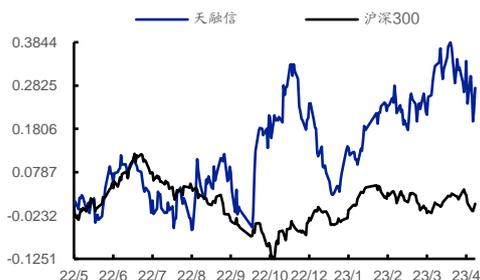
刘熹 S0350523040001

liux10@ghzq.com.cn

## 新方向布局基本完成，业绩增长持续提速

### ——天融信（002212）2023年一季度报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
天融信	-6.8%	8.4%	37.7%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	11.85
52周价格区间(元)	8.55-13.30
总市值(百万)	14,040.26
流通市值(百万)	13,838.05
总股本(万股)	118,483.24
流通股本(万股)	116,776.82
日均成交额(百万)	435.95
近一月换手(%)	3.20

#### 事件:

公司发布2023年一季度报: 2023Q1, 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, 去年同期为-0.65亿元; 扣非后归母净利润-0.97亿元, 去年同期为-0.71亿元; 业绩符合市场预期。

#### 投资要点

##### ■ Q1收入增速环比提升，经营性净现金流表现亮眼

2023Q1, 公司在2022Q1高基数情况下, 仍保持了23.81%的收入增速, 公司营收同比增速对比2022Q4明显提速, 2022Q3、2022Q4公司营收同比增速分别为-14.84%、6.04%, 体现出公司较强的增长韧性。

2023Q1, 公司归母净利润亏损增加, 主要系低毛利业务占比较高所致; 公司销售毛利率为45.06%, 同比下降22.58个百分点。此外, 2023Q1, 公司经营活动净现金流显著提高, 同比增长81.51%, 为公司的稳健持续发展提供有力保障。

##### ■ 高收入增速+强费用控制，全年净利润增长可期

2023Q1, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为41.60%、14.28%、37.02%, 分别同比-4.68pct、-1.57pct、-16.72pct。2022年以来, 公司在新方向上的投入布局基本完成, 研发费用增速明显放缓, 2022年末, 公司员工总数6496人, 同比增长3.62%。我们认为, 2023年全年公司费用增长有望得到显著控制。

收入侧, 从公司一季度新增订单情况看, 网络安全市场已恢复向好, 根据天融信微信公众号披露, 公司制定2023年全年营收增长30%的经营目标, 体现出管理层对公司业务发展的充足信心。展望全年, 在高收入增长信心和强费用控制确定性的双重背景下, 公司净利润有望实现更强的增长弹性。

##### ■ 密码领域重磅政策落地，公司迎来发展新机遇

2023年4月14日, 国务院常务会议审议通过《商用密码管理条例(修订草案)》。会议指出, 要全面贯彻总体国家安全观, 进一步规范

商用密码应用和管理，督促平台企业依法履行用户密码保护责任，确保个人隐私、商业秘密和政府敏感数据的安全。要更好顺应数字经济快速发展趋势，建立健全商用密码科技创新促进机制，推动商用密码科技成果转化和产业化应用，促进商用密码市场持续健康发展。

天融信已形成了完整的商用密码支撑体系，发布了 18 类密码产品、14 个行业化密评业务解决方案，自研产品包括 VPN、专用密码机、服务器签名验签、密码专用卡等。2018 年，公司投资问天量子，合作开发了量子网络密码机产品，在能源等行业均有应用；近日，公司投资先安科技，其在云端和车端密码技术、高速加解密等领域均有较强技术积累，双方将扩大合作战略布局。未来，公司将加大密码相关科技投入，迎接新的发展机遇。

- **盈利预测和投资评级：**公司是我国网络安全领军企业，防火墙领域长期位居国内第一，VPN、IDPS、EDR 等领域市场优势明显，且新方向产品布局逐步完成，有望受益于我国网络安全行业需求释放。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.20/5.68/7.35 亿元，EPS 分别为 0.35/0.48/0.62 元/股，当前股价对应 PE 分别为 33.42/24.72/19.11X，首次覆盖公司，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济影响下游需求，行业政策落地不及预期，新方向业务成长不及预期，市场竞争加剧，季节性收入和盈利波动风险，2023 年经营目标或不达预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3543	4619	6029	7750
增长率（%）	6	30	31	29
归母净利润（百万元）	205	420	568	735
增长率（%）	-11	105	35	29
摊薄每股收益（元）	0.17	0.35	0.48	0.62
ROE（%）	2	4	5	6
P/E	55.35	33.42	24.72	19.11
P/B	1.21	1.38	1.30	1.22
P/S	3.34	3.04	2.33	1.81
EV/EBITDA	23.06	17.97	14.73	11.45

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、Q1 收入增速环比提升，经营性净现金流表现亮眼

公司发布 2023 年一季报：2023Q1，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，去年同期为-0.65 亿元；扣非后归母净利润-0.97 亿元，去年同期为-0.71 亿元；业绩符合市场预期。

2023Q1，公司在 2022Q1 高基数情况下，仍保持了 23.81%的收入增速，公司营收同比增速对比 2022Q4 明显提速，2022Q3、2022Q4 公司营收同比增速分别为-14.84%、6.04%，体现出公司较强的增长韧性。

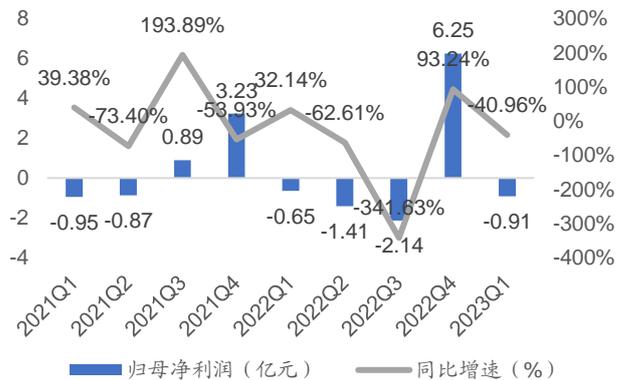
2023Q1，公司归母净利润亏损增加，主要系低毛利业务占比较高所致；公司销售毛利率为 45.06%，同比下降 22.58 个百分点。此外，2023Q1，公司经营活动净现金流显著提高，同比增长 81.51%，为公司的稳健持续发展提供有力保障。

图 1：2021Q1-2023Q1 公司营收及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2021Q1-2023Q1 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

## 2、高收入增速+强费用控制，全年净利润增长可期

2023Q1，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 41.60%、14.28%、37.02%，分别同比-4.68pct、-1.57pct、-16.72pct。2022 年以来，公司在新方向上的投入布局基本完成，研发费用增速明显放缓，2022 年末，公司员工总数 6496 人，同比增长 3.62%。我们认为，2023 年全年公司费用增长有望得到显著控制。

收入侧，从公司一季度新增订单情况看，网络安全市场已恢复向好，根据天融信微信公众号披露，公司制定 2023 年全年营收增长 30%的经营目标，体现出管理层对公司业务发展的充足信心。展望全年，在高收入增长信心和强费用控制

确定性的双重背景下，公司净利润有望实现更强的增长弹性。

图 3：2018-2022 年公司员工人数及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：天融信 223 年营收增长目标



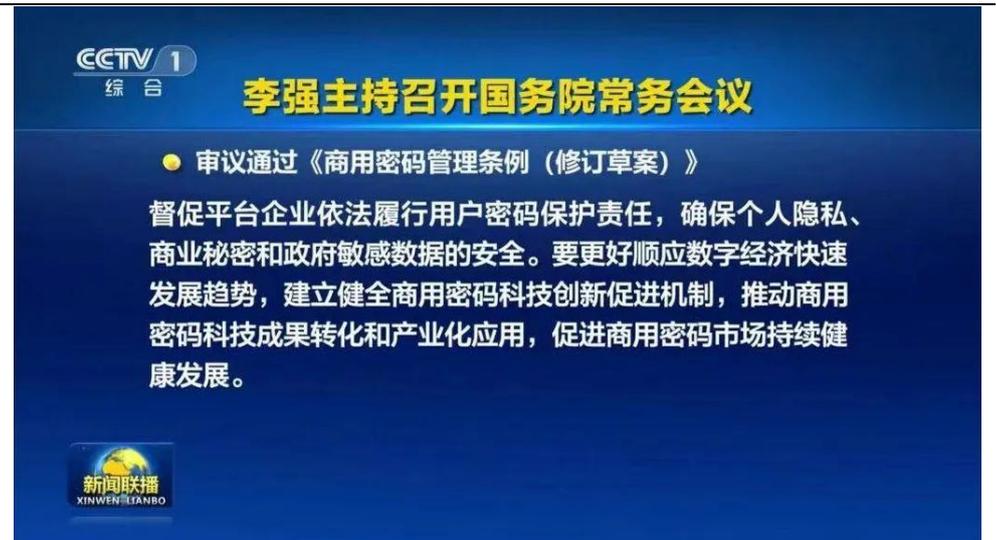
资料来源：天融信微信公众号

### 3、密码领域重磅政策落地，公司迎来发展新机遇

2023 年 4 月 14 日，国务院常务会议审议通过《商用密码管理条例（修订草案）》。会议指出，要全面贯彻总体国家安全观，进一步规范商用密码应用和管理，督促平台企业依法履行用户密码保护责任，确保个人隐私、商业秘密和政府敏感数据的安全。要更好顺应数字经济快速发展趋势，建立健全商用密码科技创新促进机制，推动商用密码科技成果转化和产业化应用，促进商用密码市场持续健康发展。

天融信已形成了完整的商用密码支撑体系，发布了 18 类密码产品、14 个行业化密评业务解决方案，自研产品包括 VPN、专用密码机、服务器签名验签、密码专用卡等。2018 年，公司投资问天量子，合作开发了量子网络密码机产品，在能源等行业均有应用；近日，公司投资先安科技，其在云端和车端密码技术、高速加解密等领域均有较强技术积累，双方将扩大合作战略布局。未来，公司将加大密码相关科技投入，迎接新的发展机遇。

图 5:《商用密码管理条例(修订草案)》获审议通过



资料来源: CCTV1

## 4、盈利预测与评级

公司是我国网络安全领军企业, 防火墙领域长期位居国内第一, VPN、IDPS、EDR 等领域市场优势明显, 且新方向产品布局逐步完成, 将有望受益于我国网络安全行业需求释放。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.20/5.68/7.35 亿元, EPS 分别为 0.35/0.48/0.62 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 33.42/24.72/19.11X, 首次覆盖公司, 给予“买入”评级。

## 5、风险提示

- 1) 宏观经济影响下游需求;
- 2) 行业政策落地不及预期;
- 3) 新方向业务成长不及预期;
- 4) 市场竞争加剧;
- 5) 季节性收入和盈利波动风险;
- 6) 2023 年经营目标或不达预期。

附表：天融信盈利预测表

证券代码:	002212		股价:	11.85	投资评级:	买入	日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	2%	4%	5%	6%	EPS	0.18	0.35	0.48	0.62
毛利率	60%	61%	61%	62%	BVPS	8.25	8.61	9.09	9.71
期间费率	32%	30%	30%	30%	<b>估值</b>				
销售净利率	6%	9%	9%	9%	P/E	55.35	33.42	24.72	19.11
<b>成长能力</b>					P/B	1.21	1.38	1.30	1.22
收入增长率	6%	30%	31%	29%	P/S	3.34	3.04	2.33	1.81
利润增长率	-11%	105%	35%	29%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.30	0.35	0.42	0.48	营业收入	3543	4619	6029	7750
应收账款周转率	1.29	1.90	1.41	2.22	营业成本	1427	1812	2339	2971
存货周转率	6.18	6.19	7.45	6.24	营业税金及附加	27	38	53	64
<b>偿债能力</b>					销售费用	812	961	1236	1573
资产负债率	18%	22%	25%	28%	管理费用	322	453	573	752
流动比	2.42	2.04	1.90	1.80	财务费用	-1	-9	-12	-5
速动比	2.08	1.72	1.62	1.47	其他费用/(-收入)	821	1085	1447	1868
					营业利润	245	530	685	894
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	1	-8	-9	-5
现金及现金等价物	918	1128	615	1307	利润总额	246	523	676	889
应收款项	2750	2815	4321	4033	所得税费用	41	106	113	159
存货净额	573	746	809	1243	净利润	205	417	563	731
其他流动资产	601	924	710	1166	少数股东损益	0	-4	-5	-4
<b>流动资产合计</b>	<b>4843</b>	<b>5613</b>	<b>6455</b>	<b>7748</b>	归属于母公司净利润	205	420	568	735
固定资产	442	522	634	709					
在建工程	0	35	60	75	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	6188	6438	6709	6970	经营活动现金流	-271	838	111	1287
长期股权投资	514	543	497	489	净利润	205	420	568	735
<b>资产总计</b>	<b>11986</b>	<b>13152</b>	<b>14356</b>	<b>15991</b>	少数股东权益	0	-4	-5	-4
短期借款	105	105	105	105	折旧摊销	261	244	280	283
应付款项	946	1352	1686	2127	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	6	4	7	营运资金变动	-759	194	-724	298
其他流动负债	949	1287	1596	2056	投资活动现金流	184	-624	-619	-591
<b>流动负债合计</b>	<b>2000</b>	<b>2750</b>	<b>3390</b>	<b>4295</b>	资本支出	-464	-612	-693	-634
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	627	-35	44	4
其他长期负债	205	205	205	205	其他	21	23	30	39
<b>长期负债合计</b>	<b>205</b>	<b>205</b>	<b>205</b>	<b>205</b>	筹资活动现金流	71	-5	-5	-5
<b>负债合计</b>	<b>2205</b>	<b>2955</b>	<b>3595</b>	<b>4500</b>	债务融资	106	0	0	0
股本	1185	1185	1185	1185	权益融资	2	0	0	0
股东权益	9781	10197	10761	11491	其它	-37	-5	-5	-5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11986</b>	<b>13152</b>	<b>14356</b>	<b>15991</b>	现金净增加额	-16	209	-512	692

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学工商管理&工程管理硕士，多年计算机行业研究经验，2021 年新财经金麒麟新锐分析师（计算机行业）第三名主要成员。主要研究 AI、数据要素、信创、网络安全、工业软件、智能网联、云计算、地理信息化等赛道。

## 【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。