

# 天融信 (002212.SZ)

## 云业务表现亮眼，控费效果持续向好

**事件:** 公司发布 2022 年度报告及 2023 年一季度报告，其中 2022 年实现营业收入 35.4 亿元，yoy+5.7%，归母净利润 2.1 亿元，yoy-10.8%。2023Q1 公司实现营业收入 4.7 亿元，yoy+23.8%，归母净利润-0.9 亿元，yoy-41.0%。

**地市下沉和渠道拓展持续落实，行业与商业客户收入高速增长。**2022 年，受宏观波动影响，政府及事业单位客户收入 13.2 亿元，yoy-32.9%，毛利率为 62.5%，yoy+2.1pct，但近年来公司营销侧行业深耕策略持续推进，地市下沉和渠道拓展工作的进一步落实，2022 年国有企业客户收入 12.1 亿元，yoy+64.7%，毛利率为 63.0%，yoy-6.8pct，商业及其他客户收入 10.1 亿元，yoy+55.0%，毛利率为 52.1%，yoy+7.5pct。其中运营商行业收入 yoy+21.7%，能源行业收入 yoy+50.9%，交通行业收入 yoy+35.5%，卫生行业收入 yoy+27.2%，教育行业收入 yoy+16.7%。

**基石业务维持稳健，云计算业务表现亮眼。**2022 年，公司基础安全产品收入 24.3 亿元，yoy+8.1%，毛利率为 59.3%，yoy+3.7pct，基石业务维持稳健。云计算与云安全产品及服务收入 3.2 亿元，yoy+15.5%，毛利率 53.1%，yoy-2.5pct。大数据与态势感知产品及服务收入 3.5 亿元，yoy-11.2%，毛利率 71.5%，yoy-9.5pct。基础安全服务收入 4.4 亿元，yoy+2.2%，毛利率 57.5%，yoy-4.7pct。

**新方向投入布局基本完成，控费效果持续向好。**1) 2022 年，公司期间费用总计 yoy+5.1%，远低于前期增速。其中公司在新方向上的投入布局基本完成，研发费用 yoy+2.2%，较前期明显放缓，较年度控制目标低 22.8pct；销售费用 yoy+13.0%，较年度控制目标低 22.1pct；管理费用 yoy-4.5%。2) 2023Q1，公司提质增效效果明显，期间费用总计 yoy-0.74%，费用率 yoy-23.0pct。

**信创加速向全行业应用，公司作为头部企业先发优势明显。**近年来，信创产业正在加速向金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航空航天等重点行业推进，信创市场需求将进一步放大。作为国内最早投入信创产业的网安企业，公司基于在网络安全核心技术领域的深厚积累，与国产 CPU、操作系统、数据库、浏览器、中间件等信创产业链上下游厂商的深度合作，持续推进基于国产软硬件架构的产品研发与适配工作，加速推进行业领域布局。截止 2022 年底，公司基于国产软硬件的“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，产品与解决方案已在党政、金融、能源、石油、交通、教育、医疗、航空航天等近 30 个行业实现规模化应用。

**维持“买入”评级。**公司基石业务稳健，新业务也将快速增长，2023 年起，宏观经济波动影响逐渐减弱，预计公司将回归正常发展路径。考虑到 2022 基数较低，下游需求恢复、公司收入端和利润端的正常回归也需要逐步的过程，预计公司 2023-2025 年营业收入 47.0/60.4/75.1 亿元，归母净利润 4.3/5.7/7.3 亿元，对应 2023 年 5 月 4 日收盘价，PE 为 30.4/23.1/17.9 倍，维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧风险；政策力度不及预期风险；新领域布局缓慢风险。

| 财务指标          | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 3,352 | 3,543 | 4,701 | 6,039 | 7,512 |
| 增长率 yoy (%)   | -41.2 | 5.7   | 32.7  | 28.4  | 24.4  |
| 归母净利润(百万元)    | 230   | 205   | 431   | 567   | 733   |
| 增长率 yoy (%)   | -42.5 | -10.8 | 110.2 | 31.5  | 29.4  |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.19  | 0.17  | 0.36  | 0.48  | 0.62  |
| 净资产收益率(%)     | 2.4   | 2.1   | 4.2   | 5.3   | 6.4   |
| P/E(倍)        | 56.9  | 63.8  | 30.4  | 23.1  | 17.9  |
| P/B(倍)        | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |

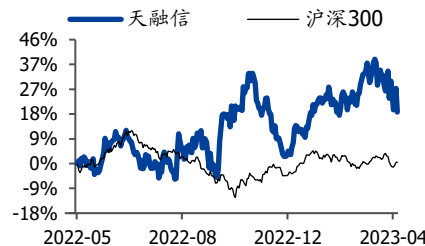
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

|               |           |
|---------------|-----------|
| 行业            | 软件开发      |
| 前次评级          | 买入        |
| 5月4日收盘价(元)    | 11.05     |
| 总市值(百万元)      | 13,092.40 |
| 总股本(百万股)      | 1,184.83  |
| 其中自由流通股(%)    | 98.56     |
| 30日日均成交量(百万股) | 35.56     |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

#### 相关研究

- 《天融信(002212.SZ): 疫情短暂影响成长节奏, 云业务与渠道开拓顺利》2022-11-01
- 《天融信(002212.SZ): 疫情之下凸显韧性, 看好全年利润修复》2022-08-21
- 《天融信(002212.SZ): 2021 低谷已过, 静待盈利修复》2022-04-29

**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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 4657  | 4843  | 9366  | 10766 | 14338 |
| 现金             | 914   | 918   | 3154  | 4051  | 5040  |
| 应收票据及应收账款      | 2214  | 2750  | 3837  | 4624  | 5902  |
| 其他应收款          | 906   | 485   | 1361  | 1010  | 1939  |
| 预付账款           | 28    | 20    | 43    | 37    | 63    |
| 存货             | 509   | 573   | 874   | 947   | 1298  |
| 其他流动资产         | 86    | 97    | 97    | 97    | 97    |
| <b>非流动资产</b>   | 6939  | 7143  | 7052  | 6950  | 6839  |
| 长期投资           | 636   | 514   | 381   | 247   | 113   |
| 固定资产           | 228   | 442   | 490   | 540   | 593   |
| 无形资产           | 850   | 1028  | 1010  | 978   | 932   |
| 其他非流动资产        | 5225  | 5159  | 5171  | 5185  | 5201  |
| <b>资产总计</b>    | 11596 | 11986 | 16418 | 17715 | 21177 |
| <b>流动负债</b>    | 1997  | 2000  | 6001  | 6749  | 9499  |
| 短期借款           | 0     | 105   | 3351  | 4029  | 5874  |
| 应付票据及应付账款      | 951   | 946   | 1591  | 1601  | 2333  |
| 其他流动负债         | 1046  | 949   | 1058  | 1119  | 1291  |
| <b>非流动负债</b>   | 121   | 205   | 205   | 205   | 205   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 121   | 205   | 205   | 205   | 205   |
| <b>负债合计</b>    | 2117  | 2205  | 6206  | 6954  | 9704  |
| 少数股东权益         | 2     | 2     | 2     | 3     | 3     |
| 股本             | 1186  | 1185  | 1185  | 1185  | 1185  |
| 资本公积           | 6348  | 6446  | 6446  | 6446  | 6446  |
| 留存收益           | 2762  | 2944  | 3351  | 3879  | 4572  |
| 归属母公司股东权益      | 9477  | 9779  | 10210 | 10759 | 11470 |
| <b>负债和股东权益</b> | 11596 | 11986 | 16418 | 17715 | 21177 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 170   | -271  | -801  | 511   | -479  |
| 净利润            | 226   | 205   | 431   | 567   | 734   |
| 折旧摊销           | 149   | 220   | 215   | 247   | 282   |
| 财务费用           | -8    | -1    | 71    | 150   | 206   |
| 投资损失           | -17   | -23   | -20   | -22   | -21   |
| 营运资金变动         | -382  | -829  | -1498 | -432  | -1680 |
| 其他经营现金流        | 201   | 158   | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -99   | 184   | -104  | -124  | -150  |
| 资本支出           | 519   | 465   | 42    | 32    | 23    |
| 长期投资           | 715   | 627   | 133   | 134   | 133   |
| 其他投资现金流        | 1135  | 1275  | 70    | 42    | 6     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -547  | 71    | -106  | -167  | -228  |
| 短期借款           | 0     | 105   | 0     | 0     | 0     |
| 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  | -106  | -167  | -228  |
| <b>现金净增加额</b>  | -476  | -16   | -1011 | 220   | -857  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3352  | 3543  | 4701  | 6039  | 7512  |
| 营业成本            | 1360  | 1427  | 1909  | 2402  | 2960  |
| 营业税金及附加         | 35    | 27    | 43    | 51    | 66    |
| 营业费用            | 719   | 812   | 987   | 1238  | 1525  |
| 管理费用            | 337   | 322   | 376   | 477   | 586   |
| 研发费用            | 803   | 821   | 1011  | 1238  | 1502  |
| 财务费用            | -8    | -1    | 71    | 150   | 206   |
| 资产减值损失          | -4    | -10   | -9    | -14   | -16   |
| 其他收益            | 211   | 135   | 173   | 154   | 164   |
| 公允价值变动收益        | 53    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 17    | 23    | 20    | 22    | 21    |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 280   | 245   | 507   | 673   | 867   |
| 营业外收入           | 2     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 21    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 261   | 246   | 507   | 673   | 867   |
| 所得税             | 35    | 41    | 76    | 106   | 133   |
| <b>净利润</b>      | 226   | 205   | 431   | 567   | 734   |
| 少数股东损益          | -4    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 230   | 205   | 431   | 567   | 733   |
| EBITDA          | 383   | 444   | 766   | 1036  | 1312  |
| EPS (元)         | 0.19  | 0.17  | 0.36  | 0.48  | 0.62  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | -41.2 | 5.7   | 32.7  | 28.4  | 24.4  |
| 营业利润(%)         | -51.6 | -12.5 | 107.0 | 32.8  | 28.8  |
| 归属于母公司净利润(%)    | -42.5 | -10.8 | 110.2 | 31.5  | 29.4  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 59.4  | 59.7  | 59.4  | 60.2  | 60.6  |
| 净利率(%)          | 6.9   | 5.8   | 9.2   | 9.4   | 9.8   |
| ROE(%)          | 2.4   | 2.1   | 4.2   | 5.3   | 6.4   |
| ROIC(%)         | 2.1   | 1.9   | 3.4   | 4.4   | 5.0   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 18.3  | 18.4  | 37.8  | 39.3  | 45.8  |
| 净负债比率(%)        | -8.3  | -5.9  | 3.9   | 1.6   | 9.0   |
| 流动比率            | 2.3   | 2.4   | 1.6   | 1.6   | 1.5   |
| 速动比率            | 2.0   | 2.1   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.4   |
| 应收账款周转率         | 1.7   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| 应付账款周转率         | 1.7   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.19  | 0.17  | 0.36  | 0.48  | 0.62  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.14  | -0.23 | -0.68 | 0.43  | -0.40 |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 8.00  | 8.25  | 8.62  | 9.08  | 9.68  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 56.9  | 63.8  | 30.4  | 23.1  | 17.9  |
| P/B             | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| EV/EBITDA       | 32.1  | 28.2  | 17.6  | 12.8  | 10.8  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6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。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38124100  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com