

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

天融信 (002212.SZ)

投资评级:

上次评级:

庞倩倩 计算机行业首席分析师  
执业编号: S1500522110006  
邮箱: pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座  
邮编: 100031

## 项目进度影响业绩，持续推进“安全+智算”战略

2025年10月31日

**事件：**天融信发布 2025 年三季度报告，公司 2025 年前三季度实现营收 12.02 亿元，同比下降 24.01%；实现归母净利润-2.35 亿元，同比下降 39.10%；实现扣非净利润-2.52 亿元，同比下降 36.43%；**单 2025Q3 来看**，公司实现营收 3.76 亿元；实现归母净利润-1.71 亿元；实现扣非净利润-1.75 亿元。

- **项目进度延期影响当期业绩，毛利率同比基本持平。**受 2025 年第三季度部分项目实施进度影响，公司前三季度营业收入同比下降 24.01%；毛利率为 63.62%，同比基本持平。**公司持续推进提质增效战略，前三季度费用总计同比下降 11.13%。**公司销售/管理/研发费用分别为 6.23/1.34/4.57 亿元，同比变化-6.48%/-17.23%/-15.05%。
- **智算云平台全面适配 DeepSeek-V3.2-Exp，加速大模型落地应用。**2025 年上半年，公司发布智算云平台、智算一体机新版本，并首批通过工信领域大模型一体机能力验证。9 月 29 日 DeepSeek-V3.2-Exp 模型正式发布，**公司智算云产品已完成与 DeepSeek 新版本的适配**，平台进一步优化从情报采集、多语言文字翻译、OCR 识别、威胁实体信息抽取、威胁检测与关联富化到报告自动化生成的威胁情报运营流程，为用户提前预警风险、指定防护策略提供更有利支撑。
- **公司与华为鸿蒙协同共进，夯实自主可控数字化安全根基。**2025 年 10 月，公司在华为生态大会上展示终端安全一体化方案、天融信 VPN 系统等最新鸿蒙应用成果。其中公司终端一体化方案深度兼容华为鸿蒙系统，实现终端防护无缝覆盖，为终端提供“监测-防御-保护”一体化安全保障；天融信 VPN 系统客户端已完成 HarmonyOS NEXT 操作系统的适配和客户端上架工作。
- **智算云多行业应用落地，长期向好趋势不改。**截至 2025 年 9 月公司智算云业务已发布智算云平台和覆盖高、中、低训推性能需求的 17 款一体机。公司智算一体机产品已在政务、医疗、科研等行业应用落地，运营商、能源、交通、电力、教育等 40+ 行业场景正在测试中，在手商机统计约 1 亿元。智算云作为公司战略发展方向，未来有望成为公司业绩增长新引擎。
- **盈利预测：**公司将以“安全+智算”双轮驱动，巩固网络安全领先优势，加速智算云业务布局；同时公司持续推进提质增效，费用端优化效果明显；项目延期影响当期业绩，但长期向好趋势不改。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.12/0.16/0.21 元，对应 P/E 分别为 83.78/62.92/49.22 倍。
- **风险因素：**新技术、新产品发展不及预期；市场竞争加剧；行业需求回暖不及预期。

| 主要财务指标        | 2023A   | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元)    | 3,124   | 2,820  | 2,954 | 3,153 | 3,433 |
| 增长率 YoY %     | -11.8%  | -9.7%  | 4.7%  | 6.7%  | 8.9%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | -371    | 83     | 146   | 194   | 248   |
| 增长率 YoY%      | -281.1% | 122.4% | 75.9% | 33.2% | 27.8% |
| 毛利率(%)        | 60.2%   | 61.0%  | 61.9% | 62.0% | 62.2% |
| ROE(%)        | -3.9%   | 0.9%   | 1.6%  | 2.1%  | 2.6%  |
| EPS(摊薄)(元)    | -0.31   | 0.07   | 0.12  | 0.16  | 0.21  |
| 市盈率 P/E (倍)   | —       | 147.34 | 83.78 | 62.92 | 49.22 |
| 市净率 P/B (倍)   | 1.29    | 1.30   | 1.32  | 1.31  | 1.29  |

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

**资产负债表**

单位：百万元

| 会计年度           | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>4,115</b>  | <b>3,877</b>  | <b>3,713</b>  | <b>3,930</b>  | <b>4,145</b>  |
| 货币资金           | 957           | 666           | 378           | 350           | 352           |
| 应收票据           | 9             | 11            | 12            | 13            | 13            |
| 应收账款           | 2,440         | 2,589         | 2,660         | 2,863         | 3,065         |
| 预付账款           | 55            | 18            | 19            | 20            | 21            |
| 存货             | 463           | 406           | 452           | 482           | 480           |
| 其他             | 191           | 188           | 192           | 202           | 214           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>7,108</b>  | <b>7,169</b>  | <b>7,216</b>  | <b>7,233</b>  | <b>7,241</b>  |
| 长期股权投资         | 502           | 485           | 471           | 454           | 437           |
| 固定资产(合计)       | 422           | 392           | 387           | 381           | 374           |
| 无形资产           | 961           | 994           | 1,082         | 1,145         | 1,201         |
| 其他             | 5,223         | 5,298         | 5,276         | 5,253         | 5,228         |
| <b>资产总计</b>    | <b>11,224</b> | <b>11,046</b> | <b>10,930</b> | <b>11,163</b> | <b>11,385</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,625</b>  | <b>1,536</b>  | <b>1,520</b>  | <b>1,676</b>  | <b>1,797</b>  |
| 短期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付票据           | 12            | 47            | 47            | 60            | 56            |
| 应付账款           | 859           | 860           | 829           | 934           | 999           |
| 其他             | 754           | 630           | 644           | 683           | 742           |
| <b>非流动负债</b>   | <b>149</b>    | <b>112</b>    | <b>112</b>    | <b>112</b>    | <b>112</b>    |
| 长期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | 149           | 112           | 112           | 112           | 112           |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,775</b>  | <b>1,648</b>  | <b>1,632</b>  | <b>1,788</b>  | <b>1,909</b>  |
| 少数股东权益         | 2             | 4             | 5             | 5             | 6             |
| 归属母公司股东权益      | 9,447         | 9,393         | 9,293         | 9,369         | 9,470         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>11,224</b> | <b>11,046</b> | <b>10,930</b> | <b>11,163</b> | <b>11,385</b> |

**重要财务指标**

单位：百万元

| 主要财务指标     | 2023A   | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入      | 3,124   | 2,820  | 2,954 | 3,153 | 3,433 |
| 同比(%)      | -11.8%  | -9.7%  | 4.7%  | 6.7%  | 8.9%  |
| 归属母公司净利润   | -371    | 83     | 146   | 194   | 248   |
| 同比(%)      | -281.1% | 122.4% | 75.9% | 33.2% | 27.8% |
| 毛利率(%)     | 60.2%   | 61.0%  | 61.9% | 62.0% | 62.2% |
| ROE(%)     | -3.9%   | 0.9%   | 1.6%  | 2.1%  | 2.6%  |
| EPS(摊薄)(元) | -0.31   | 0.07   | 0.12  | 0.16  | 0.21  |
| P/E        | —       | 147.34 | 83.78 | 62.92 | 49.22 |
| P/B        | 1.29    | 1.30   | 1.32  | 1.31  | 1.29  |
| EV/EBITDA  | 28.96   | 20.92  | 18.86 | 17.10 | 15.67 |

**利润表**

单位：百万元

| 会计年度            | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b>    | <b>3,124</b> | <b>2,820</b> | <b>2,954</b> | <b>3,153</b> | <b>3,433</b> |
| 营业成本            | 1,244        | 1,099        | 1,126        | 1,197        | 1,298        |
| 营业税金及附加         | 29           | 25           | 27           | 28           | 32           |
| 销售费用            | 919          | 930          | 904          | 940          | 996          |
| 管理费用            | 217          | 128          | 124          | 129          | 137          |
| 研发费用            | 768          | 642          | 626          | 650          | 690          |
| 财务费用            | 2            | -2           | -9           | -3           | -2           |
| 减值损失合计          | -450         | -5           | -15          | -16          | -16          |
| 投资净收益           | -9           | -6           | 1            | 1            | 1            |
| 其他              | 121          | 25           | 15           | 10           | -4           |
| <b>营业利润</b>     | <b>-393</b>  | <b>12</b>    | <b>156</b>   | <b>207</b>   | <b>264</b>   |
| 营业外收支           | 0            | -2           | -2           | -2           | -2           |
| <b>利润总额</b>     | <b>-393</b>  | <b>9</b>     | <b>154</b>   | <b>205</b>   | <b>262</b>   |
| 所得税             | -21          | -74          | 8            | 10           | 13           |
| <b>净利润</b>      | <b>-371</b>  | <b>83</b>    | <b>146</b>   | <b>195</b>   | <b>249</b>   |
| 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 1            | 1            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>-371</b>  | <b>83</b>    | <b>146</b>   | <b>194</b>   | <b>248</b>   |
| EBITDA          | 372          | 337          | 635          | 702          | 766          |
| EPS(当年)(元)      | -0.33        | 0.07         | 0.12         | 0.16         | 0.21         |

**现金流量表**

单位：百万元

| 会计年度           | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>517</b>  | <b>259</b>  | <b>325</b>  | <b>435</b>  | <b>481</b>  |
| 净利润            | -371        | 83          | 146         | 195         | 249         |
| 折旧摊销           | 320         | 336         | 303         | 313         | 309         |
| 财务费用           | 11          | 6           | 5           | 5           | 5           |
| 投资损失           | 9           | 6           | -1          | -1          | -1          |
| 营运资金变动         | 71          | -221        | -230        | -179        | -188        |
| 其它             | 477         | 49          | 102         | 102         | 108         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-361</b> | <b>-370</b> | <b>-361</b> | <b>-341</b> | <b>-327</b> |
| 资本支出           | -347        | -381        | -357        | -337        | -327        |
| 长期投资           | -17         | 10          | -6          | -5          | -2          |
| 其他             | 3           | 1           | 1           | 1           | 1           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-135</b> | <b>-148</b> | <b>-252</b> | <b>-122</b> | <b>-152</b> |
| 吸收投资           | 0           | 2           | -139        | 0           | 0           |
| 借款             | -105        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 支付利息或股息        | -2          | -21         | -112        | -122        | -152        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>21</b>   | <b>-260</b> | <b>-288</b> | <b>-28</b>  | <b>2</b>    |

## 研究团队简介

**庞倩倩**，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

**傅晓琅**，计算机行业分析师，上海外国语大学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖信创、AI 算力等领域。

**姜佳明**，计算机行业研究员，南安普顿大学经济学硕士，2024 年加入信达证券研究所，主要覆盖工业软件、智能驾驶等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。