

天 融 信 (002212)

2022 年三季报点评：前瞻性战略布局效果渐显，

静待花开

报告摘要

业绩概要：2022 前三季度，公司实现营收 14.63 亿元，同比+5.25%；归母净利润-4.20 亿元，同比-349.58%；单 Q3 来看，公司实现营收 5.83 亿元，同比-14.84%；归母净利润-2.14 亿元，同比-341.63%。

◆ 受疫情影响业绩短期承压，云计算持续快速成长，双主业格局渐显。

分季度来看，2022 年 Q1-Q3 分别实现营收 3.78 亿/5.02 亿/5.83 亿，同比分别为 +42.80%/+13.91%/-14.84%。Q2、Q3 业务拓展受疫情影响较大，对全年经营目标顺利完成构成压力。分行业来看，政府及事业单位受疫情影响最大，前三季度收入同比-13.05%；企业及行业市场抗压能力较强，国有企业收入同比+27.37%，商业及其他前三季度收入同比+23.90%；其中，交通行业收入同比+37.51%，烟草行业同比+251.22%。从收入结构来看，云计算产品在 2021 年收入 1.38 亿元（+244.02%）基础上，前三季度收入同比+299.69%，增长动力强劲。我们认为，疫情扰动短期经营目标达成，不影响行业长期发展趋势。公司的网络安全+云计算双主业格局渐显，均深度受益于我国数字经济发展，其未来发展依然值得期待。

◆ 重研发，强销售，前瞻性布局着眼未来。

公司 2019-2021 年研发费用增速分别为+42.91%、+22.23%、+30.74%，累计完成研发投入 24.44 亿元，在信创安全、数据安全、云计算等新技术、新场景领域已经完成前瞻性布局。今年前三季度研发费用同比+11.21%，呈现明显放缓趋势。2021 年销售费用 7.19 亿元（+17.41%），今年前三季度同比+33.45%，持续加大行业深耕、地市下沉和渠道拓展。期末累计注册经销商数量 13992 家、较年初增加 3887 家，累计认证金银牌数量 939 家、较年初增加 457 家，为进一步实现市场拓展、全覆盖打下良好基础。综合来看，我们认为公司重研发、强销售的前瞻性战略布局基本完成，预计随着未来营收规模的稳步提升，综合费用率增速将明显放缓，整体盈利能力可能有逐步明显提升。

◆ 公司信创业务先发优势明显。

近期国家相关政策文件陆续落地，意味着未来五年信创市场快速增长的确定性。根据公司预估，以党政行业为例，2023 年开始扩大至县乡、电子政务外网，市场规模可能扩大 5-7 倍；以央企、地方国企为代表的行业市场预估增长约 10 倍。公司在信创业务上

投资评级

买入

维持评级

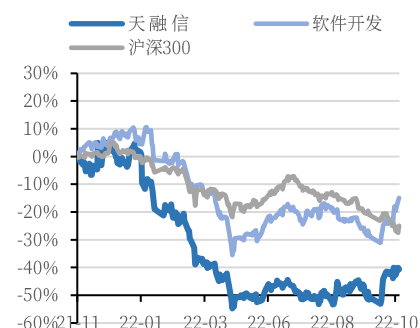
2022 年 11 月 02 日

收盘价(元): 11.18

公司基本数据

总股本(百万股)	1,185.06
总市值(百万)	13,201.58
流通股本(百万股)	1,166.08
流通市值(百万)	12,990.11
12 月最高/最低价(元)	20.19/8.28
资产负债率(%)	11.45
每股净资产(元)	7.82
市盈率(TTM)	-136.92
市净率(PB)	1.43
净资产收益率(%)	-4.53

股价走势图



作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书: S0640521040001	
邮箱: zourf@avicsec.com	
卢正羽	分析师
SAC 执业证书: S0640521060001	
邮箱: luzhy@avicsec.com	
唐保威	研究助理
SAC 执业证书: S0640121040023	
邮箱: tangbw@avicsec.com	
闫智	研究助理
SAC 执业证书: S0640122070030	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

优势明显：(1) 信创入围产品种类和型号数量最多，整体数量占比 13.4%，在网络安全行业处于绝对领先地位。其中，防火墙、数据安全、EDR 等产品优势明显。(2) 国产化整体能力强，公司通用 98 类产品中已实现 61 类产品的国产化，国产化数量占比超过 60%。(3) 已在 23 个行业实现规模应用，2+8 行业（党政、金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航空航天）全部覆盖。

邮箱: yanz@avicsec.com

◆ 投资建议

公司的收入具有明显的季节性，第四季度确认全年的大部分收入。2021 年第四季度营收占全年的 58.52%，2020 年第四季度营收占全年的 68.31%。根据公司 8 月 22 日的股票期权激励计划修订版的业绩考核条件，若实现 100%行权，则 2022-2024 年净利润分别不低于 7.50\8.80\11.00 亿元；营收不低于 43.0\49.58\56.66 亿元。由于疫情反复造成的各地静默管控，今年公司业绩考核目标的 100%完成度存在巨大的不确定因素，还剩 2 个月时间，公司会全力朝这个方向努力，截止 9 月底公司在手订单基本持平。预计公司 2022-2024 年实现营收 41.36 亿元/52.53 亿元/66.80 亿元，归母净利润 4.65 亿元/6.26 亿元/8.16 亿元，当前股价对应市盈率为 28X/21X/16X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

下游需求不及预期；网络安全相关政策落地、实施、执行不及预期；市场竞争加剧。

◆ 盈利预测

财务数据与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3351.57	4135.83	5252.92	6680.14
增长率（%）	-41.24%	23.40%	27.01%	27.17%
归母净利润（百万元）	230.00	465.13	625.52	815.64
增长率（%）	-42.52%	102.23%	34.48%	30.39%
每股收益（元）	0.19	0.39	0.53	0.69
市盈率 PE	58	28	21	16

资料来源: wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3351.57	4135.83	5252.92	6680.14	货币资金	914.11	1107.88	1329.57	1619.36
营业成本	1360.45	1654.33	2101.17	2672.06	应收和预付款项	3147.85	3486.35	4322.95	5363.89
营业税金及附加	35.19	43.42	55.15	70.13	存货	509.04	622.23	794.32	1014.18
销售费用	718.84	827.17	998.06	1269.23	其他流动资产	86.28	55.20	70.10	89.15
管理费用	1140.04	1172.51	1473.44	1827.02	长期股权投资	636.01	636.01	636.01	636.01
财务费用	-7.89	-6.20	-6.30	-8.02	投资性房地产	10.43	10.43	10.43	10.43
资产减值损失	-4.09	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	382.78	355.08	322.18	289.28
投资收益	16.67	32.00	31.00	29.00	无形资产和开发支出	5437.88	5351.01	5264.15	5177.28
公允价值变动损益	53.30	63.00	62.00	65.00	其他非流动资产	471.94	468.98	466.02	463.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	11596.31	12093.16	13215.72	14662.64
营业利润	279.99	539.61	724.41	943.72	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-19.02	-4.98	-5.78	-6.78	应付和预收款项	1418.15	1727.58	2194.19	2790.36
利润总额	260.98	534.63	718.63	936.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	34.90	71.50	96.11	125.30	其他负债	699.31	442.20	529.00	639.90
净利润	226.07	463.13	622.52	811.64	负债合计	2117.46	2169.77	2723.19	3430.25
少数股东损益	-3.92	-2.00	-3.00	-4.00	股本	1185.81	1185.06	1185.06	1185.06
归属母公司股东净利润	230.00	465.13	625.52	815.64	资本公积	6348.30	6348.30	6348.30	6348.30
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	留存收益	2761.91	3200.64	3772.79	4516.64
经营活动现金流净额	169.73	151.14	175.76	259.55	归属母公司股东权益	9477.13	9923.66	10495.81	11239.66
投资活动现金流净额	-98.89	95.00	93.00	94.00	少数股东权益	1.72	-0.28	-3.28	-7.28
筹资活动现金流净额	-547.07	-52.37	-47.07	-63.76	股东权益合计	9478.86	9923.39	10492.53	11232.38
现金流量净额	-476.23	193.77	221.69	289.79	负债和股东权益合计	11596.31	12093.16	13215.72	14662.64

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637