

天融信 (002212.SZ)

收入保持较高增速，2022 年利润修复可期

增持

核心观点

2021 年利润有所下滑。由于公司已剥离电缆业务，以网络安全业务为可比口径，2021 年公司收入 33.52 亿元(+18.33%)，归母净利润 2.38 亿元(-52.59%)，扣非归母净利润 1.76 亿元(-59.78%)；经营活动现金净流量为 1.83 亿元(-53.11%)。2021 年初，公司剥离集成子公司同天科技，剔除该影响后，公司实现收入 33.13 亿元(+36.42%)，新增订单金额同比增加 48.09%。2021 年公司股份支付费用约为 1.48 亿元，也导致了利润下滑。根据业绩快报修正公告，公司调减收入约 1.9 亿，导致利润也有较大下调，原因是针对个别客户已履行合同的应收票据逾期情况，基于谨慎性原则对部分已确认收入调减。目前客户逾期款项全部收回，预计该部分合同在 2022 年度可确认收入。

一季度收入保持较高增长，毛利率回升明显。2022Q1，公司实现 3.78 亿元(42.80%)，收入保持快速增长，且并不包含 2021 业绩快报修正公告中调减收入的部分。一季度以产品交付居多，公司毛利率提升至 67.64%，其销售、研发费用同比增长 30.06%、37.92%，低于收入增速。因此公司一季度亏损收窄，归母净利润-0.65 亿元(+32.14%)，扣非归母净利润-0.71 亿元(+27.04%)。

2021 年毛利率下降，费用投入增加。2021 年公司毛利率 59.41%，同比下滑约 5.40pct。其中基础安全产品收入占比最高，毛利率下降 5.67pct，预期主要系芯片等原材料成本上升，以及信创集成等业务增长较快，为后续信创安全产品方案打基础等，拉低公司产品毛利率；云计算与云安全产品毛利率下降 20.93pct，逐步恢复行业正常毛利率水平。同时，公司进一步加大投入，研发费用同比增加 47.35%，销售费用同比增加 33.56%。

政府和金融行业增长较快，公司坚持员工持股计划较高目标。分产品来看，公司基础安全产品收入 22.52 亿元(+14.63%)，大数据与态势感知产品收入 3.89 亿元(+20.77%)，基础安全服务收入 4.31 亿元(+19.33%)，云计算与云安全产品收入 2.76 亿元(+53.38%)。行业来看，政府增长 91.26%、金融增长 69.90%、医疗增长 69.34%、政法增长 61.60%、运营商增长 59.63%、教育增长 45.69%。根据公告，虽然 2021 年利润下调后，公司依然坚持原 5.62 亿元(原净利润，包含 1.48 亿股份支付费用)为归母净利润基数，2022 年员工持股计划业绩考核目标值中归母净利润为增长 30%。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等。

投资建议：维持“增持”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 45.54/57.87/71.94，增速分别为 36%/27%/24%，归母净利润为 6.22/7.38/9.29 亿元，对应当前 PE 为 18/15/12 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,704	3,352	4,554	5,787	7,194
(+/-%)	-19.6%	-41.2%	35.9%	27.1%	24.3%
净利润(百万元)	400	230	622	738	929
(+/-%)	-0.2%	-42.5%	170.6%	18.6%	25.8%
每股收益(元)	0.34	0.19	0.52	0.62	0.78
EBIT Margin	9.3%	2.9%	12.0%	11.8%	12.4%
净资产收益率(ROE)	4.2%	2.4%	6.2%	7.0%	8.2%
市盈率(PE)	27.1	47.6	17.6	14.8	11.8
EV/EBITDA	18.8	53.7	22.8	19.7	16.3
市净率(PB)	1.13	1.16	1.10	1.04	0.97

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：库宏尧

021-60875168

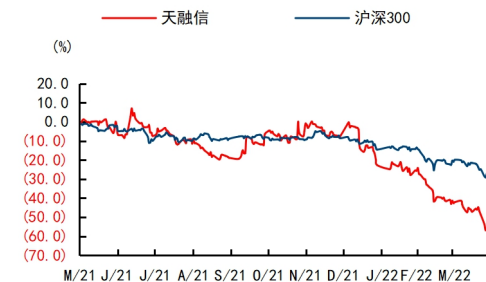
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	9.24 元
总市值/流通市值	10959/10681 百万元
52 周最高价/最低价	21.30/8.28 元
近 3 个月日均成交额	213.03 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-002212-2021 三季度点评：收入持续高增长，单季订单翻倍》——2021-11-02
- 《天融信-002212-2021 中报点评：订单持续高增长，研发投入进一步加大》——2021-08-22
- 《天融信-002212-2020 业绩快报点评：订单高增长，新兴领域持续进步》——2021-05-05
- 《天融信-002212-2021 年一季度预告点评：一季度恢复良好，集成出表验证安全业务高增长》——2021-04-14
- 《天融信-002212-2020 业绩快报点评：加回业绩符合预期，Q4 恢复迅速订单高增长》——2021-02-26

2021 年收入保持快速增长，利润有所下降。由于公司已剥离电缆业务，以网络安全业务为可比口径，2021 年公司收入 33.52 亿元（+18.33%），归母净利润 2.38 亿元（-52.59%），扣非归母净利润 1.76 亿元（-59.78%）；经营活动现金净流量为 1.83 亿元（-53.11%）。2021 年初，公司剥离集成子公司同天科技，剔除该影响后，公司实现收入 33.13 亿元（+36.42%），新增订单金额同比增加 48.09%。2021 年公司股份支付费用约为 1.48 亿元，也导致了利润下滑。根据公司业绩快报修正公告，公司整体调减收入约 1.9 亿，导致利润也有较大下调。主要原因是会计师针对个别客户已履行合同的应收票据逾期情况，基于谨慎性原则对部分已确认收入调减。截至目前，客户逾期款项已全部收回，预计该部分合同在 2022 年度可确认收入。

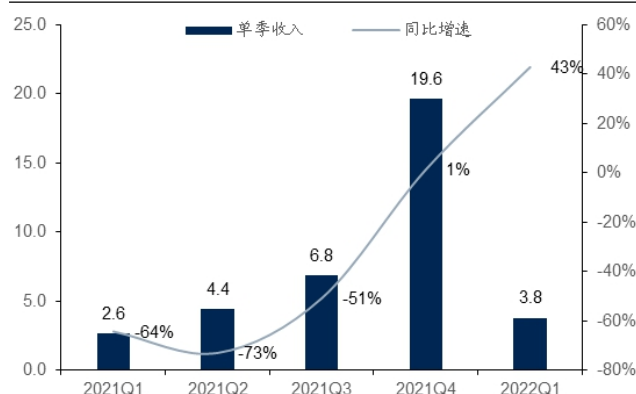
一季度收入保持较高增长，毛利率回升明显。2022Q1，公司实现 3.78 亿元（42.80%），在 21 年订单高增长下，收入保持快速增长，且并不包含 2021 业绩快报修正公告中调减收入的部分。一季度以产品交付居多，公司毛利率提升至 67.64%，其销售、研发费用同比增长 30.06%、37.92%，低于收入增速。因此公司一季度亏损收窄，归母净利润-0.65 亿元（+32.14%），扣非归母净利润-0.71 亿元（+27.04%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



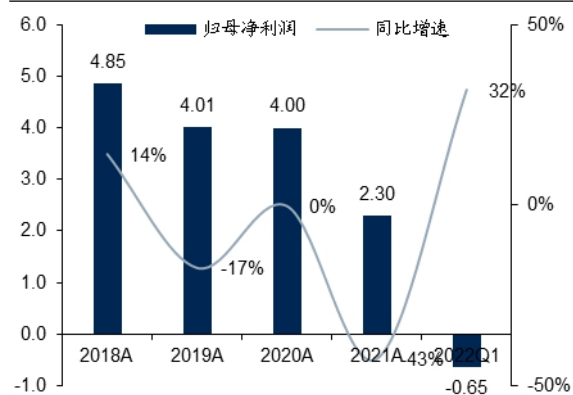
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



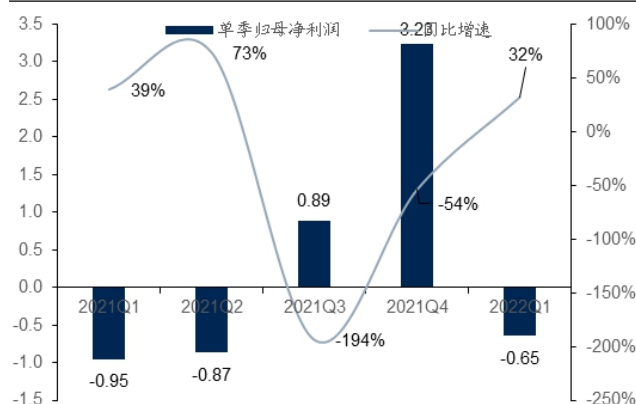
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：预计 2022-2024 年营业收入为 45.54/57.87/71.94，增速分别为 36%/27%/24%，归母净利润为 6.22/7.38/9.29 亿元，对应当前 PE 为 18/15/12 倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
002439	启明星辰	17.53	163.66	0.9	1.2	1.5	1.8	19.1	15.1	11.9	9.7	12.8	0.59	买入
002212	天融信	9.24	109.57	0.2	0.5	0.6	0.8	48.6	17.8	14.9	11.8	2.4	0.10	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1383	914	1000	1100	1200	营业收入	5704	3352	4554	5787	7194
应收款项	2702	3120	4239	5388	6697	营业成本	3573	1360	1692	2190	2724
存货净额	431	509	633	819	1021	营业税金及附加	37	35	48	61	76
其他流动资产	106	114	155	197	245	销售费用	612	719	956	1215	1511
流动资产合计	5023	4657	6027	7504	9163	管理费用	339	337	307	378	456
固定资产	288	383	331	309	283	研发费用	614	803	1002	1262	1532
无形资产及其他	494	621	597	573	550	财务费用	16	(8)	(4)	8	15
投资性房地产	5066	5299	5299	5299	5299	投资收益	(21)	17	3	3	3
长期股权投资	454	636	736	836	936	资产减值及公允价值变动	89	57	(80)	(80)	(80)
资产总计	11324	11596	12990	14521	16231	其他收入	(616)	(702)	(772)	(1022)	(1282)
短期借款及交易性金融负债	5	40	411	627	806	营业利润	579	280	705	837	1053
应付款项	659	951	1182	1530	1907	营业外净收支	(4)	(19)	1	1	1
其他流动负债	974	1006	1282	1644	2044	利润总额	574	261	706	838	1054
流动负债合计	1637	1997	2876	3801	4756	所得税费用	177	35	94	112	141
长期借款及应付债券	14	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(4)	(11)	(13)	(16)
其他长期负债	79	121	151	181	211	归属于母公司净利润	400	230	622	738	929
长期负债合计	93	121	151	181	211	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1730	2117	3026	3982	4967	净利润	400	230	622	738	929
少数股东权益	8	2	(7)	(17)	(29)	资产减值准备	66	(28)	31	(9)	(12)
股东权益	9586	9477	9971	10556	11293	折旧摊销	139	147	66	76	83
负债和股东权益总计	11324	11596	12990	14521	16231	公允价值变动损失	(89)	(57)	80	80	80
						财务费用	16	(8)	(4)	8	15
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	26	(398)	(715)	(646)	(765)
每股收益	0.34	0.19	0.52	0.62	0.78	其它	(69)	25	(39)	(1)	(1)
每股红利	0.01	0.04	0.11	0.13	0.16	经营活动现金流	473	(82)	44	238	314
每股净资产	8.18	7.99	8.41	8.90	9.52	资本开支	0	(153)	(101)	(101)	(101)
ROIC	4.94%	2.19%	5%	6%	7%	其它投资现金流	80	400	0	0	0
ROE	4.17%	2.43%	6%	7%	8%	投资活动现金流	227	65	(201)	(201)	(201)
毛利率	37%	59%	63%	62%	62%	权益性融资	(3)	182	0	0	0
EBIT Margin	9%	3%	12%	12%	12%	负债净变化	14	(14)	0	0	0
EBITDA Margin	12%	7%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(16)	(48)	(129)	(153)	(192)
收入增长	-20%	-41%	36%	27%	24%	其它融资现金流	(31)	(510)	371	216	179
净利润增长率	-0%	-43%	171%	19%	26%	融资活动现金流	(36)	(452)	242	63	(13)
资产负债率	15%	18%	23%	27%	30%	现金净变动	664	(469)	86	100	100
股息率	0.1%	0.4%	1.2%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	719	1383	914	1000	1100
P/E	27.1	47.6	17.6	14.8	11.8	货币资金的期末余额	1383	914	1000	1100	1200
P/B	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	0	(321)	(276)	(81)	(8)
EV/EBITDA	18.8	53.7	22.8	19.7	16.3	权益自由现金流	0	(845)	99	128	158

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