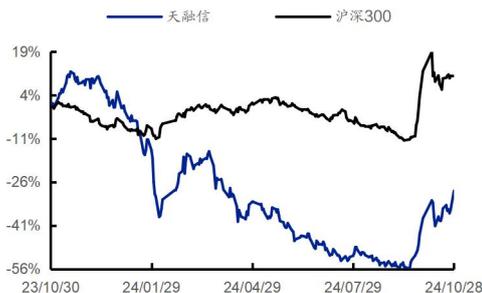


研究所:
 证券分析师: 刘熹 S0350523040001
 liux10@ghzq.com.cn

Q3 业绩扭亏为盈, “AI+安全”持续赋能

——天融信(002212) 2024年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
天融信	27.0%	47.8%	-24.6%
沪深300	7.0%	16.3%	11.3%

市场数据

指标	2024/10/28
当前价格(元)	6.59
52周价格区间(元)	3.99-10.60
总市值(百万)	7,772.60
流通市值(百万)	7,693.01
总股本(万股)	117,945.39
流通股本(万股)	116,737.69
日均成交额(百万)	317.89
近一月换手(%)	5.45

事件:

2024年10月26日,公司发布三季度报告:2024年前三季度,公司实现营收15.82亿元,同比-3.98%;归母净利润-1.69亿元,同比+31.83%;扣非归母净利润-1.85亿元,同比+29.95%。

2024Q3,公司实现营收7.09亿元,同比+10.21%;归母净利润0.36亿元,同比扭亏为盈;扣非归母净利润0.31亿元,同比扭亏。

投资要点:

■ 公司多项业务稳步推进,2024Q3 利润扭亏为盈

2024Q3,公司实现营收7.09亿元,同比+10.21%;归母净利润0.36亿元,同比扭亏为盈,主要系公司持续推进提质增效战略,期间费用管控成效显著。

2024年前三季度,公司管理层稳步推进各项业务进程,力促高质量发展。公司长期坚持自主创新、开放融合的发展理念,基于下一代可信网络安全架构NGTNA,以网络安全为核心、大数据为基础、云服务为交付模式,形成全面感知、智能协同、动态防护、聚力赋能的综合安全保障体系。

■ 公司毛利率持续修复,加大云计算研发投入

公司毛利率逐步修复,各项费用率保持稳定。2024年前三季度,公司毛利率63.96%,同比+1.65pct,净利率-10.71%,同比-4.37%;公司销售/管理/研发费用率分别为42.10%/10.25%/34.01%,同比+3.07pct/-2.73pct/-1.50pct。公司积极应对行业和市场发展态势,持续推进提质增效战略,收入质量显著提升。

公司加大云计算研发投入。2024年前三季度,公司研发费用5.38亿元,同比-8.05%,主要系公司在新方向和新技术的前期布局基本完成,研发费用有所下降;但公司持续加大云计算研发投入,提供超融合、桌面云、云存储、云灾备等能力,满足各行业差异化需求。

■ 发布天问大模型系统,从AI安全1.0到3.0

打造天问大模型系统,发展AI全面赋能的网络安全架构。2023年,将人工智能技术融入NGTNA2.0,可信网络安全架构体系更加智能化。2024年,公司发布天问大模型系统,全面赋能产品与解决方案。天问大模型系统是AI安全大脑,提供自动化研判,面向安全运营、知识问答、

算力管理等场景下的安全产品，提供大模型应用服务。

公司构建了覆盖算力平台、训练平台、应用平台以及相关产品应用的企业级 AI 安全能力体系，发布了天问大模型系统、产品小天、云上小天、天问智算云平台等系列产品，主要应用于安全运营、知识问答、算力管理等场景。伴随着 AI 能力的进一步加持，安全能力建设也从单点增强防护向智能聚合分析、全面智能协同能力进化，实现从 AI 安全 1.0 到 3.0 的能力跃迁。

- **盈利预测和投资评级：**公司中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商，持续发展新产品与新业务，有望受益网络安全需求增长与人工智能技术发展。根据公司三季报，调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营收 36.04/42.21/49.26 亿元，归母净利润 2.51/3.19/4.09 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 为 0.21/0.27/0.35 元，PE 为 31/24/19x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险，行业竞争加剧，产品落地风险，商誉减值风险，信创拓展风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3124	3604	4221	4926
增长率(%)	-12	15	17	17
归母净利润（百万元）	-371	251	319	409
增长率(%)	-281	167	27	28
摊薄每股收益（元）	-0.31	0.21	0.27	0.35
ROE(%)	-4	3	3	4
P/E	—	31.01	24.40	19.02
P/B	1.23	0.81	0.79	0.76
P/S	3.71	2.16	1.84	1.58
EV/EBITDA	28.96	10.73	8.78	7.06

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

事件:

2024年10月26日,公司发布三季度报告。2024年前三季度,公司实现营收15.82亿元,同比-3.98%;归母净利润-1.69亿元,同比+31.83%;扣非归母净利润-1.85亿元,同比+29.95%。

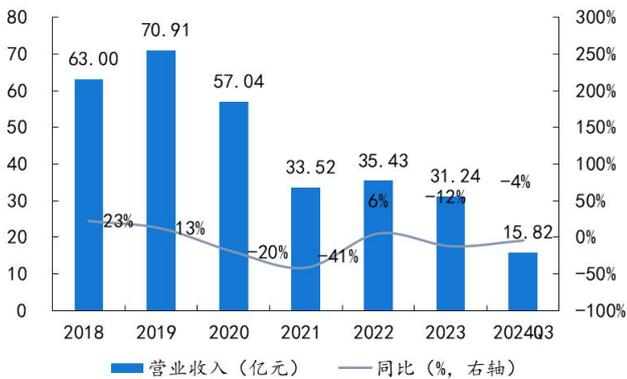
2024Q3,公司实现营收7.09亿元,同比+10.21%;归母净利润0.36亿元,同比扭亏为盈;扣非归母净利润0.31亿元,同比扭亏。

评论:

1、公司多项业务稳步推进, Q3 利润扭亏为盈

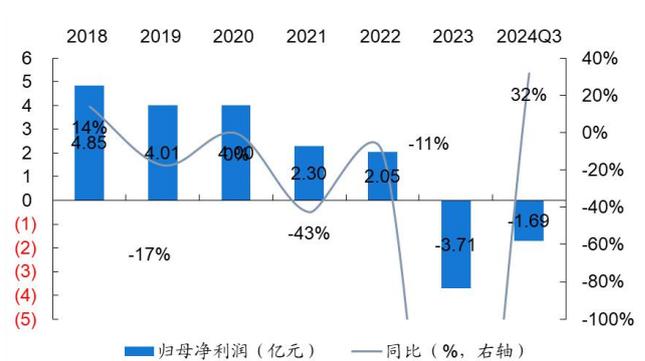
2024年前三季度,公司实现营收15.82亿元,同比-3.98%,较半年度降幅收窄;归母净利润-1.69亿元,同比+31.83%。2024Q3,公司实现营收7.09亿元,同比+10.21%;归母净利润0.36亿元,同比扭亏为盈,主要系公司持续推进提质增效战略,期间费用管控成效显著。

图 1: 公司营收及同比增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

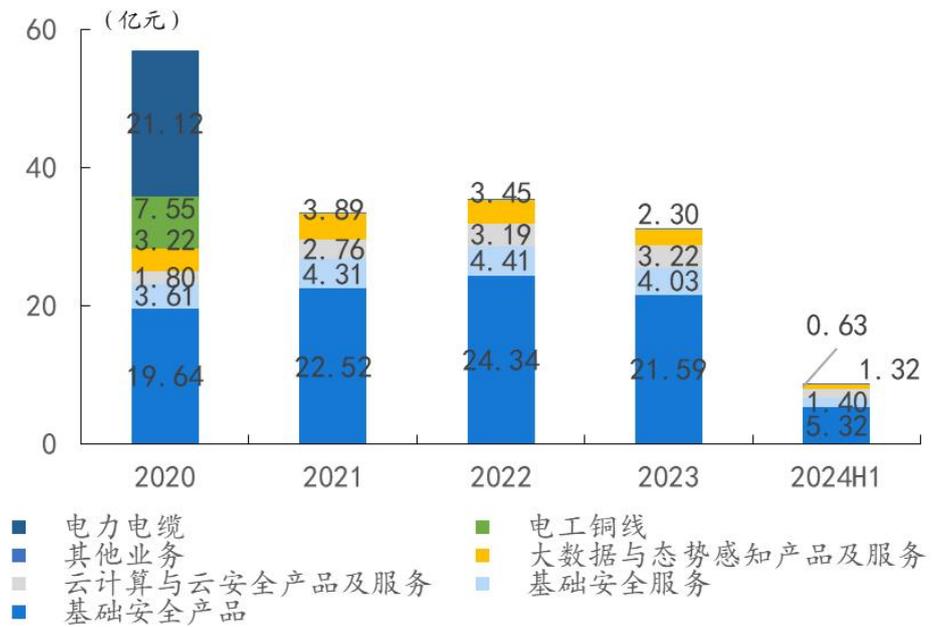
图 2: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、国海证券研究所 (注: 2023年, 归母净利润同比为-281%, 出于图像显示美观故隐藏)

2024H1, 公司基础安全产品/大数据与态势感知产品及服务/基础安全服务/云计算与云安全产品及服务分别实现收入5.32/0.63/1.40/1.32亿元, 同比-20.01%/-12.03%/-9.45%/+20.19%; 2023年, 四者收入分别为21.59/2.30/4.03/3.22亿元, 同比-11.30%/-33.35%/-8.63%/+0.84%。2021年, 公司出售电缆资产获得现金, 作为公司营运资金一部分, 此后主业主要为网络安全相关业务。

图 3: 公司各项业务收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、国海证券研究所

2024 年前三季度, 公司管理层稳步推进各项业务进程, 力促高质量发展。公司长期坚持自主创新、开放融合的发展理念, 基于下一代可信网络安全架构 NGTNA (Next-Generation Trusted Network Architecture), 以网络安全为核心、大数据为基础、云服务为交付模式, 形成全面感知、智能协同、动态防护、聚力赋能的综合安全保障体系。

表 1: 公司分业务进展情况

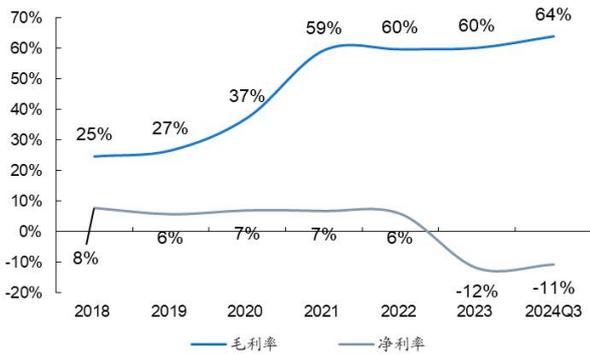
产品	内容
网络安全与数据安全	<p>公司提供全系列基础网络安全产品, 涉及边界安全、安全检测、接入安全、端点安全、应用安全、无线安全、安全管理等领域, 覆盖所有基础网络安全场景, 可为各行业客户提供全面的网络安全产品和解决方案。</p> <p>公司在数据安全领域深耕多年, 积累了丰富的数据安全管理经验, 率先提出“以数据为中心的安全建设体系”的建设思路, 形成了一套“以数据安全治理为基础、数据安全全生命周期监管、数据安全技术手段防护”的数据全生命周期的解决方案, 为客户打造具备识别、防护、检测、响应、恢复闭环能力为一体的纵深数据安全防御体系, 并广泛应用于政府、运营商、金融、能源等行业。</p>
云计算与云安全	<p>公司持续加大云计算研发投入, 依托深厚的技术积累和研究成果, 集网络、计算、存储、安全于一体, 提供超融合、桌面云、云存储等能力, 满足各行业差异化需求, 帮助客户建设边缘云、私有云、混合云等全场景全栈的云平台。</p> <p>在云安全领域, 通过将安全能力原子化, 实现业务与安全的深度融合, 基于云原生技术, 陆续发布了云原生防火墙、云安全资源池、SASE、CWPP、云原生 API 安全网关、CNAPP、安全云服务平台、云 WAF、云抗 D 等云安全产品和服务。</p> <p>公司持续推进“云计算+安全”深度融合, 形成覆盖政务云、大型集团云、医疗云、托管云、多云、容器云、公有云等 30+ 业务场景的完整解决方案, 在政府、运营商、能源、医疗、海关等众多行业广泛落地实践。</p>

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2、公司毛利率持续修复，加大云计算研发投入

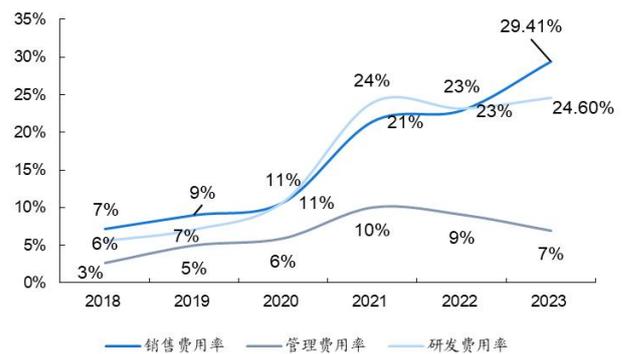
公司毛利率逐步修复，各项费用率保持稳定。公司积极应对行业和市场发展态势，持续推进提质增效战略，收入质量显著提升。2024 年前三季度，公司毛利率 63.96%，同比+1.65pct，净利率-10.71%，同比-4.37%；公司销售/管理/研发费用率分别为 42.10%/10.25%/34.01%，同比+3.07pct/-2.73pct/-1.50pct，公司持续保持营销的投入。

图 4：公司盈利能力情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

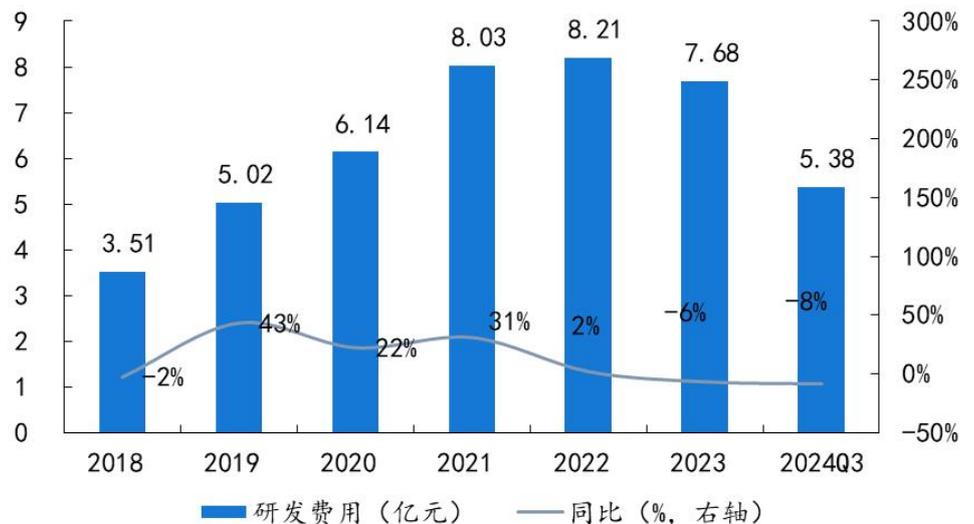
图 5：公司各项费用率情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

公司加大云计算研发投入。2024 年前三季度，公司研发费用 5.38 亿元，同比-8.05%，主要系公司在新方向和新技术的前期布局基本完成，研发费用有所下降；但公司持续加大云计算研发投入，提供超融合、桌面云、云存储、云灾备等能力，满足各行业差异化需求。

图 6：公司研发费用及增长率



资料来源：Wind、国海证券研究所

公司研发创新实力强劲，持续推出新技术、新产品。公司基于对大模型、小模型、自然语言处理、机器学习、深度学习等 AI 技术研究和应用，推出了天问大模型系统、产品小天、云上小天、天问智算云平台等系列产品，推出智慧城轨网络安全整体解决方案、数据安全一体化解决方案、车路云一体化安全防御方案、列车车载网络综合安全解决方案、政务云密码安全解决方案、智慧城市安全解决方案等，覆盖更多新场景。

表 2：2024 年上半年，公司研发能力进展

项目	内容
网络安全与数据安全	发布防火墙、VPN、零信任、网闸、脆弱性扫描与管理、数据安全检查工具箱、数据库审计与防护等产品新版本；实现 AI 全面赋能防火墙、UTM、IDPS、僵木蠕、脆弱性扫描与管理、数据库审计与防护等多款产品。
云计算与云安全	发布天问智算云平台、服务器虚拟化、算力服务器、国产化服务器、新一代云终端等新产品，以及天融信太行云、超融合、桌面云新版本。
信创安全	发布服务器密码机、数据库审计、单向网闸、终端威胁防御、桌面云终端等产品新型号。
AI 网络安全	发布天问大模型，面向防火墙、IPS、IDS、僵木蠕、大数据分析系统、数据库审计与防护、脆弱性扫描与管理等产品提供大模型应用服务。
工业互联网、车联网安全	发布工业互联网安全靶场、工控防火墙、工控安全检查工具箱、车载防火墙、车载入侵与防御系统、车联网安全检测平台等新产品及新版本。
商用密码	发布密码服务管理平台、服务器密码机、云服务器密码机、协同签名系统、密钥管理系统等新产品。
安全运营	发布天问大模型系统、大数据分析系统、脆弱性扫描管理平台等新产品。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3、发布天问大模型系统，从 AI 安全 1.0 到 3.0

发布天问大模型系统，打造 AI 全面赋能的网络安全架构。2023 年，将人工智能技术融入 NGTNA2.0，可信网络安全架构体系更加智能化。2024 年，公司发布天问大模型系统，全面赋能产品与解决方案。天问大模型系统是 AI 安全大脑，提供自动化研判，面向安全运营、知识问答、算力管理等场景下的安全产品，提供大模型应用服务。

天融信把握人工智能产业发展黄金机遇。公司构建了覆盖算力平台、训练平台、应用平台以及相关产品应用的企业级 AI 安全能力体系，发布了天问大模型系统、产品小天、云上小天、天问智算云平台等系列产品，主要应用于安全运营、知识问答、算力管理等场景。伴随着 AI 能力的进一步加持，安全能力建设也从单点增强防护向智能聚合分析、全面智能协同能力进化，实现从 AI 安全 1.0 到 3.0 的能力跃迁。

图 7: 融合 AI 的下一代可信网络安全架构 (NGTNA2.0+AI)

图 8: 天问大模型全面赋能安全产品



资料来源: 公司公告

资料来源: 天融信官方公众号

公司具有坚实完备的平台能力, 通过将基础性技术研究与业务模式实现平台化, 使产品研发与服务团队更聚焦于行业与客户需求, 缩短研发周期, 快速响应市场。2024 年上半年, 公司基础硬件平台能力升级, 推出 CPU+GPU 异构的硬件平台, 支持 NVIDIA、国产 GPU, 为安全大模型及算力平台提供资源支撑; 基础软件平台能力升级, 内置天问大模型助手产品小天, 使能 NGTOS 平台各类产品, 具备安全知识智能问答、威胁情报深度分析和安全运营高效研判能力。

表 3: 公司平台能力发展情况

平台化能力	起始时间	能力概述	应用范围
天问大模型平台	2023 年	集 AI 算力、知识库、大模型构建、AI 训练及推理、智能问答、威胁情报等一体化平台。	产品助手、安全运营、知识管理等场景。
天问算力平台	2024 年	具有异构算力资源管理、异构存储资源管理、统一训练资源调度、统一镜像仓库、实时监控管理及一键便捷运维等。	天问智算云平台、天问大模型系统、大数据分析系统等产品。

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

公司中国领先的网络安全、大数据与云服务提供商, 持续发展新产品与新业务, 有望受益网络安全需求增长与人工智能技术发展。根据公司三季报, 调整公司盈利预测, 预计公司 2024-2026 年实现营收 36.04/42.21/49.26 亿元, 归母净利润 2.51/3.19/4.09 亿元, 对应 2024-2026 年 EPS 为 0.21/0.27/0.35 元, PE 为 31/24/19x, 维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) **政策风险:** 网络安全产业依赖政策落地推动, 政策落地节奏不及预期影响公司发展前景。
- 2) **行业竞争加剧:** 如果竞争对手在网络安全方面、云服务、信创领域持续发力, 有望给公司带来竞争压力, 从而导致公司经营受到一定影响。
- 3) **产品落地风险:** 研发或开发的产品不能满足行业上下游技术发展趋势, 不能满足客户的要求, 产品的应用和落地不及预期, 对公司未来收入增长贡献可能不及预期。
- 4) **商誉减值风险:** 公司商誉较高, 若行业景气度下行, 或引发商誉减值风险。
- 5) **信创拓展风险:** 目前信创整体节奏从党政向全行业加速拓展, 若节奏放缓, 或对公司国产化业务产生影响。

附表：天融信盈利预测表

证券代码:	002212		股价:	6.59	投资评级:	买入	日期:	2024/10/28	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	-4%	3%	3%	4%	EPS	-0.33	0.21	0.27	0.35
毛利率	60%	60%	61%	61%	BVPS	7.97	8.14	8.39	8.71
期间费率	36%	33%	32%	31%	估值				
销售净利率	-12%	7%	8%	8%	P/E	—	31.01	24.40	19.02
成长能力					P/B	1.23	0.81	0.79	0.76
收入增长率	-12%	15%	17%	17%	P/S	3.71	2.16	1.84	1.58
利润增长率	-281%	167%	27%	28%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.27	0.32	0.35	0.39	营业收入	3124	3604	4221	4926
应收账款周转率	1.20	1.39	1.43	1.45	营业成本	1244	1429	1651	1904
存货周转率	2.40	2.92	3.02	3.11	营业税金及附加	29	36	42	49
偿债能力					销售费用	919	928	1055	1182
资产负债率	16%	17%	19%	21%	管理费用	217	259	291	340
流动比	2.78	2.55	2.42	2.38	财务费用	2	-10	-9	-9
速动比	2.40	2.19	2.08	2.06	其他费用/(-收入)	768	829	1002	1197
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	-393	301	382	485
现金及现金等价物	957	882	910	1037	营业外净收支	0	-6	-7	-4
应收款项	2449	2763	3165	3640	利润总额	-393	295	375	481
存货净额	463	516	578	645	所得税费用	-21	44	56	72
其他流动资产	652	690	762	860	净利润	-371	251	319	409
流动资产合计	4521	4851	5415	6183	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	422	410	396	381	归属于母公司净利润	-371	251	319	409
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	5779	5837	5879	5837	经营活动现金流	517	478	529	592
长期股权投资	502	512	522	532	净利润	-371	251	319	409
资产总计	11224	11611	12213	12933	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	320	366	424	489
应付款项	871	1007	1172	1352	公允价值变动	-11	0	0	0
合同负债	195	216	264	320	营运资金变动	71	-127	-200	-285
其他流动负债	559	681	805	924	投资活动现金流	-361	-411	-448	-421
流动负债合计	1625	1904	2241	2596	资本支出	-347	-417	-461	-437
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-17	-10	-10	-10
其他长期负债	0	0	0	0	其他	3	16	24	26
长期负债合计	149	109	79	59	筹资活动现金流	-135	-142	-53	-43
负债合计	1775	2013	2320	2655	债务融资	-106	-40	-30	-20
股本	1185	1185	1185	1185	权益融资	0	-78	0	0
股东权益	9449	9598	9893	10278	其它	-29	-23	-23	-23
负债和股东权益总计	11224	11611	12213	12933	现金净增加额	21	-75	27	128

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，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

【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视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。