

2017年08月28日

## 绿盟科技 (300369.SZ)

## 动态分析

### 投入加大短期拖累业绩，云安全业务静待花开

**【事件】**近日，公司公告2017年半年报。2017年H1，公司实现：营业收入36189.86万元，同比增长14.82%；实现归母净利润-4639.67万元，同比下降1736.96%，收入有序增长得益于政策利好和客户需求增长，而报告期内公司研发支出、销售费用投入加大，募集资金投资项目投入增加，使得利润出现同比下滑。

◆ **事件与政策催化安全需求增长，安全云化引领发展：**全球范围内信息泄露、系统篡改等安全事件高发，带来的威胁和损失越发严重我国相继成立网络安全委员会和中央网络安全和信息化领导小组，将网络信息安全上升至国家安全战略高度，随着国家政策推动，行业将迎来大幅增长，根据赛迪数据，到2019年我国网络信息安全产品市场规模预计将超过600亿元，保持21.2%的年复合增长率；而云计算应用普及也将为安全行业带来技术变革和新的发展空间。

◆ **云计算领域积极布局，公司业务升级换代可期：**公司是国内老牌信息安全厂商，在流量清洗、抗D技术等方面具备显著优势，其WAF产品、数据安全产品占据市场领先份额。随着云计算应用普及，安全的云化发展趋势明显，公司抢先在云安全、大数据分析布局，国内首发安全即服务平台“绿盟云”，并具备完整的云安全解决方案、基于大数据分析的安全态势感知和威胁防御解决方案，积极从硬件厂商向解决方案+安全运营方式转型，2017年募投项目落地，进一步加深在云安全领域的布局。

◆ **投资建议：**公司作为国内老牌信息安全厂商，在流量清洗、抗D技术等方面具备显著优势，其WAF产品、数据安全产品占据市场领先份额。同时，公司在云计算、大数据安全领域率先做出布局，加大投入力度，抢占行业发展先机。我们预测公司2017年至2019年净利润为2.74亿元、3.87亿元和5.20亿元，对应EPS为0.34元、0.49元和0.65元。给予买入-A评级，六个月目标价12.24元，相当于2017年36倍动态市盈率。

◆ **风险提示：**网络信息安全市场需求不及预期；公司募投项目开展不及预期；证券市场系统性风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	877.7	1,090.7	1,376.7	1,771.7	2,273.4
同比增长(%)	24.9%	24.3%	26.2%	28.7%	28.3%
营业利润(百万元)	119.3	178.5	244.5	357.1	506.1
同比增长(%)	33.9%	49.6%	37.0%	46.1%	41.7%
净利润(百万元)	194.3	220.1	274.1	387.0	520.1
同比增长(%)	34.5%	13.3%	24.5%	41.2%	34.4%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.34	0.49	0.65
PE	43.2	38.2	30.6	21.7	16.1
PB	5.0	4.4	3.5	3.1	2.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

计算机 | 基础软件及套装软件 III

投资评级	买入-A(维持)
6个月目标价	12.24元
股价(2017-08-25)	10.54元

#### 交易数据

总市值(百万元)	8,398.89
流通市值(百万元)	5,357.03
总股本(百万股)	796.86
流通股本(百万股)	508.26
12个月价格区间	9.12/44.69元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.87	-15.41	-30.13
绝对收益	13.7	-12.39	-47.34

#### 分析师

谭志勇  
SAC 执业证书编号：S0910515050002  
tanzhiyong@huajinsec.cn  
021-20377198

#### 分析师

朱琨  
SAC 执业证书编号：S0910517050001  
zhukun@huajinsec.cn  
021-20377178

#### 报告联系人

胡朗  
hulang@huajinsec.cn  
021-20377062

#### 相关报告

绿盟科技：盈利能力同比稳健增长，静待外延战略落地 2016-10-27  
绿盟科技：盈利能力稳健，外延打造业绩增长新引擎 2016-07-14

## 内容目录

<b>一、营收保持稳健增长，费用投入加大短期拖累业绩</b> .....	<b>3</b>
(一) 安全产品与服务业务并驾齐驱，毛利率维持高水平 .....	3
(二) 研发投入明显加大，费用增长短期拖累业绩 .....	3
<b>二、布局云计算打造智慧安全体系，业务升级指日可待</b> .....	<b>4</b>
(一) 云计算应用持续渗透，重塑信息安全架构 .....	4
(二) 国内首发云安全平台，抢占安全即服务 (SECaaS) 先机 .....	4
(三) 云地人机智慧安全防护体系日渐完善，业务升级值得期待 .....	5
<b>三、看好公司业务发展空间，维持买入-A 评级</b> .....	<b>5</b>
<b>四、风险提示</b> .....	<b>6</b>

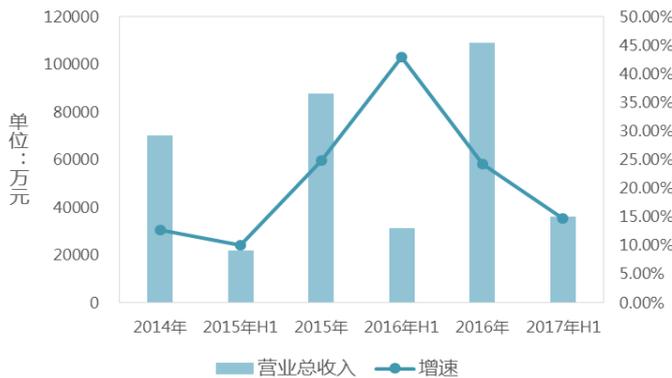
## 图表目录

图 1：公司主营业务收入及增速 .....	3
图 2：公司归属于上市公司股东的净利润情况 .....	3
图 3：公司安全产品业务收入情况 .....	3
图 4：公司安全服务业务收入情况 .....	3
图 5：公司期间费用率变动情况 .....	4
图 6：公司研发费用及研发费用率情况 .....	4
图 7：公司云安全解决方案架构 .....	5
图 8：公司云安全解决方案亮点 .....	5
表 1：“绿盟云”已上线服务和产品 .....	5
表 2：同行业估值对比情况 .....	6

## 一、营收保持稳健增长，费用投入加大短期拖累业绩

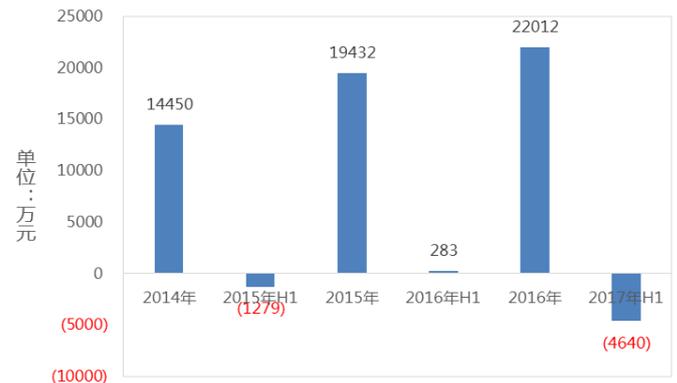
近日，公司公布 2017 年半年报。2017 年 H1，公司实现：营业收入 36189.86 万元，同比增长 14.82%；实现归属于上市公司股东的净利润-4639.67 万元，同比下降-1736.96%，收入有序增长得益于政策利好和客户需求增长，而报告期内公司研发支出、销售费用投入加大，募集资金投资项目投入增加，使得利润出现同比下滑。

图 1：公司主营业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归属于上市公司股东的净利润情况

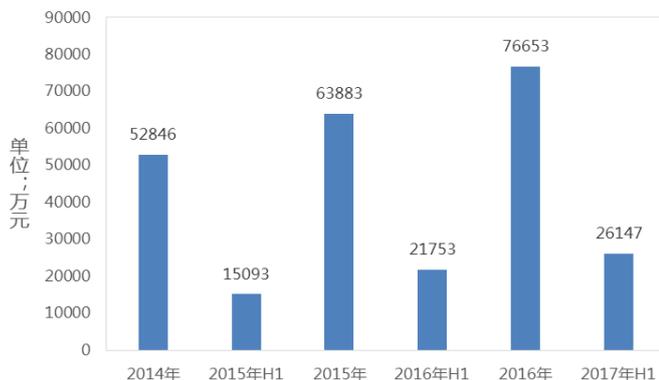


资料来源：Wind，华金证券研究所

### （一）安全产品与服务业务并驾齐驱，毛利率维持高水平

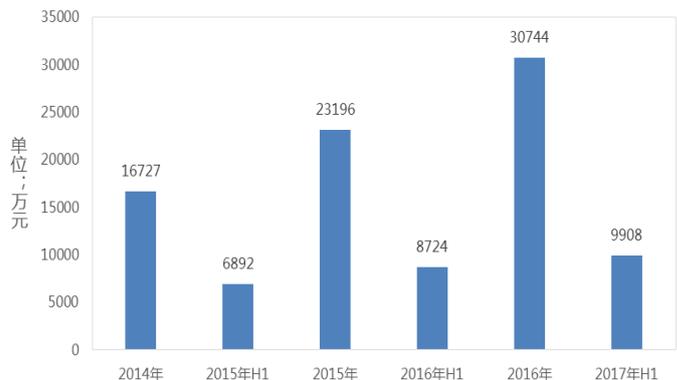
公司产品和服务分为检测防御类、安全评估类、安全平台类产品和远程安全运维服务、安全 SaaS 服务，报告期内，公司实现安全产品收入 26146.74 万元，同比增长 20.20%，安全服务收入 9908.22，同比增长 13.54%。另外，产品与服务业务的毛利率分别为 78.37%和 75.87%，综合毛利率为 77.65%，相比去年同期略有下浮，但仍处于行业较高水平。

图 3：公司安全产品业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司安全服务业务收入情况

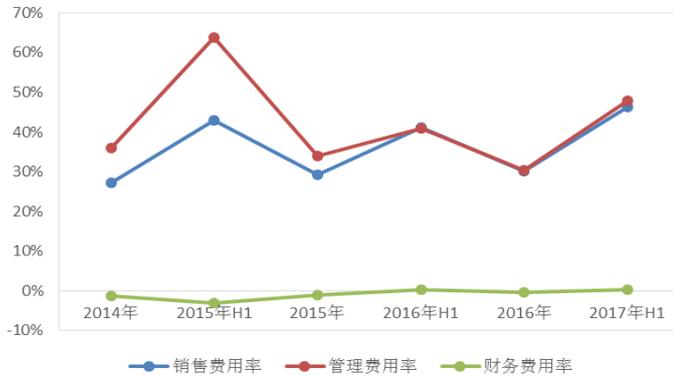


资料来源：Wind，华金证券研究所

### （二）研发投入明显加大，费用增长短期拖累业绩

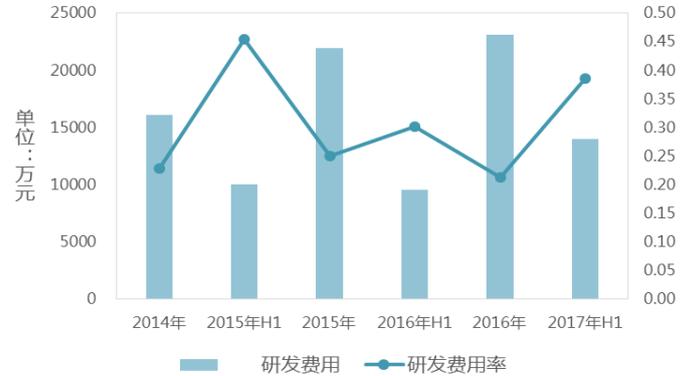
报告期内,公司研发支出、销售费用投入加大,销售费用达 16752.72 万元,同比增长 29.41%,财务费用 134.97 万元,同比增长 128.45%,管理费用达 17347.28 万元,同比增长 34.16%,其中研发费用达 13963.44 万元,占营业收入的 38.58%,费用高企对公司短期业绩拖累明显。

图 5：公司期间费用率变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：公司研发费用及研发费用率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、布局云计算打造智慧安全体系，业务升级指日可待

### (一) 云计算应用持续渗透，重塑信息安全架构

云计算引发了软件开发部署模式创新，成为承载各类应用的关键基础设施，并为大数据、物联网、人工智能等新兴领域的发展提供基础支撑。根据工信部印发的《云计算发展三年行动计划(2017-2019年)》，到2019年，我国整体云计算产业规模将达到4300亿元。越来越多的业务在云端开展，云计算应用正在从游戏、电商、移动、社交等在内的互联网行业向制造业、政府、金融、交通、医疗健康等传统行业转变。

基础设施的变革下，更多数据在云端存储，用户数据泄露或丢失是云计算信息安全面临的主要风险。基于漏洞、病毒、未知威胁等APT攻击、零日攻击越来越频繁和智能化，安全防护工作难度系数增加。为有效应对云安全威胁，云安全防护技术、云安全解决方案、云安全体系架构等概念应运而生，成为网络信息安全重要的发展趋势。

### (二) 国内首发云安全平台，抢占安全即服务(SECaaS)先机

公司准确把握云计算、大数据分析等重大技术变革的机遇，巩固并提升市场地位，以此为基础，公司启动智慧安全2.0战略，包含“绿盟云”安全服务平台、云计算安全解决方案、安全态势感知解决方案及下一代威胁防御解决方案，大力提升云中安全能力，打通技术、产品和服务、解决方案、交付运营等各个环节。

其中，“绿盟云”是国内首发的基于云的云安全服务平台，截至2016年底，“绿盟云”上线14个产品与服务，包括网站安全SaaS解决方案、数据中心异常流量清洗解决方案、移动安全SaaS

解决方案”三个解决方案，注册企业客户 1 万余家，与腾讯云、阿里云、华为云等 15 家合作伙伴签署合作协议。

表 1：“绿盟云”已上线服务和产品

产品与服务	内容
网站安全	网站安全评估、网站安全监测、网站安全防护（主机版）、网站安全评估（公安备案版）
安全检测	紧急漏洞在线检测、极光自助扫描
数据安全	文档安全云服务
流量清洗	综合抗 DDoS 服务、黑洞云清洗
移动安全	移动应用安全检测
设备代维	设备关怀服务
威胁情报	威胁分析中心、威胁情报中心
邮件安全	反垃圾邮件服务

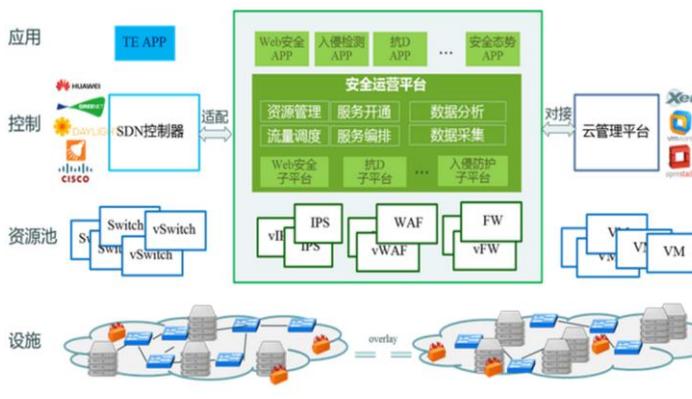
资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）云地人机智慧安全防护体系日渐完善，业务升级值得期待

目前，公司已经具备云安全解决方案交付能力，绿盟云计算安全防护方案设计遵循以业务为中心，风险为导向的，基于安全域的纵深主动防护思想，综合考虑云平台安全威胁、需求特点和相关要求，对安全防护体系架构、内容、实现机制及相关产品组件进行优化设计。

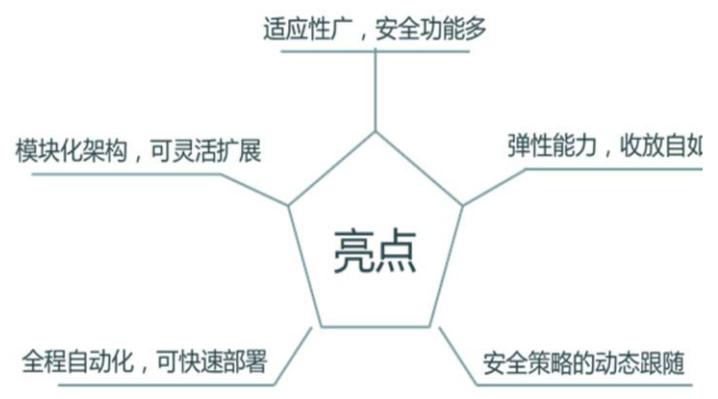
公司在建设云端、客户侧部署解决方案能力以及基于数据的各种安全能力方面取得显著成果，完成了云基础设施和数据中心、云端协同交付系统、安全大数据分析平台、威胁态势感知平台等建设，目前 7.7 亿募投项目已经展开，将进一步完善公司云地人机智慧安全防护体系。

图 7：公司云安全解决方案架构



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 8：公司云安全解决方案亮点



资料来源：公司官网，华金证券研究所

## 三、看好公司业务发展空间，维持买入-A 评级

我们看好信息安全行业将保持高景气度，公司作为国内老牌信息安全厂商，在流量清洗、抗 D 技术等方面具备显著优势，其 WAF 产品、数据安全产品占据市场领先份额。同时，公司在云计算、大数据安全领域率先做出布局，加大投入力度，抢占行业发展先机。

我们预计公司目前短期投入加大带来的业绩影响将随着业务开展、业绩释放而得到改善。对公司 2017 年-2019 年的净利润，我们的预测值为 2.74 亿元、3.87 亿元和 5.20 亿元，对应 EPS 为 0.34 元、0.49 元和 0.65 元。

对比同行业公司估值水平，我们给予公司 2017 年 36 倍 PE。六个月目标价 12.24 元，给予买入-A 评级。

表 2：同行业估值对比情况

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
300297.sz	蓝盾股份	11.53	135.52	0.40	0.48	0.57	29	24	20
002212.sz	南洋股份	13.41	153.80	0.43	0.52	0.62	31	26	22
002439.sz	启明星辰	21	188.31	0.42	0.54	0.69	50	39	30
300352.sz	北信源	5.35	77.57	0.07	0.09	0.12	77	59	46
002268.sz	卫士通	15.22	127.59	0.19	0.27	0.36	79	57	42
300386.sz	飞天诚信	18.13	75.79	0.38	0.47	0.58	47	38	31
300188.sz	美亚柏科	18.64	92.52	0.46	0.55	0.77	41	34	24
	平均			0.33	0.42	0.53	51	40	31
300369.sz	绿盟科技	10.54	83.99	0.34	0.49	0.65	31	22	16

资料来源：Wind，截至 2017 年 8 月 25 日收盘价，华金证券研究所

## 四、风险提示

网络信息安全市场需求不及预期；公司募投项目开展不及预期；证券市场系统性风险。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	877.7	1,090.7	1,376.7	1,771.7	2,273.4	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	190.3	242.0	312.4	406.6	530.8	营业收入增长率	24.9%	24.3%	26.2%	28.7%	28.3%
营业税费	10.9	13.6	17.8	22.3	28.8	营业利润增长率	33.9%	49.6%	37.0%	46.1%	41.7%
销售费用	255.9	328.1	366.2	443.4	578.7	净利润增长率	34.5%	13.3%	24.5%	41.2%	34.4%
管理费用	298.4	332.1	412.4	529.2	615.1	EBITDA 增长率	45.8%	51.1%	42.9%	38.9%	37.3%
财务费用	-9.1	-4.3	4.3	0.9	1.6	EBIT 增长率	37.0%	58.0%	42.9%	43.9%	41.8%
资产减值损失	11.1	18.8	20.8	13.8	13.8	NOPLAT 增长率	35.5%	49.4%	47.9%	43.9%	41.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	172.1%	6.3%	26.9%	12.5%	13.3%
投资和汇兑收益	-0.8	18.0	1.7	1.7	1.5	净资产增长率	74.1%	13.6%	25.0%	12.9%	15.3%
<b>营业利润</b>	119.3	178.5	244.5	357.1	506.1	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	95.9	80.2	67.0	82.7	85.0	毛利率	78.3%	77.8%	77.3%	77.0%	76.7%
<b>利润总额</b>	215.2	258.7	311.5	439.8	591.0	营业利润率	13.6%	16.4%	17.8%	20.2%	22.3%
减:所得税	21.7	38.7	37.4	52.8	70.9	净利润率	22.1%	20.2%	19.9%	21.8%	22.9%
<b>净利润</b>	194.3	220.1	274.1	387.0	520.1	EBITDA/营业收入	16.6%	20.1%	22.8%	24.6%	26.3%
						EBIT/营业收入	12.6%	16.0%	18.1%	20.2%	22.3%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	20.8%	29.2%	24.7%	23.7%	26.7%
货币资金	729.9	948.0	1,238.3	1,417.4	1,818.7	负债权益比	26.2%	41.3%	32.8%	31.1%	36.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.56	2.54	3.39	3.45	3.27
应收帐款	596.5	747.3	904.7	1,063.8	1,272.7	速动比率	3.52	2.50	3.35	3.42	3.22
应收票据	52.7	123.0	144.7	199.8	305.4	利息保障倍数	-12.16	-40.07	57.77	408.15	323.32
预付帐款	6.0	17.7	18.8	17.3	23.9	<b>营运能力</b>					
存货	15.2	26.0	31.3	25.2	48.5	固定资产周转天数	27	35	32	25	17
其他流动资产	6.1	8.3	6.8	7.1	7.4	流动营业资本周转天数	129	116	125	139	139
可供出售金融资产	91.7	148.6	148.6	148.6	148.6	流动资产周转天数	515	541	551	516	491
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	207	222	216	200	185
长期股权投资	8.9	-	-	-	-	存货周转天数	8	7	7	6	6
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	688	799	771	684	618
固定资产	96.4	117.0	130.5	116.5	95.0	投资资本周转天数	251	305	282	261	229
在建工程	-	0.1	0.6	1.1	1.6	<b>费用率</b>					
无形资产	68.3	109.5	106.2	97.6	83.7	销售费用率	29.2%	30.1%	26.6%	25.0%	25.5%
其他非流动资产	461.2	465.7	454.9	454.5	454.9	管理费用率	34.0%	30.4%	30.0%	29.9%	27.1%
<b>资产总额</b>	2,132.9	2,711.2	3,185.4	3,548.9	4,260.5	财务费用率	-1.0%	-0.4%	0.3%	0.0%	0.1%
短期债务	65.2	171.9	180.0	248.6	392.1	三费/营业收入	62.1%	60.1%	56.9%	54.9%	52.6%
应付帐款	113.3	356.2	303.3	302.2	426.2	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	11.5%	11.5%	11.4%	14.3%	16.7%
其他流动负债	216.7	208.8	207.9	241.0	244.8	ROA	9.1%	8.1%	8.6%	10.9%	12.2%
长期借款	-	-	48.0	-	24.5	ROIC	30.1%	16.5%	23.0%	26.1%	32.9%
其他非流动负债	47.7	55.3	47.9	50.3	51.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	442.9	792.2	787.1	842.0	1,138.7	DPS(元)	0.05	0.06	0.07	0.10	0.13
少数股东权益	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	分红比率	20.4%	20.3%	20.1%	20.3%	20.2%
股本	360.1	372.3	796.9	796.9	796.9	股息收益率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%
留存收益	1,339.7	1,780.9	1,601.7	1,910.2	2,325.2						
<b>股东权益</b>	1,690.0	1,919.0	2,398.3	2,706.8	3,121.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.24	0.28	0.34	0.49	0.65
净利润	193.5	220.0	274.1	387.0	520.1	BVPS(元)	2.12	2.41	3.01	3.40	3.92
加:折旧和摊销	41.6	51.7	64.8	77.6	90.3	PE(X)	43.2	38.2	30.6	21.7	16.1
资产减值准备	11.1	18.8	-	-	-	PB(X)	5.0	4.4	3.5	3.1	2.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-27.4	31.0	113.1	32.7	16.6
财务费用	-0.1	4.2	4.3	0.9	1.6	P/S	9.6	7.7	6.1	4.7	3.7
投资损失	0.8	-18.0	-1.7	-1.7	-1.5	EV/EBITDA	20.7	13.5	23.0	16.2	11.4
少数股东损益	-0.8	-0.2	-	-	-	CAGR(%)	26.0%	33.2%	23.8%	26.0%	33.2%
营运资金的变动	-31.2	-219.5	-234.5	-172.1	-216.4	PEG	1.7	1.1	1.3	0.8	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	135.3	93.6	107.0	291.7	394.2	ROIC/WACC	2.9	1.6	2.2	2.5	3.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-294.2	-129.1	-73.8	-53.8	-54.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	268.5	149.9	257.0	-58.7	61.2						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇、朱琨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn