

## 绿盟科技 (300369)

## 渠道打法更为清晰、明确，收入有望维持较快增长

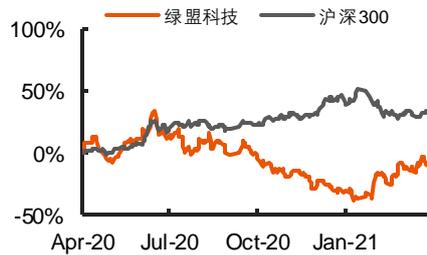
## 推荐 (维持)

现价: 17.38 元

## 主要数据

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 行业            | 计算机             |
| 公司网址          | www.nsfocus.com |
| 大股东/持股        | 沈继业/10.38%      |
| 实际控制人         |                 |
| 总股本(百万股)      | 798             |
| 流通 A 股(百万股)   | 733             |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0               |
| 总市值 (亿元)      | 138.72          |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 127.38          |
| 每股净资产(元)      | 4.04            |
| 资产负债率(%)      | 17.7            |

## 行情走势图



## 证券分析师

**付强** 投资咨询资格编号  
S1060520070001  
fuqiang021@pingan.com.cn

**闫磊** 投资咨询资格编号  
S1060517070006  
010-56800140  
yanlei511@pingan.com.cn



## 投资要点

## 事项：公司发布 2020 年年报和 2021 年 1 季度报告

2020 年，公司实现营业收入 20.10 亿元，同比增长 20.28%；实现净利润 3.01 亿元，同比增长 32.94%；每 10 股拟派发现金红利 0.78 元（含税）。2021 年 1 季度，公司实现营业收入 2.43 亿元，同比增长 47.04%；净亏损 4527.35 万元，2020 年同期净亏损 6065.65 万元，亏损收窄。

## 平安观点：

- **2020 年全年营收增长较快，4 季度业务完成情况好于预期：**2020 年，行业发展整体相对积极，整体需求恢复较快。疫情之初，虽然出现了部分客户预算收缩、安全服务实施困难等问题，但是随着国内疫情的迅速控制，需求端开始向好。尤其值得关注的是，线上经济带动了数字经济转型浪潮，数据安全、云安全甚至是安全服务需求出现了快速增长。年报显示，2020 年公司收入增速达到 20.28%，归母净利润增长 32.94%。由于行业特点和上年疫情的影响，导致 4 季度整个安全市场都承受着巨大的交付压力。公司在期间成功应对，当季收入实现快速增长，好于市场预期。年报数据显示，4 季度当季，公司实现营业收入 10.67 亿元，同比增长 32.48%，占公司全年收入的比重为 53.09%。
- **渠道战略稳步推进，并启动星空计划和丰收计划：**绿盟作为国内典型的网络安全企业，其主要客户是政企，一直以来都是采用直销为主的模式。直销虽然能够更直接面对客户，但市场覆盖面有限，而且安全市场上已经出现了一些依托渠道的成功案例。绿盟科技在 2019 年启动渠道拓展战略，要将渠道体系发展成为公司业务的“放大器”。公司引入华为企业 BG 副总裁出任公司总裁，全面启动公司渠道建设工作。2021 年，公司渠道战略更为明确、清晰，公司启动了星空计划和丰收计划。星空计划重点依托集成商等 ICT 厂商渠道，拓展行业标杆客户；丰收计划则是通过覆盖多类型的合作伙伴，共享商业机会，提高客户触达率。

|           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1671  | 2010  | 2664  | 3473  | 4439  |
| YoY (%)   | 24.2  | 20.3  | 32.6  | 30.4  | 27.8  |
| 净利润(百万元)  | 227   | 301   | 391   | 489   | 597   |
| YoY (%)   | 34.8  | 32.9  | 29.9  | 25.1  | 21.9  |
| 毛利率 (%)   | 71.7  | 70.4  | 69.7  | 69.1  | 68.3  |
| 净利率 (%)   | 13.6  | 15.0  | 14.7  | 14.1  | 13.4  |
| ROE (%)   | 6.7   | 8.6   | 10.2  | 11.5  | 12.4  |
| EPS(摊薄/元) | 0.28  | 0.38  | 0.49  | 0.61  | 0.75  |
| P/E(倍)    | 61.3  | 46.1  | 35.5  | 28.4  | 23.3  |
| P/B(倍)    | 4.1   | 4.0   | 3.6   | 3.3   | 2.9   |

- **2021 年行业仍将保持较快增长，公司收入和业绩有望保持较快提升：**2021 年，网络安全行业面临着新的变革，也蕴藏着新的业务机会，公司作为网络安全行业的“技术型选手”，将充分受益。一方面，合规安全将更为严格，重保任务较为繁重，数据安全方面的立法和监管将更为严格，等级保护和关键基础设施防护仍将继续加强；另一方面，同安全实战、攻防相关的解决方案也将增多，比如大数据安全平台、态势感知、EDR、零信任等产品或者服务，需求都有望实现较快增长。
- **投资建议：**公司在网络安全行业技术领先，研发能力强，随着与央企股东的协同效应逐步显现，公司竞争力将进一步提升。2021 年，公司渠道建设提速，服务化推进顺利。伴随着行业需求的快速向好，公司将充分受益。根据公司年报和一季报情况，我们调整了公司的盈利预测。预计 2021-2023 年公司净利润分别为 3.91 亿元（前值为 3.86 亿元）、4.89 亿元（前值为 5.08 亿元）和 5.97 亿元（新增），EPS 分别为 0.49 元、0.61 元和 0.75 元，对应 4 月 26 日收盘价 PE 分别为 35.5 倍、28.4 倍和 23.3 倍。我们看好公司的技术实力以及渠道策略，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**
  - （1）网络安全市场竞争激化的风险。近年来，网络安全产业政策利好明显，市场规模成长明确，吸引了大量的新进入者，市场竞争激化。如果公司产品和市场方面难以保持领先，可能被市场边缘化。
  - （2）部分业务增长可能不及预期。国内安全服务商业模式落地一直难度较大，公司该业务虽然竞争力比较强，但市场拓展存在不确定性。工控和云安全市场增长较快，但是市场还处在培育状态，波动可能较大，短期内能否对业绩形成支撑还存在较大不确定性。
  - （3）公司研发可能不及预期。公司在网络安全同业企业中，人员和资金投入规模都处于领先水平。但是，近年来，由于网络安全市场竞争的加剧，企业之间人才竞争也在趋于白热化，如果公司不能够维持稳定的核心人员队伍，关键技术研发和新兴市场开拓都将面临巨大压力。

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 3161  | 4764  | 5574  | 7076  |
| 现金               | 637   | 1494  | 1948  | 2489  |
| 应收票据及应收账款        | 1297  | 1945  | 2282  | 3120  |
| 其他应收款            | 53    | 107   | 102   | 165   |
| 预付账款             | 19    | 33    | 34    | 52    |
| 存货               | 65    | 95    | 118   | 160   |
| 其他流动资产           | 1090  | 1090  | 1090  | 1090  |
| <b>非流动资产</b>     | 1213  | 1205  | 1194  | 1177  |
| 长期投资             | 34    | 38    | 43    | 48    |
| 固定资产             | 233   | 246   | 260   | 274   |
| 无形资产             | 256   | 230   | 195   | 152   |
| 其他非流动资产          | 691   | 690   | 696   | 703   |
| <b>资产总计</b>      | 4374  | 5968  | 6768  | 8254  |
| <b>流动负债</b>      | 824   | 2088  | 2451  | 3392  |
| 短期借款             | 33    | 1022  | 1378  | 1978  |
| 应付票据及应付账款        | 235   | 329   | 423   | 561   |
| 其他流动负债           | 556   | 737   | 650   | 852   |
| <b>非流动负债</b>     | 54    | 54    | 54    | 54    |
| 长期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债          | 54    | 54    | 54    | 54    |
| <b>负债合计</b>      | 878   | 2142  | 2505  | 3446  |
| 少数股东权益           | -1    | -1    | -1    | -2    |
| 股本               | 798   | 798   | 798   | 798   |
| 资本公积             | 1390  | 1391  | 1391  | 1391  |
| 留存收益             | 1461  | 1752  | 2123  | 2584  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 3497  | 3827  | 4265  | 4809  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 4374  | 5968  | 6768  | 8254  |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 446   | 14    | 272   | 153   |
| 净利润            | 301   | 391   | 489   | 596   |
| 折旧摊销           | 111   | 114   | 129   | 150   |
| 财务费用           | -4    | 23    | 47    | 71    |
| 投资损失           | -40   | -41   | -42   | -42   |
| 营运资金变动         | -3    | -471  | -349  | -620  |
| 其他经营现金流        | 81    | -1    | -2    | -2    |
| <b>投资活动现金流</b> | -744  | -63   | -75   | -89   |
| 资本支出           | 171   | -13   | -15   | -22   |
| 长期投资           | 0     | -5    | -5    | -5    |
| 其他投资现金流        | -573  | -81   | -96   | -117  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -113  | -84   | -99   | -123  |
| 短期借款           | -102  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 9     | 1     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -20   | -85   | -99   | -123  |
| <b>现金净增加额</b>  | -421  | -132  | 98    | -59   |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2010  | 2664  | 3473  | 4439  |
| 营业成本            | 594   | 806   | 1075  | 1406  |
| 营业税金及附加         | 23    | 30    | 39    | 49    |
| 营业费用            | 611   | 773   | 990   | 1243  |
| 管理费用            | 137   | 187   | 240   | 309   |
| 研发费用            | 357   | 453   | 590   | 755   |
| 财务费用            | -4    | 23    | 47    | 71    |
| 资产减值损失          | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 82    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 12    | 1     | 2     | 2     |
| 投资净收益           | 40    | 41    | 42    | 42    |
| 资产处置收益          | -1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 336   | 436   | 536   | 651   |
| 营业外收入           | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 3     | 2     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 333   | 435   | 534   | 649   |
| 所得税             | 32    | 44    | 45    | 52    |
| <b>净利润</b>      | 301   | 391   | 489   | 596   |
| 少数股东损益          | 0     | -0    | -1    | -0    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 301   | 391   | 489   | 597   |
| EBITDA          | 427   | 548   | 684   | 834   |
| EPS(元)          | 0.38  | 0.49  | 0.61  | 0.75  |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 营业收入(%)        | 20.3  | 32.6  | 30.4  | 27.8  |
| 营业利润(%)        | 40.5  | 29.7  | 23.0  | 21.5  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 32.9  | 29.9  | 25.1  | 21.9  |
| <b>获利能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 毛利率(%)         | 70.4  | 69.7  | 69.1  | 68.3  |
| 净利率(%)         | 15.0  | 14.7  | 14.1  | 13.4  |
| ROE(%)         | 8.6   | 10.2  | 11.5  | 12.4  |
| ROIC(%)        | 8.0   | 8.0   | 8.9   | 9.2   |
| <b>偿债能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 资产负债率(%)       | 20.1  | 35.9  | 37.0  | 41.8  |
| 净负债比率(%)       | -16.2 | -11.4 | -12.5 | -9.9  |
| 流动比率           | 3.8   | 2.3   | 2.3   | 2.1   |
| 速动比率           | 3.7   | 2.2   | 2.2   | 2.0   |
| <b>营运能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| 应收账款周转率        | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| 应付账款周转率        | 2.9   | 2.9   | 2.9   | 2.9   |
| <b>每股指标(元)</b> | -     | -     | -     | -     |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.38  | 0.49  | 0.61  | 0.75  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.58  | 0.02  | 0.34  | 0.19  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 4.38  | 4.79  | 5.34  | 6.02  |
| <b>估值比率</b>    | -     | -     | -     | -     |
| P/E            | 46.1  | 35.5  | 28.4  | 23.3  |
| P/B            | 4.0   | 3.6   | 3.3   | 2.9   |
| EV/EBITDA      | 28.6  | 22.6  | 17.9  | 14.8  |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033