

证券研究报告—动态报告

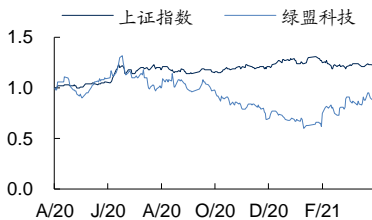
信息技术

软件与服务

绿盟科技(300369)
买入
2020 年报和一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	798/733
总市值/流通(百万元)	13,871/12,737
上证综指/深圳成指	3,441/14,224
12 个月最高/最低(元)	26.99/11.99

相关研究报告:

《绿盟科技-300369-2020 业绩快报点评: 整体业绩超预期, 产业高景气迎来增长拐点》——2021-02-26

《绿盟科技-300369-2020 三季报点评: 三季度稳定增长, 新兴领域持续布局》——2020-10-29

《绿盟科技-300369-2020 中报点评: 营收增长符合预期, 政府和渠道市场同时发力》——2020-08-29

《绿盟科技-300369-2019 年报和 2020 一季报点评: 费用改善明显, 各行业全面回暖》——2020-05-03

《绿盟科技-300369-2019 年业绩快报点评: 改善效果初现, 业绩回升明显》——2020-03-02

证券分析师: 熊莉

 E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 库宏焱

 电话: 021-60875168
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

渠道进展积极, 政府行业高增长是亮点

● 2020 年利润和现金流高增长, 2021 一季度增长稳定

公司 2020 年实现收入 20.10 亿元 (+20.28%), 归母净利润为 3.01 亿元 (+32.94%), 扣非归母净利润为 2.58 亿元 (+40.50%), 经营活动现金净流量为 4.46 亿元 (+28.93%)。2021 一季度, 公司实现收入 2.43 亿元 (+47.04%), 相比 2019Q1 收入增长 27.23%; 归母净利润为 -0.45 亿元 (+25.36%)。

● 费用率下降验证管理改善, 政府行业高增长验证股东协同

公司 2020 年毛利率为 70.43% (-1.28 pct), 公司销售费用率为 30.39% (-5.28 pct), 管理费用率为 6.84% (-0.33 pct), 研发费用率为 17.77% (-0.86 pct), 其中研发资本化比例为 22.28% (-4.24 pct)。2020 年, 公司安全产品收入为 13.41 亿元 (+22.21%), 安全服务收入为 6.43 亿元 (+18.09%)。分行业来看, 金融行业收入 4.14 亿元 (+19.25%), 运营商行业收入 4.32 亿元 (-4.20%), 能源及企业收入 4.78 亿元 (+23.25%), 政府及事业单位收入 6.85 亿元 (+41.22%)。公司过去在政府行业收入占比较低, 在中国电科成为公司第一大股东后, 集团资源协同在政府领域取得明显进步。

● 渠道取得积极进步, 股权激励持续注入增长动力

根据公司 2021 年渠道大会数据, 2020 年渠道新增订单同比增长 90%; 签约渠道同比增长 162%, 核心金牌级渠道数量同比增长 131%。2020 年渠道订单约 15 亿元, 其中渠道自产单以及达到 1/3; 2021 年渠道订单目标达到 20 亿元。公司以 IDPS、WAF、审计类产品为主打, 与当前主流的渠道产品有一定的错位; 面向 SMB 的渠道市场, 公司也推出了针对性的 12 类产品和 20+ 型号, 渠道的逐步成熟将有望加速公司成长。2021 年 4 月, 公司发布股权激励草案,

● 风险提示: 等保 2.0 等政策不及预期; 行业竞争加剧; 疫情影响加剧。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

预测 2021-2023 年归母净利润为 4.15/5.48/7.30 亿元, 利润年增速为 38%/32%/33%, 摊薄 EPS=0.52/0.69/0.91 元。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,671	2,010	2,589	3,237	4,018
(+/-%)	24.2%	20.3%	28.8%	25.0%	24.1%
净利润(百万元)	227	301	415	548	730
(+/-%)	34.8%	32.9%	38.0%	31.8%	33.3%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.38	0.52	0.69	0.91
EBIT Margin	27.9%	32.1%	12.8%	14.4%	16.0%
净资产收益率(ROE)	6.7%	8.6%	10.8%	12.7%	14.9%
市盈率(PE)	61.2	46.1	33.4	25.3	19.0
EV/EBITDA	25.7	19.6	42.2	30.8	23.1
市净率(PB)	4.1	3.97	3.61	3.23	2.83

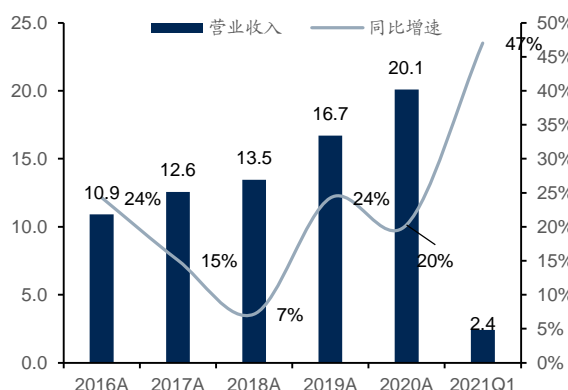
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年业绩增长亮眼，21Q1 表现平稳。公司 2020 年实现收入 20.10 亿元 (+20.28%)，归母净利润为 3.01 亿元 (+32.94%)，扣非归母净利润为 2.58 亿元 (+40.50%)，经营活动现金净流量为 4.46 亿元 (+28.93%)。2021 年一季度，公司实现收入 2.43 亿元 (+47.04%)，相比 2019Q1 收入增长 27.23%；归母净利润为 -0.45 亿元 (+25.36%)。

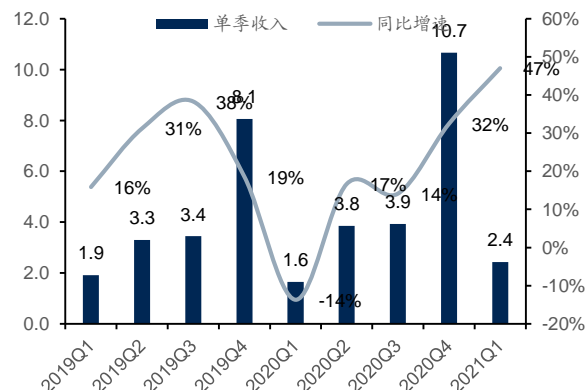
渠道有望继续高增长，大股东协同效应开始显现。公司将继续基于客户的分层分级，公司打造“绿盟科技+合作伙伴”联合拓展的渠道模式。根据公司 2021 年渠道大会数据，2020 年渠道新增订单同比增长 90%；签约渠道同比增长 162%，核心金牌级渠道数量同比增长 131%。2020 年渠道订单约 15 亿元，其中渠道自产单以及达到 1/3；2021 年渠道订单目标达到 20 亿元。公司以 IDPS、WAF、审计类产品为主打，与当前主流的渠道产品有一定的错位；面向 SMB 的渠道市场，公司也推出了针对性的 12 类产品和 20+型号，渠道的逐步成熟将有望加速公司成长。2020 年公司金融行业收入 4.14 亿元 (+19.25%)，运营商行业收入 4.32 亿元 (-4.20%)，能源及企业收入 4.78 亿元 (+23.25%)，政府及事业单位收入 6.85 亿元 (+41.22%)。公司过去在政府行业收入占比较低，在中国电科成为公司第一大股东后，集团资源协同在政府领域取得明显进步。

图 1：绿盟科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



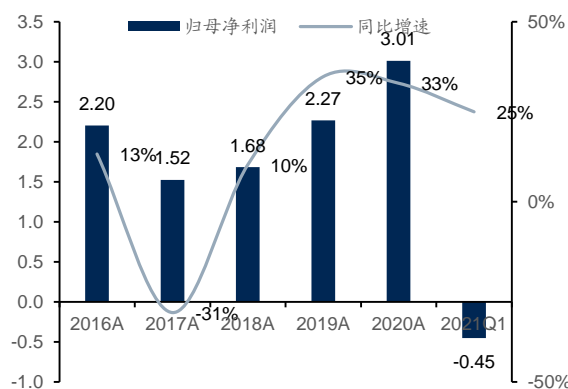
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：绿盟科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



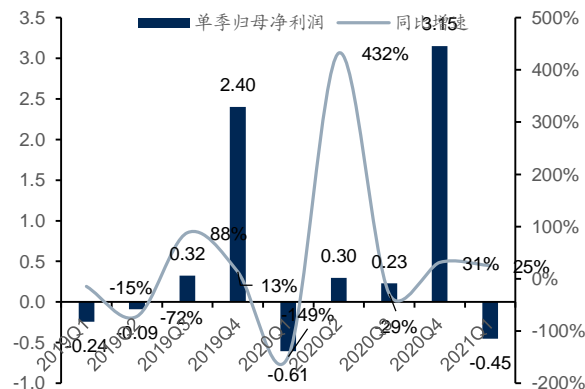
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：绿盟科技归母净利润及增速（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：绿盟科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



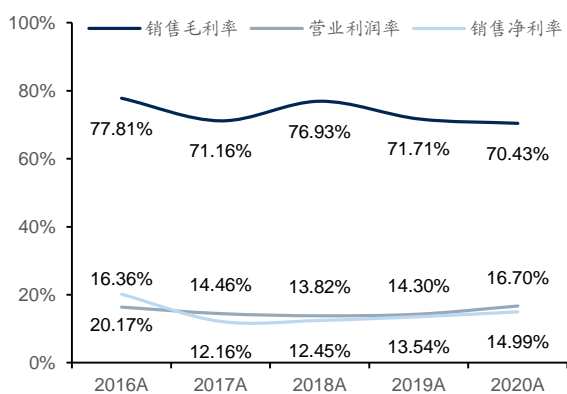
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理持续精进，费用率下降明显。公司 2020 年毛利率为 70.43% (-1.28 pct)，公司销售费用率为 30.39% (-5.28 pct)，管理费用率为 6.84% (-0.33 pct)，研发费用率为 17.77% (-0.86 pct)，其中研发资本化比例为 22.28% (-4.24 pct)。

销售费用率下降较大，证明管理层渠道战略取得了一定成效。研发上，公司发布 11 款新品覆盖安全防御、安全平台和安全评估三项产品类别；发布 11 项解决方案覆盖数据安全、零信任安全、工业互联网安全、智能汽车等多项领域。2020 年公司 20 类、110 款产品入围央采名单。

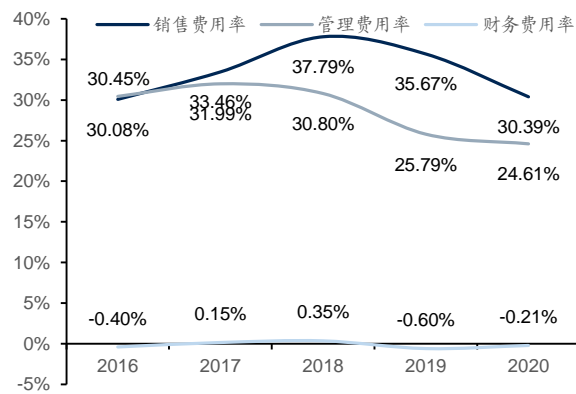
股权激励进一步绑定公司核心力量。2021 年 4 月，公司发布股权激励草案，对公司高管团队和核心员工等 157 人进行激励，共授予 830 万股，占目前总股本的 1.04%；业绩考核目标为，以 2020 年营收为基数，21-23 年复合增速不低于 20%，则解锁 100%；复合增速不低于 10%，则解锁 80%；复合增速不低于 5%，则解锁 50%。本次激励共需摊销 1.41 亿元，2021-2024 分别摊销 5902/6000/1824/392 万元。绿盟激励计划的发布，代表全网安行业从 20Q3 开始均开展了股权激励，再次验证行业当前行业景气度。

图 5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

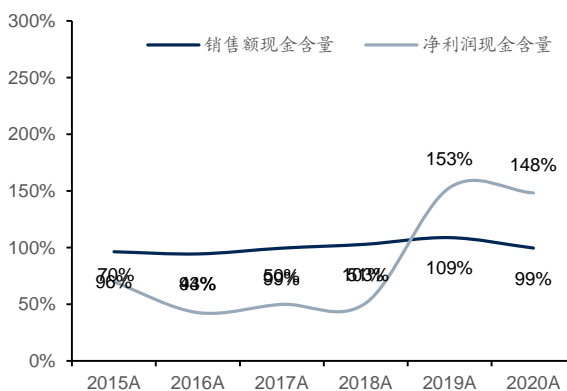
图 6：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

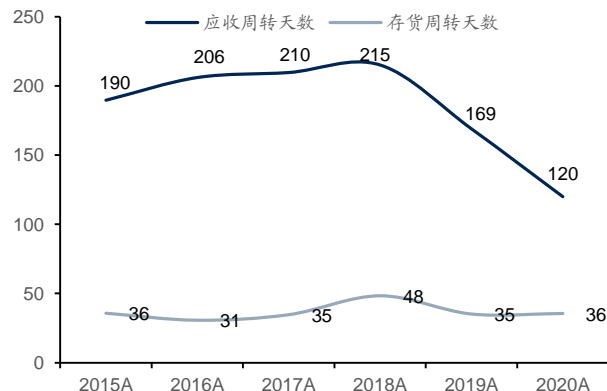
2020 年公司经营活动现金净流量为 4.46 亿元 (+28.93%)，连续两年呈现较大改善。公司应收账款周转天数明显下降，存货周转天数保持平稳。

图 7：公司经营现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预测 2021-2023 年公司收入为 25.89/32.37/40.18 亿元，增速为 29%/25%/24%；归母净利润为 4.15/5.48/7.30 亿元，对应当前 pe 为 33/25/19 倍，维持买入评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210427	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级	
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E				23E
300369	绿盟科技	17.38	138.71	0.4	0.5	0.7	0.9	45.7	33.4	25.2	19.1	9.0	0.88	买入
002439	启明星辰	31.61	295.11	0.9	1.1	1.4	1.8	35.1	28.0	22.3	17.8	13.4	0.90	买入

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)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	637	1300	1360	1722	营业收入	2010	2589	3237	4018
应收款项	1351	1740	2176	2701	营业成本	594	768	961	1189
存货净额	65	86	107	132	营业税金及附加	23	29	37	45
其他流动资产	38	49	61	76	销售费用	611	777	939	1125
流动资产合计	3161	4245	4774	5701	管理费用	137	683	835	1014
固定资产	233	310	380	443	财务费用	(4)	(8)	(15)	(31)
无形资产及其他	246	237	228	219	投资收益	40	40	40	40
投资性房地产	701	701	701	701	资产减值及公允价值变动	14	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	34	38	41	45	其他收入	(367)	99	105	112
资产总计	4374	5530	6124	7109	营业利润	336	459	605	807
短期借款及交易性金融负债	33	196	10	10	营业外净收支	(2)	1	1	1
应付款项	235	311	389	481	利润总额	333	460	606	808
其他流动负债	556	982	1206	1469	所得税费用	32	44	58	78
流动负债合计	824	1488	1605	1960	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	129	134	139	归属于母公司净利润	301	415	548	730
其他长期负债	54	70	87	103					
长期负债合计	54	199	221	242	现金流量表 (百万元)				
负债合计	878	1688	1825	2202	净利润	301	415	548	730
少数股东权益	(1)	(1)	(0)	(0)	资产减值准备	(6)	1	1	1
股东权益	3497	3843	4299	4907	折旧摊销	108	37	44	51
负债和股东权益总计	4374	5530	6124	7109	公允价值变动损失	(14)	20	20	20
					财务费用	(4)	(8)	(15)	(31)
关键财务与估值指标					营运资本变动	79	97	(150)	(193)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	6	(1)	(0)	(0)
每股收益	0.38	0.52	0.69	0.91	经营活动现金流	474	570	462	609
每股红利	0.06	0.09	0.11	0.15	资本开支	(100)	(126)	(126)	(126)
每股净资产	4.38	4.81	5.39	6.15	其它投资现金流	(610)	0	0	0
ROIC	24%	11%	14%	17%	投资活动现金流	(714)	(130)	(130)	(130)
ROE	9%	11%	13%	15%	权益性融资	9	0	0	0
毛利率	70%	70%	70%	70%	负债净变化	0	129	5	5
EBIT Margin	32%	13%	14%	16%	支付股利、利息	(50)	(70)	(92)	(122)
EBITDA Margin	37%	14%	16%	17%	其它融资现金流	(244)	164	(186)	0
收入增长	20%	29%	25%	24%	融资活动现金流	(336)	223	(273)	(117)
净利润增长率	33%	38%	32%	33%	现金净变动	(575)	663	60	362
资产负债率	20%	31%	30%	31%	货币资金的期初余额	1212	637	1300	1360
息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期末余额	637	1300	1360	1722
P/E	46.1	33.4	25.3	19.0	企业自由现金流	670	308	189	315
P/B	4.0	3.6	3.2	2.8	权益自由现金流	426	608	21	348
EV/EBITDA	19.6	42.2	30.8	23.1					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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业务服务。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。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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