

## 2020年报&2021一季报点评:符合市场预期,渠道模式助力成长

买入（维持）

2021年04月29日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,010	2,671	3,442	4,359
同比(%)	20.3%	32.9%	28.9%	26.6%
归母净利润(百万元)	301	430	570	727
同比(%)	32.9%	42.8%	32.6%	27.5%
每股收益(元/股)	0.38	0.54	0.71	0.91
P/E(倍)	42.43	29.71	22.40	17.57

**事件:** 公司 2020 年实现营收 20.10 亿元, 同比增长 20.28%, 归母净利润 3.01 亿元, 同比增长 32.94%, 扣非净利润 2.58 亿元, 同比增长 40.50%。2021Q1 实现营收 2.43 亿元, 同比增长 47.04%( 相比 2019 年增长 27.23% ), 归母净利润-0.45 亿元, 亏损同比较少 25.36%, 符合市场预期。

### 投资要点

■ **政府行业收入高增长, 渠道模式进一步优化销售费用率:** 2020 年, 分行业看, 传统优势行业金融、能源和政府营收同比分别增长 19.25%、23.25%、41.22%, 电信运营商营收同比略有下滑(-4.20%)。分产品看, 安全产品收入 13.41 亿元, 同比增长 22.21%, 毛利率 70.33% (同比-1.82pct); 安全服务收入 6.43 亿元, 同比增长 18.09%, 毛利率 73.13% (同比-1.24%)。整体毛利率 70.43%, 下降 1.28pct。费用率方面, 销售费用率同比减少 5.28pct, 主要系渠道体系销售带动费用支出减少; 管理费用率同比减少 0.33pct; 研发费用率同比减少 0.68pct。净利率从 2019 年的 13.55% 提升至 2020 年的 14.98%。经营性净现金流 4.46 亿元, 同比增长 28.93%。

■ **P2SO 继续持续推进, 全国建立 6 个城市级安全运营中心:** 2020 年继续践行 P2SO (Product to Solution & Operations) 战略转型计划, 陆续在沈阳、天津、长沙、南京、广州、宁波建立 6 个“智慧城市安全运营中心”, 覆盖并牵引公司在东北、华北、华东、华南的城市安全运营拓展及落地工作; “行业/企业安全运营中心”的建设也初见规模, 在制造、政府、运营商等多个行业筹建行业运营中心与企业运营中心。

■ **发布股权激励和员工持股计划:** 发布股权激励计划。公司 2021 年 4 月 23 日《2021 年限制性股票激励计划(草案)》和《2021 年员工持股计划(草案)》。其中股权激励计划拟向激励对象授予 340.8 万股限制性股票, 占公司总股本 0.43%, 授予价格 9.03 元/股。本次计划授予激励对象 195 名, 均为技术(业务)骨干。员工持股计划。本次股权激励计划和员工持股计划的考核目标均为, 以 2020 年营收为业绩基数, 2021/2022/2023 年营收比业绩基数增长率分别为 20%、44%、72.8%, 分别对应 24.12、28.94、34.73 亿元。股权激励计划和员工持股计划的有望助力公司实现发展战略。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑公司研发和渠道仍在加大投入, 将 2020-2022 年 EPS 从 0.55/0.72 元略下调为 0.53/0.70 元, 预计 2023 年 EPS 为 0.90 元, 目前股价对应 PE 分别为 30/22/18 倍, 网安行业景气度高启, 公司积极推进渠道战略, 加快转型安全运营和安全服务, 布局零信任、云安全、数据安全等新领域。作为电科旗下的控股企业, 看好公司改革转型下, 全面发力带动业绩继续保持高的增长态势, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 网络安全行业进展低于预期; 公司业务推进低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.01
一年最低/最高价	11.99/26.99
市净率(倍)	3.96
流通 A 股市值(百万元)	11733.58

### 基础数据

每股净资产(元)	4.04
资产负债率(%)	17.74
总股本(百万股)	798.14
流通 A 股(百万股)	732.89

### 相关研究

- 1、《绿盟科技（300369）：全年业绩稳步增长，估值临近历史最低》2021-02-26
- 2、《绿盟科技（300369）：Q3 保持稳健增长，继续看好渠道战略和安全运营转型升级》2020-10-29
- 3、《绿盟科技（300369）：Q2 业绩表现亮眼，渠道战略值得期待》2020-08-28

绿盟科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3,161</b>	<b>3,752</b>	<b>4,253</b>	<b>5,264</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,010</b>	<b>2,671</b>	<b>3,442</b>	<b>4,359</b>
现金	637	476	684	746	减:营业成本	594	795	1,021	1,292
应收账款	1,297	1,953	2,236	3,069	营业税金及附加	23	30	38	48
存货	65	92	110	146	营业费用	611	812	1,040	1,308
其他流动资产	1,162	1,231	1,223	1,304	管理费用	137	182	231	275
<b>非流动资产</b>	<b>1,213</b>	<b>1,252</b>	<b>1,244</b>	<b>1,216</b>	研发费用	357	473	602	745
长期股权投资	34	39	44	50	财务费用	-4	12	19	24
固定资产	233	247	257	268	资产减值损失	-3	-4	-5	-6
在建工程	0	4	10	17	加:投资净收益	40	36	37	37
无形资产	256	276	248	196	其他收益	82	70	90	80
其他非流动资产	691	686	686	685	资产处置收益	-1	-0	-0	-0
<b>资产总计</b>	<b>4,374</b>	<b>5,004</b>	<b>5,497</b>	<b>6,481</b>	公允价值变动收益	336	479	624	793
<b>流动负债</b>	<b>824</b>	<b>1,087</b>	<b>1,061</b>	<b>1,371</b>	<b>营业利润</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>
短期借款	33	33	33	33	加:营业外净收支	333	478	622	791
应付账款	235	321	394	511	<b>利润总额</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>64</b>
其他流动负债	556	733	635	827	减:所得税费用	0	-0	-1	-0
<b>非流动负债</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	少数股东损益	301	430	570	727
长期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>316</b>	<b>463</b>	<b>607</b>	<b>771</b>
其他非流动负债	54	54	54	54	EBIT	427	589	752	940
<b>负债合计</b>	<b>878</b>	<b>1,141</b>	<b>1,115</b>	<b>1,424</b>	EBITDA	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	-1	-1	-2	-2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>0.38</b>	<b>0.54</b>	<b>0.71</b>	<b>0.91</b>
归属母公司股东权益	3,497	3,865	4,383	5,058	每股收益(元)	4.38	4.84	5.49	6.34
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,374</b>	<b>5,004</b>	<b>5,497</b>	<b>6,481</b>	每股净资产(元)	798	798	798	798
					发行在外股份(百万股)	17.8%	19.6%	22.8%	23.3%
					ROIC(%)	8.6%	11.1%	13.0%	14.4%
					ROE(%)	70.4%	70.2%	70.3%	70.4%
					毛利率(%)	15.0%	16.1%	16.6%	16.7%
					销售净利率(%)	20.1%	22.8%	20.3%	22.0%
					资产负债率(%)	20.3%	32.9%	28.9%	26.6%
					收入增长率(%)	33.1%	42.7%	32.5%	27.6%
					净利润增长率(%)	42.43	29.71	22.40	17.57
					P/E	3.65	3.31	2.92	2.53
					P/B	26.06	19.18	14.74	11.74
					EV/EBITDA	26.54	19.79	15.23	12.14

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>