

2021年09月23日

李天凡

H70465@capital.com.tw

目标价(元)

21.50

公司基本资讯

產業別	计算机
A 股价(2021/9/22)	17.58
深证成指(2021/9/22)	14277.08
股價 12 個月高/低	25.9/11.93
總發行股數(百萬)	798.35
A 股數(百萬)	734.34
A 市值(億元)	129.10
主要股東	沈继业 (10.38%)
每股淨值(元)	4.03
股價/賬面淨值	4.36
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-13.4 12.5 -15.7

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
------	------	----

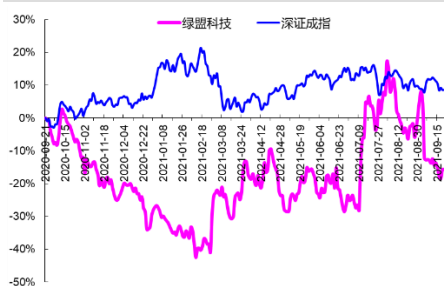
产品组合

安全产品	69.13%
安全服务	30.81%
其他	0.06%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.2%
一般法人	32.9%

股价相对大盘走势



绿盟科技 (300369.SH)

首次评级 Buy 买进

技术能力出众，渠道建设助力增长

结论与建议：

绿盟科技专注于信息安全领域，主营信息安全产品的研发、生产、销售及为客户提供专业安全服务。公司为客户提供网络安全产品、全方位安全解决方案和体系化安全运营服务，客户覆盖政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业的企业级用户。

公司技术能力出众，多款安全产品国内市场市占率领先。随着企业的数字化转型升级和国内网络安全政策的持续落地，加上云计算、人工智能、工业互联网等新应用场景的不断涌现，网络安全建设需求预计将持续释放，公司将受益行业高景气度。

预计公司2021—2023年实现净利润4.01亿元、5.23亿元和6.57亿元，同比分别增长33.22%、30.25%和25.82%，EPS分别为0.50元、0.65元和0.82元，首次评级给予“买进”评级。

- **国内领先的企业级网络安全解决方案供应商：**公司产品类型丰富，业务包括安全研究、安全产品、安全解决方案、安全服务和安全运营业务，形成从安全研究到安全运营的业务闭环。随着国内企业数字化转型和政府网络安全相关政策持续出台，公司业绩持续增长。2016-2020年，公司营业收入年复合增速约16.50%，净利润年复合增速约8.15%。2021年上半年公司实现营收7.72亿元，同比增长40.39%，净利润为842万元，而去年同期受疫情影响净亏损3088万元，公司成功扭亏为盈。
- **持续研发投入，多款产品行业领先：**公司坚持自主研发与创新，2017—2020年研发费用支出增长接近50%，在云安全、物联网安全、威胁感知与检测、漏洞研究等多方面积极布局，巩固核心竞争力。凭借多年的技术优势，公司抗拒服务系统（ADS）、入侵检测防御系统（IDPS）、WEB应用防护系统（WAF）、远程安全评估系统（RSAS）等产品多年持续保持国内市场占有率领先。
- **国有资本战略入股，渠道建设升级助力成长：**2019年公司前两大股东协议股权转让退出后，国资背景的中电科投资控股有限公司及其一致行动人战略入股，总计持股15.55%，实控人中国电子科技集团是网络安全事业的国家队，将助力公司在政府行业的市占率快速提升。渠道体系上，构建两级渠道架构保障项目全生命周期管理，打造“绿盟科技+合作伙伴”联合拓展模式，实现公司销售体系升级和中小客户拓展，助力公司业绩增长。
- **盈利预测：**预计公司2021—2023年实现净利润4.01亿元、5.23亿元和6.57亿元，同比分别增长33.22%、30.25%和25.82%，EPS分别为0.50元、0.65元和0.82元。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；行业发展不及预期的风险；新产品开发及市场拓展不及预期的风险；渠道建设不及预期的风险。

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	226.51	301.13	401.17	522.51	657.45
同比增减	%	34.77	32.94	33.22	30.25	25.82
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.28	0.38	0.50	0.65	0.82
同比增减	%	33.33	35.71	32.24	30.25	25.82
A 股市盈率(P/E)	X	63	46	35	27	21
股利 (DPS)	RMB 元	0.06	0.08	0.08	0.08	0.10
股息率 (Yield)	%	0.34	0.46	0.46	0.46	0.57

【投資評等說明】

評等定義

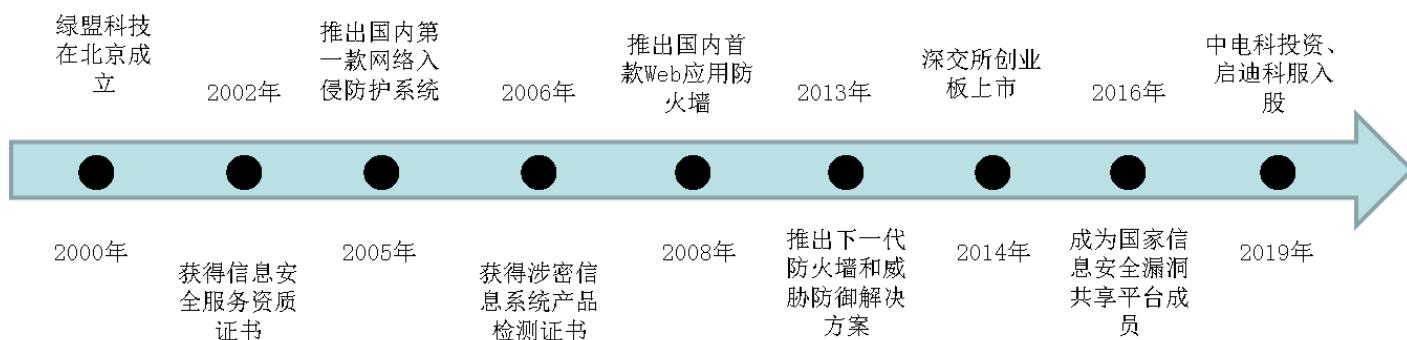
強力買進 (Strong Buy)	首次評等潜在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潜在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潜在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

一、公司概況

公司概況和業務介紹:

綠盟科技集團股份有限公司成立於 2000 年 4 月，總部位於北京，於 2014 年 1 月在深交所創業板上市。公司聚焦信息安全領域，專注於信息安全產品的研發、生產、銷售及為客戶提供專業安全服務，是國內領先的企業級網絡安全解決方案提供商。2019 年，隨著國資背景的中電科投資入股和公司大力拓展渠道建設，綠盟科技進入發展新階段。

圖 1: 綠盟科技發展歷史



資料來源: 公司官網, 群益金鼎證券整理

公司業務包括安全研究、安全產品、安全解決方案、安全服務和安全運營業務，公司產品種類豐富多樣，應用場景覆蓋基礎設施、大數據、雲計算、工業控制、物聯

网等多个领域，客户覆盖政府、电信运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业的企业级用户。

表 1：绿盟科技主要产品和服务

安全产品与方案	应用分类	主要安全产品和服务
基础设施安全	网络安全	网络入侵防护系统 NIPS、网络入侵检测系统 NIDS、抗拒绝服务系统 ADS、NF 防火墙系统 NF、邮件安全网关 SEG、安全审计系统 SAS 等
	安全管理	安全配置核查系统 BVS、日志审计系统 LAS、远程安全评估系统 RSAS、安全管理平台 ESP-H、智能安全运营平台 ISOP、网络空间安全仿真平台 CSSP 等
	应用安全	WEB 应用防护系统 WAF、WEB 应用漏洞扫描系统 WVSS、上网行为管理系统 SAS-W、网站安全监测系统 WSM、网页防篡改系统 HDS 等
	终端安全	终端检测与响应系统 EDR
	身份与访问管理	运维安全管理系统 OSMS、统一身份认证平台 UIP、安全认证网关 SAG
数据安全	数据安全产品	数据库审计系统 DAS、数据泄露防护系统 DLP、敏感数据发现与风险评估系统 IDR、数据安全运营平台等
	解决方案	数据安全解决方案
云计算安全	云计算安全产品	云计算安全解决方案
	解决方案	云安全集中管理系统 NCSS、网站云防护服务 WCP、网站安全监测服务 PAWSS 等
工控安全	工控安全产品	工业网络安全合规评估工具 ISCAT、工业安全网关 ISG、工业网络安全监测预警平台 INSP、工控安全入侵检测系统 IDS-ICS、工业安全隔离装置 ISID 等
	解决方案	工控安全解决方案
物联网安全	物联网安全产品	物联网准入网关 IoT-AG、物联网安全风控平台 IoT-SRCP
	解决方案	物联网安全解决方案、泛在电力物联网安全解决方案

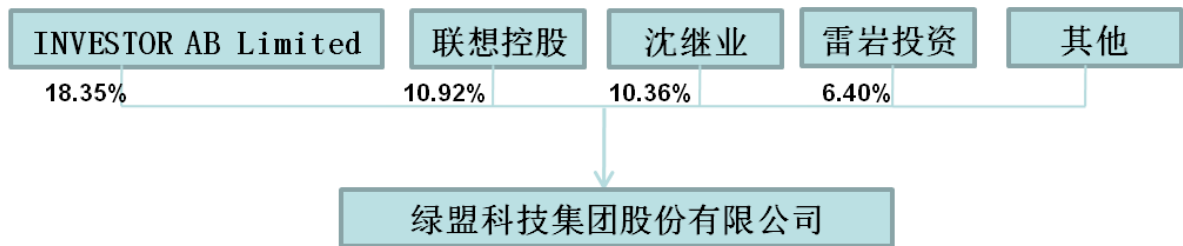
资料来源：公司网站，群益金鼎证券整理

国有资本入股，开启发展新篇章：根据公司 2018 年年报，公司第一大股东为外资机构 Investor AB Limited (IAB)，持股 18.35%。联想投资持股 10.92%，为第二大股东。2019 年 4 月，公司公告前两大股东 IAB 和联想投资全部股权完成转让后陆续退出，具有国资背景的中电科投资和启迪科控战略入股，成为公司新进股东。截止 2021 年 6 月 30 日，公司前十大股东中，中电科网络安全股权投资基金（网安基金）持股 7.01%，中电电子信息产业投资基金（中电基金）持股 6.91%，中电科投资控股有限公司持股 1.63%，三者为一致行动人，合计持有公司 15.55% 股份，是第一大股东。沈继业先生是公司创始人之一，目前担任董事长，持股 10.38%。目前公司股权较为分散，无控股股东，无实际控制人。

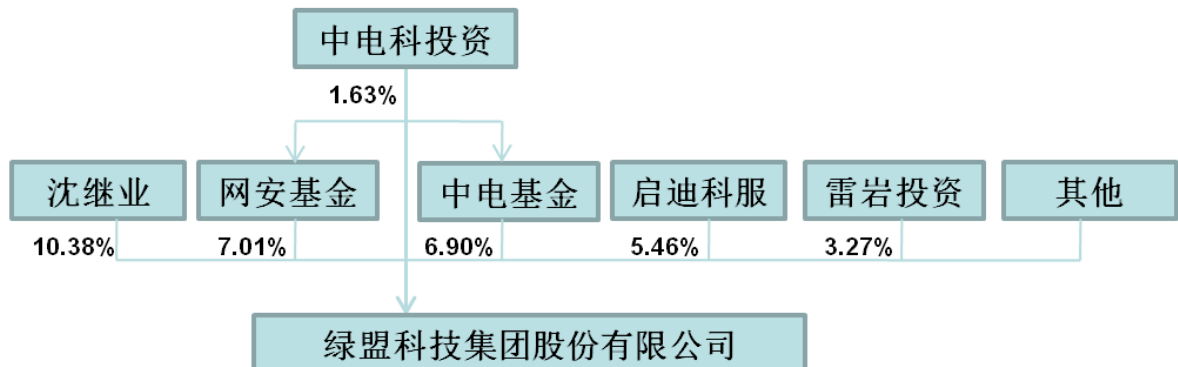
根据天眼查，中电科投资持有网安基金和中电基金各 40% 股权，是中国电子科技集团的全资子公司，是网络信息安全领域的国家队，国资背景企业战略入股，有助于公司股权结构的进一步优化，特别是有助于在政府和事业单位等客户网络安全业务的拓展，公司下游渠道不断拓展，将开启发展新篇章。

图 2：绿盟科技股权结构变更示意图

变更前（2018年年报）：



变更后（2021年半年报）：



资料来源：公司网站，群益金鼎证券整理

受益于国内信息安全建设需求，公司业绩稳步增长：2016-2020年，公司营业收入从10.91亿元增长到20.10亿元，年复合增速约16.50%；由于前期股权结构关系不清和人员流失，2017年公司净利润同比下滑，后续随着股权结构优化和客户渠道的拓展，公司迅速走出低谷，2016-2020年净利润年复合增速约8.15%。

2021年上半年公司实现营收7.72亿元，同比增长40.39%，净利润为842万元，而去年同期受疫情影响净亏损3088万元，公司成功扭亏为盈，业绩稳步增长。

图 3：2016-2021H1 公司营业收入及增速图 4：2016-2021H1 公司净利润及增速

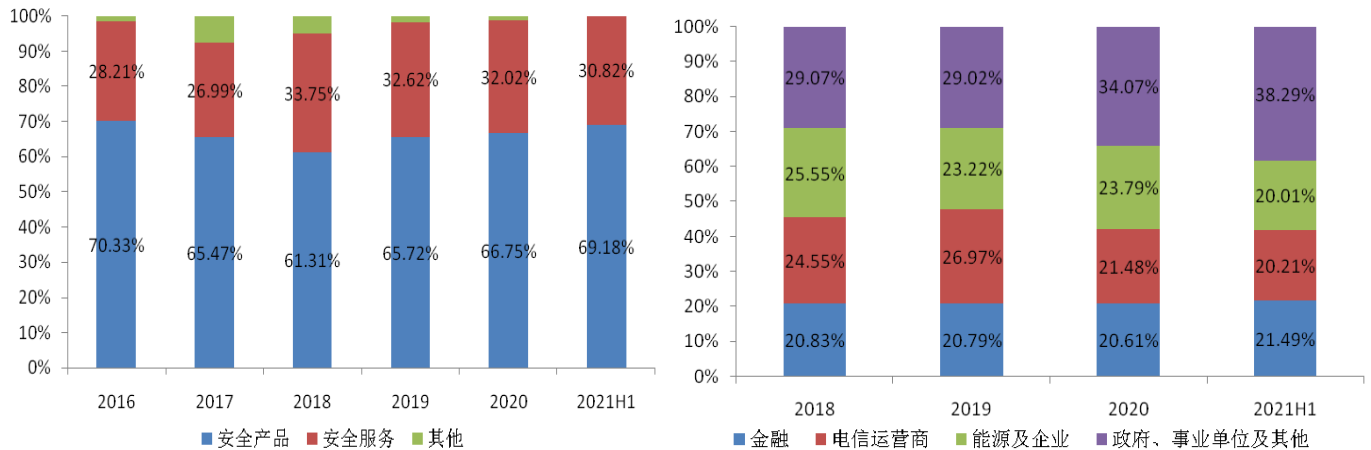


资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

公司业务以安全产品和服务为主：在营收结构上，按产品分类，公司业务包含安全产品、安全服务和第三方产品，以安全产品和服务为主。按客户所处行业

分类，公司下游客户主要集中在金融、电信运营商、能源企业、政府和事业单位等客户，金融行业客户营收占比稳定在 21%，近几年政府及企事业单位客户营收占比快速提升，2021 年上半年营收占比超 38%，主要是国资背景的中电科投资入股公司后，借助中国电子科技集团的平台和客户资源优势，公司 G 端业务快速放量，客户渠道不断优化带动业绩增长。

图 5: 公司营收结构拆分 (按产品) 图 6: 公司营收结构拆分 (按客户所处行业)

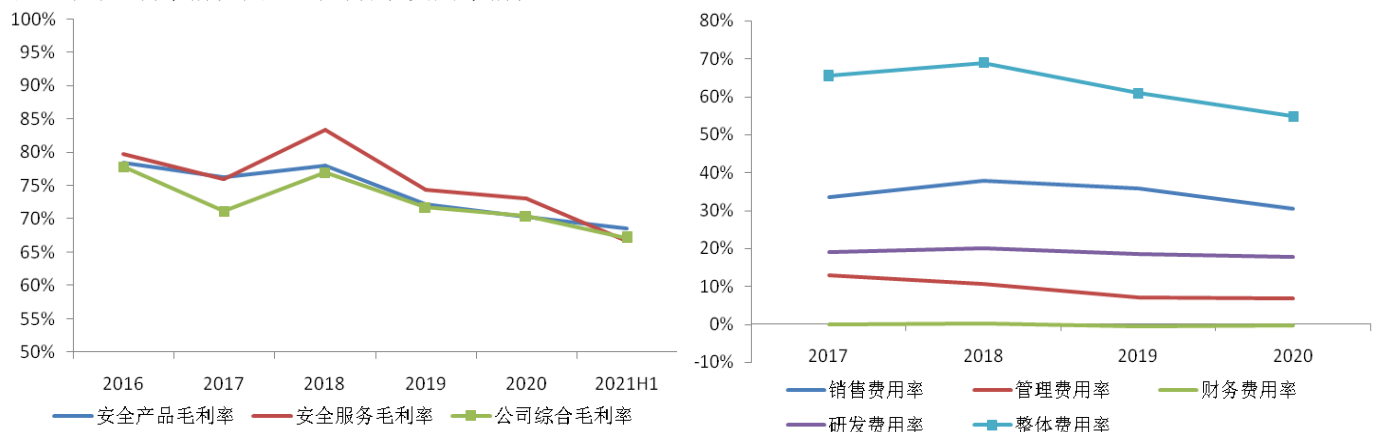


资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

毛利率保持较高水平, 费用控制较好: 近几年公司综合毛利率始终保持在 70% 以上, 高于行业平均值。2021 年上半年公司毛利率为 67.15%, 其中安全产品毛利率为 68.52%, 安全服务毛利率 66.68%, 毛利率有所下滑, 我们认为主要是市场竞争激烈和成本上涨所致。

费用率方面, 2020 年公司整体费用率为 54.79%, 同比下降 6 个百分点, 其中销售费用率 30.39%, 同比下降 5.28 个百分点, 主要是受益于销售模式的调整和优化。公司整体费用率逐步下降, 控费能力提高。

图 7: 公司毛利率情况图 8: 公司各项费用率情况

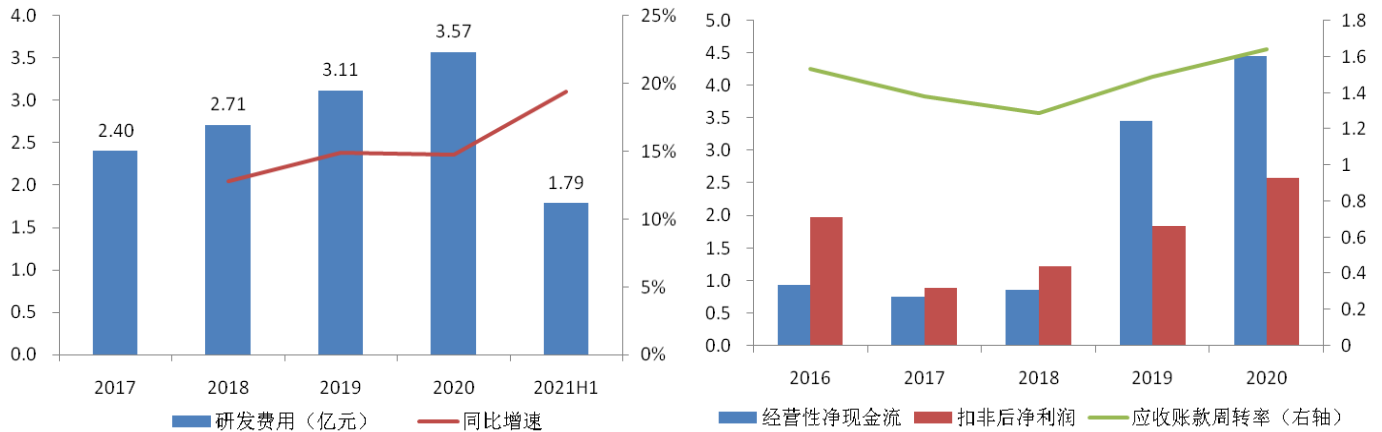


资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

研发投入持续增长, 经营性净现金流明显改善: 公司坚持自主研发、自主创新的研发策略, 陆续将大数据分析、机器学习、人工智能等领域的知识应用于安全研究和

产品研发，提升安全产品应对新型威胁的能力。2021 年上半年总体研发费用为 1.79 亿元，同比增长 19.42%，持续加强研发投入。2020 年经营性净现金流为 4.46 亿元，同比增长 28.93%，近两年公司经营性净现金流大幅超过扣非后净利润，经营质量明显改善。另外公司应收账款周转率稳步提升，收款情况也逐步优化，应收账款周转率不断提高。

图 9: 公司研发费用及增速图 10: 公司净现金流及应收占款周转率 (亿元)



资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

二、网络安全行业介绍及公司竞争力分析

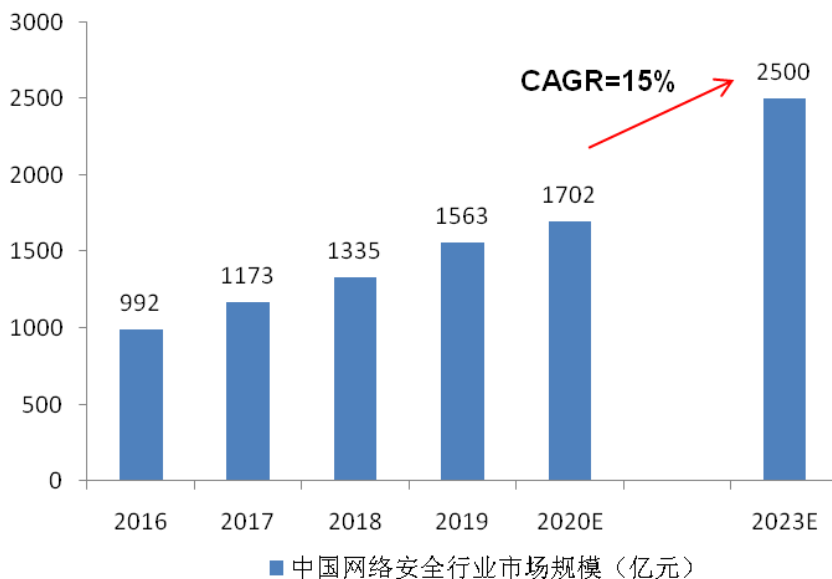
我国网络安全市场快速发展:

网络安全 (Cyber Security) 是指网络系统的硬件、软件及其系统中的数据受到保护, 不因偶然的或者恶意的原因而遭受到破坏、更改、泄露, 系统连续可靠正常运行, 网络服务不中断。

根据中国信通院《中国网络安全产业白皮书 2020》统计, 2019 年中国网络安全行业规模为 1563.59 亿元, 同比增长 17.1%, 预计 2020 年将增长至 1702 亿元。

2021 年 7 月, 工信部发布《网络安全产业高质量发展三年行动计划 (2021-2023 年) (征求意见稿)》, 提出到 2023 年, 国内网络安全产业规模超过 2500 亿元, 年复合增长率超过 15%。国内人工智能、工业互联网、大数据等新技术快速发展, 预计将带来网络安全领域新的投资建设需求。

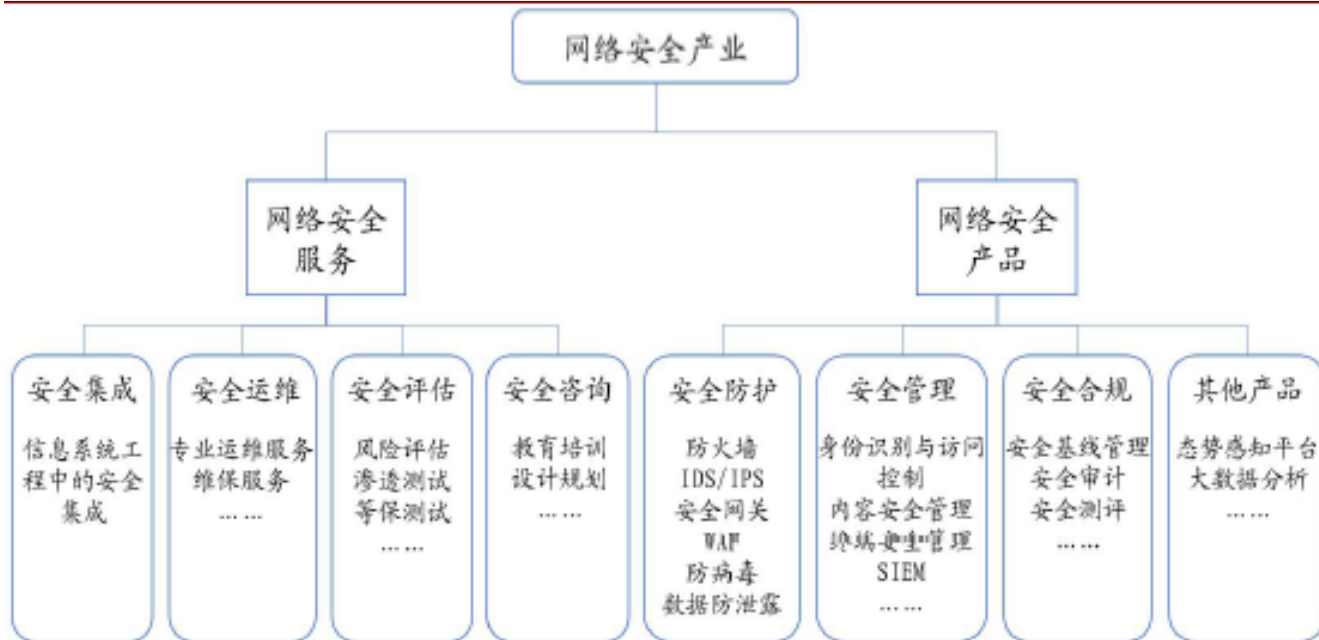
图 11: 中国网络安全市场规模 (亿元)



资料来源：中国信通院，群益金鼎证券整理

网络安全市场细分领域众多：根据中国信通院的定义，网络安全市场按照主要功能及形态可分为安全产品和服务。其中安全产品领域又分为安全防护、安全管理、安全合规、其他安全产品四大类。安全服务领域主要包括安全集成、安全运维、安全评估和安全咨询四大类。

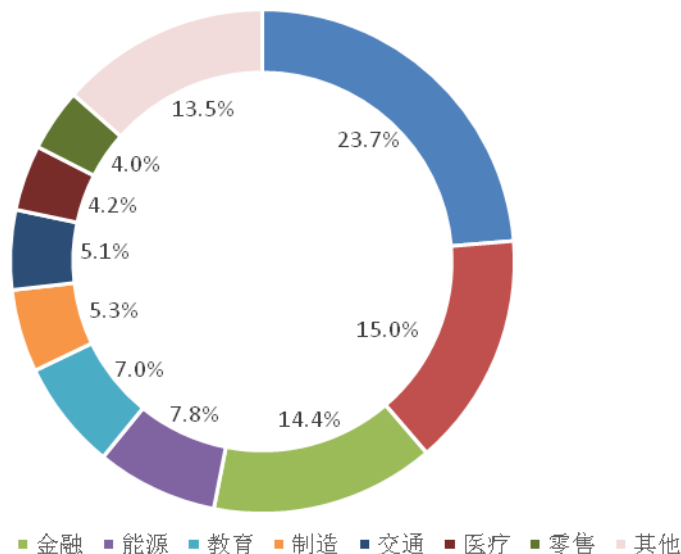
图 12：网络安全行业按功能及形态分类



资料来源：中国信通院，群益金鼎证券整理

下游政府、电信、金融等行业是主要应用领域：从网络安全下游行业需求来看，2019年政府（23.7%），电信（15.0%）和金融（14.4%）为主要需求方，其他如能源、教育、制造、交通、医疗等行业市场占比较少。

图 13：2019 年中国网络安全行业下游应用市场占比



资料来源: Frost&Sullivan, 群益金鼎证券整理

政策密集落地，驱动行业景气度提升：近几年，政府在网络安全领域发布了多项政策，内容涵盖标准制定、规划建设、责任落实、人才培养、生态建设等多个方面，网络安全已经上升为国家战略的高度。政策的密集推出，将带动国内企业网络安全建设的内在需求，提高行业景气度。

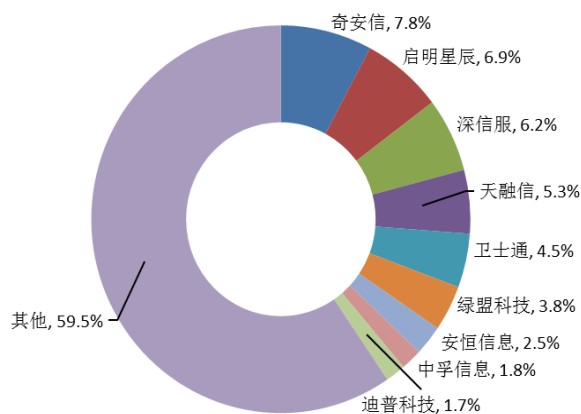
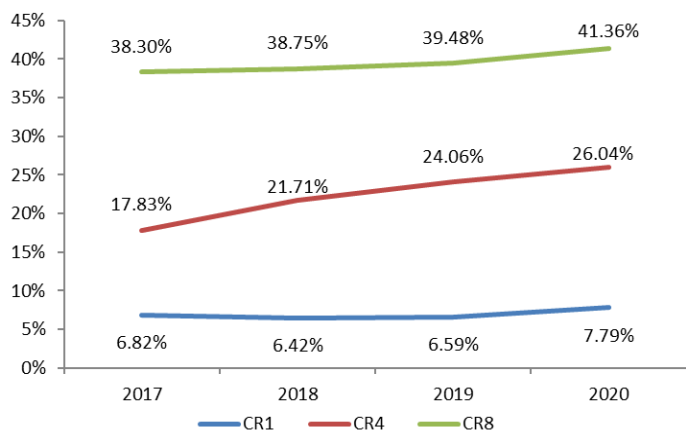
表 2: 近几年网络安全行业相关政府政策

时间	网络安全相关政策
2019 年 5 月	《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》
2019 年 5 月	《网络安全等级保护技术 2.0 版本》
2019 年 9 月	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》
2019 年 10 月	《中华人民共和国密码法》
2020 年 4 月	《网络安全审查办法》
2021 年 6 月	《数据安全法》
2021 年 7 月	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》
2021 年 7 月	《网络安全产业高质量发展三年行动计划（2021-2023 年）（征求意见稿）》
2021 年 8 月	《关键信息基础设施安全保护条例》
2021 年 8 月	《中华人民共和国个人信息保护法》

资料来源: 政府官网, 群益金鼎证券整理

网络安全行业集中度低，市场较分散：根据中国网络安全产业联盟发布的《2021 年中国网络安全市场与企业竞争力分析》，2020 年我国网络安全市场 CR1 为 7.79%，CR4 为 26.4%，CR8 为 41.36%。整体市场集中度较低。当网络安全市场进入稳健增长阶段后，头部企业在规模和资源上拥有明显优势。随着时间推移，头部企业拥有的市场份额会逐渐扩大，预计未来我国网络安全市场集中度将会持续提升。市场竞争格局上，网络安全行业厂商众多市场较分散，奇安信、启明星辰、深信服等三家公司的市占率超过 6%，天融信、卫士通、绿盟科技等公司排名靠前。

图 14: 中国网络安全行业集中度分析图 图 15: 2020 年中国网络安全行业竞争格局



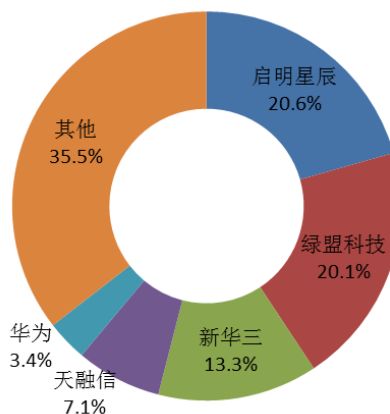
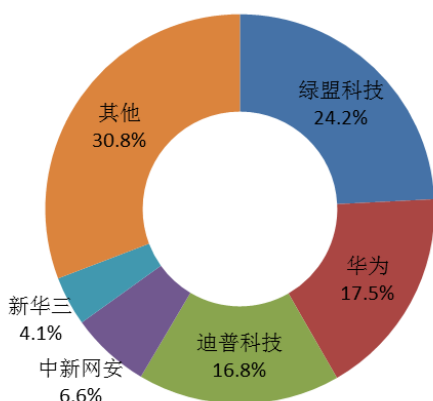
资料来源：中国网络安全产业联盟，群益金鼎证券整理

多个产品行业领先，技术实力突出：凭借多年的产品和技术优势，公司抗拒绝服务系统（ADS）、入侵检测防御系统（IDPS）、WEB 应用防护系统（WAF）、远程安全评估系统（RSAS）等产品多年持续保持国内市场占有率领先。

公司抗拒绝服务系统 ADS 通过智能防护算法、大数据威胁情报以及灵活的过滤策略全面精准防护各类 DDoS（分布式拒绝服务）攻击。2020 年公司抗 DDoS 产品市占率 24.2%，行业排名第一。

公司新一代入侵检测及防御系统（NIDS/NIPS），采用业界领先的恶意文件检测技术，极大地增强文件防护能力；绿盟 NIPS 连续六年入围 Gartner MQ 象限，是目前亚太地区唯一入围挑战者象限的厂商，连续多年引领入侵防御市场。2020 年公司入侵检测及防御产品市占率 20.1%，行业排名第二。

图 16: 2020 年国内抗 DDoS 产品市场份额图 图 17: 2020 年国内 IDPS 产品市场份额



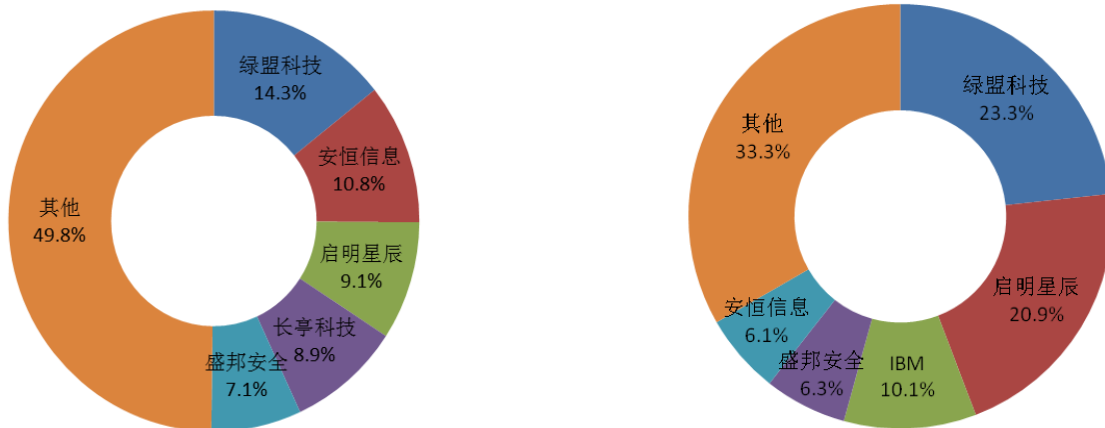
资料来源：IDC，群益金鼎证券整理

公司 Web 应用防护系统（WAF），通过配置将多种 Web 安全检测方法连结成完整的解决方案，并以较低的运营成本为机构提供透明在线部署、路由旁路部署、镜像部署和云部署。2020 年公司 Web 应用防护系统荣获 ICSA Labs Web 应用防火墙认证，

是国内唯一一家入选的 Web 应用防护产品。公司在国内 Web 应用防火墙市场份额 14.3%，排名行业第一。

公司远程安全评估系统（RSAS），是自主研发的新一代漏洞管理产品，能高效、全方位的检测网络中的各类脆弱性风险。根据 IDC 发布的《2020 年下半年中国 IT 安全软件市场跟踪报告》显示，2020 年绿盟网络安全漏洞扫描与管理产品以 23.3% 的市占率位居中国响应和编排软件产品厂商第一名。

图 18：2020 年国内 Web 应用防火墙市场份额图 19：2020 年国内响应和编排软件市场份额

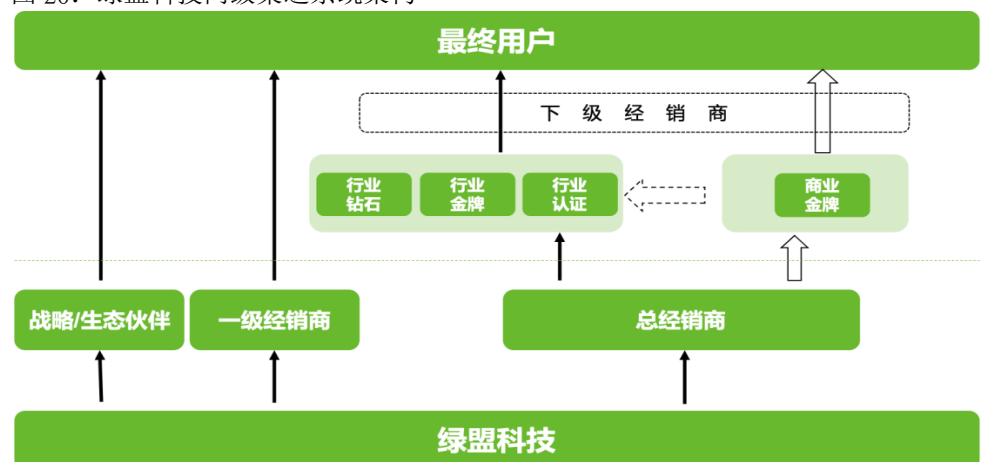


资料来源：IDC，群益金鼎证券整理

构建两级渠道架构，完善销售服务体系：公司客户多集中于政府，金融和电信等行业，以直销为主，偏向大客户，但由于这些领域网络安全建设起步早，目前渗透率较高，市场接近饱和。随着国内越来越多的中小企业向数字化转型升级，网络安全建设需求不断向能源、交通、制造、教育等行业渗透。

由于中小企业客户数量众多且分散，从 2019 年开始公司升级销售服务体系。在渠道体系上，构建两级渠道架构。一级渠道包括总经销商、战略/生态合作伙伴、一级经销商；二级渠道包括行业钻石经销商、行业金牌经销商、行业认证经销商、商业金牌经销商等。公司通过开放渠道商务系统，实现渠道自主签约、项目报备、授权函申请、自主下单、业绩激励、返点等全流程可视化，保障项目全生命周期管理。

图 20：绿盟科技两级渠道系统架构



资料来源：公司官网，群益金鼎证券整理

打造“绿盟科技+合作伙伴”联合拓展模式：从顶层设计上，绿盟科技将客户划分为T、A、B、C、D五个层级。T、A、B级客户以厂商为主导，渠道为辅，主要通过原厂直销销售。C、D级客户全面开放给所有的合作伙伴去拓展。2021年新增了商业合作伙伴、行业合作伙伴、生态合作伙伴、云合作伙伴类型。经过近三年的渠道转型建设，公司渠道业绩实现大幅增长。根据公司披露，2020年渠道订单额接近15亿元，实现客户、公司、合作伙伴多方共赢。预计公司还将加强渠道战略，助力业绩持续增长。

三、盈利预测与估值分析

公司是国内网络安全领先企业，产品种类丰富，凭借多年的技术优势，公司抗拒绝服务系统（ADS）、入侵检测防御系统（IDPS）、WEB应用防护系统（WAF）、远程安全评估系统（RSAS）等产品多年持续保持国内市场占有率领先。我们预计公司2021、2022和2023年净利润分别为4.01亿元、5.23亿元和6.57亿元，同比分别增长33.22%、30.25%和25.82%，EPS分别为0.50元、0.65元和0.82元。

在网络安全领域，公司与深信服、启明星辰、天融信、安恒信息等上市公司处于同一行业。从PE估值上看，四家公司2021年平均PE估值约67倍，公司目前PE估值约35倍，明显低于同业平均值。我们认为随着公司渠道建设的不断完善和中小型企业客户的不断拓展，另外公司积极布局云计算、人工智能、工业互联网等新兴领域的安全产品和服务，公司估值水平有望逐步提高，具备长期投资价值。给予公司2021年43倍的目标PE，目标价为21.50元。首次评级，给予“买进”建议。

表3：与同行业上市公司比较

公司名称	总市值（亿）	营业收入（亿）	归母净利润（亿）	毛利率（%）	2021EPS	2021PE
深信服	969.75	54.58	8.09	69.98%	2.50	93.8
启明星辰	264.02	36.47	8.04	63.87%	1.09	25.9
安恒信息	230.37	13.23	1.34	68.97%	2.54	122.2
天融信	187.75	57.04	4.00	37.37%	0.59	26.7
平均值					1.68	67.2
绿盟科技	140.35	20.10	3.01	70.43%	0.50	34.5

备注：市值日期为2021年09月22日

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1671	2010	2614	3328	4151
营业成本	473	594	773	985	1231
营业税金及附加	17	23	29	37	46
销售费用	596	611	837	1057	1308
管理费用	431	495	614	772	953
财务费用	(10)	(4)	(5)	(7)	(8)
资产减值损失	9	3	4	4	4
投资收益	44	40	40	45	45
营业利润	239	336	443	575	723
营业外收入	1	1	2	2	2
营业外支出	4	3	3	2	2
利润总额	236	333	441	574	723
所得税	10	32	40	52	65
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	227	301	401	523	657

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1212	637	887	1369	2008
应收账款	727	613	706	899	1121
存货	53	65	70	70	70
流动资产合计	2974	3161	3346	3761	4400
长期股权投资	30	34	35	35	35
固定资产	105	233	300	350	400
在建工程	70	0	0	0	0
非流动资产合计	1108	1213	1300	1410	1500
资产总计	4082	4374	4646	5171	5900
流动负债合计	662	824	941	1198	1494
非流动负债合计	38	54	88	122	167
负债合计	700	878	1029	1320	1661
少数股东权益	(1)	(1)	(0)	(0)	0
股东权益合计	3382	3496	3618	3851	4239
负债及股东权益合计	4082	4374	4646	5171	5900

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	346	446	497	632	789
投资活动产生的现金流量净额	(206)	(744)	(350)	(300)	(300)
筹资活动产生的现金流量净额	(82)	(113)	150	150	150
现金及现金等价物净增加额	62	(421)	297	482	639

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。