

绿盟科技（300369.SZ）——2022 中报点评

合同负债增长 39%，不断推出新产品和方案

买入

核心观点

疫情导致 Q2 下滑，合同负债高增长。2022H1，公司实现收入 8.34 亿元（+8.11%），归母净利润-2.16 亿元，扣非归母净利润-2.22 亿元，均下滑较大。单 Q2 来看，公司收入 5.08 亿元（-4.05%），归母净利润-1.01 亿元，扣非归母净利润-1.08 亿元，亏损比 Q1 略有收窄。疫情对 Q2 收入产生不利影响，但公司新签订单增速高于营业收入增速。公司经营活动现金净流量为-1290.21 万元，主要是人员薪酬支出和购买商品支出等，客户回款也因为疫情进度放缓。公司合同负债达到 2.13 亿元，同比增长 39%，保持较快增长。

毛利率有所下降，二季度费用逐步控制。公司上半年毛利率为 59.98%，同比下降 7.17 个百分点，Q2 环比 Q1 也下降了 5.48 个百分点。毛利率下降主要系供应链的影响，原材料价格上涨；同时为提升项目交付质量，公司加大交付人员投入。上半年公司积极采取各项降本措施，销售、管理、研发费用同比增长 22.14%、19.14%、57.15%。研发费用增长较高，主要是公司加大新产品研发投入所致；但是从 Q2 来看，费用基本已经保持稳定。

安全服务、能源及企业和运营商市场保持较快增长。上半年公司安全产品收入 5.33 亿元（+1.69%），毛利率下滑了 5.79 个百分点；安全服务收入 2.89 亿元（+23.86%），毛利率下滑了 10 个百分点。分行业来看，金融收入 1.35 亿元（-18.56%），电信运营商收入 2.10 亿元（+34.77%），能源及企业收入 2.19 亿元（+41.47%），政府及事业单位等收入 2.71 亿元（-8.44%）；政府行业受疫情影响最为明显。

不断推出新产品和方案，渠道战略日趋成熟。上半年公司发布魔力防火墙、云桌面、超融合一体机等多款产品；T-ONE CLOUD、信创云、XDR、各个行业等多款解决方案。其中 T-ONE CLOUD 是以云的思路重构安全运营体系，绿盟积累的安全能力都可以通过 T-ONE 赋能客户，提供 10+SaaS 化安全产品。另一方面，公司为防火墙定下了“打造 10 亿产品线”的目标，经过三年研发投入形成了 6 大类百余款产品；其中魔力防火墙可以与 T-ONE CLOUD 联动，按需订阅服务。公司坚持渠道战略逐步收到成效，2022 年发布面向渠道合作的 15 大类新产品和 9 大全新解决方案；2022 年 Q1 渠道主动报备的项目达到 12 亿，四千多个项目，比去年同期多了十倍，21 全年渠道报备 20 亿。

风险提示：疫情反复影响公司正常经营节奏，行业竞争加剧等。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 32.93/41.04/50.22 亿元，增速分别为 26%/25%/22%，归母净利润为 4.35/5.49/6.66 亿元，对应当前 PE 为 18/14/12 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,010	2,609	3,293	4,104	5,022
(+/-%)	20.3%	29.8%	26.2%	24.6%	22.4%
净利润(百万元)	301	345	435	549	666
(+/-%)	32.9%	14.4%	26.3%	26.1%	21.3%
每股收益(元)	0.38	0.43	0.54	0.69	0.83
EBIT Margin	14.3%	7.4%	10.2%	10.6%	10.8%
净资产收益率(ROE)	8.6%	9.5%	10.9%	12.3%	13.3%
市盈率(PE)	25.8	22.6	17.9	14.2	11.7
EV/EBITDA	21.9	28.2	24.7	20.1	16.8
市净率(PB)	2.23	2.14	1.95	1.75	1.56

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

公司研究·财报点评

计算机·软件开发

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

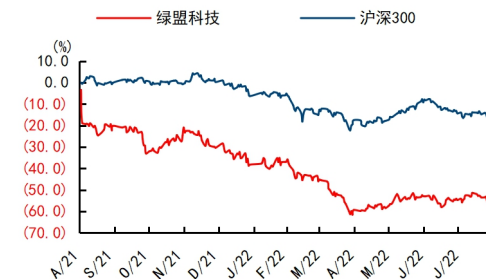
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.75 元
总市值/流通市值	7790/7166 百万元
52 周最高价/最低价	23.31/8.56 元
近 3 个月日均成交额	124.88 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《绿盟科技(300369.SZ)——2021 年年报点评-研发保持高投入，进一步加大产品布局》——2022-04-15

《绿盟科技-300369-2021 三季报点评：三季度短期波动，全年较高增速目标依旧》——2021-10-30

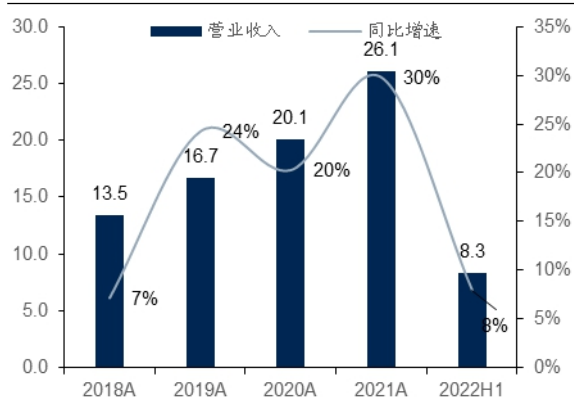
《绿盟科技-300369-2021 中报点评：业绩符合预期，政府行业增长快》——2021-08-31

《绿盟科技-300369-2020 年报和一季报点评：渠道进展积极，政府行业高增长是亮点》——2021-04-27

《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

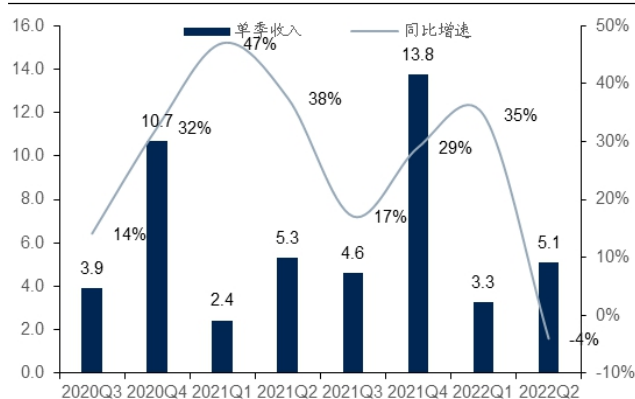
Q2 收入增速下滑，订单增速高于收入增速。2022H1，公司实现收入 8.34 亿元（+8.11%），归母净利润-2.16 亿元，扣非归母净利润-2.22 亿元，均下滑较大。单 Q2 来看，公司实现收入 5.08 亿元（-4.05%），归母净利润-1.01 亿元，扣非归母净利润-1.08 亿元，亏损比 Q1 略有收窄。疫情对二季度收入产生不利影响，但公司新签订单增速高于营业收入增速。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



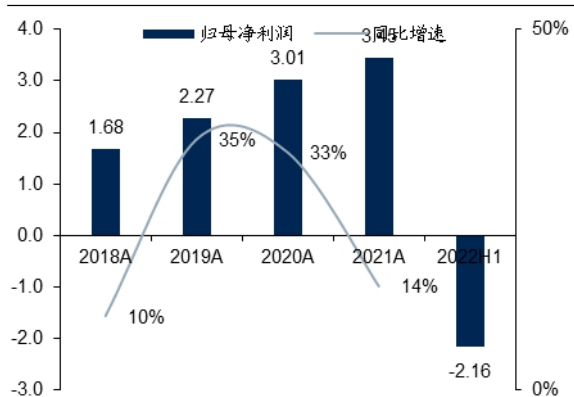
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



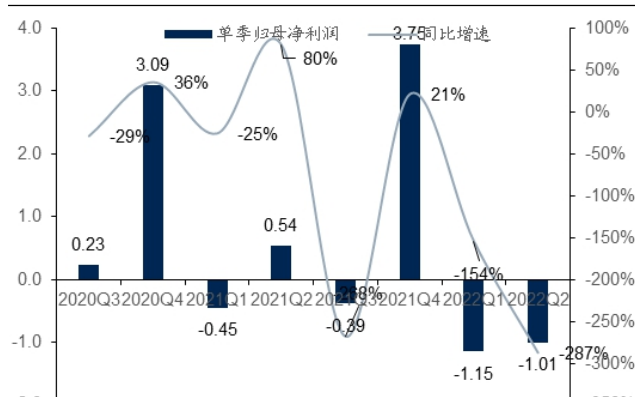
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（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：公司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

投资建议：预计 2022-2024 年营业收入为 32.93/41.04/50.22 亿元，增速分别为 26%/25%/22%，归母净利润为 4.35/5.49/6.66 亿元，对应当前 PE 为 18/14/12 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
002439	启明星辰	18.86	178.78	0.9	1.2	1.5	1.8	20.5	16.3	12.8	10.4	12.8	0.63	买入
300369	绿盟科技	9.75	77.86	0.4	0.5	0.7	0.8	22.6	17.9	14.2	11.7	9.5	0.68	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	637	703	806	924	1102	营业收入	2010	2609	3293	4104	5022
应收款项	1351	1745	2203	2745	3359	营业成本	594	1007	1273	1596	1957
存货净额	65	148	190	238	292	营业税金及附加	23	28	36	45	55
其他流动资产	38	85	108	134	164	销售费用	611	712	863	1067	1296
流动资产合计	3161	3176	3801	4536	5412	管理费用	137	166	192	225	268
固定资产	233	243	294	340	380	研发费用	357	503	593	739	904
无形资产及其他	246	284	274	264	253	财务费用	(4)	3	(8)	(9)	(12)
投资性房地产	701	938	938	938	938	投资收益	40	28	40	50	50
长期股权投资	34	123	153	183	213	资产减值及公允价值变动	14	103	(20)	(20)	(20)
资产总计	4374	4765	5461	6262	7197	其他收入	(367)	(440)	(483)	(614)	(764)
短期借款及交易性金融负债	33	67	80	80	80	营业利润	336	383	474	598	725
应付款项	235	385	495	620	761	营业外净收支	(2)	(7)	1	1	1
其他流动负债	556	550	715	887	1083	利润总额	333	376	475	599	726
流动负债合计	824	1002	1289	1587	1924	所得税费用	32	31	39	49	60
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	1	1	1
其他长期负债	54	128	178	228	278	归属于母公司净利润	301	345	435	549	666
长期负债合计	54	128	178	228	278	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	878	1129	1467	1815	2202	净利润	301	345	435	549	666
少数股东权益	(1)	(0)	0	1	1	资产减值准备	(6)	3	1	1	1
股东权益	3497	3636	3994	4446	4994	折旧摊销	108	124	39	45	51
负债和股东权益总计	4374	4765	5461	6262	7197	公允价值变动损失	(14)	(103)	20	20	20
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(4)	3	(8)	(9)	(12)
每股收益	0.38	0.43	0.54	0.69	0.83	营运资本变动	79	(542)	(197)	(268)	(311)
每股红利	0.06	0.08	0.10	0.12	0.15	其它	6	(2)	(0)	(0)	(0)
每股净资产	4.38	4.55	5.00	5.57	6.25	经营活动现金流	474	(176)	298	346	426
ROIC	12.12%	9.15%	10%	11%	13%	资本开支	0	(154)	(101)	(101)	(101)
ROE	8.61%	9.48%	11%	12%	13%	其它投资现金流	(610)	576	0	0	0
毛利率	70%	61%	61%	61%	61%	投资活动现金流	(614)	332	(131)	(131)	(131)
EBIT Margin	14%	7%	10%	11%	11%	权益性融资	(10)	14	0	0	0
EBITDA Margin	20%	12%	11%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	20%	30%	26%	25%	22%	支付股利、利息	(50)	(61)	(77)	(97)	(117)
净利润增长率	33%	14%	26%	26%	21%	其它融资现金流	(324)	18	13	0	0
资产负债率	20%	24%	27%	29%	31%	融资活动现金流	(436)	(90)	(64)	(97)	(117)
股息率	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%	现金净变动	(575)	66	103	118	178
P/E	25.8	22.6	17.9	14.2	11.7	货币资金的期初余额	1212	637	703	806	924
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6	货币资金的期末余额	637	703	806	924	1102
EV/EBITDA	21.9	28.2	24.7	20.1	16.8	企业自由现金流	0	(396)	50	73	138
						权益自由现金流	0	(378)	70	82	148

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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