



300369.SZ

增持

市场价格：人民币 18.95

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	117.4	(1.0)	5.9	122.4
相对深证成指	73.4	(7.0)	0.4	85.7

发行股数(百万)	798
流通股(%)	91
总市值(人民币 百万)	15,124
3个月日均交易额(人民币 百万)	141
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
沈继业	10

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sinui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

孙业亮

(8610)66229041

yeliang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080001

绿盟科技

中电科加持，踏上安全“国家队”新征程

公司身处国内信息安全第一梯队，运营商等领域优势明显。中电科加持下成为“国家队”，大政府类客户拓展策略验证成功。在产品服务双强化的基础上，内生经营质量成色更加纯正。等保 2.0 实施后市场空间或快速扩容，行业领跑者成长空间将翻倍。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **化身信息安全“国家队”，行业拓展如鱼得水。**通过自 2018 年以来股权结构优化，中电科持股 15.5% 成为第一大股东。在国资背景加持下，公司将继续巩固在政府和国企的市场基础。2019H1 电信运营商、能源、政府行业是收入增速均超过 20%，得到有效验证，看好 2019H2 业务势头持续。
- **研发支出占比续增，产品服务得到强化。**公司 2016-2018 三年研发支出占营收比分别为 21.2%/23.1%/23.6%，提升较为明显，促使安全产品（含抗 DDoS、IDS、漏洞扫描）链条得到丰富，安全服务营收增长较快，2019H1 安全产品/安全服务营收分别增长 25.6%/30.4%。在管理层凝聚心力的基础上，经营质量渐入佳境。
- **行业赛道扩容明显，弹性空间可达 2 倍。**2019 年 12 月等保 2.0 标准正式实施，严格等保将成为普遍需求，经过我们前期测算，行业或迎来 2 倍（400-600 亿）新增空间，公司 2020 年高成长可期，细分行业市占率有望继续提升。

估值

- 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.5 亿、3.6 亿和 4.8 亿，EPS 分别为 0.32 元、0.45 元和 0.60 元，对应估值分别为 60、42 和 32 倍。内部股权理顺叠加经营策略先验成功，前期基础成为后期增长的护城河。行业高成长下背景下龙头可享高估值。首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 研发转化不及预期；政策推动的投入产生波动；安全服务细分行业竞争加剧。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,255	1,345	1,823	2,525	3,331
变动(%)	15	7	36	38	32
净利润(人民币 百万)	152	168	253	359	478
全面摊薄每股收益(人民币)	0.191	0.211	0.318	0.450	0.599
变动(%)	(67.7)	10.3	50.8	41.7	33.2
全面摊薄市盈率(倍)	99.3	90.0	59.7	42.1	31.6
价格/每股现金流量(倍)	199.3	176.9	36.0	(44.4)	27.5
每股现金流量(人民币)	0.10	0.11	0.53	(0.43)	0.69
企业价值/息税折旧前利润(倍)	131.9	89.9	52.2	33.8	23.3
每股股息(人民币)	0.060	0.034	0.076	0.091	0.132
股息率(%)	0.3	0.2	0.4	0.5	0.7

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,255	1,345	1,823	2,525	3,331
销售成本	(376)	(326)	(459)	(632)	(829)
经营费用	(776)	(862)	(1,103)	(1,475)	(1,911)
息税折旧前利润	103	157	262	418	591
折旧及摊销	(69)	(88)	(103)	(115)	(126)
经营利润 (息税前利润)	34	69	159	303	465
净利息收入/(费用)	(2)	(5)	(6)	(31)	(64)
其他收益/(损失)	150	122	129	126	130
税前利润	183	186	281	398	531
所得税	(30)	(19)	(28)	(40)	(53)
少数股东权益	0	(1)	(0)	(1)	(1)
净利润	152	168	253	359	478
核心净利润	153	168	254	359	479
每股收益 (人民币)	0.191	0.211	0.318	0.450	0.599
核心每股收益 (人民币)	0.191	0.211	0.318	0.450	0.600
每股股息 (人民币)	0.060	0.034	0.076	0.091	0.132
收入增长(%)	15	7	36	38	32
息税前利润增长(%)	(78)	102	130	91	54
息税折旧前利润增长(%)	(50)	52	67	60	41
每股收益增长(%)	(68)	10	51	42	33
核心每股收益增长(%)	(69)	10	51	42	33

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	183	186	281	398	531
折旧与摊销	69	88	103	115	126
净利息费用	2	5	6	31	64
运营资本变动	(114)	(165)	(100)	(677)	(124)
税金	(30)	(19)	(28)	(40)	(53)
其他经营现金流	(35)	(10)	157	(168)	6
经营活动产生的现金流	76	85	420	(340)	550
购买固定资产净值	47	47	48	49	49
投资减少/增加	39	42	33	38	37
其他投资现金流	(188)	(599)	(97)	(99)	(98)
投资活动产生的现金流	(102)	(510)	(16)	(12)	(12)
净增权益	(48)	(28)	(61)	(72)	(106)
净增债务	55	11	(15)	1,097	369
支付股息	48	28	61	72	106
其他融资现金流	601	(98)	49	(103)	(170)
融资活动产生的现金流	657	(87)	33	994	199
现金变动	631	(511)	437	642	737
期初现金	948	1,740	1,230	1,667	2,309
公司自由现金流	(26)	(424)	404	(352)	538
权益自由现金流	31	(408)	395	775	971

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,740	1,230	1,667	2,309	3,045
应收帐款	1,046	1,136	1,734	2,301	2,983
库存	44	40	61	89	100
其他流动资产	14	20	23	39	40
流动资产总计	2,851	2,855	3,704	5,063	6,440
固定资产	116	119	85	52	17
无形资产	175	221	203	172	130
其他长期资产	23	25	21	20	19
长期资产总计	314	365	309	244	166
总资产	3,761	3,832	4,623	5,914	7,212
应付帐款	156	113	234	267	374
短期债务	227	238	213	1,012	1,321
其他流动负债	485	350	726	601	1,051
流动负债总计	868	702	1,173	1,880	2,746
长期借款	0	0	10	308	368
其他长期负债	27	22	25	23	24
股本	798	798	798	798	798
储备	2,325	2,426	2,619	2,906	3,278
股东权益	3,123	3,224	3,417	3,704	4,077
少数股东权益	0	(1)	(1)	(2)	(2)
总负债及权益	3,761	3,832	4,623	5,914	7,212
每股帐面价值 (人民币)	3.91	4.04	4.28	4.64	5.11
每股有形资产 (人民币)	3.69	3.76	4.03	4.42	4.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.90)	(1.24)	(1.81)	(1.24)	(1.70)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.2	11.7	14.4	16.6	17.7
息税前利润率(%)	2.7	5.1	8.7	12.0	14.0
税前利润率(%)	14.5	13.8	15.4	15.8	15.9
净利率(%)	12.1	12.5	13.9	14.2	14.4
流动性					
流动比率(倍)	3.3	4.1	3.2	2.7	2.3
利息覆盖率(倍)	18.0	14.6	25.8	9.9	7.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.2	4.0	3.1	2.6	2.3
估值					
市盈率(倍)	99.3	90.0	59.7	42.1	31.6
核心业务市盈率(倍)	99.1	90.0	59.7	42.1	31.6
市净率(倍)	4.8	4.7	4.4	4.1	3.7
价格/现金流(倍)	199.3	176.9	36.0	(44.4)	27.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	131.9	89.9	52.2	33.8	23.3
周转率					
存货周转天数	33.8	46.7	40.1	43.4	41.7
应收帐款周转天数	278.6	296.0	287.3	291.7	289.5
应付帐款周转天数	37.8	36.6	34.7	36.2	35.1
回报率					
股息支付率(%)	31.6	16.4	24.0	20.2	22.1
净资产收益率(%)	5.8	5.3	7.6	10.1	12.3
资产收益率(%)	0.9	1.6	3.4	5.2	6.4
已运用资本收益率(%)	1.3	1.2	1.8	2.1	2.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测