

新兴安全业务有望带来新的增长点，多个指标表明业务明显好转

——绿盟科技 (300369.SZ) 跟踪报告

公司动态

◆**信息安全领先企业**：成立于2000年4月，成立的前几年先后推出了入侵检测系统(IPS)、远程安全评估系统(漏扫)、抗拒绝服务系统(抗D)、入侵防御系统(IDS)和Web应用防火墙(WAF)，这些产品取得了很好的市场份额，多次进入国际权威咨询机构报告，并连续多年位居细分市场第一，行业地位领先，这些业务也逐步成为公司的主要收入来源和利基业务。

◆**中电科入股有望带来政府领域突破，新兴安全的布局有望带来新的增长点**：18-19年，公司完成股权变更，第一大股东由外资股东变成中电科，考虑到政府领域是绿盟相对比较薄弱的领域，中电科的入股有望带来政府领域的突破。

为了应对新兴安全的发展趋势，公司自2013年以来在态势感知、云安全、威胁情报、工控安全和物联网安全等多个细分领域先后推出多款安全产品。其中态势感知、威胁情报和云安全三个细分领域取得了不错的进展：1、截至目前，公司已累计完成态势感知运营商案例达到2亿多元。2、态势感知和威胁情报被多个第三方机构评为领导厂商。3、云安全已在多个领域有案例，并已和主流安全厂商建立合作。

◆**多个指标表明公司业务明显好转，静待净利率回升**：19年收入和归母净利润分别增长24%和35%，增速相比18年明显回升；19年销售商品提供劳务收到的现金比增长31.31%，增速明显快于收入增速；经营性现金流净额和应收账款余额明显改善；预收账款增长明显；上述财务指标明显好转预示着业务明显好转。考虑到引入中电科带来政府领域的突破和公司新兴安全领域布局带来的收入弹性，预计公司未来业务和收入还将保持稳健增长。公司17-19年净利率较低主要是受毛利率波动、海外亏损和人员增长较快影响，受益于毛利率波动回升和海外业务占比减少，公司净利率有望稳步回升。

◆**投资建议**：维持20-22年归母净利润预测分别为3.77、5.04和6.65亿元。看好中电科的引入带来政府领域的突破、新兴安全业务带来新的增长点和海外亏损占比降低及毛利率提升带来净利率回升，维持“增持”评级。

◆**风险提示**：新兴安全拓展不及预期；政府领域突破不及预期；信息安全政策落地不及预期；竞争加剧的风险；市场整体估值水平下降。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,345	1,671	2,132	2,764	3,322
营业收入增长率	7.17%	24.24%	27.60%	29.64%	20.18%
净利润(百万元)	168	227	377	504	665
净利润增长率	10.31%	34.77%	66.48%	33.56%	31.99%
EPS(元)	0.21	0.28	0.47	0.63	0.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.41%	6.70%	10.16%	12.18%	14.16%
P/E	89	66	40	30	23
P/B	4.8	4.4	4.0	3.6	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年06月01日

增持(维持)

当前价：18.78元

分析师

姜国平 (执业证书编号：S0930514080007)

021-52523857

jianggp@ebsecn.com

万义麟 (执业证书编号：S0930519080001)

021-52523859

wanyilin@ebsecn.com

卫书根 (执业证书编号：S0930517090002)

021-52523858

weishugen@ebsecn.com

市场数据

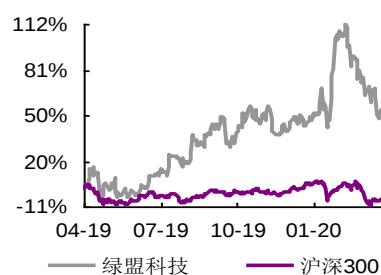
总股本(亿股)：7.98

总市值(亿元)：149.89

一年最低/最高(元)：11.96/27.56

近3月换手率：54.85%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-12.83	-19.57	41.94
绝对	-11.33	-18.78	51.35

资料来源：Wind

相关研报

收入稳健增长，各项费用率下降明显——绿盟科技(300369.SZ)2019年年报及2020年一季报点评

.....2020-04-28

收入增长提速，静待净利率回升带来业绩弹性——绿盟科技(300369.SZ)2019年三季报点评

.....2019-10-26

1、信息安全领先企业

绿盟科技成立于 2000 年 4 月，总部位于北京，成立的前几年先后推出了入侵检测系统（IPS）（2000 年）、远程安全评估系统（漏扫）（2001 年）、抗拒绝服务系统（抗 D）（2002 年）、入侵防御系统（IDS）（2005 年）和 Web 应用防火墙（WAF）（2008 年），这些产品取得了很好的市场份额，并逐步成为公司的利基业务，并且大多进入国际权威咨询机构报告，并连续多年位居细分市场第一，行业地位领先。为了应对行业趋势，公司推出新产品和并购新公司，同时也对原有的战略做出相应的调整。新产品方面：公司先后推出态势感知平台解决方案、企业安全管理平台、威胁情报中心和云安全集中管理系统，卡位云安全、态势感知和物联网安全等新兴安全领域。此外 2014 年公司收购亿赛通 100% 股权进军数据安全领域。在战略调整方面：2014 年，绿盟科技全面推进智慧安全 2.0 战略，从传统产品模式向解决方案及安全运营模式转型，安全防御体系从静态、被动、基于规则的防御，转变为主动、动态、自适应的弹性防御体系。绿盟科技“安全运营+”提供安全管理、安全运维和安全技术保障一体化智慧安全运营整体方案，协助客户建设适用于自己业务的安全运营体系。2018 年，绿盟科技全面推进智慧安全 2.0 战略，从传统产品模式向解决方案及安全运营模式转型，安全防御体系从静态、被动、基于规则的防御，转变为主动、动态、自适应的弹性防御体系。2018 年成立安全运营子公司，布局安全服务领域。

经过二十年的发展，绿盟科技已能为政府、运营商、金融、能源、互联网以及教育、医疗等行业用户，提供全线网络安全产品（包括检测防御类、安全评估类、安全平台类、安全 SaaS 服务、安全运营服务等 40 多款高品质安全产品）、全方位安全解决方案和体系化安全运营服务。公司在美国硅谷、日本东京、英国伦敦、新加坡设立海外子公司，深入开展全球业务，打造全球网络安全行业的中国品牌。

表 1：公司发展历程

时间	事件
2000 年	绿盟科技于北京成立；推出绿盟网络入侵检测系统（IDS）（冰之眼）V1.0
2001 年	推出国内首款远程安全评估系统（极光）（RSAS）；入选国家网络安全服务试点单位
2002 年	推出绿盟抗拒绝服务系统（黑洞）V1.0
2005 年	推出国内第一款网络入侵防护系统（IPS）
2008 年	推出国内首款 Web 应用防火墙；拓展国际市场，首次参加美国 RSA 大会；推出国内首款安全配置核查系统 BVS，并获得国家重点新产品荣誉
2009 年	绿盟网络入侵防护系统在 IDC 入侵防御硬件市场获得国内市场占有率第一；推出绿盟 Web 应用防护系统主机板 HWAF
2010 年	推出绿盟科技首款安全运营服务—网站域名解析监测服务
2011 年	推出绿盟网站安全检测系统 WSM；绿盟远程安全评估系统（RSAS）获得中国安全性与漏洞管理软件市场份额第一
2012 年	推出国内首款下一代网络入侵防护系统；绿盟 NIDS/NIPS 产品入选 Gartner 魔力象限，成为亚太区第一个进入该魔力象限的网络安全公司
2013 年	推出绿盟下一代威胁防御解决方案；推出绿盟下一代防火墙；绿盟 Web 应用防火墙在 Frost & Sullivan 发布的市场报告中，市场占有率位列中国区市场份额首位
2014 年	深交所创业板主板上市；收购亿赛通 100% 股权，进入数据安全市场；推出威胁分析系统 TAC、工控漏洞扫描系统 ICSScan、数据库审计系统 DAS3 三款产品；绿盟科技位居 Frost & Sullivan 亚太区分布式拒绝服务攻击市场排名第一
2015 年	推出绿盟数据泄露防护系统 DLP；智慧安全 2.0 战略正式发布
2016 年	绿盟态势感知平台解决方案、绿盟企业安全管理平台、绿盟威胁情报中心正式发布

2017 年	绿盟云安全集中管理系统 NCSS 产品正式发布；
2018 年	成立安全运营子公司，发布“安全运营+”体系；绿盟威胁情报入选 IDC 中国威胁情报安全服务（TISS）市场领导者象限
2019 年	中电科和启迪入股，IAB 和联想退出；绿盟智能安全运营平台获 IDC AIRO 市场高度认可，绿盟 AIRO 市场占有率第一；

资料来源：公司官网，光大证券研究所

截至目前，公司共有检测防御类、安全评估类、安全平台类、安全 SaaS 服务、安全运营服务等 40 多款高品质安全产品。其中抗拒服务攻击系统（抗 D）、网络入侵检测和防护系统（IDPS）、远程安全评估系统（漏扫）、Web 应用防火墙（WAF）是公司拳头产品，多次进入国际权威咨询机构报告，并连续多年位居细分市场第一，是公司主要的收入和利润来源。

2019 年公司安全产品、安全服务和第三方安全产品的收入分别为 10.97、5.45 和 0.28 亿元，占收入比重分别为 66%、32%和 2%。

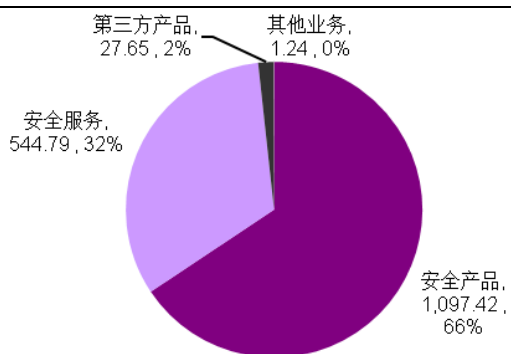
表 2：公司拳头产品市场地位稳固

产品	市场竞争力	评价机构	细分领域市场规模（亿元）	公司份额
抗拒服务攻击系统（ADS）	公司抗拒服务攻击系统 ADS 市场 2019 年占有率名列大中华区及中国地区第一，连续五年排名第一。	Frost&Sullivan	18	
入侵检测与防御系统（IDPS）	连续 6 次进入 Gartner 魔力象限并进入“挑战者”象限；	Gartner Frost&Sullivan	27.2	20.96%
WEB 应用防护系统（WAF）	连续 9 年入选 Frost&Sullivan，并保持大中华区市场前三；连续 4 年入选 Gartner 魔力象限	Gartner Frost&Sullivan	9	
远程安全评估系统（RSAS）	漏洞管理产品从 2011 年到 2019 年连续九年市场占有率第一（18 年和 19 年该业务被划归到 AIRO 业务分类）	IDC	8.59	24.80%

资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所

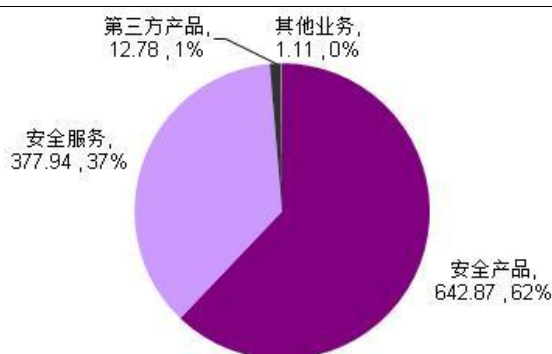
注：IDPS 和漏洞管理市场规模和份额采用 IDC 披露的 2017 年的数据；ADS 和 WAF 市场规模数据采用安全牛数据，分别为 2017 年和 2018 年数据

图 1：2019 年公司收入结构（单位：百万元）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 2：2019 年公司毛利结构（单位：百万元）



资料来源：wind，光大证券研究所

2、公司边际改善叠加行业持续景气，营收有望保持高增长

从客户端来看，公司 2019 年下游客户中电信运营商、金融、能源及企业和政府、事业单位及其他分别占总收入的 26.97%、20.79%、23.22%和 29.02%。相比于启明星辰、天融信和安恒信息等信息安全厂商，公司电信运营商和金融行业收入占比较高且逐年提高。考虑到电信运营商和金融行业对产品性能更加重视且早期以采购国外厂商产品为主，市场化竞争更加充分，公司运营商和金融行业占比较高说明公司产品竞争力较强。考虑到之前公司第一大股东为外资股东，对拓展政府领域有一定影响，2019 年完成引进中电科为公司第一大股东，股东机构明显改善，预计将对公司拓展政府市场有明显助力。此外公司在运营商和金融等领域的新产品变现抢眼，预计还将持续拉动公司在运营商和金融领域的高速增长。

从产品端来看，通过统计 IDPS、WAF、漏扫和抗 D 等市场规模和公司份额可以发现，上述四款产品是公司主要的收入来源。受益于等保 2.0 等政策的落地和渠道的拓展，公司上述四款拳头产品有望继续保持稳健增长。此外，公司为应对行业趋势，公司先后推出云安全、态势感知、威胁情报和安全运营等创新产品，并且部分新兴安全产品也取得很好的市场口碑，预计新产品的持续发力有望为公司带来新的增长点。

表 3：公司 17-19 年客户下游行业分布

行业	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比	收入(百万元)	占比
金融	225.72	17.98%	280.14	20.83%	347.38	20.79%
电信运营商	238.77	19.02%	330.22	24.55%	450.73	26.97%
能源及企业	377.84	30.10%	343.61	25.55%	388.05	23.22%
政府、事业单位及其他	412.78	32.89%	391.07	29.07%	484.93	29.02%
合计	1255.11	100.00%	1345.04	100.00%	1671.09	100.00%

资料来源：wind，光大证券研究所

2.1、中电科的引进将为公司政府领域突破提供助力

2018 年 2 月 10 日，公司公告，公司第一大股东 IAB 和第二大股东联想投资分别与启迪科服签订《股份转让协议》，IAB 将其持有的公司 7562 万股股份（占总股本 9.46%）转让给启迪科服、联想投资将其持有的公司 641 万股股份（占公司总股本 0.80%）转让给启迪科服；联想投资与亿安宝诚签订《股份转让协议》，联想投资将其持有的公司 4095 万股股份（占总股本 5.12%）转让给亿安宝诚。

2019 年 2 月 10 日，公司公告，IAB 与中电基金和网安基金签订《股份转让协议》，IAB 将其持有的公司 1514 万股股份（占总股本 1.89%）转让给中电基金，将其持有的公司 5598 万股股份（占总股本 7.00%）转让给网安基金；联想投资与中电基金签订《股份转让协议》，联想投资将其持有的公司 3996 万股股份（占总股本 5.00%）转让给中电基金。

上述两次交易后，公司主要股东变化情况如下：

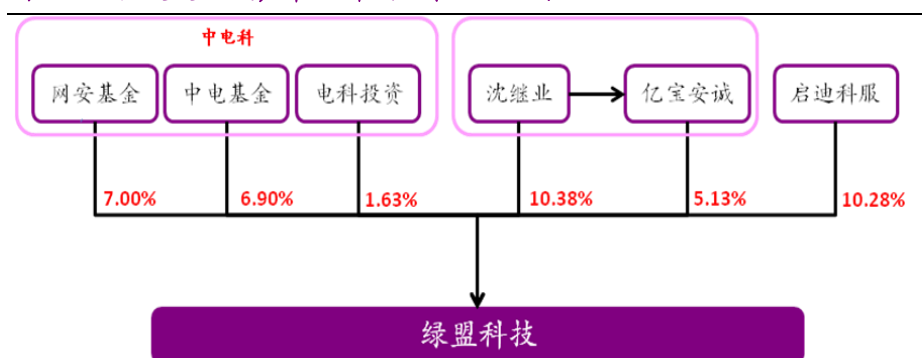
表 4：上述两次交易后，公司主要股东变化情况

股东名称	本次交易完成前持股情况		本次交易完成后持股情况	
	股数（万股）	占总股本比例	股数（万股）	占总股本比例
IAB	14,674	18.33%	7,112	8.88%
联想投资	8,732	10.91%	3,996	4.99%
启迪科服	0	0.00%	8,203	10.25%
网安基金	0	0.00%	5,598	7.00%
中电基金	0	0.00%	5,510	6.90%
沈继业	8,286	10.35%	8,286	10.35%
亿安宝诚	0	0.00%	4,095	5.12%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2019 年 7 月 25 日，电科投资通过二级市场以集中竞价交易方式买入公司股份 1305 万股，占公司总股本的 1.63%，本次权益变动后，电科投资及其一致行动人中电基金、网安基金合计持有公司股份 12413 万股，占公司总股本的 15.50%，成为公司第一大股东。

图 3：股权变更完成，中电科成为第一大股东



资料来源：wind，光大证券研究所

考虑到之前公司第一大股东为外资股东，对拓展政府领域有一定影响，2019 年完成引进中电科为公司第一大股东，股东机构明显改善。考虑到中电科在政府和军队领域有深厚的积累，中电科的入股未来对公司拓展政府市场有望带来明显的助力。根据公司官网，截至目前，公司央采入围产品型号达到 123 多个，而且已有 40 多款信创产品（已与飞腾、华为鲲鹏、兆芯、申威等 CPU 以及麒麟软件（中标麒麟、银河麒麟）、统信等操作系统进行全面适配，覆盖安全评估类产品、检测防御类产品、安全审计类产品。），考虑到公司目前总产品数为 40 多款，公司大部分产品可以满足信创要求。公司目前央采入围情况和信创产品布局情况可以侧面反映公司在政府领域布局取得不错的进展。

此外，公司 2019 年在城市安全运营中心有所突破，9 月在宁波落成首个智慧城市安全运营中心并投入运营。截至目前，公司安全运营中心在线运营数万个站点，为数百家大中小企业提供一体化安全运营服务。

图 4：政府行业亮点



资料来源：公司官网

2.2、新兴安全领域的布局有望为公司的带来新的增长点

为了应对新兴安全的发展趋势，公司自 2013 年以来先后推出多款新兴安全产品：

2013 年推出下一代防火墙；

2014 年推出威胁分析系统 TAC 和工控漏洞扫描系统；

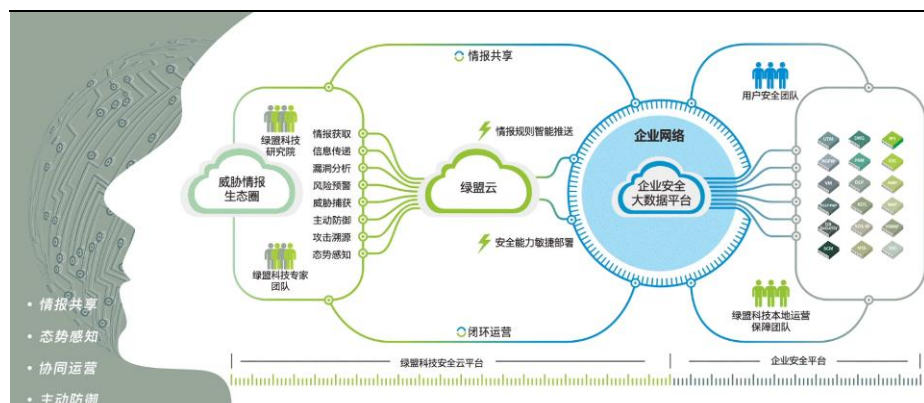
2015 年发布智慧安全 2.0 战略，面向企业整体安全运营；

2016 年推出绿盟态势感知平台解决方案、绿盟企业安全管理平台和绿盟威胁情报中心；

2017 年发布云安全集中管理系统 NCSS 产品；

2018 年成立安全运营子公司。

图 5：公司智慧安全 2.0 战略



资料来源：公司官网

受益于公司多年的技术和客户关系积累，新兴安全产品的推出也得到了很好的反馈：

威胁情报方面：2018 年，绿盟威胁情报入选 IDC 中国威胁情报安全服务（TISS）市场领导者象限和安全牛威胁情报领导者。

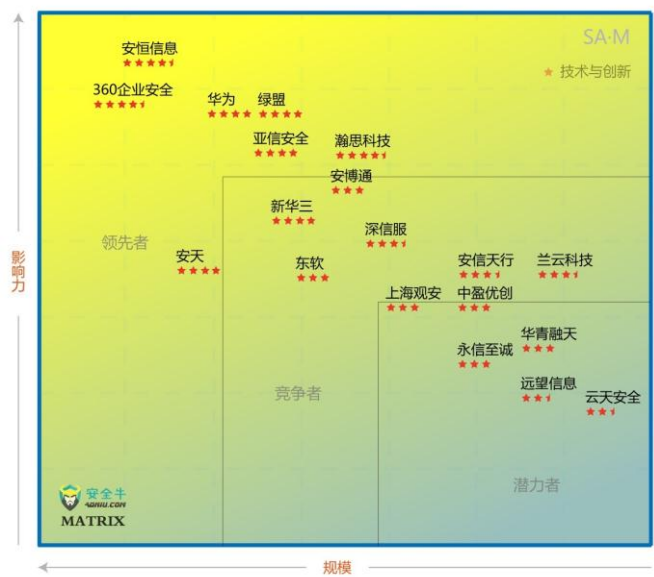
态势感知方面：2016 年推出态势感知平台，2018 年 11 月，公司态势感知产品入选安全牛态势感知矩阵领导者。此外，公司态势感知在运营商领域就有了很好的应用，根据**公司官网**，截至目前，公司已累计完成态势感知运营案例达到 2 亿多元。

图 6：公司处在威胁情报领导者象限



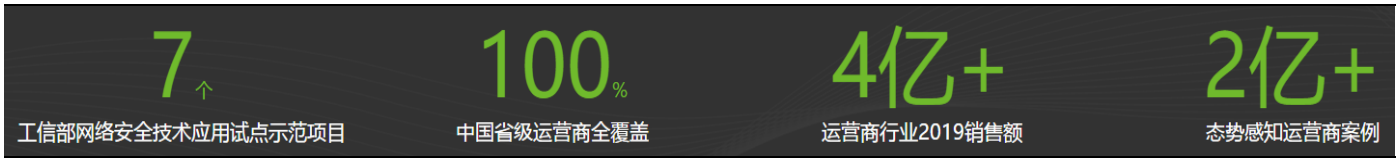
资料来源：安全牛

图 7：公司在态势感知领域处在领导者象限



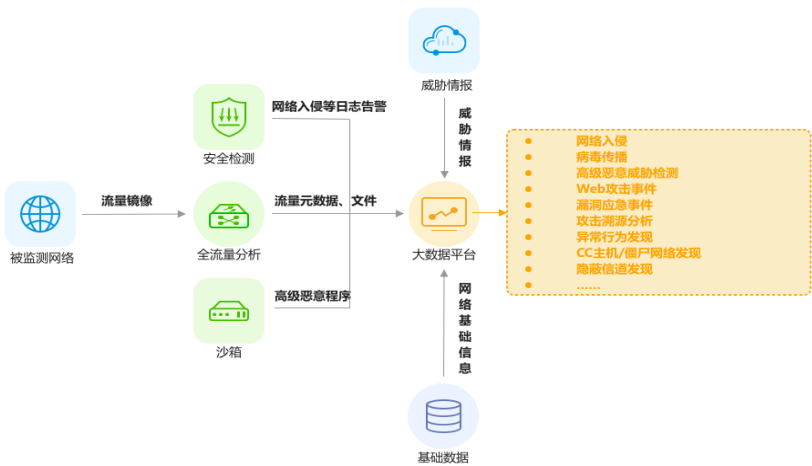
资料来源：安全牛

图 8：运营商行业拓展情况



资料来源：公司官网

图 9：公司态势感知解决方案



资料来源：公司官网

云安全方面：早在 2010 年，绿盟科技就专门成立研究团队，专注于云计算安全及解决方案研究和虚拟化网络安全问题研究，并于 2018 年正式成立了绿盟科技星云实验室，提出了软件定义安全的云安全防护体系，成功解

化落地绿盟科技云安全解决方案和多种检测、防护和预测类云安全产品，可以全面覆盖在公有云、私有云和 SaaS 云服务等场景。截至目前，公司已经在政府、金融和运营商等多个行业落地云安全解决方案案例；公司在金融领域提供的云端行业网站监测数量达到 2000+。目前，绿盟云已经和 AWS、微软 Azure、阿里云、腾讯云、华为云、青云等国内外主流公有云合作。

表 5：公司云计算相关产品

产品名称	技术领域	简介
云计算安全解决方案	安全平台类	绿盟科技利用 NFV 技术，将专业化的安全设备转化为安全服务，面向公有云、私有云和行业云，形成了多套安全解决方案，帮助企业守护云端信息系统安全。
绿盟网站安全监测服务 PAWSS	安全检测类	绿盟网站安全监测服务是一款托管式 SAAS 服务。为网站提供 7*24 小时的监测，及时发现网站存在的漏洞风险以及被篡改、挂马等安全问题，并有专家团队提供全天候的售后支持。该服务无需安装部署，无需改变网络状况，无需设备维护。只需提供网站信息，即可享受 7*24 小时的安全监测服务。
绿盟黑洞云清洗服务 CCSS	安全检测类	免安装，免维护 抵御大流量 DDoS 攻击 安全专家团队全天候技术支持
绿盟网站云防护服务 WCP（云 WAF）	安全检测类	通过云服务的方式远程提供给被防护的客户，客户网站只需要变更 DNS 解析地址即可防护。

资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 10：金融行业拓展情况



资料来源：公司官网

图 11：绿盟云已和国内主流云厂商建立合作



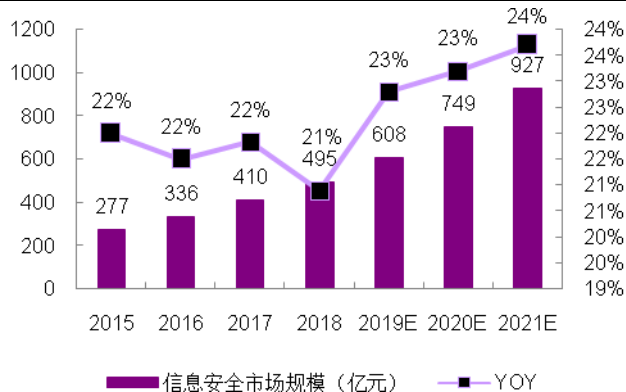
资料来源：公司官网

此外，公司针对物联网和工控等领域也相继推出了相应的安全产品和解决方案。

2.3、行业高速增长，安全服务和新兴是未来趋势

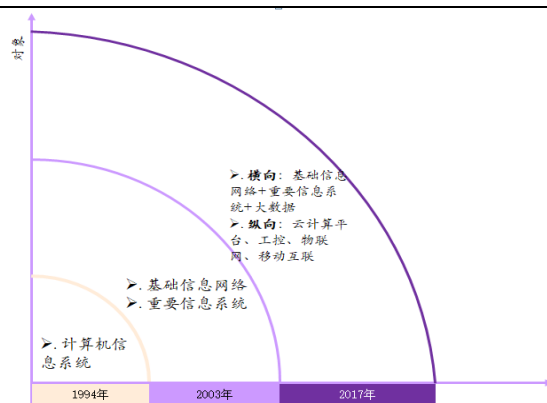
我国信息安全行业市场规模增速有望保持 24% 以上。自国家发布等保 2.0 以来，信息安全行业政策密集出台，信息安全的战略地位进一步得到肯定，叠加近年来等保 2.0 开始落地和护网行动等事件影响，信息安全需求明显增加。第三方咨询机构也上调信息安全行业增速，行业边际改善明显。根据赛迪报告，2018 年中国的网络信息安全市场达到 495 亿元，同比增长 21%，预计 19-21 年还将保持 24% 左右的增长。

图 12：中国网络信息安全市场规模与增长率



资料来源：CCID 预测

图 13：等级保护的对象扩大

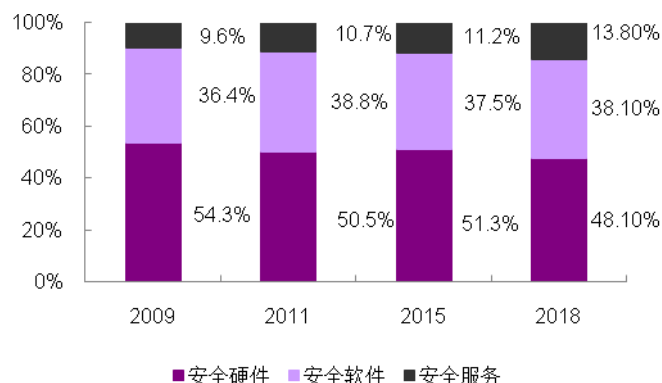


资料来源：光大证券研究所

目前中国网络信息安全市场仍是以硬件为主，2018 年占比达 48.1%，其次是安全软件和安全服务分别占 38.1% 和 13.8%。值得一提的是，虽然信息安全硬件市场占比最大，但是占市场规模的比例持续下滑，由 2009 年的 54.3% 下降到 2018 年的 48.1%。相比之下，全球信息安全市场却以安全服务为主，2018 年，安全服务占全球整体市场的 64%，我国安全服务占比未来有望持续提升。

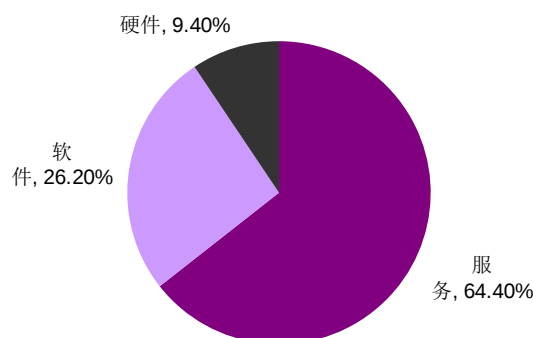
网络安全产业正由产品主导向服务主导转型。随着中国信息产业和网络技术的发展，传统的网络信息安全产品难以满足日益变化的复杂的网络空间，中国的信息安全产品行业必将向国际看齐，由硬件为主转换为服务为主。新形势下，产品和服务的联动更加紧密，安全服务逐渐从配合产品的辅助角色，转变成成为安全产品发挥最佳效用的必要条件。

图 14：部分年份中国信息安全各细分领域市场份额（按销售额分）



资料来源：CCID，光大证券研究所

图 15：2018 年全球信息安全市场结构（按销售额分）



资料来源：CCID，光大证券研究所

新技术新业态层出不穷。对新技术新业务发展的及时跟进推进了我国在新兴领域信息网络安全的发展。云计算、大数据、移动互联网、工业互联网等新技术、新应用和新模式的出现，对网络安全提出了新的要求，拓展了安全产业的发展空间。例如，云计算的广泛应用引入了**虚拟化安全**、**云安全**等概念，大数据的快速发展使得**数据安全**的需求增长，工业互联网的演进让**工业网络安全**成为新的焦点。同时，新的安全威胁也进一步拓展了网络安全的范畴，例如利用物联网终端发起攻击、车联网安全等。网络安全产业的范畴将随着网络安全保障需求不断延伸扩展，这对于传统的信息安全市场来说是一块增量市场。

威胁情报：根据安全牛的估算，2017 年威胁情报的各种形态带来的收入为 5 亿到 8 亿元，约占整个安全市场的 1.25%到 2%。同时安全牛预测到 2020 年威胁情报市场的规模有可能超过 12 亿元，从 17 到 20 年的复合增速在 24%左右。360 企业安全、思科、绿盟等厂商市场份额领先。

态势感知：根据安全牛的统计，2017 年国内态势感知市场规模约计 20 亿人民币，占整个安全市场的 5%左右，同时安全牛预测到 2020 年态势感知市场将达到 50 亿元左右，复合增速高达 36%。360、安恒信息、华为、绿盟等厂商竞争力靠前。

云安全：根据 Gartner 的报告，2017 年全球云安全服务市场规模大约为 58.51 亿美元，同比增长 21%，根据 Gartner 的预测，全球云安全产业规模将在 2021 年达到 103.55 亿美元，复合增速 15%。国内方面，据赛迪顾问调查统计，2018 年，中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，增长率为 44.8%。虽然中国云安全市场目前仍处于起步阶段，但整体的市场规模会随着云计算市场规模的增长而快速崛起。

数据安全：数据安全起步较早，根据赛迪的报告，2018 年数据安全市场规模达 28 亿元，同比增长 30%，随着大数据产业的快速发展将催生数据安全需求不断增加，同时赛迪预测数据安全 19-21 年复合增速还将保持 35%左右。竞争格局方面，启明星辰、绿盟科技、天融信、神州泰岳和时代亿信等企业市场份额排名靠前。

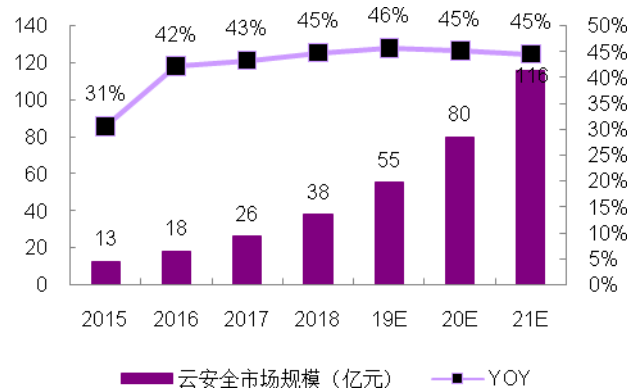
物联网安全：物联网作为通信行业新兴应用，在万物互联的大趋势下，市场规模快速增长，相应的安全需求也快速增长。根据赛迪顾问《2019 中国网络发展白皮书》统计数据，2018 年，我国物联网安全市场规模达到 88.2 亿元，增速达到 34.7%，预计到 2021 年，物联网安全市场规模将达到 301.4 亿元。

图 16：全球云安全市场规模及其预测



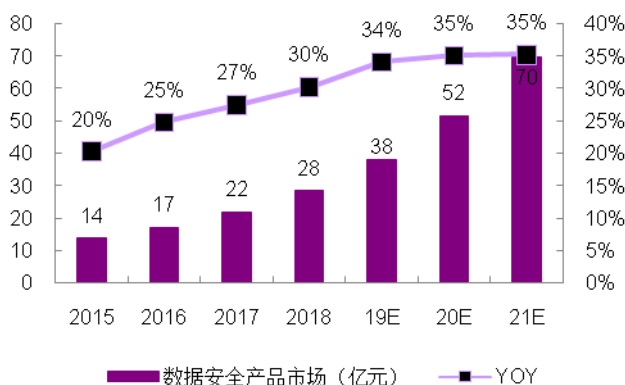
资料来源：Gartner，18-21 年为 Gartner 预测数据

图 17：我国云安全市场规模及其预测



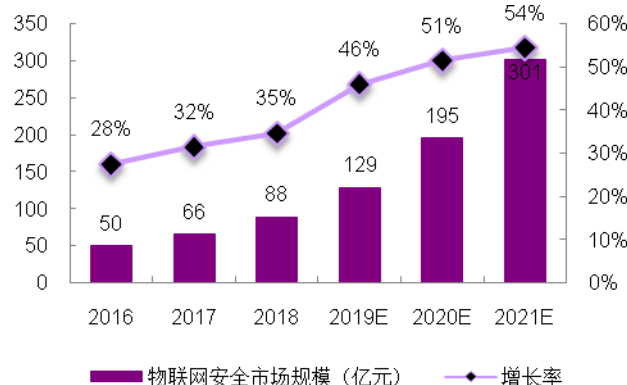
资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

图 18：我国数据安全市场规模及其预测



资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

图 19：我国物联网安全市场规模及其预测

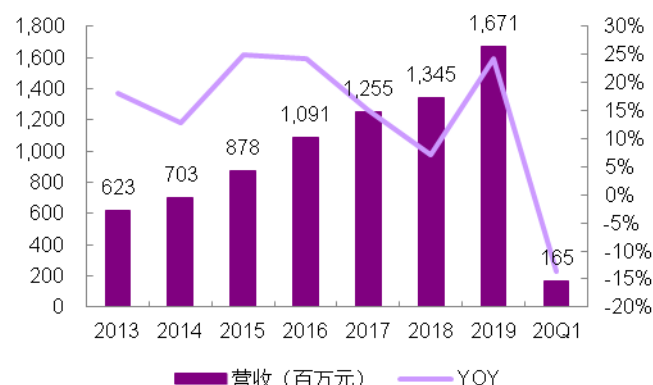


资料来源：CCID，19-21 年为 CCID 预测数据

2.4、多项财务指标预示公司业务明显好转

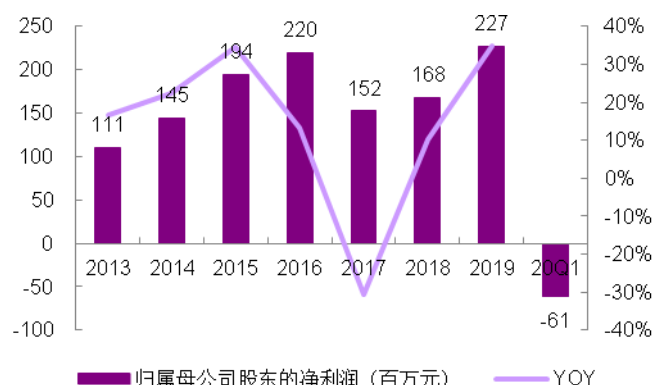
公司近年来营业收入快速增长，19 年收入明显改善。营业收入从上市以来的 2013 年的 6.23 亿元增长到 2019 年的 16.71 亿元，复合增长率高达 17.87%；归母净利润从 2016 年的 1.11 亿元增加到 2019 年的 2.27 亿元，复合增长率达到 12.70%。其中 2019 年收入和归母净利润分别增长 24.24% 和 34.77%，增速相比 2018 年明显回升。由于疫情对 2020 年一季度订单交付和收入确认造成一定的影响，20Q1 实现收入 1.65 亿元，同比减少 13.74%；实现归母净利润 -6066 万元，同比减少 149%。

图 20：公司上市以来收入稳健增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 21：公司上市以来净利润情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

此外，除了收入以外，多项现金流量表和资产负债表指标改善也十分明显。

现金流量表方面：公司 2019 年销售商品提供劳务收到的现金为 18.16 亿元，同比增长 31.31%，增速明显快于收入增速，这也是公司连续三年销售商品提供劳务收到的现金的增速快于收入增速。此外，公司经营性现金流净额为 3.46 亿元，相比 18 年 0.85 亿元改善明显，现金流明显改善。

资产负债表方面：公司 2019 年应收账款余额为 7.27 亿元，相比 2018 年 8.42 亿元明显减少，应收账款占收入的比重也从 2018 年的 62.6% 下降到了 2019 年的 43.5%。20Q1 应收账款余额为 6.66，公司进一步加大回款力度。象征着公司部分新签合同提前打款的预收账款 2019 年为 0.95 亿元，相比往年的金额有明显的提升。

上述财务指标 2019 年明显好转，预示着公司 2019 年业务明显好转。考虑到引入中国电科作为第一大股东带来政府领域突破的帮助和公司新兴安全领域布局带来的收入弹性，预计公司未来业务和收入还将保持稳健增长。

表 6：现金流流量表和资产负债表多项指标改善更加明显

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	20Q1
营收 (百万元)	703	878	1,091	1,255	1,345	1,671	165
YOY	13%	24.90%	24.27%	15.07%	7.17%	24.24%	-90%
销售商品获得的现金(百万元)	764	845	1,029	1,248	1,383	1,816	340
YOY	43%	10.56%	21.79%	21.30%	10.86%	31.31%	
销售商品获得的现金/收入	108.7%	96.2%	94.3%	99.4%	102.8%	108.7%	206.0%
经营性现金流净额 (百万元)	99	135	94	76	85	346	-5
应收账款 (百万元)	373	552	697	766	842	727	666
应收账款占收入比重	53.0%	62.9%	63.9%	61.0%	62.6%	43.5%	
预收账款 (百万元)	20	20	46	44	37	95	87

资料来源：wind，光大证券研究所

3、静待净利率回升

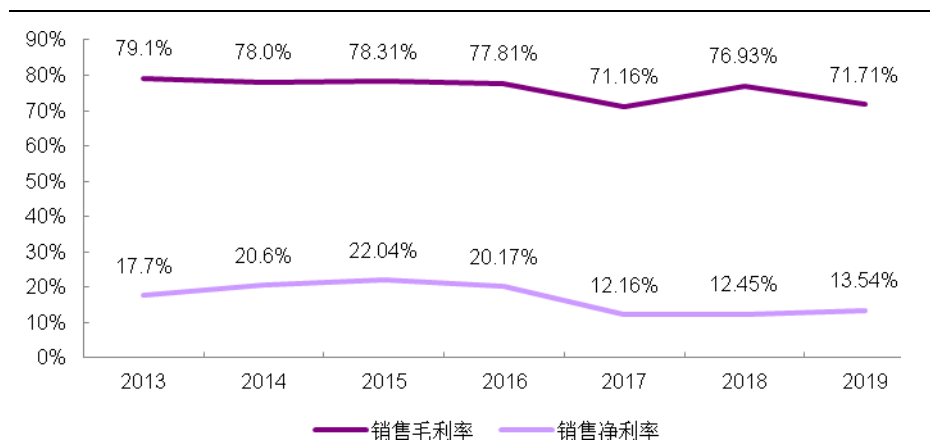
2016 年-2019 年，公司毛利率分别为 77.81%、71.16%、76.93%和 71.71%，受产品形态和业务结构的波动的影响，近年来公司毛利率有所波动，但仍然略高于信息安全可比公司平均值，公司盈利能力强劲。

表 7：可比公司净利率和毛利率情况

证券代码	证券简称	毛利率					净利率				
		2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
002212.SZ	南洋股份	15%	13%	25%	25%	27%	2%	2%	8%	8%	6%
天融信		76%		79%	65%	62%	27%		35%	29%	23%
300454.SZ	深信服	81%	79%	75%	73%	72%	25%	15%	23%	19%	17%
深信服（剔除超融合）		87%	88%	89%	88%	83%					
002439.SZ	启明星辰	68%	67%	65%	65%	66%	17%	14%	19%	22%	22%
688030.SH	山石网科		75%	78%	76%	76%		0.36%	13.0%	12.3%	13%
688023.SH	安恒信息		67%	68%	71%	69%		-0.02%	12.1%	12.1%	10%
688168.SH	安博通	68%	65%	66%	66%	66%	-10%	9%	23%	31%	29%
A20108.SH	奇安信			75%	56%	57%			-86%	-52%	-18%
平均值		75%	72%	74%	70%	68%					
300369.SZ	绿盟科技	78%	78%	71%	77%	72%	22%	20%	12%	12%	14%

资料来源：wind，光大证券研究所

图 22：公司近年来盈利能力情况



资料来源：wind，光大证券研究所

2016 年-2019 年公司净利率分别为 20.17%、12.16%、12.45%和 13.54%，呈现先大幅降低后缓慢上升的趋势。公司 2017-2019 的净利率相比往年 20%左右的净利率大幅下滑的主要有两方面因素：1、员工增长速度快于收入增速导致费用增加；2、毛利率波动；3、海外业务的亏损。

2017-2018 年，公司员工分别增长 13.22%和 24.18%，从而拉动期间费用率达到 65.45%和 68.59%，相比往年增加明显，而考虑到 2017 年和 2018 年收入增长分别为 15.07%和 7.17%，分别表现为人员增长优势不明显和收

入增速低于人员增长，导致当前净利率明显下滑，该因素在 2019 年已明显改善。

公司从 2008 年开始拓展海外业务，14 年成立海外业务的载体绿盟科技（香港），2016-2019 年子公司绿盟科技（香港）、净利润分别为-0.98、-0.67、-0.44 和-0.38 亿元，亏损金额占利润比重较大，剔除海外业务影响，上市公司净利率分别为 29.14%、17.50%、15.76%和 15.80%，相比公司净利率明显增加。随着公司国内业务的快速发展，未来海外业务的占比将逐步降低，海外业务亏损对净利率的影响也将逐步减少。

受毛利率波动影响，2017 年和 2019 年毛利率相比往年较少。

公司 2017 年净利率较低主要是受毛利率下降、海外亏损较大和收入增长相比人员增长优势不明显三方面因素影响。2018 年净利率较低主要是受人员增长快于收入增长带来的费用率增加和海外亏损较大的两方面因素影响。2019 年净利率回升不明显主要是受毛利率下降和海外亏损两方面因素影响。

考虑到未来海外业务的占比将逐步降低，海外业务亏损对净利率的影响也将逐步减少，叠加毛利率未来波动回升，公司净利率有望稳步回升。

表 8：公司近年来员工人数和财务指标情况

	2015	2016	2017	2018	2019
营收（百万元）	878	1,091	1,255	1,345	1,671
YOY	24.90%	24.27%	15.07%	7.17%	24.24%
员工总数(人)	1,765	1,936	2,192	2,722	2,941
YOY	9.36%	9.69%	13.22%	24.18%	8.05%
毛利率	78.31%	77.81%	71.16%	76.93%	71.16%
期间费用率	63.16%	60.53%	65.45%	68.59%	61.46%
净利率	22.04%	20.17%	12.16%	12.45%	13.54%

资料来源：wind，光大证券研究所

表 9：海外业务对公司整理利润影响较大

	项目	2016	2017	2018	2019
绿盟科技（香港）	营业收入（百万元）	19.43	45.89	43.57	27.73
	净利润（百万元）	-97.72	-67.26	-43.96	-37.58
上市公司	剔除海外亏损后的净利润（百万元）	317.84	219.63	212.03	264.09
	剔除海外亏损后的净利率	29.14%	17.50%	15.76%	15.80%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：绿盟科技（香港）2016 年采用美国子公司数据，其余年份采用合并口径数据

4、投资建议

维持 20-22 年的收入预测分别为 21.32、27.64 和 33.22 亿元。维持 20-22 年归属于母公司净利润预测分别为 3.77、5.04 和 6.65 亿元。展望 2020 年，等保 2.0 开始实施，《密码法》逐步落地，数据安全和关保领域政策有望颁布，建党和建军 100 周年催生安保需求，网络安全行业还将保持高速增长。

看好公司引入中国电科作为股东带来政府领域的突破、新兴安全领域的布局带来的收入和海外亏损占比降低及毛利率提升带来的净利率回升，维持“增持”评级。

5、风险分析

新兴安全拓展不及预期：新兴安全领域技术门槛较高，竞争激烈，公司在态势感知、云安全等新兴安全领域并没有形成绝对的领先优势，公司有在新兴安全领域拓展不及预期的风险。

政府领域突破不及预期：政府领域是公司传统弱势领域，中电科的引入虽然对政府领域的突破有助力，但是还有突破不及预期的风险。

信息安全政策落地不及预期：信息安全受政策影响比较大，但政策在落地过程中存在诸多不确定，未来有政策落地不及预期得风险。

竞争加剧的风险：近年来多家信息安全企业 A 股上市，这有助于提高竞争对手的资金充裕度，参与者增加和融资金额增加有行业竞争加剧的风险。

市场整体估值水平下降。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,345	1,671	2,132	2,764	3,322
营业成本	310	473	557	690	793
折旧和摊销	84	102	100	149	198
税金及附加	16	17	21	28	33
销售费用	508	596	746	940	1,123
管理费用	143	120	149	194	233
研发费用	271	311	405	539	639
财务费用	5	-10	0	5	0
投资收益	41	44	46	46	46
营业利润	186	239	397	530	699
利润总额	186	236	393	525	693
所得税	19	10	16	22	29
净利润	167	226	377	503	664
少数股东损益	-1	0	0	0	-1
归属母公司净利润	168	227	377	504	665
EPS(按最新股本计)	0.21	0.28	0.47	0.63	0.83

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	85	346	191	261	505
净利润	168	227	377	504	665
折旧摊销	84	102	100	149	198
净营运资金增加	756	-161	569	659	348
其他	-923	178	-855	-1,050	-706
投资活动产生现金流	-510	-206	-8	-122	-130
净资本支出	-116	-175	-157	-168	-176
长期投资变化	0	30	0	0	0
其他资产变化	-394	-61	150	46	46
融资活动现金流	-87	-82	97	165	-344
股本变化	-4	-2	0	0	0
债务净变化	11	-104	136	237	-249
无息负债变化	-183	80	83	165	137
净现金流	-508	62	280	304	30

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	76.9%	71.7%	73.9%	75.0%	76.1%
EBITDA 率	17.7%	21.5%	22.0%	24.4%	26.5%
EBIT 率	11.1%	15.2%	17.4%	19.0%	20.6%
税前净利润率	13.8%	14.1%	18.4%	19.0%	20.9%
归母净利润率	12.5%	13.6%	17.7%	18.2%	20.0%
ROA	4.4%	5.5%	8.1%	9.2%	11.3%
ROE (摊薄)	5.4%	6.7%	10.2%	12.2%	14.2%
经营性 ROIC	4.7%	8.7%	10.4%	12.4%	14.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	19%	17%	20%	24%	20%
流动比率	4.07	4.49	4.10	3.47	4.26
速动比率	4.01	4.41	4.02	3.41	4.18
归母权益/有息债务	13.04	25.11	13.70	8.15	18.17
有形资产/有息债务	13.25	25.05	14.51	9.38	20.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,832	4,082	4,630	5,455	5,900
货币资金	1,230	1,212	1,493	1,797	1,827
交易性金融资产	0	460	460	454	448
应收账款	842	727	991	1,308	1,590
应收票据	246	422	512	663	797
其他应收款 (合计)	49	68	4	6	7
存货	40	53	66	82	94
其他流动资产	428	11	21	33	44
流动资产合计	2,855	2,974	3,574	4,379	4,846
其他权益工具	0	87	87	87	87
长期股权投资	0	30	30	30	30
固定资产	119	105	187	225	217
在建工程	0	70	52	39	29
无形资产	199	245	240	235	230
商誉	422	413	413	413	413
其他非流动资产	-	-	0	0	0
非流动资产合计	977	1,108	1,056	1,076	1,054
总负债	724	700	919	1,320	1,208
短期借款	238	135	271	507	258
应付账款	113	181	206	255	293
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	37	95	107	138	166
其他流动负债	0	0	9	22	33
流动负债合计	702	662	872	1,261	1,137
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	26	35	48	59
非流动负债合计	22	38	47	59	71
股东权益	3,108	3,382	3,711	4,135	4,692
股本	800	798	798	798	798
公积金	1,504	1,532	1,570	1,620	1,687
未分配利润	922	1,094	1,386	1,760	2,251
归属母公司权益	3,109	3,383	3,712	4,136	4,695
少数股东权益	-1	-1	-1	-2	-2

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	37.79%	35.67%	35.00%	34.00%	33.80%
管理费用率	10.66%	7.17%	7.00%	7.00%	7.00%
财务费用率	0.35%	-0.60%	0.01%	0.16%	-0.01%
研发费用率	20.14%	18.63%	19.00%	19.49%	19.23%
所得税率	10%	4%	4%	4%	4%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.06	0.06	0.10	0.13	0.18
每股经营现金流	0.11	0.43	0.24	0.33	0.63
每股净资产	3.89	4.24	4.65	5.18	5.88
每股销售收入	1.68	2.09	2.67	3.46	4.16

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	89	66	40	30	23
PB	4.8	4.4	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	63.3	40.9	31.4	22.3	16.8
股息率	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼