

绿盟科技 (300369)

证券研究报告

2022年08月30日

研发侧持续布局，订单增长助力下半年业绩修复

事件：公司发布 2022 年半年报，2022 年上半年实现营业收入 8.34 亿元，同比增长 8.11%；实现归母净利润-2.16 亿元，同比下降 2661%，扣非后归母净利润-2.22 亿元，同比下降 7020%。其中公司 2021 年半年报净利润绝对数值较小，从而导致 2022 年半年报净利润下降比例较大。

点评：

1、收入端：Q2 疫情显著影响上半年增速，订单情况好于收入

我们认为 Q2 疫情对公司上半年增速造成了一定拖累。单 Q2 来看，公司实现收入 5.08 亿元，同比下降 4.05%。就收入地区分布来看，公司 2022 年上半年东部、北部地区收入分别同比增长 3.04%和 20.74%，显著低于去年同期增长水平。

具体到产品线而言，公司 2022H1 安全产品和服务收入分别为 5.33/2.89 亿元，分别同比增长 1.7%/24%，对应收入占比为 64%/35%，安全产品收入上半年增速放缓对公司整体收入增长产生了较大影响。

分行业而言，公司上半年能源、运营商、金融、政府及其他行业分别实现收入 2.19/2.1/1.35/2.71 亿元，分别在总收入中占比 26%/25%/16%/32%。其中运营商和能源行业收入在疫情影响下分别实现 35%和 41%的同比增长，体现出下游行业需求的景气度持续。

从订单层面来看，公司上半年订单增长快于收入，我们判断疫情影响产品交付从而导致收入确认慢于订单增长。考虑到公司上半年存货和合同负余额增长显著，我们预期公司下半年收入增长有望随着订单交付逐步恢复。

2、利润端：收入增长放缓拉低毛利率水平，全年利润有改善空间

公司上半年毛利率为 60%，相较于去年同期下降 7pct，其中安全产品/服务分别下降 5.8/10pct，我们判断主要原因为公司收入增速低于往年同期，导致部分固定人员成本占比增大，从而带来整体毛利率的下降。展望全年随着收入增长回升，人员成本占比有望进一步摊薄，从而将毛利率水平拉回去年同期水平。

公司上半年在研发和销售端费用投入增大，研发/销售/管理费用分别为 2.81/3.51/0.94 亿元，同比增长 57%/22%/19%，扣除股份支付费用后，对应费用分别为 2.65/3.34/0.8 亿元，同比增长 48%/16%/2%。尽管费用投入增长仍保持了一定惯性，但我们认为公司控费效果初显，具体体现为销售费用增长幅度缩窄、研发费用的持续环比下降，展望全年我们预期毛利率的回升和控费举措的持续有望缓解利润端压力。

3、业务端：持续布局产品力，渠道变革助力市场拓展

公司的费用投入持续向研发侧重，加大新产品研发和战略布局。上半年公司发布魔力防火墙、SD-WAN 防火墙等新产品，对产品能力持续布局。

渠道方面，公司继续深化渠道变革，从多方面做出了更深入的调整和革新，使渠道成为公司业务增长的放大器，以实现业绩长期持续稳健增长。

考虑到公司 Q2 收入受到疫情影响下滑，且部分新业务领域投入仍将持续，我们调整此前财务预测，预测公司 22-24 年收入 32.09/40.11/50.14 亿元（原预测 33.92/43.75/54.69 亿元），归母净利润为 3.08/5.32/7.33 亿元（原预测 4.41/5.61/7.06 亿元）。同时考虑到公司在手订单增速快于收入增速，有望在下半年交付实施，同时利润端存在改善空间，维持“买入”评级

风险提示：疫情反复导致业务开展收到影响；核心技术人才流失；受宏观经济影响下游采购需求下降；行业竞争加剧等风险

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	798.58
流通 A 股股本(百万股)	734.57
A 股总市值(百万元)	7,786.20
流通 A 股市值(百万元)	7,162.07
每股净资产(元)	4.29
资产负债率(%)	21.78
一年内最高/最低(元)	23.31/8.56

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
刘静一	联系人
liujingyia@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《绿盟科技-年报点评报告:变革带来短期运营波动，展望长期信心不减》2022-04-17
- 《绿盟科技-季报点评:渠道建设加速应收运转，研发增长坚定战略布局》2021-10-31
- 《绿盟科技-半年报点评:渠道持续赋能，“全行业”受益网安高景气度》2021-08-30

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,010.04	2,609.00	3,209.06	4,011.33	5,014.16
增长率(%)	20.28	29.80	23.00	25.00	25.00
EBITDA(百万元)	806.85	950.23	501.43	765.13	967.42
归属母公司净利润(百万元)	301.13	344.54	307.85	532.36	732.72
增长率(%)	32.94	14.42	(10.65)	72.93	37.64
EPS(元/股)	0.38	0.43	0.39	0.67	0.92
市盈率(P/E)	25.86	22.60	25.29	14.63	10.63
市净率(P/B)	2.23	2.14	1.97	1.77	1.55
市销率(P/S)	3.87	2.98	2.43	1.94	1.55
EV/EBITDA	12.70	11.59	11.30	7.09	4.84

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	636.85	702.97	953.67	992.79	1,489.57	营业收入	2,010.04	2,609.00	3,209.06	4,011.33	5,014.16
应收票据及应收账款	1,297.46	1,693.86	1,807.19	2,346.28	2,566.99	营业成本	594.42	1,007.34	1,206.93	1,508.66	1,885.83
预付账款	18.52	42.59	42.40	56.57	67.06	营业税金及附加	22.80	28.33	34.72	44.16	54.63
存货	64.78	147.65	95.29	211.38	175.49	销售费用	610.93	712.13	840.31	941.15	1,129.38
其他	1,143.31	588.71	688.13	740.08	859.83	管理费用	137.40	165.56	173.84	182.53	191.66
流动资产合计	3,160.91	3,175.78	3,586.66	4,347.10	5,158.94	研发费用	357.20	503.31	679.47	815.36	1,019.20
长期股权投资	33.91	123.45	123.45	123.45	123.45	财务费用	(4.31)	3.23	(5.44)	(8.58)	(10.94)
固定资产	232.69	243.10	203.87	164.63	125.40	资产/信用减值损失	(88.91)	(33.90)	(34.09)	(52.30)	(40.10)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	11.70	97.21	54.46	75.83	65.14
无形资产	255.76	289.05	198.17	107.29	16.42	投资净收益	39.96	27.73	37.26	34.98	33.33
其他	690.59	933.66	1,036.69	1,182.90	1,375.28	其他	(6.89)	(285.24)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,212.95	1,589.26	1,562.18	1,578.28	1,640.54	营业利润	335.75	383.30	336.86	586.56	802.77
资产总计	4,373.87	4,765.04	5,148.85	5,925.38	6,799.48	营业外收入	0.87	1.12	1.05	1.02	1.06
短期借款	32.64	31.94	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.31	8.48	5.26	5.68	6.48
应付票据及应付账款	235.18	384.99	358.06	570.76	590.26	利润总额	333.32	375.94	332.65	581.89	797.35
其他	404.98	447.04	688.41	761.13	944.73	所得税	32.06	30.97	24.41	48.87	63.72
流动负债合计	672.80	863.97	1,046.47	1,331.89	1,534.99	净利润	301.26	344.97	308.24	533.02	733.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.13	0.43	0.38	0.66	0.92
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	301.13	344.54	307.85	532.36	732.72
其他	53.91	127.52	156.85	196.07	245.08	每股收益(元)	0.38	0.43	0.39	0.67	0.92
非流动负债合计	53.91	127.52	156.85	196.07	245.08						
负债合计	877.85	1,129.20	1,203.32	1,527.95	1,780.08	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(0.68)	(0.25)	0.08	0.64	1.42	成长能力					
股本	798.14	798.58	798.58	798.58	798.58	营业收入	20.28%	29.80%	23.00%	25.00%	25.00%
资本公积	1,389.93	1,332.92	1,381.28	1,381.28	1,381.28	营业利润	40.51%	14.16%	-12.12%	74.12%	36.86%
留存收益	1,460.56	1,744.72	2,005.72	2,457.05	3,078.26	归属于母公司净利润	32.94%	14.42%	-10.65%	72.93%	37.64%
其他	(151.94)	(240.14)	(240.14)	(240.14)	(240.14)	获利能力					
股东权益合计	3,496.01	3,635.84	3,945.53	4,397.42	5,019.40	毛利率	70.43%	61.39%	62.39%	62.39%	62.39%
负债和股东权益总计	4,373.87	4,765.04	5,148.85	5,925.38	6,799.48	净利率	14.98%	13.21%	9.59%	13.27%	14.61%
						ROE	8.61%	9.48%	7.80%	12.11%	14.60%
						ROIC	18.70%	22.97%	15.47%	29.02%	35.77%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	20.07%	23.70%	23.37%	25.79%	26.18%
净利润	301.26	344.97	307.85	532.36	732.72	净负债率	-17.28%	-17.50%	-24.17%	-22.58%	-29.68%
折旧摊销	111.31	132.36	130.11	130.11	130.11	流动比率	3.84	3.17	3.43	3.26	3.36
财务费用	2.14	4.78	(5.44)	(8.58)	(10.94)	速动比率	3.76	3.02	3.34	3.11	3.25
投资损失	(39.96)	(27.73)	(37.26)	(34.98)	(33.33)	营运能力					
营运资金变动	138.22	(529.36)	(72.77)	(488.47)	(195.44)	应收账款周转率	1.64	1.74	1.83	1.93	2.04
其它	(66.85)	150.85	54.84	76.50	66.06	存货周转率	34.22	24.56	26.42	26.16	25.92
经营活动现金流	446.12	75.87	377.33	206.93	689.18	总资产周转率	0.48	0.57	0.65	0.72	0.79
资本支出	161.70	183.67	(29.33)	(39.21)	(49.02)	每股指标(元)					
长期投资	3.67	89.55	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.38	0.43	0.39	0.67	0.92
其他	(909.22)	29.04	(37.33)	(56.05)	(42.66)	每股经营现金流	0.56	0.10	0.47	0.26	0.86
投资活动现金流	(743.85)	302.25	(66.67)	(95.27)	(91.68)	每股净资产	4.38	4.55	4.94	5.51	6.28
债权融资	(97.75)	30.98	(61.42)	8.58	10.94	估值比率					
股权融资	(161.61)	(197.20)	1.45	(81.12)	(111.65)	市盈率	25.86	22.60	25.29	14.63	10.63
其他	146.31	(144.08)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	2.23	2.14	1.97	1.77	1.55
筹资活动现金流	(113.05)	(310.29)	(59.97)	(72.55)	(100.72)	EV/EBITDA	12.70	11.59	11.30	7.09	4.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.66	13.33	15.26	8.54	5.59
现金净增加额	(410.78)	67.84	250.69	39.12	496.79						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com