

# 绿盟科技 (300369.SZ)

## 坚持渠道战略，AI+安全产品值得期待

买入

### 核心观点

**22年和23Q1营收均略有增长。**公司发布2022年报，全年实现收入26.29亿元(+0.76%)，归母净利润0.28亿元(-91.77%)，扣非归母净利润0.11亿元(-95.37%)。单Q4来看，公司收入12.41亿元(-9.87%)，归母净利润2.82亿元(-24.68%)，扣非归母净利润2.89亿元(+0.83%)。2022年宏观环境对公司业务产生较大影响，收入增速有所放缓。公司23Q1收入3.29亿元(+0.77%)，归母净利润-1.81亿元(-57.14%)，扣非归母净利润-1.88亿元(-64.69%)。公司一季度仍处于逐步恢复过程中。

**加大研发投入，坚持渠道转型。**公司持续加大研发投入，研发人员达到1534人(+24.01%)，导致研发费用增长较快。公司22年销售、管理、研发费用率分别为33.29%(+3.99pct)、7.12%(+0.20pct)、22.78%(+3.49pct)。但公司也加强了费用管控，费用增速有所下滑，23Q1延续降速趋势。分产品来看，公司安全产品收入16.73亿元(+4.43%)，安全服务收入7.74亿元(+4.39%)，第三方产品收入1.81亿元(-31.46%)。行业方面，金融收入4.03亿元(-3.34%)，电信运营商5.75亿元(-3.86%)，能源及企业收入7.23亿元(+11.31%)，政府及事业单位收入9.27亿元(-1.71%)。22年渠道收入下滑16.25%，但公司坚定推进渠道转型，在22年宏观环境不利下，公司与签约渠道推出“同舟共济”渠道政策，共克时艰。截止22年底，公司共计签约超过3500家合作伙伴，其中核心合作伙伴超过2500家，其中战略合作伙伴与生态合作伙伴超30家。

**新业务订单高增长，AI+安全产品有望在三季度发布。**数据安全领域，公司实现了45%的业务增长，相关产品订单总量达到2.52亿元；其中全资子公司亿赛通数据安全核心业务增长超50%；同时，公司与海光公司联合发布了“数安湖”隐私计算平台，并完成了多客户试点。云安全领域相关产品与服务同比增长超过75%，订单总量3.97亿。工业互联网领域订单金额约7800万元，同比增长22.30%。在AI领域公司一直坚持投入，探索以AI SecOps、SecXOps和安全知识图谱为代表的AI+安全方向。基于公司多年积累的攻防知识、运营数据与威胁情报，公司计划在今年第三季度发布基于类GPT技术的智能安全服务机器人，实现对安全运营的智能化支撑。

**风险提示：**宏观经济影响IT支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。预计2023-2025年营业收入32.13/40.08/48.61亿元，增速分别为22%/25%/21%，归母净利润为3.10/4.77/6.02亿元，对应当前PE为31/20/16倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,609	2,629	3,213	4,008	4,861
(+/-%)	29.8%	0.8%	22.2%	24.7%	21.3%
净利润(百万元)	345	28	310	477	602
(+/-%)	14.4%	-91.8%	992.3%	54.1%	26.0%
每股收益(元)	0.43	0.04	0.39	0.60	0.75
EBIT Margin	7.4%	-1.9%	5.9%	8.6%	9.4%
净资产收益率(ROE)	9.5%	0.8%	7.9%	11.1%	12.6%
市盈率(PE)	28.3	343.2	31.4	20.4	16.2
EV/EBITDA	34.3	118.5	49.1	29.9	23.8
市净率(PB)	2.68	2.66	2.49	2.27	2.04

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：库宏焱

021-60875168

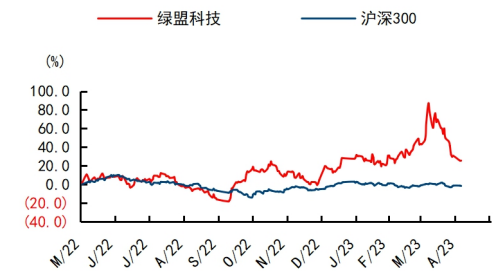
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.19元
总市值/流通市值	9735/8954百万元
52周最高价/最低价	18.72/7.81元
近3个月日均成交额	449.85百万元

#### 市场走势



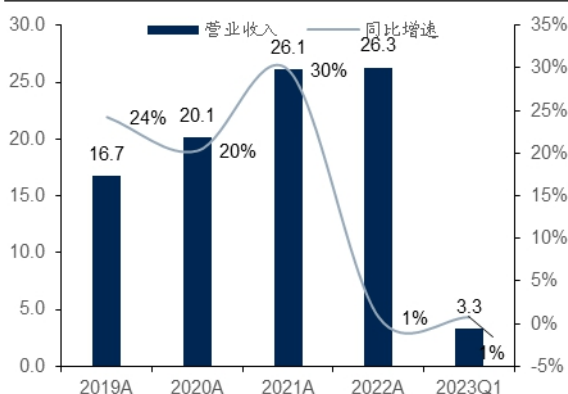
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《绿盟科技(300369.SZ)——2022中报点评-合同负债增长39%，不断推出新产品和方案》——2022-08-28
- 《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

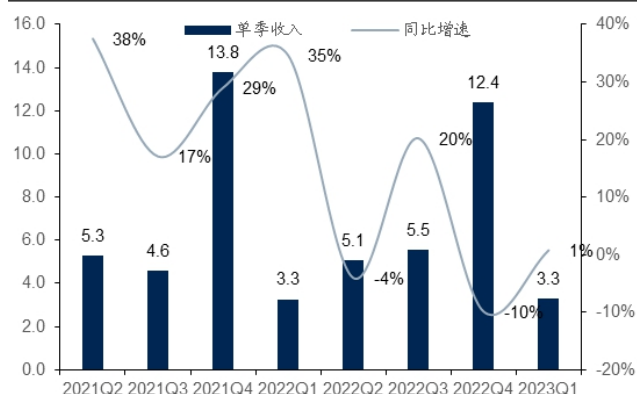
公司发布 2022 年报，全年实现收入 26.29 亿元 (+0.76%)，归母净利润 0.28 亿元 (-91.77%)，扣非归母净利润 0.11 亿元 (-95.37%)。单 q4 来看，公司收入 12.41 亿元 (-9.87%)，归母净利润 2.82 亿元 (-24.68%)，扣非归母净利润 2.89 亿元 (+0.83%)。2022 年宏观环境对公司业务产生较大影响，收入增速有所放缓。公司 23Q1 收入 3.29 亿元 (+0.77%)，归母净利润-1.81 亿元 (-57.14%)，扣非归母净利润-1.88 亿元 (-64.69%)。公司一季度仍处于逐步恢复过程中。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



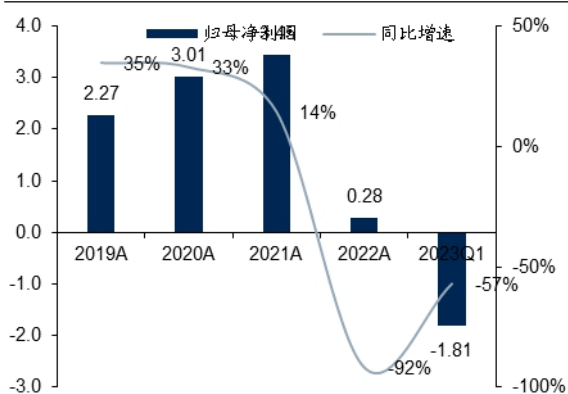
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



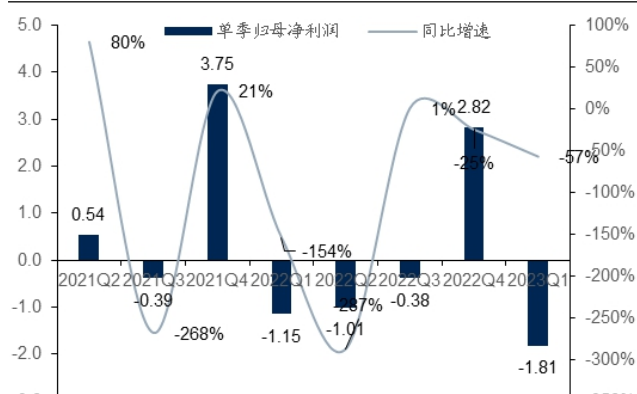
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

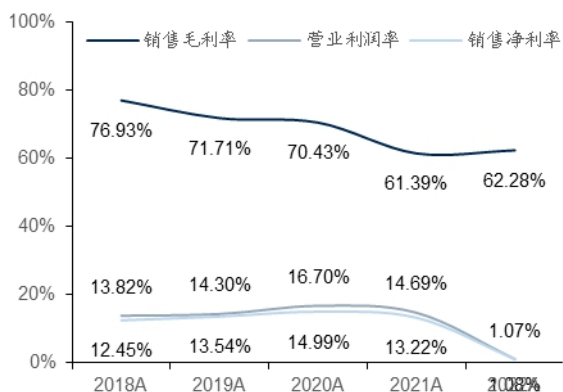
图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

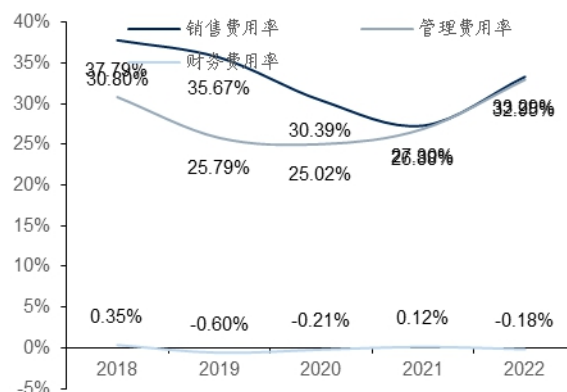
公司 2022 年毛利率 62.28%，较上年提高 0.89 个百分点；主要系公司加强内部审批和规范管理，积极推进工程交付的集约化和工具化，大力提升交付效率。公司 22 年销售、管理、研发费用率分别为 33.29% (+3.99 pct)、7.12% (+0.20 pct)、22.78% (+3.49 pct)。但公司也加强了费用管控，费用增速有所下滑，23Q1 延续降速趋势。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

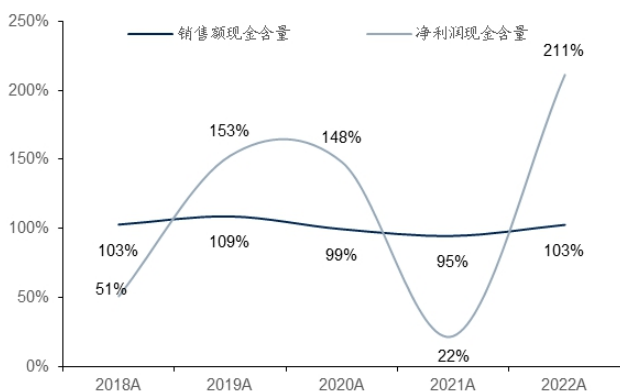
图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司销售商品提供劳务收到现金 26.98 亿元，同比增加 9.27%。公司实现了经营活动现金流量净额为 5992.66 万元，同比减少 21.02%。公司与签约渠道推出“同舟共济”渠道政策，延长收款账期，共克时艰，应收周转天数有所提升；存货周转天数也有所提升。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入 32.13/40.08/48.61 亿元，增速分别为 22%/25%/21%，归母净利润为 3.10/4.77/6.02 亿元，对应当前 PE 为 31/20/16 倍，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	703	921	1000	1100	1200	营业收入	2609	2629	3213	4008	4861
应收款项	1745	1998	2441	3045	3694	营业成本	1007	992	1181	1466	1743
存货净额	148	282	343	426	507	营业税金及附加	28	25	31	38	47
其他流动资产	85	35	43	53	64	销售费用	712	875	932	1122	1361
<b>流动资产合计</b>	<b>3176</b>	<b>3239</b>	<b>3830</b>	<b>4628</b>	<b>5469</b>	管理费用	166	187	206	234	281
固定资产	243	265	285	300	308	研发费用	503	599	675	802	972
无形资产及其他	284	335	323	310	298	财务费用	3	(5)	(8)	(5)	(3)
投资性房地产	938	941	941	941	941	投资收益	28	1	5	5	5
长期股权投资	123	124	154	184	214	资产减值及公允价值变动	103	(11)	(50)	(50)	(50)
<b>资产总计</b>	<b>4765</b>	<b>4904</b>	<b>5533</b>	<b>6362</b>	<b>7229</b>	其他收入	(440)	(516)	(515)	(627)	(782)
短期借款及交易性金融负债	67	78	192	295	323	营业利润	383	28	311	480	606
应付款项	385	542	660	820	975	营业外净收支	(7)	(9)	1	1	1
其他流动负债	550	507	604	736	884	<b>利润总额</b>	<b>376</b>	<b>19</b>	<b>312</b>	<b>481</b>	<b>607</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1002</b>	<b>1127</b>	<b>1456</b>	<b>1851</b>	<b>2182</b>	所得税费用	31	(10)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	3	4	5
其他长期负债	128	118	168	218	268	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>345</b>	<b>28</b>	<b>310</b>	<b>477</b>	<b>602</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>128</b>	<b>118</b>	<b>168</b>	<b>218</b>	<b>268</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1129</b>	<b>1245</b>	<b>1624</b>	<b>2069</b>	<b>2451</b>	净利润	345	28	310	477	602
少数股东权益	(0)	(0)	2	5	9	资产减值准备	3	(2)	0	(0)	0
股东权益	3636	3659	3907	4288	4770	折旧摊销	124	142	43	49	55
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4765</b>	<b>4904</b>	<b>5533</b>	<b>6362</b>	<b>7229</b>	公允价值变动损失	(103)	11	50	50	50
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	3	(5)	(8)	(5)	(3)
每股收益	0.43	0.04	0.39	0.60	0.75	营运资本变动	(542)	(235)	(248)	(356)	(387)
每股红利	0.08	0.07	0.08	0.12	0.15	其它	(2)	2	2	3	4
每股净资产	4.55	4.58	4.89	5.37	5.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>(176)</b>	<b>(54)</b>	<b>157</b>	<b>224</b>	<b>323</b>
ROIC	9.15%	2.36%	6%	9%	10%	资本开支	0	(55)	(101)	(101)	(101)
ROE	9.48%	0.78%	8%	11%	13%	其它投资现金流	576	492	0	0	0
毛利率	61%	62%	63%	63%	64%	<b>投资活动现金流</b>	<b>486</b>	<b>436</b>	<b>(131)</b>	<b>(131)</b>	<b>(131)</b>
EBIT Margin	7%	-2%	6%	9%	9%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	4%	7%	10%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	30%	1%	22%	25%	21%	支付股利、利息	(61)	(53)	(62)	(95)	(120)
净利润增长率	14%	-92%	992%	54%	26%	其它融资现金流	(121)	(58)	115	103	28
资产负债率	24%	25%	29%	33%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(244)</b>	<b>(164)</b>	<b>53</b>	<b>7</b>	<b>(92)</b>
股息率	0.6%	0.5%	0.6%	1.0%	1.2%	<b>现金净变动</b>	<b>66</b>	<b>218</b>	<b>79</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
P/E	28.3	343.2	31.4	20.4	16.2	货币资金的期初余额	637	703	921	1000	1100
P/B	2.7	2.7	2.5	2.3	2.0	货币资金的期末余额	703	921	1000	1100	1200
EV/EBITDA	34.3	118.5	49.1	29.9	23.8	企业自由现金流	0	(223)	(118)	(62)	24
						权益自由现金流	0	(281)	5	45	55

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