东兴证券 DONGXING SECURITIES

绿盟科技（300369）：渠道建设+股权调整，助力公司发展新阶段

2020 年 09 月 11 日

推荐/首次

绿盟科技 | 公司报告

绿盟科技的创新能力和科技研发能力是公司的核心竞争力。公司连续多年居 Frost&Sullivan 亚太地区分布式拒绝服务攻击市场排名第一，连续七年获得 IDC 报告国内市场占有率第一，并成为国内唯一安全厂商入选 Gartner WAF 魔力象限。

从合规和风险管理向数字化转型赋能转型，我国信息安全市场潜力巨大，需求升级有望带动行业集中度提升。等级保护 2.0 标准落地，企事业单位将进一步加大信息安全产品和服务的投入。2018 年我国信息安全市场为 495.2 亿元，赛迪预测，到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。工信部网站《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》指出，到 2025 年，网络安全产业规模超过 2000 亿。预计未来五年保持 20%以上的增长速度仍是大概率事件。同时，网络安全需求从单一的信息安全产品需求逐渐发展升级为安全产品、安全集成与安全服务相互交织的解决方案需求。安全服务化趋势要求更加全面的综合服务能力和完整可靠的安全解决方案，提高了行业竞争门槛，安全市场集中度有望提升。

业务与技术双管齐下为公司注入新动力

2019 年公司股权有了大幅调整，中电科成为公司第一大股东，有望帮助绿盟科技和政府企业深入合作，扩大政府业务，扩展公司的销售渠道，促进公司的收入增长。在销售方面公司拓宽销售渠道，引入数名原华为企业 BG 高管负责公司渠道业务，通过吸纳人才为公司扩大业务范围助力，同时公司投入丰厚的资金用于渠道激励，构建完善专业的 NSP 渠道服务体系，开放安全服务市场空间给合作伙伴。渠道有望真正成为公司业务增长的放大器。

2019 年公司营业收入增长率有了显著提高，销售费率也达到了近年来最低水平，2020 年一季度由于受疫情与复工复产缓慢的影响，公司营业收入同比下降 13.7%，而随着二季度疫情得到有效控制，行业上下游企业复工复产快速推进，公司二季度营业收入较去年同期增长 16.66%，上半年营业收入增速实现由负转正，同比增长 5.5%。与其余信息安全行业公司相比，公司 2020 年上半年的营业收入增速较为可观，和去年同期的增速相比下降幅度较小，说明了公司收入增长动力强劲，拐点日益凸显。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.98、3.97 和 5.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.37、0.50 和 0.67 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 54、41 和 31 倍。看好公司的渠道建设和产品线扩充，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：下游客户信息安全投入不及预期；政策实施不及预期；市场竞争加剧风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,345.04	1,671.09	2,157.20	2,842.18	3,678.35
增长率（%）	7.17%	24.24%	29.09%	31.75%	29.42%
净归母利润（百万元）	168.07	226.51	298.38	397.43	538.60
增长率（%）	10.31%	34.77%	31.73%	33.20%	35.52%
净资产收益率（%）	5.41%	6.70%	8.28%	10.19%	12.52%
每股收益(元)	0.21	0.28	0.37	0.50	0.67
PE	96.33	72.25	54.11	40.63	29.98
PB	5.20	4.77	4.48	4.14	3.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

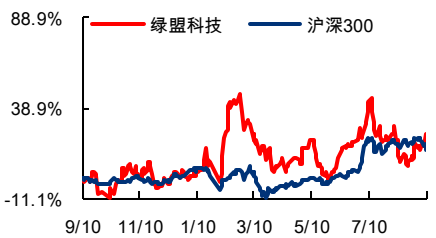
公司是国内领先的企业级网络安全解决方案供应商。主要服务于政府、电信运营商、金融、能源、互联网等领域的企业级用户，向用户提供网络及终端安全产品、Web 及应用安全产品、合规及安全管理产品等信息安全产品，并提供专业安全服务。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	26.79-16.2
总市值（亿元）	172.39
流通市值（亿元）	156.78
总股本/流通 A 股（万股）	79,812/72,583
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050004

研究助理：陈晓博

010-66555574 chenxb_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070046

目 录

1. 创新和研发能力优势明显的网安领导企业 4
1.1 技术能力领先，产品布局全面 4
1.2 历史业绩波动，管理调整迎来拐点 6
2. 内外动力共促信息安全行业快步发展 9
2.1 市场需求与相关政策推动行业发展 9
2.1.1 自发需求与合规要求共同拉动 9
2.1.2 网络安全法律法规密集出台，加速行业增长 10
2.1.3 等保 2.0：明确行业新标准，引领行业新发展 11
2.2 安全服务市场广阔，安全市场集中度有望提升 12
3. 业务与技术双管齐下为公司注入新动力 14
3.1 中电科入股有望增加政府订单 14
3.2 渠道优化扩展业务范围 16
3.3 P2SO 计划持续推进，保持技术优势 17
4. 公司盈利预测及投资评级 19
5. 风险提示 19
相关报告汇总 21

插图目录

图 1： 公司现有业务结构图 6
图 2： 绿盟科技与启明星辰市值比较（百万元） 6
图 3： 绿盟科技与启明星辰营业总收入对比（百万元） 7
图 4： 绿盟科技与启明星辰归母净利润情况（百万元） 7
图 5： 绿盟科技营业收入与销售费用同比增长率 8
图 6： 同行业销售费用率比较 8
图 7： 同行业公司营业收入增速比较 8
图 8： 2020 年上半年期间费用率状况 8
图 9： 我国网络信息安全市场下游构成 9
图 10： 2013-2017 年我国新增信息安全漏洞数量（个） 10
图 11： 2018-2019 我国境内被篡改网站数量（个） 10
图 12： 网络安全相关法律法规密集出台 10
图 13： 等级保护 2.0 安全框架 12
图 14： 2016-2021 中国网络安全市场结构及预测 12
图 15： 2018 年中国与全球网络信息安全市场结构对比 12
图 16： 2016-2021 年国内网络安全市场规模（亿元） 13
图 17： 2016-2018 年中国网络安全行业集中度 13
图 18： 图 16：绿盟科技股权变化图 14
图 19： 绿盟科技海外收入占比 15

图 20： 2019 年绿盟科技业务收入行业结构 15
图 21： 公司 2017-2019 年分行业收入（亿元） 15
图 22： 2018 年与 2019 年份客户收入增长百分比图 15
图 23： 信息安全技术革新发展方向 16
图 24： 绿盟科技渠道规划示意图 17
图 25： 绿盟科技渠道 2.0 战略示意图 17
图 26： 绿盟科技安全运营体系 18
图 27： 绿盟科技信创战略 18

表格目录

表 1： 绿盟科技所获奖项 4
表 2： 公司产品发展过程 5
表 3： 等保 2.0 等级评定变化 11

1. 创新和研发能力优势明显的网安领导企业

1.1 技术能力领先，产品布局全面

绿盟科技成立于 2000 年 4 月，并于 2014 年 1 月在深圳证券交易所创业板上市。公司成立初期就通过自身过硬的技术优势成为中国电子政务信息安全优秀供应商，并于 2007 年成为国内首家通过 ISO27001 认证的安全公司，并不断推出新的安全产品，获得多项奖项，连续多年居 Frost&Sullivan 亚太地区分布式拒绝服务攻击市场排名第一,连续七年获得 IDC 报告国内市场占有率第一,并成为国内唯一安全厂商入选 Gartner WAF 魔力象限。

表1：绿盟科技所获奖项

年份	荣誉
2007	成为国内首家通过 ISO27001 认证的安全公司 绿盟科技漏洞库首超万条，创国内同类资源最高纪录
2008	荣获 CCRC 信息安全服务资质认证证书信息安全应急处理一级（最高级） 绿盟远程安全评估系统通过了 West Coast Labs 的严格测试，获得 Checkmark 认证
2009	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
2010	绿盟科技 WAF 荣获 Frost & Sullivan《亚太区 WAF 市场报告》大中华区市场占有率第一 荣获 CCRC 信息安全服务资质认证证书信息安全风险评估一级（最高级） 绿盟科技 IPS 产品通过 NSS Labs 认证，获得"Recommended"最高级别评价 连续两年荣获 Frost&Sullivan“中国 IDS/IPS 市场占有率领导者奖”
2011	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 荣获 Frost & Sullivan“中国区 Web 应用防火墙市场领导者奖”
2012	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 绿盟科技 IPS 产品获得国内首款 EAL3 认证
2013	绿盟科技安全研究员荣获微软首届 MBB（Mitigation Bypass Bounty）项目奖励 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	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 绿盟科技 WAF 入选 Gartner Web 应用防火墙魔力象限
2015	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 绿盟网络入侵防护系统连续七年获得 IDC 报告国内市场占有率第一
2016	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 国内唯一安全厂商入选 Gartner WAF 魔力象限
2017	绿盟威胁和漏洞管理方案获得 NetworkWorld Asia(NWA)颁发的荣获“最有前途的威胁管理解决方案”称号奖 第四届世界互联网大会中，绿盟威胁分析溯源系统入选“世界互联网领先科技成果” 绿盟 DDoS 防御方案获得欧洲 IT Europa2017 年度最佳安全方案奖 绿盟 Web 应用漏洞扫描系统(WVSS)入选 Gartner 应用安全测试魔力象限
2018	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

年份	荣誉
2019	入选《IDC MarketScape：中国 Web 应用安全市场 2019 年厂商评估》报告，位居中国 Web 应用安全市场 2019 年厂商领导者位置 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
2020	2020WIDC 世界智能驾驶挑战赛-信息安全挑战赛优胜奖 第三届“强网”拟态防御国际精英挑战赛一等奖 蝉联“CNNVD 优秀技术支撑单位” 获得 IDC 中国硬件 WAF 市场份额第一 获得 IDC AIRO 市场份额第一 入选 Gartner 全球威胁情报市场指南

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

绿盟科技的创新能力和科技研发能力是公司的核心竞争力。公司创立时推出绿盟网络入侵检测系统 V1.0，于 2002 年推出绿盟抗拒服务系统 V1.0，于 2005 年推出国内第一款网络入侵防护系统，2007 年绿盟科技漏洞库首超万条，创国内同类资源最高纪录，于 2008 年推出国内首款 Web 应用防火墙和国内首款安全配置核查系统 BVS。公司也十分注重研发和技术创新，创立了五大实验室专门致力于国内外最新网络安全攻防技术的研发，同时设立绿盟科技鲲鹏基金加强校企合作构建技术研发体系。

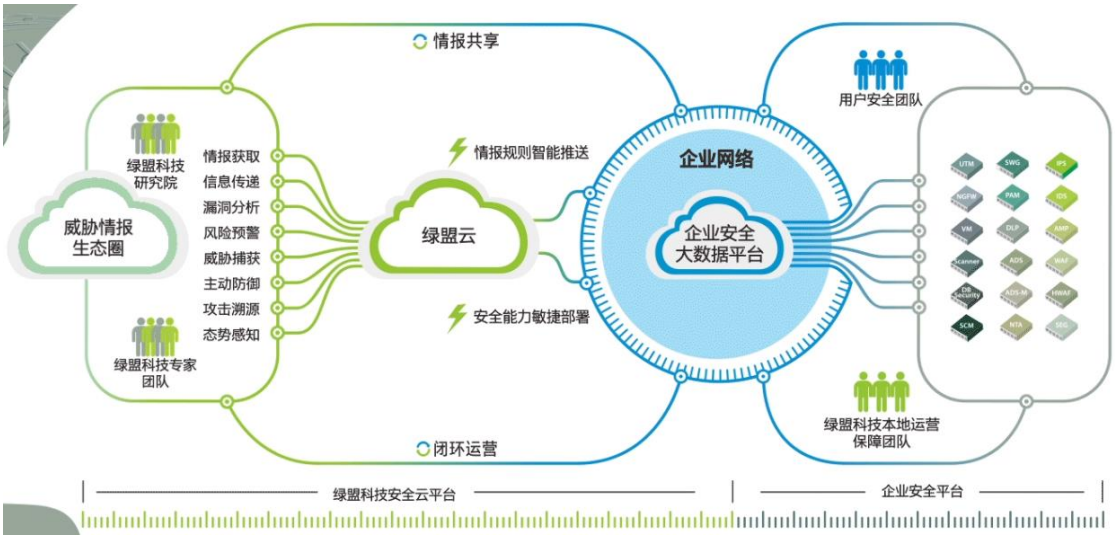
表2：公司产品发展过程

年份	推出产品
2000	推出绿盟网络入侵检测系统（冰之眼）V1.0
2001	推出国内首款远程安全评估系统（极光）
2002	推出绿盟抗拒绝服务系统（黑洞）V1.0
2005	推出国内第一款网络入侵防护系统
2006	推出绿盟远程安全评估系统 V4
2008	推出国内首款 Web 应用防火墙 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	推出绿盟 Web 应用防护系统主机板 HWAF
2010	推出绿盟抗拒绝服务系统万兆型号 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	推出绿盟网站安全检测系统 WSM
2012	推出国内首款下一代网络入侵防护系统
2013	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
2014	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
2015	推出绿盟数据泄露防护系统 DLP
2016	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	绿盟云安全集中管理系统 NCSS 产品正式发布

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司安全产品分布较广，尤其在传统的基础设施产品线中。如今公司业务分为四个部分：安全产品与方案涵盖网络安全、数据安全、云计算安全、物联网安全等多个方面；为政府、运营商、金融机构、能源公司等提供行业解决方案；为公司提供专业的安全服务与运营以及安全研究。

图1：公司现有业务结构图

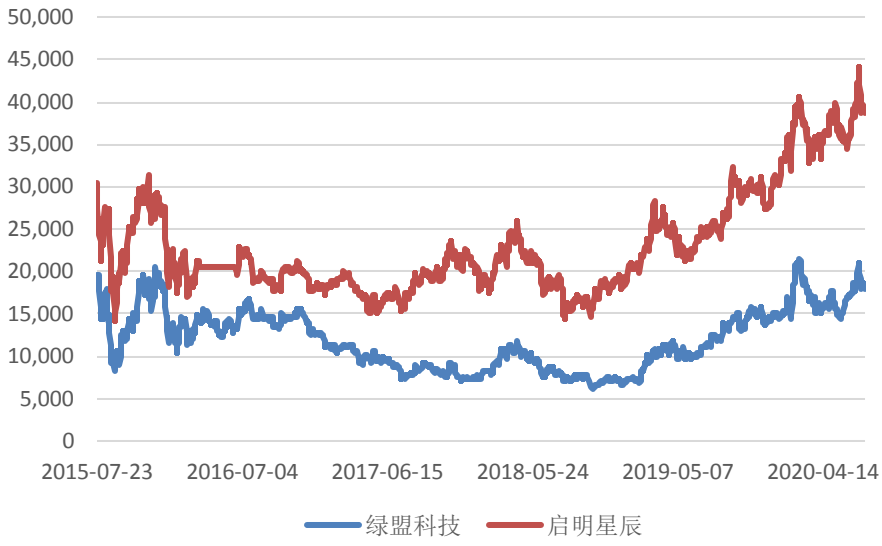


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 历史业绩波动，管理调整迎来拐点

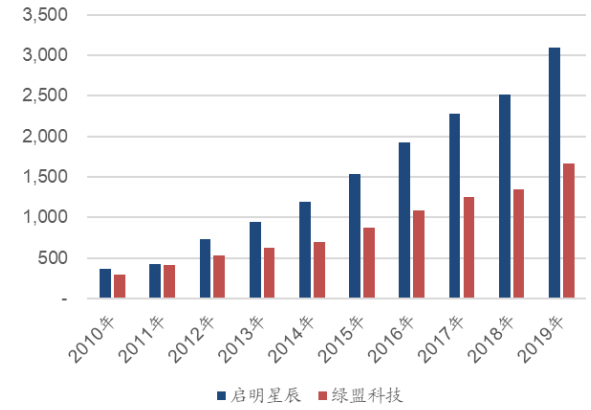
公司作为创立较早的信息安全公司在初期与启明星辰等公司一直处于行业领先地位，不断的积累了许多优质客户资源与基础，市值差距不大。但到了近几年随着信息安全行业的发展，新的厂商的加入，绿盟科技的发展遇到了瓶颈，多年来市值没有太大幅度的变化，而启明星辰等老牌公司与新上市的深信服等新上市公司成为信息安全行业的领先者。公司收入增速在 2017 年和 2018 年大幅下降，归母净利润也不容乐观，与头部厂商开始拉开差距。

图2：绿盟科技与启明星辰市值比较（百万元）



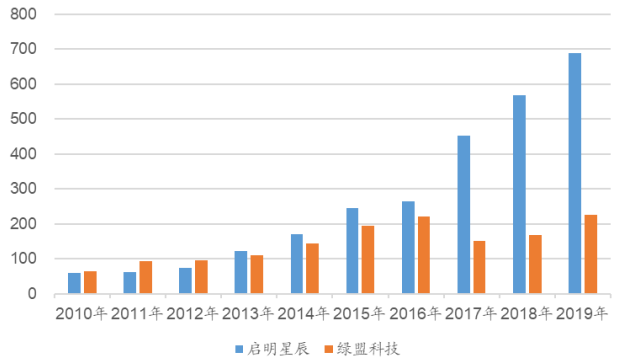
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：绿盟科技与启明星辰营业总收入对比（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：绿盟科技与启明星辰归母净利润情况（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

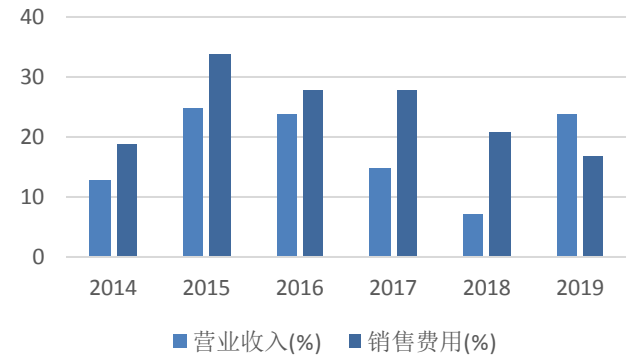
公司业绩逐渐落后大致可归结于两点原因：

1. 公司大股东长期为外资企业，导致在竞标中处于劣势地位。因为信息安全产业的最先发展受国家政策推动，大多数企业主要服务于国内的政府部门，金融部门，电信部门等等大型机构。而在 2019 年以前公司股权前三大持有人是 IAB、联想以及董事长沈继业。该股权结构不利于公司参与政府部门方面业务的竞标，阻碍了公司业务扩张，是公司收入提速低的原因之一。

2. 销售效率不高也是阻碍公司业绩增长的一个原因。绿盟科技自 2015 年开始销售费用增长率突增，且一直比营业收入增长率高，可以得出销售费用的投入效率一直在降低，大力投入销售成本并没有得到很好的正外部性。并且在同行业中，虽然一开始比启明星辰的销售费用率低，但是随着启明星辰销售费率的降低，绿盟

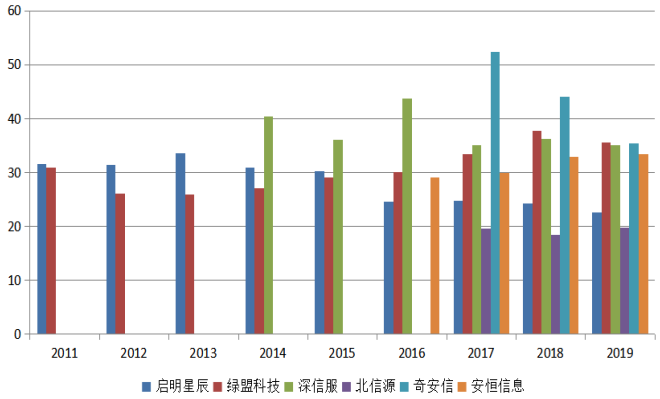
科技的销售费率却一直都在增加，可见销售效率是绿盟科技在行业竞争中的劣势，是阻碍公司利润增长的绊脚石。

图5：绿盟科技营业收入与销售费用同比增长率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：同行业销售费用率比较



资料来源：wind，东兴证券研究所

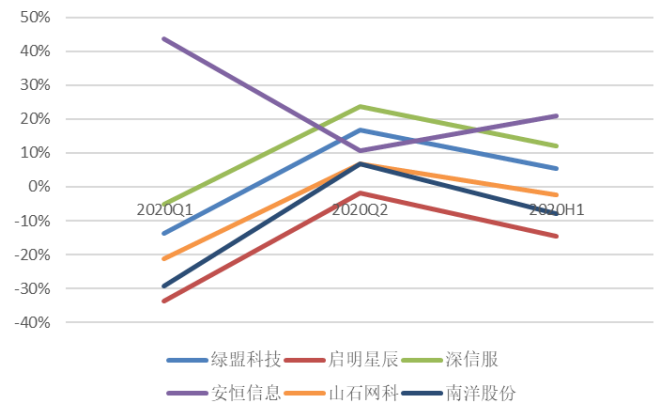
2019 年公司股权有了大幅调整，并且其在年报中表明公司未来将继续围绕市场热点，响应国家号召，大力发展技术创新，提升安全防护能力。在销售方面公司将拓宽销售渠道，提升客户覆盖率，全行业全能力开放合作，并且注重人才的引进于培养。这些措施有望改变以往收入低迷的状况，使公司盈利能力向好，从 2019 年报即可体现出其营业收入增长率有了显著提高，销售费用率也达到了近年来最低水平，拐点日益凸显。

从公司 2020 年上半年的业绩来看，第一季度由于受疫情与复工复产缓慢的影响，公司营业收入同比下降 13.7%，而随着二季度疫情得到有效控制，行业上下游企业复工复产快速推进，公司二季度营业收入较去年同期增长 16.66%，上半年营业收入增速实现由负转正，同比增长 5.5%。与其余信息安全行业公司相比，公司 2020 年上半年的营业收入增速较为可观，和去年同期的增速相比下降幅度较小，说明了公司收入增长动力强劲，有底部反转向上的迹象。

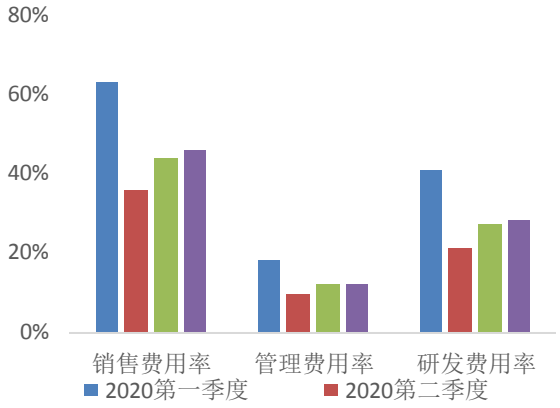
在费用率方面，一季营业收入的负增长使得公司各项费用率明显提高，而随着二季度营业收入恢复正向增长，二季度各项费用率较一季度大幅下降，恢复到正常水平范围内。即便一季度各项费用率明显偏高，但与去年上半年相比，今年上半年的销售费用率仍有较为明显的下降，下降幅度超过两个百分点，在管理费用率和研发费用率方面，上半年的数据则基本与去年同期持平。

图7：同行业公司营业收入增速比较

图8：2020 年上半年期间费用率状况



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 内外动力共促信息安全行业快步发展

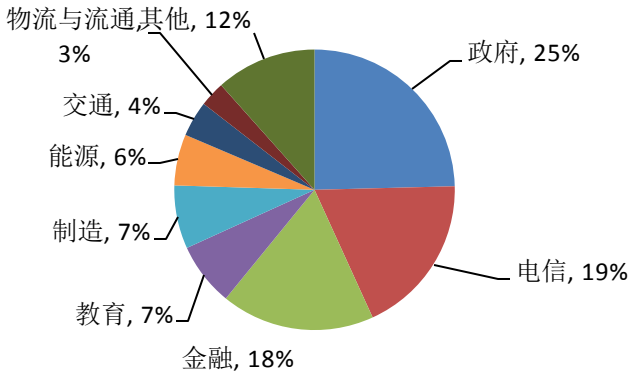
绿盟科技所在的网络安全行业势头不断向好，在内在需求升级和外在政策的推动下，市场不断扩大，这是公司实现盈利增长的外在动力。

2.1 市场需求与相关政策推动行业发展

2.1.1 自发需求与合规要求共同拉动

早期的网络安全行业主要靠合规要求拉动，企业投资进行网络安全建设主要是为了满足国家相关的法律法规，并非出于对企业安全建设的自发需求。从下游需求来看，网络安全行业的下游客户主要集中于电信、金融、政府等涉及国家安全和国民经济命脉的行业，2018年这三大行业的采购份额占了信息安全市场份额的62%。其中，政府部门的采购占比最大，为25%，其余的金融、电信部门大多为国有企业。在这些行业，对于信息安全都有相应的政策要求，企业受到政府监管要求而进行信息安全产品采购，所以合规需求成为我国信息安全市场增长的主要驱动力。

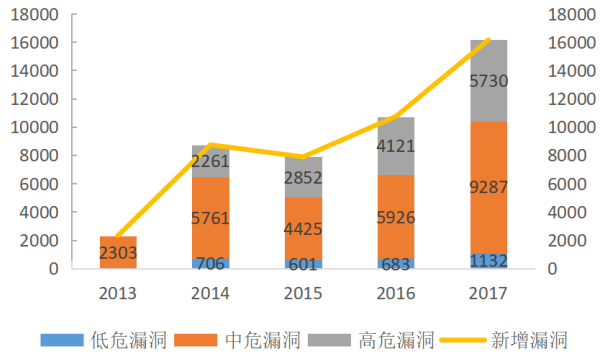
图9：我国网络信息安全市场下游构成



资料来源：CCID Consulting，东兴证券研究所

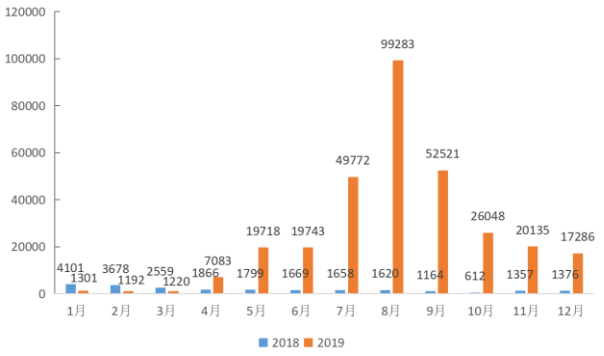
但随着近些年来安全事件的频发，再加上企业业务对网络和信息设备越来越依赖，企业面临着的安全威胁越来越严峻，企业逐渐意识到网络安全的重要性。鉴于网络安全保护的专业性，企业无法自我实现安全保护。同时，大规模数据欺诈/窃取事故和大规模网络攻击被视为全球企业最有可能面临的主要风险，这极大地刺激了企业对网络安全设备或系统的自发性需求，使得企业积极购买网络安全产品与服务，以降低企业面临的网络安全和信息泄露风险。

图10：2013-2017 年我国新增信息安全漏洞数量（个）



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图11：2018-2019 我国境内被篡改网站数量（个）

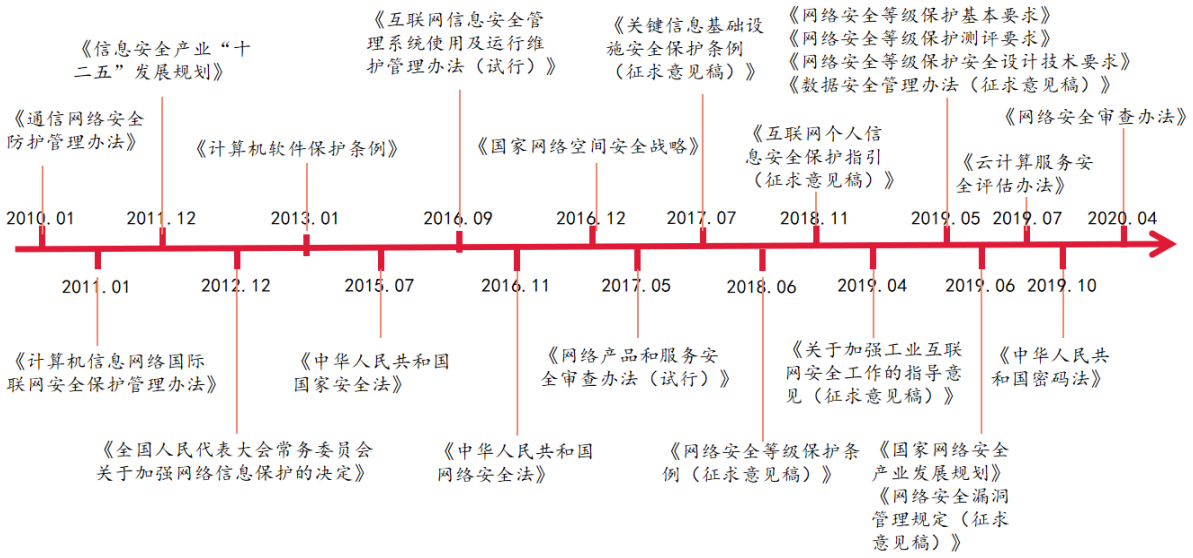


资料来源：CNCERT，东兴证券研究所

2.1.2 网络安全法律法规密集出台，加速行业增长

随着近年网络安全事件的频繁爆发，无论是从国家层面还是从企业或个人层面来看，其面临的信息安全威胁都在不断地提升，网络空间已经成为国家继海陆空天之后的第五大主权领域空间。为了维护网络空间安全进而保障国家安全，国家近年来密集出台了许多网络安全政策，大力推进网络/信息安全产业发展，将网络安全上升到了国家安全的高度。尤其是 2016 年 11 月 7 日全国人民代表大会常务委员会发布的《中华人民共和国网络安全法》，规定“国家实行网络安全等级保护制度”，标志了等级保护制度的法律地位，使得网络安全有法可依，将信息安全行业以往的合规性驱动过渡到合规性和强制性驱动并重。合规性政策陆续出台提升了信息安全产品服务空间。各行业、各领域都加紧信息安全责任制度建设，为推进信息安全工作提供有力依据。

图12：网络安全相关法律法规密集出台



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.1.3 等保 2.0：明确行业新标准，引领行业新发展

2018 年 6 月 27 日，公安部发布《网络安全等级保护条例（征求意见稿）》，就等保标准进行了为期一个月的意见征求。2019 年 5 月 13 日，国家市场监督管理总局颁布的《网络安全等级保护基本要求》、《网络安全等级保护测评要求》和《网络安全等级保护安全设计技术要求》三大标准，标志着我国等保 2.0 时代的开启，系列标准于 2019 年 12 月 1 日正式实施。等保 2.0 提出主动防御、安全可信、动态感知、全面审计等新理念，覆盖云计算、大数据、物联网、移动互联和工业控制系统等新领域，有望全面推进网络安全能力建设，带动信息安全产业发展。

与等保 1.0 相比，等保 2.0 从法律依据、保护对象、等级评定、具体要求等方面都有了变化。等级保护 2.0 新增新型网络攻击防护、集中管控、邮件安全防护、可信计算、个人信息保护以及安全服务等要求，并把监管对象从体制内拓展到了全社会，覆盖技术更全面，监管范围更广。

- **法律依据：**等保 2.0 将等级保护从条例法规提升到法律层面。等保 2.0 的法律依据是国家网络安全法，因此有关部门可以就违反网络安全保护义务的企业给予处罚。
- **保护对象：**等保 2.0 的保护对象在信息系统的基础上，新增了云计算平台/系统、大数据应用/平台/资源、物联网、工业控制系统和采用移动互联技术的系统等。
- **等级评定：**在定级流程方面，等保 2.0 由原来的自主定级转变为必须经过专家评审和主管部门审核，才能到公安机关备案，整体定级更加严格。测评周期方面，等保 2.0 要求三级以上系统每年开展一次测评，修改了原先四级系统每半年进行一次等保测评的要求。测评结果则要求达到 75 分以上才算基本符合（等保 1.0 为 60 分）。此外，等保 2.0 还加入了网络划分。

表3：等保 2.0 等级评定变化

受损害的客体对象	等保 1.0			等保 2.0		
	一般损害	严重损害	特别严重损害	一般损害	严重损害	特别严重损害

公民、法人和其他组织的合法利益	第一级	第二级	第二级	一般网络 第一级	一般网络 第二级	重要网络 第三级
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级	一般网络 第二级	重要网络 第三级	特别重要网络 第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级	重要网络 第一级	特别重要网络 第一级	极其重要网络 第一级

资料来源：瑞星、东兴证券研究所

- **具体要求：**等保 2.0 针对新的安全形势提出了新的安全要求，信息系统需要同时满足“通用要求+扩展要求”。等保 2.0 还对测评项进行合理优化，删除过时的评测项，新增对新型网络攻击行为防护和个人信息保护等新要求，调整了标准结构，将安全管理中心从管理层面提升至技术层面。

图13：等级保护 2.0 安全框架



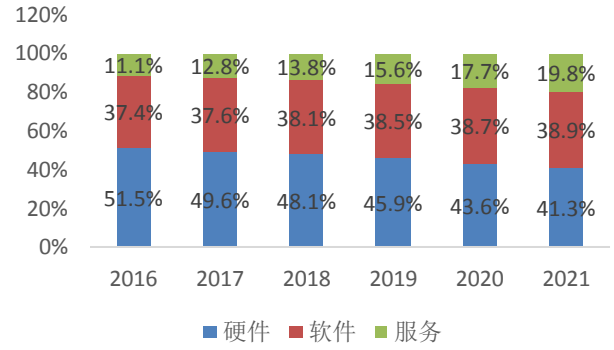
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.2 安全服务市场广阔，安全市场集中度有望提升

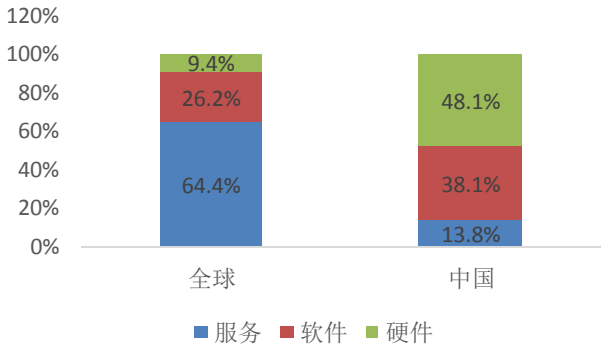
从全球市场来看，全球网络信息安全市场的产品以安全服务为主，2018 年安全服务市场份额占网络信息安全市场的 64.4%；其次是软件，软件市场份额占 26.2%；最后是硬件，硬件市场份额只占 9.4%。而中国的安全市场结构则呈现了完全相反的情况，2018 年中国网络信息安全市场以硬件为主，硬件市场份额占 48.1%；其次是软件，软件市场份额占 38.1%；安全服务产品的占比反而最少，市场份额仅占 13.8%。以全球安全市场为参考，中国安全服务市场份额有巨大的增长空间，预计安全服务业务将快速增长，增速显著高于整体网络信息安全市场。近年来，随着中国安全市场 SaaS 和云服务、主动防御等理念的渗透，网络信息安全盈利模式开始由软硬件产品向服务逐步转移，安全服务市场份额逐渐提升，国内市场结构逐步向全球市场结构调整。预计到 2021 年，中国安全服务市场份额有望从 2016 年的 11.1%提高到 19.8%。

图14：2016-2021 中国网络安全市场结构及预测

图15：2018 年中国与全球网络信息安全市场结构对比



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所



资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

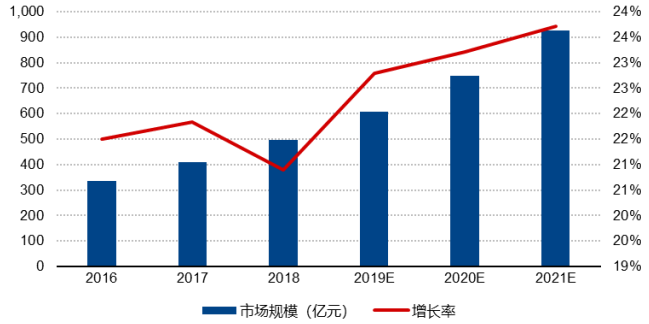
在网络信息安全政策和新兴技术的驱动下，我国网络信息安全行业保持较快增长。2018 年市场整体规模达到 495.2 亿元，较 2017 年增长 20.9%，远超全球安全市场整体增长率。随着数字经济的发展，物联网建设的逐步推进，网络信息安全作为数字经济发展的必要保障，其投入将持续增加，未来的行业发展前景明朗。赛迪顾问预测，到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。工信部网站《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》指出，到 2025 年，网络安全产业规模超过 2000 亿。随着市场规模基数的扩大，预计未来行业增长速度会有所下降，尤其受新冠疫情影响，2020 年网络安全市场规模增速将进一步放缓。但在未来五年内保持 20%以上的增长速度仍是大概率事件。

由于安全需求的多样性和复杂性，网络信息安全产品也具有多样性的特点，市场的细分程度较高，不同的细分市场又存在不同的领先厂商，总体来看，与国际相比，我国信息安全产品缺乏真正的龙头企业，市场集中度相对较低，市场份额前五名厂商的市场份额总和不足 30%，竞争较为激烈。

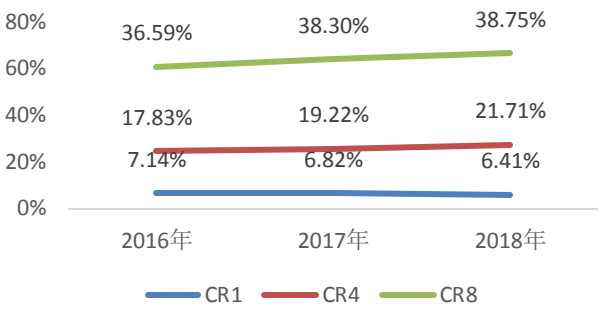
预计随着市场竞争进一步加剧，安全形势进一步变化，未来占据市场份额大头的安全服务将要求更加全面的综合服务能力和完整可靠的安全解决方案，行业竞争壁垒将增加。行业领先企业利用优势产品、品牌知名度和客户渠道资源，不断通过技术创新和产品研发，扩张产品线，提升整体解决方案的服务能力，提升市场竞争力。具有技术、品牌、人才和资金优势的厂商将成为潜在的行业整合者，将通过大量兼并收购来壮大自身，淘汰落后企业，产业趋于进一步集中。

图16：2016-2021 年国内网络安全市场规模（亿元）

图17：2016-2018 年中国网络安全行业集中度



资料来源：赛迪顾问，东兴证券研究所



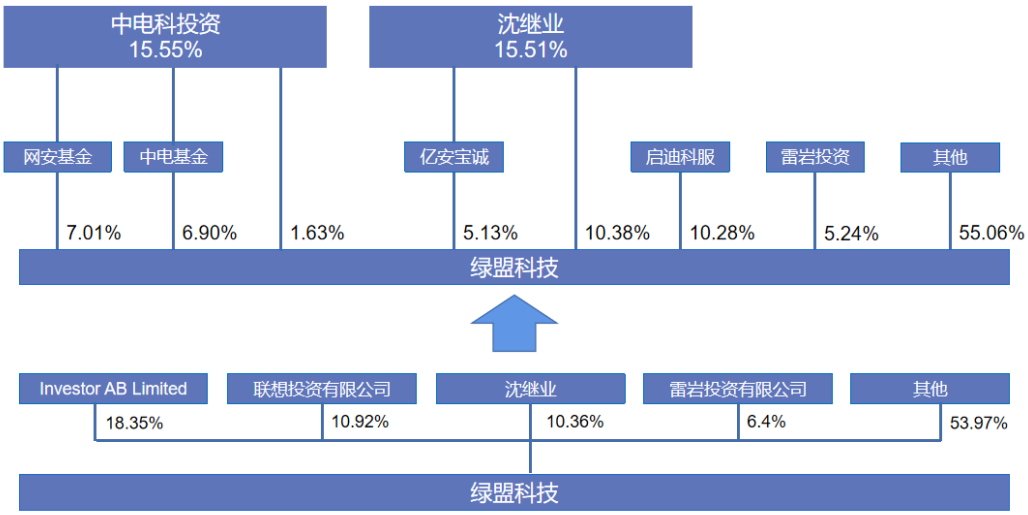
资料来源：《2019 年中国网络安全产业报告》，东兴证券研究所

3. 业务与技术双管齐下为公司注入新动力

3.1 中电科入股有望增加政府订单

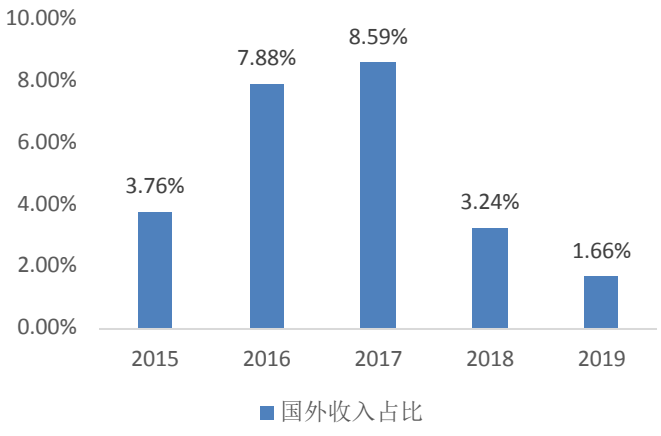
2019 年绿盟科技进行较大幅度的股权调整，其中最重要的是中国电子科技集团有限公司的入股，成为实际最大股东。绿盟科技在最初上市时无实际控制人，主要股东为 Investor AB Limited、联想投资、沈继业及雷岩投资等。其中 INVESTOR AB LIMITED 又称投资者集团，总部设于瑞典，是目前北欧地区最大的实业控股公司。长期的外资股东背景虽然使绿盟科技拿到了比同行业其他厂商更多的国外订单，但也使公司在国内竞标过程中的优势有所降低。因为信息安全行业在我国最大的需求方还是政府部门以及金融行业，电信行业。而外资股东背景潜在中不利于公司获取更多的政府部门的业务，所以外资股东背景逐渐阻碍公司业务增长，并且公司的国外订单收入已经呈现下降趋势，所以股权结构成了公司收入增速缓慢的内在因素。

图18：图 16：绿盟科技股权变化图



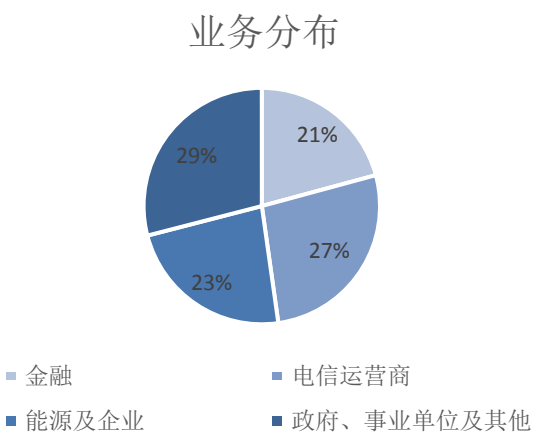
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图19：绿盟科技海外收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图20：2019 年绿盟科技业务收入行业结构

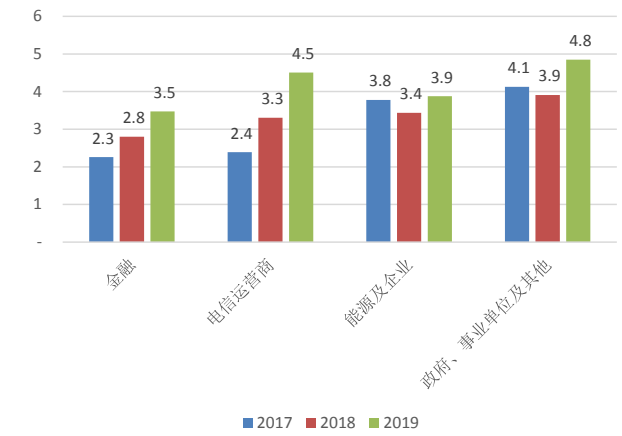


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

通过 2019 年的股权调整，联想投资有限公司与投资者集团退出股东行列。中电基金与中电科股权投资基金管理有限公司都属于中电科发起的投资基金，所以公司被中电科控股数额已超过实际控制人沈继业 15.51%份额，中电科成为了第一大股东。

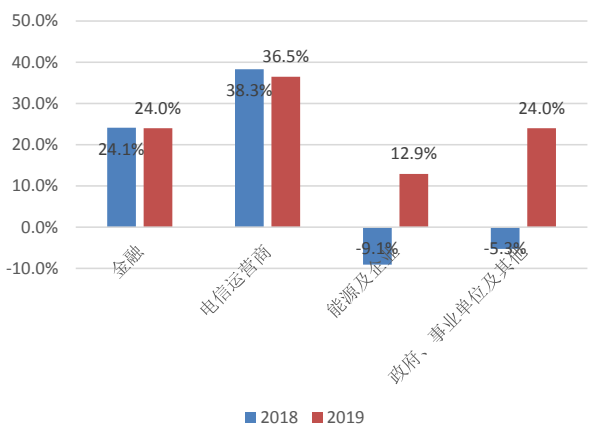
中电科是从事国家重要军民用大型电子信息系统的国有大型企业集团。中电科的入股有望帮助绿盟科技和政府企业深入合作，扩大政府业务，扩展公司的销售渠道，促进公司的收入增长。2019 年公司在政府及事业单位领域收入扭转了 2018 年负增长的局面，实现了 24%的增长。在信创方面，企业也积极响应国家号召，全力推动信创产业的发展。目前，绿盟科技信创系列产品已经与飞腾 FT1500A/16、飞腾 FT2000/4、华为鲲鹏 916、鲲鹏 920、兆芯 C4600、申威 1621 等 CPU 进行全面适配。

图21：公司 2017-2019 年分行业收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图22：2018 年与 2019 年份客户收入增长百分比图



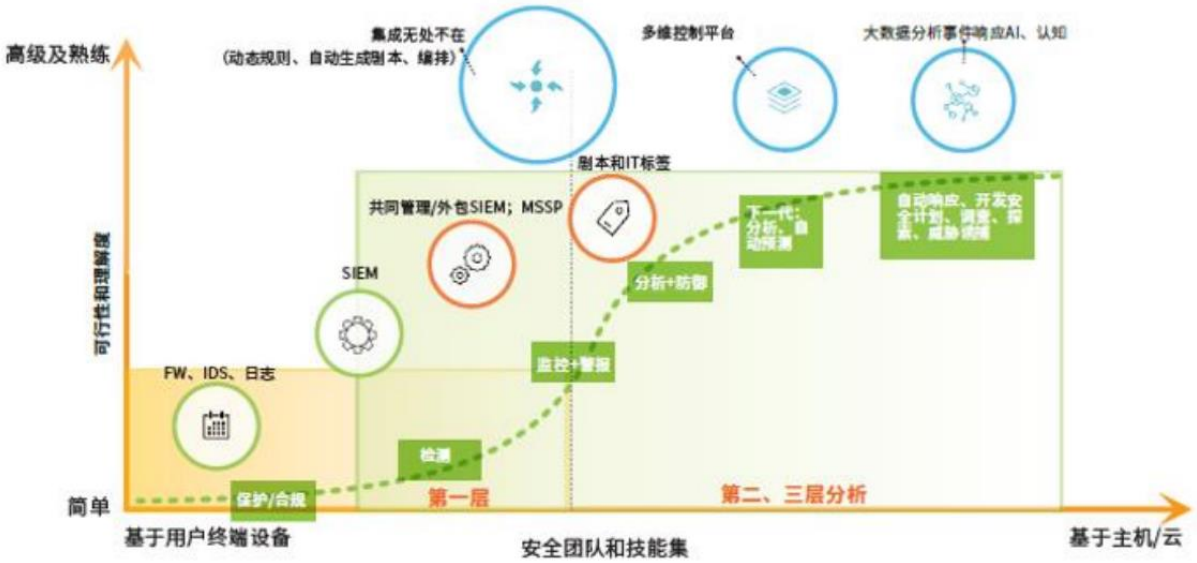
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 渠道优化扩展业务范围

前文提到公司往年的销售费用只增不降，而收入的增速却不理想，是公司盈利水平不显著的重要原因。这一定程度上也是因为公司以前主要以直销为主，偏向大型客户，但该市场已经达到饱和，投标难度大，从而导致销售费用居高不下而收入不及预期。

越来越多的中小型企业也正在向数字化转型升级，网络安全下游需求不再仅仅由政府、电信和金融等大型公司组成。企业的数字化势必带来数据信息的不断增多，企业信息安全所面临的风险也不断增大，信息安全所需管理的方面也越来越复杂。简单的被动防御已经不能满足企业信息安全防护的需求，更注重快速检测和应对能力的思维模式逐渐成为新的趋势。企业不再局限于单一的安全产品，随着风险敞口与复杂程度的加大，企业更需要一整套安全产品，安全集成与安全服务相交织的解决方案。这些更加个性化全面化的需求都为信息安全行业注入了新的强大动力。

图23：信息安全技术革新发展方向



资料来源：IDC，东兴证券研究所

行业领先者例如深信服，采用渠道代理为主，业务中既有大型企业也涵盖中小型客户，更广泛的客户群体为其提供了更多的收入来源。所以越来越多的安全服务提供商将目光聚焦到中小型客户群体中，该市场对产品要求不高，标准化，研发成本低，是提升公司收入的重要渠道之一。

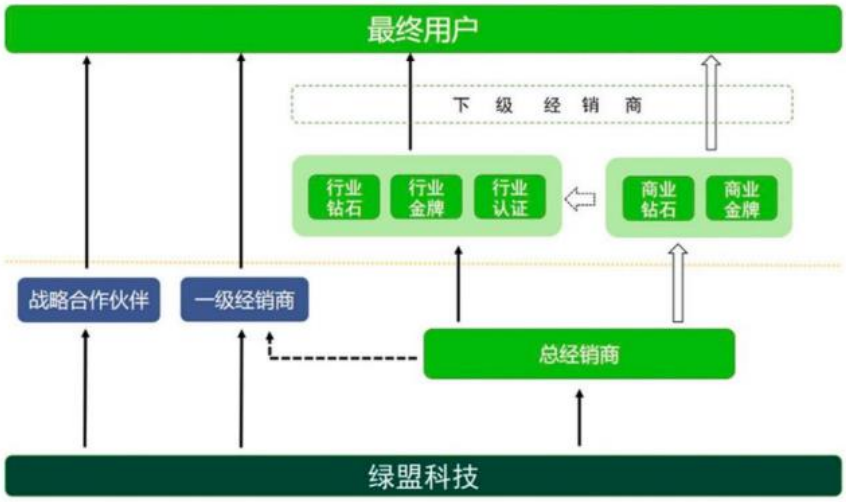
对于渠道建设，绿盟科技近期采取了许多可行的措施。

公司引入数名原华为企业 BG 高管负责公司渠道业务，通过吸纳人才为公司扩大业务范围助力，并启动“绿盟渠道黄埔培训”项目，一期主要针对售前和销售人员，已完成约 2000 位合作伙伴的学员培训。2020 年，绿盟科技黄埔培训加入了售后等培训内容，针对巡检、安装、驻场等服务也纳入了赋能计划，2020 年预计将会培训 5000-6000 位学员，通过技术牵引和指导，吸引合作伙伴加入。

公司在 2020 年成立渠道战略委员会，邀请合作伙伴 CXO 加入，开展高层战略对标，为双方合作出谋划策。同时，公司投入丰厚的资金用于渠道激励，构建完善专业的 NSP 渠道服务体系，开放安全服务市场空间给

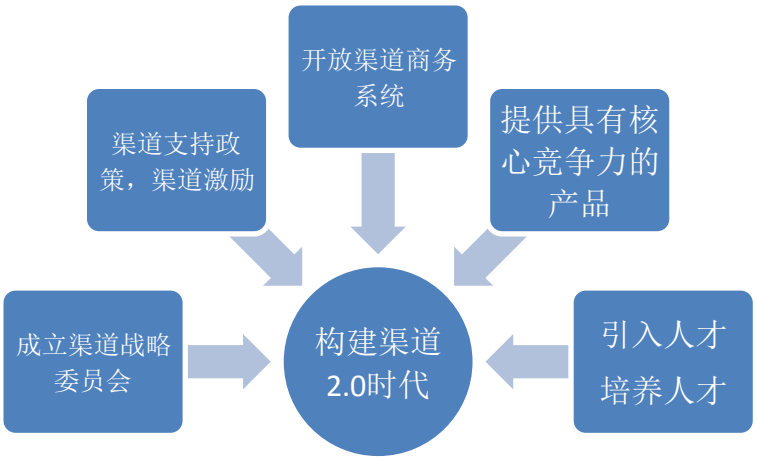
合作伙伴。此外，公司通过开放渠道商务系统，渠道自主签约、项目报备、授权函申请、特价单申请、自主下单、自主核算业绩激励、返点等全流程可视化，让合作变得更加简单、高效、透明。

图24：绿盟科技渠道规划示意图



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图25：绿盟科技渠道 2.0 战略示意图



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

公司延续合作伙伴签约+直签模式，构建原厂销售+合作伙伴的联合拓展模式，拓宽销售渠道，提升客户覆盖率，可以实现客户、渠道、公司、员工多赢；充分挖掘客户特质，为客户配备符合客户特质的销售人员、价值合作伙伴、产品与方案，强化客户粘性，渠道有望真正成为公司业务增长的放大器。

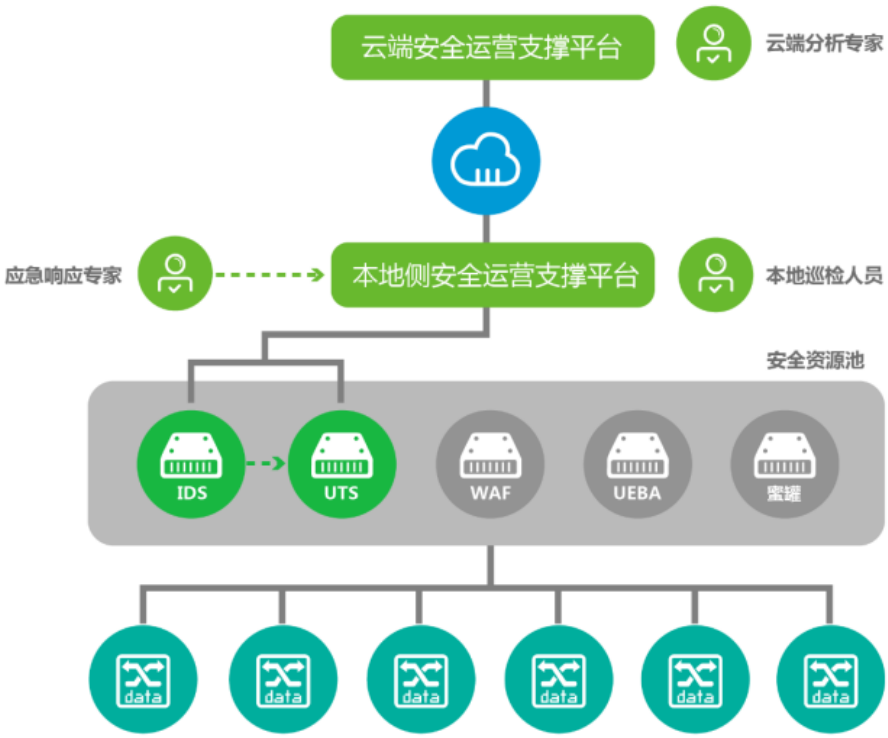
3.3 P2SO 计划持续推进，保持技术优势

公司自上市开始就将 P2SO 战略转型计划作为公司重要的发展风向。该计划是指将以前分散化的，不能统一管理的，持续性差的独立产品提供转变成一整套安全防护解决方案，通过全面管理，可以避免甲方不会使用

产品等问题，并且大幅度提升安全管理效率和效果，客户粘性也会提高，从而使公司现金流得到改善。公司一直在推进该计划，提升产品核心竞争力和技术创新。

基于“智慧引领未来，安全重在运营”的理念，公司将“智慧城市安全运营中心”、“行业安全运营中心”及“企业一体化安全运营服务”作为主要业务拓展方向。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，并在宁波落成首个智慧城市安全运营中心并投入运营。

图26：绿盟科技安全运营体系

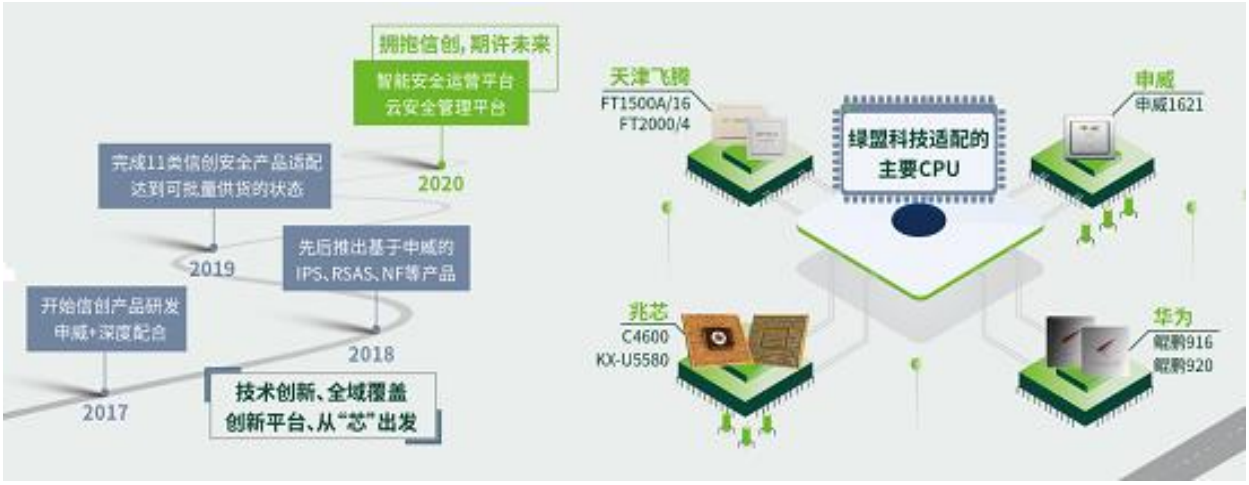


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

在 2020 年上半年公司陆续发布 4 款新产品：绿盟网络流量分析治理平台（MagicFlow）、绿盟流量清洗业务运营系统（ADBOS）、绿盟敏感数据发现与风险评估系统（IDR）、绿盟业务安全网关（BMG）。并且对绿盟数据库审计与防护（DAS）、绿盟远程安全评估系统（RSAS）、绿盟智能安全运营平台（ISOP）、绿盟安全无线防御系统（SWD）、绿盟威胁情报（NTI）、绿盟安全审计上网行为管理系列（SAS-W）、绿盟运维安全管理系统（OSMS）、绿盟工业安全网关（ISG）8 款产品进行了版本升级。

在信创方面，公司积极响应国家号召，全力推动信创产业的发展。目前，绿盟科技信创系列产品已经与飞腾 FT1500A/16、飞腾 FT2000/4、华为鲲鹏 916、鲲鹏 920、兆芯 C4600、申威 1621 等 CPU 进行全面适配。

图27：绿盟科技信创战略



资料来源：公司官方公众号，东兴证券研究所

4. 公司盈利预测及投资评级

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.98、3.97 和 5.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.37、0.50 和 0.67 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 54、41 和 31 倍。看好公司的渠道建设和产品线扩充，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

下游客户信息安全投入不及预期；政策实施不及预期；市场竞争加剧风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2855	2974	3172	3678	4373	**营业收入**	1345	1671	2157	2842	3678
货币资金	1230	1212	798	995	1287	**营业成本**	310	473	577	786	1014
应收账款	842	727	844	946	1101	营业税金及附加	16	17	18	23	30
其他应收款	47	68	87	115	149	营业费用	508	596	748	951	1194
预付款项	20	21	24	28	33	管理费用	143	120	150	192	238
存货	40	53	63	84	106	财务费用	5	-10	-4	-3	0
其他流动资产	428	11	11	11	11	研发费用	271	311	382	490	634
非流动资产合计	977	1108	1177	1204	1223	资产减值损失	27.50	-9.03	51.64	68.03	88.05
长期股权投资	0	30	30	30	30	公允价值变动收益	0.00	-6.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	119	105	121	125	118	投资净收益	41.32	44.10	0.00	0.00	0.00
无形资产	199	245	271	300	331	加：其他收益	80.23	91.15	100.27	110.30	121.33
其他非流动资产	0	0	0	0	0	**营业利润**	186	239	334	444	601
资产总计	3832	4082	4349	4882	5596	营业外收入	1.05	1.16	1.16	1.16	1.16
流动负债合计	702	662	708	945	1258	营业外支出	0.82	4.00	4.00	4.00	4.00
短期借款	238	135	73	141	251	**利润总额**	186	236	331	441	598
应付账款	113	181	214	285	360	所得税	19	10	33	44	60
预收款项	37	95	169	268	395	**净利润**	167	226	298	397	538
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	0	0	0	-1
非流动负债合计	22	38	38	38	38	归属母公司净利润	168	227	298	397	539
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	724	700	746	983	1296	**成长能力**					
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	-2	营业收入增长	7.17%	24.24%	29.09%	31.75%	29.42%
实收资本（或股本）	800	798	798	798	798	营业利润增长	2.42%	28.58%	39.80%	32.92%	35.29%
资本公积	1381	1381	1381	1381	1381	归属于母公司净利润增长	10.31%	34.77%	31.73%	33.20%	35.52%
未分配利润	922	1094	1274	1512	1835	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	3109	3383	3605	3901	4302	毛利率(%)	76.93%	71.71%	73.25%	72.34%	72.43%
负债和所有者权益	3832	4082	4349	4882	5596	净利率(%)	12.45%	13.54%	13.82%	13.97%	14.63%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	4.39%	5.55%	6.86%	8.14%	9.62%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	5.41%	6.70%	8.28%	10.19%	12.52%
经营活动现金流	85	346	297	454	585	**偿债能力**					
净利润	167	226	298	397	538	资产负债率(%)	19%	17%	17%	20%	23%
折旧摊销	88.39	105.55	107.06	131.32	158.77	流动比率	4.07	4.49	4.48	3.89	3.48
财务费用	5	-10	-4	-3	0	速动比率	4.01	4.41	4.39	3.80	3.39
应收帐款减少	-77	116	-118	-101	-156	**营运能力**					
预收帐款增加	-7	58	75	98	127	总资产周转率	0.35	0.42	0.51	0.62	0.70
投资活动现金流	-510	-206	-579	-228	-268	应收账款周转率	2	2	3	3	4
公允价值变动收益	0	-6	0	0	0	应付账款周转率	9.98	11.36	10.94	11.40	11.40
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	41	44	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.28	0.37	0.50	0.67
筹资活动现金流	-87	-82	-132	-29	-24	每股净现金流(最新摊薄)	-0.64	0.07	-0.52	0.25	0.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.24	4.52	4.89	5.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	-4	-2	0	0	0	P/E	96.33	72.25	54.11	40.63	29.98
资本公积增加	-19	-1	0	0	0	P/B	5.20	4.77	4.48	4.14	3.75
现金净增加额	-511	58	-414	197	293	EV/EBITDA	55.26	45.53	35.53	26.84	19.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	信息安全行业专题报告之二：中美云安全产业对比研究，国内云安全公司空间几何？	2020-07-01
行业深度报告	信息安全行业专题报告之一：从被动防御到主动安全，需求升级驱动信息安全行业高景气	2020-03-28
行业深度报告	东兴证券信息安全产业洞察：产业增长强势，关注全面型厂商	2019-08-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015 年新财富第二名，2018 年万得金牌分析师第一，2019 年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

研究助理简介

陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526

单击此处输入文字。