

2023年11月18日

佳缘科技（301117.SZ）

公司快报

航天数据安全稀缺标的，卫星景气打开成长空间

投资要点

事件：2023年10月25日，佳缘科技发布2023年第三季度报告。2023年公司前三季度实现营业收入1.86亿元，同比增长15.10%，归母净利润0.32亿元，同比下降11.75%。其中第三季度实现营收0.57亿元，同比增长330.90%，归母净利润0.05亿元，同比增长178.71%。

◆ **Q3 营收大幅增长，研发力度持续加大。**公司前三季度实现营业收入1.86亿元，同比增长15.10%，归母净利润0.32亿元，同比下降11.75%，扣非归母净利润0.26亿元，同比增长9.79%。其中第三季度实现营收0.57亿元，同比增长330.90%，归母净利润0.05亿元，同比增长178.71%，扣非归母净利润0.04亿元，同比增长135.43%，基本每股收益0.05元，同比增长171.43%。报告期内，公司持续加大研发力度，新获得软件著作权9项，本期研发费用0.43亿元，比上期增长29.17%，主要系公司预研项目增加，研发人员增加，及新增股份支付费用所致。

◆ **网安产品突破性进展，信息化解决方案紧握核心技术。**商业密码产品与系统方面，公司研发的基于PCIe总线国产CPU+FPGA架构支持多种高速接口，推出多款商用密码新产品，包括1000万次大算力密码资源池、100G高速链路密码机、文件传输加密加速系统、密码FPGA实训平台、刀片式密码模块、一体化高速密码适配平台设备、服务器密码机等，不断丰富产品矩阵，加速构建第二增长曲线。编码和人工智能研究方面，编码技术实现大规模设计，AI网络安全优化模型取得重大突破，中标多个科研项目 and 型号研制项目。在信息化综合解决方案领域，公司已掌控高性能分布式数据库技术、高性能分布式计算技术和数据安全防护等核心技术，下游行业主要涵盖医疗健康、国防军工、政务服务等领域。

◆ **收购新宏安丰富产品结构，打造新利润增长点。**10月16日，佳缘科技股份有限公司正式收购成都新宏安微波科技有限公司67.00%股权。新宏安微波核心技术集中在射频微波领域的微电子集成制造，包括12微米金丝的焊接、大功率管芯的共晶、气密性连接器的钎焊、高密度组件SIP调测等。佳缘科技具备宇航级SMT全过程服务能力，产品应用覆盖星载、机载、舰载、车载、雷达等领域，已实现100%自主可控。收购新宏安微波，是佳缘科技对装备生产系列化、模块化、小型化探索的一部分，公司将围绕射频微波价值链进一步丰富产品结构，提升微组装工艺及装备交付能力，打造新的利润增长点。

◆ **深耕卫星安全 and 数据链路，赛道景气有望充分受益。**公司已经有多型安全平台和安全专用芯片通过了国防领域客户的高度认可和在轨验证，向客户提供不同形态的网络信息安全相关产品，包括软件系统、板卡、整机和专用芯片等，下游涵盖航天、航空、地面站和移动终端等领域。公司深耕卫星安全防护和数据链防护领域发展，网络安全产品可用于多种类型卫星，公司在上海设立了研发中心，开展通信数据链及安全、自动化检测设备、通信安全防护、地面安全接收终端等研发。2023年7月9日，我国卫星互联网技术试验卫星的成功发射，标志我国卫星互联网产业建设

计算机 | 行业应用软件III

投资评级

增持-B(首次)

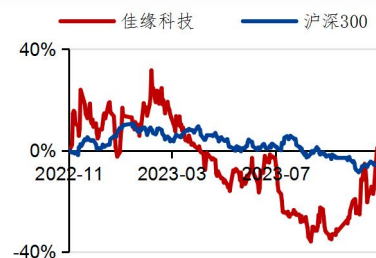
股价(2023-11-17)

69.66元

交易数据

总市值(百万元)	6,427.06
流通市值(百万元)	3,016.54
总股本(百万股)	92.26
流通股本(百万股)	43.30
12个月价格区间	87.97/46.62

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.65	40.88	2.08
绝对收益	23.69	34.01	-4.49

分析师

李宏涛

SAC 执业证书编号：S0910523030003

lihongtao1@huajinsec.cn

相关报告



将进入快速发展阶段，公司有望充分受益于赛道景气度提升。

◆ **投资建议：**公司是一家专注于网络信息安全产品和信息化综合解决方案的提供商，在卫星互联网快速建设背景下，公司有望充分受益。我们预测 2023-2025 年实现营业收入 3.94/6.09/9.69 亿元，同比增长 46.3%/54.3%/59.2%，归母净利润分别为 1.13/1.71/2.54 亿元，同比增长 83.5%/50.8%/48.8%，对应 EPS 为 1.23/1.85/2.75 元，PE 为 56.8/37.7/25.3，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**卫星互联网发展不及预期，市场竞争加剧，收购协同效果不及预期，业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	317	270	394	609	969
YoY(%)	66.3	-14.9	46.3	54.3	59.2
归母净利润(百万元)	93	62	113	171	254
YoY(%)	75.7	-33.3	83.5	50.8	48.8
毛利率(%)	53.4	55.5	57.3	58.4	59.0
EPS(摊薄/元)	1.00	0.67	1.23	1.85	2.75
ROE(%)	31.3	4.7	8.0	10.7	13.8
P/E(倍)	69.5	104.2	56.8	37.7	25.3
P/B(倍)	21.8	4.9	4.5	4.1	3.5
净利率(%)	29.2	22.9	28.7	28.0	26.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-2025 年公司整体营收 3.94/6.09/9.69 亿元，毛利率 57.35%/58.35%/59.00%。在网络信息安全服务领域，随着商业密码产品、卫星互联网等加速落地应用，整体市场需求有望不断增加，预计 2023-2025 年实现收入 3.20/5.11/8.43 亿元，毛利率 65.5%/65.2%/64.5%；信息化综合解决方案领域，随着医疗健康、国防军工、政务服务等智能化系统和定制化服务的需求增加，预计 2023-2025 年实现收入 0.63/0.84/1.09 亿元，毛利率 21.2%/21.5%/21.5%；技术服务预计保持稳定增长。

表 1：分产品预测表

分产品预测	2022A	2023E	2024E	2025E
网络信息安全服务				
收入/亿元	2.13	3.20	5.11	8.43
YOY (%)	3.9%	50.0%	60.0%	65.00%
毛利率 (%)	65.4%	65.5%	65.2%	64.5%
信息化综合解决方案服务				
收入/亿元	0.47	0.63	0.84	1.09
YOY (%)	-56.1%	35.0%	32.0%	30.0%
毛利率 (%)	20.0%	21.2%	21.5%	21.5%
技术服务				
收入/亿元	0.10	0.11	0.14	0.16
YOY (%)	90.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	8.9%	30.0%	28.0%	25.0%
合计				
收入/亿元	2.70	3.94	6.09	9.69
YOY (%)	-14.9%	46.3%	54.3%	59.2%
毛利率 (%)	55.47%	57.35%	58.35%	59.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司电科网安（网络安全产品）、银江科技（智能化技术服务）、卫宁健康（医疗信息化解决方案）作为可比公司。在商业密码产品、医疗信息化及卫星互联网快速建设背景下，公司网络安全产品和信息化综合解决方案有望迎来新增长，预计将充分受益于下游需求景气度提升。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价/元	总市值/亿元	EPS/元			PE/倍		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002268.SZ	电科网安	23.73	200.69	0.36	0.48	0.62	84.22	49.80	38.45
300020.SZ	银江技术	9.14	72.63	0.09	0.23	0.30	59.63	38.96	30.34
300253.SZ	卫宁健康	8.13	174.61	0.05	0.17	0.25	203.61	46.51	33.05
平均				0.17	0.30	0.39	115.82	45.09	33.94
301117.SZ	佳缘科技	69.66	64.27	0.67	1.23	1.85	118.63	56.79	37.67

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2023 年 11 月 18 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	445	1338	1478	1949	2529	营业收入	317	270	394	609	969
现金	62	724	840	937	1163	营业成本	148	120	168	254	397
应收票据及应收账款	260	333	356	456	621	营业税金及附加	2	0	1	1	1
预付账款	9	8	17	22	39	营业费用	7	7	10	15	24
存货	102	256	245	510	673	管理费用	14	26	31	48	77
其他流动资产	12	17	21	25	33	研发费用	29	52	63	96	154
非流动资产	18	52	53	54	58	财务费用	2	-0	-3	12	41
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-13	-11	-12	-9	-10
固定资产	3	3	5	7	10	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	0	投资净收益	0	16	10	12	12
其他非流动资产	14	49	48	47	48	营业利润	103	72	126	189	280
资产总计	463	1391	1531	2004	2587	营业外收入	3	0	0	0	0
流动负债	162	71	112	414	742	营业外支出	0	6	3	3	4
短期借款	79	0	0	260	486	利润总额	106	67	123	185	276
应付票据及应付账款	48	59	92	135	220	所得税	13	5	10	15	22
其他流动负债	35	12	21	19	35	税后利润	93	62	113	170	254
非流动负债	4	2	2	3	4	少数股东损益	1	-0	0	-0	-0
长期借款	0	0	0	1	2	归属母公司净利润	93	62	113	171	254
其他非流动负债	4	2	2	2	2	EBITDA	111	48	101	169	270
负债合计	166	74	115	417	746	主要财务比率					
少数股东权益	2	1	1	1	1	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	69	92	92	92	92	成长能力					
资本公积	23	996	996	996	996	营业收入(%)	66.3	-14.9	46.3	54.3	59.2
留存收益	203	228	315	448	645	营业利润(%)	69.3	-30.0	73.9	49.9	48.2
归属母公司股东权益	295	1316	1415	1586	1840	归属于母公司净利润(%)	75.7	-33.3	83.5	50.8	48.8
负债和股东权益	463	1391	1531	2004	2587	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	53.4	55.5	57.3	58.4	59.0
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	29.2	22.9	28.7	28.0	26.2
经营活动现金流	-50	-191	120	-159	33	ROE(%)	31.3	4.7	8.0	10.7	13.8
净利润	93	62	113	170	254	ROIC(%)	25.1	3.1	6.5	8.3	10.5
折旧摊销	1	2	2	2	2	偿债能力					
财务费用	2	-0	-3	12	41	资产负债率(%)	35.8	5.3	7.5	20.8	28.8
投资损失	0	-16	-10	-12	-12	流动比率	2.7	18.7	13.2	4.7	3.4
营运资金变动	-161	-254	19	-332	-253	速动比率	2.0	14.9	10.7	3.4	2.4
其他经营现金流	14	15	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-3	-19	8	9	6	总资产周转率	0.8	0.3	0.3	0.3	0.4
筹资活动现金流	34	873	-13	-12	-40	应收账款周转率	1.6	0.9	1.1	1.5	1.8
						应付账款周转率	3.4	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.00	0.67	1.23	1.85	2.75	P/E	69.5	104.2	56.8	37.7	25.3
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	-2.08	1.30	-1.72	0.36	P/B	21.8	4.9	4.5	4.1	3.5
每股净资产(最新摊薄)	3.20	14.26	15.34	17.18	19.94	EV/EBITDA	58.2	119.8	55.2	34.1	21.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn