

持续深耕信息化领域，网安行业发展可期

投资要点

- 业绩总结:**公司2021全年实现营业收入3.2亿元，同比增长66.3%；公司2021全年实现归母净利润0.9亿元，同比增长75.7%。
- 公司2021全年营收及归母净利润均实现大幅增长。**1)从营收端来看，2021年公司营收同比增长66.3%，主要系公司积极把握行业的良好发展机遇，加快产品推陈出新、技术迭代升级，积极拓展市场。分业务来看，公司信息化综合解决方案收入达1.1亿元，同比增长48.9%；网络信息安全服务收入达2.1亿元，同比增长76.2%；技术服务收入达476.1万元，同比增长99.3%。2)从利润端看，2021年公司归母净利润同比上升75.7%，公司毛利率为53.4%，较去年同期上升1.4%。3)从费用端来看，2021年公司销售、管理、研发费用率分别为0.02%、4.5%和9.2%，其中销售费用同比增长66.3%，主要由公司业务规模扩大所致；研发费用同比增长104.8%，主要系公司加大研发投入。
- 国内网络安全市场总体支出增速将继续领跑全球网安市场。**随着网络安全形势日益严峻，我国对网络安全重视程度不断提高，网络安全已上升为国家战略。据IDC预测，2021年中国网安市场总体支出将达102.2亿美元，2020-2024年复合年均增长率为16.8%。工信部预测，2023年我国网安产业规模预计将超过2500亿元。公司是国家网络信息安全装备的供应商与研制单位，与国家重点单位保持了良好合作关系，在网安行业民营企业中占据一定的领先地位。
- 信息化建设全面发展，信息化需求不断加大。**在我国经济转型、产业升级及“两化融合”进程深入的背景下，信息化行业迎来巨大市场机遇。公司在医疗健康、国防军工和政务服务领域深耕多年，具有较强整体方案深化设计和项目实施部署能力，并且已掌握高性能分布式数据库技术等多项核心技术，在该领域具有较强竞争优势。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为1.66元、2.61元、3.60元，未来三年归母净利润将达到53.1%的复合增长率。网络安全行业高景气，公司行业项目经验丰富，持续加强核心技术的开发和积累，全产业链覆盖智能信息化业务，给予公司2022年50倍估值，对应目标价83元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:**下游需求不及预期、技术研发不及预期、大客户集中度高的风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	316.84	480.81	724.89	1073.18
增长率	66.27%	51.75%	50.77%	48.05%
归属母公司净利润(百万元)	92.50	153.05	240.89	331.90
增长率	75.68%	65.46%	57.39%	37.78%
每股收益EPS(元)	1.00	1.66	2.61	3.60
净资产收益率ROE	31.34%	34.86%	36.37%	34.42%
PE	52	32	20	15
PB	16.38	11.02	7.31	5.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 叶泽佑
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

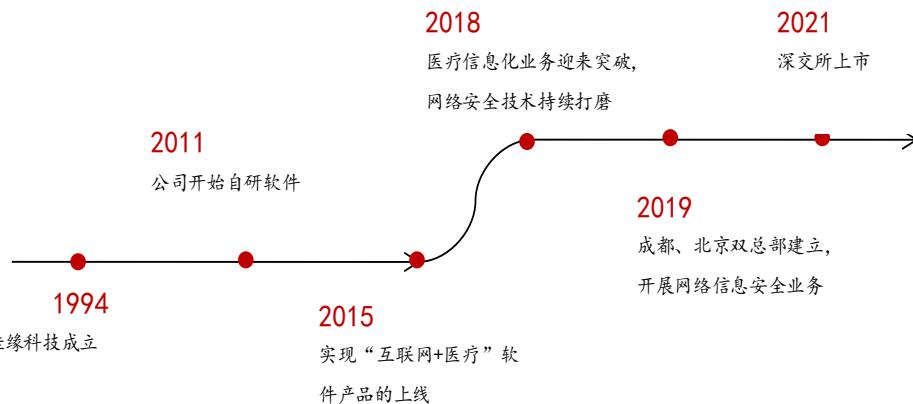
总股本(亿股)	0.92
流通A股(亿股)	0.20
52周内股价区间(元)	46.47-99.80
总市值(亿元)	48.38
总资产(亿元)	4.63
每股净资产(元)	3.22

相关研究

1 网络安全前景广阔，信息化领域持续投入

佳缘科技成立于1994年，是一家专业提供网络信息安全产品和信息化综合解决方案的国家高新技术企业，以“精细化”把握国防军工、医疗健康和政务服务领域客户需求为方向，坚持“技术创新驱动”，持续探索创新型网络信息安全产品和信息化综合解决方案服务模式，推动新一代信息技术在网络信息安全及信息化领域的融合应用。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司注重新技术的研究和开发，在网络信息安全产品和信息化综合解决方案领域持续投入。公司已有多款板卡安全平台和安全专用芯片通过了国防军工领域客户的认可，装备质量可靠、工作稳定，有力保障了国家网络安全需求；公司成功开发出了数据可视化平台、医疗数据集成平台、医疗数据中心、医佳云（智慧医院平台软件）、安全风控管理系统等创新信息产品。公司不断加大研发投入和技术储备，加强自身核心技术的开发和积累，坚持技术创新和产品创新，形成强大的市场竞争力。

公司主营业务为网络信息安全产品和信息化综合解决方案，专注于国防军工、医疗健康和政务服务领域。在网络信息安全领域，公司向国防军工等重点行业客户提供以公司自研编码学应用技术为核心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，下游涵盖星载、机载、地面站和移动终端等领域。在信息化领域，公司主要为医疗健康、国防军工、政务服务等领域的客户提供以自研数据平台系统为核心、集智能化系统建设和行业信息化定制应用的“软硬件一体”信息化综合解决方案。

表1：公司主要产品或服务

主要业务	主要产品	应用概述
网络信息安全	网络安全专用芯片产品、板卡安全平台产品、整机安全平台产品和相关技术门类的受托研发	公司网络信息安全产品以自研网络安全编码应用技术为核心，根据客户不同使用场景的需求提供特定形态的安全平台产品，主要应用于通信数传等场景
信息化综合解决方案	车载前装ETC-OBU、车载V2X通信终端、车载激光雷达	公司信息化综合解决方案主要为客户提供整体方案深化设计、专用软件开发、项目实施部署等综合服务，主要应用于医疗健康、国防政务服务等领域

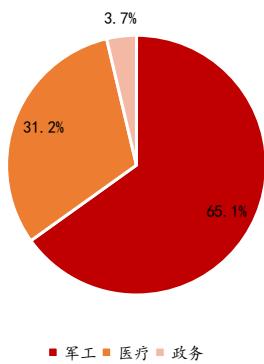
主要业务	主要产品	应用概述
技术服务	档案数字化服务、运维服务及设计服务	公司技术服务业务为向客户提供辅助支持类技术服务

数据来源：公司公告，西南证券整理

下游行业高景气，积极开拓重大项目。从公司产品销售行业来看，公司下游客户所属行业主要为国防军工、医疗健康和政务服务。随着“网络强国”战略的推动，中央国家机关、各级政府部门、事业单位、国防军工单位的信息化和网络安全的投入不断加大，行业景气度高，下游需求旺盛。

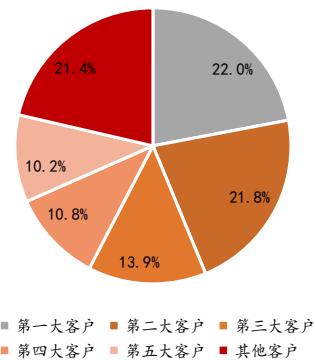
2021年公司前五名客户销售额占年度销售总额78.6%，占比较高，主要系信息化综合解决方案主要以项目制进行交付，公司战略聚焦于开拓重大项目，因此公司各期信息化综合解决方案收入中重大项目收入占比较高，导致信息化综合解决方案客户较为集中，此外，公司网络信息安全产品于2019年开始产生收入，业务开展初期客户较为集中。

图2：公司2021年主营业务分行业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

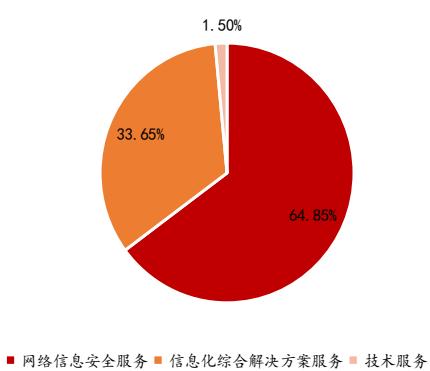
图3：公司前五大客户收入占比



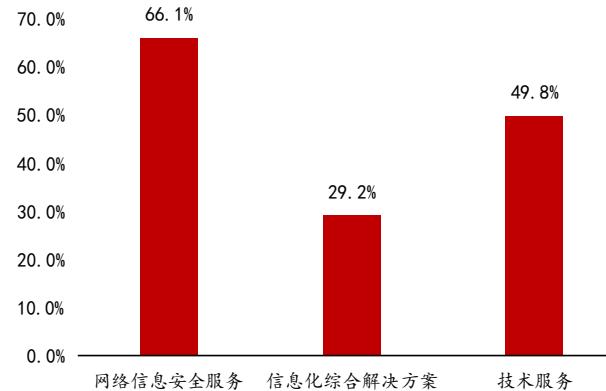
数据来源：Wind，西南证券整理

从营收结构来看，公司营业收入大部分来源于网络信息安全服务业务和信息化综合解决方案产品，技术服务业务营收占比较小。2021年公司网络信息安全服务业务营收0.2亿，同比增长76.2%，占营收比重持续提升，主要系公司近年来对网络信息安全服务业务的大力投入和重点发展；信息化综合解决方案产品营收0.1亿，同比增长48.9%，占营收比重为33.6%。

毛利结构中，公司网络信息安全服务业务毛利率最高，2021年达到66.1%，2021年信息化综合解决方案产品和技术服务业务毛利率分别为29.2%和49.8%，公司产品业务结构优化，毛利率较高的网络信息安全服务业务占比提升，公司整体毛利率将随之提升。

图 4：公司主营业务分产品收入


数据来源: Wind, 西南证券整理

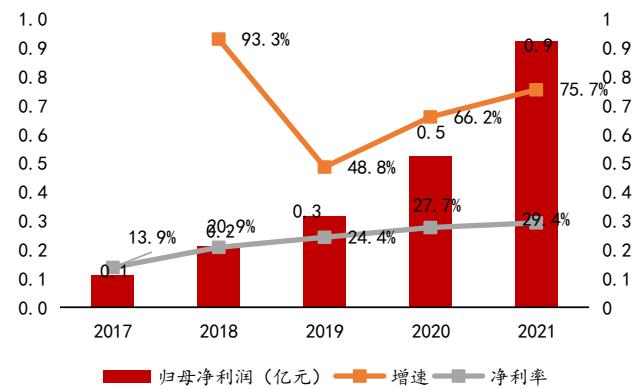
图 5：公司各业务毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司营收利润保持较快增长。2017-2021 年公司主营业务收入复合增长率 41.4%，主要系各项业务的收入提升所致。2017-2021 年，公司归母净利润由 0.1 亿增长到 0.9 亿，复合增速 73.2%。公司净利率稳步提升，盈利能力稳定增强。公司深耕网络信息安全和信息化综合解决方案市场，随着市场空间增大，公司业务规模有望进一步扩大。

图 6：公司营收情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7：公司归母净利润与净利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

公司多年深耕信息安全领域，积累了丰富的行业项目经验。随着建设网络强国和加强数据安全等政策的驱动，行业迎来良好发展机遇。公司持续加强网络信息安全和信息化综合解决方案产品的推陈出新、技术研发的迭代升级，积极在网络信息安全、医疗健康信息化、国防军工信息化、政务服务信息化等多个细分领域夯实和拓展市场，订单量持续增长。我们预计公司 2022 年-2024 年网络信息安全服务订单量增速为 59%、59%、54%，预计公司 2022

年-2024年信息化综合解决方案服务订单量增速为38%、33%、33%，预计公司2022年-2024年技术服务订单量增速为58%、53%、48%。

基于以上假设，我们预测公司2022-2024年分业务收入及毛利率如下表：

表2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
网络信息安全服务	收入	205.5	327.2	519.3	798.4
	增速	76%	59%	59%	54%
	毛利率	66%	67%	66%	64%
信息化综合解决方案服务	收入	106.6	147.1	195.5	259.9
	增速	49%	38%	33%	33%
	毛利率	29%	29%	29%	28%
技术服务	收入	4.2	6.6	10.1	14.9
	增速	74%	58%	53%	48%
	毛利率	50%	50%	50%	45%
合计	收入	316.8	480.8	724.9	1073.2
	增速	66.3%	51.8%	50.8%	48.0%
	毛利率	53.41%	55.41%	55.41%	54.41%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取卫宁健康、左江科技、卫士通3家信息化综合解决方案和网络信息安全上市公司作为可比公司进行估值比较，2022年3家可比公司平均估值为42倍。公司在医疗健康、国防军工和政务服务领域深耕多年，具有较强整体方案深化设计和项目实施部署能力，并且已掌握高性能分布式数据库技术等多项核心技术，在该领域具有较强竞争优势，并积极把握政策推动和行业发展双重机遇，在网络信息安全领域持续加大投入，产品研发和大客户拓展有序推进。预计估值将高于行业平均水平。

表3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			21A/E	22E	23E	21A/E	22E	23E
300253.SZ	卫宁健康	8.13	0.27	0.38	0.50	30.34	21.61	16.33
300799.SZ	左江科技	43.74	1.13	1.90	2.74	39.78	22.96	15.98
002268.SZ	卫士通	40.28	--	0.49	0.70	198.47	82.24	57.63
平均值						89.53	42.27	29.98

数据来源：Wind，西南证券整理

预计2022-2024年EPS分别为1.66元、2.61元、3.60元，未来三年归母净利润将达到53.1%的复合增长率。网络安全行业高景气，公司行业项目经验丰富，持续加强核心技术的开发和积累，全产业链覆盖智能信息化业务，给予公司2022年50倍估值，对应目标价83元，首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	316.84	480.81	724.89	1073.18	净利润	93.09	154.03	242.34	333.90
营业成本	147.60	214.37	323.20	489.22	折旧与摊销	1.47	0.61	0.61	0.61
营业税金及附加	2.45	2.98	4.57	6.98	财务费用	2.10	0.33	2.96	4.50
销售费用	6.60	11.35	16.51	24.13	资产减值损失	0.27	0.00	2.00	-1.00
管理费用	14.20	23.95	33.94	110.22	经营营运资本变动	-152.71	-125.71	-233.36	-314.67
财务费用	2.10	0.33	2.96	4.50	其他	5.59	0.00	-2.56	0.00
资产减值损失	0.27	0.00	2.00	-1.00	经营活动现金流净额	-50.20	29.26	11.99	23.34
投资收益	0.00	0.00	2.56	0.00	资本支出	249.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-252.33	0.00	2.56	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.97	0.00	2.56	0.00
营业利润	103.43	177.57	279.95	386.37	短期借款	47.47	-30.85	30.67	46.09
其他非经营损益	2.99	-1.10	-2.51	-4.01	长期借款	-4.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.42	176.47	277.45	382.36	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	13.33	22.44	35.11	48.46	支付股利	0.00	-9.25	-17.86	-30.11
净利润	93.09	154.03	242.34	333.90	其他	-8.26	-3.19	-2.96	-4.50
少数股东损益	0.59	0.99	1.46	2.00	筹资活动现金流净额	34.41	-43.29	9.85	11.48
归属母公司股东净利润	92.50	153.05	240.89	331.90	现金流量净额	-18.76	-14.02	24.41	34.83
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	62.11	48.08	72.49	107.32	成长能力				
应收和预付款项	272.73	398.08	608.67	896.12	销售收入增长率	66.27%	51.75%	50.77%	48.05%
存货	101.66	147.64	220.60	335.94	营业利润增长率	69.29%	71.69%	57.66%	38.01%
其他流动资产	8.08	1.26	1.90	2.81	净利润增长率	76.06%	65.47%	57.33%	37.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	70.64%	66.84%	58.83%	38.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3.39	3.09	2.80	2.51	毛利率	53.41%	55.41%	55.41%	54.41%
无形资产和开发支出	0.50	0.41	0.33	0.25	三费率	7.23%	7.41%	7.37%	12.94%
其他非流动资产	14.44	14.21	13.97	13.74	净利润率	29.38%	32.04%	33.43%	31.11%
资产总计	462.90	612.78	920.75	1358.67	ROE	31.34%	34.86%	36.37%	34.42%
短期借款	78.52	47.67	78.34	124.43	ROA	20.11%	25.14%	26.32%	24.58%
应付和预收款项	71.98	119.33	172.00	259.84	ROIC	36.20%	38.18%	40.83%	37.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.77%	37.13%	39.11%	36.48%
其他负债	15.37	3.98	4.12	4.32	营运能力				
负债合计	165.87	170.97	254.46	388.59	总资产周转率	0.84	0.89	0.95	0.94
股本	69.19	92.26	92.26	92.26	固定资产周转率	95.22	150.77	250.36	412.48
资本公积	23.37	23.37	23.37	23.37	应收账款周转率	1.62	1.52	1.53	1.51
留存收益	202.85	346.65	569.68	871.47	存货周转率	1.90	1.72	1.75	1.75
归属母公司股东权益	295.41	439.21	662.24	964.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	68.05%	—	—	—
少数股东权益	1.61	2.60	4.05	6.05	资本结构				
股东权益合计	297.02	441.81	666.29	970.08	资产负债率	35.83%	27.90%	27.64%	28.60%
负债和股东权益合计	462.90	612.78	920.75	1358.67	带息债务/总负债	47.33%	27.88%	30.79%	32.02%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	2.74	3.56	3.60	3.49
EBITDA	107.00	178.51	283.53	391.48	速动比率	2.11	2.67	2.72	2.61
PE	52.31	31.61	20.09	14.58	股利支付率	0.00%	6.04%	7.41%	9.07%
PB	16.38	11.02	7.31	5.02	每股指标				
PS	15.27	10.06	6.67	4.51	每股收益	1.00	1.66	2.61	3.60
EV/EBITDA	33.98	20.26	12.78	9.28	每股净资产	3.20	4.76	7.18	10.45
股息率	0.00%	0.19%	0.37%	0.62%	每股经营现金	-0.54	0.32	0.13	0.25
					每股股利	0.00	0.10	0.19	0.33

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

行业评级

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn