

佳缘科技 (301117.SZ)

安全业务增长约 18%，推出商密产品构建第二成长曲线

买入

核心观点

上半年整体收入有所下滑。公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 1.29 亿元（-12.90%），归母净利润 0.28 亿元（-35.58%），扣非净利润 0.23 亿元（-32.32%）。单 Q2 来看，公司实现收入 0.79 亿元（+21.37%），归母净利润 0.19 亿元（-59.27%），扣非净利润 0.18 亿元（-55.89%）。二季度项目推进受到影响，主要是信息化业务影响增长。

军工安全保持稳定增长，毛利率持续提升。信息安全产品收入 0.92 亿元（+17.81%），毛利率继续提升至 70.72%；信息化业务收入 0.35 亿元（-42.75%），毛利率为 27.22%，下降 11.24 个百分点。业务结构变化，带动公司 23H1 毛利率提升到 58.27%。上半年公司收到现金 1.37 亿，增长较大；净现金流 0.07 亿，去年同期为-1.38 亿元。费用上，公司依然保持较高投入，销售、管理、研发费用同比增长 75.02%、17.77%、53.96%。公司存货达到 2.88 亿，同比增长 41%，验证行业发展信心。

推出商密产品，拓展新市场空间。公司此前安全产品主要专注于军工领域，今年 8 月发布了一些列商密产品。公司在商业密码领域研发了基于 PCIe 总线国产 CPU+FPGA 架构，产品覆盖 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。随着《商用密码管理条例》于 23 年 7 月正式实施，商密市场有望迎来加速发展。公司在编码技术上积累多年，以及积累的 SIP 芯片、专用编码算力芯片、核心编码处理模块研发能力，顺势而为推出商密产品，有望成为公司第二成长曲线。

卫星互联网技术试验卫星发射成功，星载产品有望加速。23 年 7 月 9 日，长征二号丙运载火箭，成功将卫星互联网技术试验卫星发射升空，卫星顺利进入预定轨道。本次发射成功标志着卫星互联网进入加速组建阶段，推动卫星产业链高景气。公司深耕卫星组网安全防护和数据链防护领域发展，星载产品有望充分受益卫星互联网发展。结合公司股权激励的较高目标，以及军工信息化，尤其星载方向的高景气度，公司下半年发展有望逐步加速。

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。由于军工项目推进节奏影响，预计 2023-2025 年营业收入由 5.14/7.29/9.93 亿元，下调为 4.05/6.40/9.27 亿元，增速分别为 50%/58%/45%，归母净利润为 1.04/1.86/2.91 亿元，对应当前 PE 为 43/24/16 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) | 317 | 270 | 405 | 640 | 927 |
| (+/-%) | 66.3% | -14.9% | 50.3% | 58.0% | 44.8% |
| 净利润(百万元) | 93 | 62 | 104 | 186 | 291 |
| (+/-%) | 75.7% | -33.3% | 67.9% | 79.7% | 56.2% |
| 每股收益(元) | 1.34 | 0.67 | 1.13 | 2.02 | 3.16 |
| EBIT Margin | 36.9% | 23.5% | 25.6% | 30.5% | 33.8% |
| 净资产收益率(ROE) | 31.3% | 4.7% | 7.6% | 13.0% | 18.9% |
| 市盈率(PE) | 36.5 | 73.1 | 43.4 | 24.2 | 15.5 |
| EV/EBITDA | 30.1 | 71.1 | 43.8 | 23.7 | 15.6 |
| 市净率(PB) | 11.44 | 3.43 | 3.32 | 3.15 | 2.92 |

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·计算机设备

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

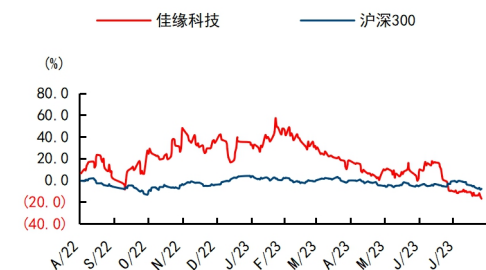
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 48.85 元 |
| 总市值/流通市值 | 4507/2115 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 94.43/48.85 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 93.98 百万元 |

市场走势



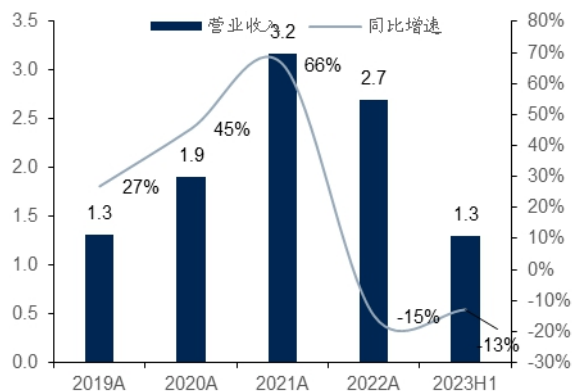
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《佳缘科技(301117.SZ)——一季度收入增长 253%，大量在研项目保证高成长》——2023-04-23
- 《佳缘科技(301117.SZ)——2022 中报点评-网安业务增长超 34%，存货翻倍预示下游高景气》——2022-08-28
- 《佳缘科技(301117.SZ)——2021 年年报点评-收入利润均接近预告上限，安全业务有望进一步拓展下游》——2022-04-12
- 《佳缘科技(301117.SZ)——蓬勃发展的军工网络安全和信息化厂商》——2022-03-05

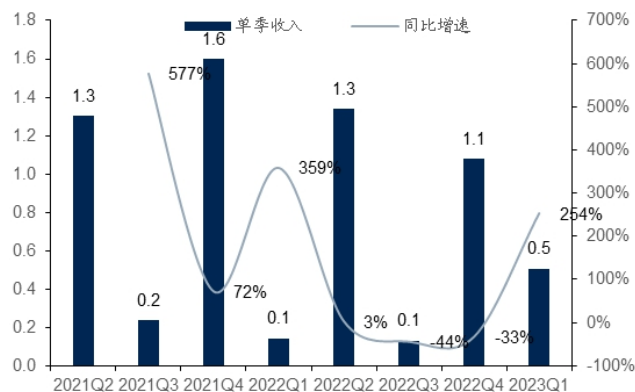
公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 1.29 亿元（-12.90%），归母净利润 0.28 亿元（-35.58%），扣非净利润 0.23 亿元（-32.32%）。单 Q2 来看，公司实现收入 0.79 亿元（+21.37%），归母净利润 0.19 亿元（-59.27%），扣非净利润 0.18 亿元（-55.89%）。二季度项目推进受到影响，主要是信息化业务影响增长。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



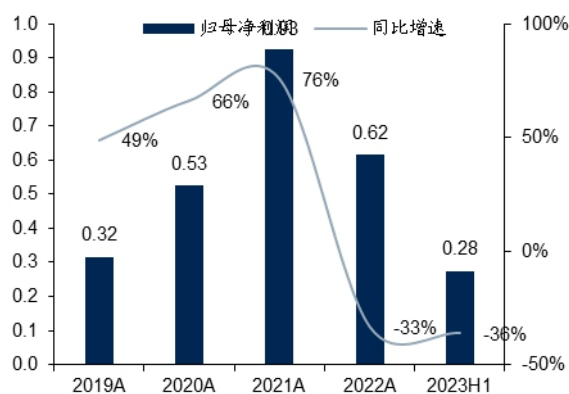
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



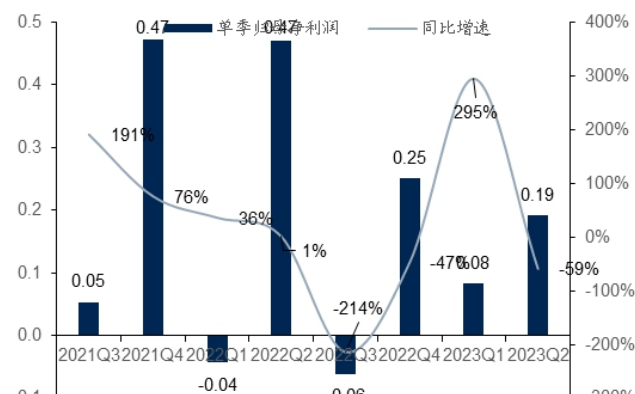
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

投资建议：由于军工项目推进节奏影响，预计2023-2025年营业收入由5.14/7.29/9.93亿元，下调为4.05/6.40/9.27亿元，增速分别为50%/58%/45%，归母净利润为1.04/1.86/2.91亿元，对应当前PE为43/24/16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 | 62 | 724 | 700 | 500 | 500 | 营业收入 | 317 | 270 | 405 | 640 | 927 |
| 应收款项 | 264 | 338 | 466 | 702 | 965 | 营业成本 | 148 | 120 | 167 | 254 | 356 |
| 存货净额 | 102 | 256 | 228 | 312 | 389 | 营业税金及附加 | 2 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| 其他流动资产 | 17 | 21 | 31 | 49 | 71 | 销售费用 | 7 | 7 | 12 | 17 | 24 |
| 流动资产合计 | 445 | 1338 | 1425 | 1563 | 1925 | 管理费用 | 14 | 26 | 41 | 58 | 74 |
| 固定资产 | 3 | 3 | 3 | 3 | 2 | 研发费用 | 29 | 52 | 81 | 115 | 158 |
| 无形资产及其他 | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 | 财务费用 | 2 | (0) | (7) | (4) | 1 |
| 投资性房地产 | 14 | 49 | 49 | 49 | 49 | 投资收益 | 0 | 16 | 5 | 5 | 5 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (0) | 0 | (6) | (8) | (8) |
| 资产总计 | 463 | 1391 | 1478 | 1617 | 1979 | 其他收入 | (40) | (59) | (78) | (110) | (152) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 81 | 2 | 25 | 44 | 239 | 营业利润 | 103 | 72 | 112 | 202 | 315 |
| 应付款项 | 48 | 59 | 82 | 125 | 175 | 营业外净收支 | 3 | (6) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 32 | 10 | 14 | 22 | 30 | 利润总额 | 106 | 67 | 112 | 202 | 315 |
| 流动负债合计 | 162 | 71 | 121 | 191 | 444 | 所得税费用 | 13 | 5 | 9 | 16 | 25 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 1 | (0) | (0) | (1) | (1) |
| 其他长期负债 | 4 | 2 | 1 | (1) | (3) | 归属于母公司净利润 | 93 | 62 | 104 | 186 | 291 |
| 长期负债合计 | 4 | 2 | 1 | (1) | (3) | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 166 | 74 | 122 | 190 | 441 | 净利润 | 93 | 62 | 104 | 186 | 291 |
| 少数股东权益 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值准备 | 13 | (2) | (2) | (4) | (4) |
| 股东权益 | 295 | 1316 | 1355 | 1426 | 1537 | 折旧摊销 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 负债和股东权益总计 | 463 | 1391 | 1478 | 1617 | 1979 | 公允价值变动损失 | 0 | (0) | 6 | 8 | 8 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 2 | (0) | (7) | (4) | 1 |
| 每股收益 | 1.34 | 0.67 | 1.13 | 2.02 | 3.16 | 营运资本变动 | (145) | (281) | (88) | (294) | (309) |
| 每股红利 | 0.03 | 0.41 | 0.70 | 1.25 | 1.96 | 其它 | (12) | 2 | 2 | 4 | 4 |
| 每股净资产 | 4.27 | 14.26 | 14.73 | 15.50 | 16.70 | 经营活动现金流 | (51) | (219) | 23 | (98) | (9) |
| ROIC | 32.52% | 6.92% | 7% | 13% | 18% | 资本开支 | 0 | 1 | (6) | (6) | (6) |
| ROE | 31.31% | 4.69% | 8% | 13% | 19% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 53% | 55% | 59% | 60% | 62% | 投资活动现金流 | 0 | 1 | (6) | (6) | (6) |
| EBIT Margin | 37% | 24% | 26% | 31% | 34% | 权益性融资 | 0 | 1011 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 37% | 24% | 26% | 31% | 34% | 负债净变化 | (5) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 66% | -15% | 50% | 58% | 45% | 支付股利、利息 | (2) | (38) | (64) | (115) | (180) |
| 净利润增长率 | 76% | -33% | 68% | 80% | 56% | 其它融资现金流 | 44 | (55) | 23 | 19 | 195 |
| 资产负债率 | 36% | 5% | 8% | 12% | 22% | 融资活动现金流 | 31 | 879 | (41) | (96) | 15 |
| 股息率 | 0.0% | 0.8% | 1.4% | 2.6% | 4.0% | 现金净变动 | (19) | 662 | (24) | (200) | 0 |
| P/E | 36.5 | 73.1 | 43.4 | 24.2 | 15.5 | 货币资金的期初余额 | 82 | 62 | 724 | 700 | 500 |
| P/B | 11.4 | 3.4 | 3.3 | 3.2 | 2.9 | 货币资金的期末余额 | 62 | 724 | 700 | 500 | 500 |
| EV/EBITDA | 30.1 | 71.1 | 43.8 | 23.7 | 15.6 | 企业自由现金流 | 0 | (221) | 3 | (118) | (25) |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | (276) | 32 | (95) | 169 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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