

聚焦网络安全行业，长期成长空间广阔

——佳缘科技(301117.SZ)首次覆盖报告

报告要点：

- 专注于网络信息安全产品和信息化综合解决方案，成长性良好

佳缘科技股份有限公司成立于1994年8月，于2022年1月在深圳证券交易所成功上市，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，业务专注于国防军工、医疗健康和政务服务领域。自成立以来，公司秉承坚持自主研发的技术创新理念，通过自身的技术积累实现了技术的持续创新和业务的不断拓展。2017-2022年，公司营业收入的CAGR达27.88%，扣非归母净利润的CAGR达39.83%，呈现出较好的成长性。

- 政策助力行业发展，网络安全和商用密码行业市场空间广阔

近年来，国家相继出台《中华人民共和国网络安全法》、《中华人民共和国密码法》等网络安全行业重要的法律法规及行业发展政策，为行业的持续快速发展奠定了坚实的基础。根据中国网络安全产业联盟(CCIA)《2023年中国网络安全产业分析报告》的数据，2022年，我国网络安全市场规模约为633亿元，同比增长3.1%。未来三年，预计网络安全产业将保持10%以上的增速，到2025年市场规模将超过800亿元。根据赛迪研究院的数据，2021年我国商用密码产业规模达到585亿元，较2020年增长25.54%。

- 持续进行技术研发与产品更新，积极拓宽产品及技术应用领域

公司网络信息安全产品的核心技术是现代编码学，在发出端对发出信号进行信息编码、完整性保护、防篡改设计，在接收端对接受信号进行解码和身份鉴别，以实现数据传输过程中的网络信息的安全性、完整性和防重放攻击。2023年，公司发布了以“快”为核心优势的三款重磅商密产品，积极拓宽产品及技术应用领域。公司根据航天、航空客户不同使用场景的需求提供特定形态的安全平台产品，研发的多路并行高速网络信息安全产品，应用于航天、航空、通信数传等场景，解决了多路高速数据传输并行处理难题。

- 盈利预测与投资建议

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，长期成长空间广阔。预测公司2023-2025年的营业收入为3.50、4.77、6.12亿元，归母净利润为0.87、1.34、1.88亿元，EPS为0.94、1.45、2.03元/股，对应的PE为60.46、39.30、27.99倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长性，首次推荐，给予“买入”评级。

- 风险提示

研发风险；应收账款回收风险；人才管理及人工成本上升的风险；订单波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	316.84	269.52	350.08	477.12	612.20
收入同比(%)	66.27	-14.93	29.89	36.29	28.31
归母净利润(百万元)	92.50	61.68	86.80	133.54	187.50
归母净利润同比(%)	75.68	-33.32	40.73	53.85	40.41
ROE(%)	31.31	4.69	6.25	8.87	11.26
每股收益(元)	1.00	0.67	0.94	1.45	2.03
市盈率(P/E)	56.73	85.09	60.46	39.30	27.99

资料来源：Wind，国元证券研究所

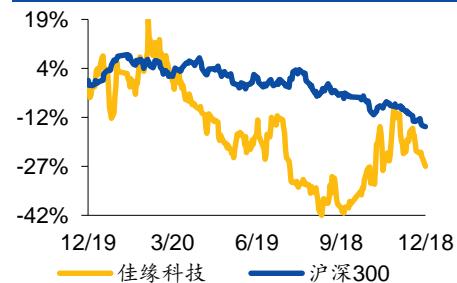
买入|首次推荐

当前价： 56.88 元

基本数据

52周最高/最低价(元) : 92.61 / 45.00
A股流通股(百万股) : 43.30
A股总股本(百万股) : 92.26
流通市值(百万元) : 2463.11
总市值(百万元) : 5247.94

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军
执业证书编号 S0020519070002
电话 021-51097188-1856
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗
邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

目录

1. 公司介绍：聚焦网络信息安全，技术驱动快速成长	4
1.1 历史沿革：坚持自主研发创新，业务领域不断扩展	4
1.2 财务分析：业绩实现快速增长，持续加大研发投入	5
1.3 股权结构：股权结构合理稳定，核心高管经验丰富	9
1.4 募投项目：募投项目增强实力，股权激励护航成长	10
2. 行业分析：政策助力行业发展，持续成长空间广阔	13
2.1 国家政策持续出台，助力行业健康发展	13
2.2 行业运行态势良好，网安产业空间广阔	15
3. 竞争力分析：研发创新打造优势，积极拓展业务领域.....	19
3.1 产品研发：技术驱动快速发展，产品体系逐步完善	19
3.2 资质优势：军工业务资质完备，获得客户高度认可	23
3.3 业务拓展：积极拓展商密领域，助力业绩持续增长	23
4. 盈利预测与投资建议	26
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司业务概况	5
图 3：营业收入及毛利率情况	6
图 4：扣非归母净利润及净利率情况	6
图 5：2022 年三大业务收入占比情况	6
图 6：网络信息安全产品收入情况	7
图 7：信息化综合解决方案收入情况	7
图 8：2022 年三大行业营业收入与毛利率	8
图 9：期间费用率情况	8
图 10：研发投入情况	9
图 11：研发人员情况	9
图 12：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比	9
图 13：股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）	10
图 14：军工信息化系统架构图	15
图 15：政务服务信息化基本框架	16
图 16：医疗健康信息化业务领域示意图	16
图 17：网络信息安全产业链	17
图 18：我国网络安全市场规模及增速	18
图 19：公司网络信息安全产品简要原理图	19
图 20：2017-2021 年我国商用密码产业规模	24
图 21：文件传输加密加速系统	25

表 1: 募投项目情况	10
表 2: 首次授予的限制性股票对各期经营业绩影响（单位：万元）	11
表 3: 首次授予的限制性股票的归属期限和归属比例	11
表 4: 公司层面业绩考核要求	11
表 5: 数字经济安全与国防安全相关政策梳理	14
表 6: 公司部分网络安全产品及主要功能	20
表 7: 军工信息化产品及优势	21
表 8: 医疗健康信息化部分产品及优势	22
表 9: 政务信息化主要产品及优势	22
表 10: 公司近年来主要获得奖项概况	23
表 11: 三款商用密码产品概况	24
表 12: 公司收入拆分（单位：百万元）	27
表 13: 可比公司估值情况	27

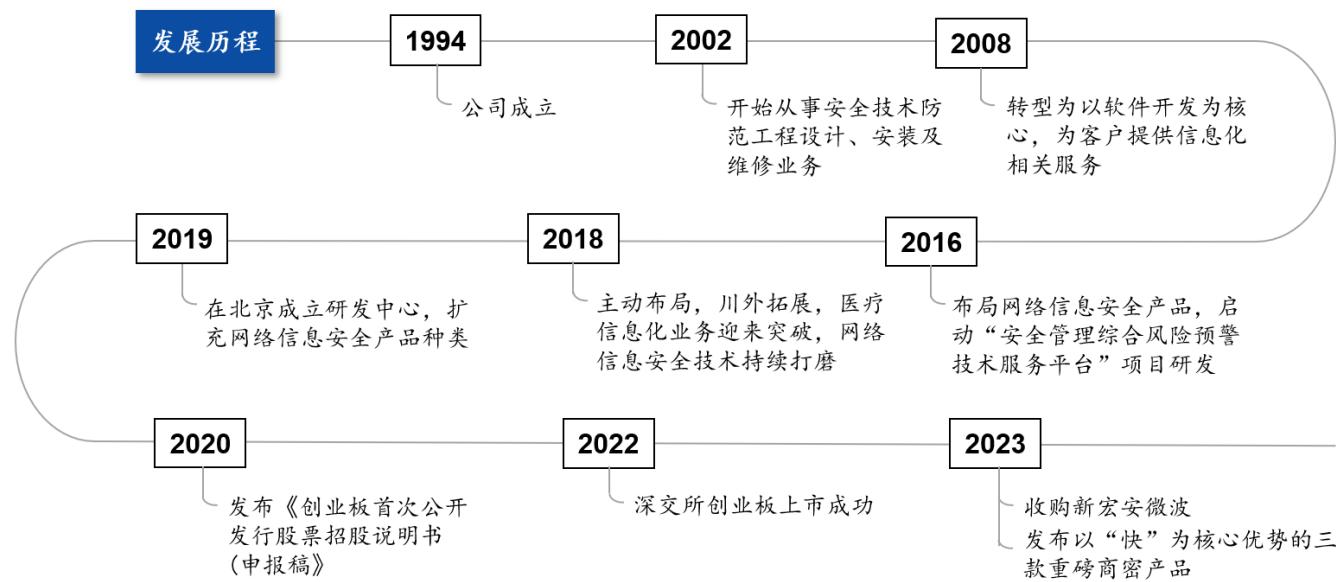
1. 公司介绍：聚焦网络信息安全，技术驱动快速成长

1.1 历史沿革：坚持自主研发创新，业务领域不断扩展

佳缘科技股份有限公司成立于1994年8月，于2022年1月在深圳证券交易所创业板上市。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，业务专注于国防军工、医疗健康和政务服务领域。在网络信息安全领域，公司主要聚焦于编码理论和人工智能研究、商业密码产品与系统研制，航天、航空和地面安全终端设计开发等；在信息化领域，公司以自研数据平台系统为核心，在信息化综合解决方案能力方面不断积累，完善信息化产品的实用性、便利性、安全性、鲁棒性等功能性能，主要为医疗健康、国防军工、政务服务等领域的客户提供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，提升用户的易用性和体验感。

自成立以来，公司秉承“以质量求生存、以创新求发展”的核心价值观，用信息技术推动企业创新，用企业创新推动社会发展，诚信经营，依法纳税，积极承担社会责任。同时，在行业内塑造了良好的团队形象和影响力，获得了广泛稳定的客户群体，获得了国家主管部门、国防军工、医疗健康和政务服务领域客户的高度认可，并斩获了多项荣誉及称号。

图1：公司发展历程



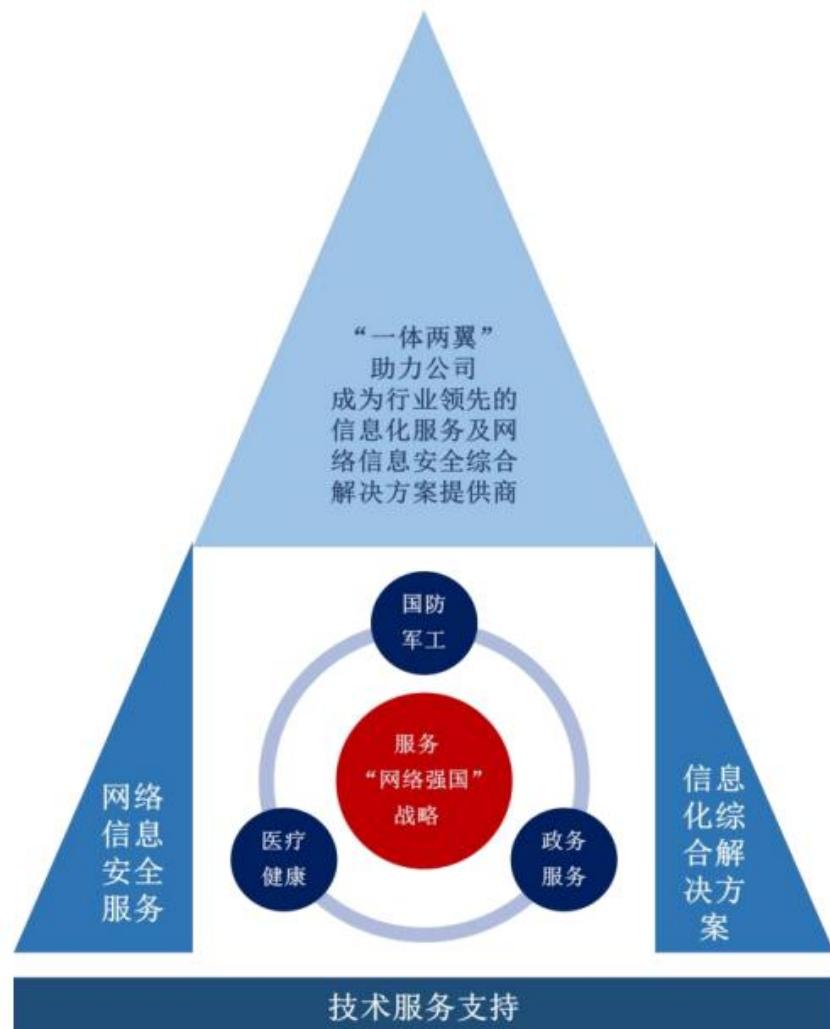
资料来源：公司官网，Wind，公司公告，国元证券研究所

在网络信息安全领域，公司网络信息安全产品的核心技术是现代编码学，在发出端对发出信号进行信息编码、完整性保护、防篡改设计，在接收端对接受信号进行解码和身份鉴别，以实现数据传输过程中的网络信息的安全性、完整性和防重放攻击；同时，其也用于对航空、航天和地面安全终端构成的网络安全系统关键参数的更新、管理和状态进行监控。

在信息化领域，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，下游行业主要涵盖医疗健康、国防军工、政务服务等领域。同时，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，并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、综合指挥调度平台等创新产品。

在技术服务支持领域，公司向客户提供辅助支持类技术服务，主要包含档案数字化服务、运维服务及设计服务。

图 2：公司业务概况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

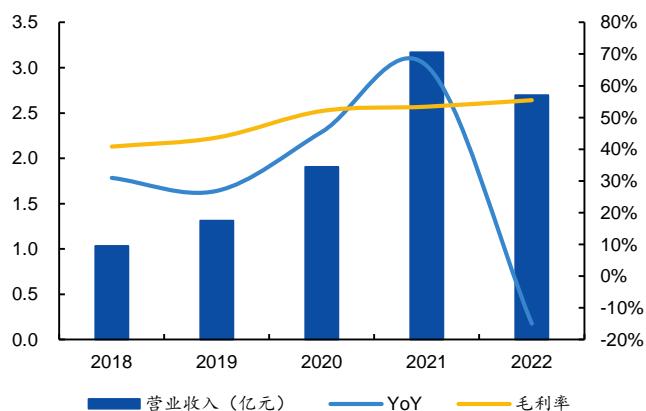
1.2 财务分析：业绩实现快速增长，持续加大研发投入

2017-2022 年，公司营业收入的 CAGR 达 27.88%，扣非归母净利润的 CAGR 达 39.83%。2022 年，公司实现营业收入 2.70 亿元，同比下滑 14.93%，实现扣非归母净利润 0.51 亿元，同比下滑 42.57%。2022 年，受市场经营环境变化及经济下行影

响，特别是各级政府部门和医疗机构均肩负重点工作任务，导致原执行中的项目无法前往客户现场继续实施，新业务的招投标工作和合同签订工作暂缓。因此，大环境的变化导致信息化综合解决方案业务的招投标流程、实施进度和项目验收等业务环节受到影响，致使相关服务收入大幅下降。同时，公司为持续提升在网络信息安全领域和信息化综合服务领域的发展优势，大力提升产品竞争力和市场开拓力，一方面提高管理效能，合理扩大经营规模，另一方面积极参与预研项目，持续加大研发投入，管理费用同比增长 83.74%，研发费用同比增长 78.99%，致使成本上升。

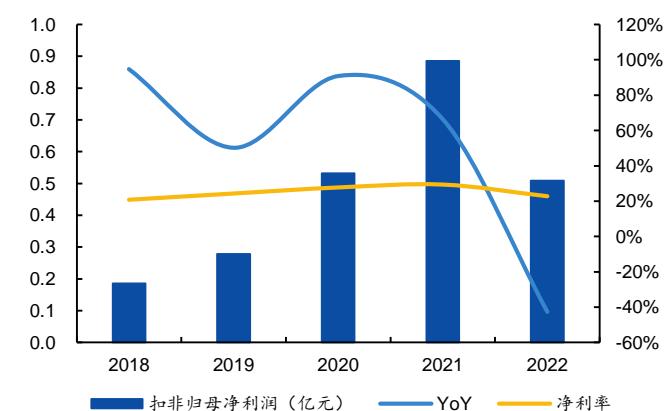
2023 年前三季度，公司实现营业收入 1.86 亿元，同比增长 15.10%，实现扣非归母净利润 0.27 亿元，同比增长 9.79%。

图 3：营业收入及毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

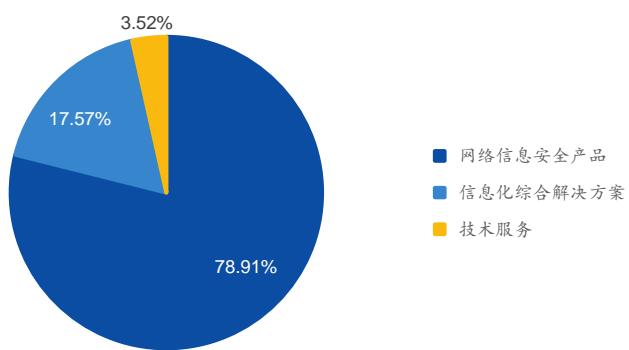
图 4：扣非归母净利润及净利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

公司当前的两大核心业务分别为网络信息安全产品和信息化综合解决方案。2022 年，网络信息安全产品的收入占比为 78.91%，信息化综合解决方案的收入占比为 17.57%，技术服务的收入占比为 3.52%。

图 5：2022 年三大业务收入占比情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

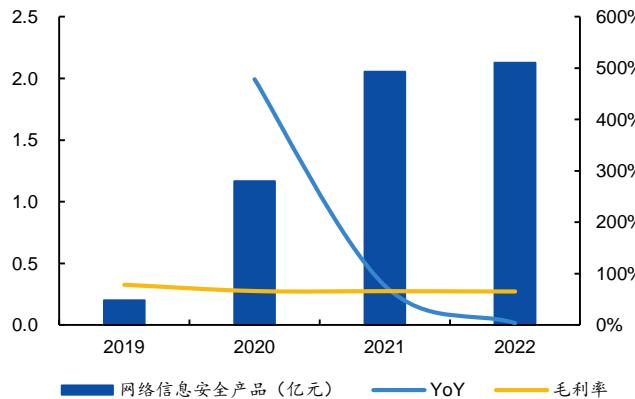
网络信息安全产品：公司的核心网络安全产品包括网络安全专用芯片产品、板卡安全平台产品、整机安全平台产品以及相关技术门类的受托研发。公司的产品销售通常由

公司客户根据实际需求制定采购计划，在履行相关供应商的遴选程序后，和生产企业签订产品销售订货合同。对于网络安全产品的受托研发，客户通常会就相关技术需求组织招投标，获得客户受托研发合同。公司中标后，受客户委托，根据客户提出的技术指标和功能要求进行研制开发产品，最终客户按照合同的约定向公司支付相应的费用。2019-2022年，该业务迅速发展成为公司的第一核心业务，营业收入从0.20亿元大幅上升至2.13亿元，收入占比由15.39%上升至78.91%。网络信息安全业务占比持续扩大，为公司未来持续发展奠定了坚实基础。目前，公司网络安全业务已经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。

信息化综合解决方案：该业务公司主要通过招投标的方式获取客户订单。在具体销售过程中，首先业务人员通过收集公开招投标信息对客户需求摸底。然后，公司从产品端获取信息后，成本中心会根据项目具体情况，对本次招投标项目进行成本预算。最后，相关人员根据客户需求和财务预算准备相关招投标文件。同时，公司在客户服务过程中注重通过销售和售后之间的配合，公司以样板工程的标准要求每个项目的服务质量，并通过良好的售后服务维持客户关系，挖掘客户深层次需求，增强客户黏性，助力后续业务的推广。受市场经营环境变化及经济下行影响，2022年，公司的信息化综合解决方案业务营业收入为0.47亿元，同比下滑55.57%。

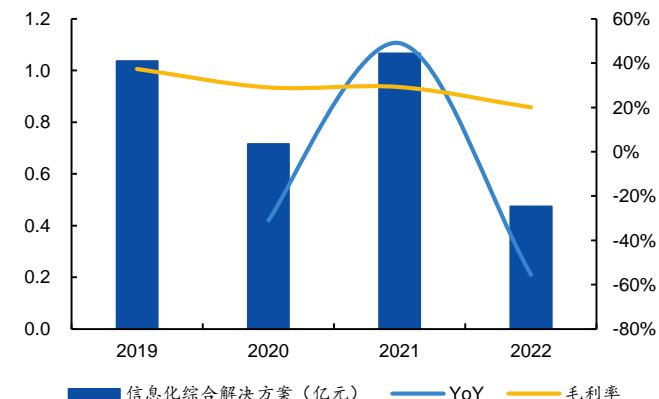
技术服务：2021-2022年，技术服务业务收入占公司营业收入的比重分别为1.50%、3.52%。主要包含档案数字化服务、运维服务及设计服务。

图6：网络信息安全产品收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

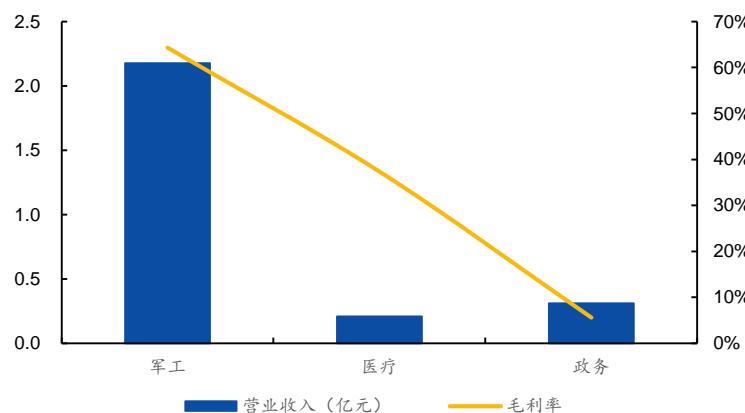
图7：信息化综合解决方案收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

分行业来看，2022年，军工行业实现营业收入2.18亿元，同比增长5.54%，毛利率为64.29%；医疗行业实现营业收入0.21亿元，同比下降78.93%，毛利率为37.33%；政务行业实现营业收入0.31亿元，同比增长164.65%，毛利率为5.56%。

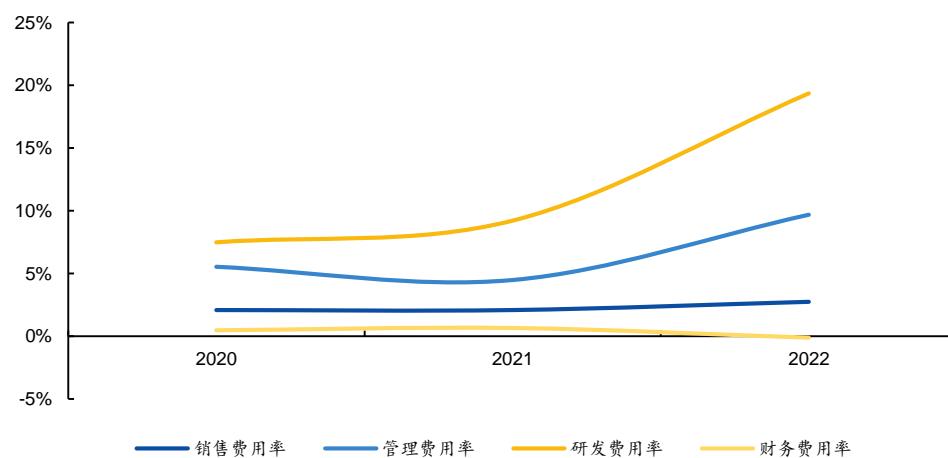
图 8：2022 年三大行业营业收入与毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

2020-2022 年，公司注重产品研发，研发费用占营业收入的比重不断上升，由 2020 年的 7.47% 上升至 2022 年的 19.35%。

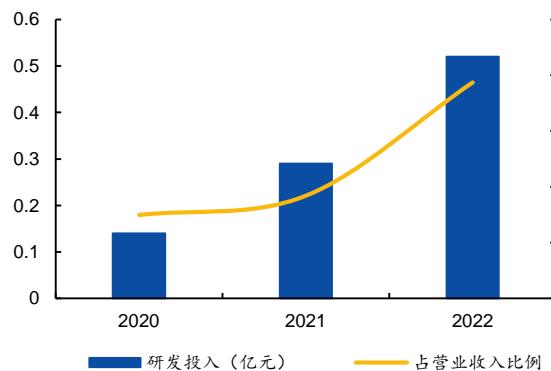
图 9：期间费用率情况



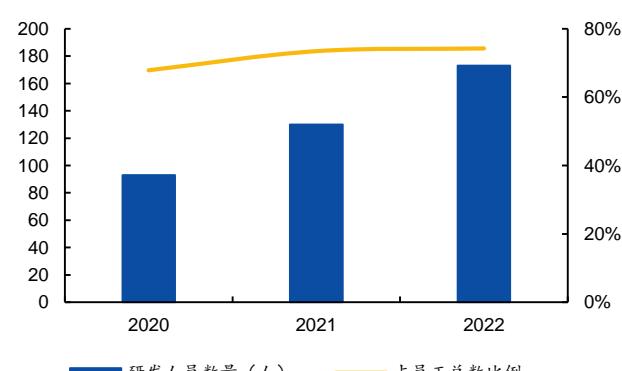
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

公司高度重视研发创新在业务开展中的重要作用，2022 年，公司研发投入为 0.52 亿元，占营业收入的比重为 19.35%；2022 年底，研发人员为 173 人，占公司员工总数的比例为 74.25%。

截至 2023 年 6 月 30 日，公司已获授权专利 10 项，正在审查中专利 19 项，共获得软件著作权 143 项。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，实现持续的技术创新、产品创新，形成符合客户需求的具有市场竞争力的技术与产品。公司秉承“技术驱动发展”的战略、“诚信为人、踏实做事”的企业精神，建立了持续创新的机制，营造了创新的企业文化和宽松有序的创新环境，通过鼓励创新，丰富公司的技术积淀、增强公司的技术优势。

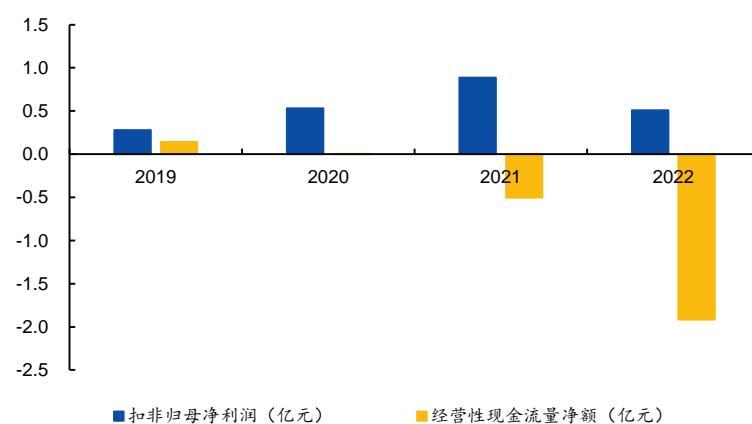
图 10：研发投入情况


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 11：研发人员情况


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2019-2022 年，公司经营性现金流量净额分别为 0.14、0.00、-0.50、-1.91 亿元。
2022 年经营性现金流量净额变动原因：主要系研发投入及人员增加、研发人员薪酬增加所致。

图 12：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

1.3 股权结构：股权结构合理稳定，核心高管经验丰富

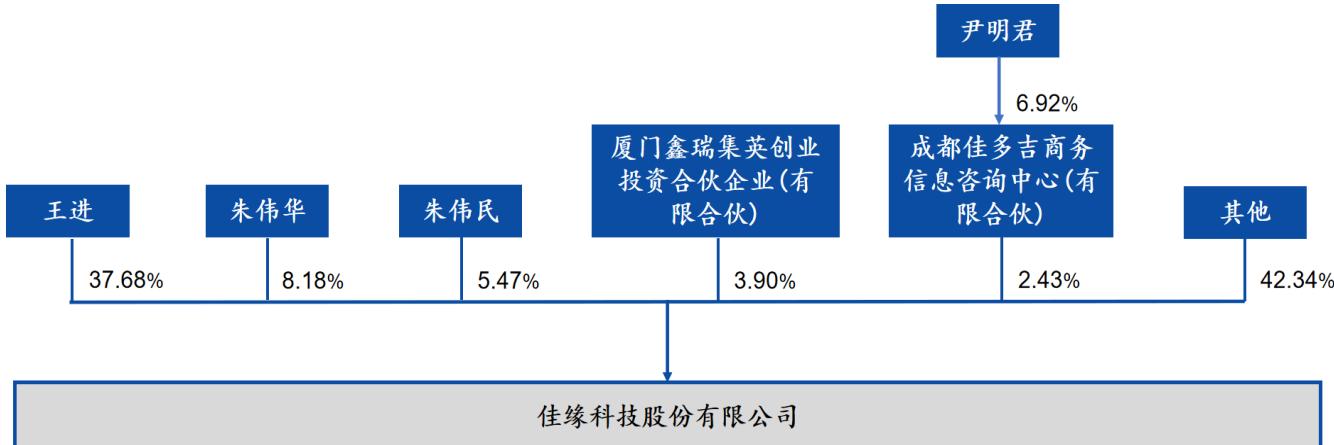
公司的实际控制人为尹明君、王进夫妇。根据公司 2023 年第三季度报告，王进女士直接持有公司 37.68% 的股权。

王进女士，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，工商管理专业。1994 年 8 月至 2016 年 2 月，就职于四川佳缘电子科技有限责任公司，担任董事长兼总经理；2016 年 2 月至 2020 年 1 月，就职于四川佳缘科技股份有限公司，担任董事长兼总经理；2020 年 1 月至今在佳缘科技股份有限公司任董事长兼总经理。

朱伟华先生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，工商管理专业，本科为电气技术专业，高级工程师。2001 年 11 月至 2005 年 2 月，就职于福州冠林智能系统集成有限公司，担任项目部工程师，泉州分公司技术部经理；2005 年 3 月至 2011

年1月，就职于福州融讯智能科技有限公司，担任副总经理；2011年2月至2016年1月，就职于四川佳缘电子科技有限公司，担任副总经理；2016年2月至2020年1月，就职于四川佳缘科技股份有限公司，担任董事、副总经理；2020年1月至今，就职于佳缘科技股份有限公司，担任董事、副总经理。

图 13：股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

1.4 募投项目：募投项目增强实力，股权激励护航成长

2022年，公司首次公开发行人民币普通股（A股）股票2307.33万股，每股发行价格为人民币46.80元，募集资金总额为10.80亿元，扣除发行费用（不含税）后，实际募集资金净额为9.95亿元。

募集资金投资项目的实施将推动公司现有业务向更高层次发展，巩固和提升公司现有的市场地位，全面提升公司的综合竞争实力。同时也将丰富公司产品种类，优化产品结构，并且为公司在增加研发投入、扩大生产经营规模、引入专业人才等方面提供充足的资金支持，降低财务风险，优化财务结构，缓解流动资金压力，有助于进一步扩大公司主营业务规模、提升自主创新能力、增强抗风险能力。

表 1：募投项目情况

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	信息化数据平台升级建设项目	26572.85	26572.85
2	研发及检测中心建设项目	17448.36	17448.36
3	补充流动资金	15000.00	15000.00
合计		59021.21	59021.21

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

信息化数据平台升级建设项目围绕公司现有的主营业务进行，是对公司在医疗健康和国防军工信息化领域内技术及平台的升级项目，基于公司完全自主研发的数据传输、数据处理等技术，对信息化数据平台进行升级。相关技术路线与公司原有核心技术保持一致，已积累的技术储备为本项目提供支撑。

研发及检测中心建设项目是围绕公司主营业务开展的，通过深入研究网络安全技术、数据编码技术，为公司主营业务及核心产品提供强大的技术支持，以技术创新升级带

动公司业务发展升级，推动公司技术成果的产业化。

为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司中层管理人员及核心技术（业务）骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，公司于 2022 年 11 月发布了《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向激励对象授予的限制性股票总量为 117.00 万股，授予价格（含预留授予）为 41.15 元/股。其中，首次授予 94.50 万股，首次授予的激励对象总人数为 81 人。

表 2：首次授予的限制性股票对各期经营业绩影响（单位：万元）

需摊销的总费用	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年度
4487.84	80.58	1933.88	1460.99	771.23	241.16

资料来源：公司公告，国元证券研究所

在不考虑本激励计划对公司业绩的刺激作用情况下，限制性股票费用的摊销对有效期内各年净利润有所影响，若考虑本激励计划对公司发展产生的正向作用，由此激发管理团队、业务骨干等的积极性，提高经营效率，降低代理人成本，本激励计划将对公司业绩提升发挥积极作用。

表 3：首次授予的限制性股票的归属期限和归属比例

归属安排	归属时间	占授予权益总量的比例
第一个归属期	自首次授予之日起 18 个月后的首个交易日至首次授予之日起 30 个月内的最后一个交易日止	30%
第二个归属期	自首次授予之日起 30 个月后的首个交易日至首次授予之日起 42 个月内的最后一个交易日止	30%
第三个归属期	自首次授予之日起 42 个月后的首个交易日至首次授予之日起 54 个月内的最后一个交易日止	40%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

本激励计划首次授予的限制性股票考核年度为 2023 年-2025 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，以各考核指标得分情况及权重来确定公司层面绩效得分(X)，根据公司层面绩效得分(X)来确定当年公司层面可归属比例(M)。

表 4：公司层面业绩考核要求

指标权重	业绩考核指标	得分情况	考核年度	0 分	80 分	90 分	100 分
				A<25%	25%≤A<30%	30%≤A<40%	40%≤A
30%	以公司 2022 年净利润为基数，各年度净利润增长率(A)	2023	A<25%	25%≤A<30%	30%≤A<40%	40%≤A	
		2024	A<56%	56%≤A<69%	69%≤A<96%	96%≤A	
		2025	A<95%	95%≤A<120%	120%≤A<174%	174%≤A	
30%	各年度研发费用占当年营业收入比重(B)	2023-2025	B<5%	5%≤B<10%	10%≤B<13%	13%≤B	
40%	以公司 2022 年营业收入为基数，各年度营业收入增长率(C)	2023	C<30%	30%≤C<40%	40%≤C<50%	50%≤C	
		2024	C<69%	69%≤C<96%	96%≤C<125%	125%≤C	
		2025	C<120%	120%≤C<174%	174%≤C<238%	238%≤C	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：上述“营业收入增长率”指标计算以经审计的上市公司营业收入；“净利润”、“净利润增长率”指标均以归属于上市公司股东的净利润，并剔除全部在有效期内的股权激励计划及员工持股计划股份支付费用影响的数值作为计算依据。

公司考核年度净利润增长率(A)的得分为 a, 研发费用占营业收入比重(B)的得分为 b,

营业收入增长率(C)的得分为 c, 则各年度公司层面绩效得分(X)的公式为：
 $X=a*30\%+b*30\%+c*40\%$ 。如果 $X < 87$ 分, 公司层面可归属比例(M)为 0%, 如果 $X \geq 87$ 分, 公司层面可归属比例(M)为 100%。

2. 行业分析：政策助力行业发展，持续成长空间广阔

2.1 国家政策持续出台，助力行业健康发展

在数字经济安全方面，网络安全作为数字经济的“安全底座”，在我国大力发展战略、加强自主可控等国家战略的助推下，自主可控的网络安全软硬件的发展和装备将持续覆盖国防、经济、民生等各重点领域。党的二十大报告指出“建设现代化产业体系。坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”。

我国信息化的快速发展伴随着愈发严峻的网络安全形势，网络安全问题已逐渐上升到国家战略高度。近年来，国家陆续出台了《中华人民共和国网络安全法》、《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》、《信息安全技术 网络安全等级保护测评要求》、《信息安全技术 网络安全等级保护安全设计技术要求》、《国家网络安全产业发展规划》、《中华人民共和国密码法》等网络安全行业重要的法律法规及行业发展政策。2021年监管层密集制定和发布重量级法律法规，《数据安全法》、《个人信息保护法》、《关键信息基础设施保护条例》相继发布。相关法律法规和行业发展政策为网络安全行业的发展奠定了坚实的基础，促进了网络安全行业的快速发展。

在国防安全方面，根据党的二十大会议精神及《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》等相关政策性指导意见，明确提出要“促进国防实力和经济实力同步提升”、“加快武器装备现代化，确保2027年实现建军百年奋斗目标”。信息安全已成为国家政治、军事、经济、民生稳步发展的安全保障之一。构建完整、可靠的信息安全保障体系是一个复杂的系统工程，而国产化的技术和产品则是信息安全的基石。信息安全装备是网络安全和信息安全的核心环节，应用范围和数量呈逐年增长的态势。信息安全已上升到国家战略的高度，未来国家将通过政府采购或政策扶持等方式逐渐实现基础软硬件和重要IT服务的国产化。国家也已明确要求涉及国家信息安全产品必须采用国产芯片、软件，实现自主可控。因此，信息安全产品核心软硬件国产化将带来自主可控的信息安全装备平台的巨大需求。

表 5：数字经济安全与国防安全相关政策梳理

时间	政策名称	颁布单位	政策内容
2023.02	《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	加强整体布局，按照夯实基础、赋能全局、强化能力、优化环境的战略路径，全面提升数字中国建设的整体性、系统性、协同性，促进数字经济和实体经济深度融合，以数字化驱动生产生活和治理方式变革，为以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴注入强大动力。
2022.12	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	中共中央、国务院	以维护国家数据安全、保护个人信息和商业秘密为前提，以促进数据合规高效流通使用、赋能实体经济为主线，以数据产权、流通交易、收益分配、安全治理为重点，深入参与国际高标准数字规则制定，构建适应数据特征、符合数字经济发展规律、保障国家数据安全、彰显创新引领的数据基础制度，充分实现数据要素价值、促进全体人民共享数字经济发展红利，为深化创新驱动、推动高质量发展、推进国家治理体系和治理能力现代化提供有力支撑。
2022.06	《关于加强数字政府建设的指导意见》	国务院	将数字技术广泛应用于政府管理服务，推进政府治理流程优化、模式创新和履职能力提升，构建数字化、智能化的政府运行新形态，充分发挥数字政府建设对数字经济、数字社会、数字生态的引领作用，促进经济社会高质量发展，不断增强人民群众获得感、幸福感、安全感，为推进国家治理体系和治理能力现代化提供有力支撑。
2022.01	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	以数据为关键要素，以数字技术与实体经济深度融合为主线，加强数字基础设施建设，完善数字经济治理体系，协同推进数字产业化和产业数字化，赋能传统产业转型升级，培育新产业新业态新模式，不断做强做优做大我国数字经济，为构建数字中国提供有力支撑。
2021.12	《“十四五”国家信息化规划》	中央网络安全和信息化委员会	加快数字化发展、建设数字中国，是顺应新发展阶段形势变化、抢抓信息革命机遇、构筑国家竞争新优势、加快建成社会主义现代化强国的内在要求，是贯彻新发展理念、推动高质量发展的战略举措，是推动构建新发展格局、建设现代化经济体系的必由之路。
2021.12	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	国家发展改革委	坚持“大平台、大数据、大系统”一张蓝图绘到底，以服务市场主体和便利广大群众为重点，统筹推进重大政务信息化工程建设，综合运用新技术新理念新模式提升治理能力、优化公共服务、推动高质量发展、满足人民期盼，推进数字政府建设，形成与数字经济发展相适应的数字治理能力，带动促进数字社会建设，有力支撑国家治理体系和治理能力现代化。
2020.12	《中华人民共和国国防法》	第十三届全国人民代表大会常务委员会	国家建立和完善国防科技工业体系，发展国防科研生产，为武装力量提供性能先进、质量可靠、配套完善、便于操作和维修的武器装备以及其他适用的军用物资，满足国防需要。
2020.10	《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	中共中央	提高国防和军队现代化质量效益。加快军事理论现代化，与时俱进创新战争和战略指导，健全新时代军事战略体系，发展先进作战理论。加快军队组织形态现代化，深化国防和军队改革，推进军事管理革命，加快军兵种和武警部队转型建设，壮大战略力量和新域新质作战力量，打造高水平战略威慑和联合作战体系，加强军事力量联合训练、联合保障、联合运用。加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。

资料来源：公司公告，中国政府网，国元证券研究所

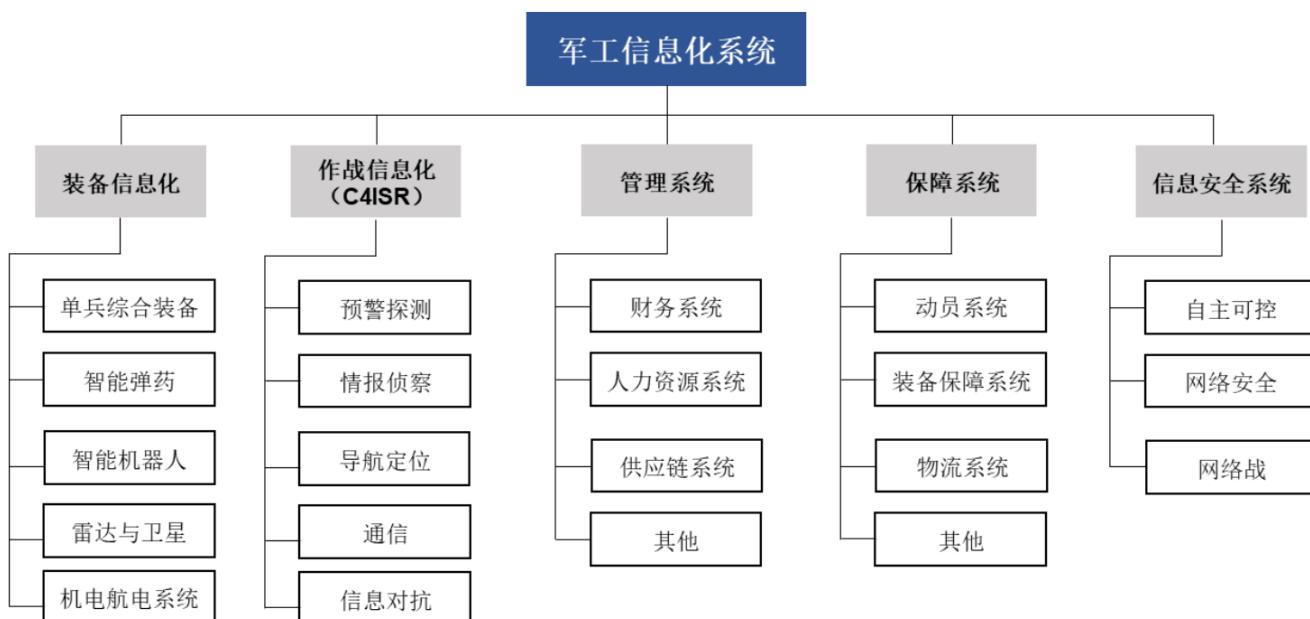
2.2 行业运行态势良好，网安产业空间广阔

2.2.1. 软件与信息化服务行业

公司的网络信息安全产品和信息化综合解决方案主要涵盖国防军工、政务服务、医疗健康三大领域。

国防军工信息化指的是国防体系为适应信息化作战而进行的革新。一般的行业信息化系统可分为业务系统、管理系统、保障系统、信息安全系统四大部分。军工信息化在此层面上增加了装备信息化和信息装备两部分。国防军工信息化包含智慧军营、装备信息化和信息装备，由装备制造企业、原材料供应商、基础件制造商、高校/科研院所、信息化硬件厂商、信息化软件厂商组成，构成产业链的上游。国防科工体系主要由十大军工集团组成，负责重点军工型号的总体研发和整机制造，构成产业链的下游。两大体系共同实现了对雷达、卫星导航、军工通信、军工电子及信息安全五大细分领域的全面覆盖。

图 14：军工信息化系统架构图

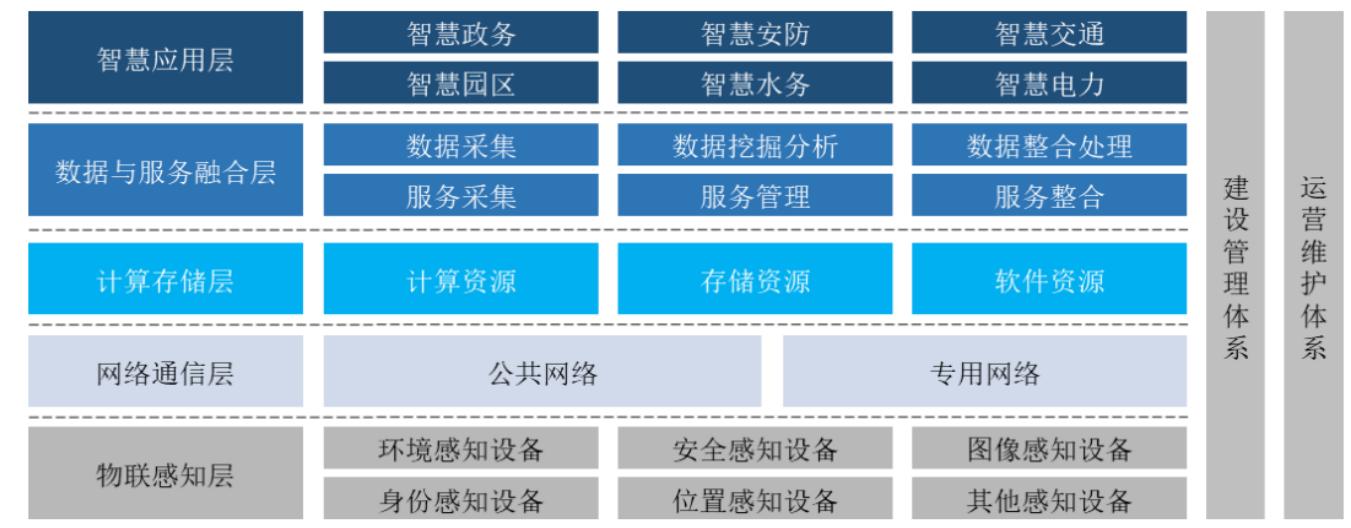


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

政务服务信息化是充分运用物联网、云计算、移动互联网等通信和信息技术手段，通过感测、传送、整合和分析城市运行核心系统的各项关键信息，对公众服务、社会管理、产业运作等活动的各种需求做出智能的响应，构建城市发展、管理的智慧环境。

政务服务信息化产业链分为上游硬件设备、中游软件服务和下游运营服务。上游硬件设备制造主要包括各种芯片、感知硬件设备、网络传输硬件设备和存储硬件设备的生产制造。中游软件和信息服务主要包括针对特定行业提供专业软件产品及解决方案的厂商、提供综合信息服务与应用平台的厂商及设备系统集成商和应用系统集成商。下游运营维护则涵盖了智慧城市的整体层次架构。

图 15：政务服务信息化基本框架

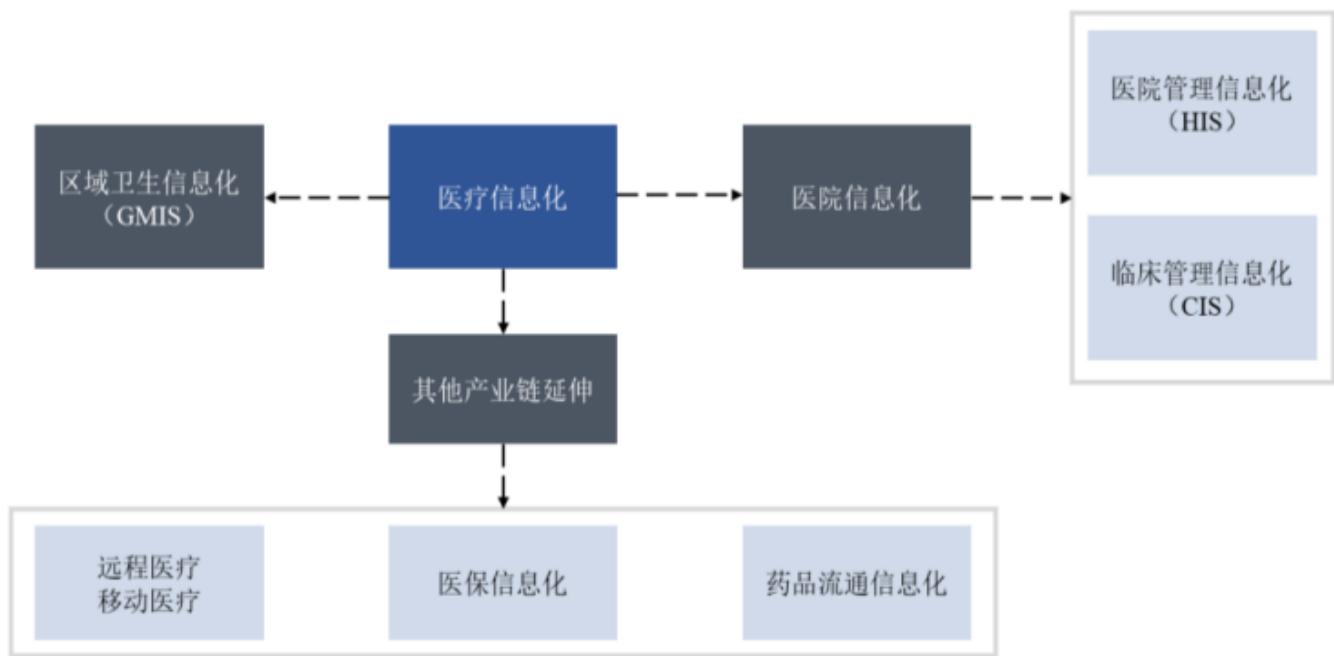


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

狭义上的医疗健康信息化主要包括医院信息化（涵盖医院管理信息化及临床管理信息化）和区域卫生信息化。广义上的医疗信息化还包括远程医疗、医保信息化和药品流通信息化等其他产业链的延伸。

医疗健康信息化的上游主要是计算机硬件及零配件厂商；中游主要是提供医疗软件研究开发、销售和技术服务的供应商以及部分通用软件提供商；下游主要是医院、卫生院、社区卫生服务中心（站）、妇幼保健院、疾病预防控制中心、各级医疗卫生行政管理机构等医疗卫生机构。

图 16：医疗健康信息化业务领域示意图



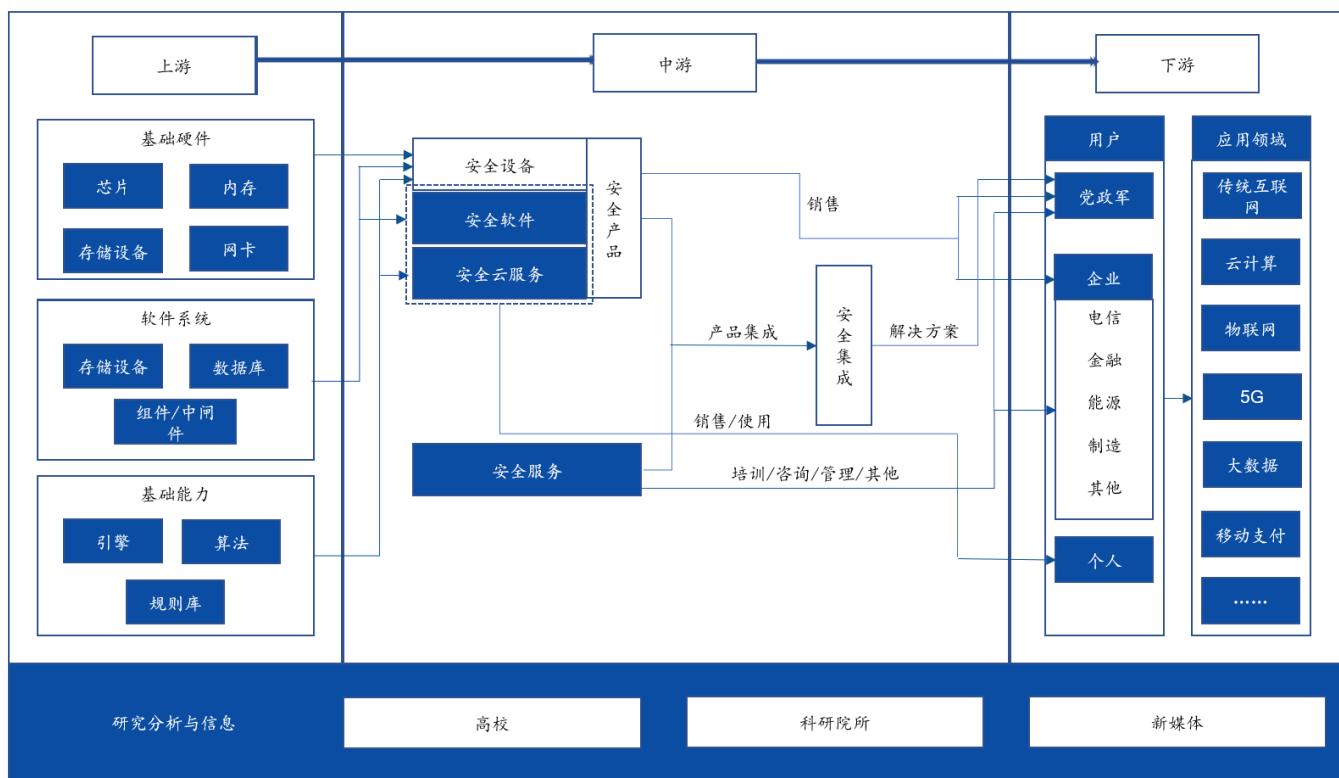
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2.2.2. 网络信息安全行业

由于我国信息安全技术及其产业化应用起步较晚，基础软硬件技术尤其是芯片、操作系统相对较为落后，导致我国网络信息安全技术落后部分发达国家。我国信息安全技术自主体系建设早期观点是先软件后硬件，但由于软件适配工作已经由国外企业或社区完成，因此在从外部引进的硬件架构基础上无法培养我国相关领域的核心能力。

在网络信息安全的产业链上游，我国在芯片、操作系统、数据库、中间件等基础硬件和软件系统方面技术基础仍较为薄弱，在引擎、算法和规则库等基础能力方面则技术能力较为完善；在产业链中游，我国网络安全产品和服务整体发展较为稳固、技术布局相对完整；在产业链下游，党政军、企业用户是网络安全产品和服务主要的消费主体。

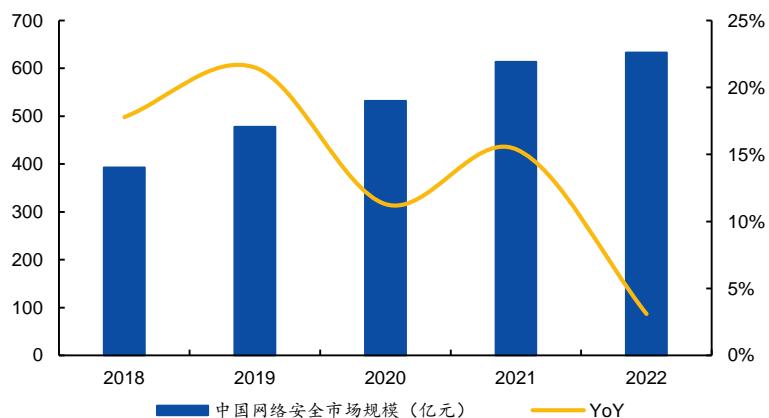
图 17：网络信息安全产业链



资料来源：《中国网络安全白皮书(2020)》，国元证券研究所

近年来，基于政策扶持，需求扩长，应用升级等多方面因素驱动，我国网络安全产业发展进入快车道，近三年行业总体保持增长态势。根据中国网络安全产业联盟(CCIA)《中国网络安全产业分析报告》，据国内网络安全主要企业调研数据分析显示，2022年，我国网络安全市场规模约为633亿元，同比增长3.1%。未来三年，预计网络安全产业将保持10%以上的增速，到2025年市场规模将超过800亿元。

图 18：我国网络安全市场规模及增速



资料来源：中国网络安全产业联盟(CCIA)《中国网络安全产业分析报告》，国元证券研究所

随着国家机构改革的逐步推进，与国家网络信息安全相关的政策和规范不断出台，国家网络信息系统对类似于通信安全传输、检查评估、网络行为管理等产品的需求持续增加，信息安全在国家网络信息系统中的核心战略地位和重要性日渐增强。

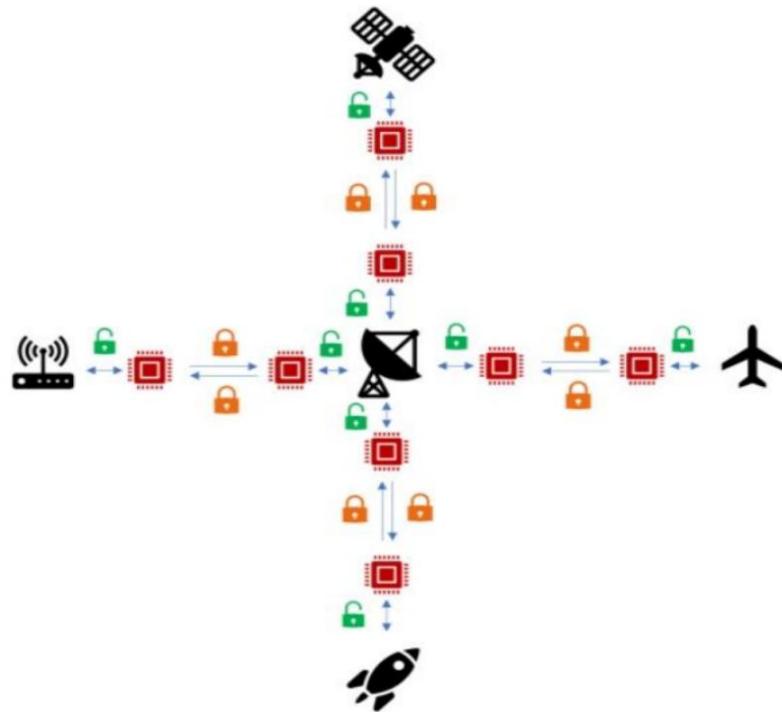
3. 竞争力分析：研发创新打造优势，积极拓展业务领域

3.1 产品研发：技术驱动快速发展，产品体系逐步完善

多年来，公司坚持“技术驱动发展”的战略定位，建立了一套从架构设计、软硬件开发、联调联试到试验验证的具有强大创新能力的技术研发体系。

在网络信息安全领域，公司拥有一支集战略规划、关键技术攻关、预先研究、项目论证和智能制造为一体的科技创新队伍，在数据防护、高速编码处理平台、商业编码和安全高算力等编码应用领域拥有较强的竞争力。目前，公司网络安全业务已经有多型安全平台和安全专用芯片通过了国防军工领域客户的高度认可和在轨验证，装备工艺能力优异、质量可靠、工作稳定，有力保障了国家网络安全需求。2023年上半年，公司加大投入编码技术与人工智能预先研究，深耕卫星组网安全防护和数据链防护领域发展，推动公司在航天、航空等领域安全产品数字化制造的升级，助力公司在航天、航空、数据中心和终端安全等领域的全面布局，强化公司在市场的核心竞争力。随着公司研发投入不断加大，尤其在编码和人工智能研究、商业密码产品与系统研制、航天、航空地面安全终端设计开发等领域，都取得了突破性成果，为公司在网络信息安全领域发展奠定了坚实的基础。

图 19：公司网络信息安全产品简要原理图

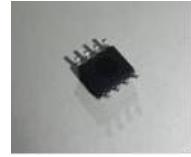


资料来源：公司公告，国元证券研究所

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，根据航天、航空客户不同使用场景的需求提供特定形态的安全平台产品。以产品形态进行划分，公司产品主要由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组成。目前，公司研发的多路并行高速网络信息安全产品，主要用于航

天、航空、通信数传等场景，解决了多路高速数据传输并行处理难题。

表 6：公司部分网络安全产品及主要功能

产品名称	产品图片	主要功能
信息安全类板卡		开机认证模块，采用国产化 CPU 芯片和航空连接器，实现装备合法用户身份认证，关键参数分量存储和在线授权，一次验证更新一次安全参数，防止非法用户网络入侵；同时防止软件被盗版。此产品主要运用于地面终端设备。
高速数据传输安全系统		设备形态为 2U 机箱，通过设计自主可控的硬件平台，构建高速数据传输安全设备、数传安全单检设备、地检设备以及模拟器构成的高速数据安全系统，完成千兆万兆高速安全传输。
中低速测控安全系统		设备形态为 1U、2U 机箱，其通过设计自主可控的硬件平台，构建以测控安全设备，测控安全单检设备，地检设备以及模拟器构成的中低速测控安全系统。
检测台安全防护系统		设备形态为 1U 机箱，通过构建服务器端/客服端授权访问，身份控制和安全防护策略，实现了对专用设备的身份唯一性认证，安全存储和防信息攻击，防止专用软件被非法复制
视频安全传输系统		使用国密算法、国产化 CPU 平台实现信息安全防护。目前，该系列产品应用于国家各类办公网络视频系统传输控制。
四型小型芯片		实现一款集成 CPU、Flash 存储器、编码算法芯片的小型高息能信息安全系统 SIP 成品。
三型物理噪声源芯片		用于信息系统的随机数据提取，确保随机数的产生和应用。目前，此产品主要应用于数字传输控制相关设备。
信号处理管理平台类板卡		采用国产化 P2020 双核嵌入式 PowerPC 通信处理器和国产大规模 FPGA，实现对数十万量级用户进行可信根防护，远程在线授启，身份认证，关键参数安全防护和在线分发，状态监控管理。此产品主要用于信道安全防护。
计算平台类板卡		采用国产龙芯 1B CPU 和千万门级复旦微电子 FPGA 构成处理系统，通过 PCIe 总线的 DMA 实时控制，完成基于 6.4Gbps 并行超流水信息安全处理。此产品主要用于高速网络的数据传输安全防护。

资料来源：公司官网，国元证券研究所

2022 年，公司在上海设立了研发中心，开展星间数据链及安全、自动化检测设备、星网安全防护、地面安全接收终端等研发；网络安全平台国产化、5G 安全平台、星载多型及地面相关安全平台、机载多型及地面相关安全平台等项目研发。

表 7：军工信息化产品及优势

产品名称	主要功能	产品优势
数据分析系统	对航空航天元器件的在轨遥测数据进行公式化解析，支持不同解析规则的定义，实现对多种元器件的解析	数据质量高： 直接对接硬件底层，大幅提高代码处理的精度 性能高： 高度集成专用总线传输协议，提升数据处理能力 反应速度快： 每 0.5 秒即可转换和匹配数据和规则 准确度高： 数据解析准确度高达 99%
型号要素综合管理 APP	在生产过程中，为不同型号要素的产品提供全程电子化、流程化、移动化的业务监管方式	自由度高： 内置流程引擎，实现多种流程配置 准确度高： 实时跟踪监管，提供分析、预警 一站式数据保存： 实时记录和总结过程数据 方便快捷： 提供移动端 app 进行管理和纠偏
元器件选用控制系统	通过引入流程引擎、表单引擎和数据统计插件，提供方便快捷的选用控制流程，支持数据分析和报告导出功能	自由度高： 内置流程引擎，实现多种不同的审批流程配置 契合业务： 记录，跟踪元器件整个选用流程 方便快捷： 提高设计师编制选用报告的效率 拓展性强： 与已有的业务系统紧密结合，为用户后续接入新系统奠定强大基础
商业航天综合管理系统	一一对应元器件型号配套和模块关系，并形成一站式资料存储，辅助设计师在元器件选型时做出准确决策	流程清洗： 解决型号和模块的管理杂乱问题 方便快捷： 支持一站式查找，帮助设计师快速生成选用报告和选用数据 安全性高： 可自由设置系统的数据权限
报告配置管理系统	自由替换和提取报告内容，快速完成各类报告编制，实现业务流程下的报告协同编制，提升制作文档资料的准确性和高效性	效率高： 配置满足不同需求的素材库，可快速生成选用报告及数据 自由度高： 自由提取内容，便于二次编辑和替换
智能评标管理系统	管理对评标数据和评标流程，实现多种业务环境下的稳定运行，促使评标业务高效、准确、快捷的开展	效率高： 提供标数据的批量维护，节省现场开标时间 全程服务： 全量保存过程数据，为数据归档提供保障 准确度高： 能够自动、快速计算汇总评审数据 数据回显： 避免重复输入，提供打印功能

资料来源：公司官网，国元证券研究所

在信息化领域，公司扎根于数据应用处理技术，依托自研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，帮助客户打破各个子系统的数据孤岛，搭建数据中心，改变了信息碎片式的分布模式。

公司提供的医疗健康信息化综合解决方案以信息互联互通为基础，通过构建数据仓库及处理平台，打破各个子系统间的壁垒，改变了患者信息碎片式的分布模式，在优化患者就医体验的同时，还可以为医生提供实时全面的数据交互分析，提高医生诊疗准确性及决策效率。目前，公司提供的医疗健康信息化综合解决方案可覆盖医院便民服务、临床医技、后勤管理、财务行政等业务线，使管理工作数字化、患者服务在线化、临床工作智能化。

表 8：医疗健康信息化部分产品及优势

产品名称	主要功能	产品优势
医佳云互联网医院	以实体医院为主体，围绕诊疗闭环，构建线上线下深度融合的一站式服务平台	软件成熟度高： 达到目前可评定的最高级 CMMI-5 产品功能丰富： 可多维度，更高效地为医院提供解决方案 标准化程度高： 功能模块化及常用功能的高可匹配性，可大幅度减少研发、维护成本，为医院减负
医佳云处方流转平台	通过医院处方信息，医保结算信息与药店药品零售信息的互联互通、实时共享，构建医院、患者、药店、医保及快递平台之间信息和服务桥梁的信息化平台	快速对接： 流程精炼清晰，接入难度低，快速实现对接启用 使用便捷： 无缝对接院内线下门诊，患者就诊后可根据处方指引扫码快速缴费并取药 高效运维： 常用功能可灵活配置，能快速锁定异常，大幅减少维护成本
患者主索引系统	对各系统患者建档的数据进行清洗、智能合并及拆分，通过消息池与第三方系统进行交互，使各系统的患者信息保持一致	实时性、一致性： 系统通过 WebService 接口方式与生产方保持数据实时同步，通过 MQ 消息与其他第三方系统实现数据同步，保障患者数据的一致性 准确、高效： 自定义设置各指标的阈值权重，可按项目实际情况灵活调整，并结合智能的底层数据算法，更高效、更精准提高患者历史信息合并率
主数据管理系统	统一管理、维护医院术语词典，形成术语标准，实现各厂家间的术语同步，进一步整合、规范临床和运营数据	流程严谨： 新增、更新、删除需经历一套完整的审批发布流程，确保数据的完整性、准确性 自动映射： 通过智能匹配算法，能自动映射对照国际标准、国内标准、行业标准等类型术语，规范临床业务数据
医院决策分析平台	专为医院决策层、管理层提供数字依据及决策辅助。引导医院针对行业趋势、政策需求进行规划调整，让管理者快速、精准、全面掌握运营状况，实现科学决策	维度广： 包含医院收支、医疗质量，门诊业务、住院业务等多方面数据，多维度展示医院具体情况 模型丰富： 内嵌量本利、五力分析等模型及柱状图、折线图等图表，直观展示医院数据情况，趋势分析 准确度高： 一站式应用，杜绝人工干预，保障数据的客观性

资料来源：公司官网，国元证券研究所

政务服务信息化解决方案以“为民、便民、利民”为宗旨，以“政府数据”为核心，整合平台、打通数据，实现智能化政务流程公开监管，促进地区政府从职能型转向服务型、智慧型，全面提升构建创新的立体化、信息化社会治安防控体系，深化社会治理。

表 9：政务信息化主要产品及优势

产品名称	主要功能	产品优势
政务大数据中心	政务服务数据的汇聚、数据处理和数据共享中心，平台汇聚了城市人口、特殊人群、事件、投诉等数据，对数据进行标准化的清洗和处理，最大化利用数据基础信息资源价值	优化数据质量： 根据不同业务需要提取数据，并建立特定业务场景的数据标签，提升数据价值 打通数据供需通道： 统一管控数据资源，对外提供统一数据共享和开放能力 数据目录化管理： 建立全域跨部门、跨层级的政务数据资源目录，包含数据目录展示及统计、数据综合检索定位等
政务集成平台	统一接入、统一编目、统一集成政府部门多源异构数据，从而形成高质量数据资源，对数据资源统一管控，提供统一数据共享和开放能力，消除各部分之间的数据孤岛。	部门内部数据共享： 内部数据标准化，建立数据共享利用机制 业务服务数据共享： 一证通办、秒批秒办、一件事联办等场景的数据共享应用，提升办事人员的政务服务体验度 数据使用分析： 统计数据使用情况，为数据分析和决策提供支持

资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.2 资质优势：军工业务资质完备，获得客户高度认可

在网络信息安全产品方面，公司目前的客户主要为军工客户。军工客户对技术安全性、产品稳定性和保密要求非常高，承接相关业务需要取得对应的军工资质，且需要通过一系列复杂且严格的质量体系认证。公司产品质量符合严格的国家相关标准，该标准在产品性能、生产工艺、技术指标上较行业标准更加严格。公司目前已经取得了业务必须的全部军工资质，这些资质对申请人的综合实力要求较高、认证时间较长、认证难度较大，高标准、严要求的资质认证体系，有效地增加了潜在竞争者的难度。

在信息化综合解决方案方面，公司已获得信息安全管理体系建设认证、信息安全服务资质认证、信息技术服务管理体系认证、电子与智能化工程专业承包壹级、国家安防工程企业设计施工维护能力一级、CMMI-5 国际认证等多项行业和质量资质认证。

经过多年的发展和积累，公司获得了国家主管部门、国防军工、医疗健康和政务服务领域客户的高度认可，并斩获了多项荣誉及称号。

表 10：公司近年来主要获得奖项概况

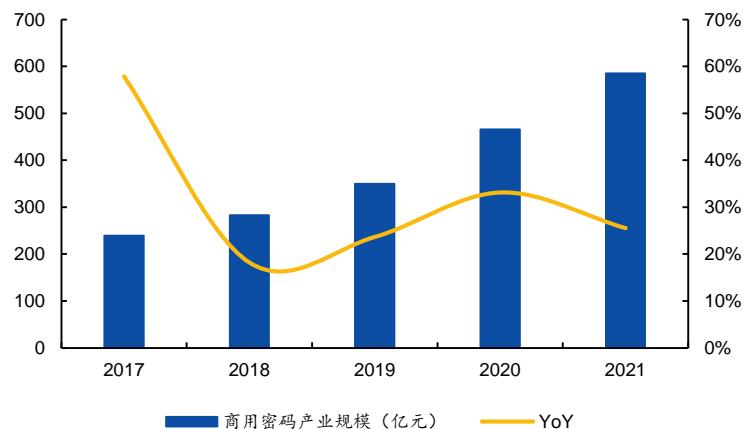
时间	奖项名称	颁布单位
2023 年	全景投资者关系金奖(2022)	全景网、南开大学中国公司治理研究院
2020、2021 年	第四届中国安防地区优质工程（集成）商、第五届中国安防地区优质工程（集成）商	中国安防展览网、中国安防百强工程（集成）商评选组委会
2020 年	2019 年度中国安防创新品牌	中国安防展览网、中国安防百强工程（集成）商评选组委会
2020 年	中国卫生信息与健康医疗大数据学会副理事长单位	中国卫生信息与健康医疗大数据学会
2020 年	2020 年度四川省具有核心竞争力软件企业	四川省软件行业协会
2020 年	2020 年度四川省软件行业协会优秀企业家	四川省软件行业协会
2019 年	中国安防百强工程（集成）商	中国安防展览网、中国安防百强工程（集成）商评选组委会
2019 年	中国安防年度新锐领袖	中国安防年度人物评选组委会、中国安防展览网

资料来源：公司招股说明书，全景网，国元证券研究所

3.3 业务拓展：积极拓展商密领域，助力业绩持续增长

根据赛迪研究院的数据，近年来我国商用密码产业规模不断扩大，产业规模整体呈上升趋势。2021 年，我国商用密码产业规模达到 585 亿元，较 2020 年增长 25.54%，2017-2021 年，我国商用密码产业规模的 CAGR 为 25.03%，处于高速发展期。

图 20：2017-2021 年我国商用密码产业规模



资料来源：赛迪研究院，国元证券研究所

公司积极落地数据要素产业化时代商业密码大算力应用，结合公司多年积累的无线领域编码应用技术储备以及 SIP 芯片、专用编码算力芯片、核心编码处理模块研发能力，形成企业长期、中期和短期技术优势的阶梯态势和成本优势，打造了一批新架构、全国产化和高可靠性的新系列安全产品，推动商业密码系列产品将成为公司业务的第二增长曲线。

公司积极贯彻《网络安全法》、《密码法》，在商业密码领域研发了基于 PCIe 总线全国产 CPU+FPGA 架构，该架构支持多种高速接口，适用于 IP 骨干网络链路、点到数据中心级高速链路传输网络环境的 20Mbps-100Gbps 系列链路加密设备，刀片式密码模块、密码资源池主机、文件传输加密加速系统等多款系列产品。

2023 年 8 月，公司在 2023 年商用密码大会推出三款重磅产品，包括：文件传输加密加速系统、大算力密码资源池和高速链路密码机。

表 11：三款商用密码产品概况

产品名称	产品特点优势	产品应用场景
文件传输加密加速系统	安全 快速 稳健	国防安全： 国防边境在不稳定、低带宽、高时延等无线或卫星等弱网场景下，安全快速回传采集数据 党政机关： 高性能加密加速传输，满足党政机关对公文、敏感数据的保密性和时效性的双重要求 科研部门： 满足科研机构对天文、地震、地质勘探、生物基因等科学大数据的安全高速传输需求 央国企： 央国企信息化高速发展，加密传输应用于数据迁移、备份，助力企业降本增效
大算力密码资源池	绿色低碳 超低功耗 超强算力	密评密改应用场景： 密码资源池作为密评密改一体机，可以提供服务器密码机、签名验签服务器、时间戳服务器、VPN 以及链路密码机的综合功能 密码算力应用场景： 密码资源池作为密码大算力输出设备，能够在国家和重点行业算力中心、大数据中心、云计算场景输出澎湃密码算力，既可以节省宝贵的机房空间，又可以节能减排
高速链路密码机	性能卓越 航天品质 透明部署 灵活组网	网中网应用场景： 可以为不同客户，在互联网、内联网、外联网中组建加密网络，为关键信息基础设施业务系统和等级保护三级业务系统提供数据传输的加密保护，为密评密改提供合规服务 行业专线应用场景： 为关键信息基础设施行业专网的密码改造提供了高速、稳定的链路加密功能

资料来源：公司官网，国元证券研究所

其中，文件传输加密加速系统的加速速率已提升 10 倍以上，服务端加密加速性能高达 9G，客户端加密加速性能高达 200M。

图 21：文件传输加密加速系统



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

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，业务专注于国防军工、医疗健康和政务服务领域。目前，公司的产品主要包括：网络信息安全产品、信息化综合解决方案、技术服务。我们按照这三个维度预测公司未来三年的收入和毛利率情况。

1. **网络信息安全产品：**公司网络信息安全产品的核心技术是现代编码学，在发出端对发出信号进行信息编码、完整性保护、防篡改设计，在接收端对接受信号进行解码和身份鉴别，以实现数据传输过程中的网络信息的安全性、完整性和防重放攻击；同时，其也用于对航空、航天和地面安全终端构成的网络安全系统关键参数的更新、管理和状态进行监控。2021-2022年，该产品的收入增速分别为76.23%、3.51%，考虑到行业的景气度，未来三年有望将保持较快的增长态势，预测收入增速分别为33.75%、40.34%、30.62%。毛利率方面，2021-2022年分别为66.06%、65.43%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在65-66%的区间。
2. **信息化综合解决方案：**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，下游行业主要涵盖医疗健康、国防军工、政务服务等领域。2021-2022年，该产品收入增速分别为48.93%、-55.57%，考虑到行业的景气度，未来三年有望保持稳健的增长态势，预测收入增速分别为10.85%、15.32%、13.27%。毛利率方面，2021-2022年分别为29.21%、20.04%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在20-21%的区间。
3. **技术服务：**公司向客户提供辅助支持类技术服务，主要包含档案数字化服务、运维服务及设计服务。2021-2022年，该产品收入增速分别为99.26%、99.12%，考虑到行业的景气度，未来三年有望保持快速的增长态势，预测收入增速分别为38.43%、32.37%、27.69%。毛利率方面，2021-2022年分别为49.85%、8.93%，预测未来三年将保持在2022年的水平，维持在9-10%的区间。

表 12：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
网络信息安全产品					
收入	205.47	212.68	284.45	399.20	521.44
增长率	76.23%	3.51%	33.75%	40.34%	30.62%
毛利率	66.06%	65.43%	65.45%	65.51%	65.57%
信息化综合解决方案					
收入	106.61	47.37	52.50	60.55	68.58
增长率	48.93%	-55.57%	10.85%	15.32%	13.27%
毛利率	29.21%	20.04%	20.16%	20.27%	20.41%
技术服务					
收入	4.76	9.48	13.12	17.37	22.18
增长率	99.26%	99.12%	38.43%	32.37%	27.69%
毛利率	49.85%	8.93%	9.01%	9.14%	9.64%
合计					
收入	316.84	269.52	350.08	477.12	612.20
增长率	66.27%	-14.93%	29.89%	36.29%	28.31%
毛利率	53.41%	55.47%	56.54%	57.71%	58.48%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内上市公司中，霍莱沃、航天宏图、智明达也从事国防军工信息化相关业务，与公司目前的主营业务相近，因此我们选择这三家公司为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司的估值水平高于可比公司的平均水平。从 2023 年前三季度费用的角度来看，公司管理费用与研发费用增长较快，高于营业收入增速，对盈利能力构成了一定的影响，进而导致 PE 估值水平偏高。目前，计算机(申万)指数的 PE TTM 为 62.9 倍，略高于公司 2023 年的 PE 估值水平。伴随着公司业绩的增长，估值水平有望不断下降。

表 13：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
688682.SH	霍莱沃	46.05	33.50	0.69	1.02	1.45	1.96	66.46	44.95	31.76	23.41
688066.SH	航天宏图	47.90	125.11	1.01	1.39	2.02	2.86	47.38	34.54	23.77	16.77
688636.SH	智明达	60.04	45.18	1.00	1.64	2.12	2.69	59.94	36.71	28.36	22.36
平均		-	-	-	-	-	-	57.93	38.73	27.96	20.85
301117.SZ	佳缘科技	56.88	52.48	0.67	0.94	1.45	2.03	85.09	60.46	39.30	27.99

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2023 年 12 月 18 日

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，业务专注于国防军工、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。伴随着数字中国建设的持续推进，公司未来持续成长空间广阔。

综上，预测公司 2023-2025 年的营业收入为 3.50、4.77、6.12 亿元，归母净利润为 0.87、1.34、1.88 亿元，EPS 为 0.94、1.45、2.03 元/股，对应 PE 为 60.46、39.30、27.99 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长性，首次推荐，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1. **研发风险：**信息技术类产品具有技术更新快、产品迭代周期短的特点，随着社会的快速发展，各类用户不断涌现新需求。同时，公司网络信息安全软硬件产品的最终用户主要为国防军工重点单位，其具有型号多、技术范围广、技术复杂程度高、技术管理难度大等特点，客户对产品的安全性、稳定性要求很高，进而对行业内企业的技术水平要求较高，且企业面临着持续创新并寻找新业绩增长点的压力。公司需要准确把握技术和市场趋势与行业发展方向，持续进行技术研发与产品更新以适应客户需求，保持行业竞争优势。若公司由于各种原因未能根据市场发展趋势及相关技术迭代情况及时调整产品和服务的技术发展方向，或未来公司的核心技术、产品品质等因素未能满足客户技术发展方向的需求，或因各种原因造成创新缓慢或失败，将会对公司发展构成不利影响，存在影响公司经营和盈利能力的风险；
2. **应收账款回收风险：**公司的主要客户为政府、事业单位、国企和军工单位等，此类客户受其付款审批流程较为复杂，付款进度往往受其资金预算、上级主管部门拨款情况影响，付款周期一般较长。虽然发生坏账的风险较低，但是由于该类客户单笔应收账款数额一般较大，一旦客户付款延期或款项无法收回，将给公司带来一定的损失。对此，公司一方面加强客户信用管理，合理优化结算条款；另一方面积极与客户进行沟通、协商、催收，以期加快款项回收进度；
3. **人才管理及人工成本上升风险：**随着公司业务规模逐步扩大，公司管理人员、研发人员和技术人员等各类人员将迅速增加，为组织和管理企业生产经营所发生的各种费用也将有所增加，这对公司内部控制体系提出更高要求。公司一直以来坚持采取内部培养、外部招聘等多种途径拓展人力资源，但能否引进、培养足够的合格人员，现有管理和技术人员能否持续尽职服务于本公司，均有可能对本公司经营造成一定影响。如果公司在快速发展的同时，组织结构、管理机制和管理人员未能适应公司内外部环境的变化、未能对相关费用进行有效管理或内控制度未能满足未来实际需要，将对公司的持续发展构成不利影响；
4. **订单波动风险：**网络信息安全行业客户相关采购政策或审批程序发生变化使得客户改变了产品交付时间或交付流程，客户对网络信息安全设备的需求数量存在不确定性，都会导致在一定时间内订单数量产生波动。若未来产品的订单因此而产生波动，将对公司的盈利能力产生不利影响。公司信息化综合解决方案主要通过招投标的方式获取订单，该行业市场规模的不断扩大以及发展前景的不断向好，持续吸引着新企业不断进入，加之行业内现有企业投入的不断加大，行业内市场竞争将日趋激烈。市场竞争的加剧可能导致公司获取订单难度较大，从而对公司的生产经营带来负面影响。

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	444.57	1338.10	1362.87	1506.36	1693.10
现金	62.11	724.09	724.69	781.87	875.30
应收账款	259.74	311.75	368.44	424.78	495.93
其他应收款	4.21	4.95	6.12	8.02	9.73
预付账款	8.78	8.17	9.84	12.73	15.89
存货	101.66	255.85	217.87	235.11	245.32
其他流动资产	8.08	33.28	35.91	43.85	50.93
非流动资产	18.32	52.47	111.59	99.61	87.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.34	3.49	66.02	53.11	40.18
无形资产	0.50	0.39	0.29	0.20	0.13
其他非流动资产	14.49	48.59	45.28	46.31	47.39
资产总计	462.90	1390.56	1474.46	1605.97	1780.80
流动负债	162.16	71.40	82.01	96.96	110.41
短期借款	78.52	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	48.49	59.01	68.99	83.25	95.77
其他流动负债	35.16	12.39	13.02	13.71	14.64
非流动负债	3.71	2.13	2.34	2.47	2.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.71	2.13	2.34	2.47	2.61
负债合计	165.87	73.53	84.35	99.43	113.02
少数股东权益	1.61	1.45	1.56	1.82	2.26
股本	69.19	92.26	92.26	92.26	92.26
资本公积	23.37	995.70	995.70	995.70	995.70
留存收益	202.85	227.62	300.58	416.76	577.55
归属母公司股东权益	295.41	1315.59	1388.55	1504.73	1665.52
负债和股东权益	462.90	1390.56	1474.46	1605.97	1780.80

利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	316.84	269.52	350.08	477.12	612.20
营业成本	147.60	120.02	152.13	201.76	254.17
营业税金及附加	2.45	0.45	1.33	2.00	2.75
营业费用	6.60	7.35	8.54	11.02	13.90
管理费用	14.20	26.09	31.30	39.89	46.65
研发费用	29.14	52.16	68.05	79.36	90.21
财务费用	2.10	-0.30	-3.53	-3.67	-4.05
资产减值损失	0.27	-0.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	15.73	10.73	8.56	6.93
营业利润	103.43	72.40	96.77	149.52	210.16
营业外收入	3.00	0.06	0.12	0.15	0.18
营业外支出	0.01	5.56	0.09	0.13	0.14
利润总额	106.42	66.90	96.80	149.54	210.20
所得税	13.33	5.39	9.88	15.75	22.26
净利润	93.09	61.51	86.92	133.79	187.94
少数股东损益	0.59	-0.17	0.12	0.25	0.44
归属母公司净利润	92.50	61.68	86.80	133.54	187.50
EBITDA	107.00	74.56	102.19	161.49	222.00
EPS(元)	1.34	0.67	0.94	1.45	2.03

现金流量表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-50.20	-191.46	71.55	64.93	111.87
净利润	93.09	61.51	86.92	133.79	187.94
折旧摊销	1.47	2.46	8.95	15.64	15.88
财务费用	2.10	-0.30	-3.53	-3.67	-4.05
投资损失	0.00	-15.73	-10.73	-8.56	-6.93
营运资金变动	-161.19	-254.19	-15.12	-76.65	-86.84
其他经营现金流	14.34	14.79	5.07	4.38	5.86
投资活动现金流	-2.97	-19.11	-60.64	5.88	4.03
资本支出	2.97	34.84	69.75	0.95	1.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.00	15.73	9.11	6.83	5.17
筹资活动现金流	34.41	872.72	-10.32	-13.64	-22.46
短期借款	47.47	-78.52	0.00	0.00	0.00
长期借款	-4.80	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	23.07	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	972.33	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-8.26	-44.17	-10.32	-13.64	-22.46
现金净增加额	-18.76	662.15	0.60	57.18	93.44

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	66.27	-14.93	29.89	36.29	28.31
营业利润(%)	69.29	-29.99	33.65	54.52	40.55
归属母公司净利润(%)	75.68	-33.32	40.73	53.85	40.41
获利能力					
毛利率(%)	53.41	55.47	56.54	57.71	58.48
净利率(%)	29.19	22.88	24.79	27.99	30.63
ROE(%)	31.31	4.69	6.25	8.87	11.26
ROIC(%)	29.94	11.99	13.32	19.01	24.46
偿债能力					
资产负债率(%)	35.83	5.29	5.72	6.19	6.35
净负债比率(%)	49.06	3.13	2.79	2.46	2.40
流动比率	2.74	18.74	16.62	15.54	15.33
速动比率	2.11	15.16	13.96	13.11	13.11
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.29	0.24	0.31	0.36
应收账款周转率	1.50	0.84	0.92	1.08	1.20
应付账款周转率	3.41	2.23	2.38	2.65	2.84
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	0.67	0.94	1.45	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	-2.08	0.78	0.70	1.21
每股净资产(最新摊薄)	3.20	14.26	15.05	16.31	18.05
估值比率					
P/E	56.73	85.09	60.46	39.30	27.99
P/B	17.76	3.99	3.78	3.49	3.15
EV/EBITDA	42.01	60.28	43.98	27.83	20.25

资料来源：Wind，国元证券研究所

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188