

佳缘科技 (301117)

特种信息安全领军者，军工信息化与卫星互联网带来持续动能

买入 (首次)

2025年02月23日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

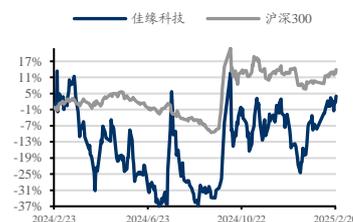
研究助理 高正泰

执业证书: S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	269.52	227.39	292.34	390.23	502.55
同比 (%)	(14.93)	(15.63)	28.56	33.49	28.78
归母净利润 (百万元)	61.57	(5.35)	9.49	13.05	20.12
同比 (%)	(33.43)	(108.69)	277.25	37.52	54.19
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.67	(0.06)	0.10	0.14	0.22
P/E (现价&最新摊薄)	53.82	(619.12)	349.29	254.00	164.74

股价走势



投资要点

- 特种信息安全行业领军者，军工网络安全产品主要供应商，竞争优势明显：**公司业务专注于国防军工、商业密码、医疗健康和政务服务等行业的的信息安全和信息化。在网络信息安全领域占据重要市场。在信息化领域，公司以自研数据平台系统为核心，主要为医疗健康、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。公司与传统的系统集成竞争对手相比，能更好的解决后续应用阶段的问题；与软件公司相比，公司具备更多、更完善的交付场景和项目解决方案。
- 主营军工业务高壁垒+公司产品技术优势，主体业务有望回暖：**军工行业在公司营收中占比常年保持在80%左右，且网络信息安全产品方面，公司目前的客户主要为军工客户。军工高标准、严要求的资质认证体系，有效地增加了潜在竞争者进入的难度。公司加大研发投入保持技术优势，公司继续增加预研项目，研发费用率提升至较高水平。公司通过软硬结合的商业模式，可以全产业链覆盖智能信息化业务，保持优势，随着下游需求的逐步恢复，公司赛道前景有望打开。
- 卫星互联网+各行业信息化政策，公司产品深度契合国家最新战略发展需要和政策需求，有望深度受益。**卫星互联网已成为全球争抢的热点，目前形势下中国亟需加速发射低轨卫星，公司目前为通信安全赛道重点企业，考虑到未来卫星量产及设备替换，有望深度受益于低轨卫星放量，且未来卫星，导弹，飞机，还有舰上都需要信息互联，为公司业绩增长带来更大动能。此外，公司基于网络信息安全主业，推出了多款商用密码新产品，不断丰富产品矩阵，用以保障政府机构、金融、医疗、通信等场景的数据安全，新产品的发布将有助于巩固和提升公司的核心竞争力和技术创新力，对公司未来的发展将产生积极的影响。医疗、政务等行业信息化均有国家政策支持，将会带来大量信息化订单需求，公司有望抓住发展机遇，在新一轮政策红利中深度受益。
- 盈利预测与投资评级：**佳缘科技是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，公司凭借深厚的技术积累和持续的研发投入，在网络信息安全领域形成了显著的竞争优势。此外，卫星互联网机遇叠加公司信息安全技术优势，公司业务开辟新局面，提供强劲增长动力。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.09/0.13/0.20亿元，对应PE分别为349/254/165倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1) 创新风险；2) 豁免披露信息风险；3) 人才风险；4) 高估值风险。

市场数据

收盘价(元)	37.28
一年最低/最高价	21.70/40.96
市净率(倍)	2.67
流通A股市值(百万元)	2,115.64
总市值(百万元)	3,439.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.98
资产负债率(% ,LF)	8.64
总股本(百万股)	92.26
流通A股(百万股)	56.75

相关研究

内容目录

1. 佳缘科技：网络信息安全和信息化解决综合方案的供应商	4
1.1. 深耕信息化服务二十余年，坚持自主研发创新	4
1.2. 产业布局不断优化，增强公司业务实力	4
1.3. 股权结构稳定，子公司助力创收	5
1.4. 下游需求蓬勃出现，公司业绩快速增长	6
2. 信息安全硬需求稳中有升，行业高壁垒助力维持领军地位	8
2.1. 产品种类丰富，涉及网络信息安全多行业各环节	8
2.2. 信息安全行业获国家政策支持，公司业绩增长有保证	9
2.3. 打通特种信息安全产业链，公司软硬件产品覆盖竞争力强	11
2.4. 深耕网络信息安全技术，主要服务于军工客户	12
3. 网络信息安全多方需求，多方利好市场放量	14
3.1. 国防军工保持稳健，卫星互联网创造新动能	14
3.2. 多方政策利好，民用各细分市场前景向好。	15
3.2.1. 长期政策支持，医疗信息化持续发展	15
3.2.2. 政务信息化，受益于智慧城市建设等政策	16
4. 盈利预测与投资建议	18
4.1. 核心假设	18
4.2. 估值与评级	19
5. 风险提示	20

图表目录

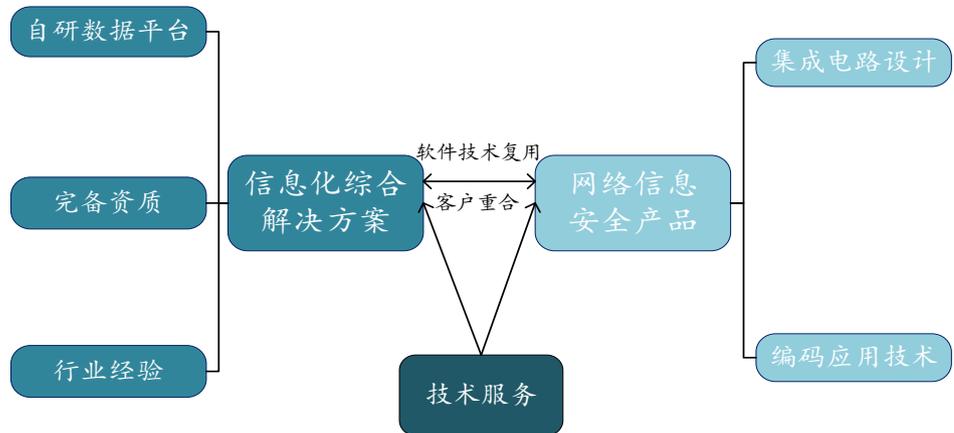
图 1:	佳缘科技业务板块.....	4
图 2:	佳缘科技发展历程.....	5
图 3:	佳缘科技股权结构及子公司（截至 2024 年中报）.....	5
图 4:	公司近五年营业总收入及增长率.....	6
图 5:	公司近五年归母净利润及增长率.....	6
图 6:	公司近五年营收情况（按产品分类）.....	6
图 7:	公司近四年营收情况（按行业分类）.....	6
图 8:	公司近五年毛利率变化情况.....	7
图 9:	佳缘科技信息安全全类型产品代表图.....	8
图 10:	中国网络安全市场规模及增速.....	9
图 11:	中国军工信息化市场规模.....	10
图 12:	公司所处产业链.....	12
图 13:	2024 年全球火箭发射次数统计（单位：次）.....	14
图 14:	中国卫星互联网行业市场规模预测.....	15
图 15:	中国医疗软件系统解决方案市场预测.....	15
图 16:	公司医疗信息化产品：医佳云互联网医院.....	16
图 17:	公司产品：政务大数据中心.....	17
图 18:	公司产品：政务集成平台.....	17
表 1:	子公司情况.....	8
表 2:	2023-2024 年中国网络安全部分相关政策文件.....	9
表 3:	佳缘科技国防军工系列部分产品.....	13
表 4:	公司业务拆分（百万元）.....	18
表 5:	可比公司估值（截至 2025 年 2 月 13 日）.....	19

1. 佳缘科技：网络信息安全和信息化解决综合方案的供应商

1.1. 深耕信息化服务二十余年，坚持自主研发创新

佳缘科技深耕信息化及网络信息安全领域二十余年，是专注于网络信息安全产品和信息化综合解决方案的供应商。公司致力于开发和提供符合客户需求的网络信息安全产品，并为客户提供全面的信息化解决方案。在网络信息安全领域，佳缘科技提供各类安全产品，包括软件系统、板卡、整机和专用芯片等，以保护客户的网络和数据安全。同时，公司还提供信息化综合解决方案，结合自研的数据平台系统和智能化系统建设，为客户提供定制化的信息化服务，帮助客户实现数字化转型和提升业务效率，以满足他们在网络信息安全和信息化方面的需求。

图1：佳缘科技业务板块

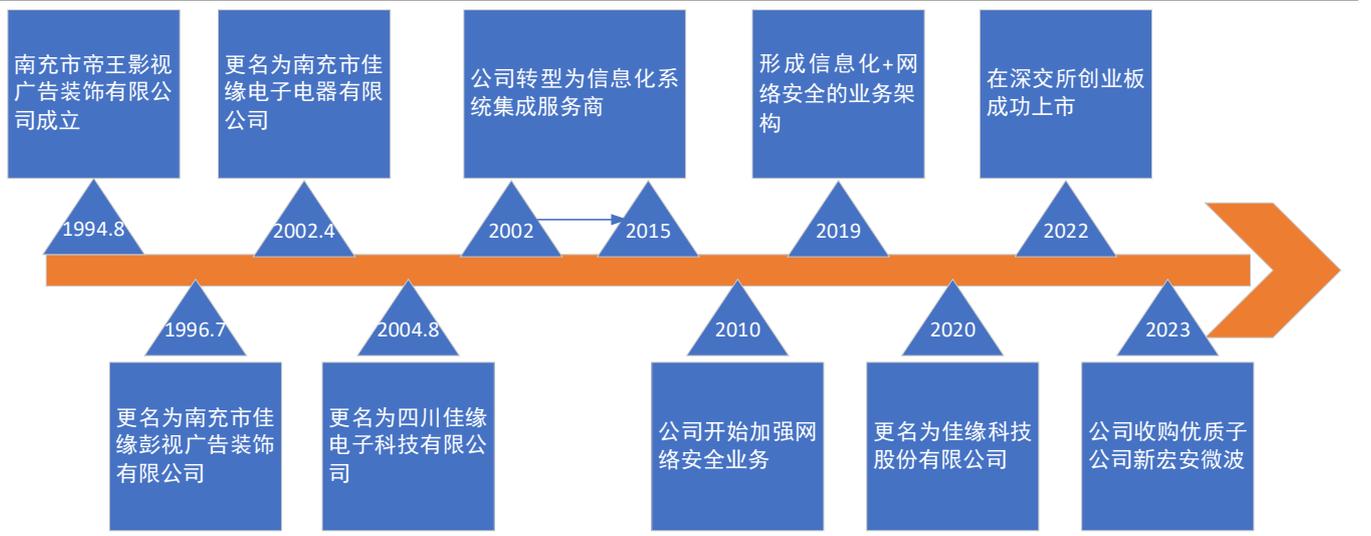


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.2. 产业布局不断优化，增强公司业务实力

佳缘科技有限公司成立于1994年，起步于广告装饰行业，此后公司主营业务经历了三次迭代。从2002年到2015年，公司逐渐从建筑安防工程服务商转变为信息化系统集成服务商。它开始技术布局计算机软硬件开发，覆盖政府客户，并在2015年推出互联网+医疗软件产品，逐步形成了自身的核心竞争力。2016年，公司开始使用“安全管理综合风险预警技术服务平台”来加强网络安全。截至2019年，公司已经形成“信息化+网络安全”一体两翼的完整业务架构，其中包括软硬件服务。

图2: 佳缘科技发展历程



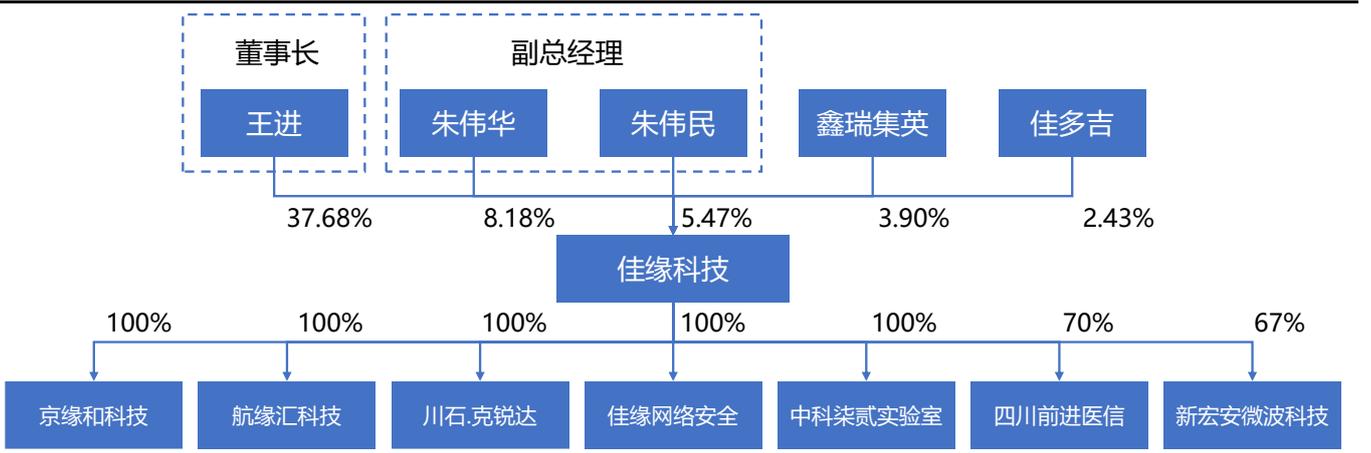
数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

1.3. 股权结构稳定，子公司助力创收

公司拥有稳定的股权结构，王进为实控人。公司股权集中度较高，截至 2024 年中报，董事长王进持股 37.68%，为公司控股股东与公司实控人。朱伟华和朱伟民担任公司副总经理职务。公司下设五家全资子公司，负责在不同的地区开展业务。

为了激励员工尤其是中层管理人员核心技术骨干和业务骨干，公司于 2022 年 11 月决定开始实施股权激励计划。将净利润、复合增长率、研发费用比重、军品收入复合增长率作为考核指标，进一步实现公司业绩与员工自身利益绑定，这有助于激发员工的工作积极性，促进公司的快速发展。

图3: 佳缘科技股权结构及子公司（截至 2024 年中报）



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

1.4. 下游需求蓬勃出现，公司业绩快速增长

蛰伏后再迎快速增长期，2024年归母净利润增长近三倍。佳缘科技近年来的业绩呈现出波动趋势。从营收方面看，公司在2019年至2021年期间实现了显著增长，从1.31亿元增长至3.17亿元，但在2022年和2023年有所回落，2023年前三季度营收为1.95亿元，略低于2022年。归母净利润方面，公司在2019年至2021年同样实现了快速增长，从0.32亿元增长至0.93亿元，但在2022年出现下滑至0.62亿元，并在2023年前三季度进一步亏损，归母净利润为-0.18亿元。2024年业绩预告披露，2024年公司实现归母净利润近千万，同比增速约300%。

图4：公司近五年营业总收入及增长率

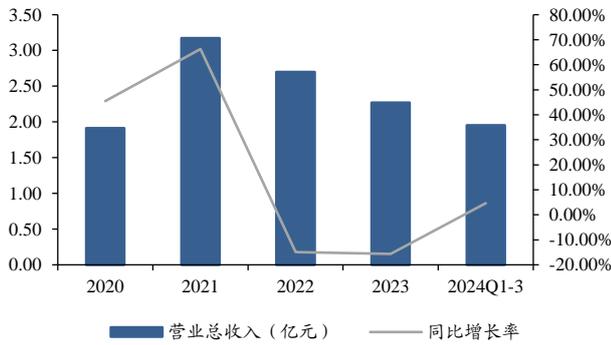
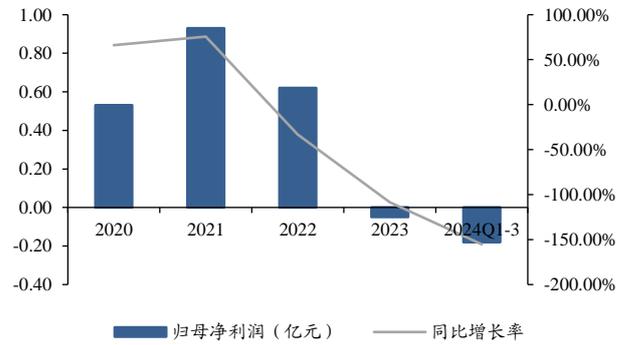


图5：公司近五年归母净利润及增长率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

网络信息安全服务和军工行业仍是其主要收入来源。从产品分类来看，网络信息安全服务始终占据主导地位，尽管在2024年上半年有所回落，但整体仍保持较高比例。信息化综合解决方案服务的营收占比在2022年有所下降后，于2023年和2024年上半年有所回升。技术服务虽然占比相对较小，但呈现波动上升趋势。从行业分类来看，军工行业一直是佳缘科技的重要营收来源，且近年来保持相对稳定的高占比。医疗行业在2021年后营收占比显著下降，并在后续年份中保持低位。政务行业的营收占比则呈现波动变化，整体占比较低。

图6：公司近五年营收情况（按产品分类）

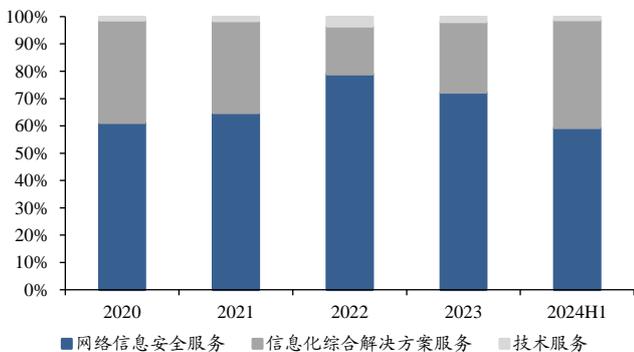
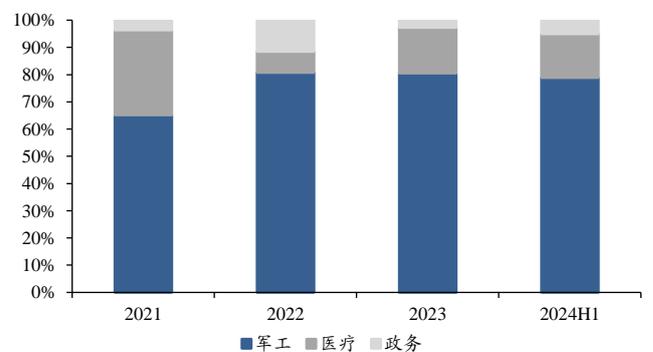


图7：公司近四年营收情况（按行业分类）

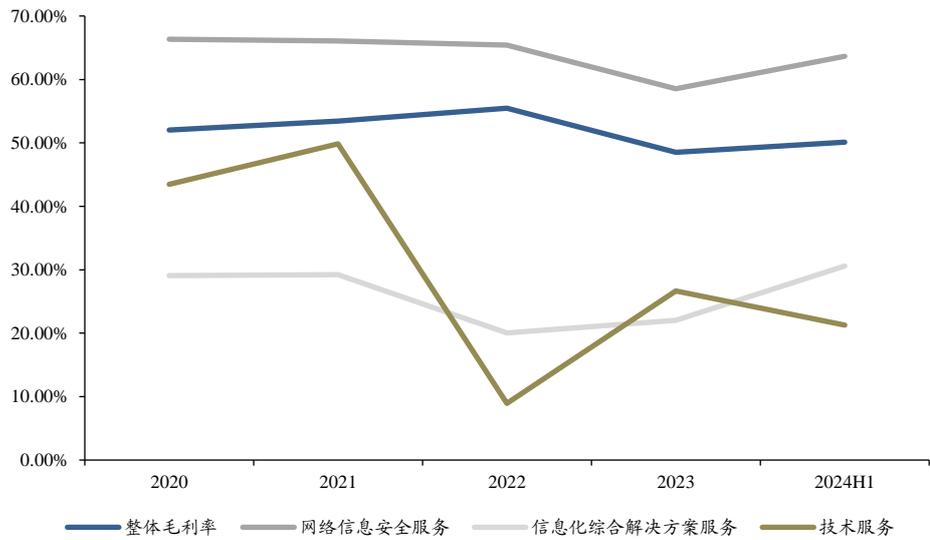


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

网络信息安全产品与军工应用毛利率较高，公司综合毛利率呈现稳步向好态势。公司整体毛利率在 2020 年至 2022 年期间呈现逐年上升趋势，从 52.04% 增长至 55.47%，显示出公司业务盈利能力的逐步提升。然而，在 2023 年，整体毛利率出现下降，降至 48.51%。具体到各业务，网络信息安全服务的毛利率在五年内虽有波动但整体保持较高水平，而信息化综合解决方案服务的毛利率在 2022 年出现显著下滑后于 2024 年上半年有所回升。技术服务毛利率则经历了较大波动，自 2020 年大幅下降至 2022 年的低点，随后在 2024 年上半年回升。值得注意的是，由于政务业务因项目获取方式不同，毛利率波动会呈现明显波动现象。

图8：公司近五年毛利率变化情况



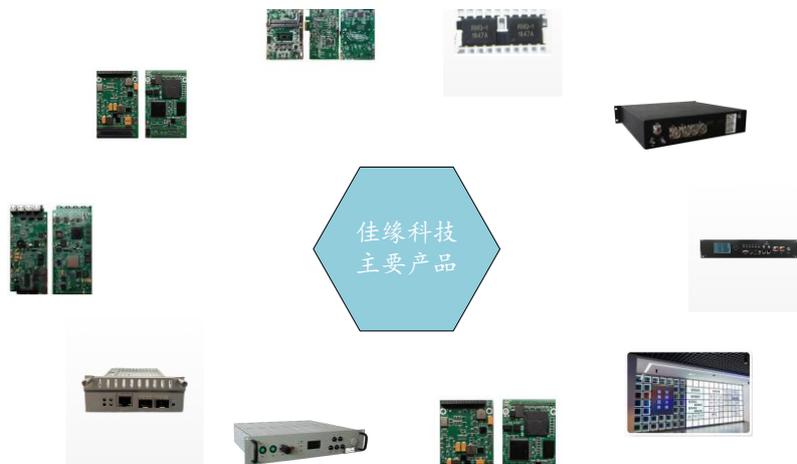
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 信息安全硬需求稳中有升，行业高壁垒助力维持领军地位

2.1. 产品种类丰富，涉及网络信息安全多行业各环节

公司信息安全产品种类齐全，国内市场占有率遥遥领先。按产品分类，佳缘科技专注于网络信息安全产品和信息化综合解决方案两类产品。按行业分类，公司业务专注于国防军工、商用信息安全、医疗健康和政务服务四大领域。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全套产品服务。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。

图9：佳缘科技信息安全全类型产品代表图



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

子公司信息安全业务影响广泛。公司全资子公司公司分项业务由各对应子公司负责：四川前进医信科技有限公司，负责医疗信息化；中科柒贰实验负责产品的配套检测；四川佳缘网络安全有限公司负责网络安全产品的设计和制造。公司产品聚焦于网络信息安全及信息化综合解决方案，设立军工、医疗、商密、政务四大事业部，以成都、北京双总部运营为基础，具有较高市场认可度。

表1：子公司情况

公司名称	主要经营地	业务性质
四川前进医信科技有限责任公司	成都市	计算机软硬件开发，医疗信息化
四川佳缘网络安全有限公司	成都市	专业技术服务业，网络安全产品的设计、制造等业务
中科柒贰实验室科技(成都)有限公司	成都市	产品检验检测服务
四川川石.克锐达金刚石钻头有限公司	成都市	资产运营服务
北京市京缘和科技有限公司	北京市	主要开展雷达及配套设备研发、制造等相关业务
上海航缘汇科技有限公司	上海市	技术服务，主营卫星相关业务

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

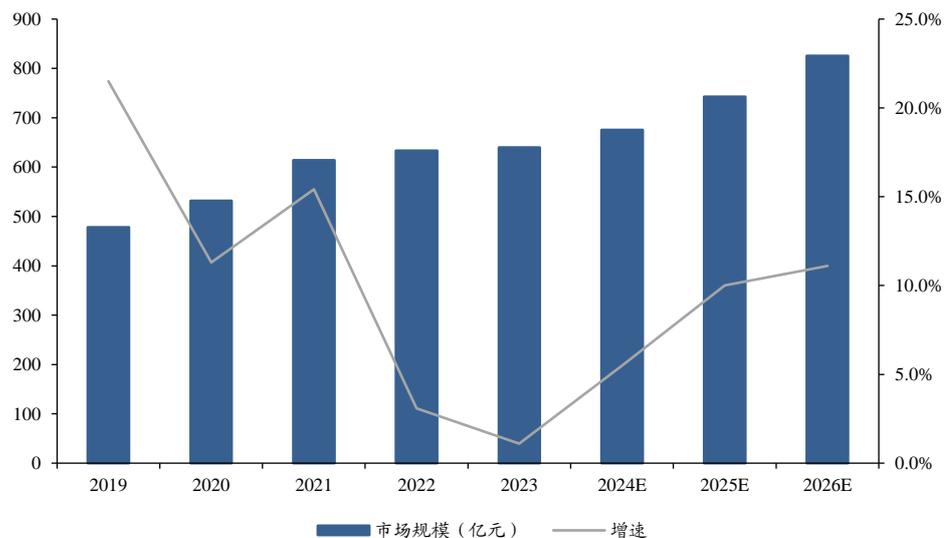
公司根据业务发展需要，为了从西南向全国开拓市场，设立了全资子公司北京市京缘和科技有限公司，主要开展雷达及配套设备研发、制造等相关业务，将为提升公司可持续发展能力提供有力保障；在上海设立了全资子公司上海航缘汇科技有限公司，主要开展网络与信息安全软件开发等业务。

公司从 2020 年开始积极开拓全国市场，西南地区以外的营收占比逐渐增大。围绕成都、北京、上海三方区域，在北京、上海建立了研发中心及分、子公司，在成都建立生产基地，三地联动，形成三足拱鼎之势，通过共同稳固实现对重点区域的覆盖，逐步实现对全国市场的覆盖。公司通过加强市场销售体系建设、扩大业务的拓展范围以及进一步的营销规划提高公司的市场占有率，增强公司在国内同行业企业中的竞争力。

2.2. 信息安全行业获国家政策支持，公司业绩增长有保证

全球网络安全需求强劲，发展前景广阔。根据《中国网络安全产业分析报告》。随着全球政治形势中不稳定因素的增加，2019 年至 2024 年全球网络安全支出同比增速呈现上升趋势，预计 2024 年将达到 2149.5 亿美元，同比增长 14.3%，全球网络安全需求仍然强劲。从全球的范围来看，市场空间广阔。

图10：中国网络安全市场规模及增速



数据来源：《中国网络安全产业分析报告》，东吴证券研究所

我国网络安全市场虽然起步较晚，但增长迅猛，其中安全软件及硬件产品份额占据了绝大部分市场份额。安全服务仅占 29%，未来成长空间较大。随着企业对于数据安全的重视，涌现出一大批以安全计算技术为基础的初创企业，推动我国在信息安全领域迈向世界先进行列。中国各种有关网络安全的政策正如同雨后春笋，推动行业规模不断扩大。

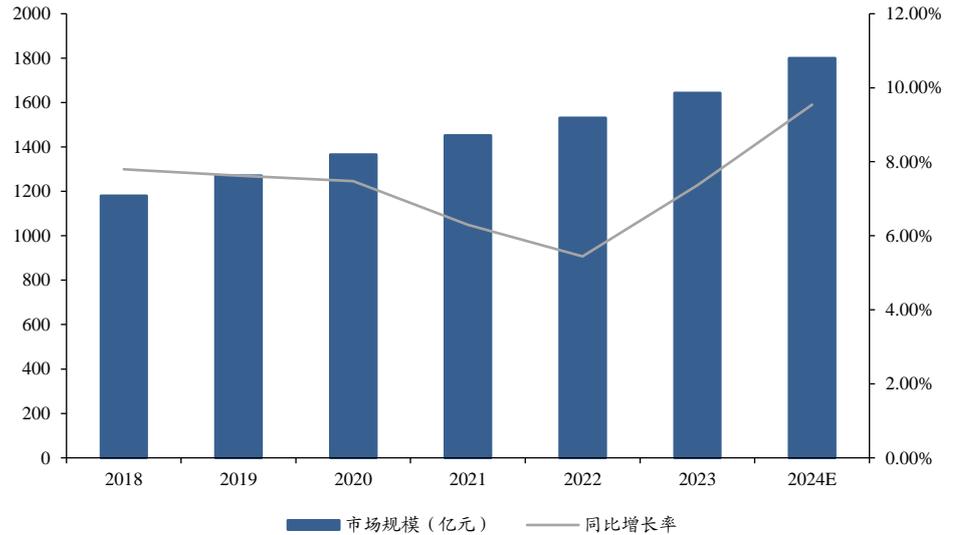
表2：2023-2024 年中国网络安全部分相关政策文件

文件名称	核心内容	发布时间
《关于促进数据安全产业发展的指导意见》	推动数据安全产业高质量发展, 夯实数字中国建设和数字经济发展基础	2023年1月3日
《数据安全工程技术人员国家职业标准》	保障企业信息系统的的核心数据, 防范数据泄露、攻击等风险, 确保公司信息的机密性、完整性和可用性	2023年1月29日
《全球安全倡议概念文件》	深化信息安全领域国际合作	2023年2月21日
《数字中国建设整体布局规划》	增强数据安全保障能力, 建立数据分类分级保护基础制度	2023年2月27日
《关于开展网络安全服务认证工作的实施意见》	推进网络安全服务认证体系建设, 提升网络安全服务机构能力水平和服务质量	2023年3月15日
《关于开展5G网络运行安全能力提升专项行动》	补强网络保护、风险感知、事故预防、综合处置等4大网络运行安全支撑能力	2023年3月15日
《信息安全技术 网络安全服务成本度量指南》	本标准确立了网络安全服务成本构成, 提供了网络安全服务成本度量指南	2023年3月17日
《商用密码检测机构管理办法》、《商用密码应用安全性评估管理办法》	规范商用密码应用安全性评估工作, 保障网络与信息安全, 维护国家安全和社会公共利益	2023年9月26日
《网络安全事件报告管理办法(公开征求意见稿)》	征求意见稿旨在规范网络安全事件的报告, 减少网络安全事件造成的损失和危害, 维护国家网络安全	2023年12月8日
《“数据要素×”三年行动计划(2024-2026年)(征求意见稿)》	落实数据安全法规制度, 建立健全数据安全治理体系	2023年12月15日
《关于防治“指尖上的形式主义”的若干意见》	落实网络安全、数据安全、关键信息基础设施安全保护、个人信息保护等相关法律规定	2023年12月18日
《工业领域数据安全能力提升实施方案(2024-2026年)》	提高数据安全治理能力, 促进数据要素安全有序流动和价值释放	2024年2月26日

数据来源: 国家数据局、工业和信息化部、东吴证券研究所

军工行业的网络信息安全和信息化业务受国家政策支持。目前, 我国国防军工信息化建设处于全面发展阶段。2022年10月, 习近平总书记在党的二十大报告中指出“坚持机械化信息化智能化融合发展”及“研究掌握信息化智能化战争特点规律, 创新军事战略指导, 发展人民战争战略战术。打造强大战略威慑力量体系, 增加新域新质作战力量比重, 加快无人智能作战力量发展, 统筹网络信息体系建设运用。”

图11: 中国军工信息化市场规模



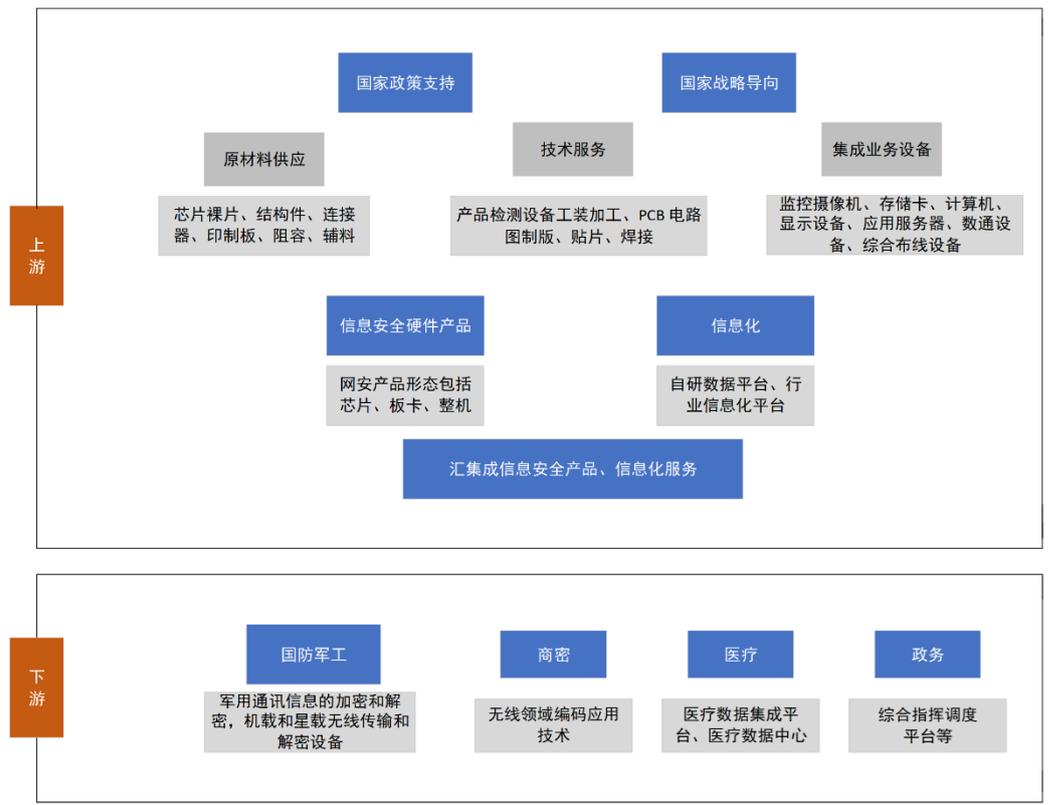
数据来源：中研网，东吴证券研究所

公司作为国防军工信息化企业将长期充分受益于信息化建设、武器装备更新换代和国产化进程。新一代武器装备放量，信息化占比与国产化率不断提高，将为公司发展营造广阔市场。

2.3. 打通特种信息安全产业链，公司软硬件产品覆盖竞争力强

公司位于产业链上游，向上游公司采购元器件，向下游国防军工等重点行业客户提供软硬件服务，包括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，下游涵盖航天、航空、地面站和移动终端等领域。

图12: 公司所处产业链



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

佳缘科技以国防信息安全以及信息化为主营业务, 在国内市场上, 同属于国防军工信息安全赛道的公司有华力创通、邦彦技术等。但几家公司各有侧重, 并无直接竞争。佳缘科技的产品在无线通信安全方向上有较大优势。公司通过软硬结合的商业模式, 可以全产业链覆盖智能信息化业务。公司与传统的系统集成竞争对手相比, 能更好的解决后续应用阶段的问题; 与软件公司相比, 公司具备更多、更完善的交付场景和项目解决方案。

2.4. 深耕网络信息安全技术, 主要服务于军工客户

公司持续推进产品创新, 实现国防军工信息安全产品国产化。在网络信息安全产品方面, 公司目前的客户均为军工客户。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资质。公司目前已经取得了业务必须的全部资质, 高标准、严要求的资质认证体系, 有效地增加了潜在竞争者进入的难度。

表3: 佳缘科技国防军工系列部分产品

图片	名称	功能
	信息安全类板卡	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
	高速数据传输安全系统	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
	检测台安全防护系统	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
	信号处理管理平台类板卡	实现对数十万量级用户进行可信防护, 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

数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

公司持续深耕国防网络信息安全为主的特种赛道领域, 为提升公司技术实力和开拓市场做准备。此外, 在信息化综合解决方案方面, 公司已获得信息安全管理体认证、信息安全服务资质认证、电子与智能化工程专业承包壹级、CMMI-5 国际认证等多项行业和质量资质认证, 公司还存在向其他行业拓展的潜力。

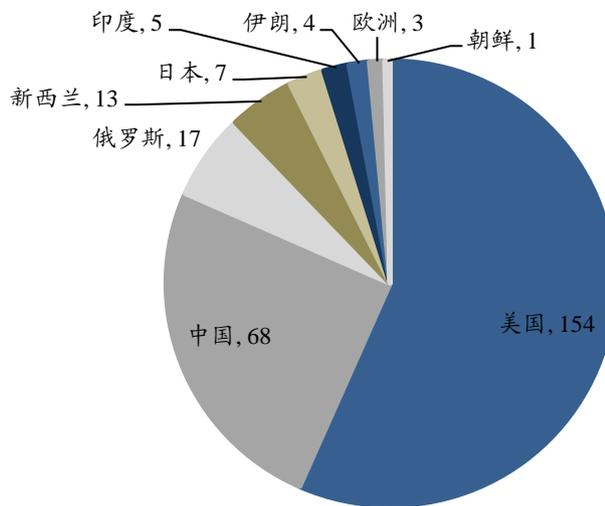
3. 网络信息安全多方需求，多方利好市场放量

3.1. 国防军工保持稳健，卫星互联网创造新动能

在开创国防和军队现代化新局面中，信息化建设将贯穿始终。公司作为国防军工信息化企业将长期充分受益于信息化建设、武器装备更新换代和国产化进程。新一代武器装备不断定型列装，信息化占比与国产化率不断提高，将为公司发展营造广阔市场。

低轨通信卫星发展迅速，卫星通信迈入卫星互联网时代。低轨卫星具有低延时、低成本、灵活组网等特点，已经成为卫星通信建设的主流。中国布局卫星互联网能够推动6G“空天地一体化”。低轨频谱和轨道资源有限，全球遵循“先登先占、先占永得”的规则。2024年，美国以154次发射占据全球第一，我国全年68次发射排名第二，俄罗斯以17次发射位居第三。

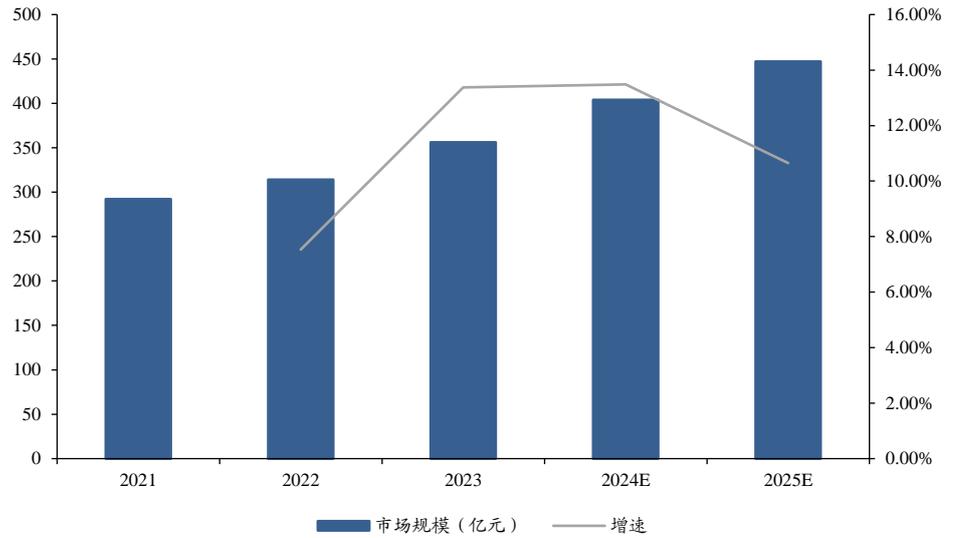
图13：2024年全球火箭发射次数统计（单位：次）



数据来源：看看新闻，东吴证券研究所

空间有限的低轨资源不断刺激全球低轨卫星的部署加速。从政策角度看，国际电信联盟确立的“先登先占、先占永得”原则，使得轨道与频谱资源成为珍稀且不可再生的战略资源。美国的“星链”计划已部署数千颗卫星，处于领先地位，而我国也积极出台多项政策，加速卫星组网，向ITU提交了大量低轨道卫星及频谱的申请。在市场竞争方面，全球主要商业航天企业纷纷规划并加速实施低轨卫星星座计划，通过技术创新降低成本，提升部署效率，以抢占市场份额。

图14：中国卫星互联网行业市场规模预测



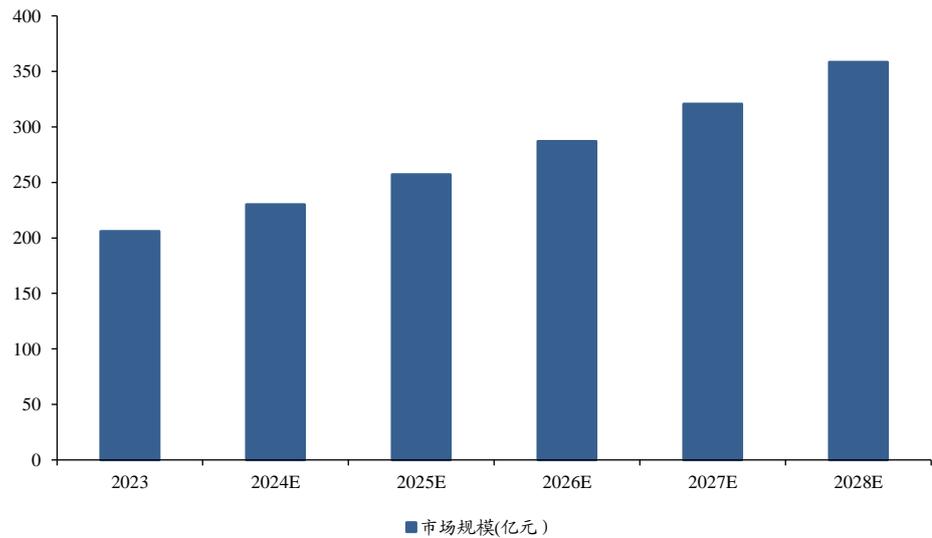
数据来源：中商情报网，东吴证券研究所

3.2. 多方政策利好，民用各细分市场前景向好。

3.2.1. 长期政策支持，医疗信息化持续发展

2016年，在国务院办公厅印发并实施的《“健康中国 2030”规划纲要》中已经将医疗信息化定位为医疗体改的“四梁八柱”之一，2022年，国家相关部门陆续颁布了《“十四五”中医药发展规划》《公立医院高质量发展评价指标（试行）》《公立中医医院高质量发展评价指标（试行）》《“十四五”全民健康信息化规划》等监管规定和行业政策不断引领医疗信息化行业高质量发展。

图15：中国医疗软件系统解决方案市场预测

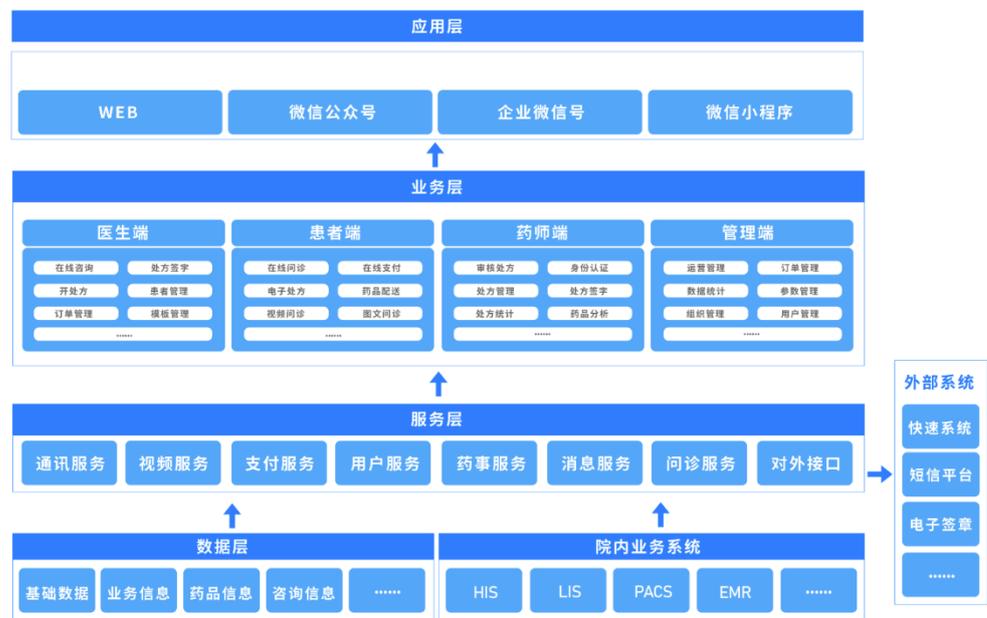


数据来源：IDC，东吴证券研究所

DRGs (Diagnosis Related Groups) 中国模式确定，试点城市范围扩大，有望助推医院系统全流程升级。DRGs，指根据病人的年龄、性别、住院天数、临床诊断、病症、手术、疾病严重程度、合并症与并发症及转归等因素，把上千个病种分为几百个诊断相关组，在分级上进行科学测算，给予打包预付款，被认为是当前最具有前景的医保预付费支付方式。根据健康界调研数据，目前已经开始采取 DRGs 付费或正在试按 DRGs 付费的医院占比约 26%。随着政策推动，预计未来 1-3 年内采用 DRGs 的医院数量占比将达到 60.8%。院内 DRGs 的使用涉及电子病历、化验检验、用药等院内全流程系统的升级改造，DRGs 对医院临床医疗管理信息化未来的进一步推进带来了增量。

公司围绕“智慧医疗管理、智慧就诊服务、智慧医院管理”三个维度，为医疗健康领域客户提供信息化综合解决方案，在医疗健康信息化行业市场规模稳步扩张的背景下，未来相关业务收入有望持续增长。

图16：公司医疗信息化产品：医佳云互联网医院



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

3.2.2. 政务信息化，受益于智慧城市建设等政策

2022 年 1 月，国家发展改革委发布的《“十四五”推进国家政务信息化规划》提出“到 2025 年，政务信息化建设总体迈入以数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务为主要特征的融慧治理新阶段”等目标要求。《“十四五”国家消防工作规划》指出，要积极融入“智慧城市”、“智慧社区”，鼓励有条件的乡镇（街道）建设消防物联网智能火灾监控平台，与本地区“智慧消防”系统联通。预计将推动我国消防报警市场增长。

我国政务信息化建设从“电子政务”、“互联网+政务服务”阶段开始迈入“数字政府”时代。公司根据政府需求不断产出新产品参与政务信息化服务的全面建设。

图17: 公司产品: 政务大数据中心



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图18: 公司产品: 政务集成平台



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

佳缘科技在坚守军工网络信息安全的前提下，利用技术优势向政务、医疗和商密等领域布局。

军工：公司与国家重点单位保持了良好的合作关系，产品用于航天、航空、地面等领域，在网络信息安全行业民营企业中占据了一定的领先地位。预计以下因素为公司业绩增长提供主要支撑：1) 公司依托多年来在国防军工网络信息安全领域的研发和技术应用积累，建立了体系化的网络信息安全平台支撑设计能力，相关技术和产品在所处专业领域形成技术突破，在稳定性、安全性、处理速度等方面保持国内先进水平；2) 公司通常根据客户的需求为其提供专用定制网络信息安全产品，快速响应客户需求。公司与国家重点单位保持了良好的合作关系，产品用于航天、航空、地面等领域，在网络信息安全行业民营企业中占据了一定的领先地位；3) 公司抓住技术领先机遇，抓住卫星互联网、国防装备放量与更新等机遇，预计未来一定时期业务大幅攀升。综合以上因素，我们预计 2024-2026 年公司业绩增速分别为 30%/35%/30%，毛利率水平分别为 50%/50%/50%。

医疗：医疗水平是公众生活水平和社会发展的重要指标，医疗自动化对提高效率和效果非常重要。1) 公司深耕医疗健康信息化领域多年，积累了丰富的解决方案与项目经验；2) 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，并成功开发出了医疗数据集成平台、医疗数据中心、医佳云智慧医疗服务综合方案；3) 国家出台监管规定和行业政策不断引领医疗信息化行业高质量发展。基于上面几点因素，我们预测公司 2024-2026 年该业务营收增速分别为 10%/20%/15%，毛利率水平分别为 30%/30%/30%。

政务：良好的政务水平是社会健康运行的保障，政务信息化有利于用科技提高执政效率。1) 国家政策支持政务信息化发展，2022 年，国家发展改革委发布的《“十四五”推进国家政务信息化规划》提出“到 2025 年，政务信息化建设总体迈入以数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务为主要特征的融慧治理新阶段”等目标要求；2) 随着国家经济水平提高，政府和公众对政务效率的需求也不断提高。基于上面几点因素，我们预测公司 2024-2026 年该业务营收增速分别为 100%/50%/45%，毛利率水平分别为 10%/10%/10%。

表4：公司业务拆分（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
军工				
营收	183.10	238.03	321.34	417.74
同比增速	-15.91%	30.00%	35.00%	30.00%
毛利率	53.53%	50.00%	50.00%	50.00%

医疗				
营收	38.09	41.90	50.28	57.82
同比增速	82.88%	10.00%	20.00%	15.00%
毛利率	30.52%	30.00%	30.00%	30.00%
政务				
营收	6.20	12.41	18.61	26.98
同比增速	-80.00%	100.00%	50.00%	45.00%
毛利率	10.93%	10.00%	10.00%	10.00%
合计				
营收	227.39	292.33	390.23	502.55
同比增速	-15.63%	28.56%	33.49%	28.78%
毛利率	48.51%	45.44%	45.52%	45.55%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

4.2. 估值与评级

佳缘科技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领先企业，其业务主要集中在国防军工、医疗健康和政务服务领域。在网络安全及军工信息化领域，可分别选取太极股份、启明星辰、霍莱沃与智明达作为可比公司。佳缘科技在信息化服务和网络信息安全领域取得了显著成就，市场竞争优势突出。且公司业绩增长迅速，订单充足，为未来业绩提供了有力支撑。佳缘科技的业务布局涵盖国防军工、医疗健康和政务服务等关键领域，这些领域具有较高的市场壁垒和增长潜力。虽然目前公司估值水平较高，但公司在 2024 年实现了业绩反转，将迅速消化估值。

表5：可比公司估值（截至 2025 年 2 月 13 日）

证券代码	可比公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002368.SZ	太极股份	167.84	3.75	3.89	4.91	6.40	44.73	43.18	34.19	26.23
002439.SZ	启明星辰	213.58	7.41	7.46	9.43	11.42	28.82	28.67	22.68	18.71
688682.SH	霍莱沃	25.89	0.27	0.54	0.74	1.08	95.49	48.37	35.14	24.09
688636.SH	智明达	31.31	0.96	0.69	1.13	1.54	32.53	45.57	27.60	20.38
		平均值					50.39	41.45	29.90	22.35
301117.SZ	佳缘科技	33.14	-0.05	0.09	0.13	0.20	-	349.29	254.00	164.74

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：太极股份、启明星辰、霍莱沃和智明达数据来自 Wind 一致预期，佳缘科技数据来自东吴证券研究所测算

佳缘科技是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，公司凭借深厚的技术积累和持续的研发投入，在网络信息安全领域形成了显著的竞争优势。此外，卫星互联网机遇叠加公司信息安全技术优势，公司业务开辟新局面，提供强劲增长动力。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.09/0.13/0.20 亿元，对应 PE 分别为 349/254/165 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

创新风险：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，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。

豁免披露信息风险：豁免披露部分信息可能影响投资者对公司价值判断的风险。由于公司部分信息涉及国家秘密，涉密信息主要包括公司与国防军工领域客户签订的部分销售、采购、研发合同中的合同对方真实名称、产品具体型号名称、单价和数量、主要技术指标等内容，上述涉密信息予以豁免披露。涉密信息还包括了报告期内各期主要产品的销量、报告期内各期前五大客户中涉密客户的真实名称、销售比例等信息，公司根据相关规定采取了脱密处理的方式进行披露。上述部分信息豁免披露或脱密披露可能存在影响投资者对公司价值的正确判断，造成投资决策失误的风险。

人才风险：佳缘科技属于专精特新企业、同时也是民营企业，在市场竞争中很大程度上依赖于人才优势。公司需要持续招收高端技术人才，以及进行高效的公司技术人才的培训，因此公司面临人才招聘和人才培养的压力。

高估值风险：过高的估值可能导致投资者对企业的未来增长预期过高，一旦企业实际业绩无法达到市场预期，估值将难以维持，股价可能大幅下跌。

佳缘科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,259	1,280	1,366	1,477	营业总收入	227	292	390	503
货币资金及交易性金融资产	556	394	197	384	营业成本(含金融类)	117	160	213	274
经营性应收款项	277	565	372	552	税金及附加	1	1	1	2
存货	392	287	754	498	销售费用	20	17	29	33
合同资产	6	6	9	10	管理费用	38	53	59	82
其他流动资产	28	29	33	33	研发费用	63	75	96	116
非流动资产	164	174	159	96	财务费用	(7)	(7)	(5)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	3	4	5
固定资产及使用权资产	127	128	100	25	投资净收益	8	14	16	22
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	10	15	22	28	减值损失	(15)	0	0	0
商誉	8	12	18	23	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	(9)	12	18	26
其他非流动资产	17	17	17	17	营业外净收支	0	1	1	2
资产总计	1,424	1,454	1,525	1,572	利润总额	(9)	13	20	28
流动负债	112	132	189	216	减:所得税	(3)	3	6	7
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	(6)	10	14	21
经营性应付款项	66	90	128	147	减:少数股东损益	0	0	1	1
合同负债	6	6	9	11	归属母公司净利润	(5)	9	13	20
其他流动负债	33	30	46	51	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.06)	0.10	0.14	0.22
非流动负债	4	4	4	4	EBIT	(25)	(9)	(3)	1
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(11)	56	122	157
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.51	45.44	45.52	45.55
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	(2.35)	3.25	3.34	4.00
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	(15.63)	28.56	33.49	28.78
负债合计	115	136	193	219	归母净利润增长率(%)	(108.69)	277.25	37.52	54.19
归属母公司股东权益	1,303	1,312	1,325	1,346					
少数股东权益	5	6	7	7					
所有者权益合计	1,308	1,318	1,332	1,353					
负债和股东权益	1,424	1,454	1,525	1,572					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(52)	(102)	(103)	255	每股净资产(元)	14.12	14.22	14.37	14.58
投资活动现金流	(98)	(30)	(53)	(18)	最新发行在外股份(百万股)	92	92	92	92
筹资活动现金流	(20)	0	0	0	ROIC(%)	(1.19)	(0.54)	(0.18)	0.05
现金净增加额	(171)	(132)	(156)	236	ROE-摊薄(%)	(0.41)	0.72	0.98	1.50
折旧和摊销	13	65	126	156	资产负债率(%)	8.10	9.36	12.64	13.95
资本开支	(45)	(73)	(109)	(90)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(619.12)	349.29	254.00	164.74
营运资本变动	(63)	(162)	(225)	102	P/B (现价)	2.54	2.53	2.50	2.46

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>