

2025 年 05 月 19 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

佳缘科技（301117）

2024 年报及 2025 一季报点评：军工网络安全优质 民企，2024 年营收创历史新高

报告摘要

◆ 事件：公司 4 月 24 日公告，2024 年实现营收（3.37 亿元，+48.11%），归母净利润（0.11 亿元，+313.82%），毛利率（43.15%，-5.36pcts），净利率（3.32%，+5.86pcts）。25Q1 实现营收（0.22 亿元，同比+35.66%，环比-84.45%），归母净利润（-0.14 亿元，去年同期-0.16 亿元），毛利率（47.28%，同比+4.57pcts，环比+4.70pcts），净利率（-67.91%，去年同期-99.42%）。

◆ 军工信安领域优质民企，拓展网络安全和信息化系统业务。公司专注于网络信息安全产品和信息化综合解决方案，业务定位国防军工、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、商用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，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。

◆ 军工业务持续发力，2024 全年营收创下历史新高。公司 2024 年实现营收（3.37 亿元，+48.11%），创下历史新高，归母净利润（0.11 亿元，+313.82%），毛利率（43.15%，-5.36pcts），主要系毛利率较低的信息化业务营收占比提升所致，净利率（3.32%，+5.86pcts）。25Q1 实现营收（0.22 亿元，同比+35.66%，环比-84.45%），归母净利润（-0.14 亿元，去年同期-0.16 亿元），毛利率（47.28%，同比+4.57pcts，环比+4.70pcts），净利率（-67.91%，去年同期-99.42%）。

分业务来看：

1、军工业务：2024 年营收 2.76 亿（同比+50.47%），毛利率 46.58%（同比-6.95pcts）；2、医疗业务：2024 年营收 0.48 亿（同比+25.32%），毛

投资评级

买入

首次评级

2025 年 05 月 16 日

收盘价(元): 27.32

目标价(元): 30.00

公司基本数据

总股本(百万股)	92.26
总市值(百万)	2,520.63
流通股本(百万股)	56.75
流通市值(百万)	1,550.41
12 月最高/最低价(元)	40.56/21.70
资产负债率(%)	12.18
每股净资产(元)	14.11
市盈率(TTM)	196.29
市净率(PB)	1.94
净资产收益率(%)	-

股价走势图



作者

梁晨 分析师

SAC 执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

邮箱: liangc@avicsec.com

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

闫政圆 研究助理

SAC 执业证书: S0640123070039

联系电话:

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

利率 32.73% (同比+3.14pcts); 3、**政务业务**: 2024 年营收 0.14 亿 (同比+118.58%), 毛利率 10.16% (同比-0.77pcts)。

邮箱:

相关研究报告

◆ **费用端方面**, 受益公司持续精益管理, 三费率出现明显下降。2024 年公司销售费用 (0.18 亿元, -7.39%) 有所下降, 主要系股份支付费用减少所致; 管理费用 (0.43 亿元, +15.14%) 小幅增加, 主要系办公楼厂房装修, 折旧摊销费用增加所致; 财务费用 (-0.02 亿元) 大幅增加, 主要系募集资金产生的利息费用减少所致; 研发费用 (0.63 亿元, -0.47%) 保持稳定。综合来看, 2024 年公司三费率 (17.71%, -4.44pcts) 出现明显下降。**现金流方面**, 2024 年公司经营现金流净额 (-0.51 亿元, +3.10%) 同比略有增加, 主要系购买、接受劳务支付的现金减少所致; 投资现金流净额 (-1.21 亿元, -23.61%) 明显减少; 筹资现金流净额 (0.53 亿元) 大幅增加, 主要系新增银行借款增加所致。

◆ **2025Q1 财务报表分析**: 25Q1 实现营收 (0.22 亿元, 同比+35.66%, 环比-84.45%), 主要系完工项目增加所致; 归母净利润 (-0.14 亿元), 毛利率 (47.28%, 同比+4.57pcts, 环比+4.70pcts), 净利率 (-67.91%)。**费用端方面**, 公司 2025Q1 销售费用 (0.04 亿元, -18.59%) 明显下降, 管理费用 (0.12 亿元, +14.54%) 明显增加, 财务费用 (-25.62 万元) 大幅下降, 主要系利息收入增加所致; 研发费用 (0.15 亿元, +6.79%) 小幅增长。综合来看 2025Q1 公司三费率 (68.26%, -19.34pcts) 同比明显下降。**现金流方面**, 2025Q1 公司经营现金流净额 (-0.82 亿元) 同比大幅下降, 主要系项目增加、购买原材料、设备支付现金所致; 投资现金流净额 (-0.16 亿元) 大幅增加, 主要系公司建设园区支出减少所致; 筹资现金流净额 (-0.02 亿元) 大幅增加, 主要系偿还债务支付的现金减少所致。

◆ **募投面向信息化数据技术及平台升级**。公司投入募集资金 5.90 亿元, 其中 2.66 亿元用于建设“信息化数据平台升级建设项目”, 旨在依托公司自主研发的数据处理及传输技术, 对军工及医疗信息化领域内技术平台进行升级; 其余资金主要投向“研发及检测中心建设项目”等, 有利于公司进一步提高技术研发实力, 提升公司核心竞争力。

◆ **网络安全军转民领先企业, 持续增强产品竞争力**。公司专注于网络信息安全产品和信息化综合解决方案, 业务聚焦国防军工、医疗健康和政务服务领域, 具体来看:

1、军工信息化:

目前我国国防军工信息化建设处于全面发展阶段。二十大报告中指出“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”。因此, 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。公司未来将坚持以特种行业网络安全为核心, 增加公司安全平台产品的使用场景; 航天领域聚焦卫星网络安全、安全地测设备、安全仿真等产品; 航空领域继续面向市场需求, 重点解决低功耗和高算力的能力瓶颈, 强化相关产品的竞争优势; SIP 芯片设计方向: 大力拓展基于网络安全编码应用技术的专用芯片业务, 大力推动标准功能模块电路的小型化研发。

2、医疗信息化:

预计我国医疗信息化市场未来规模将持续增长, 在区域医疗信息化、新兴技术融合应用等方面有着广阔的发展空间, 根据艾瑞咨询, 2021-2025 年中国区域医疗信息化市场的复合增长率为 27.9%, 照此推算, 2025 年市场空间可达 1245 亿元。公司未来将抓住医疗信息化市场发展机遇, 增强核心竞争力, 大力拓展全国市场, 提高公司医疗信息化业务的市场占有率。

3、政务信息化:

《“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。目前, 我国政务信息化建设开始迈入“数字政府”时代。随着政务信息化向纵深发展, 政务信息化市场规模将不断扩大。公司将依据行业发展积极参与政务信息化服务的全面建设。

◆ **投资建议:** 公司是网络信息安全领域优质民企, 基于数据处理及数据传输技术积累, 向民用领域持续转化, 具体建议如下:

- 1、受益于国防信息化建设需求增长, 公司在信息化和网络信息安全的技术优势获得国防军工重点客户认可, 业绩有望持续增长;
- 2、公司积极扩大下游布局, 增强在卫星、机载、地面平台、雷达、人工智能等领域的投资力度, 实现网络信息安全产品全领域覆盖;
- 3、公司基于网信体系技术积累, 积极拓展医疗及政府信息化业务, 拓展多个增长极, 将进一步增厚公司业绩。

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 4.40 亿、5.04 亿元和 6.02 亿元, 归母净利润分别为 0.44 亿元、0.64 亿元和 1.04 元, EPS 分别为 0.47 元、0.69 元和 1.13 元, 我们给予“买入”评级, 目标价 30 元, 对应 PE 分别为 64、44 和 27。

◆ **风险提示:** 产能建设不及预期, 产品价格波动, 下游需求波动等。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	227.39	336.80	439.78	504.39	601.68
增长率（%）	-15.63	48.11	30.58	14.69	19.29
归母净利润（百万元）	-5.35	11.45	43.50	63.50	103.90
增长率（%）	-108.68	313.82	280.08	45.98	63.61
毛利率（%）	48.51	43.15	44.08	44.33	45.55
每股收益（元）	-0.06	0.12	0.47	0.69	1.13
市盈率 PE	-490.20	220.96	58.13	39.82	24.34
市净率 PB	2.01	1.92	1.87	1.79	1.67
净资产收益率 ROE（%）	-0.41	0.87	3.21	4.49	6.88

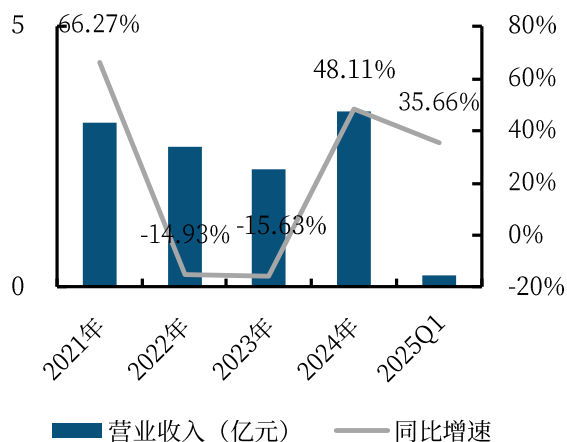
资料来源：中航证券研究所

各业务预测表（百万元）		2024A	2025E	2026E	2027E
军工信息化	营收	275.51	360.86	415.02	495.70
	成本	147.17	184.22	211.45	245.82
	营收增长率	50.47%	30.98%	15.01%	19.44%
	毛利率	46.58%	48.95%	49.05%	50.41%
医疗信息化	营收	47.74	64.69	74.42	90.28
	成本	32.11	48.90	55.90	67.67
	营收增长率	25.32%	35.51%	15.04%	21.32%
	毛利率	32.73%	24.41%	24.88%	25.04%
政务信息化	营收	13.56	14.24	14.95	15.70
	成本	12.18	12.81	13.45	14.13
	营收增长率	118.58%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	10.16%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	营收	336.80	439.78	504.39	601.68
	成本	191.46	245.93	280.81	327.62
	营收增长率	48.11%	30.58%	14.69%	19.29%
	毛利率	43.15%	44.08%	44.33%	45.55%

资料来源：iFind，中航证券研究所

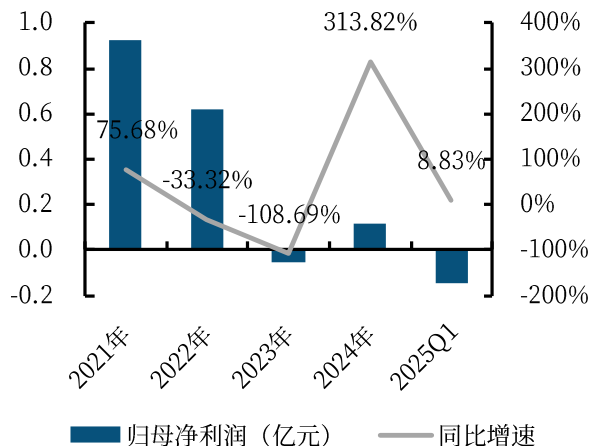
● 2021-2025Q1 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



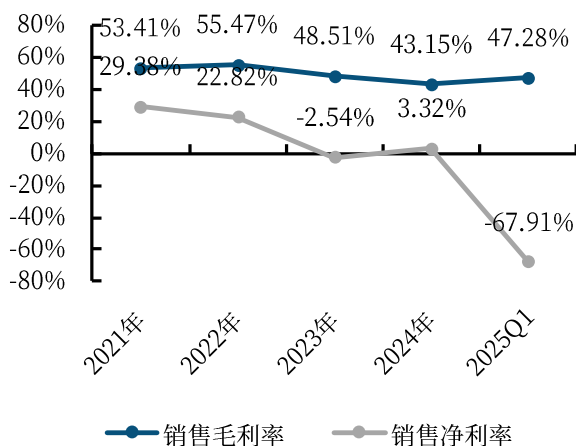
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



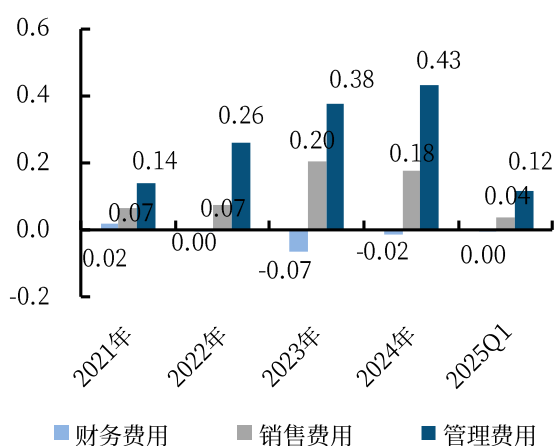
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



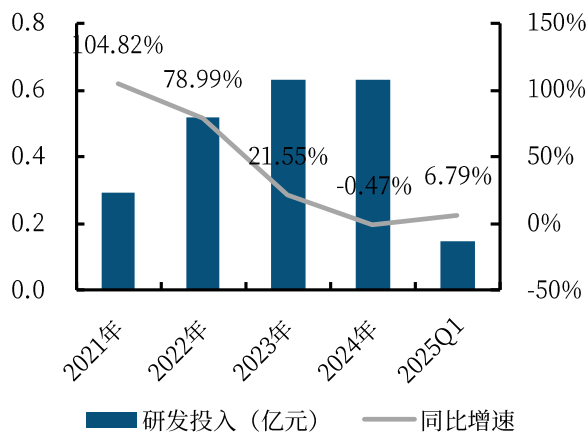
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司三费情况



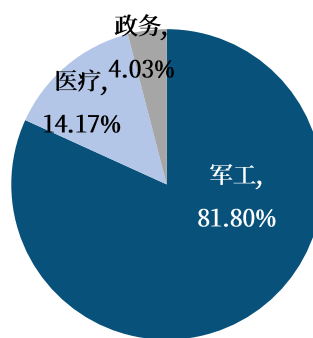
资料来源：Wind，中航证券研究所，单位：亿元

图5：公司研发支出情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

图6：公司 2024 年分业务营收占比



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						
营业收入	269.52	227.39	336.80	439.78	504.39	601.68
减: 营业成本	120.02	117.07	191.46	245.93	280.81	327.62
税金及附加	0.45	1.01	1.66	2.17	2.49	2.97
主营业务利润	149.04	109.31	143.67	191.68	221.09	271.09
减: 销售费用	7.35	20.33	17.90	19.79	22.70	27.08
管理费用	26.09	37.62	43.31	43.98	45.39	54.15
研发费用	52.16	63.40	63.11	68.17	75.66	90.25
财务费用	-0.30	-6.57	-1.57	-2.48	-3.59	-4.22
经营性利润	63.74	-5.48	20.91	62.23	80.93	103.83
加: 资产减值损失	-0.10	-0.38	-2.22	-1.32	-1.51	-0.30
信用减值损失	-10.64	-14.36	-20.98	-26.39	-25.22	-9.03
其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	15.73	8.05	6.81	8.71	7.97	8.03
公允价值变动损益	0.00	1.22	0.07	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
其他收益	3.67	1.70	2.45	2.40	2.30	2.36
营业利润	72.40	-9.26	7.05	45.63	64.46	104.89
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.06	0.70	1.00	0.59	0.76	0.78
减: 营业外支出	5.56	0.54	0.42	2.17	1.05	1.21
利润总额	66.90	-9.10	7.63	44.04	64.18	104.46
减: 所得税	5.39	-3.31	-3.54	-0.00	-0.00	-0.00
净利润	61.51	-5.79	11.17	44.04	64.18	104.46
减: 少数股东损益	-0.17	-0.43	-0.27	0.54	0.68	0.56
归属母公司股东净利润	61.68	-5.35	11.45	43.50	63.50	103.90
资产负债表						
货币资金	724.09	554.32	436.86	420.31	492.72	576.17
交易性金融资产	0.00	1.22	0.07	0.00	0.00	0.00
应收票据	20.80	12.42	1.80	6.02	13.82	24.73
应收账款	316.16	265.38	402.68	361.46	345.47	346.17
预付账款	8.17	5.18	3.92	5.11	5.86	7.00
其他应收款	4.95	5.64	6.49	8.48	9.72	11.60
存货	255.85	392.31	388.42	404.26	346.20	394.94
其他流动资产	8.07	22.63	18.18	28.65	33.87	38.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	9.85	128.26	242.60	329.88	393.92	377.73
无形资产和开发支出	0.39	17.91	15.11	14.71	14.32	13.92
其他非流动资产	42.22	18.32	14.47	13.89	13.31	13.31
资产总计	1,390.56	1,423.60	1,530.60	1,592.79	1,669.22	1,804.24
短期借款	0.00	1.00	61.14	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	3.72	4.04	3.85	3.59
应付账款	59.01	66.28	108.11	175.18	184.64	215.42
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	2.99	5.77	4.72	6.16	7.07	8.43
其他应付款	7.10	26.00	25.83	33.17	37.88	44.19
长期借款	2.13	2.72	0.46	1.72	2.28	1.28
其他负债	2.30	13.55	6.02	11.11	12.67	13.82
负债合计	73.53	115.33	209.99	231.39	248.39	286.73
股本	92.26	92.26	92.26	92.26	92.26	92.26
资本公积	995.70	1,002.48	1,002.86	1,002.86	1,002.86	1,002.86
留存收益	227.62	208.14	219.58	259.83	318.58	414.71
归属母公司股东权益	1,315.59	1,302.88	1,314.71	1,354.95	1,413.71	1,509.84
少数股东权益	1.45	5.38	5.90	6.44	7.12	7.68
股东权益合计	1,317.03	1,308.27	1,320.61	1,361.40	1,420.83	1,517.51
负债和股东权益合计	1,390.56	1,423.60	1,530.60	1,592.79	1,669.22	1,804.24
投入资本(IC)	622.03	779.18	978.95	986.78	980.83	1,002.79
现金流量表						
经营性现金净流量	-191.46	-52.46	-50.83	135.54	145.39	80.60
投资性现金净流量	-19.11	-98.01	-121.16	-91.45	-72.39	7.40
筹资性现金净流量	872.72	-20.21	53.40	-60.65	-0.60	-4.55
现金流量净额	662.15	-170.56	-118.57	-16.55	72.41	83.45

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637