

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

买入

核心观点

22年宏观影响业绩短期下滑，23Q1已经重回高增长。公司发布2022年报，全年实现收入2.70亿元(-14.93%)，归母净利润0.62亿元(-33.32%)，扣非归母净利润0.51亿元(-42.57%)。单Q4来看，公司收入1.08亿元(-32.55%)，归母净利润0.25亿元(-46.99%)，扣非归母净利润0.27亿元(-43.15%)。四季度宏观环境影响较大，但23Q1反弹明显。公司23Q1实现收入0.51亿元(+253.54%)，归母净利润0.08亿元，扣非归母净利润0.05亿元，均有大幅增长；主要是完工项目增加所致。

军工网络安全仍保持增长，信息化业务受影响较大。公司军工收入2.18亿元(+5.54%)，医疗收入0.21亿元(-78.93%)，政务收入0.31亿元(+164.65%)。分产品看，网安收入2.13亿元(+3.51%)，信息化收入0.47亿元(-55.57%)，技术服务0.09亿元(+99.12%)。军工和网安仍是公司核心方向，即使22年宏观环境影响巨大，公司仍保持了增长。公司信息化业务毛利率为20.04%，同比下降18.42 pct，但是公司整体毛利率仍提升至55.47%(+2.06 pct)，主要是军工网安业务毛利率较高。

军工需求仍旺盛，大量在研项目保证未来增长。公司与中国航天科技集团第八研究院第804研究所共同创建“智能互联工程联合实验室”，双方将合作通信自组网，全地域、全天时、智能态势感知能力；实现在航天市场、信息化装备市场及卫星、地面应用市场的强强联合。公司在上海设立研发中心，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；在北京设立全资子公司，主要开展雷达及配套设备研发、制造等相关业务；在上海设立全资子公司，主要开展人工智能应用软件开发等。公司目前大量在研项目，包括高速数传、DPU等相关项目，保证未来多增长点。

股权激励兼顾高质量增长，提振中长期发展信心。公司在22年12月完成了股权激励授予，向81名激励对象授予94.5万股第二类限制性股票，授予价格为41.15元/股。公司业绩考核包括以2022年为基数的营业收入、净利润、以及研发费用率；权重分别为40%/30%/30%。以收入目标为例，2023-2026年复合增速分别为小于30%(0分)、30%-40%(80分)、40%-50%(90分)、大于50%(100分)；叠加研发投入和利润保证，公司高质量增长信心十足。

风险提示：军工信息化投入不足；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。预计2023-2025年营业收入5.14/7.29/9.93亿元，增速分别为91%/42%/36%，归母净利润为1.63/2.40/3.41亿元，对应当前PE为40/26/19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	514	729	993
(+/-%)	66.3%	-14.9%	90.7%	41.8%	36.1%
净利润(百万元)	93	62	163	240	341
(+/-%)	75.7%	-33.3%	164.3%	47.5%	41.6%
每股收益(元)	1.34	0.67	1.77	2.61	3.70
EBIT Margin	36.9%	23.5%	32.3%	35.1%	37.0%
净资产收益率(ROE)	31.3%	4.7%	11.8%	16.4%	21.3%
市盈率(PE)	52.3	104.6	39.5	26.7	18.9
EV/EBITDA	42.5	101.3	40.2	26.2	18.8
市净率(PB)	16.37	4.90	4.67	4.38	4.02

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：库宏焱

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

69.91元

总市值/流通市值

6450/3799百万元

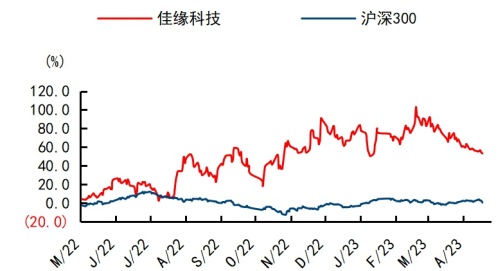
52周最高价/最低价

94.43/40.40元

近3个月日均成交额

91.60百万元

市场走势



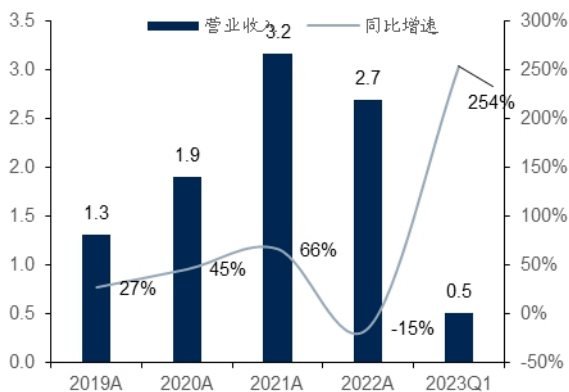
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《佳缘科技(301117.SZ)——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(30117.SZ)-蓬勃发展的军工网络安全和信息化厂商》——2022-03-05

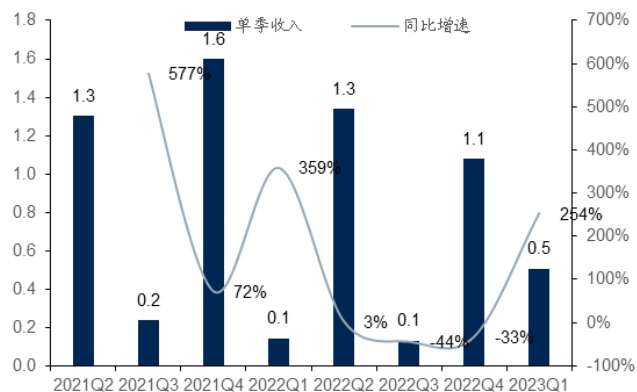
22 年宏观影响业绩短期下滑，23Q1 已经重回高增长。公司发布 2022 年报，全年实现收入 2.70 亿元（-14.93%），归母净利润 0.62 亿元（-33.32%），扣非归母净利润 0.51 亿元（-42.57%）。单 q4 来看，公司收入 1.08 亿元（-32.55%），归母净利润 0.25 亿元（-46.99%），扣非归母净利润 0.27 亿元（-43.15%）。四季度宏观环境影响较大，但 23Q1 反弹明显。公司 23q1 实现收入 0.51 亿元（+253.54%），归母净利润 0.08 亿元，扣非归母净利润 0.05 亿元，均有大幅增长；主要是完工项目增加所致

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



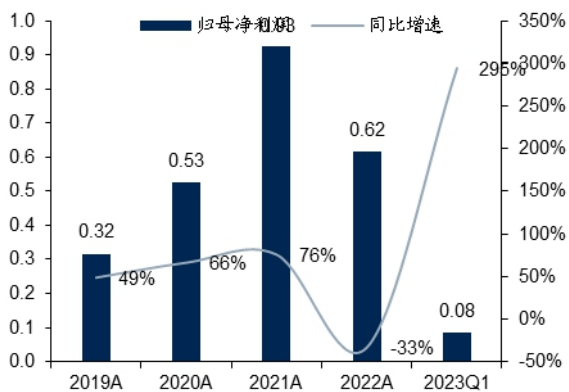
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



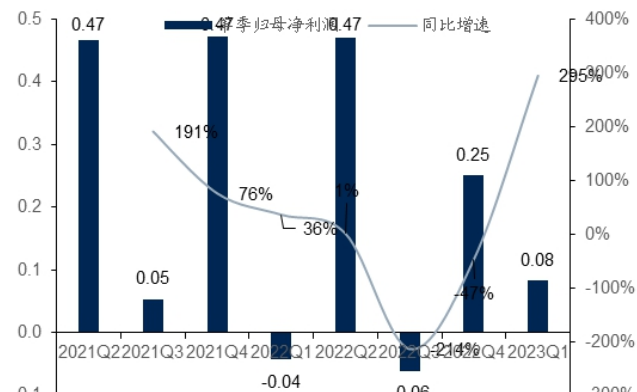
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

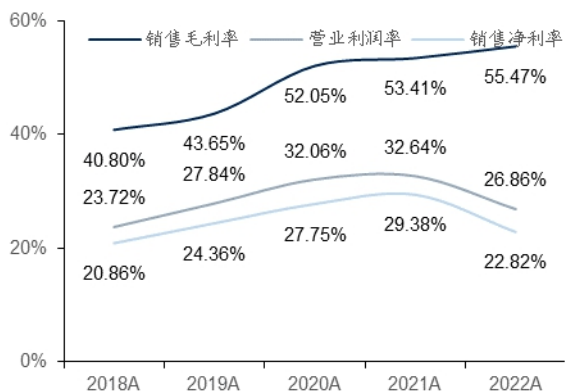


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

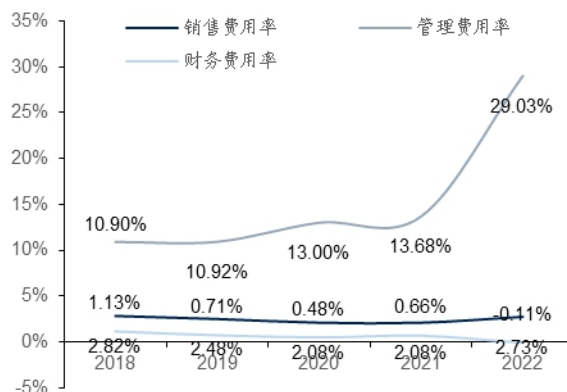
人员和费用高增长，公司持续加大投入。公司信息化业务毛利率为 20.04%，同比下降 18.42 pct，但是公司整体毛利率仍提升至 55.47%（+2.06 pct），主要是军工网安业务毛利率较高。公司 22 人员达到 233 人，同比增长 31.64%。费用率方面，销售、管理、研发费用率为 2.73%（+0.65pct）、9.68%（+5.20pct）、19.35%（+10.15pct）。管理费用主要是会务、宣传、增加办公场所等费用增加；研发费用主要是预研项目增加，研发人员 173 人（+33.08%）。

图5：公司毛利率、净利率变化情况

图6：公司三项费用率变化情况



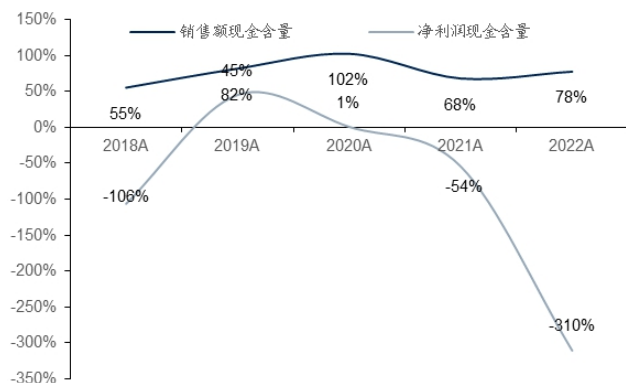
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

宏观经济影响公司现金流，存货高增长预示下游高景气。公司2022年销售商品收到现金为2.09亿元，略有下降；经营活动现金净流量为-1.91亿元，下降较大，主要是四季度影响较大。公司应收周转天数增长较大；公司22年底存货2.56亿元，23Q1存货2.67亿元，主要是原材料，均同比有翻倍增长。由于军工行业需求特点，当前需求旺盛，公司积极备货，有望将逐步转化为收入。

图7: 公司经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预计2023-2025年营业收入5.14/7.29/9.93亿元，增速分别为91%/42%/36%，归母净利润为1.63/2.40/3.41亿元，对应当前PE为40/26/19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	514	729	993
应收款项	264	338	592	799	1033	营业成本	148	120	220	307	409
存货净额	102	256	300	378	448	营业税金及附加	2	0	1	1	2
其他流动资产	17	21	39	56	76	销售费用	7	7	14	19	26
流动资产合计	445	1338	1631	1733	2057	管理费用	14	26	36	44	60
固定资产	3	3	3	3	2	研发费用	29	52	77	102	129
无形资产及其他	0	0	1	2	3	财务费用	2	(0)	(7)	(2)	2
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	1685	1787	2111	其他收入	(40)	(59)	(72)	(96)	(122)
短期借款及交易性金融负债	81	2	179	142	280	营业利润	103	72	177	261	369
应付款项	48	59	108	151	201	营业外净收支	3	(6)	0	0	0
其他流动负债	32	10	18	24	33	利润总额	106	67	177	261	369
流动负债合计	162	71	305	317	514	所得税费用	13	5	14	21	30
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	163	240	341
长期负债合计	4	2	1	(1)	(3)	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	166	74	306	316	511	净利润	93	62	163	240	341
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	1378	1469	1599	折旧摊销	1	1	2	2	2
负债和股东权益总计	463	1391	1685	1787	2111	公允价值变动损失	0	(0)	6	8	8
						财务费用	2	(0)	(7)	(2)	2
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(145)	(281)	(265)	(258)	(272)
每股收益	1.34	0.67	1.77	2.61	3.70	其它	(12)	2	2	4	4
每股红利	0.03	0.41	1.10	1.62	2.29	经营活动现金流	(51)	(219)	(94)	(8)	79
每股净资产	4.27	14.26	14.97	15.97	17.38	资本开支	0	1	(6)	(6)	(6)
ROIC	32.52%	6.92%	11%	15%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	31.31%	4.69%	12%	16%	21%	投资活动现金流	0	1	(6)	(6)	(6)
毛利率	53%	55%	57%	58%	59%	权益性融资	0	1011	0	0	0
EBIT Margin	37%	24%	32%	35%	37%	负债净变化	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	24%	33%	35%	37%	支付股利、利息	(2)	(38)	(101)	(149)	(211)
收入增长	66%	-15%	91%	42%	36%	其它融资现金流	44	(55)	177	(38)	138
净利润增长率	76%	-33%	164%	48%	42%	融资活动现金流	31	879	76	(186)	(73)
资产负债率	36%	5%	18%	18%	24%	现金净变动	(19)	662	(24)	(200)	0
股息率	0.0%	0.6%	1.6%	2.3%	3.3%	货币资金的期初余额	82	62	724	700	500
P/E	52.3	104.6	39.5	26.7	18.9	货币资金的期末余额	62	724	700	500	500
P/B	16.4	4.9	4.7	4.4	4.0	企业自由现金流	0	(221)	(116)	(26)	62
EV/EBITDA	42.5	101.3	40.2	26.2	18.8	权益自由现金流	0	(276)	67	(62)	199

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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提及的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