

三未信安(688489)

报告日期: 2023年03月30日

收入结构升级, 人效持续提升

——三未信安 2022 年报点评报告

年报要点

公司发布 2022 年年度报告, 2022 年实现营业收入 3.4 亿元 (同比增长 25.69%), 归母净利润 1.07 亿元 (同比增长 43.52%), 扣非后归母净利润 0.99 亿元 (同比增长 37.12%)。

单 Q4 而言, 公司实现营业收入 1.68 亿元 (同比增长 25.59%), 归母净利润 0.77 亿元 (同比增长 34.16%), 扣非后归母净利润 0.75 亿元 (同比增长 31.78%)。

投资要点

□ 收入增长符合预期, 结构向密码系统倾斜

与下游客户相比, 公司 2022 年收入增速整体好于行业平均, 我们认为主要与公司的收入结构变化相关:

- 1) 从产品结构来看, 公司 2022 年密码板卡、密码整机、密码系统收入分别为 0.46/1.28/1.43 亿元, 分别同比增长-40.22%/7.85%/143.69%, 其中密码系统大幅增长, 我们判断主要原因为公司和华为云在密码领域合作放量;
- 2) 从客户结构来看, 公司 2022 年最终客户/合作厂商收入占比分别为 18%/82%, 最终客户占比提升 5pct。

结合以上两点, 我们推测公司密码板卡受到下游合作厂商业务增速放缓的影响, 呈现负增长, 而公司对于最终用户的触角增强, 带来密码整机和密码系统的增长, 尤其密码系统为公司整体收入增长贡献了较大力量。

□ 费用侧保持稳健投入, 研发仍为布局重点

根据公司年报, 公司 2022 年销售/管理/研发费用分别同比增长 24.97%/12.45%/35.22%, 对应销售/管理/研发费用率分别为 15.88%/7.87%/20.08%, 与往年相比费用投入相对稳定, 其中研发侧的投入从相对增速和绝对占比来看仍是重点, 再次体现出公司“重研发”的经营策略。

研发布局层面, 公司首款自研密码安全芯片 XS100 成功量产, 并实现约 641 万元收入:

- 1) 短期来看, 助力公司实现自用降本、外销增收;
- 2) 中期来看, 有望实现现有密码板卡、密码整机等产品的芯片国产化替代和性能提升;
- 3) 长期来看, 公司积极探索数据安全与隐私计算技术, 自研密码芯片重点突破数据安全系统中核心密码运算的效率问题, 未来有望构筑“算法”+“芯片”两大核心技术壁垒。

□ 人效进一步提升, 产品化能力突出

公司的人效提升从三个方面体现:

- 1) 毛利率和净利率进一步提高: 2022 年毛利率/净利率为 75.47%/31.55%, 相较于 2021 年分别提升 1.85/3.92pct, 2018-2022 连续四年保持上升趋势;
- 2) 人均创收/人均创利再创新高: 2022 年人均创收/人均创利分别为 92.83/29.29 万元, 分别同比提升 6%/22%, 2018-2022 连续四年保持上升趋势;
- 3) 研发投入产出持续兑现: 单位研发投入产出由 2021 年的 1.70 提升至 2022 年的 1.72, 2018-2022 连续四年保持上升趋势 (单位研发投入产出=营业毛利润*研发费用占比/研发费用)。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: s1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 刘静一

liujingyi@stocke.com.cn

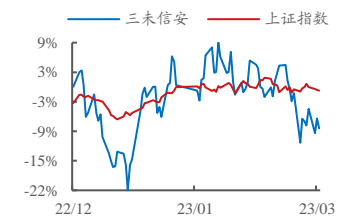
基本数据

收盘价 ¥109.18

总市值(百万元) 8,401.65

总股本(百万股) 76.95

股票走势图



相关报告

□ 盈利预测与估值

考虑到公司收入结构调整带来的优化作用以及公司人效的持续提升，以及商用密码行业景气度上行，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 4.55/6.0/7.9 亿元，归母净利润为 1.41/1.96/2.75 亿元，EPS 为 1.83/2.55/3.58 元/股，3 月 29 日收盘价的对应市盈率分别为 60/43/31 倍，给予“买入”评级。

□ 风险提示

自研密码芯片落地进程不及预期；行业竞争加剧；密码行业政策落地不及预期；技术人才流失等

财务摘要

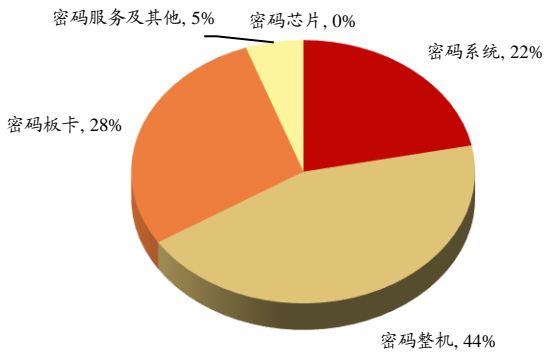
| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 339.76 | 455.14 | 599.74 | 790.30 |
| (+/-) (%) | 25.69% | 33.96% | 31.77% | 31.77% |
| 归母净利润 | 107.21 | 140.90 | 196.31 | 275.39 |
| (+/-) (%) | 43.52% | 31.43% | 39.32% | 40.29% |
| 每股收益(元) | 1.40 | 1.83 | 2.55 | 3.58 |
| P/E | 77.99 | 59.63 | 42.80 | 30.51 |

资料来源：浙商证券研究所

图表目录

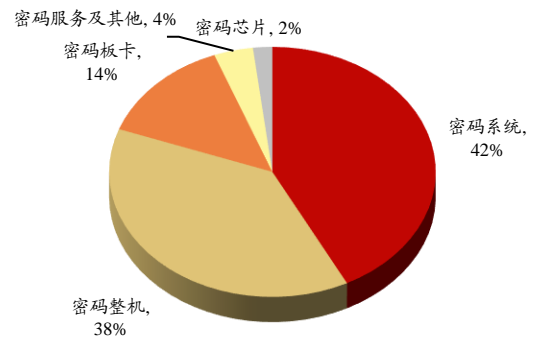
| | |
|---------------------------------------|---|
| 图 1: 公司 2021 年收入结构 (产品层面) | 4 |
| 图 2: 公司 2022 年收入结构 (产品层面) | 4 |
| 图 3: 公司 2021 年收入结构 (客户层面) | 4 |
| 图 4: 公司 2022 年收入结构 (客户层面) | 4 |
| 图 5: 公司 2018-2022 毛利率持续提升 | 4 |
| 图 6: 公司 2018-2022 人均创收持续提升 (万元) | 5 |
| 图 7: 公司 2018-2022 人均创利持续提升 (万元) | 5 |
| 图 8: 公司 2018-2022 单位研发投入产出持续兑现 | 5 |
| 表附录: 三大报表预测值 | 6 |

图1: 公司 2021 年收入结构 (产品层面)



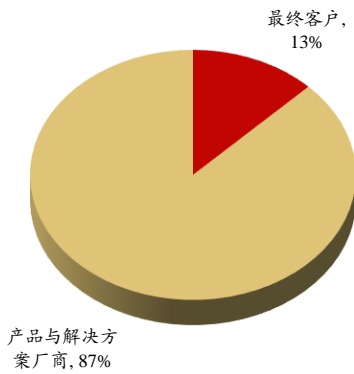
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图2: 公司 2022 年收入结构 (产品层面)



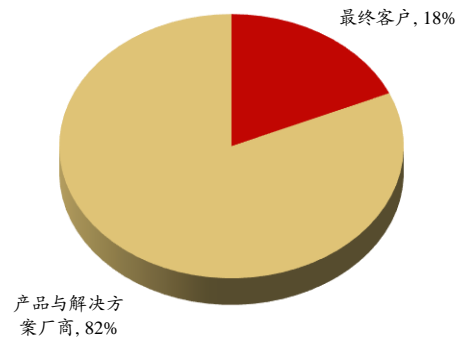
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图3: 公司 2021 年收入结构 (客户层面)



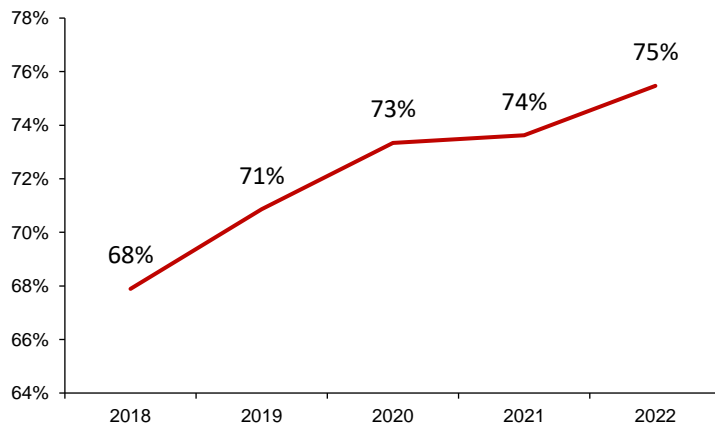
资料来源: 公司招股说明书、浙商证券研究所

图4: 公司 2022 年收入结构 (客户层面)



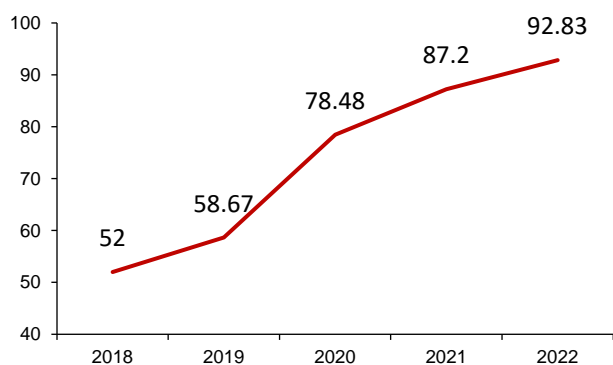
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图5: 公司 2018-2022 毛利率持续提升



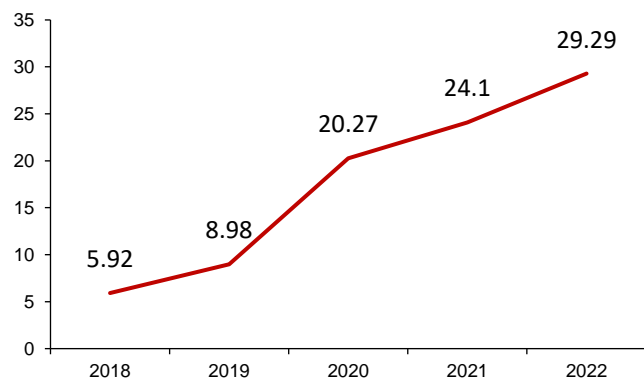
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图6: 公司 2018-2022 人均创收持续提升 (万元)



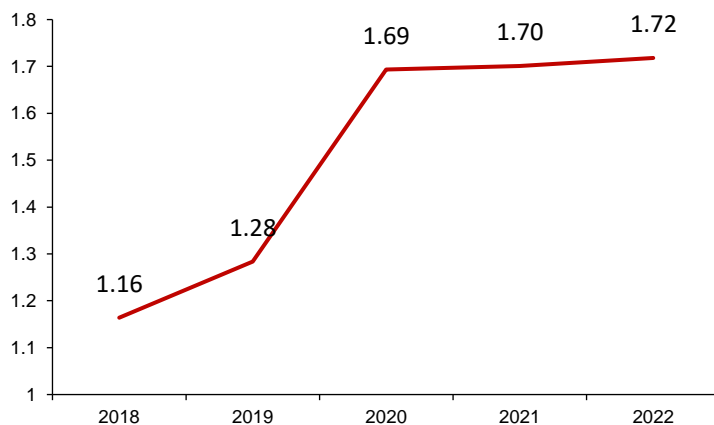
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图7: 公司 2018-2022 人均创利持续提升 (万元)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图8: 公司 2018-2022 单位研发投入产出持续兑现



资料来源: Wind、浙商证券研究所
(单位研发投入产出=营业毛利润*研发费用占比/研发费用)

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1,848 | 3,345 | 3,544 | 3,816 |
| 现金 | 1,471 | 3,104 | 3,039 | 3,404 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 317 | 177 | 416 | 296 |
| 其它应收款 | 3 | 7 | 4 | 12 |
| 预付账款 | 11 | 5 | 8 | 9 |
| 存货 | 40 | 47 | 70 | 87 |
| 其他 | 6 | 5 | 7 | 8 |
| 非流动资产 | 126 | 145 | 178 | 223 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 25 | 21 | 18 | 15 |
| 无形资产 | 13 | 15 | 17 | 19 |
| 在建工程 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| 其他 | 87 | 108 | 142 | 189 |
| 资产总计 | 1,974 | 3,490 | 3,722 | 4,039 |
| 流动负债 | 70 | 75 | 104 | 136 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 27 | 23 | 35 | 43 |
| 预收账款 | 0 | 3 | 6 | 6 |
| 其他 | 44 | 48 | 62 | 87 |
| 非流动负债 | 20 | 20 | 26 | 36 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 20 | 20 | 26 | 36 |
| 负债合计 | 90 | 94 | 130 | 172 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权 | 1,883 | 3,395 | 3,592 | 3,867 |
| 负债和股东权益 | 1,974 | 3,490 | 3,722 | 4,039 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | (6) | 265 | (67) | 363 |
| 净利润 | 107 | 141 | 196 | 275 |
| 折旧摊销 | 7 | 9 | 6 | 5 |
| 财务费用 | (2) | (5) | (7) | (7) |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | (134) | 137 | (230) | 122 |
| 其它 | 15 | (16) | (33) | (33) |
| 投资活动现金流 | (20) | (7) | (5) | (5) |
| 资本支出 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (16) | (7) | (5) | (5) |
| 筹资活动现金流 | 1,362 | 1,375 | 7 | 7 |
| 短期借款 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1,368 | 1,375 | 7 | 7 |
| 现金净增加额 | 1,337 | 1,633 | (65) | 365 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 340 | 455 | 600 | 790 |
| 营业成本 | 83 | 115 | 147 | 193 |
| 营业税金及附加 | 2 | 4 | 4 | 6 |
| 营业费用 | 54 | 73 | 93 | 113 |
| 管理费用 | 27 | 38 | 47 | 57 |
| 研发费用 | 68 | 85 | 112 | 147 |
| 财务费用 | (2) | (5) | (7) | (7) |
| 资产减值损失 | 11 | 11 | 17 | 21 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营收益 | 15 | 20 | 26 | 34 |
| 营业利润 | 111 | 154 | 213 | 295 |
| 营业外收支 | (0) | 0 | 0 | (0) |
| 利润总额 | 111 | 154 | 213 | 295 |
| 所得税 | 4 | 13 | 16 | 19 |
| 净利润 | 107 | 141 | 196 | 275 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 107 | 141 | 196 | 275 |
| EBITDA | 117 | 158 | 212 | 293 |
| EPS (最新摊薄) | 1.40 | 1.83 | 2.55 | 3.58 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 25.69% | 33.96% | 31.77% | 31.77% |
| 营业利润 | 31.04% | 38.95% | 37.92% | 38.67% |
| 归属母公司净利润 | 43.52% | 31.43% | 39.32% | 40.29% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 75.47% | 74.78% | 75.45% | 75.62% |
| 净利率 | 31.55% | 30.96% | 32.73% | 34.85% |
| ROE | 9.44% | 5.34% | 5.62% | 7.38% |
| ROIC | 5.61% | 4.02% | 5.28% | 6.92% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 4.56% | 2.70% | 3.49% | 4.26% |
| 净负债比率 | 0.97% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 26.24 | 44.75 | 34.21 | 28.01 |
| 速动比率 | 25.67 | 44.12 | 33.54 | 27.37 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.28 | 0.17 | 0.17 | 0.20 |
| 应收账款周转率 | 1.38 | 1.80 | 1.89 | 2.00 |
| 应付账款周转率 | 3.52 | 4.59 | 5.04 | 4.92 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.40 | 1.83 | 2.55 | 3.58 |
| 每股经营现金 | -0.08 | 3.45 | -0.87 | 4.71 |
| 每股净资产 | 24.48 | 44.12 | 46.67 | 50.25 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 77.99 | 59.63 | 42.80 | 30.51 |
| P/B | 4.46 | 2.47 | 2.34 | 2.17 |
| EV/EBITDA | 53.92 | 33.51 | 25.30 | 17.10 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>