

2022年11月15日

三未信安（688489.SH）

投资要点

- ◆ 本周五（11月18日）有一家科创板上市公司“三未信安”询价。
- ◆ **三未信安（688489）**：公司专注于密码技术的创新和密码产品的研发、销售及服 务，为网络信息安全领域提供全面的商用密码产品和解决方案。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 1.34 亿元 /2.02 亿元 /2.70 亿元，YOY 依次为 28.63%/51.36%/33.51%，三年营业收入的年复合增速 37.49%；实现归母净利润 0.20 亿元/0.52 亿元/0.75 亿元，YOY 依次为 72.89%/155.42%/42.81%，三年归母净利润的年复合增速 84.75%。最新报告期，2022Q3 公司实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 25.77%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比增长 75.33%。根据初步预测，2022 年度公司预计实现归母净利润 10,263.99 万元至 12,006.13 万元，同比增长 37.41%至 60.74%。

② **投资亮点**：1、公司作为国内较早从事商用密码产品的厂商，凭借其技术上的领先优势，已成功进入第一梯队，未来有望受益于商用密码行业的较快发展。公司于 2019 年在国内率先推出通过安全三级的密码检测和专家安全性审查的 SJK1926 型号密码板卡，取得了国内首张达到安全三级要求的型号证书；同年，公司还推出国内首款通过 FIPS 140-2 Level 3（美国联邦信息处理标准 3 级）认证的密码整机，技术创新实力突出。截至 2021 年底，公司累计的商用密码产品认证数量达 44 项、位列国内第一；同时根据 Market Research Intellect 2021 年统计，公司在 2020 年全球密码硬件安全市场中综合实力位列第九、国内第三。随着大数据和数字经济时代的来临，信息安全的重要性日渐显现，为商用密码应用带来了相应的发展机遇；根据赛迪统计，近年来我国商用密码行业规模不断扩大，2020 年商用密码行业规模达 466 亿元，同比增长 33.14%，并预计 2023 年有望增长至 937.5 亿元。在行业发展势头较为强劲下，公司作为国内主要的商用密码基础设施供应商，其业绩有望预期向好。2、公司多次参与重大国家信息安全项目，树立起较高的行业地位，并逐步积累了各领域的高质量客户资源。公司先后参与了国家税务系统密码改造、上海山东等省市政务云建设、公安系统密码资源池建设、国家医疗保障信息平台密码建设、国家电网密码平台建设、疫情大数据加密等重大国家信息安全项目。凭借完善的解决方案和优质专业的服务，公司积累了各行业的高质量客户，包括吉大正元、数字认证、格尔软件等网络安全企业，中华人民共和国公安部、中华人民共和国财政部、国家医疗保障局、国家税务总局等众多国家部委用户以及国家电网、中石油、中石化、中国电信、中国联通、中国移动、中国人民银行、腾讯、IBM、AWS、Visa、三星等国内国际大型企业客户，为公司产品的市场推广和销售奠定了坚实基础。3、为进一步完善产品体系，公司积极向上游密码芯片延伸；目前，自主研发的密码芯片产品已实现首批量产，正在全面推向市场。公司自 2015 年开始布局密码芯片研发，2020 年成功研制出第一款支持高速国产密码算法的 XS100 密码安全芯片，2021 年 10 月通过国家密码管理局商用密码检测中心检测并取得产品认证证书，并于 2022 年 9 月实现了第一批密码芯片 XS100 的量产，目前正在全面推向市场。密码芯片是信息领域的核心基础和关键部件，在此之前，以公司为首的信息安全相关厂商主要以外购为主，然而随着中美贸易关系日益紧张，

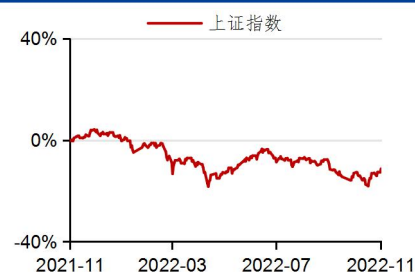
新股覆盖研究

股价

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	57.42
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.96	13.29	14.89
绝对收益	23.54	4.21	-12.69

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告



国产化替代的必要性逐渐显现；XS100 密码安全芯片的成功推出，不仅能够完善公司商用密码产品体系，量产后还将有望替代目前外购的 FPGA 芯片、主控芯片等，加强核心芯片的国产化和供应链安全。

④ **同行业上市公司对比：**根据业务的相似性，选取商用密码企业卫士通，以及信安世纪、数字认证、格尔软件等下游密码应用企业为三未信安的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 12.38 亿元、PE-TTM 为 73.74X、销售毛利率为 54.55%。公司的营收规模处于同业的中下位区间，毛利率水平则高于可比公司；然而，考虑到信安世纪、数字认证、格尔软件等与公司为上下游关系、业务特点存在较大差异，因此，我们倾向于认为三未信安与上述公司的可比性或相对有限。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	133.8	202.5	270.3
同比增长(%)	28.63	51.36	33.51
营业利润(百万元)	21.8	59.2	84.7
同比增长(%)	51.68	172.25	42.91
净利润(百万元)	20.5	52.3	74.7
同比增长(%)	72.89	155.42	42.81
每股收益(元)	0.41	1.02	1.30

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、三未信安	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	6
（四）募投项目投入	7
（五）同行业上市公司指标对比	7
（六）风险提示	8

图表目录

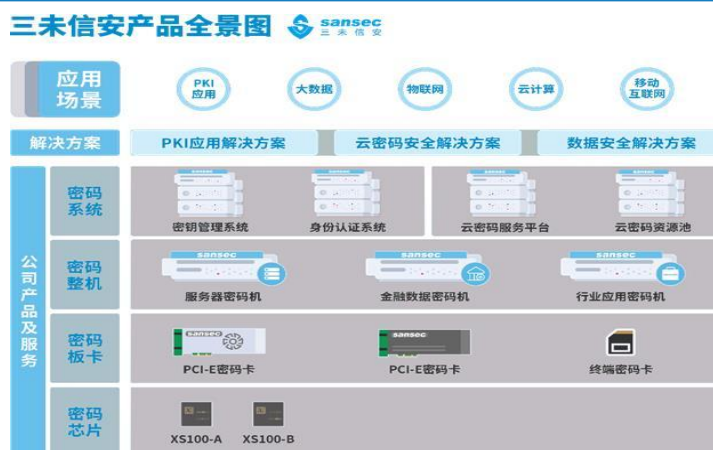
图 1：公司主营产品全景图	4
图 2：公司收入规模及增速变化	5
图 3：公司归母净利润及增速变化	5
图 4：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 5：公司 ROE 变化	5
图 6：2021-2023 商用密码产业规模预测	6
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	8

一、三未信安

三未信安专注于密码技术的创新和密码产品的研发、销售及服务，产品主要包括密码板卡、密码整机和密码系统，全面支持国产 SM1、SM2、SM3、SM4、SM7、SM9、ZUC 等密码算法，可实现各种应用场景的国产密码改造和数据安全保障，为关键信息基础设施和云计算、大数据、区块链、数字货币、物联网、V2X 车联网、人工智能等新兴领域提供数据加密、数字签名、身份认证、密钥管理等密码服务。

公司凭借持续的研发投入和技术创新，推出了国内首款安全等级三级密码板卡、国内首款通过 FIPS 140-2 Level 3（美国联邦信息处理标准 3 级）认证的密码整机；相关产品获得 19 项北京市新技术新产品（服务）证书，5 次密码科技进步奖，2 次获得中国网络安全与信息产业金智奖。同时，公司还参与了高性能国产密码关键技术研究与产品研发项目、支持云计算的国产密码算法技术与产品成果转化项目等 6 项国家和省部级科研项目，树立起较高的行业地位。

图 1：公司主营产品全景图



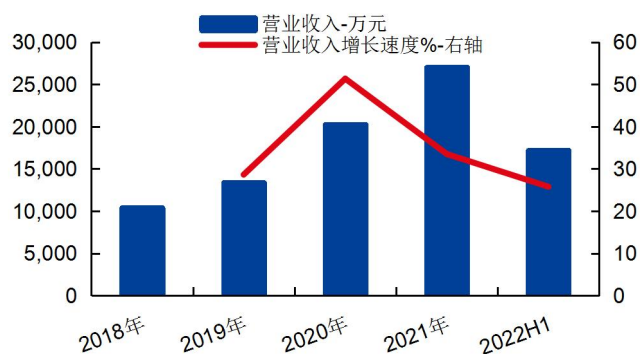
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 1.34 亿元/2.02 亿元/2.70 亿元，YOY 依次为 28.63%/51.36%/33.51%，三年营业收入的年复合增速 37.49%；实现归母净利润 0.20 亿元/0.52 亿元/0.75 亿元，YOY 依次为 72.89%/155.42%/42.81%，三年归母净利润的年复合增速 84.75%。最新报告期，2022Q3 公司实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 25.77%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比增长 75.33%。

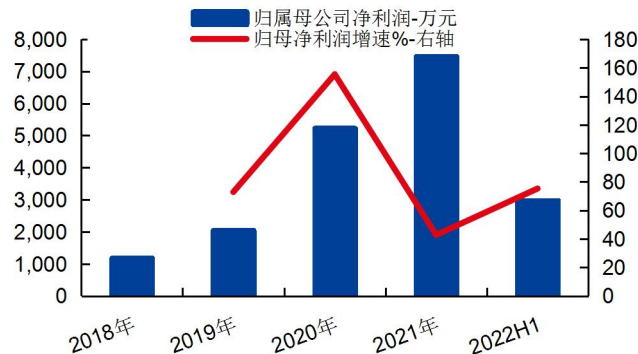
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为密码板卡（0.77 亿元，28.59%），密码整机（1.19 亿元，44.19%）、密码系统（0.59 亿元，21.80%）以及密码服务及其他（0.15 亿元，5.43%）。报告期间，2019-2021 年间密码整机和密码系统为公司的核心业务及主要收入来源，且合计销售收入占比不断提升，由 2019 年的 50%提升至 65%以上；相较来看，密码板卡业务的销售占比则是呈现较为明显的下降趋势。

图 2：公司收入规模及增速变化



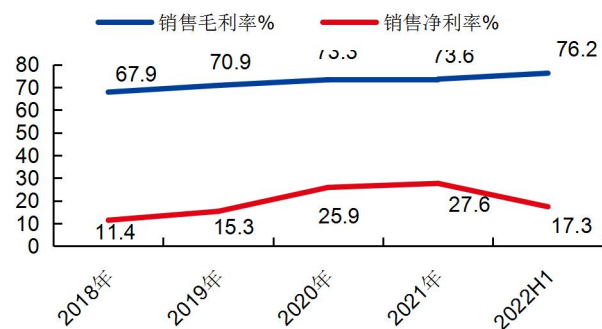
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速变化



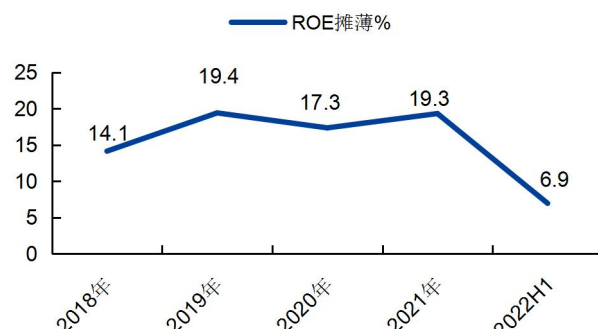
资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

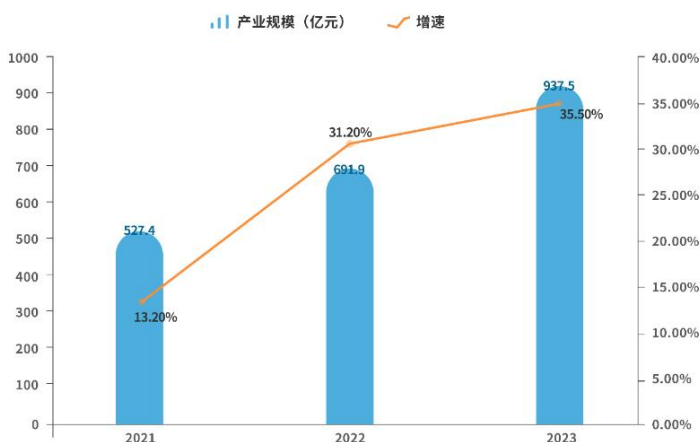
公司主营业务为密码技术创新和密码产品的研发、销售及服务；根据公司具体业务情况，公司所处行业为网络安全领域的商用密码行业。

从商用密码发展沿革来看，我国商用密码的发展起步于 20 世纪 90 年代开启的“金字”工程并在 2008-2018 年间，商用密码的技术标准体系不断完善，产业基础不断夯实。2019 年《密码法》颁布，商用密码发展进入了有法可依的新历史时期。近年来，我国商用密码产品自主创新能力持续增强，现有商用密码产品达到 3,000 余款，其中 2,200 余款产品取得商用密码产品认证证书；密码技术也在持续进步，由我国自主设计的椭圆曲线公钥密码算法 SM2、杂凑算法 SM3 等已经成为国际标准、国家标准或密码行业标准。

从行业市场规模来看，根据赛迪统计，近年来我国商用密码行业规模不断扩大，产业规模整体呈上升趋势。2020 年在新冠疫情流行的客观环境下，我国商用密码产业仍取得高速发展，总体规模达到 466 亿元，较 2019 年增长 33.14%，预计 2023 年商用密码行业规模有望达到 937.5 亿元。商用密码应用领域也在不断扩大：在金融领域，累计发行应用国密算法的银行卡超过 10

亿张；在能源领域，部署支持商用密码的智能电表超 5 亿只；在惠民领域，采用商用密码技术的二代身份证和居住证超过 19 亿张等。

图 6：2021-2023 商用密码产业规模预测



资料来源：赛迪，华金证券研究所

从行业竞争格局来看，密码作为国家安全的重要行业，产品的资质门槛相对较高，并且随着国家密码局发布了完全自主设计的 SM 系列算法的相关标准与规范，商用密码国产化进程加速。目前国内领先的商用密码厂商主要包括卫士通、三未信安、江南天安、渔翁信息、兴唐通信等。

（三）公司亮点

1、公司作为国内较早从事商用密码产品的厂商，凭借其技术上的领先优势，已成功进入第一梯队，未来有望受益于商用密码行业的较快发展。公司于 2019 年在国内率先推出通过安全三级的密码检测和专家安全性审查的 SJK1926 型号密码板卡，取得了国内首张达到安全三级要求的型号证书；同年，公司还推出国内首款通过 FIPS 140-2 Level 3（美国联邦信息处理标准 3 级）认证的密码整机，技术创新实力突出。截至 2021 年底，公司累计的商用密码产品认证数量达 44 项、位列国内第一；同时根据 Market Research Intellect 2021 年统计，公司在 2020 年全球密码硬件安全市场中综合实力位列第九、国内第三。随着大数据和数字经济时代的来临，信息安全的重要性日渐显现，为商用密码应用带来了相应的发展机遇；根据赛迪统计，近年来我国商用密码行业规模不断扩大，2020 年商用密码行业规模达 466 亿元，同比增长 33.14%，并预计 2023 年有望增长至 937.5 亿元。在行业发展势头较为强劲下，公司作为国内主要的商用密码基础设施供应商，其业绩有望预期向好。

2、公司多次参与重大国家信息安全项目，树立起较高的行业地位，并逐步积累了各领域的高质量客户资源。公司先后参与了国家税务系统密码改造、上海山东等省市政务云建设、公安系统密码资源池建设、国家医疗保障信息平台密码建设、国家电网密码平台建设、疫情大数据加密等重大国家信息安全项目。凭借完善的解决方案和优质专业的服务，公司积累了各行业的高质量客户，包括吉大正元、数字认证、格尔软件等网络安全企业，中华人民共和国公安部、中华人民共和国财政部、国家医疗保障局、国家税务总局等众多国家部委用户以及国家电网、中石油、中

石化、中国电信、中国联通、中国移动、中国人民银行、腾讯、IBM、AWS、Visa、三星等国内国际大型企业客户，为公司产品的市场推广和销售奠定了坚实基础。

3、为进一步完善产品体系，公司积极向上游密码芯片延伸；目前，自主研发的密码芯片产品已实现首批量产，正在全面推向市场。公司自 2015 年开始布局密码芯片研发，2020 年成功研制出第一款支持高速国产密码算法的 XS100 密码安全芯片，2021 年 10 月通过国家密码管理局商用密码检测中心检测并取得产品认证证书，并于 2022 年 9 月实现了第一批密码芯片 XS100 的量产，目前正在全面推向市场。密码芯片是信息领域的核心基础和关键部件，在此之前，以公司为首的信息安全相关厂商主要以外购为主，然而随着中美贸易关系日益紧张，国产化替代的必要性逐渐显现；XS100 密码安全芯片的成功推出，不仅能够完善公司商用密码产品体系，量产后还将有望替代目前外购的 FPGA 芯片、主控芯片等，加强核心芯片的国产化和供应链安全。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目和补充流动资金。

1、**密码产品研发升级项目**：本项目拟通过租赁场地、购置新的研发设备以及相关配套软件、招聘密码技术相关研发人才，对公司已有的密码板卡、密码整机以及密码系统等相关产品进行升级。

2、**密码安全芯片研发升级项目**：本项目计划研制具有自主知识产权的高性能密码芯片，具体研发内容包含高性能密码运算、密码芯片硬件设计、RISC-V 处理器扩展指令集、SR-IOV 硬件虚拟化技术等，芯片研发完成后，可以应用于商用密码、网络安全和数据安全等领域。

表 1：公司 IPO 募投资项目概况

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目建设期
1	密码产品研发升级项目	14,721.23	14,721.23	2 年
2	密码安全芯片研发升级项目	17,121.98	17,121.98	3 年
3	补充流动资金	8,500.00	8,500.00	-
	合计	40,343.21	40,343.21	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 2.70 亿元，同比增长 33.51%；实现归属于母公司净利润 0.75 亿元，同比增长 42.81%。根据初步预测，公司预计 2022 年度实现营业收入为 35,164.28 万元至 38,116.50 万元，同比增长 30.08%至 41.00%；预计归属于母公司所有者的净利润为 10,263.99 万元至 12,006.13 万元，同比增长 37.41%至 60.74%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 9,243.99 万元至 10,986.13 万元，同比增长 28.30%至 52.48%。

公司主营业务为商用密码产品的研发、生产和销售；根据业务的相似性，选取商用密码企业卫士通，以及信安世纪、数字认证、格尔软件等下游密码应用企业为三未信安的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 12.38 亿元、PE-TTM(剔除负值/算数平均)为 73.74X、

销售毛利率为 54.55%。相较而言，公司的营收规模处于同业的中下位区间，毛利率水平则高于可比公司；然而，考虑到信安世纪、数字认证、格尔软件等与公司为上下游关系、业务特点存在较大差异，因此，我们倾向于认为三未信安与上述公司的可比性或相对有限。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入(亿 元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
002268.SZ	卫士通	303.16	108.99	27.89	17.00%	2.38	47.48%	37.92%	4.73%
603232.SH	格尔软件	40.44	77.87	6.11	37.38%	0.80	39.65%	51.72%	5.71%
300579.SZ	数字认证	69.15	59.00	10.26	19.62%	1.16	12.68%	56.43%	13.60%
688201.SH	信安世纪	78.11	49.12	5.25	26.02%	1.54	43.63%	72.12%	15.02%
688489.SH	三未信安	/	/	2.70	33.51%	0.75	42.81%	73.62%	19.31%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

新产品的研发风险/技术研发失败风险、技术升级迭代风险、密码芯片推向市场不及预期的风险、主要原材料芯片和组装配件等存在进口依赖和断供的风险、经营资质及业务门槛相关的风险、经营季节性波动的风险、行业政策变化的风险、原材料价格波动的风险、挤压市场空间的风险、提前发货/未签署正式销售合同情形下客户即签收/验收导致资产损失的风险、未决诉讼风险、应收账款增长较快且占比较高风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn