

三未信安（688489.SH）——2022 年报点评

盈利能力持续提升，下游开拓顺利

买入

核心观点

收入和利润均增长稳健，密码产业景气度持续。公司发布 2022 年报，全年实现收入 3.40 亿元（+25.69%），归母净利润 1.07 亿元（+43.52%），扣非归母净利润 0.99 亿元（+37.12%）。单 q4 来看，公司收入 1.68 亿元（+25.59%），归母净利润 0.77 亿元（+34.16%），扣非归母净利润 0.75 亿元（+31.78%）。即使在近几年疫情影响下，公司仍连续三年保持收入和利润较高增长；数字经济背景下，叠加密评、信创等政策推动，商密产业保持高景气。

密码系统高增长，下游直销拓展顺利。分产品来看，公司密码板卡收入 0.46 亿元（-40.22%），密码整机收入 1.28 亿元（+7.85%），密码系统收入 1.43 亿元（+143.69%）。其中密码芯片 22 年首次产生收入，约 600 万。分行业来看，以直销为主的最终客户收入为 0.62 亿元（+83.99%），以渠道为主的产品与解决方案收入 2.75 亿元（+16.67%）。以产品属性来看，直销客户的高增长，也得益于密码系统的高增长，公司下游拓展顺利。

加大下游市场拓展，密评等政策将逐步发力。2022 年整个网络安全行业表现不佳，从公司下游的 VPN、PKI 厂商来看，收入增速均出现放缓、甚至下滑，因此对公司传统渠道销售影响较大。但公司下游行业客户开拓成效明显，在证券等行业和领域取得了较好的销售业绩。密评在金融、政务、教育、电信、水利等行业将实现规模化布局，持续释放下游广阔增量市场。密评进入加速推广期，各个行业也推出了类似于政府端的“三同步一评估”政策，交通、医疗、通信等均是 22 年底出台一系列行业要求，推动商密和密评发展。当前商密应用渗透率仍很低，密评逐步推动产业从 1 到 N。

信息安全是向数据安全建设转向，密码是数据要素的关键环节。公司加大数据安全布局，主要在隐私计算、密码硬件加速两大核心技术。公司在研项目包括安全多方计算、同态加密等，均是数据要素市场化的核心技术支撑。在密码硬件加速核心技术方面，重点突破数据安全系统中核心密码运算的效率问题，密码运算性能达到国内领先水平。2022 年芯片业务已经产生收入，未来广泛物联网应用场景可期。

风险提示：密评、信创等推动缓慢；行业竞争加剧；IT 预算支出不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入为 4.77/6.59/8.88，增速分别为 40%/38%/35%，归母净利润为 1.60/2.36/3.23 亿元，对应当前 PE 为 52/35/26 倍，给予“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)	270	340	477	659	888
(+/-%)	33.5%	25.7%	40.5%	38.0%	34.9%
净利润(百万元)	75	107	160	236	323
(+/-%)	42.8%	43.5%	49.4%	47.2%	37.2%
每股收益(元)	0.97	1.39	2.08	3.06	4.20
EBIT Margin	29.5%	31.0%	28.8%	31.7%	33.4%
净资产收益率 (ROE)	19.3%	5.7%	7.8%	10.3%	12.4%
市盈率 (PE)	111.3	77.6	51.9	35.3	25.7
EV/EBITDA	100.1	75.8	59.5	39.2	27.8
市净率 (PB)	21.49	4.42	4.07	3.65	3.20

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：库宏尧

021-60875168

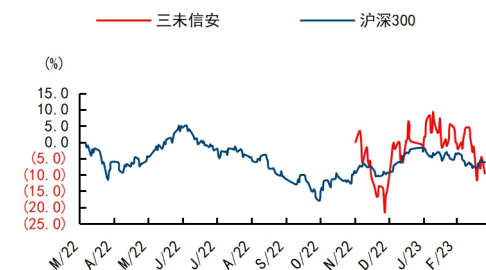
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	
收盘价	108.00 元
总市值/流通市值	8311/1755 百万元
52 周最高价/最低价	134.00/93.27 元
近 3 个月日均成交额	113.77 百万元

市场走势

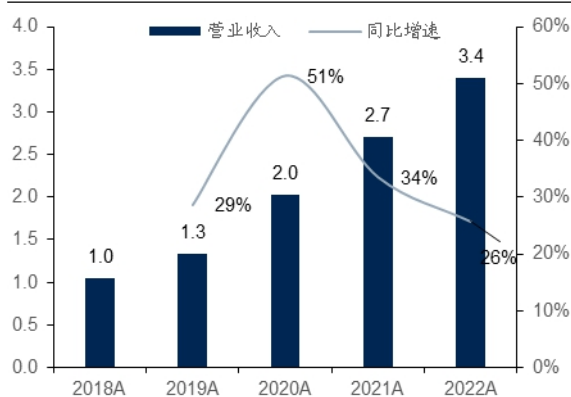


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

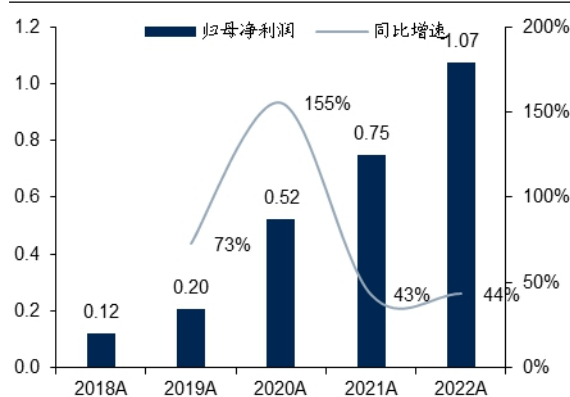
2022 年收入和利润均保持较快增长。全年实现收入 3.40 亿元（+25.69%），归母净利润 1.07 亿元（+43.52%），扣非归母净利润 0.99 亿元（+37.12%）。单 q4 来看，公司收入 1.68 亿元（+25.59%），归母净利润 0.77 亿元（+34.16%），扣非归母净利润 0.75 亿元（+31.78%）。

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

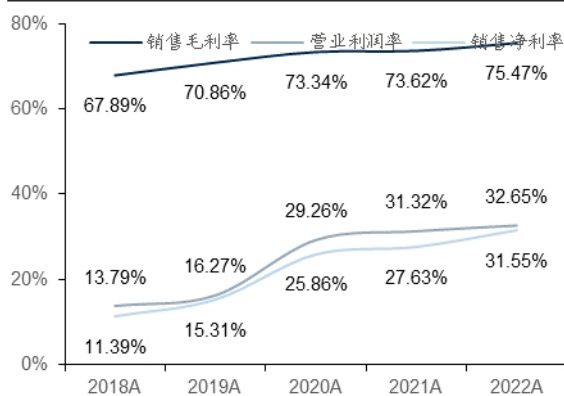
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

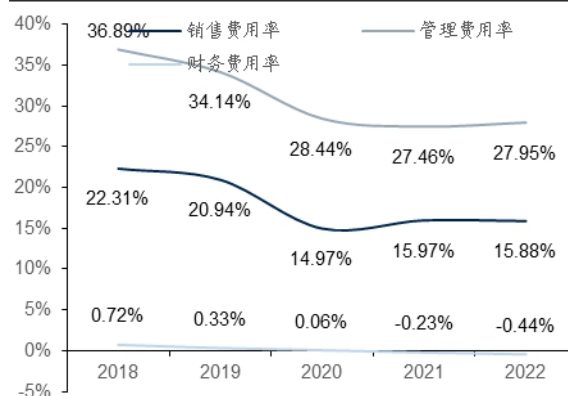
毛利率、净利率持续提升，研发费用增长较快。由于密码系统业务高增长，公司毛利率提升至 75.47%（+1.85pct），净利率提升至 31.55%（+3.92pct）。2022 年公司人员达到 366 人（+18%）；公司销售、管理、研发费用率为 15.88%（-0.09pct）、7.87%（-1.03pct）、20.08%（+1.42%）。

图3：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

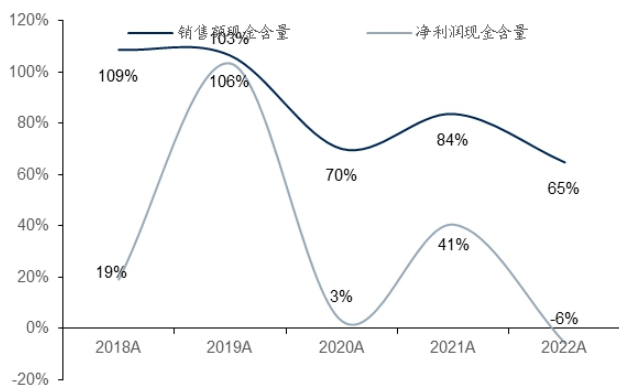
图4：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

业务结构变化影响现金流短期表现。公司收现有所下降，主要系密码系统、密码机业务增长较快，且账期相对较长，导致净现金流有所下降。同时应收账款周转天数有所增加。公司加大密码系统等业务拓展，也是加大更高价值量业务推广，并取得了较快增长，长期是公司重要发展方向。

图5: 公司经营现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 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

盈利预测:

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 1) 密码系统: 公司密码系统是拓展下游行业客户的主力, 包括密钥管理、身份认证、云密码产品等。公司当前积极向下游行业客户开拓, 主要在各类新兴密码应用领域, 如云计算、物联网等密码应用。该业务近年来持续保持较高增长, 随着密评和信创推动进入正常节奏, 我们预期密码系统仍会保持较高增长, 23-25 年预期增速为 40%/40%/38%, 毛利率保持稳定。
- 2) 密码整机: 密码应用解决方案等必要产品, 也是密评要求最基础的产品之一。2020 年《密码法》正式实施后, 密评试点已经开展, 要求等保三级及以上的信息系统每年均要做商用密码评估; 同时各个行业均出了相关要求, 如“三同步一评估”等。密码机在密评推广和信创建设中是标配, 我们预期 23-25 年增速为 30%/30%/30%, 毛利率保持稳定。
- 3) 密码板卡: 板卡是密码各类产品的核心组件, 公司产品主要是面向下游密码应用厂商。22 年受到整个网络安全下游 PKI、VPN 等厂商影响, 板卡业务收入有所下滑。但随着宏观经济逐步恢复, 数据要素市场化背景下, 数据安全等建设成为刚需, 各个安全厂商增速将逐步恢复, 带动公司板卡业务恢复正常增长节奏。我们预期 23-25 年增速为 30%/25%/25%, 毛利率保持稳定。
- 4) 密码服务: 公司当前主要以产品收入为主, 服务收入占比较小。随着公司密码系统业务增长较快, 下游拓展持续增加, 服务收入增速有望逐步加快。我们预期 23-25 年增速为 30%/35%/40%, 毛利率保持稳定。
- 5) 密码芯片: 公司 2022 年首次实现密码芯片的收入, 该产品也是公司拓展物联网、云计算等新兴市场的关键, 尤其是广阔的物联网市场、高性能密码应用领域, 将成为公司的新增长点。密码芯片成为公司实现差异化竞争的关键, 业务初期有望实现较快增长。

表1: 公司业务拆分

	2018	2019	2020	2021	2022-A	2023E	2024E	2025E
密码系统	0.07	0.11	0.36	0.59	1.43	2.00	2.80	3.87
yoy		57.14%	227.27%	63.89%	142.37%	40%	40%	38%
毛利率	78.86%	90.35%	85.98%	86.58%	85.73%	85.73%	85.73%	85.73%
密码整机	0.63	0.57	0.90	1.19	1.28	1.66	2.16	2.81
yoy		-9.52%	57.89%	32.22%	7.56%	30%	30%	30%
毛利率	68.35%	74.42%	76.19%	75.50%	70.72%	71%	71%	71%
密码板卡	0.28	0.54	0.64	0.77	0.46	0.60	0.75	0.93
yoy		92.86%	18.52%	20.31%	-40.26%	30%	25%	25%
毛利率	61.67%	63.28%	63.97%	60.41%	61.36%	61%	61%	61%
密码服务	0.06	0.12	0.13	0.15	0.13	0.17	0.23	0.32
yoy		100.00%	8.33%	15.38%	-13.33%	30%	35%	40%
毛利率	79.84%	70.52%	65.31%	79.82%	79%	79%	79%	79%
其他	0.00	0	0	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
yoy								
毛利率	10.53%	81%	-148%	11%	11%	11%	11%	11%
密码芯片					0.06	0.3	0.6	0.9
yoy							100%	50%
毛利率					60%	60%	70%	70%
合计	1.04	1.34	2.03	2.71	3.39	4.76	6.57	8.86
yoy		28.85%	51.49%	33.50%	25.09%	40.50%	37.97%	34.88%
毛利率	67.92%	70.89%	73.38%	73.59%	75.28%	75.08%	76.01%	76.32%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。预计 2023-2025 年营业收入为 4.77/6.59/8.88, 增速分别为 40%/38%/35%, 归母净利润为 1.60/2.36/3.23 亿元, 对应当前 PE 为 52/35/26 倍, 给予“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	134	1471	1521	1573	1677	营业收入	270	340	477	659	888
应收款项	179	320	419	577	779	营业成本	71	83	119	158	210
存货净额	42	40	58	76	101	营业税金及附加	2	2	3	5	6
其他流动资产	8	16	23	32	43	销售费用	43	54	81	105	142
流动资产合计	363	1848	2020	2258	2600	管理费用	24	27	39	50	64
固定资产	22	25	59	92	121	研发费用	50	68	98	132	169
无形资产及其他	7	13	14	14	14	财务费用	(1)	(2)	(22)	(23)	(24)
投资性房地产	77	87	87	87	87	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	2	(10)	(8)	(8)
资产总计	469	1974	2180	2451	2823	其他收入	(46)	(66)	(82)	(112)	(147)
短期借款及交易性金融负债	8	1	10	10	10	营业利润	85	111	166	244	334
应付款项	21	27	38	50	67	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	38	43	64	83	110	利润总额	84	111	166	244	334
流动负债合计	67	70	112	144	187	所得税费用	9	4	5	8	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	20	24	29	33	归属于母公司净利润	75	107	160	236	323
长期负债合计	15	20	24	29	33	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	82	90	136	172	221	净利润	75	107	160	236	323
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(4)	2	2	2	2
股东权益	387	1883	2044	2279	2602	折旧摊销	4	6	5	7	10
负债和股东权益总计	469	1974	2180	2451	2823	公允价值变动损失	(0)	(2)	10	8	8
						财务费用	(1)	(2)	(22)	(23)	(24)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(129)	(141)	(83)	(148)	(186)
每股收益	0.97	1.39	2.08	3.06	4.20	其它	4	(2)	(2)	(2)	(2)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(50)	(31)	92	104	155
每股净资产	5.02	24.46	26.54	29.60	33.80	资本开支	0	(12)	(51)	(51)	(51)
ROIC	20.48%	9.22%	11%	24%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	19.31%	5.69%	8%	10%	12%	投资活动现金流	0	(12)	(51)	(51)	(51)
毛利率	74%	75%	75%	76%	76%	权益性融资	(0)	1404	0	0	0
EBIT Margin	29%	31%	29%	32%	33%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	33%	30%	33%	35%	支付股利、利息	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
收入增长	34%	26%	41%	38%	35%	其它融资现金流	2	(25)	9	0	0
净利润增长率	43%	44%	49%	47%	37%	融资活动现金流	2	1379	9	(0)	(0)
资产负债率	17%	5%	6%	7%	8%	现金净变动	(48)	1337	50	53	104
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	182	134	1471	1521	1573
P/E	111.3	77.6	51.9	35.3	25.7	货币资金的期末余额	134	1471	1521	1573	1677
P/B	21.5	4.4	4.1	3.6	3.2	企业自由现金流	0	(45)	3	11	60
EV/EBITDA	100.1	75.8	59.5	39.2	27.8	权益自由现金流	0	(70)	34	33	83

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