

三未信安 (688489.SH)

2023 年需求承压，密评市场有望逐步复苏

买入

核心观点

23 年市场需求低迷，公司整体承压。公司发布 2023 年报和 2024 一季报，全年实现营收 3.59 亿元 (+5.54%)，归母净利润 0.67 亿元 (-37.26%)，扣非归母净利润 0.58 亿元 (-41.36%)。单 Q4 来看，公司收入 1.22 亿元 (-27.05%)，归母净利润 0.28 亿元 (-64.38%)，扣非归母净利润 0.26 亿元 (-65.87%)。24Q1 来看，公司实现收入 0.49 亿元 (+36.35%)，归母净利润-0.1 亿元 (-163.42%)，扣非归母净利润-0.13 亿元 (-171.92%)。公司在云服务商和运营商等领域开拓取得了明显成效，同时 23 年并表江南科友增厚公司业绩。

收购江南科友费用增长，协同提效可期。公司自收购江南科友至 23 年底，江南科友收入约 0.86 亿元，净利润 0.29 亿元。增厚业绩的同时，也带动了公司费用高增长，公司销售、管理、研发费用同比增长为 70.94%、47.80%、44.20%。收购江南科友后，公司进一步拓展金融密码市场。未来深度整合后，双方共享渠道和客户资源，协同提效可期，费用率有望回归到正常水平。

终端客户收入增长较快。分行业来看，公司最终客户收入 1.04 亿元 (+67.60%)，毛利率也提升了 5.42 个百分点。产品与解决方案收入 2.53 亿元 (-7.91%)，毛利率也下降了 6.10 个百分点。分产品看，密码板卡收入 0.58 亿元 (+21.05%)，密码整机收入 1.30 亿元 (+1.56%)，密码系统收入 1.07 亿元 (-24.78%)，密码服务收入 0.49 亿元 (+273.32%)。密码系统下滑主要是证券行业的销售额缩减导致；密码服务高增长，主要是最终客户占比提升，终端用户对支撑和技术服务的要求更高。

密评机构数量增长是行业积极信号，公司新业务拓展可期。2024 年 3 月，国密局对通过材料审查 150 余家密评机构进行了公示，原密评机构数量仅为 48 家，密评机构大幅增长将进一步推动密评市场的覆盖力度，从而带动商密产品市场的回暖。同时公司积极开拓新领域，国内最早布局云计算密码产品，与国内多个云平台厂商及电信运营商合作创新云密码服务模式。公司也发布了全新产品“抗量子隐私计算一体机”，填补了公司在抗量子密码算法、隐私计算方向的产品空白。

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：维持“买入”评级。由于国内经济复苏节奏影响，我们下修盈利。预计 2024-2026 年归母净利润为 1.04/1.42/1.83 亿元（原预测 24-25 年为 2.01/2.67 亿元），对应当前 PE 分别为 31/26/20 倍。考虑到行业逐步呈现复苏状态，收购并表和新业务拓展增厚业绩，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	340	359	465	602	745
(+/-%)	25.7%	5.5%	29.7%	29.4%	23.8%
净利润(百万元)	107	67	104	142	183
(+/-%)	43.5%	-37.2%	55.3%	36.4%	28.4%
每股收益(元)	0.94	0.59	0.92	1.25	1.60
EBIT Margin	31.0%	8.0%	18.0%	20.4%	22.4%
净资产收益率 (ROE)	5.7%	3.5%	5.3%	7.0%	8.6%
市盈率 (PE)	30.4	48.4	31.2	22.9	17.8
EV/EBITDA	30.2	86.5	35.7	25.6	19.6
市净率 (PB)	1.73	1.71	1.66	1.61	1.53

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

xionglli@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

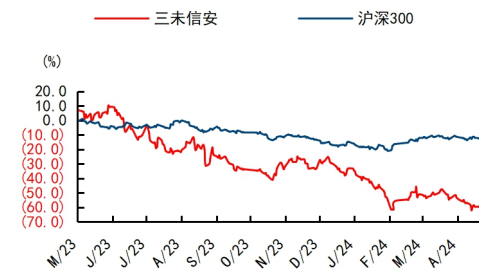
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.56 元
总市值/流通市值	3265/1411 百万元
52 周最高价/最低价	122.74/24.50 元
近 3 个月日均成交额	40.28 百万元

市场走势



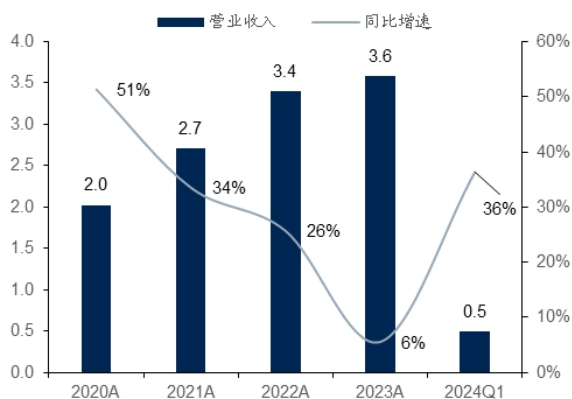
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三未信安 (688489.SH) - 并表带动 Q3 收入高增长，发布股权激励彰显信心》——2023-10-29
- 《三未信安 (688489.SH) - 上半年收入增长 10%，政策推动商密市场加速》——2023-08-25
- 《三未信安 (688489.SH)——2022 年财报点评-盈利能力持续提升，下游开拓顺利》——2023-03-28

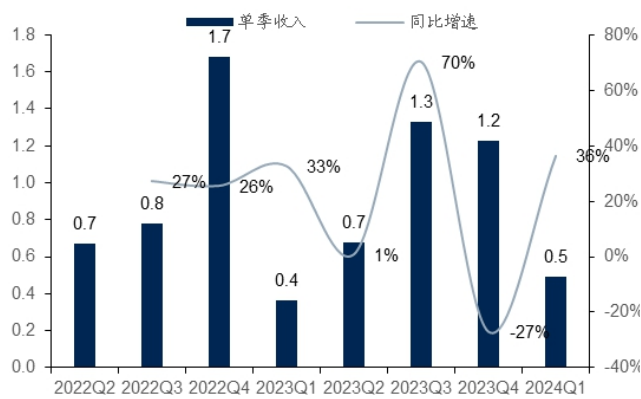
公司发布 2023 年报和 2024 一季报，全年实现营收 3.59 亿元 (+5.54%)，归母净利润 0.67 亿元 (-37.26%)，扣非归母净利润 0.58 亿元 (-41.36%)。单 Q4 来看，公司收入 1.22 亿元 (-27.05%)，归母净利润 0.28 亿元 (-64.38%)，扣非归母净利润 0.26 亿元 (-65.87%)。24Q1 来看，公司实现收入 0.49 亿元 (+36.35%)，归母净利润-0.1 亿元 (-163.42%)，扣非归母净利润-0.13 亿元 (-171.92%)。公司在云服务商和运营商等领域开拓取得了明显成效，同时 23 年并表江南科友增厚公司业绩。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



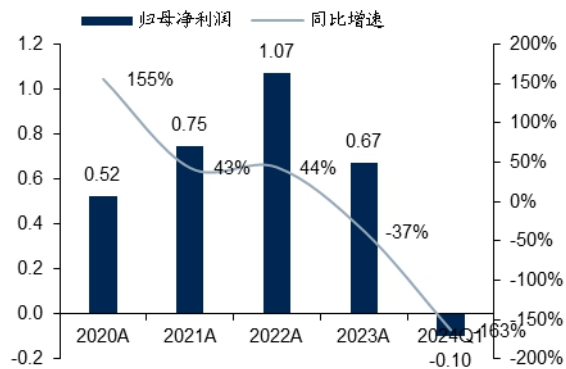
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



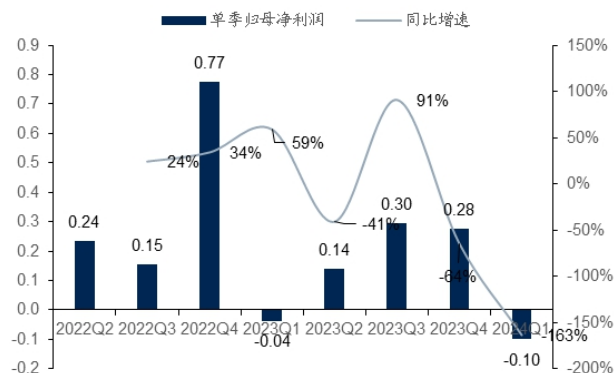
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

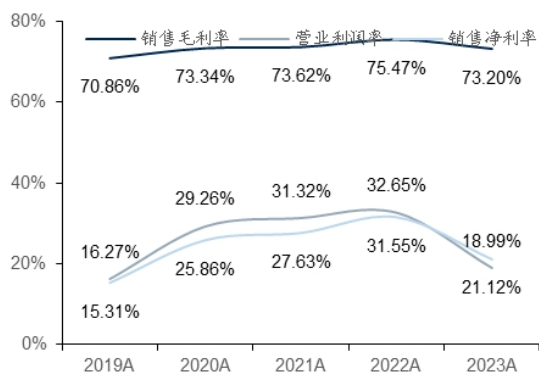
图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

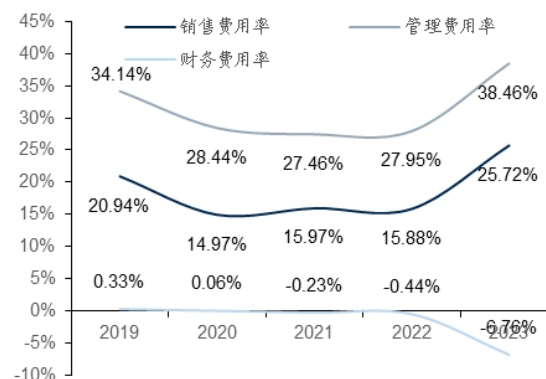
传统业务有所下降，收购并表导致费用高增长。毛利率同比略有下降，净利率下降较大。公司剔除并表江南科友收入后有所下降，同时费用高增长，公司销售、管理、研发费用同比增长为 70.94%、47.80%、44.20%。

图5: 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

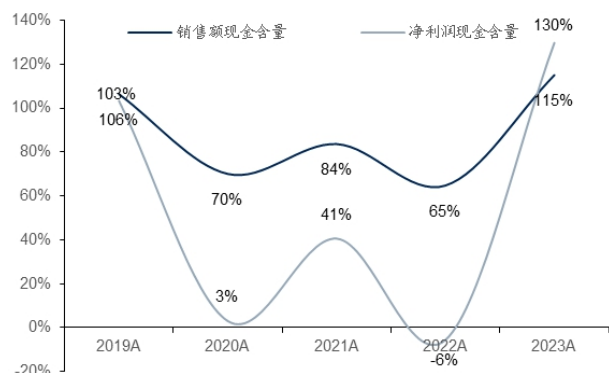
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

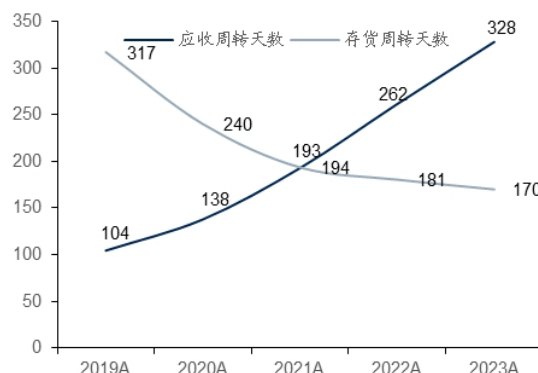
公司 2023 年经营活动产生的现金流量净额为 0.87 亿元, 同比增长较大, 主要是公司高度重视应收账款管理和催收工作, 在销售人员业绩考核和客户信用管理等多方面采取措施, 取得了显著效果。公司应收账款, 存货均有所增长。

图7: 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8: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测: 由于经济复苏节奏影响, 各 IT 产业在 2023 年整体需求承压, 商用密码产业 23 年受到较大影响, 因此我们下修了原盈利预测。公司核心为三块业务: 密码系统、密码整机、密码板卡、密码服务、密码芯片等。

1) 密码系统: 公司近年来持续加大终端客户的开拓, 密码系统整体保持较高增长, 23 年下滑主要系证券行业的销售额缩减导致。叠加江南科友带来的银行客户需求增长, 以及公司仍在云厂商、运营商等领域拓展密码系统的应用, 密码系统有望逐步恢复。预期 24-26 年收入增速约 33%、35%、30%, 毛利率保持稳定。

2) 密码整机和板卡: 随着《商用密码管理条例》在 23 年 7 月开始实施, 各政府企业单位对于商用密码的建设将步入正轨。尤其当前密码机构新增了 150 家, 随着其测评业务的广泛开展, 为高密产品市场增加了更多需求。密码整机和板卡均是各密码应用最基础的产品, 均受益于密评密改, 预期市场有望逐步复苏。预期密码整机 24-26 年收入增速约 25%、25%、20%; 密码板卡 24-26 年收入增速约 22%、

20%、15%。由于公司自研芯片应用，结合市场复苏的预期，毛利率有望略有回升。

3) 密码服务：密码服务高增长，主要是最终客户占比提升，终端用户对支撑和技术服务的要求更高。随着江南科友金融客户持续深入，以及公司下游终端客户市场开拓，密码服务有望继续保持高增长。预期 24-26 年收入增速约 27%、30%、25%，毛利率保持稳定。

4) 密码芯片：公司第一款自研密码芯片 XS100 已实现量产，应用于公司现有产品的芯片国产化替代和性能提升，并应用于其他合作厂商的终端产品当中。公司在 23 年继续加强芯片战略，成立全资子公司多次方半导体有限公司，推出了 XT100、XT200、XR100 等三款新型密码安全芯片，实现芯片量产并成功应用于市场。当前芯片收入体量仍较小，结合新产品推出，因此预期 24-26 年收入增速约 80%、50%、30%，毛利率保持稳定。

表1: 公司业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
密码系统	1.43	1.08	1.43	1.93	2.51
yoy	142.37%	-24.8%	33%	35%	30%
毛利率	85.73%	86.11%	86.11%	86.11%	86.11%
密码整机	1.28	1.30	1.62	2.03	2.44
yoy	7.56%	1.5%	25%	25%	20%
毛利率	70.72%	69.70%	70.00%	70.00%	70.00%
密码板卡	0.46	0.56	0.68	0.81	0.94
yoy	-40.26%	21%	22%	20%	15%
毛利率	61.36%	58.44%	60.00%	60.00%	60.00%
密码服务	0.13	0.49	0.62	0.81	1.01
yoy	-13.33%	277%	27%	30%	25%
毛利率	79%	75.21%	75.21%	75.21%	75.21%
密码芯片	0.06	0.15	0.27	0.41	0.53
yoy			80%	50%	30%
毛利率		63.58%	63.58%	63.58%	63.58%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 4.65/6.02/7.45 亿元，同比增长 29.7%、29.4%、23.8%。归母净利润 1.04/1.42/1.83 亿元，每股收益分别为 0.92/1.25/1.60 元。

表2: 公司未来 3 年盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	359	465	602	745
营业成本	96	123	157	192
销售费用	92	107	132	156
管理费用	40	44	56	65
研发费用	98	102	126	156
财务费用	(24)	(18)	(16)	(15)
营业利润	68	123	168	216
利润总额	68	123	168	216
归属于母公司净利润	67	104	142	183
EPS	0.59	0.92	1.25	1.60
ROE	3.5%	5.3%	7.0%	8.6%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：维持“买入”评级。由于国内经济复苏节奏影响，我们下修盈利。预计2024-2026年归母净利润为1.04/1.42/1.83亿元（原预测24-25年为2.01/2.67亿元），对应当前PE分别为31/26/20倍。考虑到行业逐步呈现复苏状态，收购并表和新业务拓展增厚业绩，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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1471	955	1000	1000	1000	营业收入	340	359	465	602	745
应收款项	320	345	408	528	653	营业成本	83	96	123	157	192
存货净额	40	48	60	77	94	营业税金及附加	2	4	5	6	8
其他流动资产	16	35	45	58	72	销售费用	54	92	107	132	156
流动资产合计	1848	1703	1833	1983	2140	管理费用	27	40	44	56	65
固定资产	25	106	132	158	180	研发费用	68	98	102	126	156
无形资产及其他	13	54	52	51	50	财务费用	(2)	(24)	(18)	(16)	(15)
投资性房地产	87	217	217	217	217	投资收益	0	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	5	(10)	(8)	(8)
资产总计	1974	2079	2235	2409	2587	其他收入	(66)	(89)	(72)	(91)	(116)
短期借款及交易性金融负债	1	15	62	95	109	营业利润	111	68	123	168	216
应付款项	27	32	41	52	64	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	43	66	79	100	119	利润总额	111	68	123	168	216
流动负债合计	70	113	182	247	292	所得税费用	4	(8)	4	5	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	8	15	21	27
其他长期负债	20	46	73	99	126	归属于母公司净利润	107	67	104	142	183
长期负债合计	20	46	73	99	126	现金流量表 (百万元)					
负债合计	90	159	254	346	417	净利润	107	67	104	142	183
少数股东权益	0	17	25	35	49	资产减值准备	2	4	1	1	1
股东权益	1883	1903	1956	2028	2121	折旧摊销	6	11	15	17	20
负债和股东权益总计	1974	2079	2235	2409	2587	公允价值变动损失	(2)	(5)	10	8	8
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	(24)	(18)	(16)	(15)
每股收益	0.94	0.59	0.92	1.25	1.60	营运资本变动	(141)	(122)	(36)	(90)	(98)
每股红利	0.00	0.29	0.45	0.62	0.79	其它	(2)	1	6	10	12
每股净资产	16.52	16.69	17.16	17.79	18.61	经营活动现金流	(31)	(44)	100	88	127
ROIC	9.22%	3.56%	6%	8%	9%	资本开支	0	(97)	(51)	(51)	(51)
ROE	5.69%	3.54%	5%	7%	9%	其它投资现金流	0	(320)	0	0	0
毛利率	75%	73%	74%	74%	74%	投资活动现金流	0	(417)	(51)	(51)	(51)
EBIT Margin	31%	8%	18%	20%	22%	权益性融资	(0)	3	0	0	0
EBITDA Margin	33%	11%	21%	23%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	26%	6%	30%	29%	24%	支付股利、利息	(0)	(33)	(51)	(70)	(90)
净利润增长率	44%	-37%	55%	36%	28%	其它融资现金流	1367	8	47	33	14
资产负债率	5%	8%	12%	16%	18%	融资活动现金流	1367	(55)	(5)	(37)	(76)
股息率	0.0%	1.0%	1.6%	2.2%	2.8%	现金净变动	1337	(516)	45	0	0
P/E	30.4	48.4	31.2	22.9	17.8	货币资金的期初余额	134	1471	955	1000	1000
P/B	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	1471	955	1000	1000	1000
EV/EBITDA	30.2	86.5	35.7	25.6	19.6	企业自由现金流	0	(176)	8	(4)	34
						权益自由现金流	0	(168)	72	44	62

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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