

2024年05月06日
三未信安(688489.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

专用计算机设备

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 **43.80元**
股价(2024-04-30) **34.07元**

交易数据

总市值(百万元)	3,895.19
流通市值(百万元)	1,683.31
总股本(百万股)	114.33
流通股本(百万股)	49.41
12个月价格区间	26.66/111.8元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.1	-14.9	-58.1
绝对收益	4.0	-3.8	-68.6

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬 分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

易羽心 联系人

SAC 执业证书编号: S1450123050030

yiyx@essence.com.cn

相关报告

Q3 业绩高增, 商密景气度有望持续回暖	2023-10-29
业绩受下游需求波动, 下半年有望回暖	2023-08-27
拟战略收购江南科友, 扩展下游金融领域	2023-06-24

业绩短期承压, 积极布局抗量子密码等领域

事件概述:

1) 近日, 三未信安发布《2023年年度报告》。2023年公司实现营业总收入3.59亿元, 同比增长5.54%; 归母净利润为0.67亿元, 同比下降37.26%; 扣非归母净利润为0.58亿元, 同比下降41.36%。

2) 同日, 公司发布《2024年一季报》。2024Q1公司实现营收0.49亿元, 同比增长36.35%; 归母净利润为-0.10亿元, 扣非归母净利润为-0.13亿元。

下游景气度承压, 费用率有待摊薄

收入端, 公司在下游需求承压的情况下仍实现了增长, 主要由于1) 云服务商和运营商业务开拓成效显著, 与华为云、移动云、天翼云、京东云在内的国内主流云厂商达成合作, 并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; 2) 6月29日, 公司完成对江南科友的收购, 目前占其66.9349%的股份; 根据公司年报, 其购买日至2023年末江南科友共实现营收0.86亿元, 净利润0.29亿元。分产品来看, 23年公司密码整机/系统/板卡分别实现收入1.30亿元、1.08亿元、0.56亿元, 同比增长1.56%/-24.78%/21.05%, 下滑主要源于密码系统, 我们认为主要由于政务与证券行业资本开支节奏放缓所致。

公司利润端呈现下滑, 主要由于1) 营收结构变动, 毛利率较高的密码系统业务收入占比由22年的42.11%下降至23年的30.01%, 导致毛利率小幅下滑, 23年为73.20%, 同比下降2.27pcts; 2) 23年公司费用率呈现大幅增长, 主要由于扩张研发及销售人员布局及并购带来的人员增长, 公司23年销售/管理/研发费用率分别为25.72%、11.02%、27.43%, 同比+9.84pcts/+3.15pcts/+7.35pcts。

自研芯片降低成本, 打开较大物联网市场

2023年, 公司全资子公司多次方半导体有限公司, 推出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。1) 其中, XR系列芯片是推出的随机数芯片, 该芯片提供密码产品必须的安全随机数功能, 可提供当前业内性能最高的随机数生成速率。目前公司自研芯片已搭载于公司产品, 并实现降本, 2023年公司密码系统材料费用同比下降33.16%, 毛利率同比+0.38pcts, 达86.11%。2) XT系列芯片主要应用于物联网市场, 通过丰富的接口支持, 高效的密码运算、出色的能耗控制, 可有效满足物联网场景对密码芯片的安全需求。可应用于物联网终端设备、工业互联网、车联网、智能家居和充电桩等场景, 市场空间广阔。2023年, 公司密码芯片已实现0.15亿元收入, 同比增长128.39%。

■ 注重研发，积极布局隐私计算、抗量子密码等领域

1) 公司积极布局数据安全领域技术，如全生命周期安全保护、数据溯源与确权、安全多方计算与隐私计算等关键技术，解决数据要素流通与使用过程的安全问题等，目前在金融、证券、电子政务等领域已开展了示范应用。2) 此外，随着量子计算技术的不断发展，传统的密码算法体系面临严峻挑战。“后量子密码”或“抗量子密码”，是指能够抵御量子计算机攻击的新型密码算法，是量子信息时代维护网络安全的关键技术。2023 年，公司发布“抗量子隐私计算一体机”，布局抗量子密码领域。

■ 投资建议：

公司为商密行业实现纵向一体化的厂商，具有稀缺性。公司研发实力强劲，起家于商密行业中高壁垒的板卡/整机领域，向上自研芯片带来成本、性能优势，向下拓展系统打开成长空间。此外，公司高性能自研芯片打开物联网市场，构筑第二成长曲线，成长空间广阔。我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 4.42/5.61/6.91 亿元，归母净利润分别为 0.85/1.19/1.52 亿元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 43.80 元，相当于 2024 年 30 倍的动态市盈率。

■ 风险提示：

政策落地情况不及预期、下游景气度下行、行业竞争加剧、密码芯片落地不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	339.8	358.6	442.2	561.3	691.0
净利润	107.2	67.3	84.5	119.4	152.4
每股收益(元)	1.39	0.59	1.46	1.94	2.41
每股净资产(元)	24.48	16.79	17.52	18.50	19.73

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	36.33	57.90	45.93	32.49	25.45
市净率(倍)	2.07	2.05	1.97	1.88	1.78
净利润率	31.6%	18.8%	19.1%	21.3%	22.1%
净资产收益率	9.4%	3.6%	4.4%	5.9%	7.2%
股息收益率	0.0%	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%
ROIC	9.3%	2.8%	6.1%	8.5%	7.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

Q1 收入增速亮眼，商密行业维持高景气	2023-04-27
密码行业兴起，公司横纵布局	2023-03-29

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	339.8	358.6	442.2	561.3	691.0	成长性					
减:营业成本	83.3	96.1	93.8	119.1	152.7	营业收入增长率	25.7%	5.5%	23.3%	26.9%	23.1%
营业税费	2.3	3.9	4.7	6.0	7.4	营业利润增长率	31.0%	-38.6%	45.5%	43.6%	27.7%
销售费用	54.0	92.2	102.7	121.9	143.2	净利润增长率	43.5%	-37.2%	25.6%	41.4%	27.7%
管理费用	95.0	137.9	156.8	187.8	217.4	EBITDA增长率	31.7%	-49.1%	77.0%	88.6%	122.3%
财务费用	-1.5	-24.2	0.0	0.0	0.0	EBIT增长率	31.1%	-59.9%	100.4%	68.0%	89.0%
资产减值损失	-11.2	10.8	14.3	17.6	21.8	NOPLAT增长率	41.9%	-53.9%	75.2%	67.9%	88.9%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	377.4%	-14.3%	-27.5%	89.0%	147.6%
投资和汇兑收益	0.0	1.3	1.6	1.9	2.1	净资产增长率	386.8%	1.9%	3.9%	5.6%	6.6%
营业利润	110.9	68.1	99.1	142.3	181.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	毛利率	75.5%	73.2%	78.8%	78.8%	77.9%
利润总额	110.9	68.2	99.1	142.3	181.7	营业利润率	32.7%	19.0%	22.4%	25.4%	26.3%
减:所得税	3.6	-7.6	3.0	4.3	5.5	净利润率	31.6%	18.8%	19.1%	21.3%	22.1%
净利润	107.2	67.3	84.5	119.4	152.4	EBITDA/营业收入	34.3%	16.6%	23.8%	35.3%	63.8%
						EBIT/营业收入	32.2%	12.2%	19.9%	26.3%	40.4%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	25	65	199	547	1503
货币资金	1,470.9	955.2	598.0	112.3	138.2	流动营业资本周转天数	405	435	461	450	452
交易性金融资产	0.0	320.0	320.0	320.0	320.0	流动资产周转天数	1985	1733	1219	731	694
应收帐款	318.0	338.8	471.1	557.0	708.5	应收帐款周转天数	266	334	334	334	334
应收票据	3.3	7.9	9.8	12.4	15.3	存货周转天数	179	167	167	167	167
预付帐款	10.6	4.8	5.9	7.5	9.2	总资产周转天数	1312	2063	1738	1573	2295
存货	40.0	48.0	37.9	71.1	68.7	投资资本周转天数	2024	1644	967	1439	2894
其他流动资产	4.9	27.9	34.4	43.7	53.8	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	9.4%	3.6%	4.4%	5.9%	7.2%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	5.4%	3.2%	4.0%	4.4%	2.5%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	9.3%	2.8%	6.1%	8.5%	7.0%
投资性房地产						费用率					
固定资产	24.7	103.0	380.1	1,303.2	4,387.8	销售费用率	15.9%	25.7%	23.2%	21.7%	20.7%
在建工程	0.7	3.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	28.0%	38.5%	35.5%	33.5%	31.5%
无形资产	13.0	53.6	58.2	63.3	68.9	财务费用率	-0.4%	-6.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	87.3	217.3	216.1	214.8	213.6	三费/营业收入	43.4%	57.4%	58.7%	55.2%	52.2%
资产总额	1,973.5	2,079.3	2,131.4	2,705.3	5,983.9	偿债能力					
短期债务	0.9	15.4	5.4	425.6	3,551.9	资产负债率	4.6%	7.7%	6.4%	22.1%	62.5%
应付帐款	29.1	37.0	24.9	50.5	42.0	负债权益比	4.8%	8.3%	6.8%	28.4%	166.3%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	26.24	15.03	16.42	2.04	0.36
其他流动负债	40.5	60.9	59.6	75.7	97.0	速动比率	25.67	14.60	16.00	1.91	0.34
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	523.48	52.34	169.61	13.72	2.81
其他非流动负债	19.6	46.1	46.1	46.1	46.1	分红指标					
负债总额	90.0	159.4	136.1	597.9	3,737.0	DPS(元)	0.00	0.29	0.18	0.23	0.32
少数股东权益	0.0	16.9	28.5	47.2	71.0	分红比率	0.0%	30.8%	30.8%	30.8%	30.8%
股本	77.0	114.3	114.3	114.3	114.3	股息收益率	0.0%	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%
留存收益	1,806.5	1,788.7	1,852.9	1,946.3	2,062.0	现金流量表					
股东权益	1,883.5	1,919.9	1,995.3	2,107.4	2,246.9	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
						净利润	107.2	75.7	96.1	138.1	176.2
现金流量表						加:折旧和摊销	5.3	13.1	17.2	50.6	161.7
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产减值准备	-11.2	10.8	14.3	17.6	21.8
净利润	107.2	75.7	96.1	138.1	176.2	公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
加:折旧和摊销	5.3	13.1	17.2	50.6	161.7	财务费用	-1.5	-24.2	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	-11.2	10.8	14.3	17.6	21.8	投资损失	0.0	-1.3	-1.6	-1.9	-2.1
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	8.5	11.7	18.6	23.8
财务费用	-1.5	-24.2	0.0	0.0	0.0	营运资金的变动	-105.8	4.7	-171.0	-127.3	-196.4
投资损失	0.0	-1.3	-1.6	-1.9	-2.1	经营活动产生现金流量	-6.0	87.3	-33.3	95.7	185.0
少数股东损益	0.0	8.5	11.7	18.6	23.8	投资活动产生现金流量	-19.9	-525.8	-293.2	-975.7	-3,248.5
营运资金的变动	-105.8	4.7	-171.0	-127.3	-196.4	融资活动产生现金流量	1,362.5	-80.5	-30.7	394.3	3,089.5
经营活动产生现金流量	-6.0	87.3	-33.3	95.7	185.0	业绩和估值指标					
投资活动产生现金流量	-19.9	-525.8	-293.2	-975.7	-3,248.5	EPS(元)	1.39	0.59	1.46	1.94	2.41
融资活动产生现金流量	1,362.5	-80.5	-30.7	394.3	3,089.5	BVPS(元)	24.48	16.79	17.52	18.50	19.73
						PE(X)	36.33	57.90	45.93	32.49	25.45
						PB(X)	2.07	2.05	1.97	1.88	1.78
						P/FCF	-58.32	-77.75	-11.53	-8.44	61.80
						P/S	11.46	10.86	8.81	6.94	5.64
						EV/EBITDA	33.40	65.82	32.10	21.71	16.86
						CAGR(%)	43.2%	-5.1%	-11.2%	33.2%	34.3%
						PEG	0.83	-1.55	1.80	0.79	0.92
						ROIC/WACC	2.51	0.75	1.66	2.29	1.90
						REP	0.82	3.22	1.74	0.85	0.71

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034