

三未信安 (688489.SH)

上半年收入增长超 63%，积极布局新密码产业机遇

优于大市

核心观点

上半年公司收入快速增长。公司发布 24 年中报，上半年公司实现收入 1.69 亿元 (+63.48%)，归母净利润 0.14 亿元 (+35.21%)，扣非归母净利润 0.09 亿元 (+1.14%)。单 Q2 来看，公司收入 1.20 亿元 (+78.06%)，归母净利润 0.24 亿元 (+70.05%)，扣非归母净利润 0.22 亿元 (+62.23%)。公司上半年收入快速增长，主要系华为等大客户采购量同比大幅增加以及公司在医保、运营商和电力等领域开拓方面取得明显成效所致，同时江南科友纳入合并范围增厚了公司业绩。

毛利率提升，并表带来费用快走增长较快。公司上半年毛利率达到 76.83%，同比提升 5.91 个百分点。由于江南科友的并表，以及公司在销售和研发方面的积极投入，公司销售、管理、研发费用同比增长 80.26%、38.02%、43.98%。经营活动产生的现金流量净额同比增长 22.22%，主要系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。

密码整机和最终客户收入增长较快。上半年公司密码整机收入 0.70 亿元 (+70.73%)；密码系统收入 0.39 亿元 (+21.88%)；密码板卡收入 0.24 亿元 (+33.33%)；密码服务收入 0.33 亿元，增幅较大；密码芯片收入 0.01 亿元，有所下降。按照客户类型划分，上半年公司产品与解决方案厂商收入 1.08 亿元 (+30%)，最终客户收入 0.61 亿元，江南科友并表带来较大增长。

积极布局新产业机遇，密评和信创持续推动行业成长。随着量子计算的兴起，抗量子密码算法与硬件芯片是公司重要的研究方向，2024 年上半年，公司的抗量子密码产品已有合作试点项目。公司进一步强化芯片优势，新推出的 XT、XR 系列芯片在物联网市场实现多个应用场景开拓；在信创领域推出“全国产化”系列的全体系统密码产品。同时，公司在云计算领域的密码应用已达到国内领先且成果显著，云华为云、移动云、天翼云等合作紧密。2024 年上半年，密评需求也出现了快速增长，公司在多个领域将持续受益。

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：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2024-2026 年营业收入为 4.65/6.02/7.45 亿元，增速分别为 30%/29%/24%，归母净利润为 1.04/1.42/1.83 亿元，对应当前 PE 为 27/20/15 倍。密码产业逐步复苏，公司上半年保持较高增长，维持“优于大市”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)	26.3	41.9	27.0	19.8	15.4
EV/EBITDA	26.3	75.5	31.3	22.6	17.3
市净率 (PB)	1.50	1.48	1.44	1.39	1.33

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：库宏焱

021-60875168

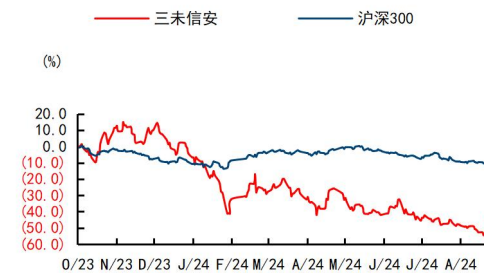
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.75 元
总市值/流通市值	2830/1223 百万元
52 周最高价/最低价	58.65/20.55 元
近 3 个月日均成交额	16.25 百万元

市场走势



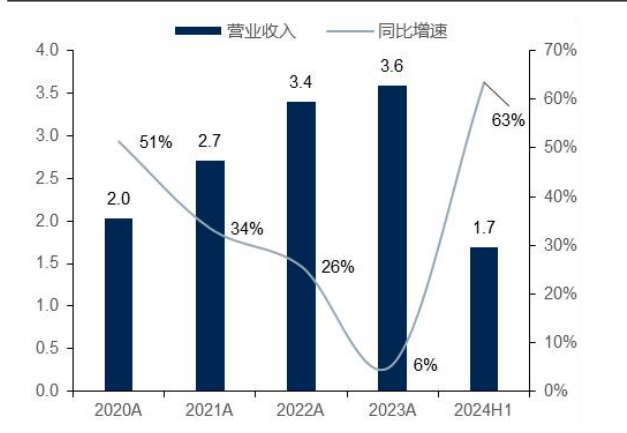
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三未信安 (688489.SH) - 2023 年需求承压，密评市场有望逐步复苏》——2024-04-24
- 《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 24 年中报，上半年公司实现收入 1.69 亿元（+63.48%），归母净利润 0.14 亿元（+35.21%），扣非归母净利润 0.09 亿元（+1.14%）。单 Q2 来看，公司收入 1.20 亿元（+78.06%），归母净利润 0.24 亿元（+70.05%），扣非归母净利润 0.22 亿元（+62.23%）。公司上半年收入快速增长，主要系华为等大客户采购量同比大幅增加以及公司在医保、运营商和电力等领域开拓方面取得明显成效所致，同时江南科友纳入合并范围增厚了公司业绩。

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

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2024-2026 年营业收入为 4.65/6.02/7.45 亿元，增速分别为 30%/29%/24%，归母净利润为 1.04/1.42/1.83 亿元，对应当前 PE 为 27/20/15 倍。密码产业逐步复苏，公司上半年保持较高增长，维持“优于大市”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%	1.2%	1.8%	2.5%	3.2%	现金净变动	1337	(516)	45	0	0
P/E	26.3	41.9	27.0	19.8	15.4	货币资金的期初余额	134	1471	955	1000	1000
P/B	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	货币资金的期末余额	1471	955	1000	1000	1000
EV/EBITDA	26.3	75.5	31.3	22.6	17.3	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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