

三未信安（688489.SH）

收入增长超 31%，云和运营商市场快速成长

优于大市

核心观点

24 年收入增长较快，利润有所下降。2024 年公司营业收入 4.73 亿元（+31.96%），归母净利润 0.42 亿元（-37.40%），扣非归母净利润 0.16 亿元（-73.11%）。单 Q4 来看，公司收入 2.19 亿元（+78.56%），归母净利润 0.28 亿元（+1.37%），扣非归母净利润 0.12 亿元（-51.72%）。

并购整合带来收入和费用较快增长，股权激励保持高增长目标。继江南科友之后，公司在 24 年完成了对江南天安的并购，增厚收入的同时，也带来了费用增长。销售、管理、研发费用分别增长 61.13%、30.65%、51.19%。公司此前发布了股权激励，10 位激励对象全部为公司高级管理人员、核心技术人员和核心骨干员工，对 25-26 年做出了业绩考核目标：以 2024 年收入和净利润为基数，25-26 年复合增速不低于 30%。

密码行业市场地位进一步提升，云和运营商市场快速成长。通过并购整合，公司有效实现资源整合与协同效应，现已成为目前国内拥有高安全等级（三级）密码产品最多的密码企业。同时，公司在云密码安全领域基本覆盖了市场上主流头部云厂商客户，巩固自身在云密码安全领域的领先地位，在金融、电信、公安、广电、能源、交通等行业的市场优势地位也得到显著增强。2024 年从行业来看，金融行业收入增长 23.82%，政府收入增长 47.20%，云厂商收入增长 174.10%，能源收入增长 67.28%，运营商收入增长 124.85%。

密评和信创持续推动产业发展，抗量子密码逐渐开启。随着国家密码局于 2024 年 11 月发布 112 家第三方密评机构目录，标志着前期的密评试点工作结束，密评将在全国和全行业进入加速推广期。同时，国密生态的全面替代已在多个行业信创建设中铺开，如金融、电力、医疗等多个行业的国密改造。密评和信创将持续打开公司传统业务空间。公司在 24 年 9 月发布了抗量子密码产品，涵盖抗量子密码芯片、抗量子密码板卡等。从全球来看，抗量子密码迁移进程已经逐渐开启，金融、通信等重点行业已逐步应用，将为行业打开新成长空间。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于并购带来收入和费用高增长，结合股权激励目标，上调收入预测，25-27 年收入为 6.30/8.19/10.18 亿元（原 25-26 年预测为 5.74/7.11 亿元）；下修盈利预测，25-27 年归母净利润为 0.91/1.25/1.68 亿元（原 25-26 年预测为 1.14/1.53 亿元）。基于公司持续整合密码产业，新兴密码产业有望加快成长，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	359	473	630	819	1,018
(+/-%)	5.5%	32.0%	33.0%	30.1%	24.3%
净利润(百万元)	67	42	91	125	168
(+/-%)	-37.2%	-37.4%	115.4%	37.7%	34.9%
每股收益(元)	0.59	0.37	0.80	1.10	1.48
EBIT Margin	8.0%	1.4%	13.1%	16.2%	18.7%
净资产收益率(ROE)	3.5%	2.3%	4.8%	6.5%	8.5%
市盈率(PE)	61.6	98.4	45.7	33.2	24.6
EV/EBITDA	108.9	132.5	47.2	32.1	24.1
市净率(PB)	2.18	2.24	2.20	2.15	2.09

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

xionglli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

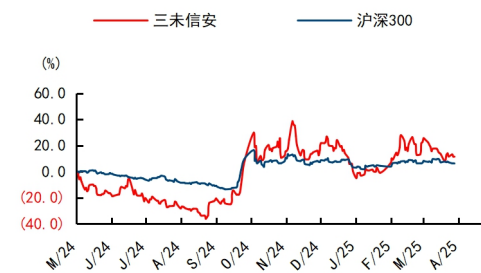
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	36.34 元
总市值/流通市值	4171/1836 百万元
52 周最高价/最低价	48.60/20.55 元
近 3 个月日均成交额	41.01 百万元

市场走势



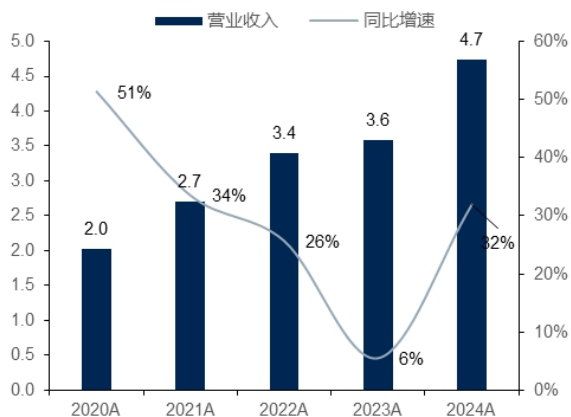
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三未信安（688489.SH）-三季度业绩承压，并购江南天安加速密码产业整合》——2024-11-05
- 《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》——2024-09-02
- 《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

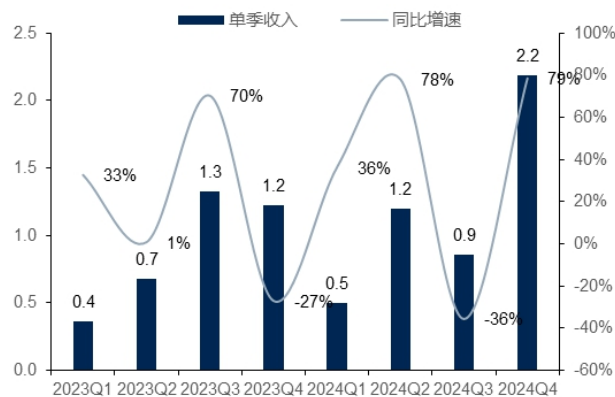
24 年收入增长较快，利润有所下降。2024 年公司营业收入 4.73 亿元（+31.96%），归母净利润 0.42 亿元（-37.40%），扣非归母净利润 0.16 亿元（-73.11%）。单 Q4 来看，公司收入 2.19 亿元（+78.56%），归母净利润 0.28 亿元（+1.37%），扣非归母净利润 0.12 亿元（-51.72%）。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



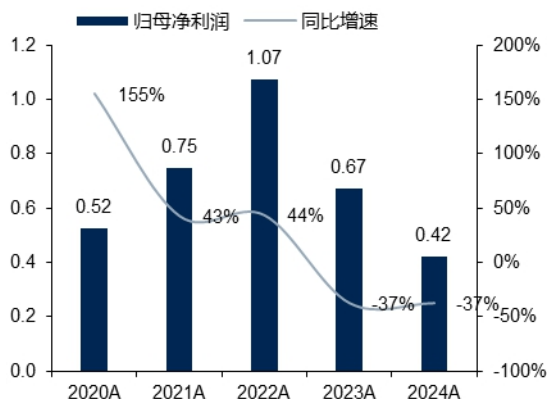
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



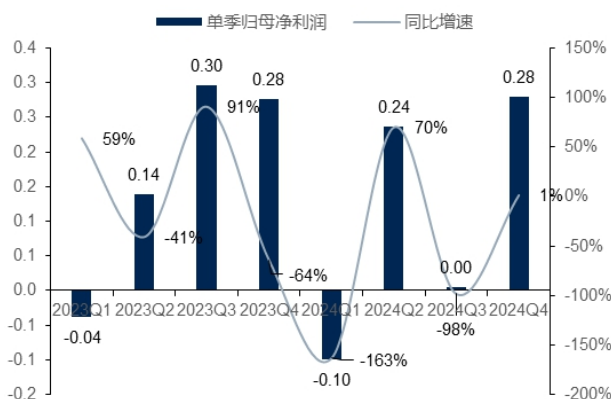
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

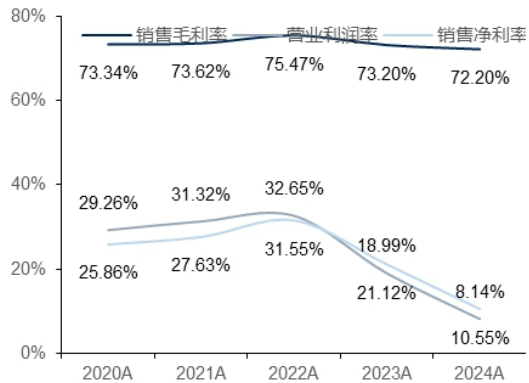
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

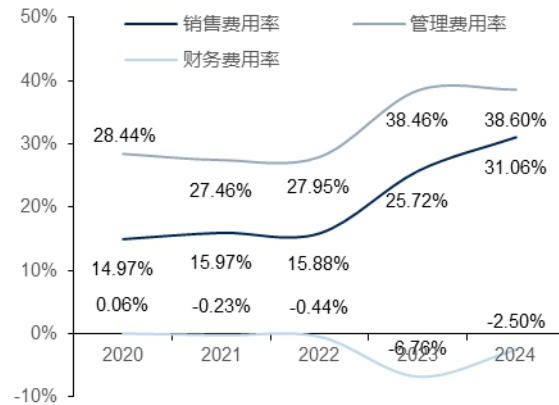
毛利率保持较高水平，费用率上升较快。2024 年公司毛利率为 72.20%，有所下降但依然保持高位。公司近年来持续加强并购整合，人员增长超 38%，带来费用增长，净利率有所下降。公司研发费用率和管理费用率持续维持高位，销售费用率上升较快。

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

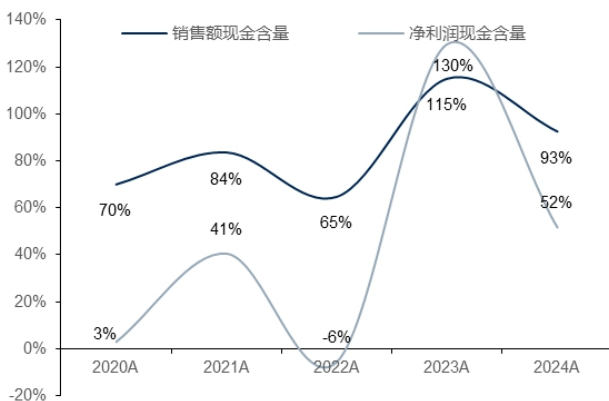
图6: 公司三项费用率变化情况 (管理费用中包含研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

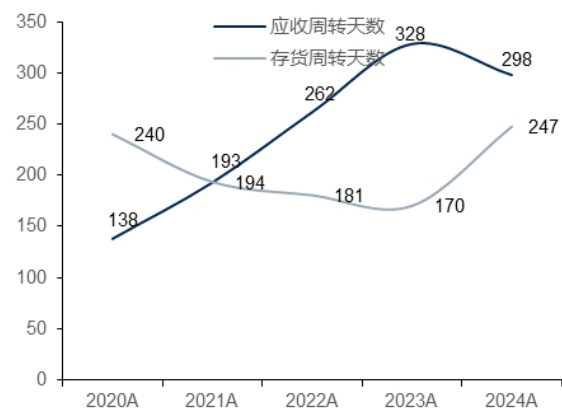
24年公司经营活动现金净流量为0.22亿元, 相比去年下降较多。公司存货周转天数增长较快, 应收周转天数有所下降。

图7: 公司经营性现金流情况



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

投资建议: 维持“优于大市”评级。由于并购带来收入和费用高增长, 结合股权激励目标, 上调收入预测, 25-27年收入为6.30/8.19/10.18亿元(原25-26年预测为5.74/7.11亿元); 下修盈利预测, 25-27年归母净利润为0.91/1.25/1.68亿元(原25-26年预测为1.14/1.53亿元)。基于公司持续整合密码产业, 新兴密码产业有望加快成长, 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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	955	754	1000	1000	1000	营业收入	359	473	630	819	1018
应收款项	345	458	552	718	892	营业成本	96	132	164	212	261
存货净额	48	131	172	221	275	营业税金及附加	4	5	7	9	12
其他流动资产	35	115	153	199	247	销售费用	92	147	157	188	224
流动资产合计	1703	1517	1936	2198	2473	管理费用	40	52	57	72	86
固定资产	106	157	171	181	189	研发费用	98	131	161	205	244
无形资产及其他	54	99	96	93	90	财务费用	(24)	(12)	(9)	(1)	5
投资性房地产	217	407	407	407	407	投资收益	1	8	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	10	(20)	(20)	(20)
资产总计	2079	2181	2609	2879	3159	其他收入	(89)	(129)	(121)	(160)	(194)
短期借款及交易性金融负债	15	18	346	483	607	营业利润	68	39	115	162	219
应付款项	32	76	100	129	160	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	66	117	139	174	211	利润总额	68	39	115	162	219
流动负债合计	113	211	585	786	978	所得税费用	(8)	(11)	1	5	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	8	8	23	33	44
其他长期负债	46	62	77	93	109	归属于母公司净利润	67	42	91	125	168
长期负债合计	46	62	77	93	109	现金流量表（百万元）					
负债合计	159	273	663	879	1086	净利润	67	42	91	125	168
少数股东权益	17	57	64	76	90	资产减值准备	4	(1)	1	0	0
股东权益	1903	1851	1882	1925	1982	折旧摊销	11	27	19	23	26
负债和股东权益总计	2079	2181	2609	2879	3159	公允价值变动损失	(5)	(10)	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	(24)	(12)	(9)	(1)	5
每股收益	0.59	0.37	0.80	1.10	1.48	营运资本变动	(122)	(356)	(110)	(183)	(191)
每股红利	0.29	0.24	0.53	0.72	0.98	其它	1	4	6	11	15
每股净资产	16.69	16.24	16.51	16.88	17.39	经营活动现金流	(44)	(295)	28	(3)	38
ROIC	3.56%	2.02%	5%	6%	7%	资本开支	0	(78)	(51)	(51)	(51)
ROE	3.54%	2.28%	5%	6%	9%	其它投资现金流	(320)	261	0	0	0
毛利率	73%	72%	74%	74%	74%	投资活动现金流	(320)	183	(51)	(51)	(51)
EBIT Margin	8%	1%	13%	16%	19%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	11%	7%	16%	19%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	32%	33%	30%	24%	支付股利、利息	(33)	(28)	(60)	(82)	(111)
净利润增长率	-37%	-37%	115%	38%	35%	其它融资现金流	(85)	(34)	328	137	124
资产负债率	8%	15%	28%	33%	37%	融资活动现金流	(152)	(89)	269	54	13
股息率	0.8%	0.7%	1.4%	2.0%	2.7%	现金净变动	(516)	(201)	246	0	0
P/E	61.6	98.4	45.7	33.2	24.6	货币资金的期初余额	1471	955	754	1000	1000
P/B	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	货币资金的期末余额	955	754	1000	1000	1000
EV/EBITDA	108.9	132.5	47.2	32.1	24.1	企业自由现金流	0	(399)	(59)	(81)	(31)
						权益自由现金流	0	(433)	278	57	88

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