

三未信安(688489)

报告日期: 2025 年 04 月 10 日

## 云密码引领增长，并购协同与自研芯片共筑安全护城河

## ——三未信安 2024 年报点评

## 事件

- 公司发布 2024 年年报，2024 年全年实现营业收入 4.73 亿元，同比增长 31.96%；归母净利润 0.42 亿元，同比下降 37.4%，扣非后归母净利润 0.16 亿元，同比下降 73.11%。
- 单 Q4 而言，2024Q4 实现营业收入 2.19 亿元，同比增长 78.56%；归母净利润 0.28 亿元，同比增长 1.37%，扣非后归母净利润 0.12 亿元，同比下降 51.72%。

## 点评

- 云密码驱动营收高增，多行业协同发力**  
公司 2024 年营收高增的核心增长动力来自于云密码领域及重点行业的突破。  
分产品看，公司 2024 年密码整机收入 1.99 亿元（同比+52.36%），密码系统收入 1.11 亿元（同比+3.45%），密码服务及其他业务收入 0.90 亿元（同比+84.06%），成为增速最快的板块，主要受益于云密码需求的爆发。  
分行业看，云厂商和运营商领域表现尤为亮眼，云厂商收入同比增长 174.10%，运营商收入同比增长 124.85%，主要得益于公司与市场上头部云厂商深度合作，以及政策推动下行业密评需求的加速释放。此外，能源、交通等行业收入均实现快速增长，反映出公司在多场景密码应用中的技术适配性和市场渗透力持续提升。云密码业务的领先地位不仅巩固了公司在国内市场的优势，也为海外拓展奠定了技术和服务基础。
- 收购江南天安深化布局，协同效应释放可期**  
公司 2024 年完成对江南天安的并购，进一步强化了其在云密码安全领域的竞争力。江南天安作为国内云服务器密码机标准的主要制定者，已覆盖多家主流云厂商客户，其云端密码产品与公司自研的密码芯片、抗量子技术形成互补。根据并购协议，江南天安承诺 2024-2026 年累计净利润不低于 6400 万元，若目标达成，将进一步增厚公司利润。  
结合此前收购的江南科友（金融领域密码服务龙头），公司形成了“底层芯片+云密码设备+行业解决方案”的全栈能力。我们认为未来三方在技术研发、客户资源及市场渠道上的协同有望加速显现。
- 自研芯片构筑护城河，抗量子技术引领未来**  
公司在密码芯片领域的自主研发成果显著，芯片产品在能源、交通、医疗等领域顺利推广并均有落地项目。2024 年物联网专用芯片 XT 系列及随机数芯片 XR100 成功取得商用密码产品认证证书。核心产品 XS100 芯片的国产化替代，不仅降低了对外部供应链的依赖，还通过性能优化推动密码整机毛利率提升至 74.26%（同比+4.55pcts）。同时公司抗量子密码芯片研发取得突破，全系列抗量子产品已在通信运营商、能源、金融等领域开展试点，为应对量子计算威胁提前布局。  
未来，我们看好公司将自研芯片与人工智能、车联网等新兴场景深度融合，同时依托并购整合后的技术协同，开发支持“云-边-端”一体化的密码芯片解决方案。随着信创国产化替代加速，以及数据安全立法催生的市场需求，公司芯片业务有望成为驱动长期增长的核心引擎。

## 投资评级：买入(维持)

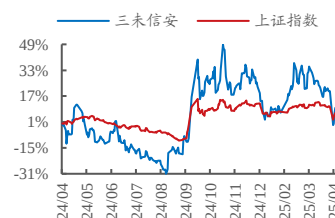
分析师：刘雯蜀  
执业证书号：S1230523020002  
liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师：刘静一  
执业证书号：S1230523070005  
liujingyi@stocke.com.cn

## 基本数据

|          |          |
|----------|----------|
| 收盘价      | ¥33.23   |
| 总市值(百万元) | 3,813.76 |
| 总股本(百万股) | 114.77   |

## 股票走势图



## 相关报告

- 《收购江南天安，夯实竞争力》 2024.11.03
- 《收入利润高增，海外市场取得突破》 2024.09.06
- 《云服务商和运营商开拓取得成效，持续构筑芯片研发壁垒》 2024.04.22

#### □ 盈利预测与估值

考虑到公司收购江南天安后收入和利润有望获得显著提振，同时考虑到公司在云密码和物联网芯片领域的竞争优势，我们调整此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入为 6.07、7.51、8.82 亿元，归母净利润为 0.54、1.24、1.69 亿元。维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

与并购公司业务协同推进不及预期；自研物联网芯片落地进程不及预期；行业竞争加剧；密码行业政策落地不及预期

### 财务摘要

| (百万元)     | 2024    | 2025E  | 2026E   | 2027E  |
|-----------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入      | 473.21  | 607.41 | 751.19  | 882.31 |
| (+/-) (%) | 31.96%  | 28.36% | 23.67%  | 17.45% |
| 归母净利润     | 42.12   | 53.95  | 123.75  | 169.07 |
| (+/-) (%) | -37.40% | 28.09% | 129.37% | 36.62% |
| 每股收益(元)   | 0.37    | 0.47   | 1.08    | 1.47   |
| P/E       | 89.52   | 70.69  | 30.82   | 22.56  |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1,517 | 1,577 | 1,678 | 1,818 |
| 现金             | 754   | 858   | 907   | 1,013 |
| 交易性金融资产        | 59    | 59    | 59    | 59    |
| 应收账款           | 446   | 516   | 571   | 594   |
| 其它应收款          | 12    | 15    | 19    | 22    |
| 预付账款           | 9     | 11    | 14    | 16    |
| 存货             | 131   | 109   | 97    | 103   |
| 其他             | 106   | 8     | 12    | 11    |
| <b>非流动资产</b>   | 663   | 711   | 789   | 869   |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 125   | 136   | 156   | 177   |
| 无形资产           | 99    | 136   | 173   | 210   |
| 在建工程           | 33    | 33    | 26    | 21    |
| 其他             | 407   | 407   | 434   | 461   |
| <b>资产总计</b>    | 2,181 | 2,288 | 2,468 | 2,687 |
| <b>流动负债</b>    | 211   | 229   | 288   | 343   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 76    | 78    | 97    | 115   |
| 预收账款           | 1     | 3     | 6     | 6     |
| 其他             | 134   | 147   | 184   | 222   |
| <b>非流动负债</b>   | 62    | 37    | 46    | 56    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 62    | 37    | 46    | 56    |
| <b>负债合计</b>    | 273   | 266   | 333   | 398   |
| 少数股东权益         | 57    | 67    | 89    | 121   |
| 归属母公司股东权益      | 1,851 | 1,956 | 2,045 | 2,168 |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,181 | 2,288 | 2,468 | 2,687 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 22    | 104   | 142   | 203   |
| 净利润            | 50    | 64    | 147   | 200   |
| 折旧摊销           | 33    | 19    | 21    | 24    |
| 财务费用           | (12)  | (13)  | (14)  | (16)  |
| 投资损失           | (8)   | (8)   | (8)   | (8)   |
| 营运资金变动         | (84)  | 14    | (35)  | (12)  |
| 其它             | 43    | 28    | 32    | 14    |
| <b>投资活动现金流</b> | (99)  | (46)  | (72)  | (68)  |
| 资本支出           | (51)  | (15)  | (20)  | (25)  |
| 长期投资           | (12)  | 16    | (7)   | (1)   |
| 其他             | (36)  | (48)  | (45)  | (42)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | (139) | 46    | (20)  | (30)  |
| 短期借款           | (6)   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (132) | 46    | (20)  | (30)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (216) | 104   | 50    | 105   |

### 利润表

| (百万元)           | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 473  | 607   | 751   | 882   |
| 营业成本            | 132  | 156   | 194   | 230   |
| 营业税金及附加         | 5    | 6     | 8     | 9     |
| 营业费用            | 147  | 184   | 193   | 203   |
| 管理费用            | 52   | 62    | 62    | 65    |
| 研发费用            | 131  | 183   | 183   | 193   |
| 财务费用            | (12) | (13)  | (14)  | (16)  |
| 资产减值损失          | 27   | 30    | 38    | 44    |
| 公允价值变动损益        | 5    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 8    | 8     | 8     | 8     |
| 其他经营收益          | 34   | 60    | 62    | 63    |
| <b>营业利润</b>     | 39   | 67    | 158   | 226   |
| 营业外收支           | 0    | 0     | 0     | (0)   |
| <b>利润总额</b>     | 39   | 67    | 158   | 226   |
| 所得税             | (11) | 3     | 11    | 25    |
| <b>净利润</b>      | 50   | 64    | 147   | 200   |
| 少数股东损益          | 8    | 10    | 23    | 31    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 42   | 54    | 124   | 169   |
| EBITDA          | 59   | 73    | 164   | 234   |
| EPS (最新摊薄)      | 0.37 | 0.47  | 1.08  | 1.47  |

### 主要财务比率

|                | 2024    | 2025E  | 2026E   | 2027E  |
|----------------|---------|--------|---------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |         |        |
| 营业收入           | 31.96%  | 28.36% | 23.67%  | 17.45% |
| 营业利润           | -43.44% | 74.34% | 134.64% | 43.39% |
| 归属母公司净利润       | -37.40% | 28.09% | 129.37% | 36.62% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |         |        |
| 毛利率            | 72.20%  | 74.29% | 74.13%  | 73.99% |
| 净利率            | 10.55%  | 10.52% | 19.52%  | 22.70% |
| ROE            | 2.20%   | 2.75%  | 5.95%   | 7.64%  |
| ROIC           | 1.77%   | 2.61%  | 6.45%   | 8.50%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |         |        |
| 资产负债率          | 12.51%  | 11.61% | 13.50%  | 14.82% |
| 净负债比率          | 6.45%   | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  |
| 流动比率           | 7.19    | 6.89   | 5.84    | 5.31   |
| 速动比率           | 6.57    | 6.41   | 5.50    | 5.00   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |         |        |
| 总资产周转率         | 0.22    | 0.27   | 0.32    | 0.34   |
| 应收账款周转率        | 1.21    | 1.22   | 1.27    | 1.31   |
| 应付账款周转率        | 2.43    | 2.03   | 2.22    | 2.17   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |         |        |
| 每股收益           | 0.37    | 0.47   | 1.08    | 1.47   |
| 每股经营现金         | 0.19    | 0.91   | 1.24    | 1.77   |
| 每股净资产          | 16.13   | 17.04  | 17.82   | 18.89  |
| <b>估值比率</b>    |         |        |         |        |
| P/E            | 89.52   | 70.69  | 30.82   | 22.56  |
| P/B            | 2.06    | 1.95   | 1.86    | 1.76   |
| EV/EBITDA      | 55.24   | 40.68  | 17.99   | 12.34  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。

未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>