


2023 年 04 月 27 日
三未信安 (688489. SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

专用计算机设备

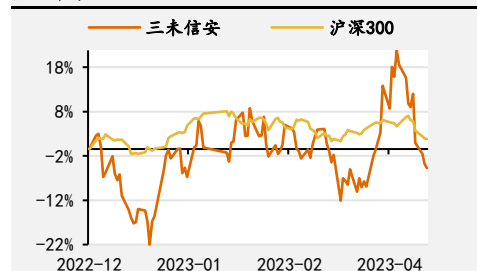
投资评级 **买入-A****维持评级**

6 个月目标价 **144.50 元**
股价 (2023-04-26) **114.36 元**

交易数据

总市值(百万元)	8,800.26
流通市值(百万元)	1,858.37
总股本(百万股)	76.95
流通股本(百万股)	16.25
12 个月价格区间	93.76/146.09 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.0	0.7	
绝对收益	0.3	-4.6	

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

相关报告

密码行业兴起，公司纵横布局 2023-03-29

Q1 收入增速亮眼，商密行业维持高景气

目 事件概述

4 月 25 日，三未信安发布 2023 年一季报。公司于 2023 年第一季度实现营业收入 3621.62 万元，同比增长 32.71%；归母净利润为-378.34 万元；扣非归母净利润为-477.92 万元。

目 业绩略超预期，收入维持高增长

收入端，公司收入维持高增长，我们认为主要由于：1) 疫情逐渐恢复，部分延迟至今年的订单在一季度实现了收入确认，2) 密改+密评政策推进顺利，下游客户加大信息安全的投入力度，带来产品采购需求。**成本端**，公司 2023Q1 毛利率为 68.94%，有所下滑，我们认为主要由于营收结构波动所致；展望全年，我们仍看好公司营收结构优化、自研芯片降本对毛利率带来的优化作用。**利润端**，公司 2023Q1 归母净利润亏损大幅缩窄，主要由于：1) 营收的高速增长，2) 募投项目资金带来的利息收入约 661 万元，扣除利息收入后，公司归母净利润绝对值与去年同期相比基本持平。

目 商密条例落地，密评范围及强制力度进一步加大，空间广阔

4 月 14 日，国常会审议通过《商用密码管理条例（修订草案）》，《条例》（征求意见稿）生效后，1) **强制力度提升**：等保 2.0 国家标准将由“推荐性”变为“强制化”，并进一步明确了密评作为等保的前置条件。2) **密评范围扩大**：非涉密的关键信息基础设施、等级保护第三级以上网络、国家政务信息系统等网络与信息系统都被要求进行密评，密评范围进一步扩大。密评有望在政策的带动下，在推进速度和落地广度上实现双拓展。根据我们之前报告中的测算，密评+密改合规将带来至少 300 亿的市场规模，行业将从之前的几十亿市场空间成长为百亿空间。长期来看，商密作为 AI、数据要素、数据安全的底座，应用领域广泛，空间广阔。

目 系统业务拓展顺利，自研芯片实现收入

2022 年公司密码板卡、密码整机、密码系统收入分别为 0.46/1.28/1.43 亿元，同比增长-40.22%/7.85%/143.69%。其中，1) **密码系统**营收增速迅猛，主要由于公司系统产品在证券等领域实现放量，公司向下拓展系统业务整体进展顺利。2) **自研芯片**方面，公司首款自研密码安全芯片 XS100 于 2022 年年中成功量产，并于当年在物联网领域实现约 641 万的收入，有望伴随着下游物联网终端实现持续放量。此外，公司自研芯片已逐渐搭载于自研密码板卡与整机中，有望持续优化产品成本，巩固竞争优势。

投资建议

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，我们认为公司有望在短/中/长期均享受到行业加速发展带来的红利。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，业绩有望高速增长。我们预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 4.82/6.76/8.74 亿元，归母净利润分别为 1.67/2.22/2.76 亿元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 144.50 元，相当于 2024 年 50 倍的动态市盈率。

风险提示：政策落地情况不及预期、行业竞争加剧、密码芯片落地不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	270.3	339.8	482.2	675.6	873.8
净利润	74.7	107.2	167.1	222.3	276.0
每股收益(元)	1.30	1.39	2.17	2.89	3.59
每股净资产(元)	6.74	24.48	26.65	29.54	33.12

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	111.26	77.52	49.73	37.38	30.12
市净率(倍)	21.48	4.41	4.05	3.66	3.26
净利润率	27.6%	31.6%	34.7%	32.9%	31.6%
净资产收益率	21.7%	9.4%	8.5%	10.3%	11.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	21.1%	9.3%	11.7%	27.8%	27.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	270.3	339.8	482.2	675.6	873.8	成长性					
减:营业成本	71.3	83.3	121.7	174.8	232.5	营业收入增长率	33.5%	25.7%	41.9%	40.1%	29.3%
营业税费	2.0	2.3	3.3	4.6	6.0	营业利润增长率	42.9%	31.0%	58.6%	33.1%	24.1%
销售费用	43.2	54.0	74.2	100.5	125.6	净利润增长率	42.8%	43.5%	55.9%	33.1%	24.1%
管理费用	23.8	26.8	36.2	50.7	67.3	EBITDA 增长率	37.7%	31.7%	33.9%	37.3%	26.0%
研发费用	50.4	68.2	98.9	137.1	176.5	EBIT 增长率	40.5%	31.1%	40.4%	37.6%	26.1%
财务费用	-0.6	-1.5	-22.5	-22.9	-24.2	NOPLAT 增长率	41.9%	41.9%	37.8%	37.6%	26.1%
资产减值损失	-4.4	11.2	14.6	21.7	25.4	投资资本增长率	26.6%	377.4%	-68.3%	41.6%	16.1%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	28.2%	386.8%	8.9%	10.8%	12.1%
投资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
营业利润	84.7	110.9	175.9	234.0	290.5	利润率					
加:营业外净收支	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.0	毛利率	73.6%	75.5%	74.8%	74.1%	73.4%
利润总额	84.1	110.9	175.9	234.0	290.5	营业利润率	31.3%	32.7%	36.5%	34.6%	33.2%
减:所得税	9.4	3.6	8.8	11.7	14.5	净利润率	27.6%	31.6%	34.7%	32.9%	31.6%
净利润	74.7	107.2	167.1	222.3	276.0	EBITDA/营业收入	32.8%	34.3%	32.4%	31.7%	30.9%
						EBIT/营业收入	30.9%	32.2%	31.8%	31.3%	30.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	26	25	21	19	18
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	309	405	372	394	359
货币资金	134.3	1,470.9	1,560.6	1,577.5	1,761.4	流动资产周转天数	490	1985	1553	1246	1095
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应收帐款周转天数	197	266	266	266	266
应收帐款	177.5	318.0	385.2	600.0	674.2	存货周转天数	192	179	179	179	179
应收票据	2.1	3.3	4.8	6.7	8.6	总资产周转天数	563	1312	1574	1252	1091
预付帐款	4.2	10.6	15.0	21.0	27.2	投资资本周转天数	533	2024	452	457	410
存货	41.8	40.0	79.5	92.1	136.2						
其他流动资产	4.7	-34.6	-5.6	-34.2	148.9	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	21.7%	9.4%	8.5%	10.3%	11.4%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	15.9%	5.4%	7.6%	9.1%	9.9%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	21.1%	9.3%	11.7%	27.8%	27.7%
投资性房地产						费用率					
固定资产	21.2	24.7	31.5	39.0	48.2	销售费用率	16.0%	15.9%	15.4%	14.9%	14.4%
在建工程	0.8	0.7	0.0	0.0	0.0	管理费用率	8.8%	7.9%	7.5%	7.5%	7.7%
无形资产	7.0	13.0	14.4	15.8	17.5	研发费用率	18.66%	20.08%	20.50%	20.30%	20.20%
其他非流动资产	77.0	87.3	87.3	87.3	87.3	财务费用率	-0.2%	-0.4%	-4.7%	-3.4%	-2.8%
资产总额	468.7	1,973.5	2,185.3	2,449.3	2,773.4	四费/营业收入	43.2%	43.4%	38.7%	39.3%	39.5%
短期债务	7.8	0.9	10.9	15.3	19.8	偿债能力					
应付帐款	24.0	29.1	45.1	56.7	72.3	资产负债率	17.5%	4.6%	6.2%	7.2%	8.1%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债权益比	21.1%	4.8%	6.6%	7.8%	8.8%
其他流动负债	35.0	40.5	59.1	84.8	112.8	流动比率	5.43	26.24	17.83	14.71	12.79
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	速动比率	4.80	25.67	17.14	14.13	12.12
其他非流动负债	15.0	19.6	19.6	19.6	19.6	利息保障倍数	220.66	523.48	520.45	322.04	303.50
负债总额	81.8	90.0	134.7	176.4	224.5	分红指标					
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	57.4	77.0	77.0	77.0	77.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	329.5	1,806.5	1,973.6	2,196.0	2,471.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	386.9	1,883.5	2,050.6	2,272.9	2,548.9						
						现金流量表					
						(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						净利润	74.7	107.2	167.1	222.3	276.0
						加:折旧和摊销	2.4	5.3	2.7	3.3	4.0
						资产减值准备	-4.4	11.2	14.6	21.7	25.4
						公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						财务费用	-0.6	-1.5	-22.5	-22.9	-24.2
						投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						营运资金的变动	-41.7	-128.2	-94.6	-222.5	-111.0
						经营活动产生现金流量	30.3	-6.0	67.3	2.0	170.1
						投资活动产生现金流量	-70.9	-19.9	-10.2	-12.3	-14.8
						融资活动产生现金流量	-7.3	1,362.5	32.5	27.3	28.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.30	1.39	2.17	2.89	3.59
						BVPS(元)	6.74	24.48	26.65	29.54	33.12
						PE(X)	111.26	77.52	49.73	37.38	30.12
						PB(X)	21.48	4.41	4.05	3.66	3.26
						P/FCF	2477.73	-184.86	92.68	491.30	45.17
						P/S	30.74	24.46	17.23	12.30	9.51
						EV/EBITDA	93.95	71.26	43.90	32.10	24.95
						CAGR(%)	91.0%	43.2%	49.6%	44.0%	28.5%
						PEG	2.60	1.78	0.89	1.13	1.25
						ROIC/WACC	5.71	2.51	3.18	7.51	7.48
						REP	3.69	1.76	3.61	1.08	0.92

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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