

2022 年 12 月 11 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

网络安全进入快车道，催动商密需求加速

—三未信安（688489.SH）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

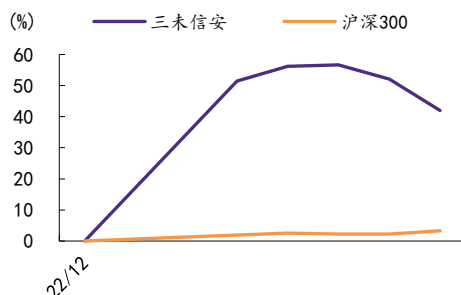
分析师：宝幼琛 S1050521110002
baoyc@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-09

当前股价（元）	113.07
总市值（亿元）	87
总股本（百万股）	77
流通股本（百万股）	16
52 周价格范围（元）	112.01-123.59
日均成交额（百万元）	733.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

网络安全迈入快车道，助推商密需求爆发

近年来，我国网络安全政策法规的逐步推进、产业生态完善和安全需求的深化演进，我国网络安全产业发展进入快车道。2019 年全球安全产业规模达 1244 亿美元，同比增长 9.11%；2020 年受疫情影响，全球安全产业规模增长至 1278 亿美元，同比增长 2.75%。密码作为网络安全的核心技术和基础支撑，商密应用场景已延伸至金融、国家基础设施、数字经济等领域。此外，《密码法》、《网络安全法》等一系列法律法规的颁布大力促进我国各领域对商密技术和产品的需求，2020 年商密产业规模达 466 亿元，同比增长 33.1%，预计 2023 年商密产业规模达 938 亿元。

产品技术推陈出新，优质客户构筑护城河

公司作为国内商用密码基础设施提供商，致力于密码技术性能和安全性突破与创新，其中密码板卡资质数量在行业中排名第一，在全球密码硬件安全市场位列第九，2020 年市占率达 0.41%。产品方面，在信创产业发展大背景下，公司推出全国产化的信创版金融数据密码机，于 2020 年通过国内安全等级三级认证；自研密码芯片 XS100 可以满足公司自用需求。公司通过加强密码芯片与国产基础硬件的集成能力，形成国产“CPU+操作系统+密码芯片”的整合方案，在国产化大背景下有望率先受益。客户方面，公司在网络安全、政府、金融、医疗、教育等行业积累了各行各业高质量用户。公司借助自主可控的技术架构及丰富的产品种类将进一步提高客户粘性，将进一步打开增长空间。

盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 3.75、5.30、7.69 亿元，EPS 分别为 1.82、2.57、3.71 元，当前股价对应 PE 分别为 62、44、31 倍，给予“买入”投资评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、密码芯片推向市场不及预期风险、主要原材料芯片、组装配件等存在进口依赖和断供风险、疫情反复风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	270	375	530	769
增长率（%）	33.5%	38.8%	41.4%	44.9%
归母净利润（百万元）	75	139	197	284
增长率（%）	42.8%	86.2%	41.3%	44.6%

摊薄每股收益（元）	1.30	1.82	2.57	3.71
ROE（%）	19.3%	6.9%	9.0%	11.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	134	1,690	1,767	1,886
应收款	179	247	320	421
存货	42	49	70	96
其他流动资产	8	11	15	22
流动资产合计	363	1,997	2,171	2,425
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	21	21	20	19
在建工程	1	0	0	0
无形资产	7	7	6	6
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	77	77	77	77
非流动资产合计	106	105	103	102
资产总计	469	2,101	2,275	2,527
流动负债：				
短期借款	5	5	5	5
应付账款、票据	21	26	33	46
其他流动负债	41	41	41	41
流动负债合计	67	72	79	92
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15
非流动负债合计	15	15	15	15
负债合计	82	87	94	107
所有者权益				
股本	57	77	77	77
股东权益	387	2,014	2,180	2,421
负债和所有者权益	469	2,101	2,275	2,527

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	75	138	196	283
少数股东权益	0	-1	-1	-1
折旧摊销	4	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-49	-73	-91	-122
经营活动现金净流量	30	66	105	160
投资活动现金净流量	-71	1	1	1
筹资活动现金净流量	1596	1489	-29	-43
现金流量净额	1,556	1,556	77	119

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	270	375	530	769
营业成本	71	88	113	156
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	43	56	74	100
管理费用	24	38	48	62
财务费用	-1	-40	-42	-45
研发费用	50	71	106	161
费用合计	117	125	186	278
资产减值损失	0	-1	-1	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	85	162	230	333
加：营业外收入	0	1	1	1
减：营业外支出	1	0	1	1
利润总额	84	163	230	333
所得税费用	9	24	35	50
净利润	75	138	196	283
少数股东损益	0	-1	-1	-1
归母净利润	75	139	197	284

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	33.5%	38.8%	41.4%	44.9%
归母净利润增长率	42.8%	86.2%	41.3%	44.6%
盈利能力				
毛利率	73.6%	76.6%	78.7%	79.8%
四项费用/营收	43.2%	33.2%	35.0%	36.1%
净利率	27.6%	36.9%	36.9%	36.8%
ROE	19.3%	6.9%	9.0%	11.7%
偿债能力				
资产负债率	17.5%	4.1%	4.1%	4.2%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	1.5	1.5	1.7	1.8
存货周转率	1.7	1.8	1.7	1.7
每股数据(元/股)				
EPS	1.30	1.82	2.57	3.71
P/E	86.9	62.3	44.0	30.5
P/S	24.0	23.1	16.3	11.3
P/B	16.8	4.3	4.0	3.6

■ 计算机&中小盘组介绍

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7 年证券从业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6 年证券行业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

许思琪：澳大利亚国立大学硕士。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。