

三未信安(688489)

报告日期: 2023年08月24日

## 收购江南科友强化金融布局, 持续布局物联网芯片

### ——三未信安 2023 半年报点评报告

#### 事件

公司发布 2023 半年报, 2023H1 实现营业收入 1.04 亿元 (同比增长 10.08%), 归母净利润 0.1 亿元 (同比下降 29.14%), 扣非后归母净利润 0.09 亿元 (同比增长 0.56%)。

单 2023Q2 而言, 公司实现营业收入 0.67 亿元 (同比增长 0.83%), 归母净利润 0.14 亿元 (同比下降 40.82%), 扣非后归母净利润 0.13 亿元 (同比下降 32.81%)。

#### 点评

##### □ 收入增速放缓受到经济弱复苏影响

公司 2023Q2 收入增速相较于 2023Q1 呈现增速放缓趋势, 我们认为主要受到经济弱复苏的影响。但从行业景气度来看, 我们认为商用密码行业政策频出, 下游需求有望伴随经济恢复逐步释放:

- 2023 年 4 月国务院修订通过《商用密码管理条例》, 并自 2023 年 7 月 1 日起施行, 针对关键信息基础设施的密评工作进行了强调与完善;
- 2023 年 6 月, 国家密码管理局研究起草了《商用密码检测机构管理办法 (征求意见稿)》和《商用密码应用安全性评估管理办法 (征求意见稿)》, 考虑到相关文件落地开启, 有望加强商用密码检测机构管理, 规范商用密码检测活动和商用密码应用安全性评估工作, 进一步落实《商用密码管理条例》(修订稿)的推广落地。

##### □ 收购江南科友, 强化金融行业布局

公司于 2023 年 6 月以 1.15 亿元收购江南科友 66.93% 股权。江南科友在金融领域深耕多年, 对于江南科友的收购增强了金融领域的战略布局, 有望增厚公司利润。我们认为未来公司有望持续受益于金融机构商用密码建设:

- 2020 年央行发文要求银行国产密码改造量 2021-2023 年分别达到 35%、50%、100%;
- 2022 年监管发文要求 2022 年 12 月 31 日前所有证券期货基金交易量的 60% 必须用国产密码进行保护;
- 金融行业信创改造持续推进, 2022 年金融密改订单快速增长, 未来有望维持高景气。

##### □ 增大研发销售投入, 短期对利润造成扰动

公司 2023H1 研发与销售费用分别同比增长 22% 和 38%, 加大市场开拓以及高层次销售人才招聘力度, 同时继续保持对研发的高度重视, 持续引进高水平研发人才。公司在费用端的投入短期对利润端带来一定压力。

##### □ 持续布局物联网等新兴领域, 长期有望打开收入增长空间

公司 2023H1 在多个新兴领域的研发布局取得了较好突破:

- **物联网:** 2023 年将会陆续推出 3 款物联网芯片与边缘物联设备, 可以应用于多种物联网安全场景, 配合三未信安在云端的优势, 形成覆盖“云管边端”的综合解决方案;
- **区块链:** 推出区块链加密机产品, 是国内最早一批获得区块链密码商密认证资质的厂商产品之一, 将来该产品将广泛应用于区块链领域密码应用建设;
- **人工智能:** 研发多方安全计算平台, 支持多方用户之间的联邦机器学习, 实现用户画像等机器学习场景的安全应用。

#### 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

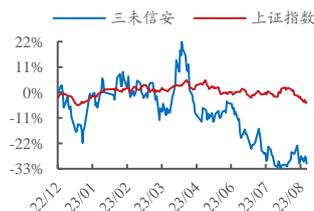
执业证书号: S1230523070005

liujingyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥55.95
总市值(百万元)	6,372.11
总股本(百万股)	113.89

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《收入增速略超预期, 研发投入奠基业绩释放》 2023.04.27
- 2 《收入结构升级, 人效持续提升》 2023.03.30

**□ 盈利预测与估值**

考虑到上半年经济弱复苏对公司业务发展速度造成一定影响，同时长期来看密码行业景气度有望维持在较高水平，我们调整此前预测，预计公司 2023-2025 年营业收入为 4.30/5.72/7.60 亿元，归母净利润为 1.33/1.86/2.64 亿元，参考 2023 年 8 月 24 日收盘价，对应市盈率分别为 48/34/24 倍，**维持“买入”评级。**

**□ 风险提示**

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；技术人才流失等

**财务摘要**

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	339.76	429.74	571.67	760.49
(+/-) (%)	25.69%	26.48%	33.03%	33.03%
归母净利润	107.21	132.82	185.66	263.51
(+/-) (%)	43.52%	23.89%	39.79%	41.93%
每股收益(元)	1.40	1.17	1.63	2.31
P/E	39.96	47.98	34.32	24.18

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)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,848	1,968	2,156	2,416
现金	1,471	1,572	1,677	1,845
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	317	333	391	456
其它应收款	3	7	4	11
预付账款	11	5	8	9
存货	40	47	70	87
其他	6	5	7	8
<b>非流动资产</b>	126	145	178	223
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	25	21	18	15
无形资产	13	15	17	19
在建工程	1	1	1	0
其他	87	108	142	189
<b>资产总计</b>	1,974	2,113	2,334	2,639
<b>流动负债</b>	70	75	104	136
短期借款	0	0	0	0
应付款项	27	23	35	43
预收账款	0	3	6	6
其他	44	48	62	87
<b>非流动负债</b>	20	20	26	36
长期借款	0	0	0	0
其他	20	20	26	36
<b>负债合计</b>	90	94	130	172
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,883	2,018	2,204	2,467
<b>负债和股东权益</b>	1,974	2,113	2,334	2,639

**现金流量表**

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(6)	103	107	169
净利润	107	133	186	264
折旧摊销	7	9	6	5
财务费用	(2)	(3)	(4)	(4)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(134)	(18)	(48)	(62)
其它	15	(17)	(34)	(34)
<b>投资活动现金流</b>	(20)	(7)	(5)	(5)
资本支出	(3)	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	(16)	(7)	(5)	(5)
<b>筹资活动现金流</b>	1,362	4	4	4
短期借款	(5)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1,368	4	4	4
<b>现金净增加额</b>	1,337	101	105	168

**利润表**

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	340	430	572	760
营业成本	83	108	140	185
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	54	69	88	109
管理费用	27	36	44	55
研发费用	68	80	107	142
财务费用	(2)	(3)	(4)	(4)
资产减值损失	11	11	16	20
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	15	20	26	34
<b>营业利润</b>	111	145	201	282
营业外收支	(0)	0	0	(0)
<b>利润总额</b>	111	145	201	282
所得税	4	13	16	19
<b>净利润</b>	107	133	186	264
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	107	133	186	264
EBITDA	117	151	204	284
EPS (最新摊薄)	1.40	1.17	1.63	2.31

**主要财务比率**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.69%	26.48%	33.03%	33.03%
营业利润	31.04%	30.97%	38.39%	40.30%
归属母公司净利润	43.52%	23.89%	39.79%	41.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.47%	74.78%	75.45%	75.62%
净利率	31.55%	30.91%	32.48%	34.65%
ROE	9.44%	6.81%	8.79%	11.28%
ROIC	5.61%	6.43%	8.25%	10.46%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	4.56%	4.46%	5.57%	6.51%
净负债比率	0.97%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	26.24	26.33	20.82	17.73
速动比率	25.67	25.70	20.14	17.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.21	0.26	0.31
应收账款周转率	1.38	1.30	1.50	1.65
应付账款周转率	3.52	4.33	4.81	4.73
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.40	1.17	1.63	2.31
每股经营现金	-0.05	0.91	0.94	1.49
每股净资产	24.48	17.72	19.35	21.67
<b>估值比率</b>				
P/E	39.96	47.98	34.32	24.18
P/B	2.29	3.16	2.89	2.58
EV/EBITDA	53.92	31.82	23.07	16.02

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>