

# 三未信安 (688489.SH)

## 上半年收入增长 10%，政策推动商密市场加速

买入

### 核心观点

**二季度是全年增速低点。**公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 1.04 亿元 (+10.08%)，归母净利润 0.10 亿元 (-29.14%)，扣非净利润 0.09 亿元 (+0.56%)。单 Q2 来看，公司实现收入 0.67 亿元 (+0.83%)，归母净利润 0.14 亿元 (-40.82%)，扣非净利润 0.13 亿元 (-32.81%)。二季度增速放缓，主要是上半年经济复苏较弱，公司业务发展速度也受到一定程度的影响。

**毛利率逐季恢复，持续加大费用投入。**二季度公司毛利率有所提升，23H1 毛利率达到 71.99%。公司加大费用投，销售、管理、研发费用同比增长 37.63%、25.74%、22.21%。分产品来看，公司密码整体收入 0.42 亿元、密码板卡收入 0.18 亿元、密码系统收入 0.32 亿元、密码服务收入 0.06 亿元、密码芯片收入 0.06 亿元；密码机和密码系统仍是主要贡献，密码芯片已达到去年全年水平。下游客户来看，产品方案解决商收入 0.83 亿元，最终客户收入 0.20 亿元。下游 pki 厂商、以及安全厂商整体处于弱复苏状态，公司作为上游也受到了一定影响。

**并购江南科友，三季度有望开始增厚业绩。**公司以自有资金 1.51 亿元收购广州江南科友科技股份有限公司 66.9% 股份，江南科友将成为公司控股子公司。江南科友 21/22 年收入为 1.18/1.23 亿元，净利润 0.22/0.18 亿元，三季度开始有望并表。科友产品主要在密码应用端较多，尤其在金融等重要行业的密码应用占据着主导地位。公司持续加大下游应用端拓展，对于密码应用较早的金融等行业，通过收购该领域公司切入最为直接。

**商密管理条例于今年 7 月开始正式实施，坚定看好商密市场发展。**密码法 2020 年推出以来，密改密评市场项目数量一直保持高速增长，2022 年共跟踪到 7159 个项目，同比增长 129.7%。另一方面，根据“三同步一评估”的要求，密码在党政、电力、金融等信创领域已经成为标配。公司具备业内最丰富的密码产品体系，也基于自研密码芯片，实现全系列密码产品的核心密码器件国产化替换。云密码领域，公司已经与华为云、天翼云、浪潮云等广泛合作。叠加密评和信创下半年均有望加速的背景，看好商密加速发展。

**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“买入”评级。基于 23 年行业恢复较弱，以及叠加江南科友并表因素，预计 2023-2025 年营业收入由 4.77/6.59/8.88 亿元，下调为 4.64/6.66/8.64 亿元，增速分别为 37%/43%/30%，归母净利润为 1.35/2.01/2.67 亿元，对应当前 PE 为 47/32/24 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	270	340	464	666	864
(+/-%)	33.5%	25.7%	36.6%	43.4%	29.9%
净利润(百万元)	75	107	135	201	267
(+/-%)	42.8%	43.5%	26.2%	48.8%	32.5%
每股收益(元)	0.66	0.94	1.19	1.77	2.34
EBIT Margin	29.5%	31.0%	25.4%	27.6%	29.0%
净资产收益率 (ROE)	19.3%	5.7%	6.7%	9.1%	10.7%
市盈率 (PE)	85.4	59.5	47.1	31.7	23.9
EV/EBITDA	77.0	58.3	53.2	34.3	25.3
市净率 (PB)	16.48	3.39	3.16	2.87	2.57

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

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏尧

021-60875168

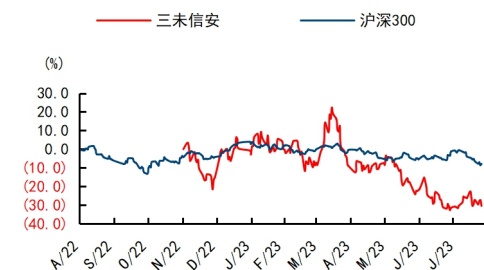
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	55.95 元
总市值/流通市值	6372/1407 百万元
52 周最高价/最低价	155.00/53.88 元
近 3 个月日均成交额	103.81 百万元

#### 市场走势



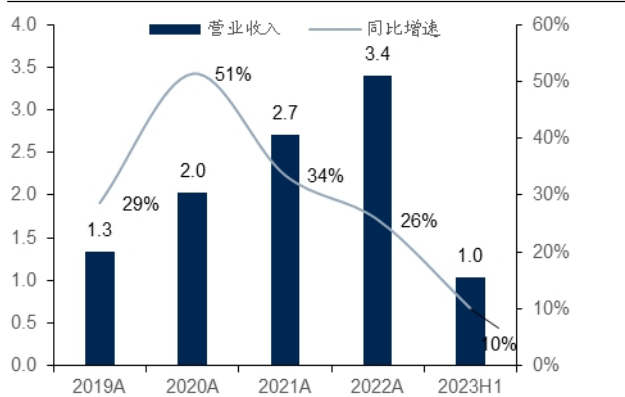
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《三未信安(688489.SH)——2022 年报点评-盈利能力持续提升，下游开拓顺利》——2023-03-28

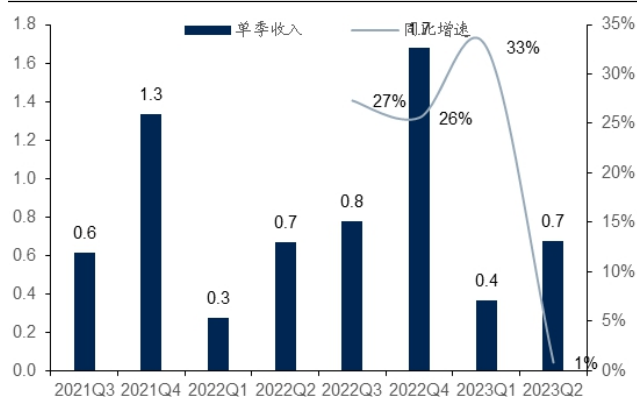
公司发布 23H1 中报，上半年公司实现收入 1.04 亿元（+10.08%），归母净利润 0.10 亿元（-29.14%），扣非净利润 0.09 亿元（+0.56%）。单 Q2 来看，公司实现收入 0.67 亿元（+0.83%），归母净利润 0.14 亿元（-40.82%），扣非净利润 0.13 亿元（-32.81%）。二季度增速放缓，主要是上半年经济复苏较弱，公司业务发展速度也受到一定程度的影响

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



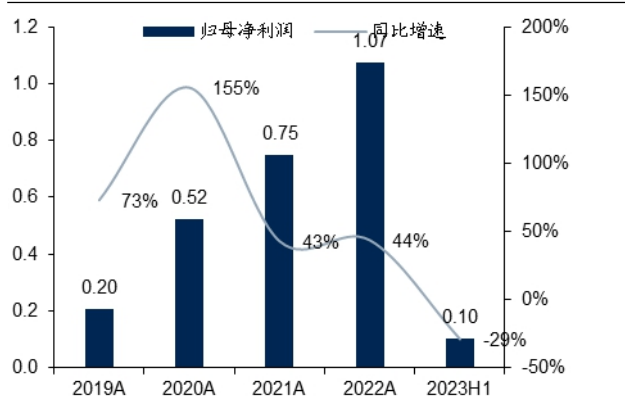
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



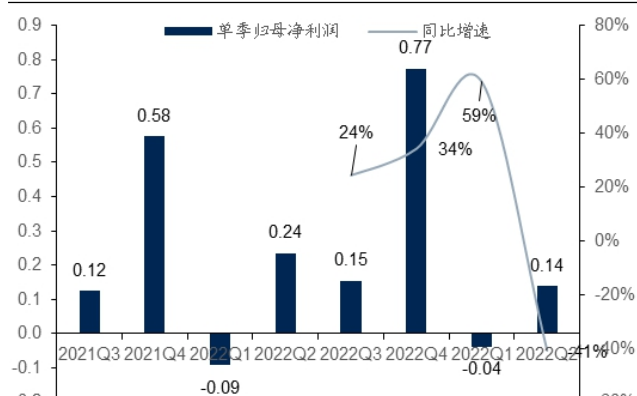
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**投资建议：**基于 23 年行业恢复较弱，以及叠加江南科友并表因素，预计 2023-2025 年营业收入由 4.77/6.59/8.88 亿元，下调为 4.64/6.66/8.64 亿元，增速分别为 37%/43%/30%，归母净利润为 1.35/2.01/2.67 亿元，对应当前 PE 为 47/32/24 倍，维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	134	1471	1509	1511	1585	营业收入	270	340	464	666	864
应收款项	179	320	407	583	758	营业成本	71	83	117	167	214
存货净额	42	40	57	80	102	营业税金及附加	2	2	3	5	6
其他流动资产	8	16	22	32	42	销售费用	43	54	84	113	147
<b>流动资产合计</b>	<b>363</b>	<b>1848</b>	<b>1995</b>	<b>2208</b>	<b>2487</b>	管理费用	24	27	40	54	65
固定资产	22	25	59	92	121	研发费用	50	68	102	143	181
无形资产及其他	7	13	14	14	14	财务费用	(1)	(2)	(22)	(22)	(23)
投资性房地产	77	87	87	87	87	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	2	(10)	(8)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>469</b>	<b>1974</b>	<b>2155</b>	<b>2401</b>	<b>2711</b>	其他收入	(46)	(66)	(88)	(127)	(163)
短期借款及交易性金融负债	8	1	10	10	10	营业利润	85	111	144	214	284
应付款项	21	27	38	53	68	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	38	43	64	89	113	<b>利润总额</b>	<b>84</b>	<b>111</b>	<b>144</b>	<b>214</b>	<b>284</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>67</b>	<b>70</b>	<b>112</b>	<b>152</b>	<b>191</b>	所得税费用	9	4	9	13	17
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	20	24	29	33	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>75</b>	<b>107</b>	<b>135</b>	<b>201</b>	<b>267</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>136</b>	<b>181</b>	<b>224</b>	净利润	75	107	135	201	267
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(4)	2	2	2	2
股东权益	387	1883	2019	2220	2486	折旧摊销	4	6	5	7	10
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>469</b>	<b>1974</b>	<b>2155</b>	<b>2401</b>	<b>2711</b>	公允价值变动损失	(0)	(2)	10	8	8
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(1)	(2)	(22)	(22)	(23)
每股收益	0.66	0.94	1.19	1.77	2.34	营运资本变动	(129)	(141)	(70)	(163)	(160)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	4	(2)	(2)	(2)	(2)
每股净资产	3.39	16.52	17.71	19.47	21.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>(50)</b>	<b>(31)</b>	<b>80</b>	<b>54</b>	<b>125</b>
ROIC	20.48%	9.22%	10%	21%	23%	资本开支	0	(12)	(51)	(51)	(51)
ROE	19.31%	5.69%	7%	9%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	74%	75%	75%	75%	75%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(12)</b>	<b>(51)</b>	<b>(51)</b>	<b>(51)</b>
EBIT Margin	29%	31%	25%	28%	29%	权益性融资	(0)	1404	0	0	0
EBITDA Margin	31%	33%	26%	29%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	34%	26%	37%	43%	30%	支付股利、利息	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润增长率	43%	44%	26%	49%	32%	其它融资现金流	2	(25)	9	0	0
资产负债率	17%	5%	6%	8%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>1379</b>	<b>9</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(48)</b>	<b>1337</b>	<b>38</b>	<b>3</b>	<b>74</b>
P/E	85.4	59.5	47.1	31.7	23.9	货币资金的期初余额	182	134	1471	1509	1511
P/B	16.5	3.4	3.2	2.9	2.6	货币资金的期末余额	134	1471	1509	1511	1585
EV/EBITDA	77.0	58.3	53.2	34.3	25.3	企业自由现金流	0	(45)	(6)	(34)	35
						权益自由现金流	0	(70)	24	(13)	57

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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