

# 三未信安 (688489.SH)

## 并表带动 Q3 收入高增长，发布股权激励彰显信心

买入

### 核心观点

**三季度江南科友并表，收入高增长。**公司发布 23Q3 季报，公司前三季度收入 2.36 亿元 (+37.35%)，归母净利润 0.40 亿元 (+33.24%)，扣非归母净利润 0.32 亿元 (+35.54%)。单 Q3 来看，公司收入 1.33 亿元 (+70.30%)，归母净利润 0.30 亿元 (+90.88%)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (+54.97%)。三季度江南科友并表，带来公司单季度收入增长明显。

**Q3 毛利率继续提升，费用投入加大。**公司 Q3 毛利率达到 73.95%，环比持续提升。公司新产品逐步投入市场，同时自研密码芯片逐步完成替换大幅降低了产品成本。公司加大费用投，销售、管理、研发费用同比增长 51.17%、27.46%、45.65%。

**并表江南科友增厚业绩，发布股权激励推动江南科友再成长。**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 21/22 年收入为 1.18/1.23 亿元，净利润 0.22/0.18 亿元，三季度已并表。密码产品在客户侧应用粘性较高，公司通过收购快速切入金融领域。公司在 9 月底发布了针对江南科友的股权激励，激励对象总人数不超过 28 人，全部为江南科友核心骨干员工；拟授予的限制性股票数量为 99.3 万股，约占公司股本总额 0.87%；授予价格为每股 34.10 元。考核目标为以 2022 年江南科友为基数，对于 23-24 年营收或者归母净利润，复合增速不低于 20%，二者达成其一即可。

**发布新一代自研密码芯片，布局车联网安全解决方案。**公司近期发布全新的三款芯片：随机数芯片 XR100，物联网安全芯片 XT100 和 XT200。其中 XT200 是面向物联网等安全领域推出的低成本、低功耗密码芯片，可用于工业互联网、车联网、区块链、充电桩等多个场景中，已获得多个奖项。公司也发布了车联网安全解决方案，围绕“云-车-X”车联网架构，推出了覆盖身份认证、指令安全、OTA 升级等多个密码技术产品。公司与海量数据、重庆远望等多家厂商签署战略合作协议，共同布局车联网安全。

**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。预计 2023-2025 年营业收入为 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 40/27/20 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)	71.7	50.0	39.6	26.6	20.1
EV/EBITDA	64.8	49.1	44.9	28.9	21.4
市净率 (PB)	13.85	2.85	2.65	2.41	2.16

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

xionglli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：库宏焱

021-60875168

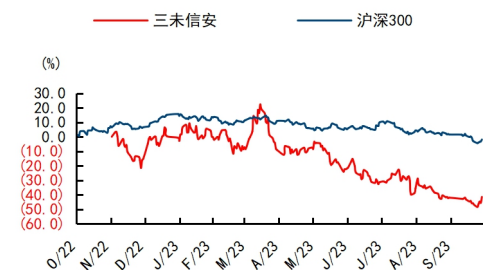
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	47.01 元
总市值/流通市值	5354/1182 百万元
52 周最高价/最低价	155.00/40.54 元
近 3 个月日均成交额	82.12 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

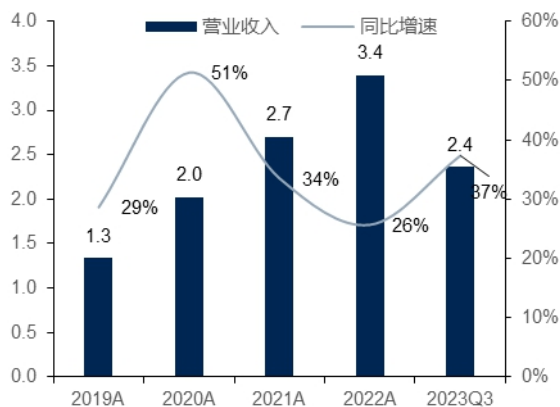
#### 相关研究报告

《三未信安 (688489.SH) - 上半年收入增长 10%，政策推动商密市场加速》——2023-08-25

《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

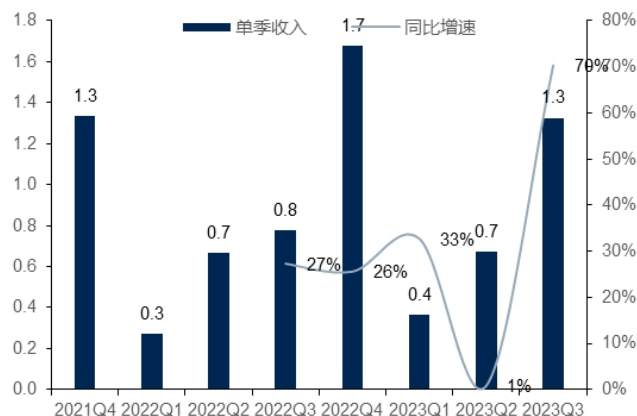
公司发布 23Q3 季报，公司前三季度收入 2.36 亿元（+37.35%），归母净利润 0.40 亿元（+33.24%），扣非归母净利润 0.32 亿元（+35.54%）。单 Q3 来看，公司收入 1.33 亿元（+70.30%），归母净利润 0.30 亿元（+90.88%），扣非归母净利润 0.24 亿元（+54.97%）。三季度江南科友并表，带来公司单季度收入增长明显。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



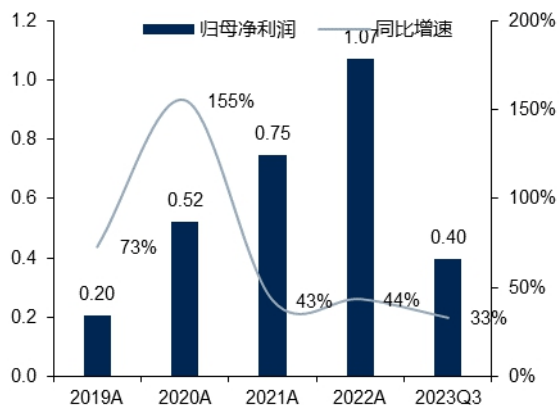
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



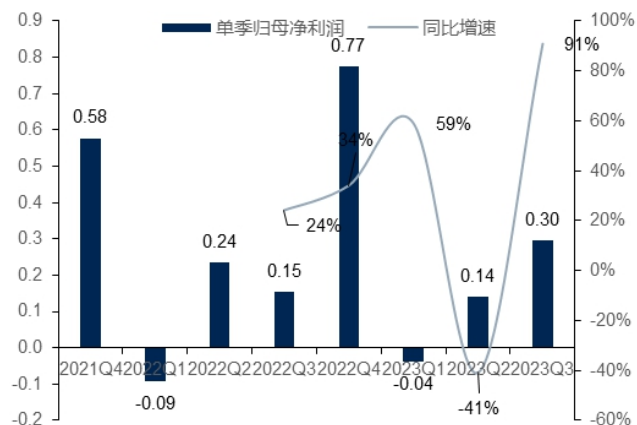
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：**预计 2023-2025 年营业收入为 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 40/27/20 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	71.7	50.0	39.6	26.6	20.1	货币资金的期初余额	182	134	1471	1509	1511
P/B	13.9	2.8	2.7	2.4	2.2	货币资金的期末余额	134	1471	1509	1511	1585
EV/EBITDA	64.8	49.1	44.9	28.9	21.4	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