

三未信安 (688489)

2023 三季报点评：江南科友协同效应渐显，自研芯片实现国产替代

事件：公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 2.36 亿元 (+37.35%)，归母净利润 0.39 亿元 (+33.24%)，扣非净利润 0.32 亿元 (+35.54%)，毛利率同比-3.61pcts。

◆ Q3 业绩超预期，与江南科友协同效应显现。

公司 23 年 Q3 实现营收 1.33 亿元，(+70.30%)，增速同比+42.99pcts、环比+69.47pcts；归母净利润 0.29 亿元，(+90.88%)，增速同比+66.64pcts、环比+131.70pcts。公司本季度经营业绩大幅提升，主要影响因素包括：1) 商密政策逐步推进，拉动行业市场需求；2) 新产品逐步投入市场，自研芯片逐步替换带来产品功能增强、成本端优化；3) 持续加大在特定行业和领域的市场开拓，效果渐显；4) 江南科友并表，产生业务协同。江南科友作为以银行金融行业为主要客户的密码服务提供商，在相关细分领域市场优势明显。银行等金融行业信创有序推进，密码应用创新机会较多。我们认为，公司原本处于信息安全行业上游，主要为安全厂商提供密码核心产品，并不涉及直接用户市场。通过控股江南科友，既补充了企业产品线，也打通了银行等金融行业下游市场，还形成了间接需求和直接需求相结合的双轮驱动业务模式。江南科友对公司经营及市场拓展的协同、增益效应正在逐步显现。

◆ 销售和研发投入力度加大，自研密码芯片实现国产替代。

公司前三季度销售费用 0.62 亿元 (+51.17%)，管理费用 0.26 亿元 (+27.46%)，研发费用 0.70 亿元 (+45.65%)。销售和研发费用增速分别同比+18.78pcts、+16.05pcts，较同期营收增速分别+13.82pcts、+8.30pcts，加大市场销售和技术研发投入力度明显。销售方面，公司加大市场开拓力度和招聘高层次销售人才，下游行业客户覆盖政务、金融、能源、信息技术等行业，拥有众多下游优质客户资源。研发方面，今年 8 月全新

投资评级

买入

维持评级

2023 年 11 月 07 日

收盘价(元):

51.16

公司基本数据

总股本(百万股)	113.89
总市值(百万)	5,826.58
流通股本(百万股)	25.39
流通市值(百万)	1,298.84
12 月最高/最低价(元)	155.00/40.54
资产负债率(%)	6.44
每股净资产(元)	16.62
市盈率(TTM)	49.75
市净率(PB)	3.08
净资产收益率(%)	2.10

股价走势图



作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书: S0640521040001
邮箱: zourf@avicsec.com

卢正羽 分析师
SAC 执业证书: S0640521060001
邮箱: luzhy@avicsec.com

闫智 研究助理
SAC 执业证书: S0640122070030
邮箱: yanz@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

2023 上半年点评：强化金融行业布局，面临
产业快速增长机遇 —2023-09-04

发布了随机数芯片 XR100、物联网安全芯片 XT100 及 XT200 三款自研芯片，同时新一代高性能云端芯片正在按计划有序开展研发任务。公司进一步布局面向云计算和大数据安全的高性能密码芯片以及面向终端和物联网边缘网关的低功耗密码芯片，广泛拓展服务器、云计算、手持终端及智能机器人等细分应用场景。其自研国产密码芯片具备高性能、高集中度、可支持虚拟化等多项技术优势。我们认为，公司自研密码芯片从供应链安全和降低成本方面均有较大突破。可实现自用降本，外销增收，未来或带来业绩新增量。

◆ 国产商密市场需求空间大，产业链自主可控企业市场份额有望进一步提升。

国家信创政策要求央企国企 2023-2027 年进行基础软硬件的国产替代，并进行国产密码新增或改造。随着信创系统的全面推广，密码产品从芯片、板卡、整机均需要支持国密体系，并完成替换和改造。此外，为规范商用密码检测活动和应用安全性评估工作，国家密码管理局日前出台了《商用密码检测机构管理办法》和《商用密码应用安全性评估管理办法》，两部管理办法将于今年 11 月 1 日正式施行。规定“要求使用商用密码进行保护的的网络与信息系统，其运营者应当使用商用密码进行保护，制定商用密码应用方案，配备必要的资金和专业人员，同步规划、同步建设、同步运行商用密码保障系统，并定期开展商用密码应用安全性评估”。密改、密评监管趋严，云计算、区块链、车联网等新兴技术快速发展催生密码应用新场景，共同驱动商密市场需求快速增长。我们认为，政企客户及新技术场景对密码产品的功能、技术水平有更高要求，市场份额有望向创新能力强、产业链自主可控的头部厂商进一步集中。

◆ 投资建议

公司与江南科友协同效应渐显，自研密码芯片实现国产替代。国产商密市场需求空间大，产业链自主可控企业市场份额有望进一步提升。预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 4.51 亿元、5.96 亿元、7.92 亿元；归母净利润分别为 1.33 亿元、1.78 亿元、2.40 亿元，对应目前 PE 分别为 44X /33X /24X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

下游需求不及预期；技术迭代加快；市场竞争加剧。

◆ 盈利预测

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	339.76	451.35	595.96	791.97
增长率 (%)	25.69%	32.84%	32.04%	32.89%
归属母公司股东净利润	107.21	132.93	178.31	239.63
增长率 (%)	43.52%	24.00%	34.13%	34.39%
每股收益 EPS(元)	0.94	1.17	1.57	2.10
PE	54.35	43.83	32.68	24.32

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	339.76	451.35	595.96	791.97	货币资金	1470.92	1472.69	1473.31	1466.34
营业成本	83.34	115.54	147.31	188.63	应收票据及账款	319.21	424.04	559.91	744.07
税金及附加	2.33	3.09	4.08	5.42	预付账款	10.59	14.06	18.57	24.67
销售费用	53.95	72.22	92.37	120.38	其他应收款	3.48	4.62	6.11	8.11
管理费用	26.74	36.11	46.49	61.77	存货	40.00	55.46	70.71	90.54
研发费用	68.22	92.53	122.17	162.35	其他流动资产	3.58	4.76	6.28	8.35
财务费用	-1.51	-5.11	-5.13	-5.13	流动资产总计	1847.78	1975.64	2134.89	2342.09
资产减值损失	-2.23	-2.96	-3.91	-5.19	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-8.98	-11.93	-15.76	-20.94	固定资产	26.75	22.65	18.54	14.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	0.67	0.55	0.44	0.33
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	13.02	10.85	8.68	6.51
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	5.48	2.74	0.00	0.00
资产处置收益	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	其他非流动资产	79.82	79.82	79.82	79.82
其他收益	15.55	15.55	15.55	15.55	非流动资产合计	125.74	116.62	107.48	101.07
营业利润	110.94	137.54	184.46	247.87	资产总计	1973.51	2092.26	2242.37	2443.16
营业外收入	0.26	0.26	0.26	0.26	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.35	0.35	0.35	0.35	应付票据及账款	26.57	36.83	46.96	60.13
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	43.85	60.62	77.47	99.48
利润总额	110.85	137.46	184.38	247.78	流动负债合计	70.42	97.45	124.43	159.61
所得税	3.65	4.52	6.07	8.16	长期借款	1.03	0.75	0.48	0.25
净利润	107.21	132.93	178.31	239.63	其他非流动负债	18.58	18.58	18.58	18.58
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	19.61	19.33	19.06	18.83
归属母公司股东净利润	107.21	132.93	178.31	239.63	负债合计	90.03	116.78	143.49	178.44
现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	股本	76.95	76.95	76.95	76.95
经营活动现金流净额	-9.17	38.48	51.26	62.52	资本公积	1577.39	1577.39	1577.39	1577.39
投资活动现金流净额	-19.87	-0.59	-0.59	-0.59	留存收益	229.14	321.14	444.54	610.38
筹资活动现金流净额	1362.49	-36.11	-50.05	-68.89	归属母公司权益	1883.48	1975.48	2098.88	2264.72
现金流量净额	1333.45	1.78	0.62	-6.97	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
					股东权益合计	1883.48	1975.48	2098.88	2264.72
					负债和股东权益合计	1973.51	2092.26	2242.37	2443.16

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637