

证券研究报告

安防设备



增持 (维持)

三未信安 (688489)

营收增长较快，出海业务实现突破

2024年09月14日

市场数据

市场数据日期	2024-09-13
收盘价(元)	24.66
总股本(百万股)	114.33
流通股本(百万股)	49.41
净资产(百万元)	1834.61
总资产(百万元)	2016.81
每股净资产(元)	16.05

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证计算机】三未信安: 营收稳健增长, 布局芯片和新兴技术 20240509》2024-05-09

《【兴证计算机】三未信安: 携手华为鲲鹏, 全面卡位密码产业核心环节 20231115》2023-11-15

《【兴证计算机】三未信安(深度): 商密领军, 卡位密码设施核心价值链 20230509》2023-05-08

分析师:

蒋佳霖

jiangjialin@xyzq.com.cn

S0190515050002

桂杨

guiyang@xyzq.com.cn

S0190524040005

投资要点

- 事件:** 2024年H1, 公司实现营收1.69亿元, 同比增长63.48%; 归母净利润0.14亿元, 同比增长35.21%; 扣非归母净利润0.09亿元, 同比增长1.14%。2024年Q2单季, 公司实现营收1.20亿元, 同比增长78.06%; 归母净利润0.24亿元, 同比增长70.05%; 扣非净利润0.22亿元, 同比增长62.23%。
- 营收增长较快, 现金流有所改善。**公司2024H1营收同比增长较快, 主要系华为等大客户采购量同比大幅增加, 以及公司在医保、运营商和电力等领域开拓有效, 此外, 江南科友纳入合并范围增厚公司业绩。2024H1经营活动现金流-0.22亿元, 去年同期-0.28亿元, 现金流改善主要系公司高度重视应收账款管理和催收, 并在销售人员业绩考核和客户信用管理等方面采取措施。
- 加大销售投入, 毛利率同比提升。**2024H1公司销售/管理/研发费用率分别为32.81%/12.90%/31.27%, 同比变动+3.06/-2.37/-4.23pcts。销售费用较上年同比增长80.26%, 主要系公司增加销售人员数量、引进高水平管理人才。2024H1年公司综合毛利率为76.83%, 同比提升5.91pcts。2024Q2单季公司综合毛利率76.58%, 同比提升4.59pcts。
- 布局新兴技术, 出海业务实现突破。**公司较早关注密评, 为政务、能源、金融、通信等行业各类用户累计提供数千个密码应用解决方案; 进一步强化芯片领域核心竞争优势, 新推出的XT、XR系列芯片在物联网市场实现多个应用场景拓展; 依托信创市场经验, 推出“全国产化”系列的全体系统密码产品; 在云计算领域密码应用达到国内领先水平, 与华为云、移动云等国内主流云厂商合作; 持续开展前沿技术研究, 公司抗量子密码产品已有合作试点项目; 三未信安香港有限公司作为出海业务第一站, 已实现项目突破, 未来公司将进一步拓展并服务海外市场。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2024-2026年归母净利润为0.92/1.13/1.39亿元, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 密码行业需求不及预期; 新技术研发进度不及预期; 出海业务增长不及预期。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	359	465	587	719
同比增长	5.5%	29.6%	26.3%	22.4%
归母净利润(百万元)	67	92	113	139
同比增长	-37.3%	37.0%	23.0%	22.7%
毛利率	73.2%	72.1%	71.9%	71.9%
ROE	3.5%	4.7%	5.5%	6.4%
每股收益(元)	0.59	0.81	1.00	1.22
市盈率	41.7	30.5	24.8	20.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理 (2023年EPS为使用最新股本摊薄计算)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1703	1803	1890	1997
货币资金	955	1192	1104	1027
交易性金融资产	320	160	187	200
应收票据及应收账款	337	352	475	618
预付款项	5	9	13	16
存货	48	67	84	103
其他	38	23	28	33
非流动资产	377	332	360	384
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	103	94	82	70
在建工程	3.0	1.0	0.5	0.3
无形资产	54	74	97	121
商誉	100	50	58	63
长期待摊费用	20	26	32	39
其他	97	88	90	91
资产总计	2079	2136	2251	2381
流动负债	113	108	123	136
短期借款	6	6	6	5
应付票据及应付账款	32	42	54	66
其他	75	60	64	65
非流动负债	46	32	35	36
长期借款	0	0	0	0
其他	46	32	35	36
负债合计	159	140	158	171
股本	114	114	114	114
资本公积	1525	1525	1525	1525
未分配利润	237	300	380	476
少数股东权益	17	23	32	44
股东权益合计	1920	1995	2093	2210
负债及权益合计	2079	2136	2251	2381

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	67	92	113	139
折旧和摊销	16	20	21	22
资产减值准备	6	-14	20	18
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-10	-11	-10
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	8	6	9	12
营运资金的变动	-15	-25	-159	-182
经营活动产生现金流量	87	48	-3	-0
投资活动产生现金流量	-526	202	-70	-53
融资活动产生现金流量	-80	-13	-15	-25
现金净变动	-519	237	-88	-77
现金的期初余额	1471	955	1192	1104
现金的期末余额	952	1192	1104	1027

利润表

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	359	465	587	719
营业成本	96	130	165	202
税金及附加	4	4	6	7
销售费用	92	93	112	129
管理费用	40	42	50	57
研发费用	98	112	147	187
财务费用	-24	-10	-11	-10
其他收益	25	16	17	17
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-6	-5	-6	-6
资产减值损失	-5	-3	-4	-4
资产处置收益	0	-0	-0	-0
营业利润	68	103	128	155
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	68	103	127	155
所得税	-8	4	5	4
净利润	76	99	123	151
少数股东损益	8	6	9	12
归属母公司净利润	67	92	113	139
EPS(元)	0.59	0.81	1.00	1.22

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	5.5%	29.6%	26.3%	22.4%
营业利润增长率	-38.6%	51.1%	23.9%	21.3%
归母净利润增长率	-37.3%	37.0%	23.0%	22.7%
盈利能力				
毛利率	73.2%	72.1%	71.9%	71.9%
归母净利率	18.8%	19.8%	19.3%	19.4%
ROE	3.5%	4.7%	5.5%	6.4%
偿债能力				
资产负债率	7.7%	6.6%	7.0%	7.2%
流动比率	15.03	16.68	15.35	14.74
速动比率	14.60	16.06	14.67	13.98
营运能力				
资产周转率	17.7%	22.1%	26.8%	31.0%
应收账款周转率	101.0%	124.4%	131.8%	121.6%
存货周转率	170.2%	173.1%	175.8%	170.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.59	0.81	1.00	1.22
每股经营现金	0.77	0.42	-0.03	-0.00
每股净资产	16.71	17.31	18.09	19.01
估值比率(倍)				
PE	41.7	30.5	24.8	20.2
PB	1.5	1.4	1.4	1.3

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理(2023年EPS为使用最新股本摊薄计算)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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投资损失的书面或口头承诺均为无效，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn