

三未信安 (688489.SH)

强烈推荐 (维持)

Q1 稳步增长，政策完善助力夯实成长确定性

Q1 业绩稳步增长，加大新赛道布局，抢占先机；《商用密码管理条例》正式落地，有望进一步夯实公司成长确定性，维持“强烈推荐”投资评级。

→事件：公司发布 2023 年一季报，公司 23Q1 实现收入 3621.62 万元，同比增长 32.71%；归母净利润亏损 378.34 万元，同比亏损缩窄；扣非归母净利润亏损 477.92 万元，同比亏损缩窄。

→Q1 业绩稳步增长，持续加大研发与销售投入。公司一季度实现稳步增长，实现收入 3621.62 万元，同比增长 32.71%；归母净利润亏损 378.34 万元，同比亏损缩窄；扣非归母净利润亏损 477.92 万元，同比亏损缩窄。Q1 毛利率 68.94%，同比减少 1.06pct。费用方面，销售费用 1643.60 万元，同比增长 44.21%；管理费用 829.82 万元，同比增长 25.80%；研发费用 1895.18 万元，同比增长 34.84%，公司持续加大研发投入，积极布局云密码、隐私计算等新赛道，有望持续抢占市场先机。

→《商用密码管理条例》正式落地，有望进一步夯实公司成长确定性。当前，医疗、教育等重点行业密码建设较为薄弱，随着《商用密码管理条例》正式落地，以“密评”为抓手，相关行业密码建设有望快速补齐，推动行业提速发展。长期来看，密码作为保障数据安全的关键底座，未来以安全多方计算、同态加密、可搜索加密、联邦学习等为代表的新型密码技术，将成为保障数据安全的核心技术，贯穿数据安全全生命周期管理，成为保障数据安全的底层核心。随着数据泄露风险增加，相关密码建设需不断完善，有望推动行业长期保持高景气度。公司聚焦产业链中上游，有望全面受益于行业景气度提升，夯实成长确定性。

→维持“强烈推荐”投资评级。随着政策完善，行业有望保持高景气发展，公司卡位中上游，有望全面受益于高景气发展度发展。预计 23-25 年归母净利润为 1.54/2.10/2.77 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

→风险提示：政策落地不及预期、行业竞争加剧、成本上涨。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	270	340	463	626	813
同比增长	34%	26%	36%	35%	30%
营业利润(百万元)	85	111	159	217	287
同比增长	43%	31%	43%	37%	32%
归母净利润(百万元)	75	107	154	210	277
同比增长	43%	44%	43%	37%	32%
每股收益(元)	0.97	1.39	2.00	2.73	3.60
PE	119.0	82.9	57.9	42.3	32.1
PB	23.0	4.7	4.4	4.1	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

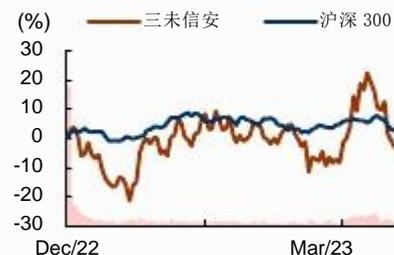
TMT 及中小盘/计算机
目标估值：NA
当前股价：115.53 元

基础数据

总股本(万股)	7695
已上市流通股(万股)	1625
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	19
每股净资产(MRQ)	24.4
ROE(TTM)	6.0
资产负债率	2.7%
主要股东	张岳公
主要股东持股比例	20.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	50	50
相对表现	9	40	51



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、三未信安(688489)一利润快速增长，结构优化促盈利能力稳步提升》2023-03-28
- 2、三未信安(688489)一全年业绩符合预期，有望全面受益于行业高景气》2023-02-24
- 3、《三未信安(688489)：乘政策东风，筑商密之基——精读新股系列(十六)》2022-11-30

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

石恺 研究助理

shikai2@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	363	1848	1979	2156	2386
现金	134	1471	1500	1510	1547
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	177	317	406	549	714
其它应收款	2	3	5	6	8
存货	42	40	45	60	78
其他	8	16	22	30	39
非流动资产	106	126	125	125	125
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	21	25	27	29	30
无形资产商誉	7	13	12	11	9
其他	78	88	87	86	85
资产总计	469	1974	2104	2281	2511
流动负债	67	70	80	94	109
短期借款	5	0	0	0	0
应付账款	21	27	36	48	62
预收账款	3	3	4	5	6
其他	38	41	40	41	41
长期负债	15	20	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他	15	20	20	20	20
负债合计	82	90	100	113	129
股本	57	77	77	77	77
资本公积金	208	1577	1577	1577	1577
留存收益	122	229	350	514	728
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	387	1883	2004	2168	2382
负债及权益合计	469	1974	2104	2281	2511

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	30	(6)	55	48	91
净利润	75	107	154	210	277
折旧摊销	5	7	6	6	6
财务费用	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(48)	(114)	(98)	(166)	(191)
其它	(2)	(7)	8	13	15
投资活动现金流	(71)	(20)	8	8	8
资本支出	(71)	(20)	(7)	(7)	(7)
其他投资	0	0	16	16	16
筹资活动现金流	(7)	1362	(34)	(46)	(63)
借款变动	(30)	(33)	(1)	0	0
普通股增加	0	20	0	0	0
资本公积增加	10	1370	0	0	0
股利分配	0	0	(33)	(46)	(63)
其他	12	6	0	0	0
现金净增加额	(48)	1337	29	10	37

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	270	340	463	626	813
营业成本	71	83	113	151	196
营业税金及附加	2	2	3	4	6
营业费用	43	54	73	99	129
管理费用	24	27	36	47	57
研发费用	50	68	93	122	155
财务费用	(1)	(2)	0	0	0
资产减值损失	(4)	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	9	16	16	16	16
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	85	111	159	217	287
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	84	111	159	217	287
所得税	9	4	5	7	9
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	75	107	154	210	277

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	34%	26%	36%	35%	30%
营业利润	43%	31%	43%	37%	32%
归母净利润	43%	44%	43%	37%	32%
获利能力					
毛利率	73.6%	75.5%	75.5%	75.8%	75.9%
净利率	27.6%	31.6%	33.2%	33.6%	34.1%
ROE	21.7%	9.4%	7.9%	10.1%	12.2%
ROIC	21.1%	9.3%	7.9%	10.1%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	17.5%	4.6%	4.7%	5.0%	5.1%
净负债比率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.4	26.2	24.7	23.0	21.8
速动比率	4.8	25.7	24.1	22.4	21.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3
存货周转率	1.9	2.0	2.7	2.9	2.8
应收账款周转率	1.9	1.4	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	3.9	3.5	3.6	3.6	3.5
每股资料(元)					
EPS	0.97	1.39	2.00	2.73	3.60
每股经营净现金	0.39	-0.08	0.71	0.62	1.19
每股净资产	5.03	24.48	26.04	28.17	30.96
每股股利	0.00	0.43	0.60	0.82	1.08
估值比率					
PE	119.0	82.9	57.9	42.3	32.1
PB	23.0	4.7	4.4	4.1	3.7
EV/EBITDA	85.9	66.2	45.3	33.5	25.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

刘玉萍：计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士。优势领域云计算，2022 年水晶球最佳分析师第一名。

周翔宇：计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

孟林：计算机行业分析师，中科院信息工程研究所硕士，两年四大行技术部工作经验，两年一级市场投资经验，2020 年加入招商证券。

石恺：计算机行业研究助理，康奈尔大学电子与计算机工程、香港科技大学金融数学双硕士，华盛顿大学电子工程学士，2021 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。