

三未信安(688489)

报告日期: 2023年04月27日

## 收入增速略超预期，研发投入奠基业绩释放

### ——三未信安 2023 一季报点评报告

#### 年报要点

公司发布 2023 年一季度报告，2023 年第一季度实现营业收入 0.36 亿元（同比增长 32.71%），归母净利润-0.04 亿元，扣非后归母净利润-0.05 亿元。

#### 投资要点

##### □ 2023Q1 收入增速略超预期

公司 2023Q1 实现收入同比增长 32.71%，略超预期。公司作为国内主要的商用密码基础设施提供商，处于网络信息安全行业上游，为 PKI、IPSec VPN、SSL VPN 等网络安全产品和解决方案厂商提供密码核心产品，可广泛应用于电子政务、金融、证券、税务、电力、能源、海关、公安等行业客户。

##### □ 毛利率下降或为低基数下短期收入结构波动

公司 2023Q1 毛利率约为 69%，与 2022Q1 相比下降约 1pct。由于 Q1 单季度收入绝对数值较低，公司不同业务收入占比结构或存在短暂波动，从而在短期内扰动公司毛利率水平。从全年维度来看，我们认为公司人效仍有上升空间，一季度的波动不具有趋势性代表意义。

##### □ 费用投入力度增大，尤其销售侧倾斜力度大

根据公司公告，2023Q1 销售、研发费用分别同比增长 44.21%/34.84%：

销售费用而言，公司 2022 年全年销售费用同比增长 24.97%，2023Q1 销售费用增速显著提升，体现出公司在销售投入力度增大；

研发费用而言，公司 2023Q1 研发侧投入力度延续以往强研发投入策略（同比增速维持在 34%以上），始终坚持自主钻研与自主创新，以技术创新为驱动、市场需求为导向进行产品研究，专注于密码技术的创新和密码产品的研发升级。

考虑到公司 2023Q1 业绩超预期，我们维持此前预测，预计公司 2023-2025 年营业收入为 4.55/6.0/7.9 亿元，归母净利润为 1.41/1.96/2.75 亿元，EPS 为 1.83/2.55/3.58 元/股，4 月 27 日收盘价的对应市盈率分别为 62/45/32 倍，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**自研密码芯片落地进程不及预期；行业竞争加剧；密码行业政策落地不及预期；技术人才流失等

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	339.76	455.14	599.74	790.30
(+/-) (%)	25.69%	33.96%	31.77%	31.77%
归母净利润	107.21	140.90	196.31	275.39
(+/-) (%)	43.52%	31.43%	39.32%	40.29%
每股收益(元)	1.40	1.83	2.55	3.58
P/E	81.69	62.45	44.83	31.95

资料来源：浙商证券研究所

#### 投资评级：买入(维持)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：s1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理：刘静一

liujingyi@stocke.com.cn

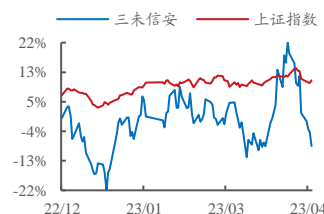
#### 基本数据

收盘价 ¥ 109.48

总市值(百万元) 8,424.73

总股本(百万股) 76.95

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《收入结构升级，人效持续提升》2023.03.30

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,848	3,345	3,544	3,816
现金	1,471	3,104	3,039	3,404
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	317	177	416	296
其它应收款	3	7	4	12
预付账款	11	5	8	9
存货	40	47	70	87
其他	6	5	7	8
<b>非流动资产</b>	126	145	178	223
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	25	21	18	15
无形资产	13	15	17	19
在建工程	1	1	1	0
其他	87	108	142	189
<b>资产总计</b>	1,974	3,490	3,722	4,039
<b>流动负债</b>	70	75	104	136
短期借款	0	0	0	0
应付款项	27	23	35	43
预收账款	0	3	6	6
其他	44	48	62	87
<b>非流动负债</b>	20	20	26	36
长期借款	0	0	0	0
其他	20	20	26	36
<b>负债合计</b>	90	94	130	172
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,883	3,395	3,592	3,867
<b>负债和股东权益</b>	1,974	3,490	3,722	4,039

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(6)	265	(67)	363
净利润	107	141	196	275
折旧摊销	7	9	6	5
财务费用	(2)	(5)	(7)	(7)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(134)	137	(230)	122
其它	15	(16)	(33)	(33)
<b>投资活动现金流</b>	(20)	(7)	(5)	(5)
资本支出	(3)	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	(16)	(7)	(5)	(5)
<b>筹资活动现金流</b>	1,362	1,375	7	7
短期借款	(5)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1,368	1,375	7	7
<b>现金净增加额</b>	1,337	1,633	(65)	365

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	340	455	600	790
营业成本	83	115	147	193
营业税金及附加	2	4	4	6
营业费用	54	73	93	113
管理费用	27	38	47	57
研发费用	68	85	112	147
财务费用	(2)	(5)	(7)	(7)
资产减值损失	11	11	17	21
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	15	20	26	34
<b>营业利润</b>	111	154	213	295
营业外收支	(0)	0	0	(0)
<b>利润总额</b>	111	154	213	295
所得税	4	13	16	19
<b>净利润</b>	107	141	196	275
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	107	141	196	275
EBITDA	117	158	212	293
EPS (最新摊薄)	1.40	1.83	2.55	3.58

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.69%	33.96%	31.77%	31.77%
营业利润	31.04%	38.95%	37.92%	38.67%
归属母公司净利润	43.52%	31.43%	39.32%	40.29%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.47%	74.78%	75.45%	75.62%
净利率	31.55%	30.96%	32.73%	34.85%
ROE	9.44%	5.34%	5.62%	7.38%
ROIC	5.61%	4.02%	5.28%	6.92%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	4.56%	2.70%	3.49%	4.26%
净负债比率	0.97%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	26.24	44.75	34.21	28.01
速动比率	25.67	44.12	33.54	27.37
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.17	0.17	0.20
应收账款周转率	1.38	1.80	1.89	2.00
应付账款周转率	3.52	4.59	5.04	4.92
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.40	1.83	2.55	3.58
每股经营现金	-0.08	3.45	-0.87	4.71
每股净资产	24.48	44.12	46.67	50.25
<b>估值比率</b>				
P/E	81.69	62.45	44.83	31.95
P/B	4.67	2.59	2.45	2.28
EV/EBITDA	53.92	36.03	27.18	18.46

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>