

# 三未信安 (688489.SH)

## 三季度业绩承压，并购江南天安加速密码产业整合

优于大市

### 核心观点

**三季度业绩承压。**2024年前三季度，公司收入2.55亿元(+7.81%)，归母净利润0.14亿元(-64.33%)，扣非归母净利润0.03亿元(-90%)。单Q3来看，公司收入0.85亿元(-35.66%)，归母净利润0.0亿元，扣非归母净利润-0.05亿元，下滑较大。主要是受宏观经济影响，公司部分项目的进度推进不及预期，从项目交付、验收等环节出现不同程度的延期，导致公司当期营业收入下降。

**并购江南天安，继续扩大密码上游市场份额。**公司计划用2.62亿资金收购江南天安约81.82%的股权。本次交易完成后，江南天安将成为公司的控股子公司。本次收购江南天安，其整体估值约为3.2亿元，23年其收入为1.55亿元，归母净利润0.20亿元，对应23年收购PE为16倍，相对较低。江南天安也自愿做了业绩承诺，24-26年江南天安将实现净利润逐年增长，确保3年累计净利润不低于23年0.2亿元的315%。该并购不仅扩大了三未的市场份额，也增厚了未来业绩。

**继去年收购江南科友后，公司持续整合密码产业。**江南科友偏向于下游应用，尤其是银行业的密码应用，对于公司是密码产业纵向延伸。本次并购江南天安，更偏向横向集中市场份额。江南天安的产品结构与三未更为相似，但行业侧重不同，根据其官网介绍，天安在公有云市场占据优势。三未通过并购天安，进一步补充了擅长的下游领域，尤其是公司也在云密码市场持续发力，华为云深度合作等。另一方面，在密码卡和密码机领域，三未的芯片也进一步拓展了应用场景，帮助天安降低成本。密码行业相对分散，且各厂商体量不大。公司持续整合上下游，将逐步改善行业定价能力。

**量子领域积极投入，发布新一代抗量子密码系列产品。**量子计算对传统加密领域的威胁在持续提升，因此量子密码应用需要加快推动。公司近期发布涵盖抗量子密码芯片、抗量子密码板卡、抗量子UKEY、抗量子密码机、抗量子网关等一系列产品，支持全系抗量子密码算法。公司在金融、运营商、电力等领域积极开展抗量子密码技术应用，积极布局未来新增长点。

**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“优于大市”评级。由于宏观经济影响，下修盈利预测，预计2024-2026归母净利润由1.04/1.42/1.83亿元，下修为0.80/1.14/1.53亿元，对应当前PE为52/36/27倍。随着公司持续整合密码产业，明年行业恢复和并表将逐步推动业绩增长，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	340	359	445	574	711
(+/-%)	25.7%	5.5%	24.2%	29.0%	23.7%
净利润(百万元)	107	67	80	114	153
(+/-%)	43.5%	-37.2%	18.3%	43.8%	33.9%
每股收益(元)	0.94	0.59	0.70	1.00	1.34
EBIT Margin	31.0%	8.0%	12.2%	15.6%	18.6%
净资产收益率(ROE)	5.7%	3.5%	4.1%	5.7%	7.4%
市盈率(PE)	38.4	61.1	51.7	35.9	26.8
EV/EBITDA	37.9	108.2	63.4	41.5	29.7
市净率(PB)	2.18	2.16	2.12	2.06	1.98

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

xiongli1@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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	36.58元
总市值/流通市值	4182/1807百万元
52周最高价/最低价	54.38/20.55元
近3个月日均成交额	39.95百万元

#### 市场走势



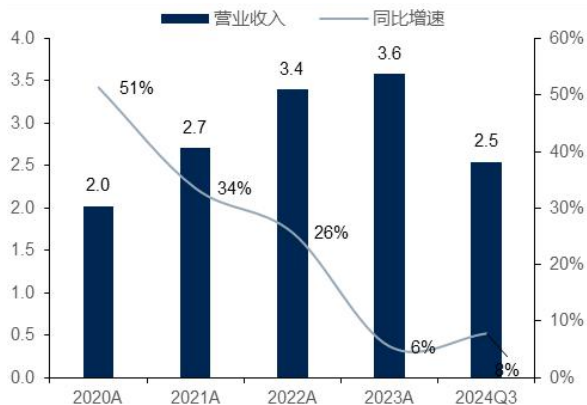
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《三未信安(688489.SH)-上半年收入增长超63%，积极布局新密码产业机遇》——2024-09-02
- 《三未信安(688489.SH)-2023年需求承压，密评市场有望逐步复苏》——2024-04-24
- 《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》——2023-10-29
- 《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

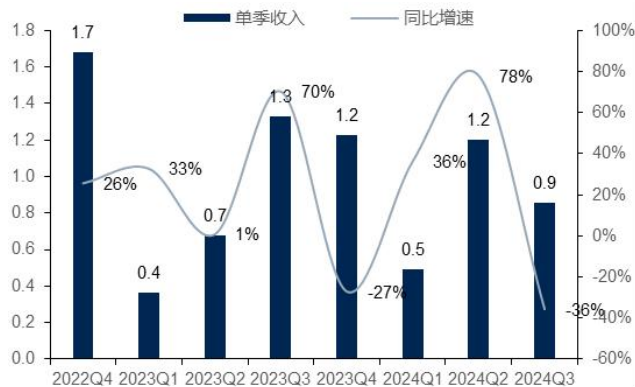
2024 年前三季度,公司收入 2.55 亿元(+7.81%),归母净利润 0.14 亿元(-64.33%),扣非归母净利润 0.03 亿元(-90%)。单 Q3 来看,公司收入 0.85 亿元(-35.66%),归母净利润 0.0 亿元,扣非归母净利润-0.05 亿元,下滑较大。主要是受宏观经济影响,公司部分项目的进度推进不及预期,从项目交付、验收等环节出现不同程度的延期,导致公司当期营业收入下降。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



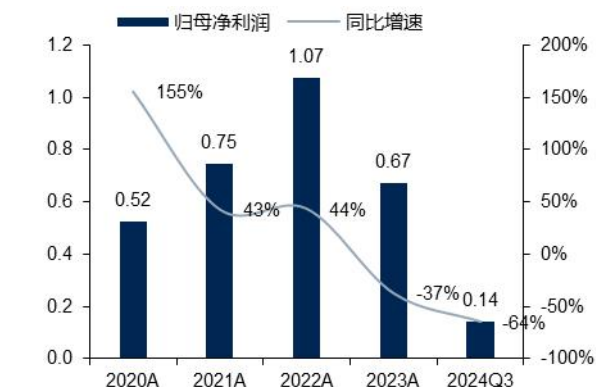
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



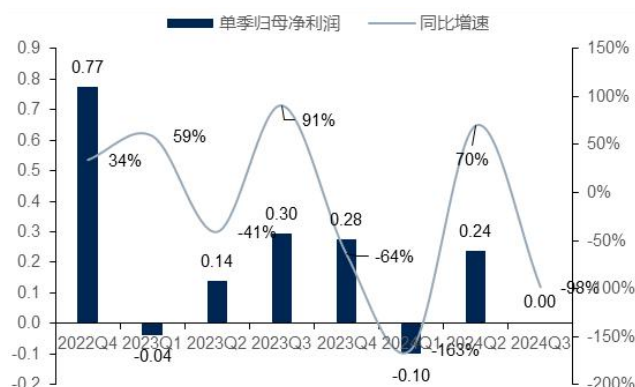
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 维持“优于大市”评级。由于宏观经济影响,下修盈利预测,预计2024-2026 归母净利润由 1.04/1.42/1.83 亿元,下修为 0.80/1.14/1.53 亿元,对应当前 PE 为 52/36/27 倍。随着公司持续整合密码产业,明年行业恢复和并表将逐步推动业绩增长,维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1471	955	1000	1000	1000	营业收入	340	359	445	574	711
应收款项	320	345	390	504	623	营业成本	83	96	117	149	181
存货净额	40	48	57	73	89	营业税金及附加	2	4	5	6	8
其他流动资产	16	35	43	55	69	销售费用	54	92	111	132	156
<b>流动资产合计</b>	<b>1848</b>	<b>1703</b>	<b>1810</b>	<b>1952</b>	<b>2100</b>	管理费用	27	40	42	54	63
固定资产	25	106	132	158	180	研发费用	68	98	116	144	171
无形资产及其他	13	54	52	51	50	财务费用	(2)	(24)	(18)	(16)	(15)
投资性房地产	87	217	217	217	217	投资收益	0	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	5	(10)	(8)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>1974</b>	<b>2079</b>	<b>2212</b>	<b>2378</b>	<b>2548</b>	其他收入	(66)	(89)	(86)	(109)	(131)
短期借款及交易性金融负债	1	15	58	101	125	营业利润	111	68	94	135	181
应付款项	27	32	38	49	60	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	43	66	78	96	115	<b>利润总额</b>	<b>111</b>	<b>68</b>	<b>94</b>	<b>135</b>	<b>181</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>70</b>	<b>113</b>	<b>173</b>	<b>246</b>	<b>300</b>	所得税费用	4	(8)	3	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	8	12	17	22
其他长期负债	20	46	73	99	126	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>107</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	<b>114</b>	<b>153</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>46</b>	<b>73</b>	<b>99</b>	<b>126</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>90</b>	<b>159</b>	<b>246</b>	<b>345</b>	<b>426</b>	净利润	107	67	80	114	153
少数股东权益	0	17	23	31	43	资产减值准备	2	4	1	1	1
股东权益	1883	1903	1943	2001	2079	折旧摊销	6	11	15	17	20
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1974</b>	<b>2079</b>	<b>2212</b>	<b>2378</b>	<b>2548</b>	公允价值变动损失	(2)	(5)	10	8	8
						财务费用	(2)	(24)	(18)	(16)	(15)
						营运资本变动	(141)	(122)	(17)	(85)	(91)
						其它	(2)	1	5	7	10
						<b>经营活动现金流</b>	<b>(31)</b>	<b>(44)</b>	<b>93</b>	<b>64</b>	<b>102</b>
						资本开支	0	(97)	(51)	(51)	(51)
						其它投资现金流	0	(320)	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(417)</b>	<b>(51)</b>	<b>(51)</b>	<b>(51)</b>
						权益性融资	(0)	3	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(0)	(33)	(39)	(56)	(76)
						其它融资现金流	1367	8	42	44	24
						<b>融资活动现金流</b>	<b>1367</b>	<b>(55)</b>	<b>3</b>	<b>(13)</b>	<b>(51)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>1337</b>	<b>(516)</b>	<b>45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
						货币资金的期初余额	134	1471	955	1000	1000
						货币资金的期末余额	1471	955	1000	1000	1000
						企业自由现金流	0	(176)	(1)	(31)	7
						权益自由现金流	0	(168)	58	29	46

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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