

美亚柏科 (300188.SZ)

大数据业务快速增长, 经营现金流显著改善

核心观点:

- **19 年全年:** 营业收入 20.7 亿元, 同比增长 29.2%; 归母净利润 2.9 亿元, 同比减少 4.5%; 扣非归母净利润 2.7 亿元, 同比增长 24.4%。
19Q4: 营业收入 12 亿元, 同比增加 37.4%; 归母净利润 3.2 亿元, 同比增加 26.6%; 扣非归母净利润 3.1 亿元, 同比增加 68.7%。
- **20Q1 预告:** 受疫情影响, 收入较上一年同期下滑 0-20%; 归母净利润-4500~-4100 万元, 同比下滑 215%~187%。
- 上年同期净利润包括处置中新赛克股份获得股权收益 6545 万元, 扣除该影响, 2019 年归属于上市公司股东的净利润同比增速为 **22%**。
- **19 年营收分业务来看:** (1) 电子数据取证业务收入 8.4 亿元, 同比增加 13.3%。加快了取证 3.0 系列产品的落地。(2) 大数据智能化平台 收入 7.7 亿元, 同比增加 54.5%。成立广州、北京等大数据研究机构, 2019 年公司中标多个大数据项目。(3) 智能执法与便民设备 收入 2.3 亿元, 同比增加 91.3%, 高速增长主要因资子公司江苏税软, 针对国地税合并后带来的税务稽查装备化、信息化的发展机会, 推出新税务稽查执法设备, 并参与税务稽查指挥实验室等方面的建设。(4) 电子数据鉴定及信息安全相关服务 收入 1.7 亿元, 同比增加 11%。
- 经营活动产生的现金流量净额为 4.0 亿元, 同比增加 451.3%, 主要原因为销售商品、提供劳务收到的现金总额为 21 亿元, 同比增长 38.9%。
- **预计 20-22 年业绩分别为 0.46、0.61、0.80 元/股。**公司在电子数据取证领域市占率第一; 且大数据信息化业务增长迅速, 下游投入不断加大。对比同行, 考虑到公司所处领域的竞争格局更好, 予以公司 20 年 55 倍 PE, 对应合理价值为 25.3 元/股, 予以“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情的持续性影响需跟进; 下游对财政预算依赖较大, 当前形势下客户支出能力和节奏有不确定性; 毛利率下滑风险。

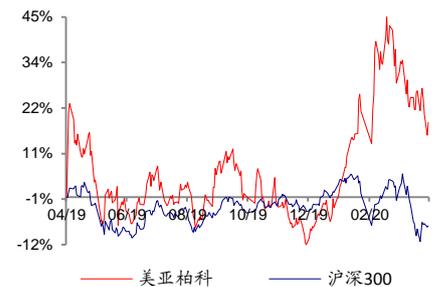
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,601	2,067	2,562	3,364	4,404
增长率(%)	19.7	29.2	23.9	31.3	30.9
EBITDA(百万元)	275	358	365	461	597
归母净利润(百万元)	303	290	373	491	648
增长率(%)	11.6	-4.5	28.6	31.8	32.0
EPS(元/股)	0.38	0.36	0.46	0.61	0.80
市盈率(P/E)	34.13	47.46	43.95	33.36	25.27
市净率(P/B)	4.06	4.64	5.33	4.59	3.89
EV/EBITDA	34.25	35.18	40.98	31.77	23.85

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	20.33 元
合理价值	25.3 元
前次评级	增持
报告日期	2020-03-31

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gflouxuefeng@gf.com.cn

分析师:

庞倩倩



SAC 执证号: S0260519010004

SFC CE No. BON635



021-60750605



pangqianqian@gf.com.cn

相关研究:

美亚柏科(300188.SZ):结构 2020-02-25
调整或有成效, 下游支出是关键

一、公司主要财务指标

(一) 19 全年财务指标

公司2019年营业收入为20.7亿元，同比增长29.2%；归母净利润为2.9亿元，同比减少4.5%；扣非归母净利润为2.7亿元，同比增长24.4%。报告期业绩实现高增长。

19年营收分业务来看：（1）电子数据取证业务收入8.4亿元，同比增加13.3%；（2）大数据智能化平台收入7.7亿元，同比增加54.5%；（3）网络空间安全业务收入6368万元，同比减少31.7%；（4）智能执法与便民设备收入2.3亿元，同比增加91.3%；（5）电子数据鉴定及信息安全相关服务收入1.7亿元，同比增加11%。

综合毛利率为55.7%，相比上一年同期下滑3.8个百分点。其中电子数据取证业务毛利率上升2.9个百分点；大数据智能化平台毛利率下滑9.7个百分点；网络空间安全业务毛利率下滑0.7个百分点；智能执法与便民设备毛利率下滑3.8个百分点；电子数据鉴定及信息安全相关服务毛利率下滑0.8个百分点。

销售费用率同比下滑2.7个百分点，管理费用率（不包含研发费用）下滑0.4个百分点。

研发投入为3.6亿元，占营业收入的17.3%，研发支出同比增长36.6%。其中资本化研发支出占研发投入的24.4%，公司仍保持较高的研发投入水平及较低的资本化率。

预收款项3.5亿元，同比增长8.9%。

应收账款8亿元，同比增长27.5%。

经营活动产生的现金流量净额为4.0亿元，同比增加451.3%，主要原因为报告期公司销售商品、提供劳务收到的现金总额为21亿元，同比增长38.9%。

表1：年报财务数据

主要财务指标 (亿元)	2019	2018	2017
营业收入	20.67	16.01	13.37
营业成本	17.78	6.48	4.79
销售费用	2.69	2.51	1.98
管理费用 (不含研发费用)	2.89	2.46	1.88
研发费用	2.93	2.24	1.82
财务费用	-0.06	-0.10	-0.12
资产减值损失	-0.17	0.41	0.61
投资净收益	0.00	0.73	-0.01
其他收益	0.72	0.78	0.72
归母净利润	2.9	3.03	2.72
扣非后归母净利润	2.67	2.15	2.51
YOY (%)	2019	2018	2017
营业收入	29.17%	19.75%	33.94%
归母净利润	-4.47%	11.59%	48.78%
扣非后归母净利润	24.38%	-14.38%	50.25%

主要比率 (%)	2019	2018	2017
毛利率	55.74%	59.50%	64.18%
销售费用	13%	15.70%	14.79%
管理费用 (不含研发费用)	14%	15.40%	14.06%
研发费用	14.2%	13.97%	13.62%
财务费用	-0.3%	-0.61%	-0.91%
净利率	13.98%	18.94%	20.33%
扣非归母净利率	12.92%	13.41%	18.76%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 19Q4 财务指标

营业总收入12亿元, 同比增长37%, 去年同期为8.8亿元;

营业利润3.5亿元, 同比增长25%, 去年同期为2.8亿元;

归母净利为3.2亿元, 同比增长26%, 去年同期为2.6亿元。

表2: 季度财务数据

财报数据 (亿元)	19Q4	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4	18Q3
营业收入	12.04	2.80	3.37	2.47	8.77	2.42
营业成本	5.28	0.97	1.65	1.25	3.52	0.89
销售费用	1.03	0.63	0.56	0.47	1.05	0.56
管理费用 (不含研发费用)	1.08	0.72	0.51	0.59	0.85	0.59
研发费用	0.95	0.78	0.65	0.55	0.95	0.51
财务费用	0.00	-0.01	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02
资产减值损失	-0.07	-0.07	-0.02	0.01	0.46	-0.11
投资净收益	0.01	-0.01	0.01	-0.01	0.67	-0.02
其他收益	0.23	0.10	0.21	0.18	0.31	0.14
归母净利润	3.24	-0.36	0.16	-0.14	2.56	0.08
扣非归母净利润	3.15	-0.39	0.08	-0.17	1.87	0.05
YoY (%)	19Q4	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4	18Q3
营业收入	37.35%	15.70%	13.26%	33.53%	17.83%	8.79%
归母公司净利润	26.57%	-566.68%	-54.75%	-376.29%	24.23%	-77.11%
扣非净利润	68.70%	-933.71%	-61.42%	-809.20%	-4.51%	-82.15%
主要比率 (%)	19Q4	19Q3	19Q2	19Q1	18Q4	18Q3
毛利率	56.17%	65.27%	51.04%	49.28%	59.82%	63.20%
销售费用率	8.59%	22.51%	16.71%	18.98%	11.97%	23.13%
管理费用率 (不含研发费用)	8.93%	25.79%	15.02%	23.75%	9.75%	24.56%
研发费用率	7.89%	27.82%	19.27%	22.49%	10.88%	20.98%
财务费用率	0.00%	-0.49%	-0.56%	-1.12%	-0.25%	-0.77%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

（三）财务情况说明

报告期公司加大了研发及市场拓展的投入，导致了2019年成本费用的增加；公司承接的大数据项目，通用硬件比重相比往年有所增加，毛利率相对有所下降；上年同期净利润包括处置中新赛克股份获得股权收益6,545万元，扣除该部分收益影响，2019年归属于上市公司股东的净利润同比增速为22%。

二、报告期公司主要经营情况

公司业务随着国家机构体制改革的落地，采购和建设需求也在逐渐恢复。

公司加大电子数据取证、大数据、人工智能等核心技术的自主研发，保证公司产品自主可控。其中电子数据取证业务，加快了取证3.0系列产品的落地，行业已由网安逐渐向刑侦、监察委等延伸。

在大数据信息化业务上，持续加大战略布局和研发投入，成立广州、北京等大数据研究机构，参与部级大数据标准制定，并在若干一线城市及省市建设大数据平台，在技术和市场份额上获得持续突破。

2019年7月，公司引入国投智能科技有限公司成为公司控股股东，国务院国资委为公司实际控制人。公司及子公司借助央企优势的同时，充分发挥民企的活力，促进公司内外部资源整合、共享及协同，提升公司总体竞争力。如全资子公司江苏税软软件科技有限公司，2019年中标国家税务总局稽查视频指挥系统项目，打开全国稽查指挥新局面；全资子公司珠海市新德汇信息技术有限公司，在刑侦电子数据取证及民生大数据项目上都打开了较好的局面，整体收入保持增长。

三、盈利预测与投资建议

收入增速假设：预计20-22年收入增速分别为24%、31%、31%。主要基于公安大数据信息化平台业务处于建设高峰期，是公司未来几年增长的重要支撑。但20年由于疫情的影响尚未消除，我们对20年做相对保守预测。

毛利率假设：预计20-22年综合毛利率分别为54.38%、53.47%、52.68%，波动系收入构成变化导致。

表3：各业务收入拆分及毛利率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电子数据取证设备								
收入（万元）	52592	57908	72990	73737	83567	91923	105712	121569
同比增速	15.01%	10.11%	26.04%	1.02%	13.33%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	60.50%	64.86%	58.54%	56.38%	59.25%	59.25%	59.25%	59.25%
大数据信息化平台								
收入（万元）	4628	15888	24713	49609	76652	107313	160970	233406
同比增速		243.29%	55.55%	100.74%	54.51%	40.00%	50.00%	45.00%
毛利率	44.83%	78.79%	74.63%	55.05%	45.31%	45.31%	45.31%	45.31%
网络空间大搜索产品								
收入（万元）	2184	3384	8535	9318	6368	7642	9170	11004
同比增速	-19.14%	54.90%	152.25%	9.17%	-31.66%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	63.69%	76.18%	84.19%	83.21%	82.48%	80.00%	80.00%	80.00%
视频分析及专项执法装备								
收入（万元）	7683	12791	14811	11999	22952	28690	35863	44829
同比增速	134.26%	66.48%	15.79%	-18.99%	91.28%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	134.26%	66.48%	15.79%	-18.99%	91.28%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

费用率假设：公司正在推行“强管理、挖潜力、控费用、增效益”的管理策略，但也在持续加大研发投入力度，故假设未来几年销售费用率、管理费用率会略有所下降，因持续加大研发投入假设研发费用率保持稳定。假设20-22年销售费用率分别为13.03%、12.70%、12.20%；20-22年管理费用率分别为13.60%、13.20%、12.80%；20-22年，公司研发费用率均为14.18%。

预计20-22年业绩分别为0.46、0.61、0.80元/股。公司在电子数据取证领域市占率第一；且大数据信息化业务增长迅速，下游投入不断加大。对比同行，考虑到公司所处领域的竞争格局更好，予以公司20年55倍PE，对应合理价值为25.3元/股，予以“买入”评级。

表4: 可比公司估值表 (市值统计截止2020.03.31日收盘)

公司名称	股票代码	单位	市值/亿元	归母净利润/亿元		PE估值水平	
				2020E	2021E	2020E	2021E
绿盟科技	300369.SZ	人民币	150.13	3.00	3.89	50.04	38.59
启明星辰	002439.SZ	人民币	345.43	8.75	10.93	39.48	31.60

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 业绩预测来自广发计算机团队预测数据。

四、风险提示

疫情的持续性影响需跟进; 下游对财政预算依赖较大, 当前形势下客户支出能力和节奏有不确定性; 毛利率下滑风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,111	2,611	2,934	3,905	5,168	经营活动现金流	72	396	515	318	429
货币资金	936	1,165	1,418	1,732	2,158	净利润	302	289	371	489	646
应收及预付	718	880	864	1,318	1,891	折旧摊销	62	75	39	39	39
存货	361	437	509	682	908	营运资金变动	-254	-1	101	-214	-260
其他流动资产	97	129	143	173	212	其它	-38	34	4	4	3
非流动资产	1,333	1,589	1,550	1,511	1,471	投资活动现金流	28	106	-3	-3	-2
长期股权投资	15	21	21	21	21	资本支出	-232	-178	-3	-3	-2
固定资产	270	388	349	309	270	投资变动	181	266	0	0	0
在建工程	1	2	2	2	2	其他	79	18	0	0	0
无形资产	54	63	63	63	63	筹资活动现金流	-77	15	-260	-1	-1
其他长期资产	993	1,115	1,115	1,115	1,115	银行借款	19	-1	0	0	0
资产总计	3,444	4,200	4,484	5,415	6,640	股权融资	0	84	1	0	0
流动负债	811	1,129	1,301	1,743	2,321	其他	-96	-67	-261	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	22	518	253	314	426
应付及预收	563	784	863	1,159	1,548	期初现金余额	254	277	1,165	1,418	1,732
其他流动负债	249	345	438	583	773	期末现金余额	277	795	1,418	1,732	2,158
非流动负债	60	87	87	87	87						
长期借款	17	15	15	15	15						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	43	71	71	71	71						
负债合计	871	1,216	1,387	1,829	2,408						
股本	795	804	805	805	805						
资本公积	582	673	673	673	673						
留存收益	1,077	1,304	1,677	2,168	2,816						
归属母公司股东权益	2,551	2,961	3,075	3,565	4,213						
少数股东权益	22	24	22	21	18						
负债和股东权益	3,444	4,200	4,484	5,415	6,640						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,601	2,067	2,562	3,364	4,404
营业成本	648	915	1,169	1,565	2,084
营业税金及附加	18	17	22	28	37
销售费用	251	269	334	427	537
管理费用	231	289	348	444	564
研发费用	239	293	363	477	625
财务费用	-10	-6	1	1	1
资产减值损失	41	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	73	0	0	0	0
营业利润	333	307	396	521	686
营业外收支	-5	-2	-3	-3	-2
利润总额	328	306	393	518	684
所得税	26	17	22	29	38
净利润	302	289	371	489	646
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	303	290	373	491	648
EBITDA	275	358	365	461	597
EPS (元)	0.38	0.36	0.46	0.61	0.80

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	19.7%	29.2%	23.9%	31.3%	30.9%
营业利润增长	11.8%	-7.7%	28.8%	31.6%	31.7%
归母净利润增长	11.6%	-4.5%	28.6%	31.8%	32.0%
获利能力					
毛利率	59.5%	55.7%	54.4%	53.5%	52.7%
净利率	18.9%	14.0%	14.5%	14.5%	14.7%
ROE	11.9%	9.8%	12.1%	13.8%	15.4%
ROIC	13.9%	14.6%	18.1%	21.3%	25.2%
偿债能力					
资产负债率	25.3%	28.9%	30.9%	33.8%	36.3%
净负债比率	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
流动比率	2.60	2.31	2.26	2.24	2.23
速动比率	2.04	1.86	1.79	1.76	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.54	0.59	0.68	0.73
应收账款周转率	3.32	2.89	3.32	2.90	2.68
存货周转率	1.82	2.30	2.30	2.30	2.30
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.36	0.46	0.61	0.80
每股经营现金流	0.09	0.49	0.64	0.40	0.53
每股净资产	3.21	3.68	3.82	4.43	5.23
估值比率					
P/E	34.13	47.46	43.95	33.36	25.27
P/B	4.06	4.64	5.33	4.59	3.89
EV/EBITDA	34.25	35.18	40.98	31.77	23.85

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：高级分析师，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超
过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。