

公司研究

业绩符合预期，估值处于低位

——美亚柏科（300188.SZ）2020 年报及 21Q1 预告点评

要点

事件：公司发布 2020 年报，全年实现营业收入 23.86 亿元，同比增长 15.41%；归属于上市公司股东的净利润 3.74 亿元，同比增长 29.32%；扣非净利润 3.41 亿元，同比增长 27.72%；处于前期预告区间内，符合预期。同时预告 21 年一季度净利润亏损 2200-3400 万元，亏损同比减少，一季度为行业淡季，符合预期。

20 年大数据业务保持快速增长。公司自 18 年获得大数据资质以来，持续增大投入，大数据业务快速增长，20 年在疫情导致行业景气度低于预期的背景下，公司大数据业务仍实现收入 10.8 亿元，同比增长 40%。公司在大数据业务拓展初期，较高的硬件占比确认导致毛利率处于低水平，随着软件部分占比提升，毛利率已呈现回升趋势，20 年毛利率同比提升 5pct。电子取证业务保持稳定增长，20 年实现收入 10.3 亿元，同比增长 4.6%，毛利率 62.22%，同比提升 1.24pct。

大数据份额持续提升：2020 年，疫情对国内网络安全管控行业整体产生一定负面影响，全年政府相关部门在该领域投入低于预期，特别是公安跟地方财政支出相关的投入。公司通过强化市场拓展和渠道下沉，推出“乾坤”大数据操作系统，加快大数据产品化进程，加强大数据智能化行业的拓展，实现收入快速增长和份额进一步提升。展望 21 年，由于处于“十四五”规划初期，公安等领域需求景气度仍存在不确定性。预计至年底，公安对于“十四五”期间的网络安全整体投资规划将落地，22 年有望进入新一轮订单和建设景气周期。

电子取证业务市场拓展顺利：公司在新领域区县市场及军工、税务、企业等新行业订单均保持较好增长：2020 年公司区县市场订单金额近 3 亿元，较 2019 年增长了 41%，承接的区县取证实验室单个建设规模已超 1000 万；在省市级涉税评估和税务稽查行业持续占 70% 以上的市场份额；实现军工上亿的订单规模，较 2019 年增长约 2 倍；为行业企业提供一站式“公证+司法鉴定”电子证据服务平台，美亚亿安 2020 年收入同比增长 64%。

维持“买入”评级：我们认为，取证业务未来保持稳定，大数据业务一方面受益于网络+安防等数据融合带来的行业快速增长，另一方面受益于公司作为新进入者在份额上的持续提升。但考虑到行业 21 年需求及新签订单的不确定性，下调 21~22 年净利润由 4.9/5.8 至 4.2/5.3 亿元，下调幅度 16%/10%，预测 23 年净利润 5.9 亿元，对应 PE 33X/26X/24X，估值处于低位，维持“买入”评级。

风险提示：电子取证成长性低于预期；人员费用压力；研发资本化积累过高。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,067	2,386	2,631	3,039	3,455
营业收入增长率	29.17%	15.41%	10.28%	15.49%	13.69%
净利润（百万元）	290	375	420	527	590
净利润增长率	-4.47%	29.32%	12.18%	25.42%	11.96%
EPS（元）	0.36	0.46	0.52	0.65	0.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.78%	11.35%	11.62%	13.19%	13.49%
P/E	48	37	33	26	24
P/B	4.7	4.2	3.8	3.5	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-31

买入（维持）

当前价：17.21 元

作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqi@ebscn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

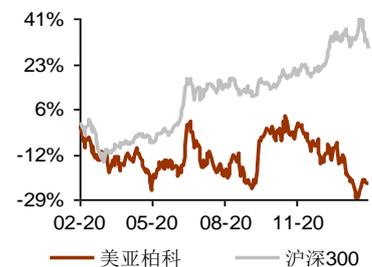
021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.07
总市值(亿元):	140.94
一年最低/最高(元):	17.10/25.94
近 3 月换手率:	77.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.85	-19.25	-51.35
绝对	-6.83	-21.48	-13.14

资料来源：Wind

相关研报

业绩预告超预期，利润率有望持续提升——美亚柏科（300188.SZ）2020 年业绩预告点评（2021-01-27）

大数据继续扩张，毛利率持续回升——美亚柏科（300188.SZ）2020 年中报点评（2020-08-28）
中报报告超预期，费用管控效果显著——美亚柏科（300188.SZ）2020 年中报预告点评（2020-07-08）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,067	2,386	2,631	3,039	3,455
营业成本	915	1,012	1,167	1,348	1,541
折旧和摊销	66	91	72	80	85
税金及附加	17	21	18	20	21
销售费用	269	274	324	359	415
管理费用	289	315	342	380	449
研发费用	293	365	395	441	484
财务费用	-6	-10	-8	-9	-11
投资收益	0	5	5	5	5
营业利润	307	425	452	566	634
利润总额	306	420	447	561	628
所得税	17	20	27	34	38
净利润	289	401	420	527	590
少数股东损益	-1	26	0	0	0
归属母公司净利润	290	375	420	527	590
EPS(按最新股本计)	0.36	0.46	0.52	0.65	0.73

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	396	298	122	459	509
净利润	290	375	420	527	590
折旧摊销	66	91	72	80	85
净营运资金增加	69	103	634	231	252
其他	-28	-271	-1,004	-379	-418
投资活动产生现金流	10	-1.3	-12	-109	-87
净资本支出	-178	-183	-82	-64	-42
长期投资变化	21	25	0	0	0
其他资产变化	263	-34	-45	-45	-45
融资活动现金流	15	-32	0	-138	-199
股本变化	9	3	0	0	0
债务净变化	-1	7	97	0	0
无息负债变化	346	74	-348	132	125
净现金流	518	72	-4	213	222

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	55.7%	57.6%	55.6%	55.6%	55.4%
EBITDA 率	21.6%	25.9%	21.5%	22.9%	22.3%
EBIT 率	18.0%	21.6%	18.8%	20.3%	19.8%
税前净利润率	14.8%	17.6%	17.0%	18.5%	18.2%
归母净利润率	14.0%	15.7%	16.0%	17.3%	17.1%
ROA	6.9%	8.6%	8.9%	10.1%	10.3%
ROE (摊薄)	9.8%	11.3%	11.6%	13.2%	13.5%
经营性 ROIC	18.0%	23.1%	16.4%	18.7%	19.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	28%	22%	23%	23%
流动比率	2.31	2.48	3.09	3.15	3.23
速动比率	1.93	2.01	2.42	2.47	2.53
归母权益/有息债务	173.68	137.12	29.99	33.14	36.29
有形资产/有息债务	202.72	159.25	32.55	36.64	40.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	200	645	4,709	5,221	5,725
货币资金	1,165	1,229	1,224	1,437	1,659
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	797	747	821	949	1,079
应收票据	11	2	2	2	2
其他应收款 (合计)	82	99	107	123	140
存货	437	563	654	759	872
其他流动资产	48	71	71	71	71
流动资产合计	2,611	2,996	3,014	3,488	3,982
其他权益工具	84	63	36	363	363
长期股权投资	21	25	25	25	25
固定资产	388	442	438	403	351
在建工程	2	7	26	30	27
无形资产	63	167	180	194	209
商誉	542	542	542	542	542
其他非流动资产	50	1	1	1	1
非流动资产合计	1,589	1,650	1,695	1,733	1,742
总负债	1,216	1,297	1,046	1,178	1,302
短期借款	0	1	0	0	0
应付账款	243	339	391	42	517
应付票据	187	53	61	70	80
预收账款	353	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,129	1,209	975	1,107	1,231
长期借款	15	21	21	21	21
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	42	48	48	48	48
非流动负债合计	87	89	71	71	71
股东权益	2,984	3,348	3,663	4,043	4,423
股本	804	807	807	807	807
公积金	785	81	923	976	1,035
未分配利润	1,193	1,502	1,775	2,102	2,423
归属母公司权益	2,961	3,301	3,617	3,997	4,376
少数股东权益	24	47	47	47	47

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	13.03%	11.47%	12.30%	11.80%	12.00%
管理费用率	13.97%	13.21%	13.00%	12.50%	13.00%
财务费用率	-0.29%	-0.43%	-0.31%	-0.31%	-0.33%
研发费用率	14.18%	15.30%	15.00%	14.50%	14.00%
所得税率	6%	5%	6%	6%	6%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.09	0.13	0.18	0.26	0.29
每股经营现金流	0.49	0.37	0.15	0.57	0.63
每股净资产	3.68	4.09	4.48	4.95	5.42
每股销售收入	2.57	2.96	3.26	3.77	4.28

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	48	37	33	26	24
PB	4.7	4.2	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	30.7	22.3	24.2	19.5	17.5
股息率	0.5%	0.7%	1.0%	1.5%	1.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE