2020 年 08 月 31 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
美亚柏科（300188）计算机

持有（维持）
当前价：20.50 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，大数据业务持续高景气

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营业收入 6.1 亿元，同比增长 4.8%；归母净利润为 374.34 万元，同比增长 176.4%。
- **净利润逆势大增，毛利率持续提升。**2020H1：1）收入和利润方面：公司营业收入同比增长 4.8%；归母净利同比增长 176.4%。其中 Q1 受疫情影响，客户延期复工复产，采购节奏放缓，原有商机订单推后、在手订单实施及验收延迟，导致营收同比下降 67.8%，扣非净利润同比下降 213.7%；Q2 业绩大幅回升，单季度营收同比增长 13.4%，扣非净利润同比增长 457.5%。2）利润率方面：公司毛利率为 53.5%，同比增长 3.18pp，主要因为公司大数据智能化产品和智能装备制造产品毛利率大幅提升，带动整体毛利率水平上行；净利率为-0.15%，同比增长 1.6pp。3）费用方面：销售费用率为 15.4%，同比下降 2.3pp；管理费用率为 21.1%，同比增长 2.4pp，主要为人员同期对比增加薪酬总额增加以及房租、资产折旧等增加所致；研发费用率为 19.9%，同比下降 0.7pp。
- **疫情催生大数据业务需求，长期毛利率同比增长 13.3%。**2020H1，受疫情催化影响，公司大数据业务实现收入 3.5 亿，同比增长 40.3%，营收占比达到 57.2%，已成为公司重要战略发展方向及主航道之一。受益于公安大数据建设的高景气度，预计该业务未来仍将保持高增长，成为公司未来高成长的重要驱动力量。公司 2019 年为客户承接大数据智能化平台项目的建设，使得项目通用硬件比重增加毛利率有所下降。我们认为大数据业务的核心在于软件部分，毛利率中长期有望维持在 50%以上。
- **电子取证业务重回高景气度，后续增长有力。**前两年电子取证业务受到国务院组织机构改革的影响订单释放缓慢，2019H2 公司电子取证业务同比增长 29%已经验证机构组织改革已经基本结束，未来有望重回增长轨道。公司电子数据取证已进入取证 3.0 阶段，未来公司将继续加强人工智能、大数据等技术对电子数据取证产品的赋能，加快推进公司取证 3.0 项目的全国性推广落地。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45 元、0.59 元、0.77 元，未来三年归母净利润将保持 29%的复合增长率。考虑到公司为国内电子取证龙头且大数据业务进一步推动公司增长，2020H1 新签合同订单对比往年同期保持了持续增长趋势，疫情对全年业绩影响不大，维持“持有”评级。
- **风险提示：**电子取证订单或不及预期、大数据业务竞争加剧风险。

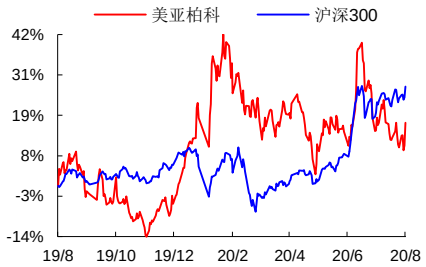
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2067.41	2638.41	3515.52	4655.80
增长率	29.17%	27.62%	33.24%	32.44%
归属母公司净利润（百万元）	289.68	364.88	477.41	621.84
增长率	-4.47%	25.96%	30.84%	30.25%
每股收益 EPS（元）	0.36	0.45	0.59	0.77
净资产收益率 ROE	9.67%	11.25%	13.06%	14.85%
PE	55	45	35	27
PB	5.38	5.15	4.56	3.98

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.06
流通 A 股(亿股)	6.01
52 周内股价区间(元)	15.08-24.87
总市值(亿元)	165.31
总资产(亿元)	39.18
每股净资产(元)	3.75

相关研究

1. 美亚柏科（300188）：取证和大数据高景气，公司重回快增长轨道 (2020-03-31)

关键假设：

假设 1：虽然 2020H1 公司营收增速放缓，但此期间公司新签合同订单对比往年同期保持持续增长趋势，因此我们预计上半年收入情况对全年营收增速影响有限。

假设 2：前两年电子取证业务受到国务院组织机构改革的影响订单释放缓慢，2019H2 公司电子取证业务同比增长 29%已经验证机构组织改革已经基本结束。基于此，我们预计公司电子取证业务在未来三年将稳定增长，毛利率稳定在 58%左右。

假设 3：面对公安大数据的广阔市场，公司凭借对公安数据应用的理解，近三年公司大数据信息化业务保持高速增长。随着国投智能作为控股股东的加入，公司大数据信息化业务的拿单能力量将逐步提升，将受益于公安大数据的高景气度而实现较快增长。我们预计，未来三年该业务营收占比逐年增长，增至并维持在 50%以上。

假设 4：电子数据鉴定及互联网知识产权保护等服务、网络信息安全产品、视频分析及专项设备等业务将随着公司业务的拓展稳步增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电子数据取证产品	收入	835.7	952.7	1143.2	1371.9
	增速	13.3%	14.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	59.3%	58.0%	58.0%	58.0%
大数据信息化业务	收入	766.5	1226.4	1839.6	2667.4
	增速	54.5%	60.0%	50.0%	45.0%
	毛利率	45.31%	52.0%	52.0%	52.0%
电子数据鉴定及互联网知识产权保护等服务	收入	169.2	182.7	206.5	231.3
	增速	11.0%	8.0%	13.0%	12.0%
	毛利率	71.8%	71.0%	71.0%	71.0%
网络信息安全产品	收入	63.7	51.0	56.1	61.7
	增速	-31.6%	-20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	82.5%	82.0%	82.0%	82.0%
视频分析及专项设备	收入	229.5	222.6	267.1	320.6
	增速	91.3%	-3.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	58.7%	60.0%	60.0%	60.0%
工程业务及其他产品	收入	1.7	2.0	2.0	2.0
	毛利率	12%	20%	20%	20%
其他	收入	1.12	1	1	1
	毛利率	94.6%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	2,067.4	2638.4	3515.5	4655.8
	增速	29.2%	27.6%	33.2%	32.4%
	毛利率	55.7%	56.7%	56.1%	55.7%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2067.41	2638.41	3515.52	4655.80
营业成本	914.98	1141.72	1541.70	2064.65
营业税金及附加	17.45	22.26	29.67	39.29
销售费用	269.44	366.74	485.14	633.19
管理费用	288.79	751.95	984.35	1285.00
财务费用	-6.01	1.34	1.92	2.83
资产减值损失	-16.57	-16.57	-16.57	-16.57
投资收益	-0.16	24.19	24.25	20.16
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	307.45	395.16	513.57	667.57
其他非经营损益	-1.69	-2.62	-2.74	-2.52
利润总额	305.76	392.55	510.83	665.05
所得税	17.05	28.89	35.02	45.29
净利润	288.71	363.66	475.82	619.76
少数股东损益	-0.97	-1.22	-1.59	-2.07
归属母公司股东净利润	289.68	364.88	477.41	621.84

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	288.71	363.66	475.82	619.76
折旧与摊销	74.63	63.44	63.44	63.44
财务费用	-6.01	1.34	1.92	2.83
资产减值损失	-16.57	-16.57	-16.57	-16.57
经营营运资本变动	48.19	-115.19	-164.81	-183.79
其他	7.19	-7.94	-21.41	3.33
经营活动现金流净额	396.14	288.74	338.38	489.00
资本支出	-200.26	0.00	0.00	0.00
其他	306.51	19.65	25.02	30.85
投资活动现金流净额	106.25	19.65	25.02	30.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-1.56	0.00	0.00	0.00
股权融资	100.23	0.00	0.00	0.00
支付股利	-63.59	-57.94	-72.98	-95.48
其他	-19.62	-42.81	24.96	22.89
筹资活动现金流净额	15.46	-100.74	-48.01	-72.59
现金流量净额	518.20	207.64	315.38	447.26

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1165.03	1372.67	1688.06	2135.32
应收和预付款项	959.18	1196.77	1624.95	2147.72
存货	436.68	549.18	760.82	1012.66
其他流动资产	50.02	63.84	85.06	112.65
长期股权投资	20.66	20.66	20.66	20.66
投资性房地产	0.28	0.28	0.28	0.28
固定资产和在建工程	390.38	351.02	311.67	272.31
无形资产和开发支出	690.23	667.31	644.38	621.45
其他非流动资产	487.69	491.08	489.16	477.32
资产总计	4200.15	4712.81	5625.04	6800.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1009.81	1229.04	1660.09	2218.14
长期借款	15.46	15.46	15.46	15.46
其他负债	190.43	236.99	307.29	394.50
负债合计	1215.70	1481.50	1982.84	2628.10
股本	803.99	806.38	806.38	806.38
资本公积	673.39	671.01	671.01	671.01
留存收益	1304.17	1611.11	2015.55	2541.90
归属母公司股东权益	2960.79	3208.87	3621.34	4153.49
少数股东权益	23.66	22.45	20.85	18.78
股东权益合计	2984.45	3231.31	3642.20	4172.27
负债和股东权益合计	4200.15	4712.81	5625.04	6800.36

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	29.17%	27.62%	33.24%	32.44%
营业利润增长率	-7.73%	28.53%	29.96%	29.99%
净利润增长率	-4.43%	25.96%	30.84%	30.25%
EBITDA 增长率	-2.46%	22.30%	25.87%	26.76%
获利能力				
毛利率	55.74%	56.73%	56.15%	55.65%
三费率	26.71%	42.45%	41.85%	41.26%
净利率	13.96%	13.78%	13.53%	13.31%
ROE	9.67%	11.25%	13.06%	14.85%
ROA	6.87%	7.72%	8.46%	9.11%
ROIC	17.20%	20.10%	23.55%	26.73%
EBITDA/销售收入	18.19%	17.43%	16.47%	15.76%
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.59	0.68	0.75
固定资产周转率	6.28	7.17	10.69	16.08
应收账款周转率	2.91	3.00	3.08	3.04
存货周转率	2.22	2.24	2.32	2.31
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.59%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	28.94%	31.44%	35.25%	38.65%
带息债务/总负债	1.27%	1.04%	0.78%	0.59%
流动比率	2.31	2.31	2.24	2.18
速动比率	1.93	1.91	1.83	1.77
股利支付率	21.95%	15.88%	15.29%	15.35%
每股指标				
每股收益	0.36	0.45	0.59	0.77
每股净资产	3.67	3.98	4.49	5.15
每股经营现金	0.49	0.36	0.42	0.61
每股股利	0.08	0.07	0.09	0.12

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	376.06	459.94	578.92	733.84
PE	57.07	45.31	34.63	26.58
PB	5.58	5.15	4.56	3.98
PS	8.00	6.27	4.70	3.55
EV/EBITDA	39.51	31.95	24.84	19.00
股息率	0.38%	0.35%	0.44%	0.58%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn