

## 电子数据取证行业龙头地位稳定， 美亚柏科（300188.sz） 行业拓展+技术创新保业绩稳健增长 未评级

分析师：王家炜 ☎：(8610) 6656 8272 ✉：wangjiawei@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511020001  
联系人：王 莉 ☎：(8610) 8357 4039 ✉：wangli\_zb@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511020008  
吴砚靖 ☎：(8610) 6656 8330 ✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

### 1. 事件

美亚柏科（300188）于 4 月 13 日发布 2010 年度报告，2010 年公司实现营业收入 1.88 亿元，同比增长 52.66%；实现利润总额 0.48 亿元，同比增长 47.35%；归属于上市公司股东的净利润 0.41 亿元，同比增长 43.26%。

扣除非经常性损益后的净利润 0.31 亿元，同比增长 16.62%。

公司 2010 年实现每股收益 1.03 元；扣除非经常性损益后的每股收益 0.78 元。

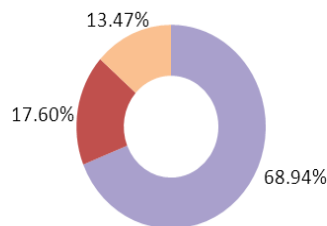
经营现金净流入 0.59 亿元，同比增长 69.10%。

### 2. 我们的分析与判断

2010 年公司实现营业收入 1.88 亿元，同比增长 52.66%。公司围绕 2 大产品（电子数据取证产品及网络信息安全产品）及 2 大服务（电子数据鉴定服务及互联网数字知识产权保护服务）体系，制定相应的市场及销售方案。报告期内，电子数据取证产品贡献收入 1.30 亿元，同比增长 48.37%；网络信息安全产品贡献收入 0.33，同比增长 44.80%；电子数据鉴定、互联网数字知识产权保护等服务贡献 0.25 亿元收入，同比增长 96.72%。

图 1：公司 2010 年分产品贡献营业收入占比状况

■ 电子数据取证产品 ■ 网络信息安全产品 ■ 电子数据鉴定、互联网数字知识产权保护等服务



资料来源：公司报告，中国银河证券研究部

公司本期软件产品增值税返还收入 649.83 万元，除此之外的其他政府补助，包括政府奖励、费用资助、扶持资金等收入计 1139.29 万元计入当期非经常性损益的金额，该部分收入占当年利润总额的 23%。

公司 2010 年综合毛利率为 56.77%，比 2009 年略有下降，主要是由于各产品项目的收入结构中，硬件产品销售比重比上年有所上升，而硬件产品毛利率低于软件产品销售毛利率。

费用方面，本年度销售费用 2563.73 万元，较上年度增长 50.77%，主要由于公司经营规模扩大，人员费用及差旅费用、业务宣传费等大幅增长所致；

管理费用 4623.60 万元，本年度管理费用较上年度增长 60.04%，主要是由于公司加大研发投入，引进高层次人才并且增加研发设备的投入。公司 2010 年研发费用 1,750.90 万元，占营业收入 9.31%，研发费用的大量投入为公司下一步发展打下基础。

本期应收账款 4172.45 元，同比增长 36.43%，主要是销售收入增加所致，由于公司客户很大部分集中于司法机关、行政执法等部门，信用度高，资金回收较为可靠。另外预收款项达 2887.63 万元，比去年年末 975 万元增加 1912.57 万元，这是积极的态势。

公司 2011 年经营思路将继续紧紧围绕“2 大产品”及“2 大服务”这个主线，从“技术发展、渠道下沉、行业拓展”三个维度谋求发展。技术方面，针对不同行业需求以及新技术与环境发展需要，推出适应不同行业应用的取证产品，以及 3G 网络取证设备（3G 手机及职能终端）、物联网取证设备，在此基础上全面提高平台运算速度，提升产品竞争力。研发方向由单一产品研发转变为“小产品大服务”模式的研发，全面推进自主创新的云服务模式的产品化。我们预计随着云计算的不断推广，公司在该领域将面临较大发展。

2011 年公司将建立涵盖全国的区域市场营销体系和技术支持体系，区分一二类地区，通过在不同层次城市建立分公司、设立办事处、增加布点等多种方式，形成覆盖全国的市场销售和技术支持网络。

公司将进一步巩固在电子数据取证行业的龙头地位，进一步扩大网络内容安全搜索方面企业用户，扩大在互联网知识产权保护服务领域的影响力，在 2 大服务方面打造成为国内电子数据鉴定及网络知识产权保护的第一品牌。

### 3. 投资建议

我们认为，我国信息安全产业尚处于发展初期，国家政策对于行业发展至关重要。十二五规划纲要高度强调了网络与信息安全保护的重要性，提出要健全网络与信息安全法律法规、完善信息安全标准体系和认证认可体系，实施信息安全等级保护、风险评估等制度。加快推进安全可控关键软硬件应用试点示范和推广、加强信息网络安全监测、管控能力建设，确保基础信息网络和重点信息系统安全。推进信息安全保密基础设施建设，构建信息安全保密防护体系。加强互联网管理，确保国家网络与信息安全。

公司核心产品电子数据取证是信息安全领域的一个新兴行业，就电子数据取证这一信息安全的细分产业而言，其潜在市场规模空间很大。公司在行业内处于领先地位，客户粘性大，在政策推动下，公司营收将保持快速增长。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.27、1.81、2.25 元，预期市盈率 40-45 倍，公司积极向好，目前估值水平偏低。鉴于目前 TMT 股票市场波动较大，我们暂不评级。建议长期关注。

**表 1: 美亚柏科 (300188) 2010 年主营业务分产品情况表 (单位: 百万元)**

| 分产品或服务                | 营业收入     | 营业收入比上年同期增减 (%) |
|-----------------------|----------|-----------------|
| 电子数据取证产品              | 129.6003 | 48.37%          |
| 网络信息安全产品              | 33.0817  | 44.80%          |
| 电子数据鉴定、互联网数字知识产权保护等服务 | 25.314   | 96.72%          |
| 合计                    | 187.996  | 52.77%          |

资料来源: 公司报告, 中国银河证券研究部

**表 2: 美亚柏科 (300188) 2010 年公司分类产品毛利率变动情况**

|                       | 毛利率    | 比上年同期增减 (%) |
|-----------------------|--------|-------------|
| 电子数据取证产品              | 43.81% | -6.07%      |
| 网络信息安全产品              | 91.36% | -3.80%      |
| 电子数据鉴定、互联网数字知识产权保护等服务 | 77.96% | 9.64%       |
| 合计                    | 56.77% | -3.44%      |

资料来源: 公司报告, 中国银河证券研究部

**表 3: 美亚柏科 (300188) 2010 年公司费用变化情况 (单位: 百万元)**

| 主要费用 | 2010 年 | 2009 年 | 本年度比上年度增减 | 2008 年 |
|------|--------|--------|-----------|--------|
| 销售费用 | 25.64  | 17.00  | 50.77%    | 12.17  |
| 管理费用 | 46.24  | 28.89  | 60.04%    | 17.45  |
| 财务费用 | 0.36   | 0.15   | 144.83%   | 0.29   |
| 所得税  | 7.45   | 4.32   | 72.58%    | 3.82   |

资料来源: 公司报告, 中国银河证券研究部

表 4: 美亚柏科 (300188) 财务报表预测 (百万元)

| 资产负债表        | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 利润表 (百万元)   | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金         | 57.3         | 102.4        | 716.1        | 822.8        | 959.6        | 营业收入        | 123.1        | 188.0        | 287.9        | 412.6        | 550.5        |
| 应收票据         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营业成本        | 49.1         | 81.3         | 125.1        | 177.4        | 239.1        |
| 应收账款         | 30.6         | 46.7         | 71.5         | 102.5        | 136.7        | 营业税金及附加     | 1.9          | 2.4          | 4.3          | 6.2          | 8.3          |
| 预付款项         | 2.4          | 2.4          | 2.4          | 2.4          | 2.4          | 销售费用        | 17.0         | 25.6         | 34.5         | 53.6         | 77.1         |
| 其他应收款        | 2.2          | 5.6          | 8.6          | 12.4         | 16.5         | 管理费用        | 28.9         | 46.2         | 69.1         | 94.9         | 126.6        |
| 存货           | 11.4         | 18.9         | 29.0         | 41.2         | 55.5         | 财务费用        | 0.1          | 0.4          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 其他流动资产       | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 资产减值损失      | 1.7          | 1.4          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 长期股权投资       | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 公允价值变动收益    | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 固定资产         | 19.0         | 15.0         | 14.0         | 12.7         | 11.3         | 投资收益        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 在建工程         | 1.7          | 13.5         | 0.4          | 0.2          | 0.1          | 汇兑收益        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 工程物资         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营业利润        | 24.6         | 30.7         | 54.8         | 80.4         | 99.4         |
| 无形资产         | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 营业外收支净额     | 8.4          | 17.8         | 25.4         | 34.0         | 42.5         |
| 长期待摊费用       | 1.1          | 1.0          | 0.9          | 0.8          | 0.7          | 税前利润        | 32.9         | 48.5         | 80.2         | 114.5        | 141.9        |
| 资产总计         | 138.7        | 216.8        | 843.0        | 995.0        | 1182.9       | 减: 所得税      | 4.3          | 7.4          | 12.3         | 17.6         | 21.8         |
| 短期借款         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 净利润         | 28.6         | 41.0         | 67.9         | 96.9         | 120.1        |
| 应付票据         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 归属于母公司的净利润  | 28.7         | 41.0         | 67.9         | 96.9         | 120.1        |
| 应付账款         | 15.2         | 24.8         | 38.2         | 54.1         | 73.0         | 少数股东损益      | -0.1         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 预收款项         | 9.8          | 21.0         | 38.3         | 63.1         | 96.1         | 基本每股收益      | 0.72         | 1.03         | 1.27         | 1.81         | 2.25         |
| 应付职工薪酬       | 10.5         | 10.5         | 10.5         | 10.5         | 10.5         | 稀释每股收益      | 0.72         | 1.03         | 1.27         | 1.81         | 2.25         |
| 应交税费         | 7.3          | 7.3          | 7.3          | 7.3          | 7.3          | <b>财务指标</b> | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 其他应付款        | 8.8          | 8.8          | 8.8          | 8.8          | 8.8          | <b>成长性</b>  |              |              |              |              |              |
| 其他流动负债       | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营收增长率       | 35.1%        | 52.7%        | 53.2%        | 43.3%        | 33.4%        |
| 长期借款         | 6.3          | 6.3          | 6.3          | 6.3          | 6.3          | EBIT 增长率    | 34.4%        | 23.1%        | 69.2%        | 46.7%        | 23.6%        |
| 预计负债         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 净利润增长率      | 38.8%        | 43.3%        | 65.4%        | 42.8%        | 24.0%        |
| 负债合计         | 62.9         | 91.3         | 133.5        | 188.6        | 256.4        | <b>盈利性</b>  |              |              |              |              |              |
| 股东权益合计       | 75.7         | 110.8        | 718.7        | 815.6        | 935.7        | 销售毛利率       | 60.2%        | 56.8%        | 56.6%        | 57.0%        | 56.6%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | 销售净利率       | 23.3%        | 21.8%        | 23.6%        | 23.5%        | 21.8%        |
| 净利润          | 28.6         | 41.0         | 67.9         | 96.9         | 120.1        | ROE         | 37.8%        | 37.1%        | 9.4%         | 11.9%        | 12.8%        |
| 折旧与摊销        | 2.0          | 1.6          | 1.6          | 1.6          | 1.6          | ROIC        | 27.57%       | 23.25%       | 6.39%        | 8.28%        | 8.92%        |
| 经营活动现金流      | 34.8         | 45.5         | 73.6         | 106.7        | 136.8        | <b>估值倍数</b> |              |              |              |              |              |
| 投资活动现金流      | -8.2         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | PE          | 65.9         | 46.0         | 37.2         | 26.1         | 21.0         |
| 融资活动现金流      | -9.4         | -0.4         | 540.0        | 0.0          | 0.0          | P/S         | 15.3         | 10.0         | 8.8          | 6.1          | 4.6          |
| 现金净变动        | 17.2         | 45.1         | 613.6        | 106.7        | 136.8        | P/B         | 24.9         | 17.0         | 3.5          | 3.1          | 2.7          |
| 期初现金余额       | 40.0         | 57.3         | 102.4        | 716.1        | 822.8        | 股息收益率       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 期末现金余额       | 57.3         | 102.4        | 716.1        | 822.8        | 959.6        | EV/EBITDA   | 64.8         | 52.8         | 32.2         | 20.8         | 15.6         |

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**王家炜，IT 行业证券分析师，总监。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。

**王莉，IT 行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。

**吴砚靖，IT 行业分析师。**本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。

### 覆盖股票范围：

A 股：用友软件（600588.SH）、东软集团（600718.SH）、东华软件（002065.SZ）、航天信息（600271.SH）、远光软件（002063.SZ）、川大智胜（002063.SZ）、广联达（002410.SZ）、高德红外（002414.SZ）、江海股份（002484.SZ）、信维通信（300136）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908