


2023年04月23日  
美亚柏科(300188.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

行业应用软件

## Q1 收入确认延后，反生成式 AI 受益政策驱动

### 目 事件概述

公司4月22日发布一季报，23Q1实现营业收入1.47亿元，同比下降53.92%，实现归母净利润-1.67亿元，同比下降189.73%。由于公司部分项目订单周期较长，且Q1收入占全年比例较低，我们认为短期收入确认的延后导致Q1同比下降，不改变全年业绩的修复预期，我们依然看好AI+数据要素+数据安全三重驱动下，公司未来的长期发展趋势。

### 目 22Q1 收入确认延后，订单增长良好，全年业绩修复预期不变

从收入来看，23Q1实现营业收入1.47亿元，同比下降53.92%，主要是由于公司大项目实施周期较长，上年部分延缓商机及在手订单实施尚在陆续恢复当中，导致收入并没有在Q1体现。根据公司近3年财报的数据规律，Q1收入占全年收入比例仅为10%左右，且受到大项目是否当期确认的波动较大，因此Q1的业绩不代表全年的业绩趋势，我们仍然对公司全年的业绩修复保持信心。

从订单来看，根据一季报披露，公司一季度新签订单同比去年同期增长，我们从合同负债的角度来部分反映公司的订单情况。公司截至23Q1的合同负债为3.55亿元，同比22Q1增长38.67%，部分反映出公司订单需求较为旺盛。预计伴随去年递延的商机和订单在二三季度陆续转化为收入，对全年的业绩增长将形成有利支撑。

### 目 AI+数据要素+数据安全三重叠加，未来发展可期

反生成AI方面，4月11日，为促进生成式人工智能技术健康发展和规范应用，国家互联网信息办公室起草了《生成式人工智能服务管理暂行办法（征求意见稿）》。生成式人工智能服务的提供者将迎来更加严格的监管。根据公司官方微信号披露，公司通过对深度合成和生成式AI技术的深入研究以及在人工智能安全方向的经验积累，自主研发深度伪造视频图像检测鉴定的核心引擎，打造出一系列视频图像检测鉴定的一体化智能装备“AI-3300 慧眼视频图像鉴真工作站”等。与此同时，公司基于在电子数据取证和公共安全大数据多年的行业积累，已研究推出针对人工智能（如ChatGPT）生成文本内容的检测工具，中文生成文本检测的准确率超过90%。伴随生成式AI的普及，相应的反生成式AI产品有望迎来从零到一的需求突破，助力AI监管的落地，有望为公司带来新的增长动能。

数据要素方面，公司于2021年正式发布乾坤大数据操作系统(QKOS)。以“九天揽月”的产品体系，满足城市级新型数字基础设施、行业大数据基座、大数据产品研发基座等多场景需求。从应用场景来看，公司除了在公共安全大数据领域深入布局之外，正在积极发力新型智慧

投资评级

**买入-A****维持评级**

6个月目标价

29.11元

股价(2023-04-21)

23.62元

#### 交易数据

总市值(百万元)	20,300.85
流通市值(百万元)	17,106.68
总股本(百万股)	859.48
流通股本(百万股)	724.25
12个月价格区间	11.21/28.4元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	40.5	69.8	63.8
绝对收益	41.8	66.2	64.7

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

#### 相关报告

前瞻布局AI监管，数据要素  
和数据安全两翼齐飞 2023-04-02

城市建设。美亚柏科与厦门大数据有限公司共同设立“厦门城市大脑”，依托美亚柏科乾坤大数据操作系统，围绕善政、兴业、惠民三大方向，打造涵盖数据、业务、感知、AI 等方面的数据中台，高标准建设并支撑前端“图看厦门、免审即享、数看厦门”等各类数字应用服务场景，实现政务服务“一网通办”、城市运行“一网统管”、市域治理“一屏通览”。目前正在向其他多个省市进行拓展。

**数据安全方面**，公司围绕监管侧发布“长城”计划，为城市、执法部门和行业提供全视角的安全威胁精准感知、快速响应、即时处置和溯源反制等能力提供支撑。围绕使用侧发布“狼烟”计划，以“零信任”体系守护数据全生命周期。2022 年上半年，美图基于其数据“安全、可信、合规”的需求，与公司开展合作探索。2022 年 9 月 9 日，美图公司与美亚柏科在厦门签署战略合作协议，共同推进网络及数据安全体系建设。美图与公司共同制定了基于互联网行业的数据安全解决方案，推动开发数据资产梳理与数据库扫描系统“数网”。

#### 目 投资建议：

美亚柏科作为国内电子数据取证行业龙头企业、公共安全大数据领先企业、网络空间安全与社会治理领域国家队，以国投集团和国投智能战略规划为指引，以服务国家数字中国、网络强国战略为己任，致力于成为国投智能数字经济产业布局的重要支撑，打造网络空间安全与社会治理的头部企业，建设世界一流大数据企业。当前公司面临 AI 监管+数据要素+数据安全三重需求驱动，以电子取证和公共安全大数据为根据地业务，积极拓展新网络空间安全和新型智慧城市业务，有望实现良好的业绩增长。我们预计公司 23/24/25 年实现营业收入 30.61/37.87/46.67 亿元，实现归母净利润 3.17/4.17/5.13 亿元。维持“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 29.11 元，相当于 2024 年 60 倍 PE。

目 风险提示：政府财政支出力度不及预期；宏观经济影响导致交付验收不及预期；研发进度和技术迭代不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,535.2	2,279.7	3,060.7	3,786.8	4,666.9
净利润	310.7	147.9	317.2	416.7	512.9
每股收益(元)	0.38	0.17	0.37	0.48	0.60
每股净资产(元)	4.42	5.01	5.39	5.83	6.37

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	44.65	74.75	64.01	48.72	39.58
市净率(倍)	3.99	2.63	4.53	4.23	3.92
净利润率	12.3%	6.5%	10.4%	11.0%	11.0%
净资产收益率	9.2%	3.8%	7.3%	9.0%	10.3%
股息收益率	0.5%	0.5%	0.2%	0.5%	0.6%
ROIC	9.4%	4.3%	7.9%	10.1%	10.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2,535.2	2,279.7	3,060.7	3,786.8	4,666.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,055.3	1,088.9	1,433.8	1,790.8	2,217.6	营业收入增长率	6.2%	-10.1%	34.3%	23.7%	23.2%
营业税费	18.1	16.6	22.2	27.5	33.9	营业利润增长率	-16.4%	-54.4%	111.8%	31.4%	23.1%
销售费用	292.8	272.5	320.0	388.3	450.6	净利润增长率	-17.1%	-52.4%	114.5%	31.4%	23.1%
管理费用	807.1	706.4	887.1	1,067.3	1,268.7	EBITDA增长率	-8.4%	-32.9%	26.7%	28.3%	22.1%
财务费用	-7.6	2.5	-3.8	-1.7	3.9	EBIT增长率	-15.9%	-52.7%	108.1%	32.4%	24.4%
资产减值损失	-97.4	136.3	185.7	205.7	277.3	NOPLAT增长率	-16.5%	-45.9%	104.0%	32.4%	24.4%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	8.6%	27.3%	-2.2%	8.1%	22.1%
投资和汇兑收益	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	6.5%	20.9%	7.5%	8.3%	9.3%
<b>营业利润</b>	355.0	162.0	343.2	450.8	554.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-2.0	-2.1	0.0	0.0	0.0	毛利率	58.4%	52.2%	53.2%	52.7%	52.5%
<b>利润总额</b>	353.0	160.0	343.2	450.8	554.9	营业利润率	14.0%	7.1%	11.2%	11.9%	11.9%
减:所得税	17.1	-11.4	-24.5	-32.2	-39.6	净利润率	12.3%	6.5%	10.4%	11.0%	11.0%
<b>净利润</b>	310.7	147.9	317.2	416.7	512.9	EBITDA/营业收入	18.4%	13.8%	13.0%	13.5%	13.3%
						EBIT/营业收入	13.6%	7.2%	11.1%	11.9%	12.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	65	71	49	37	28
货币资金	923.0	1,431.0	988.2	1,221.2	933.4	流动营业资本周转天数	299	395	418	378	410
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	431	624	536	496	483
应收账款	1,233.7	1,630.8	2,215.1	2,543.1	3,321.0	应收账款周转天数	159	229	229	229	229
应收票据	100.9	87.6	117.6	145.5	179.4	存货周转天数	202	204	204	204	204
预付账款	61.9	78.7	105.7	130.8	161.2	总资产周转天数	687	863	740	661	606
存货	606.0	610.3	991.3	1,009.1	1,468.1	投资资本周转天数	527	746	544	475	471
其他流动资产	70.8	57.6	77.4	95.7	118.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	9.2%	3.8%	7.3%	9.0%	10.3%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	6.3%	2.5%	4.9%	5.8%	6.2%
长期股权投资	58.8	58.5	58.5	58.5	58.5	ROIC	9.4%	4.3%	7.9%	10.1%	10.9%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	458.0	424.8	401.1	375.8	349.9	销售费用率	11.5%	12.0%	10.5%	10.3%	9.7%
在建工程	2.1	1.1	0.0	0.0	0.0	管理费用率	31.8%	31.0%	29.0%	28.2%	27.2%
无形资产	179.2	262.3	306.7	355.4	409.1	财务费用率	-0.3%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%
其他非流动资产	1,200.9	1,247.6	1,258.9	1,269.5	1,282.3	三费/营业收入	43.1%	43.0%	39.3%	38.4%	36.9%
<b>资产总额</b>	4,895.3	5,890.4	6,520.5	7,204.6	8,280.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	80.7	353.4	306.1	378.7	541.4	资产负债率	27.2%	26.9%	29.0%	30.4%	33.8%
应付账款	745.1	925.6	1,235.1	1,414.5	1,805.9	负债权益比	37.4%	36.7%	40.8%	43.7%	51.2%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	2.62	2.73	2.59	2.53	2.34
其他流动负债	318.9	146.5	192.9	240.9	298.3	速动比率	2.09	2.31	2.02	2.03	1.78
长期借款	18.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	93.21	13.28	23.66	30.16	27.92
其他非流动负债	168.5	157.0	157.0	157.0	157.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,331.2	1,582.4	1,891.0	2,191.0	2,802.6	DPS(元)	0.13	0.11	0.05	0.11	0.15
少数股东权益	85.1	102.1	152.5	218.8	300.4	分红比率	28.0%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
股本	807.1	859.5	859.5	859.5	859.5	股息收益率	0.5%	0.5%	0.2%	0.5%	0.6%
留存收益	2,672.0	3,346.4	3,617.5	3,935.3	4,318.4						
<b>股东权益</b>	3,564.1	4,307.9	4,629.5	5,013.6	5,478.3						
						<b>现金流量表</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	335.9	171.4	367.6	483.0	594.5	EPS(元)	0.38	0.17	0.37	0.48	0.60
加:折旧和摊销	107.7	132.3	57.8	60.4	63.2	BVPS(元)	4.42	5.01	5.39	5.83	6.37
资产减值准备	-97.4	136.3	185.7	205.7	277.3	PE(X)	44.65	74.75	64.01	48.72	39.58
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	3.99	2.63	4.53	4.23	3.92
财务费用	-7.6	2.5	-3.8	-1.7	3.9	P/FCF	-385.66	2464.17	-52.68	59.28	-139.83
投资损失	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	5.47	4.85	6.63	5.36	4.35
少数股东损益	25.2	23.5	50.5	66.3	81.6	EV/EBITDA	29.89	36.38	50.93	39.67	33.51
营运资金的变动	-303.9	-604.2	-933.6	-472.2	-1,246.3	CAGR(%)	3.6%	-37.2%	1.0%	67.9%	27.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	59.4	-138.2	-276.0	341.4	-226.0	PEG	-2.62	-1.43	0.56	1.55	1.71
<b>投资活动产生现金流量</b>	-107.2	-27.5	-77.2	-83.8	-90.9	ROIC/WACC	1.22	0.56	1.02	1.32	1.42
<b>融资活动产生现金流量</b>	-54.4	770.3	-89.6	-24.6	29.0	REP	3.14	4.40	4.33	3.11	2.44

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034