CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

美亚柏科 300188.SZ

当前股价：18.14 元
2017 年 05 月 15 日

小产品，大服务，数据时代挥斥方遒

公司从为公安司法部门提供电子取证设备这一小产品发展为向执法监管部门提供多样化产品及大数据服务，行业和技术不断拓展，稀缺研发型企业在数据时代发展劲头十足，在司法、行政监管等专业细分领域大数据及网络安全方面优势显著。

- **围绕“电子数据”的采集、分析及应用，发展逻辑清晰，内生增长强劲。**内生增长是当前大多数计算机企业的一大痛点，公司横向行业拓展，纵向区域深入，紧跟技术趋势推陈出新，从设备产品到大数据信息化平台再到数据服务，业绩驱动的三级火箭紧密衔接，逻辑清晰。公司产品从单点取证设备到一体化取证平台；业务从事后取证向事中监管、事前预警延伸，紧跟技术趋势的同时水到渠成实现多行业拓展；从线下取证设备到线上大数据信息化平台，公司正推动数据服务公众。多年坚持高研发投入保持 65%+高毛利率。
- **取证龙头延伸行业，一带一路助力拓展海外。**作为电子取证龙头，公司在取证这一高用户粘性行业马太效应明显，且正向其他行政监管部门延伸。我们测算公司成熟期每年电子取证及专项执法设备业务空间为 26.78 亿元，而 2016 年公司该业务仅实现营业收入 7.07 亿元，仍存在数倍的成长空间。此外，电子数据介质的层出不穷，数据形态的日益丰富，摄像头等安防硬件设施的快速普及覆盖，以及行业及海外市场的开拓，都不断提升着取证行业的天花板。而今年公司将迎“金砖五国”元首会晤及“一带一路”主题催化，有望开启新一轮高增长。
- **百亿大数据信息化及网安市场，正值高速成长期。**目前全行业信息化投入仍处在高速增长期，公司在公安等司法部门先发优势明显，再以公安为切入口拓展网安市场。行政监管涉及行业众多，从业人员多，市场空间更大，且相比于执法部门对设备的需求，更多是对高毛利的信息化业务的需求。16 年大数据信息化平台业务实现 243%增长，收入为 1.59 亿元，基数较小空间仍大。民生数据服务打开更大成长空间，适用于政府执法监管部门的技术可推广至城市公共安全及企业风险防范等诸多领域，市场空间千亿级别，前景广阔。
- **“强烈推荐-A”投资评级。**预计 17-19 年 EPS 为 0.56/0.71/0.89 元，对应 PE 为 32/25/21 倍，电子取证主业稳健增长，大平台及大数据服务有序推进高速增长，网络空间安全市场一触即发，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**行政监管部门拓展缓慢，大数据信息化业务进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	763	998	1303	1702	2174
同比增长	27%	31%	31%	31%	28%
营业利润(百万元)	129	140	246	329	423
同比增长	11%	9%	76%	34%	29%
净利润(百万元)	133	183	279	354	440
同比增长	16%	37%	53%	27%	24%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.56	0.71	0.89
PE	60.4	49.3	32.3	25.4	20.5
PB	4.8	4.8	4.7	4.2	3.6

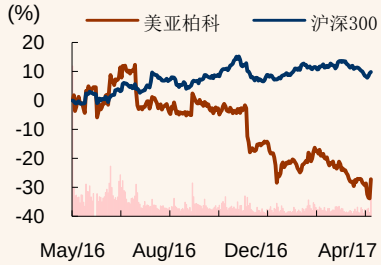
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3090
总股本（万股）	49634
已上市流通股（万股）	29636
总市值（亿元）	90
流通市值（亿元）	54
每股净资产（MRQ）	3.8
ROE（TTM）	9.9
资产负债率	24.0%
主要股东	郭永芳
主要股东持股比例	23.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-31	-33
相对表现	-10	-30	-43



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《美亚柏科（300188）—电子“证人”，迎地域主题催化》2017-04-25
2、《美亚柏科（300188）—Q1 预告扫除业绩顾虑，一带一路助飞取证龙头》2017-03-28
3、《美亚柏科（300188）—电子数据取证龙头，受益一带一路开启国际市场》2017-03-05

刘泽晶
010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

周楷宁
010-57601791
zhoukaining@cmschina.com.cn
S1090516060001

研究助理
刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

正文目录

一、取证-数据-服务，2G-2B-2C 模式清晰 4
1、围绕电子数据的四大产品+四大服务 6
2、电子取证仍为第一主业，大数据信息化平台加速 7
3、高研发投入保持高毛利率，内生+外延并进 8
3.1 坚持高研发投入，维持 65%+高毛利率 8
3.2 外延拓展技术和行业，顺应客户需求开发专项执法设备 9
二、电子取证独占鳌头，一带一路启动海外市场 10
1、电子证据形态日益丰富、取证要求日趋严格，扩大行业规模 10
2、公司产品覆盖全面，顺应技术趋势不断升级创新 13
3、拓展海外，区县下沉深入渗透 14
三、大数据信息化市场数倍于取证设备，正值高速成长期 16
1、大数据信息化大势所趋，数据平台推动业务向事中事前延伸 16
2、百亿网络安全市场大有可为 17
3、由公安向各行政执法部门及企业延伸 20
四、大数据服务民生，打开更大成长空间 20
五、投资建议：“强烈推荐-A”评级 22

图表目录

图 1：美亚柏科围绕“电子数据”的采集、分析及应用开展业务 4
图 2：美亚柏科业务产品拓展的三个维度 5
图 3：美亚柏科 2G-2B-2C 的业务发展模式 5
图 4：公司的阶段性新增业绩驱动因素 6
图 5：公司的业务框架体系 6
图 6：公司的四大产品+四大服务 7
图 7：公司 2010 年以来营业收入 CAGR 超过 30% 7
图 8：公司归母净利润也一直稳健增长 7
图 9：电子取证设备是公司第一大主业（2016） 8
图 10：公司大数据信息化业务营收占比快速提升 8
图 11：公司各项业务毛利率水平（2016） 8
图 12：公司一直保持高的研发投入 8

图 13: 公司外延布局高度协同 9
图 14: 出入境自助办证一体机 10
图 15: 公司无人机防御系统 10
图 16: 电子数据存储介质层出不穷 11
图 17: 电子取证从事后向实时过渡，从静态向动态延伸 11
图 18: 美亚柏科“存证云”规范行政执法全流程 12
图 19: 公司电子取证产品顺应技术趋势和客户需求升级创新 13
图 20: 武汉大千专注视频分析及刑侦领域 14
图 21: 一带一路拓展海外，区县下沉深入渗透 15
图 22: 厦门是“海上丝绸之路”的核心区 15
图 23: 网络安全硬件市场规模 18
图 24: 网络安全软件市场规模 18
图 25: 公司自主的云安全服务商“安全狗” 18
图 26: 公司部分网络空间安全产品及服务 19
图 27: 2014 年舆情监测系统市场需求单位分布 19
图 28: 美亚柏科占比舆情监测市场份额 6.17% 19
图 29: 公司“祥云”城市公共安全平台 21
图 30: 城市公共安全平台向更多行业应用提供数据支撑 21
图 31: 公司提供多样化非政府部门数据及云服务 22
图 32: 美亚柏科历史 PE Band 24
图 33: 美亚柏科历史 PB Band 24

表 1: 公司 2015 年至今外延布局 9
表 2: 电子证据日益丰富，取证流程日益规范、要求日趋严格 11
表 3: 公司电子取证产品体系完善 13
表 4: 公司电子取证及专项执法设备市场空间测算（价格不变，不包含海外市场）. 16
表 5: 国家密集出台政策促进大数据信息化进程 17
表 6: 公司大数据信息化业务市场空间测算 20
表 7: 公司未来三年盈利预测表 23
表 8: 估值对比表 23

附：财务预测表 25

一、取证-数据-服务，2G-2B-2C 模式清晰

从电子“证人”到大数据服务商。公司是市占率超过 40%的国内电子取证龙头和网络空间安全专家，业务正从设备产品向大数据信息化平台，数据服务延伸。公司近年业务内容不断丰富，市场或觉主业模糊，但我们认为公司实际上顺应行业变化，围绕“电子数据”的采集、分析及应用开展业务的战略规划一直明晰：

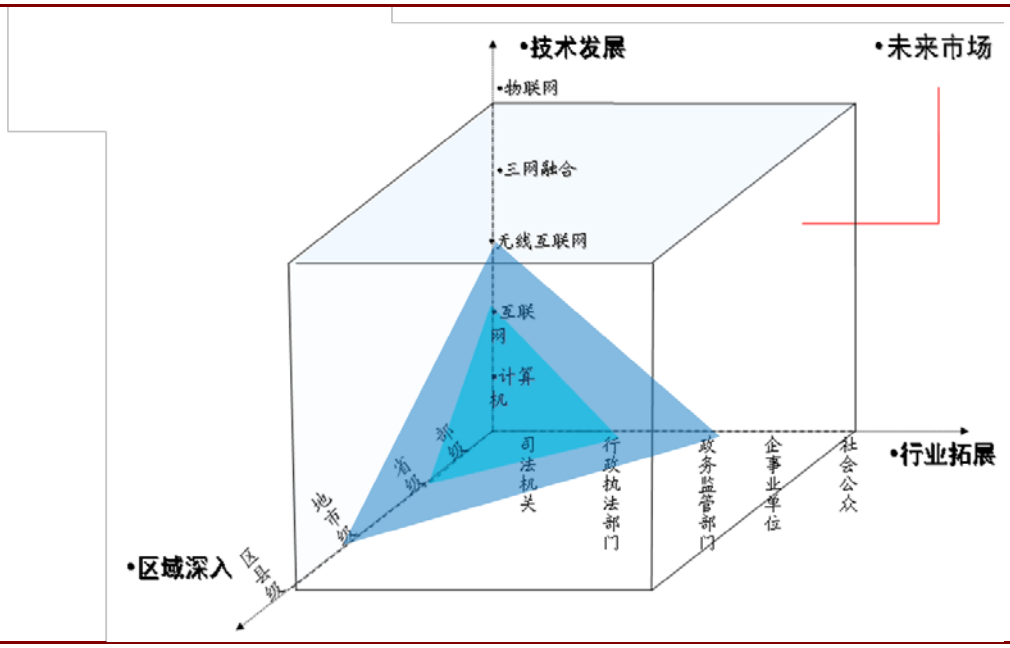
- 从单点取证设备到一体化取证平台，公司电子取证产品顺应市场需求变化；
- 从事后取证到事中监管再到事前预警，公司业务紧跟技术趋势的同时水到渠成实现多行业的拓展；
- 从线下取证设备到线上大数据信息化平台，公司推动数据服务公众。

图 1：美亚柏科围绕“电子数据”的采集、分析及应用开展业务

资料来源：招商证券

横向行业拓展，纵向区域深入，紧跟技术趋势推陈出新。公司客户从公安部门向司法及各级行政部门不断拓展，同时业务也从设备产品向多样化服务延伸；区域上已从省部级市场渗透到地市级市场，目前正向更大的区县级市场深入，此外还着力推向国际市场；产品和业务顺应技术发展不断推陈出新，在移动互联网及物联网的大趋势下，公司取证产品向移动化一体化发展，从静态电子信息的提取向动态视频分析延伸，业务从设备产品向大数据信息化平台再向数据服务跨越。从取证设备小产品到数据大服务，公司的成长空间不断扩大。

图 2：美亚柏科业务产品拓展的三个维度



资料来源：招商证券

公司 2G-2B-2C 的模式清晰：

- 过去，公司致力于为各级司法机关打击犯罪提供电子数据取证产品及网络信息安全解决方案；
- 现在，公司正着力于将大数据技术和大搜索技术应用于帮助更多执法部门开展网络空间社会治理；
- 未来，公司将借助互联网+大数据的力量，为更广大的社会公众提供便民服务。

图 3：美亚柏科 2G-2B-2C 的业务发展模式

资料来源：美亚柏科、招商证券

从设备产品到数据服务，公司阶段性业绩驱动因素紧密衔接。业务“导入-成长-成熟-衰退”的“S 型曲线”始终是悬在企业头上的达摩克利斯之剑，美亚柏科已呈现出清晰的阶段性新增业绩驱动因素。上市以来，公司业绩一直主要来源于电子取证设备产

品，目前该项业务继续稳健增长；大数据信息化平台持续受益政务信息化过程，加速增长；手握数据这一基础性战略资源，持续发力技术，公司正逐步将政务及公共安全数据平台推向网监、金融风险预警、电子数据存证服务等关系社会稳定的数据服务领域，市场空间千亿级别，前景广阔。

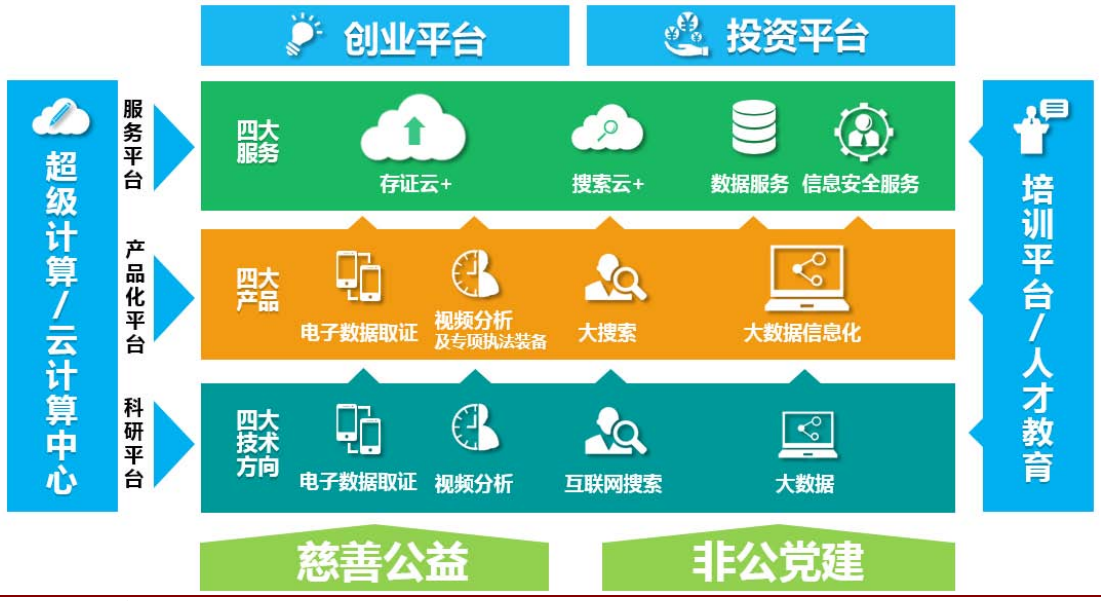
图 4：公司的阶段性新增业绩驱动因素

资料来源：招商证券

1、围绕电子数据的四大产品+四大服务

业务从事后向事中、事前延伸，拓展行业客户。随着电子数据形态的日益丰富以及互联网的发展，公司的技术方向从电子数据取证延伸到视频分析、互联网搜索和大数据，这也为公司业务从事后打击犯罪向事中监管、事前防范不断延伸提供了条件；基于这四大技术方向，公司形成电子数据取证、视频分析及专项执法设备、大搜索和大数据信息化四大产品，服务的客户也从公安司法部门延伸到各级行政事业单位；在云计算的趋势下，进一步推出存证云、搜索云、数据服务和信息安全服务四大服务，推动对更多企业及公众的服务可能。公司采用培训带动营销的模式，横向拓展行业并积极开拓海外市场，超级云计算中心为各项信息化及大数据业务提供后端保证。

图 5：公司的业务框架体系



资料来源：美亚柏科、招商证券

四大产品和四大服务实现多行业覆盖。基于公司四大技术方向的四大产品已不仅仅服务于公安、检察等司法部门，视频分析及专项执法设备满足各垂直细分行业的具体需要；大数据信息化平台及大搜索技术还可帮助更多行政执法及监管部门实现网络空间安

全的管理；四大服务更是向各级企事业单位延伸，多年政府部门的服务经验也帮助公司向更多行业客户拓展。

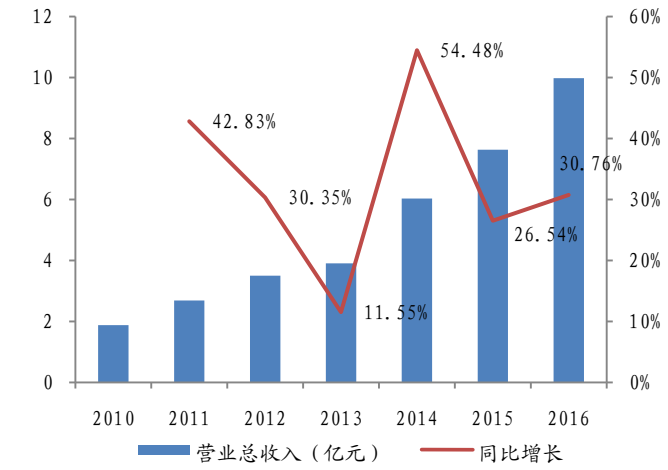
图 6：公司的四大产品+四大服务

资料来源：招商证券

2、电子取证仍为第一主业，大数据信息化平台加速

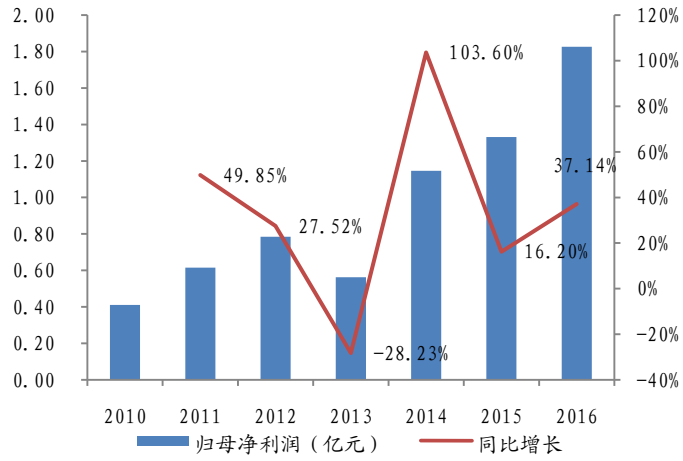
公司上市以来营业收入和归母净利润均快速增长：营收从 2010 年的 1.88 亿增至 2016 年的 9.98 亿，年均增长率 32.75%；归母净利润从 0.41 亿增至 1.83 亿元。

图 7：公司 2010 年以来营业收入 CAGR 超过 30%



资料来源：Wind、招商证券

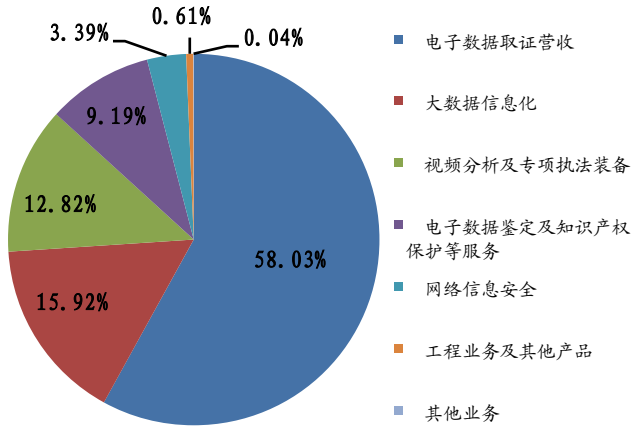
图 8：公司归母净利润也一直稳健增长



资料来源：Wind、招商证券

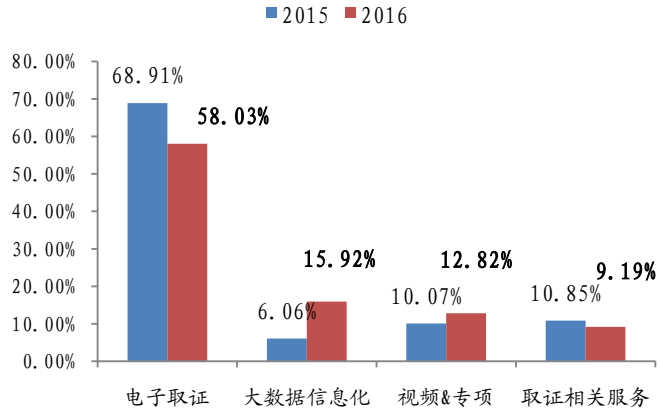
电子取证设备业务占比过半，大数据信息化业务快速增长。2016 年公司电子数据取证产品占公司营收比例达 58.03%，一直是公司营收占比最高的业务。2016 年开始大数据信息化平台加速增长，占公司营收比重迅速从 2015 年的 6.06%增长到 2016 年的 15.92%。

图 9：电子取证设备是公司第一大主业（2016）



资料来源：Wind、招商证券

图 10：公司大数据信息化业务营收占比快速提升



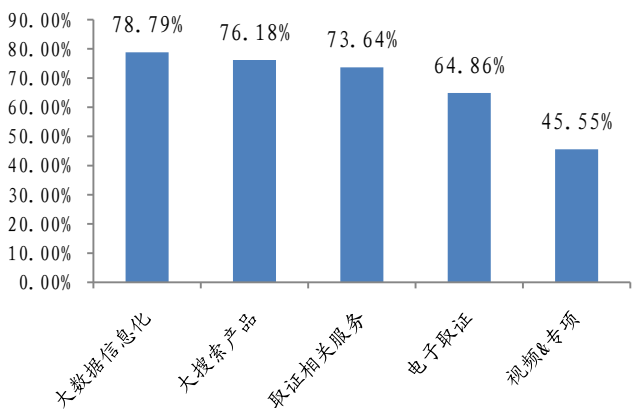
资料来源：Wind、招商证券

3、高研发投入保持高毛利率，内生+外延并进

3.1 坚持高研发投入，维持 65%+高毛利率

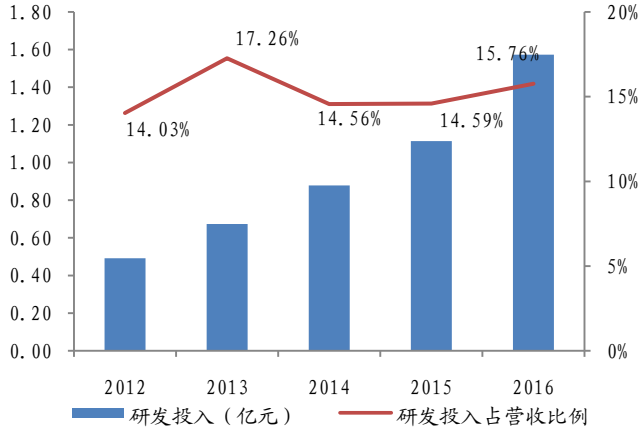
高研发投入和研发人员占比。电子取证及政府部门大数据信息化业务等存在较高的行业壁垒，加上公司始终坚持技术创新，公司的各项业务一直维持较高的毛利率。近年公司研发投入占营收比例均达到约 15%，研发人员数量占比近 70%。另一方面，公司还通过实施股票激励计划、设立校企合作、联合高管、公司、第三方创业基金形成内部创业平台等方式吸引技术开发人员，保持着行业领先的研发实力，紧跟技术发展趋势升级现有产品并开发新产品项目。公司持有多项国家专利，为国家重点创新型软件企业。

图 11：公司各项业务毛利率水平（2016）



资料来源：公司年报、招商证券

图 12：公司一直保持高的研发投入



资料来源：Wind、招商证券

毛利率随业务结构进一步优化继续提升。上市至今公司的综合毛利率一直保持在65%左右，近年来高毛利的大数据信息化平台、电子数据鉴定及互联网知识产权保护等服务业务快速增长。2016年毛利接近80%的大数据信息化平台业务实现243%的增长，公司毛利率在技术投入积淀下，随着业务结构的进一步优化有继续提升的趋势。

3.2 外延拓展技术和行业，顺应客户需求开发专项执法设备

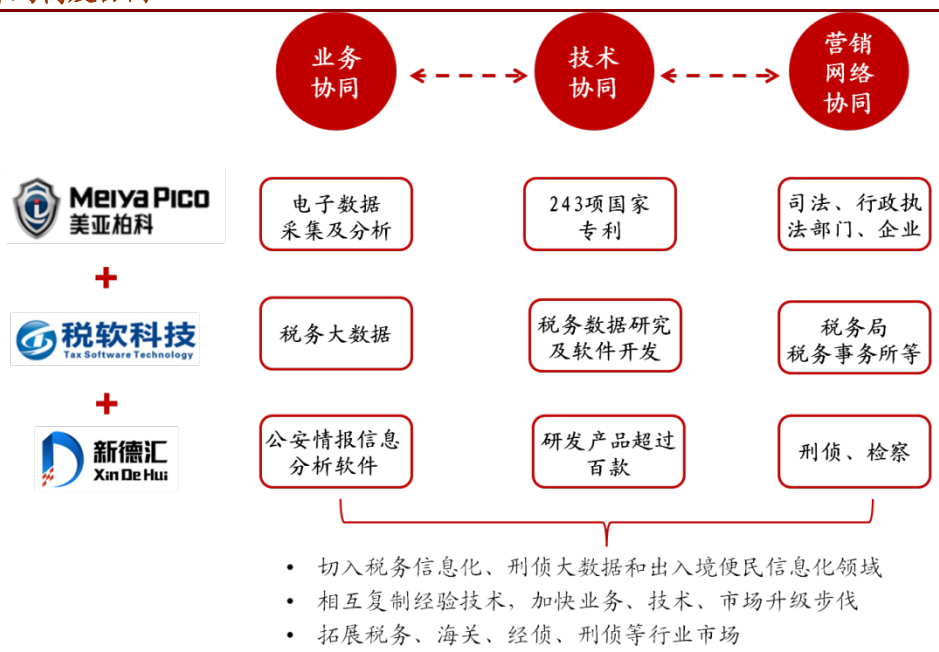
外延拓展技术和行业。除不断加大研发投入促进内生增长外，公司也持续开展投资并购进行外延扩张，且外延布局专注行政监管部门及其信息化市场，高度协同。随着江苏税软、新德汇、武汉大千和中新赛克等陆续纳入公司旗下，公司业务在网络安全、政务大数据、互联网知识产权保护、视频分析等市场布局日渐丰富完善。公司业务也由公安、检察等司法机关逐步拓展至工商、税务、海关、新闻、质监、检验检疫等多个行业。

表 1：公司 2015 年至今外延布局

时间	标的公司名称	持股比例	金额（万元）	投资并购目的
2015.02	安胜网络	75%	750	提供网络安全防护和软件安全性检测
2015.03	武汉大千	51%	3,315	拓展海量视频采集、检索、分析和研判业务
2015.03	美亚宏数	55%	358	布局政务大数据应用领域
2015.06	美亚梧桐	49%	49	围绕网络空间安全及大数据领域进行投资
2015.06	**新德汇**	**100%**	**26,411**	**拓展刑侦及其他政法行业信息化市场**
2015.09	**江苏税软**	**100%**	**54,320**	**拓展税务稽查及信息化市场**
2015.10	海峡国家版权交易中心	10%	500	拓展版权保护业务
2015.10	正信世纪	20%	400	网络电子身份识别技术与认证服务
2015.12	中新赛克	4.10%	4,898	完善上下游产业链
2016.08	美亚商鼎	62%	620	拓展市场监督管理（工商、食药监、质监）行业
2016.08	美亚智讯	58.47%	383	大数据应用，对接政府、部委等机构大数据项目
2017.03	斯坦道	10%	1680	完善市监行业的产业链布局
合计			93,684	

资料来源：公司公告、招商证券

图 13：公司外延布局高度协同



资料来源：招商证券

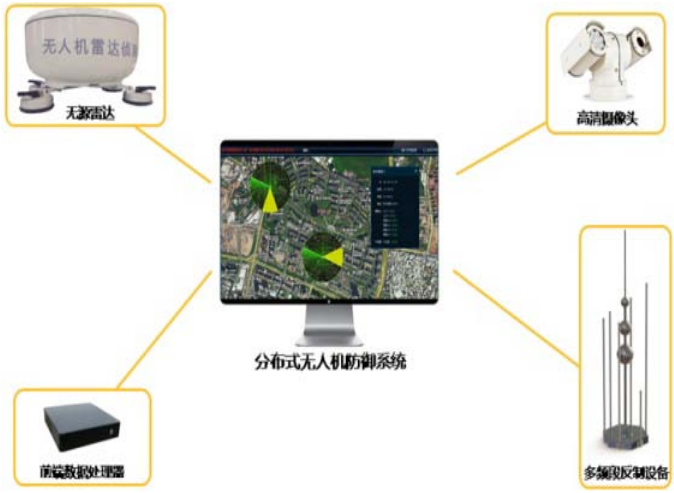
公司的创业平台和美亚梧桐产业并购基金持续孵化和引进优质项目，目前美亚梧桐并购基金规模超过 2 亿元，进行了大量项目的前期考察，陆续进入投资阶段，且可能进一步扩充基金规模。公司还存在继续围绕网络空间安全及大数据信息化的产业布局进行外延并购的预期。

专项执法设备快速增长，不断发掘政企客户新需求。公司 2016 年视频分析及专项执法设备同比增长 66.48%至 1.28 亿元，主要系出入境自助办证一体机，无人机反制、预警系统等专项执法设备的增长。出入境自助办证一体机顺应机器代替人工提升效率的行业需求趋势，市场较大，目前主要在广东全省和厦门推广应用；无人机反制、预警系统主要是针对无人机黑飞乱飞的现象，推出的新产品。公司基于多年的政府服务经验和技术储备，及时响应并不断发掘政企客户新需求。

图 14：出入境自助办证一体机

资料来源：招商证券

图 15：公司无人机防御系统



资料来源：美亚柏科、招商证券

二、电子取证独占鳌头，一带一路启动海外市场

1、电子证据形态日益丰富、取证要求日趋严格，扩大行业规模

取证设备客户高粘性，马太效应显著。电子取证设备当前的主要客户是公安、检察等政府司法部门，加上产品操作较为复杂，需要培训和服务，客户的粘性较强且价格敏感性相对不高。另外，取证产品技术壁垒较高，需持续研发投入，产品的规模效应显著，龙头企业马太效应明显。美亚柏科是 A 股唯一的取证行业上市公司，在国内电子数据取证行业市占率超过 40%，一直保持龙头地位。出于政府部门数据的敏感性，国内企业竞争优势明显。

电子数据存储介质层出不穷，形态日益丰富，产品更新换代加速。各式各样的移动化电子设备快速更迭，且在摩尔定律以及互联网的驱动下，数据信息量爆发式增长，且越来越以非结构化数据形态呈现，取证设备产品一般的 3-5 年更新周期将缩短。加上取证从事后静态向事中动态跟踪延伸，行业新增需求进一步扩充市场空间。

图 16：电子数据存储介质层出不穷

资料来源：招商证券

图 17：电子取证从事后向实时过渡，从静态向动态延伸

资料来源：最高检官微、招商证券

多样化电子数据被纳入司法范畴，取证流程规范严格。证据是执法的关键，相比于古老的人证物证，“电子数据”才是当下最为常态的证据。新刑事诉讼法第四十八条中，将“电子数据”首次纳入法定证据种类之一,与视听资料同列为第八种刑事诉讼证据。2016 年 9 月，最高人民法院、最高人民检察院、公安部三部门联合制定并下发了《关于办理刑事案件收集提取和审查判断电子数据若干问题的规定》，《规定》中明确了电子数据的范围、如何展示、如何审查、如何保存、如何冻结等问题。博客、朋友圈、即时通信、音视频等多样化信息均被纳入司法可行性范畴，而电子数据真实、完整性要求使得取证的规范性日趋严格，取证设备的运用领域不断得到扩充。

表 2：电子证据日益丰富，取证流程日益规范、要求日趋严格

	电子数据包括但不限于：
《关于办理刑事案件收集提取和审查判断电子数据若干问题的规定》	网页、博客、微博客、朋友圈、贴吧、网盘等网络平台发布的信息
	手机短信、电子邮件、即时通信、通讯群组等网络应用服务的通信信息
	用户注册信息、身份认证信息、电子交易记录、通信记录、登录日志等信息
	文档、图片、音视频、数字证书、计算机程序等电子文件。

	电子数据具有下列情形之一的，不得作为定案的根据：
	电子数据系篡改、伪造或者无法确定真伪的
	电子数据有增加、删除、修改等情形，影响电子数据真实性的
	其他无法保证电子数据真实性的情形
	对电子数据是否真实，应当着重审查以下内容：
	是否移送原始存储介质;在原始存储介质无法封存、不便移动时，有无说明原因，并注明收集、提取过程及原始存储介质的存放地点或者电子数据的来源等情况;
	电子数据是否具有数字签名、数字证书等特殊标识;
	电子数据的收集、提取过程是否可以重现;
	电子数据如有增加、删除、修改等情形的，是否附有说明;
	电子数据的完整性是否可以保证。
	对电子数据是否完整，应当着重审查以下内容：
	审查原始存储介质的扣押、封存状态;
	审查电子数据的收集、提取过程，查看录像
	比对电子数据完整性校验值;
	审查冻结后的访问操作日志;
	与备份的电子数据进行比较;
	其他方法

资料来源：最高人民检察院官网、招商证券

电子取证用户群体不断扩充。日前，国务院办公厅专门印发正式通知，不只是公检法，要求所有的行政执法单位都必须配备、配齐执法记录设备，必须形成“执法全过程记录”。过去电子数据取证业务主要服务于司法机关，而随着执法对规范性要求进一步提高，取证产品用户群体正由司法机关不断扩展至其他行政执法部门和大型企事业单位。

图 18：美亚柏科“存证云”规范行政执法全流程

资料来源：美亚柏科、招商证券

2、公司产品覆盖全面，顺应技术趋势不断升级创新

电子“证人”多年深耕，产品覆盖全面。公司取证类产品主要包括计算机取证产品线、手机取证产品线、数据分析产品线、分析平台产品线四条产品线，涵盖电子数据保全（证据固定）、数据复制、数据恢复、数据采集数据分析、数据查缉、可视化展示和数据销毁等取证过程全系列产品。

表 3：公司电子取证产品体系完善

取证装备类产品体系	产品
电子数据采集体系	手机采集系统、银行卡信息采集仪、计算机查缉终端、无线信号采集系统等
现场勘察体系	取证勘察箱、取证魔方、计算机快取系统等
取证平台体系	取证航母、蛛网系统、实验室管理系统
实验室取证体系—预检修复	恢复大师、介质修复塔
实验室取证体系—计算机取证	智能取证分析系统、取证塔、取证大师
实验室取证体系—手机取证	手机取证一体机、手机取证系统、手机取证塔等
实验室取证体系—综合	详单分析系统、极光超算分析系统、可视化数据智能分析系统等
实验室取证体系—配件	手机信号屏蔽箱、电子数据只读设备、安全移动电源等

资料来源：招商证券

公司产品创新不断顺应技术趋势和客户需求变化。公司取证产品及服务始终走在行业前列，取证设备愈加便携化、功能愈加一体化、提供一站式服务及全方位取证功能。满足手机、计算机、银行卡、硬盘等终端取证需求，同时公司天眼视频系统提供视频取证分析功能。取证航母以自主设计的高性能一体化工作台为载体，搭载了计算机取证、手机取证等诸多取证应用，并采用智能取证模式将这些应用有机串在一起。

图 19：公司电子取证产品顺应技术趋势和客户需求升级创新

资料来源：招商证券

收购武汉大千拓展视频分析技术及刑侦领域。2015 年公司收购武汉大千 51%的股权。武汉大千专注于公共安全行业的海量图像与视频的检索、分析、研判和侦查等技术领域的产品、装备的研发和服务，能快速采集各类视频、图像文件，并通过智能转码、恢复、快速检索、图像增强、图像比对等多项技术实现对视频、图像的快速分析、定位，大大缩短执法工作人员调查、取证、分析的时间，提高视频、图像识别的准确率。武汉大千技术见长，结合公司的渠道资源优势，将助力公司快速进入视频取证分析市场，并带动公司电子数据取证产品的销售。

图 20：武汉大千专注视频分析及刑侦领域

资料来源：招商证券

3、拓展海外，区县下沉深入渗透

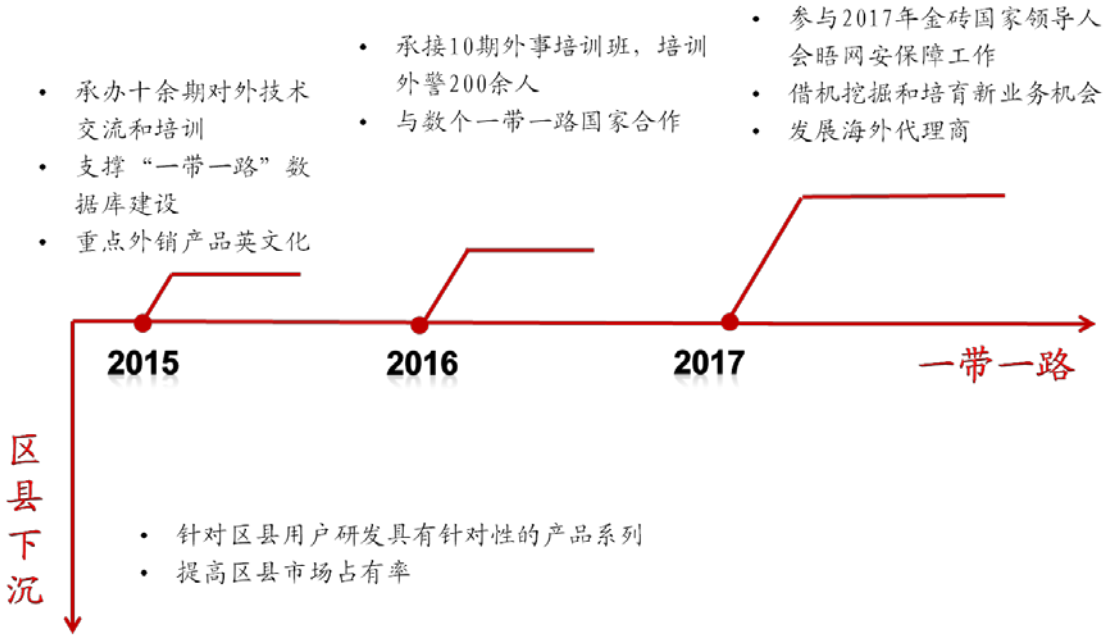
响应国家“一带一路”战略号召，海外市场扬帆起航。公司 2015 年开始在国家“一带一路”战略的号召下，配合相关部门在涉外培训、技术交流、产品销售、援建取证实验室等方面开展相关工作，开始拓展海外市场。公司以培训带动销售，早期海外收入主要来源于国家对一带一路国家的援建采购，目前中亚以及东南亚等部分一带一路国家已成为公司直接客户。一些一带一路国家电子取证设备基本为空白，是尚未开垦的处女地，2016 年公司海外直营收入已超过千万，目前公司正着手发展海外代理商，借助国家“一带一路”战略合作机会，进一步开拓海外蓝海市场。

金砖五国元首会晤及一带一路将催化公司取证设备业务新一轮增长。作为今年的金砖五国元首会晤地，厦门在网络信息安全和城市公共安全等保卫领域投入大。公司是厦门市标杆企业，相关产品及成熟的城市公共安全平台可提供系统的服务，承接主要安全项目同时将有力提升知名度，挖掘和培育潜在业务机会。北京召开首次“一带一路”国际合作高峰论坛之后，后续有望在西安和厦门轮流召开，已经参与国家“一带一路”战略的美亚柏科将借力进一步发展海外市场。

- “一带一路”国际合作高峰论坛将于 5 月 14-15 日在北京召开，厦门是“海上丝绸之路”核心区，公司籍战略机会进军一带一路国家取证设备蓝海市场。

➢ 金砖五国元首将于今年 9 月在厦门会晤，公司承接相关网站及城市安全维护保障工作，为公司带来增量收入的同时，也提供了一个挖掘和培育新业务发展机会的契机。

图 21：一带一路拓展海外，区县下沉深入渗透



资料来源：招商证券

图 22：厦门是“海上丝绸之路”的核心区

资料来源：互联网、招商证券

针对性产品实现区县下沉。除了开拓国际市场，公司深耕国内市场，坚持区县下沉战略，针对区县用户研发具有针对性的产品和产品系列。区县一级市场一般不需要大型的实验室，更需要的是取证魔方、取证航母、手机取证等便携化一体化智能设备。而且区县的采购比较自主，公司具有明显的品牌和产品质量优势。2016 年公司区县市场渗

透率不断提高，实现上亿收入，区县订单的业绩贡献占总业绩的比重显著上升，然而目前大约仅有 1/3 的覆盖率，公司在区县市场仍存在较大的提升空间。

电子取证行业整体百亿市场，公司每年业务空间 20-30 亿。下表我们对公司每年的电子取证和专项执法设备业务市场空间进行了测算，基于对不同规模城市司法及行政监管部门的草根调研，在价格不变的情况下，我们假设产品更换周期为 3 年，每个周期内省级、地市级、区县级城市分别投入 1000、400、100 万元，按公司成熟期各级别市场占有率分别为 90%、60%、50%测算，公司每年在公安部门市场的业务空间为 8.38 亿元。我国行政执法部门人员编制相对稳定，参考 2010 年左右我国各行政执法部门人员编制数（根据各部委官方网站信息，全国公安系统正式在职人员约 130 万人；全国税务系统共有正式在职人员 75.5 万余人；全国在职检察官数约 34.7 万人。由于公安和税务部门人员配置是到乡镇级，而检察、工商只到区县级，所以相对而言人员规模较大），同时结合考虑监管部门相对执法部门更高的信息化程度，假设公司成熟期在税务、检察、工商及其他各行业实现的市场规模分别达到公安市场的 80%、30%、30%和 80%，公司成熟期每年电子取证及专项执法设备业务空间为 26.78 亿元。2016 年公司电子取证产品和视频分析及专项执法设备合计实现营业收入仅 7.07 亿元，仍存在数倍的成长空间。此外，电子数据介质的层出不穷，数据形态的丰富，摄像头等安防硬件设施的快速普及覆盖，以及海外市场的开拓，都不断提升着取证行业的天花板。

表 4：公司电子取证及专项执法设备市场空间测算（价格不变，不包含海外市场）

行业	地区	单位投入金额（万元）	市场占有率	每年市场容量（亿元/3 年更换）
公安	省级（32）	1000	90%	0.96
	地市级（333）	400	60%	2.66
	区县级（2856）	100	50%	4.76
小计				8.38
			相比公安市场规模	
税务			80%	6.70
检察			30%	2.50
工商			30%	2.50
海关、市监等			80%	6.70
合计				26.78

资料来源：招商证券

三、大数据信息化市场数倍于取证设备，正值高速成长期

网络空间安全专家以公安为切入口，打开多行业大数据信息化市场。大数据的战略资源属性已毋庸置疑，各级行政执法部门均从线下向线上延伸渗透。在政务信息化的大趋势下，多年政府部门的服务经验加上大数据、大搜索技术的积累，公司的大数据信息化业务水到渠成，帮助更多执法部门开展网络空间社会治理。

1、大数据信息化大势所趋，数据平台推动业务向事中事前延伸

全行业大数据产业高速增长。全球数据规模持续迅猛增长，根据 IDC、Wikibon 等咨询机构预测，2016 年全球的大数据核心产业规模约为 300 亿美元；而根据中国信息

通信研究院的测算，2015 年我国大数据核心产业的市场规模达到 115.9 亿元，增速达 38%，预计 2016 年将达到 168 亿元，2017-2018 年还将维持 40%左右的高速增长。互联网的海量信息沉淀成为了 21 世纪“钻石矿”，数据已成为基础性战略资源，国家近年来密集出台政策措施促进各行各业大数据信息化以及云计算的发展，旨在挖掘利用大数据的价值提升行业效率，这些数据资源和技术也是各项互联网业务开展的基础。

表 5：国家密集出台政策促进大数据信息化进程

时间	具体政策
2015.11	**工信部《云计算综合标准化体系建设指南》** 结合国内外云计算发展趋势，构建云计算综合标准化体系框架，包括“云基础”、“云资源”、“云服务”和“云安全”4 个部分。
2016.01	**发改委《关于组织实施促进大数据发展重大工程的通知》** 将重点支持大数据示范应用、共享开放、基础设施统筹发展，以及数据要素流通。 国家发改委将择优推荐项目进入国家重大建设项目库审核区，并根据资金总体情况予以支持。
2016.08	**发改委《关于请组织申报大数据领域创新能力建设专项的通知》** 未来 2－3 年，建成一批大数据领域创新平台，为大数据领域相关技术创新提供支撑和服务。 重点专项建设提高大数据基础技术支撑能力及大数据应用技术水平。
2016.09	**国务院《政务信息资源共享管理暂行办法》** 加快推动政务信息系统互联和公共数据共享，充分发挥政务信息资源共享在深化改革、转变职能、创新管理中的重要作用。
2016.10	**发改委、工信部、网信办：第二批七个国家大数据综合试验区获批** 同意在京津冀等七个区域推进国家大数据综合试验区建设。
2017.01	**工信部《大数据产业发展规划（2016－2020 年）》** 到 2020 年，技术先进、应用繁荣、保障有力的大数据产业体系基本形成。大数据相关产品和服务业务收入突破 1 万亿元，年均复合增长率保持 30%左右。
2017.04	**工信部《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》** 到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4300 亿元，突破一批核心关键技术，云计算服务能力达到国际先进水平，对新一代信息产业发展的带动效应显著增强。

资料来源：中国大数据产业观察、招商证券

大数据信息化包含数据平台支撑服务、数据应用分析、数据安全等多方面。公司的大数据信息化业务主要为公安、税务、工商等司法机关和行政执法部门提供大数据分析平台建设及数据采集、数据清洗、数据分析、数据应用服务。在搭建好大数据平台后，公司各类数据服务业务仍可细水长流。

大数据平台为维护网络空间安全、舆情监测等业务奠定基础。公司从为公安等司法部门提取电子数据开始，在大数据趋势下推进大数据信息化平台的搭建工作，再从司法口向更多的行政执法部门推广。凭借积累的专项大数据资源和大搜索技术从事后取证向事中的监管延伸，助力维护网络空间社会安全。成熟的互联网大数据平台更实现了舆情监测，达到事前预警的效果。另外，多部门的大数据融合更将有助于多领域的协同，提升整体行政执法生态效率。

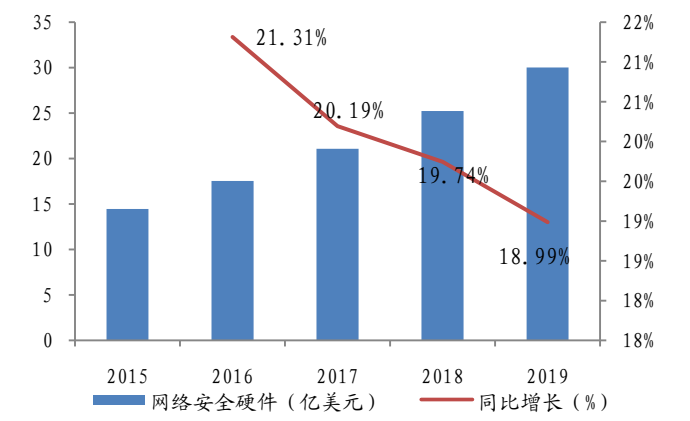
2、百亿网络安全市场大有可为

网络空间安全日益受重视，专门法律将实施。2016 年 11 月，我国出台《中华人民共和国网络安全法》，这是我国第一部全面规范网络空间安全管理方面问题的基础性法

律，将于 2017 年 6 月 1 日起实行。《网络安全法》规定了网络安全的监督与保护相关制度，国家与人民对网络安全日益重视。

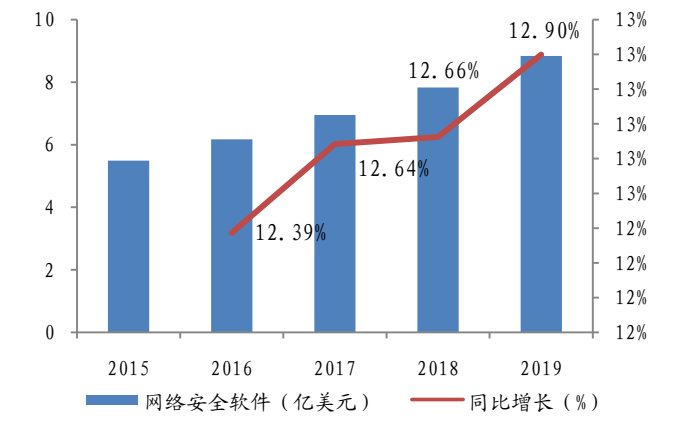
政策催化，网安软件将继硬件后加速增长。政策的支持促使网安市场快速增长，在网络安全硬件快速增长后，网络安全软件将加速增长。预计 2019 年我国网安硬件市场规模将增至 30 亿美元，增速随着市场开拓逐渐放缓；而网安软件市场规模预计 2019 年将达到 8.84 亿美元，增速将逐渐提升。

图 23：网络安全硬件市场规模



资料来源：智研咨询，招商证券

图 24：网络安全软件市场规模



资料来源：智研咨询，招商证券

公司是网络空间信息安全专家，提供多样化网络信息安全产品及服务。公司依靠强大的云存证、超算中心、完善的风控体系、全方位的信息监测，为公安、网信、工商、税务、海关、质监、金融、旅游等各个行业用户提供基于大搜索技术的网络信息监管产品，如网上电子商务监管、网络食品药品监管、网上税收监管等。随着网络安全逐渐从事中监管向事前防范延伸，公司提供涵盖舆情监测、分析、推送完整的服务链条。

图 25：公司自主的云安全服务商“安全狗”

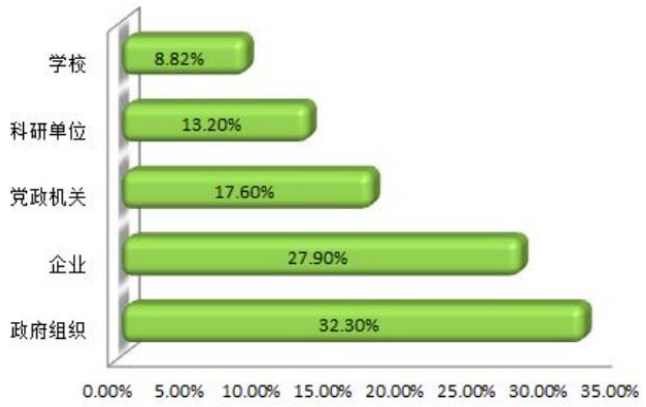
资料来源：安全狗官网、招商证券

图 26：公司部分网络空间安全产品及服务

资料来源：招商证券

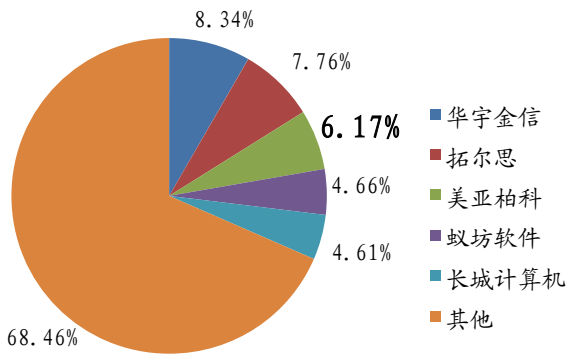
公司位居舆情监测行业前列，具有良好的政府客户基础。舆情监测作为网络安全行业一大分支，在公司网安产品及服务中占据重要地位。舆情监测系统市场中，政府组织需求最高，其次分别是企业、党政机关、科研机构及学校。公司占舆情监测市场份额比例约为 6.17%，位居行业前列。随着网安软硬件及服务市场规模逐年递增，公司基于良好的政企客户基础，网安系列产品及服务也将持续受益。

图 27：2014 年舆情监测系统市场需求单位分布



资料来源：中国招标网，招商证券

图 28：美亚柏科占比舆情监测市场份额 6.17%



资料来源：中国招标网，招商证券

3、由公安向各行政执法部门及企业延伸

行业延伸有望再造一个美亚柏科。目前公司整体来自公安行业的收入占比50-60%，公司在电子数据相关业务方面布局完善且体系成熟，可快速由公安向其他行政执法行业推广。公司2015年完成对江苏税软、新德汇、武汉大千等的收购，实现在税务、检察、刑侦等领域的布局延伸，此外参股中新赛克、美亚商鼎、斯坦道等完善产业链以及在市监行业的布局。行政监管涉及的行业众多，从业人员多，市场空间更大，而且相比于对设备的需求，更多的是毛利更高的信息化的需求。此外，企业安全监管需求旺盛，在科技化、隐秘化的形势下，商业秘密泄露、商业贿赂、内部违规及舞弊行为等催生了企业的信息管控及风险防范需求。公司行业上的延伸将大幅提升业务空间，完全可能再造一个当前体量的美亚柏科。

百亿大数据信息化市场，正值高速成长期。根据赛迪顾问的测算，2013年我国公安信息化系统市场规模为328.10亿元；2014年达到410.50亿元；预计到2018年将达到944.00亿元。下表我们估测了公司大数据信息化业务的市场空间，目前全行业的信息化投入仍处在高速增长期，公司在公安等司法部门先发优势明显，向行政监管部门等信息化密度更高的行业拓展存在较大的空间。基于各部门人员的规模比例，考虑公司的全资子公司江苏税软在税务稽查行业75%的市占率以及公司在检察、工商部门的布局，假设公司在税务、检察、工商及海关、市监等其他行业分别实现公安市场规模的40%、10%、10%和30%，公司大数据信息化业务市场空间约91.73亿元。16年公司大数据信息化平台业务实现收入1.59亿，同比243%增长，基数较小空间仍大。

表6：公司大数据信息化业务市场空间测算

行业	地区	单位投入金额（万元）	市场占有率	市场容量（亿元）
公安	省级（32）	5000	40%	6.4
	地市级（333）	2000	20%	13.32
	区县级（2856）	500	20%	28.56
小计				48.28
			相比公安市场规模	
税务			40%	19.31
检察			10%	4.83
工商			10%	4.83
其他			30%	14.48
合计				91.73

资料来源：招商证券

四、大数据服务民生，打开更大成长空间

政务大数据延伸城市公共安全数据服务。重点发力大数据信息化领域后，公司将逐步实现从公安大数据向城市大数据及民生大数据生态的构建延伸，在公共安全领域基于政务大数据提供预防预警、统筹研判、应急处置、协同调度等功能服务。目前“祥云”城市公共安全平台已在厦门市实际落地应用，民生大数据平台“美亚大脑”已初步搭建。

图 29：公司“祥云”城市公共安全平台

资料来源：美亚柏科、招商证券

以城市公共安全平台为核心进一步拓展网监、金融风险预警、存证服务等关系社会稳定的领域，市场空间千亿级别，前景广阔。

图 30：城市公共安全平台向更多行业应用提供数据支撑

资料来源：美亚柏科、招商证券

基于大数据大搜索技术的多样化非政府部门数据及云服务。公司的大数据及大搜索技术可在众多非政府的企业及个人领域实现价值变现，如帮助企业风险防控的存证云，以及数字知识产权维护等。存证云企业版提供包括通话录音、网页提取、屏幕录像存证、文件上传、邮件存证等功能服务，帮助企业实现证据文件集中管理，企业账号层级管理和司法鉴定极速出证。互联网知识产权保护服务是公司面向社会公众提供的一项网络维权服，可为网游、影视、音乐、出版、商标以及计算机软件等数字作品提供知识产权保

护工作，为数字作品权利人及传统作品的数字化发行与信息网络传播情况，提供侵权预警、调查取证、出具司法鉴定报告、协商索赔等全面维权服务。技术在手，公司在大数据背景下发展劲头十足。

图 31：公司提供多样化非政府部门数据及云服务

企业存证云服务

互联网知识版权服务

资料来源：美亚柏科、招商证券

五、投资建议："强烈推荐-A"评级

源生于电子取证设备，市场或顾虑公司的成长存在较低的天花板，而事实上，公司的业务早已不局限于公安等司法部门，已从取证设备这一小产品延伸至多行业大数据服务。公司是 A 股上市公司中少数的研发型企业，多年坚持高研发投入（研发投入占营收比例维持在 15%左右）为公司沉淀下过硬的技术，在大数据时代，公司发展劲头十足，尤其在专业细分领域产品和大数据及云服务竞争优势显著：

- **电子取证仍存在较大发展空间：**我们测算公司成熟期每年电子取证及专项执法设备业务空间为 26.78 亿元，而 2016 年公司电子取证产品和视频分析及专项执法设备合计实现营业收入仅 7.07 亿元，仍存在数倍的成长空间。此外，电子数据介质的层出不穷，数据形态的丰富，摄像头等安防硬件设施的快速普及覆盖，以及海外市场的开拓，都不断提升着取证行业的天花板。

- **百亿大数据信息化市场，正值高速成长期：**目前全行业的信息化投入仍处在高速增长期，公司在公安等司法部门先发优势明显，16 年大数据信息化平台业务实现 243%增长，收入为 1.59 亿元，基数较小空间仍大。

- **城市公共安全及非政府部门民生大数据服务打开更大成长空间。**适用于政府执法监管部门的技术可推广至城市公共安全及企业风险防范等诸多领域。

我们对于公司盈利预测基于以下主要假设，具体数据参见下表：

1、电子取证设备业务在区县下沉，行业延伸及海外市场拓展的背景下，未来三年分别实现 20%、20%、15%的收入增长，且毛利率逐步提升；

2、大数据信息化平台业务未来三年从公安部门向行政监管部门延伸，继续高速增长，

毛利率维持在 75%左右;

3、视频分析开始放量，专项执法设备顺应客户需求继续高速发展;

4、其他数据分析服务在多行业应用推广，稳健增长。

“强烈推荐-A”投资评级。预计 17-19 年公司收入将分别同比增长 30.56%、30.67%、27.68%，综合毛利率随公司业务结构的调整优化逐步提升至 66.55%、67.01%、67.14%。预计 17-19 年 EPS 为 0.56/0.71/0.89 元，对应 PE 为 32/25/21 倍，电子取证主业稳健增长，大平台及大数据服务有序推进高速增长，网络空间安全市场一触即发，维持“强烈推荐-A”评级。

表 7：公司未来三年盈利预测表

业务	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017E	2018E	2019E
电子数据取证产品	4.57	1.51	5.72	1.80	5.79	6.95	8.34	9.59
YoY	*54.24%*	*25.01%*	*25.13%*	*19.85%*	*10.11%*	*20.00%*	*20.00%*	*15.00%*
毛利率	59.71%	64.61%	63.68%	68.07%	64.86%	65.00%	66.00%	67.00%
大数据信息化平台					1.59	2.86	4.58	6.87
YoY					*243.29%*	*80.00%*	*60.00%*	*50.00%*
毛利率					78.79%	78.00%	76.00%	74.00%
视频分析及专项执法装备	0.32	0.11	0.70	0.25	1.28	1.66	2.13	2.66
YoY	*107.61%*	*62.74%*	*119.17%*	*121.54%*	*66.48%*	*30.00%*	*28.00%*	*25.00%*
毛利率	76.25%	72.63%	63.02%	63.28%	45.55%	46.00%	45.00%	44.00%
数据鉴定及产权等服务	0.81	0.24	0.83	0.32	0.92	1.01	1.16	1.40
YoY	*73.79%*	*0.12%*	*2.65%*	*33.09%*	*10.74%*	*10.00%*	*15.00%*	*20.00%*
毛利率	85.45%	81.32%	85.73%	81.46%	73.64%	74.00%	75.00%	76.00%
网络信息安全产品	0.27	0.05	0.22	0.19	0.34	0.54	0.82	1.22
YoY	*-4.18%*	*-40.56%*	*-19.14%*	*283.90%*	*54.90%*	*60.00%*	*50.00%*	*50.00%*
毛利率	60.34%	59.29%	63.69%	69.43%	76.18%	75.00%	73.00%	70.00%
总收入	6.03	2.00	7.63	2.59	9.98	13.03	17.03	21.74
YoY	*54.48%*	*23.74%*	*26.54%*	*29.58%*	*30.76%*	***30.56%***	***30.67%***	***27.68%***
毛利率	63.76%	65.59%	65.53%	68.95%	65.40%	**66.55%**	**67.01%**	**67.14%**

资料来源：Wind、招商证券

表 8：估值对比表

公司名称	证券代码	2017EPS	2018EPS	2019EPS	PE（17）	PE（18）	PB	市值（亿）
美亚柏科	300188.SZ	0.56	0.71	0.89	32.3	25.4	4.80	90
启明星辰	002439.SZ	0.50	0.66	0.81	38.0	29.0	6.19	171
绿盟科技	300369.SZ	0.69	0.88	1.06	38.6	30.1	4.01	106
北信源	300352.SZ	0.18	0.24	0.31	85.5	64.6	4.13	89
任子行	300311.SZ	0.34	0.39	0.47	48.3	41.5	6.39	73

资料来源：Wind、招商证券

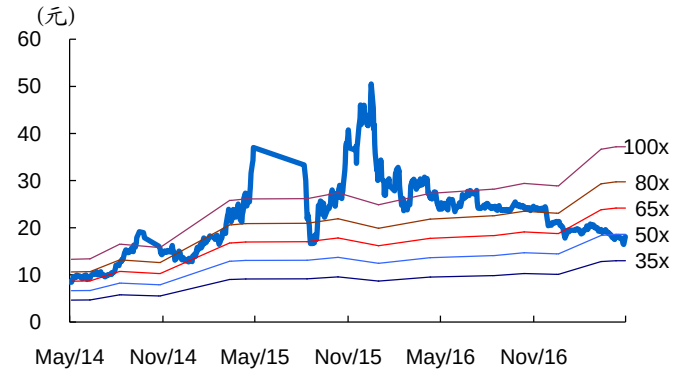
风险提示:

1）行政执法部门行业拓展缓慢;

2）大数据信息化业务进展不及预期;

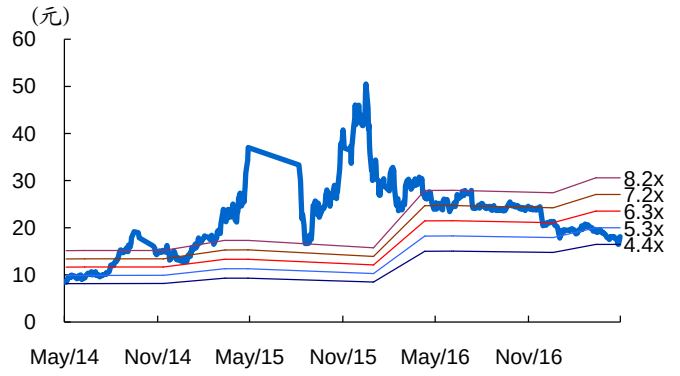
3）海外市场开拓缓慢。

图 32: 美亚柏科历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 33: 美亚柏科历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

《美亚柏科（300188）—电子“证人”，迎地域主题催化》，2017-04-25

《美亚柏科（300188）—Q1 预告扫除业绩顾虑，一带一路助飞取证龙头》，2017-03-28

《美亚柏科（300188）—电子数据取证龙头，受益一带一路开启国际市场》，2017-03-05

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1213	1593	1731	2154	2673
现金	598	968	963	1158	1404
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	1	1
应收款项	260	263	319	417	533
其它应收款	39	43	56	73	93
存货	250	288	354	456	580
其他	65	30	38	49	62
非流动资产	990	1034	1039	1043	1047
长期股权投资	10	6	6	6	6
固定资产	252	263	273	281	289
无形资产	45	42	38	34	31
其他	682	722	722	721	721
资产总计	**2202**	**2627**	**2770**	**3197**	**3720**
流动负债	483	710	828	993	1192
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	88	96	121	156	199
预收账款	240	350	442	570	725
其他	155	264	265	266	268
长期负债	28	24	24	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
其他	28	24	24	24	24
负债合计	**511**	**734**	**852**	**1017**	**1216**
股本	443	496	496	496	496
资本公积金	774	747	747	747	747
留存收益	456	624	654	924	1258
少数股东权益	18	26	20	13	3
归属于母公司所有者权益	1673	1866	1897	2167	2501
负债及权益合计	**2202**	**2627**	**2770**	**3197**	**3720**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	182	345	279	313	385
净利润	133	183	279	354	440
折旧摊销	46	53	34	35	35
财务费用	(5)	(4)	(8)	(8)	(10)
投资收益	6	4	4	4	4
营运资金变动	(7)	118	(31)	(74)	(86)
其它	9	(9)	1	3	3
投资活动现金流	(122)	(501)	(43)	(43)	(43)
资本支出	(35)	(65)	(40)	(40)	(40)
其他投资	(87)	(436)	(4)	(4)	(4)
筹资活动现金流	(12)	85	(240)	(75)	(96)
借款变动	(519)	278	0	0	0
普通股增加	222	53	0	0	0
资本公积增加	384	(28)	0	0	0
股利分配	(111)	(222)	(248)	(84)	(106)
其他	12	2	8	8	10
现金净增加额	48	(72)	(5)	194	246

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	763	998	1303	1702	2174
营业成本	263	345	436	562	714
营业税金及附加	10	15	19	25	32
营业费用	107	143	187	244	312
管理费用	235	321	419	548	699
财务费用	(7)	(7)	(8)	(8)	(10)
资产减值损失	20	37	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(6)	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	129	140	246	329	423
营业外收入	45	63	63	63	63
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	173	202	307	390	484
所得税	20	23	35	44	54
净利润	152	179	273	346	430
少数股东损益	19	(4)	(6)	(8)	(9)
归属于母公司净利润	133	183	279	354	440
EPS（元）	0.30	0.37	0.56	0.71	0.89

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	27%	31%	31%	31%	28%
营业利润	11%	9%	76%	34%	29%
净利润	16%	37%	53%	27%	24%
获利能力					
毛利率	65.5%	65.4%	66.6%	67.0%	67.1%
净利率	17.4%	18.3%	21.4%	20.8%	20.2%
ROE	8.0%	9.8%	14.7%	16.3%	17.6%
ROIC	6.4%	6.3%	11.0%	13.1%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	23.2%	27.9%	30.8%	31.8%	32.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.2	2.1	2.2	2.2
速动比率	2.0	1.8	1.7	1.7	1.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
应收帐款周转率	3.5	3.8	4.5	4.6	4.6
应付帐款周转率	3.4	3.8	4.0	4.1	4.0
每股资料（元）					
每股收益	0.30	0.37	0.56	0.71	0.89
每股经营现金	0.41	0.69	0.56	0.63	0.78
每股净资产	3.77	3.76	3.82	4.37	5.04
每股股利	0.50	0.50	0.17	0.21	0.27
估值比率					
PE	60.4	49.3	32.3	25.4	20.5
PB	4.8	4.8	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA	60.8	54.7	32.6	25.0	19.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

周楷宁：招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

徐文杰：招商证券计算机行业分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM， VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

感谢实习生祝佳妮为本文做出的贡献！

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。