

强烈推荐-A (维持)

美亚柏科 300188.SZ

目标估值: 元
当前股价: 21.19 元
2017年12月11日

再论公安大数据龙头的成长空间

基础数据

上证综指	3322
总股本(万股)	49703
已上市流通股(万股)	29816
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	63
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	25.6%
主要股东	郭永芳
主要股东持股比例	23.15%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《美亚柏科(300188)——毛利率回升, 行业协同拓展顺利》2017-10-27
- 《美亚柏科(300188)——电子取证增长超预期, 大数据平台继续加速》2017-08-25
- 《美亚柏科(300188)——小产品, 大服务, 数据时代挥斥方遒》2017-05-15

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

研究助理

宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

我们希望通过本篇报告将美亚柏科的产品业务尽量形象具体化, 深入分析论证公司的成长性, 也集中就投资者关注顾虑的问题做详实有据的解答, 更进一步强化我们对于美亚柏科这一潜在超额收益标的的坚定推荐。

- **成长性仍存在较大预期差。**市场对公司的质疑主要有以下几点: 1) 前两年低于预期, 前三季度业绩占比较低, 当前恢复快速发展趋势是否有更多的事实依据; 2) 所在的取证设备行业市场空间; 3) 成长的可持续性。我们详细统计梳理了中国政府采购网及中国政府采购招标网上公司 2013 年至今有迹可循的订单, 见微知著将公司快速发展的态势可视化; 取证设备作为安防一个细分领域的前景空间正亟待被充分认知; 在国家大数据战略的背景下, 美亚这一公安大数据龙头从前端设备业务向后端分析应用延伸, 具备强的成长可持续性。
- **取证独占鳌头, 业务数倍空间。**公司 13 年至今订单样本的总金额和业绩之间存在较强的相关性, 而今年截至 12 月 5 日的订单同比去年的增速达到 147.3%, 即使扣除金砖会晤相关的订单也有 98.5% 的同比增长, 奠定公司全年业绩高增长的基调。由于取证设备安全封闭性的要求, 一般各警种间设备不共用, 都相应连接各自后台, 公司业务具备多警种和多行业的拓展性, 这在订单的丰富性上已有体现。我们测算, 公司每年的电子取证设备产品业务空间约为 20 亿元, 3 倍多于 2016 年的 5.79 亿元, 在国内强安防的市场环境下, 公司作为龙头, 电子取证设备业务具备高的成长确定性。
- **从前端取证向后端大数据分析应用延伸, 成长可持续性强。**电子取证设备并非一个孤立的产品, 取证之后还有更多的数据的连接、联网, 以及跨区县、跨省市、跨警种、跨部门等大数据的分析和应用功能需求。目前取证信息主要还是发挥证据的作用, 随着公司业务从事后取证向事中监管、事前预警延伸, 大数据信息化业务有更大的成长空间, 今年该块业务已经开始加速放量。基于大数据信息化平台的基础, 公司还可进一步向公共安全平台等便民服务延伸。此外, 其它的业务包括网络空间安全、态势感知、存证云、反无人机、自助办证一体机、版权服务等业务, 都已经具备了一定的收入规模, 公司也积极孵化新的业务机会。
- **“强烈推荐-A”评级:** 作为前端电子数据取证龙头, 公司所在的行业公安等政府执法和管理部门都是具有强信息化及数据运用场景的高业务景气领域, 业务从事后取证向事前防范延伸成长的可持续性很强。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.56、0.74、0.99 元, 现价对应 38/29/21 倍 PE, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 大合同订单收入确认时间风险; 大数据应用推进迟滞。

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	1336	1807	2339
同比增长	27%	31%	34%	35%	29%
营业利润(百万元)	129	140	243	345	481
同比增长	11%	9%	73%	42%	39%
净利润(百万元)	133	183	276	369	492
同比增长	16%	37%	51%	34%	33%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.56	0.74	0.99
PE	70.5	57.6	38.1	28.5	21.4
PB	5.6	5.6	5.6	4.8	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司合同订单情况.....	4
1、中标额同比大幅增加，公司强内生增长	4
2、金砖会议订单贡献较少，有力拓展业务机会	5
二、电子取证设备市场空间	6
1、认识取证全流程链	6
2、多警种、多行业需求应用广泛	8
3、国际大市场正在打开	10
4、取证市场美亚独占鳌头	10
三、公司的其他业务成长机会	12
1、数倍于取证设备市场空间的大数据信息化业务	12
2、布局很多其他新方向	14
投资建议	17
附录:	18

图表目录

图 1: 公司营收及同比增速今年明显扭转	4
图 2: 公司归母净利润及同比增速今年大幅改善	4
图 3: 电子数据取证全流程链	6
图 4: 电子取证分析实验室示例图	7
图 5: 美亚柏科齐全的取证产品线	7
图 6: 我国人民警察各警种归口示意图	8
图 7: 我国武装警察各警种归口示意图	8
图 8: 2011 年国内电子取证市场格局	11
图 9: 公安大数据平台实现各警种之间的融合互通	13
图 10: 公司业务从产品向平台再向服务延伸	13
图 11: 美亚柏科业务产品拓展的三个维度	14
图 12: 出入境自助办证一体机	15
图 13: 公司无人机防御系统	15
图 14: 公司提供多样化非政府部门数据及云服务	16

图 15: 美亚柏科历史 PE Band.....	25
图 16: 美亚柏科历史 PB Band.....	25
表 1: 美亚柏科 2013 年至今中标订单统计情况	5
表 2: 公司今年金砖会议相关订单	5
表 3: 公司今年来自于多警种的订单	9
表 4: 电子物证实验室建设相关订单	9
表 5: 公司来自于多行业的订单.....	10
表 6: 国内电子取证设备市场每年市场容量测算	12
表 7: 公司大数据信息化业务相关订单.....	13
表 8: 国内公安大数据信息化平台业务市场空间测算.....	14
表 9: 公司反无人机相关订单	15
表 10: 美亚柏科 2016 年可公开检索中标订单统计	18
表 11: 美亚柏科 2017 年可公开检索中标订单统计.....	21
附: 财务预测表	26

4 月份我们就开始持续向市场重点提示美亚柏科这一强内生标的的投资机会，虽然计算机板块一度低迷，但市场对美亚柏科的关注度却在持续不断地提升。预期正在逐步修正，但由于公司产品业务的独特性，投资者较难深入地认知跟踪和印证公司的成长性以形成充分的预期。我们希望通过本篇报告将美亚柏科的产品业务尽量形象具体化，深入分析论证公司的成长性，也集中就投资者关注顾虑的问题做详实有据的解答，更进一步强化我们对于美亚柏科这一潜在超额收益标的的坚定推荐。

目前市场对于美亚柏科关注或疑虑的问题主要有以下几个方面：

- 前两年低于预期，前三季度业绩确认占全年比例较低，当前恢复快速发展趋势是否有更多的事实依据；
- 所在的取证设备行业市场空间；
- 其他的业务发展机会，成长的可持续性。

我们招商计算机团队继续秉承务实靠谱的精神，结合美亚柏科网络公开可检索到的招标投标订单数据资料详实解答市场的焦点问题。由于公司很多产品业务涉密的特殊属性，我们难以公开获取详尽的订单合同数据，但中国政府采购网和中国政府采购招标网上 2013 年以来公司的订单数据可见微知著，结合对这一样本的统计分析可相当程度上更具体地解构公司的发展态势。

一、公司合同订单情况

1、中标额同比大幅增加，公司强内生增长

公司前三季度收入和净利润都体现出非外延式的强内生增长，前三季度实现营业收入 5.92 亿元，归属于上市公司股东的净利润 6,577 万元，分别同比增长 33.37%和 42.9%，相比于去年包含外延的增速都有明显的提升。

图 1：公司营收及同比增速今年明显扭转



资料来源：Wind、招商证券

图 2：公司归母净利润及同比增速今年大幅改善



资料来源：Wind、招商证券

公司的客户属性使得第四季度是收入和业绩确认的重要季度，尚留给投资者一些不确定性，但从我们对中标订单的梳理统计情况来看，公司全年业绩高增长的基调已经奠定。我们对公司在“中国政府采购网”和“中国政府采购招标网”上 2013 年至今有迹可循的中标订单信息进行了统一的归纳和梳理，发现样本的总金额和业绩之间存在较强的相

关性。虽然样本数量相比于收入规模不算大，但基本无偏可大致反映公司业务景气度的全貌。

表 1: 美亚柏科 2013 年至今中标订单统计情况

年份	样本数	样本统计金额 (万元)	样本金额同比%	公司营收同比%	公司归母净利润同比%
2013	44	3907.93		11.55%	-28.23%
2014	41	10903.01	179%	54.48%	103.6%
2015	85	11595.82	6.4%	26.54%	16.2%
2016	102	9828.42	-15.2%	30.76%	37.14%
2017 (截至 12.5)	91	23053.22	147.3%		
2017 扣除金砖		18509.72	98.5%		

资料来源: 中国政府采购网、中国政府采购招标网、招商证券

样本订单统计金额较低的年份,如 2013 年和 2015 年,归母净利润同比增速相对较低;而在 2014 年,高景气度的中标情况对应着当年业绩的爆发;而 2016 年公司的样本订单情况不理想,外延并表带来营收和净利润的增长,实际内生方面主要由于检察院的体制改革致使当年来自于检察院系统的订单大幅削减,这在我们的样本订单上也有比较明确的体现,2016 年检察院设备类订单数量明显下滑。公司今年截至 12 月 5 日的订单同比去年的增速达到 147.3%,即使扣除金砖会晤相关的订单也有 98.5%的同比增长,全年业绩高增长已基本确立。

2、金砖会议订单贡献较少,有力拓展业务机会

公司前三季度业务出现了同比的大幅提升,市场或有顾虑是否为今年厦门金砖五国会议贡献,但实际上 9 月厦门金砖五国元首会晤这类大型国际事件,政府相关的投入相对较为公开招标,公司主要的相关订单有如下 3 笔,官方网站相关服务项目以及安保信息化,合计 4543.5 万元。

表 2: 公司今年金砖会议相关订单

日期	订单情况	订单金额 (万元)
2017/7/3	福建省公安厅厦门会晤安保信息化项目成交公告	269.90
2017/5/23	厦门公物-单一来源-GW2017-093-2017 年金砖厦门会晤官方网站-结果公告	2253.80
2017/5/3	厦门公物-单一来源-GW2017-054-金砖厦门会晤官方注册系统-结果公告	2019.80
	合计	4543.50

资料来源: 中国政府采购网、招商证券

从毛利率的角度也可以论证,实地现场安保信息化项目毛利率会相对较低,如果该会议相关订单金额大的话,势必会造成毛利率的大幅下滑。但实际上,上半年的毛利率只略有下滑,主要原因是今年上半年公司毛利相对较低的采集类产品设备销售比例较高,而三季度毛利率很快回升。此次金砖会晤直接带来的业务量并不多,对于公司更大的贡献在于藉此契机发掘更多的业务机会。

总之,今年公司的中标订单情况已折射出高的业务景气度,根据公司的投资者关系公告,“从新签合同对比,前三季度累计新增合同对比 2016 年的前三季度同期增长超过 35%”,更为今年的业绩打上一剂强心剂。增长主要来源于电子数据取证产品及大数据信息化业务,一方面是技术迭代的新产品,另一方面是警种以及行业上的拓展和延伸。

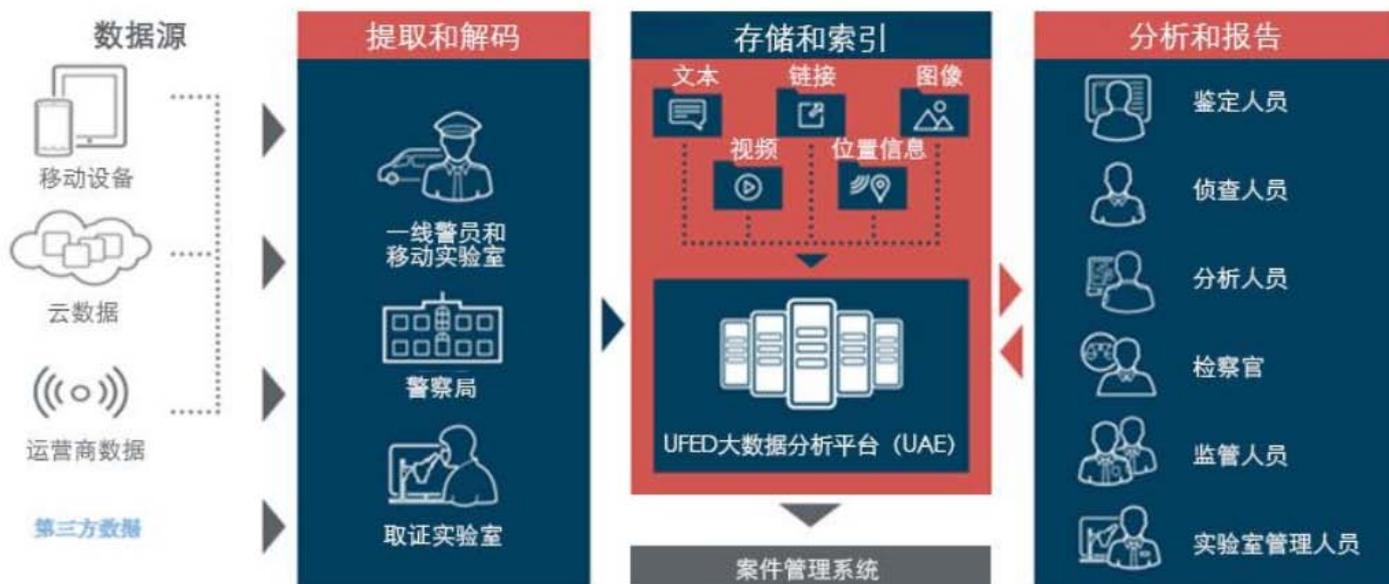
二、电子取证设备市场空间

由于公安、检察等司法类工作细节对公众而言可见度较低，市场对电子取证设备的空间可能预期不足。电子取证设备泛指所有对电子数据进行恢复、采集和分析的设备，广泛应用于的网安/刑侦/经侦/反恐/缉毒等各个警种、其他部委管辖的警种和检察院等司法机关，此外在工商、税务、海关等行业也运用广泛。技术在不断更迭，终端设备的种类也与日俱增，与网络有关的犯罪和新型有组织犯罪案件快速增加、案件复杂程度在增大，而魔高一尺道高一丈，对计算机、移动设备和网络等的电子信息的取证需求不断提升，取证设备作为安防一个细分领域的前景空间正亟待被充分认知。

1、认识取证全流程链

值得注意的一点是，电子取证设备并非一个孤立的产品，我们常见的设备只是整个取证分析过程的前端，针对多数据源进行电子信息的恢复、采集和初步的分析。根据应用场景的差别可分为现场勘验类设备和实验室设备。取证之后还有更多的对电子信息的分析、关联、解码和索引等工作，流程上更有对数据信息实时协作和共享的需求。

图 3：电子数据取证全流程链



资料来源：Cellebrite、招商证券

电子取证实验室一般能实现电子数据取证全流程工作，它是通过专有技术，依法协助相关部门针对电子数据开展勘查取证、线索挖掘、情报分析、检验鉴定的机构。一般包括电子物证预检区、电子物证取证区、综合分析区、数据恢复区、密码破解区、电子物证清洁区、电子物证存储区等。

图 4: 电子取证分析实验室示例图



资料来源: 招商证券

作为我国电子数据取证龙头企业, 美亚柏科具有齐全的产品线, 取证设备产品技术水平也遥遥领先。取证设备的技术实力主要体现在: 1) 丰富的解码功能: 应用程序数据、密码、电子邮件、通话记录、短信、联系人、日历、媒体文件、位置信息等; 2) 支持设备的类型; 3) 计算能力: 对数字证据进行提取、解码和分析的速度。为保障数据提取的合法有效性, 取证设备一般要求封闭的平台, 并配专用的软件和引导加载程序。

图 5: 美亚柏科齐全取证产品线

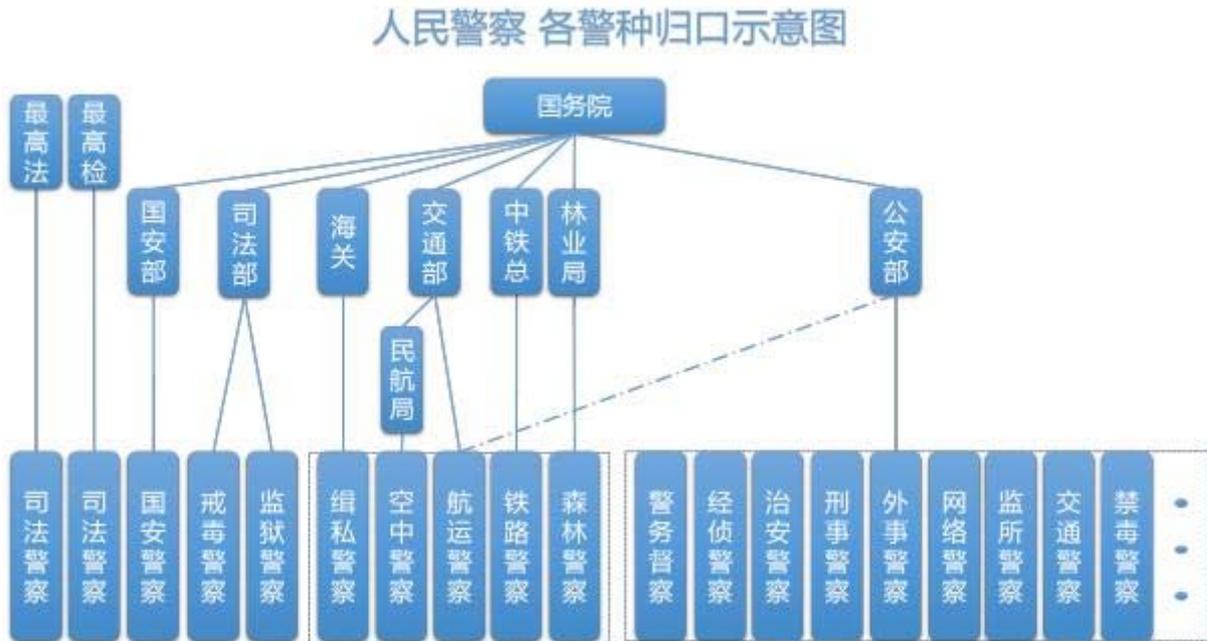


资料来源: 公司官网、招商证券

2、多警种、多行业需求应用广泛

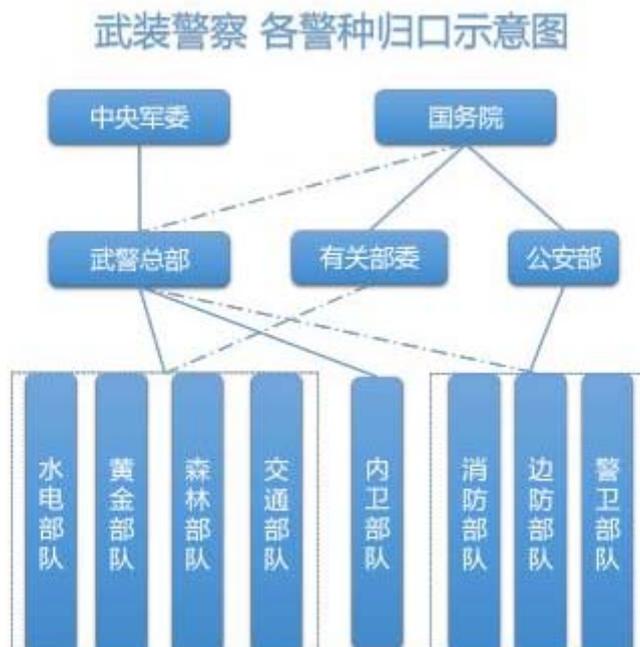
网安和刑侦只是我国人民警察的两个警种，过去几年公司的取证设备产品客户主要是网安，近年电子证据的重要性强化着多样化需求。由于各业务警种负责的业务、关注的类别、执法和管理对象存在差异，因此一般各警种间的设备难以共用，都需要相应连接各自的后台，业务可拓展的其他警种还有很多。

图 6：我国人民警察各警种归口示意图



资料来源：搜狐网、招商证券

图 7：我国武装警察各警种归口示意图



资料来源：搜狐网、招商证券

网安是公安部门目前电子数据取证建设程度最高的一个警种，随着公安科技信息化进程的推进，随着互联网+的快速发展，人民的社会生活和经济与网络有更密切的关系，对计算机和移动设备的取证需求增加。其他警种逐渐地也有了越来越多的取证设备需求，公司今年的订单也有比较明显的反映，来自于其他警种的订单大幅增加。今年6月20号的全国公安信息化的工作会议重点研究部署了深入推进大数据时代公安科技信息化工作，大力实施警务大数据战略。作为前端的取证设备将在加强电子数据执法能力中发挥越来越重要的作用。

表 3: 公司今年来自于多警种的订单

日期	地区	订单情况	订单金额 (万元)
2017/11/28	太原	太原铁路公安局网安装备建设项目中标公告	260.00
2017/11/22	福建	福建省森林公安局互联网舆情监测服务成交公告	28.00
2017/11/21	清远	清远市国家保密局计算机终端检查、环境检查及取证系统采购项目 (ZD17-117AG) 中标、成交公告	60.00
2017/10/27	厦门	厦门市文化市场综合执法支队厦门万翔-竞争性谈判- XM2017-TCT0269C2 厦门市版权维权便民服务平台成交公告	84.00
2017/10/16	厦门	厦门信恒顺-公开招标-网安专用电子勘察设备与网络安全工具购置-中标公告	168.88
2017/8/16	广州	广州市公安局刑事技术装备采购项目 (GZGP17-PZ05-HG043) 中标公告	844.00

资料来源：中国政府采购网、招商证券

公司围绕整个政府执法部门有比较宽泛的布局，全资子公司新德汇主要集中在刑侦，江苏税软专门服务于税务稽查，而参股的中科金审主要面向经侦行业等。公安科技信息化的推进为公司的成长提供了良好的契机。

公安部十三五投入规划制定后，公安最大警种刑侦今年中拟制了新的电子物证实验室建设标准，目前部里也推出了相关的指导意见，以刑侦为主体的一批新的电子物证实验室需求将逐渐释放。结合公司的订单状况，电子物证实验室设备招投标订单客单金额要明显大于单独零散的设备招投标订单，刑侦的实验室建设将成为继网安后的一波促进取证设备业务增长的需求。

表 4: 电子物证实验室建设相关订单

日期	地区	订单情况	订单金额 (万元)
2017/10/11	郑州	郑州市公安局网监支队电子数据检验鉴定货物采购项目中标公告	214.80
2017/9/25	平潭	平潭综合实验区公安局平潭公安电子物证实验室设备采购中标公告	81.75
2017/8/11	宁波	宁波市公安局电子数据鉴定实验室设备及网络安全防护采购项目	184.20
2017/3/28	无锡	无锡市公安局电子物证实验室设备项目中标公告	176.32
2017/2/28	湛江	湛江市公安局电子物证检验鉴定实验室设备的中标、成交公告	170.00
2016/9/8	兰州	兰州市工商行政管理局电子数据实验室信息化工程中标公告	186.72
2016/10/24	广州	广州市公安局电子数据检验鉴定实验室信息化采购项目 (CZ2016-0750) 中标结果公告	282.53
2016/12/15	广州	广东省人民检察院广州铁路运输分院司法鉴定中心电子物证实验室建设项目的成交公告	157.99

资料来源：中国政府采购网、招商证券

公司深耕于公安市场，但是近年向检察院、海关、工商、税务等其他政府执法部门拓展延伸不断取得突破性进展。检察院执法记录等设备，海关缉私取证设备，工商网络交易商品质量监测系统，税务稽查设备等低渗透率的，围绕公司核心的电子信息采集分析技

术相关的产品业务需求正日益旺盛。

表 5: 公司来自于多行业的订单

日期	产品业务类别	订单情况	订单金额 (万元)
2017/11/30	第三方认证及短信服务	国家工商行政管理总局商标局文书电子送达系统第三方认证服务及短信服务项目中标公告	308.48
2017/11/14	执法记录仪	执法记录存证系统结果公告	57.90
2017/11/13	缉私取证	海关总署 2017 年缉私信息分析取证软件采购项目	861.16
2017/8/16	检察院设备	开封市禹王台区人民检察院设备采购项目中标结果公告	25.60
2017/9/19	分布式取证设备	广州市公安局分布式取证设备项目 (GZGP17-PZ07-HG090) 中标公告	800.00
2017/3/15	刑侦设备	湖南省公安厅湖南省公安厅 2015 年刑侦政法检测设备政府采购公开招标成交公告	538.36
2016/9/14	税务稽查设备	太原市国家税务局稽查局执法检查箱采购项目单一来源公告	57.00
2016/8/4	网络交易商品质量监测分析系统	江苏省无锡工商行政管理局网络交易商品质量监测分析系统中标公告	122.89

资料来源: 中国政府采购网、招商证券

3、国际大市场正在打开

公司培训带动销售的方式非常有助于海外市场的开发和拓展,自 2005 年开始,公司就配合公安部做国际警务的培训与业务交流。截至目前,公司已举办了 40 多期的对外培训,也接待了 20 多个国家的 600 多名学员。在今年 9 月 26 号在北京举行的国际刑警组织第 86 届全体大会上,国家主席习总书记宣布“在未来五年内,中国政府将采取实际行动支持国际刑警组织,包括支持国际刑警组织在反恐、打击网络犯罪、打击新型有组织犯罪领域每年开展 3 次全球联合行动;中国政府将成立公安部国际执法学院,为发展中国家要培训 2 万名的执法人员;为 100 个发展中国家援建升级国际刑警组织通信系统和刑事调查实验室”等。再加上今年 9 月的厦门金砖会议,公司在良好的外部环境下积极拓展海外市场。

公司的海外主要市场是一带一路国家,这些地区技术发展远落后于国内,需求蓝海,且相比于美国等其他国家产品,美亚的产品使用门槛更低。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直接客户,2016 年公司海外直营业收入已超过千万。目前公司正着手成立一个专门针对境外一带一路国家的技术支持中心,同时发展海外服务代理商,更进一步挖掘蓝海商机。

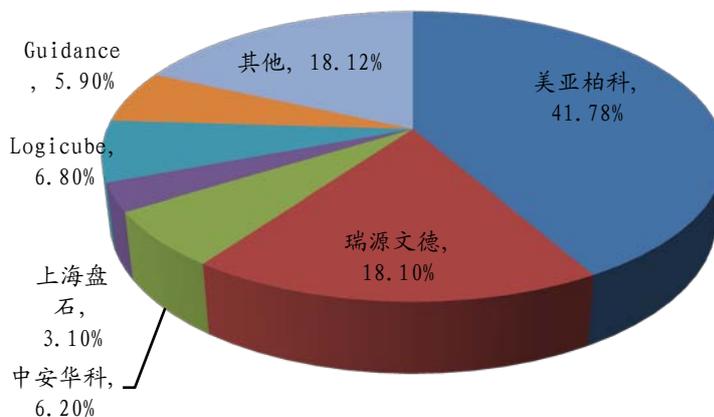
4、取证市场美亚独占鳌头

根据美国 TMR (Transparency Market Research) 2014 年和 2016 年发布的电子取证市场分析报告,2014 年全球电子取证市场规模约为 134 亿元人民币,2016 年约为 189 亿元,年化增长率约为 19%。其中 2014 年北美占据了全球营收的 50%,欧洲约 30%,亚太和其他地区约 20%,到 2016 年北美、欧洲和亚太成为全球主要的市场贡献者。预计 2021 年市场规模会达到 328 亿元人民币,2025 年全球市场会达到 438 亿人民币,CAGR12%左右,亚太预计未来仍是增长最快速的区域。

早年美亚柏科在国内电子取证行业的市占率约为 42%,而根据去年国内市场的统计情况,公司的市占率已经几近 50%,相比于其他取证设备供应商优势明显。其他主要的企业包括瑞源文德、中安华科、上海盘石,海外的 Logicube、Guidance 以及以色列的 Cellebrite,

美国的 AccessData 等海外厂商在国内的代理商，市场份额较小。随着公司继续的发展，市占率很大概率将进一步提升。

图 8: 2011 年国内电子取证市场格局



资料来源: CCID、招商证券

基于前文对市场情况以及公司产品业务能力的论述和分析，我们进一步测算国内电子取证设备每年的市场规模。我们的测算基于以下 5 个方面的假设：

- **网安、刑侦等大信息化投入警种省级、地市级、区县级单个警种的取证设备投入分别为 1000 万元、400 万元和 100 万元**

网络警察因其工作内容的属性，是目前信息化配备程度最高的警种，而刑侦是警务人员规模最大的警种，近年随数字化案件数量攀升派生出更多的信息化需求。电子取证设备投入包括两部分，一是电子物证实验室的投入，二是单兵现勘类设备的需求。

- **取证设备的更替周期为 3 年**

电子取证设备都需要跟随智能终端设备的更新而升级，一般计算机、手机等智能终端更换周期为 3 年左右，我们假设电子取证设备的更替周期和其一致。

- **取证设备产品在省、地市和区县级市场的渗透率分别为 90%、70%、50%**

考虑一些偏远地区信息化建设投入的落后，以及有些区域电子设备可能存在的共享，我们并不假设市场全渗透。当然，各级市场的渗透率很可能进一步提高。

- **其他政府行政执法部门取证设备投入和人员编制规模以及信息化程度正相关**

根据今年初全国公安厅局长会议的口径，我国公安民警共有 208.7 万、111.5 万、4.05 万人次分别取得基本级、中级、高级执法资格，全国的人民警察数量在 324.25 万人左右。其中刑侦是最大的警种，人员配备最多，网安、经侦、反恐、涉毒等业务警种人员配备规模相对较少。根据最高人民检察院、国家税务总局、中华人民共和国海关总署官网的信息，截至 2010 年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，我国海关现有关员（含海关缉私警察）4.8 万余人。我们假设经侦、反恐、涉毒等其他警种合计取证设备需求大致相当于单个网安或是刑侦警种；检察、税务、工商、海关部门的需求相当于单个大警种的 30%；其他取证设备需求，包括其他行业以及高校实验室等合计需求相当于大警种的 20%。

- **美亚柏科的电子取证设备市占率约为 50%**

根据中国信息产业网的数据，2016 年全国电子数据取证设备市场大概为 12 个亿，美亚柏科电子取证业务收入约为 6 个亿，市场占有率大约 50%，并且这一比例有望进一步提升。

表 6: 国内电子取证设备市场每年市场容量测算

行业	地区	单位投入金额 (万元)	渗透率	每年市场容量(亿元/3 年更换)
公安网安	省级 (32)	1000	90%	1.0
	地市级 (333)	400	70%	3.1
	区县级 (2856)	100	50%	4.7
小计				8.8
相比公安网安市场规模				
	公安刑侦		100%	8.8
	经侦、反恐、涉毒等其它警种合计		100%	8.8
	检察		30%	2.7
	税务		30%	2.7
	工商		30%	2.7
	海关		30%	2.7
	其它行业等		20%	1.8
	合计			39
	美亚柏科市占率		50%	19.5

资料来源: 招商证券

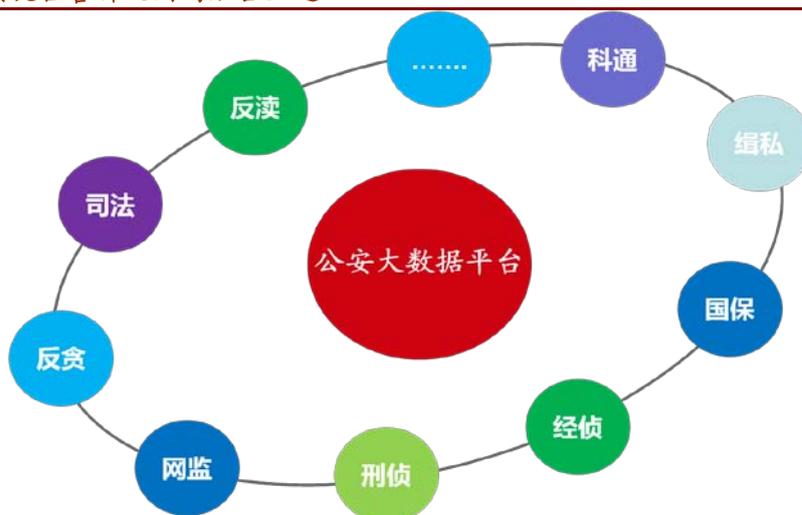
根据我们的测算,公司每年的电子取证设备产品业务空间约为 19.5 亿元,3 倍多于 2016 年的 5.79 亿元,并且随着警务信息化程度的提升,这一业务空间还将继续扩大。2014 年以前,公司的客户相对局限在公安的网安,这两年刑侦、经侦等其它警种需求逐步出现。渗透率方面,网安相对高一些,刑侦、经侦等还相对较低,在国内强安防的市场环境下,电子取证设备业务具备较高的成长确定性。

三、公司的其他业务成长机会

1、数倍于取证设备市场空间的大数据信息化业务

取证设备更多的完成的是前端电子数据采集的工作,当前取证信息主要还是发挥证据的作用。之后还有更多的数据的连接、联网,以及跨区县、跨省市、跨警种、跨部门等等大数据的分析和应用功能需求。

图 9: 公安大数据平台实现各警种之间的融合互通



资料来源: 招商证券

公安信息化会议强调充分运用现代科技, 持续推进公安信息化建设, 建成集专门网络、应用系统、安全保障、标准规范于一体的公安信息化体系, 实现全警种、全业务的信息应用。跨警种、跨行政执法部门的数据融合以及数据应用服务前提是各个警种及部门的大数据信息化建设。公司的大数据信息化业务截至去年进入了 5 个省份, 而截至目前已经进入了 10 个省份, 涉及 30 多个城市, 该块业务正在持续加速放量。

图 10: 公司业务从产品向平台再向服务延伸



资料来源: 招商证券

基于大数据信息化业务的基础, 公司还可进一步培育新的平台类业务如公共安全平台、应急指挥平台等将公安大数据推向便民服务。公司以产品的形式推广大数据信息化业务, 尽量避免定制开发类项目, 实现产品复制保持较高的毛利率水平。

表 7: 公司大数据信息化业务相关订单

日期	产品类别	订单情况	订单金额 (万元)
2017/12/4	发改委大数据分析	国家信息中心国家发展和改革委员会互联网大数据分析系统供给侧改革大数据分析模块开发项目中标公告	232.00
2017/8/23	城市公共安全指挥中心	厦门务实-公开招标-2017-WS217 集美区城市公共安全指挥中心信息化建设中标公告	982.31
2017/8/8	互联网大数据分析系统 (文字类)	贵州省互联网信息大数据分析系统 (文字类) 项目中标 (成交) 公告	114.00
2017/7/28	网信应急指挥平台	福建省互联网信息办公室福建省网信应急指挥平台项目中标公告	472.00
2017/5/15	城市公共安全管理平台 (二期)	福建经发-公开招标-2017-JF022 厦门市城市公共安全管理平台 (二期) 采购结果公告	690.00
2017/4/21	安保信息化综合平台	厦门公物-公开招标-GW2017-031-厦门市公安局科技通信处-安保信息化综合平台-结果公告	3901.72
2016/12/5	取证云平台	梅州市公安局取证云平台建设采购项目中标公告	169.80
2016/5/25	城市公共安全管理平台 (一期)	厦门万翔-公开招标-XM2016-TCT5015 厦门市城市公共安全管理平台 (一期) 采购结果公告	2545.80

资料来源：中国政府采购网、招商证券

厦门在大数据信息化业务方面的订单可见投入就超过 5000 万元，远超过电子取证设备的投入。我们假设省级、地市级和区县级城市在大数据信息化方面的投入分别为 5000 万元、2000 万元和 500 万元，类似于前文的逻辑，我们测算国内公安大数据信息化业务的市场空间，考虑到该业务更多大的竞争者，我们假设美亚柏科可达到 20% 的市占率，预计该块业务能带给美亚的空间数倍于电子取证设备。

表 8：国内公安大数据信息化平台业务市场空间测算

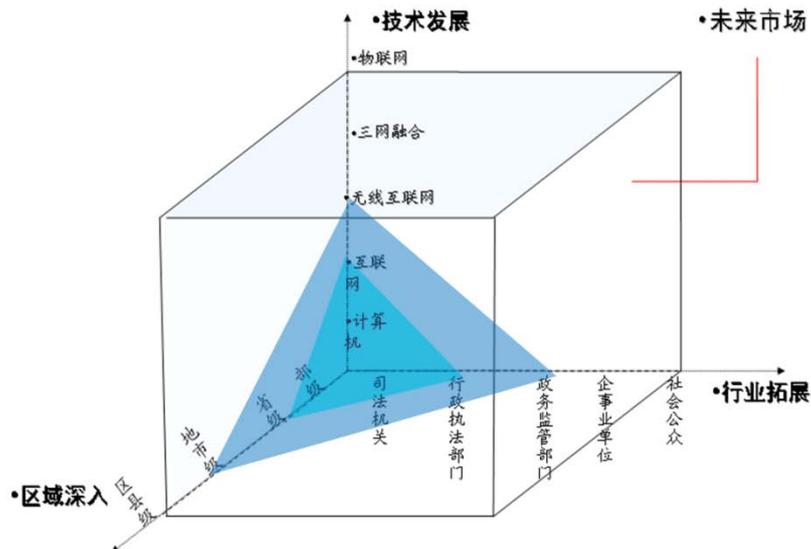
行业	地区	单位投入金额 (万元)	渗透率	市场空间 (亿元)
公安网安	省级 (32)	5000	90%	14.4
	地市级 (333)	2000	70%	46.6
	区县级 (2856)	500	50%	71.4
小计				132.4
相比公安网安市场规模				
公安刑侦			100%	132.4
经侦、反恐、涉毒等其它警种合计			100%	132.4
检察			30%	39.7
税务			30%	39.7
工商			30%	39.7
海关			30%	39.7
其它行业等			20%	7.9
合计				582.6
美亚柏科市占率			20%	116.5

资料来源：招商证券

2、布局很多其他新方向

在关系公共安全这样一个很好的业务赛道上，公司围绕现有的业务布局有充足的延伸发展空间，但公司仍旧继续强化综合市场竞争力以及孵化新型业务。

图 11：美亚柏科业务产品拓展的三个维度



资料来源：招商证券

其他的包括和公安及行政执法部门相关的，如网络空间安全业务，态势感知，攻防演练平台，存证云，反无人机，自助办证一体机，版权服务等业务，都已经具备了一定的收入规模。

表 9: 公司反无人机相关订单

日期	产品类别	订单情况	订单金额 (万元)
2017/10/19	无人机及配套系统	公物投资-邀请招标-GW2017-QY275-无人机及配套系统采购-结果公告	120.00
2017/8/1	无人机管制	厦门市公安局无人机管制中标公告	333.00
2017/7/19	无人机反制系统及无人机雷达探测系统	肇庆市公安局端州分局无人机反制系统及无人机雷达探测系统的成交公告	78.00
2016/12/13	无人机系统	欧邦工程管理有限公司福建省诏安县公安局无人机系统项目中标公告-OB-ZACG(2016)117	115.00
2016/5/3	反无人机	海南省公安厅中型无人机成交公告	29.50

资料来源：中国政府采购网、招商证券

图 12: 出入境自助办证一体机



资料来源：招商证券

图 13: 公司无人机防御系统



资料来源：美亚柏科、招商证券

图 14: 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



互联网知识产权服务



资料来源: 美亚柏科、招商证券

公司在 2016 年初成立了美亚梧桐产业并购基金，募资约 2.3 亿元，主要围绕美亚的主营业务，在网络空间安全、大数据、以及人工智能等方面开展投资。截至 2017 年第三季度，产业并购基金对外投资五个项目：1) 专注于做大数据金融领域应用的中科金审；2) 专注于移动应用安全的北京捷兴信源；3) 专注于网络大数据解决方案的深圳市恒扬数据；4) 专注于网络安全业务领域的北京志翔；5) 专注于人工智能文本快速翻译的新译信息。随着公司业务从事后取证向事前防范延伸，智能化要求程度也在不断提升，公司的产品业务将具备可持续的成长性。而美亚也一直保持营收比例 15% 以上的研发费用投入，夯实自身公安大数据龙头的竞争地位，同时有效举措加强管理费用的管控，助力业绩的进一步释放。

投资建议

近期随着公司股价的明显走强，市场上开始关注美亚柏科的投资者越来越多，我们对美亚这一公安电子大数据龙头的核心推荐逻辑不断得到事实上的验证。结合对公司业务合同情况的详细梳理以及对整个市场行业情况的深入分析，公司今年以及未来的几年都将保持一个比往年更快，更稳健的快速发展的趋势。我们进一步强调公司最好的投资时期已经到来，市场对于公司业务的空间以及成长性仍存在较大的预期差。

“强烈推荐-A”评级：作为前端电子数据取证龙头，公司所在的行业公安、网安等都是具有强信息化及数据运用场景的高业务景气领域，公司业务从事后取证向事前防范延伸成长的可持续性较强。预计 2017~2019 年 EPS 分别为 0.56、0.74、0.99 元，现价对应 36/27/20 倍 PE，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：

- 1) 大合同订单收入确认时间风险；
- 2) 大数据技术应用推进迟滞；
- 3) 技术落后风险。

附录：

表 10: 美亚柏科 2016 年可公开检索中标订单统计

序号	时间	地区	产品业务	订单	金额 (万元)
1	2016/12/29	九江	取证设备 (手机)	九江天平招投标咨询有限公司关于江西省九江县公安局手机取证塔系统设备采购项目 (招标编号: JJTPZB2016-071) 询价成交公告	30.00
2	2016/12/26	安康	网安装备	安康市公安局网安技术装备采购项目竞争性磋商成交公告	34.50
3	2016/12/23	天台	取证设备	天台县公共资源交易中心关于电子数据取证设备采购项目的预成交结果公示	19.50
4	2016/12/19	兰州	取证设备 (手机)	兰州市公安局城关分局手机取证及恢复大师第二次项目第二次单一来源公告	36.60
5	2016/12/14	洛阳	互联网金融风险防控预警平台软件部分	洛阳市公安局犯罪侦查局经济犯罪侦查支队互联网金融风险防控预警平台软件部分成交公告	79.90
6	2016/12/14	厦门	第三方存证执法装备	厦门市质量技术监督稽查支队第三方存证执法装备服务商采购项目询价成交公告	24.32
7	2016/12/13	福建	无人机系统	欧邦工程管理有限公司福建省诏安县公安局无人机系统项目中标公告-OB-ZACG(2016)117	115.00
8	2016/12/7	内蒙	信息技术服务	内蒙古自治区公安厅本级信息技术服务中标 (成交) 公示	109.50
9	2016/12/7	北京	取证设备 (手机)	北京铁路公安局手机取证设备采购项目成交公告	56.00
10	2016/12/5	梅州	取证云平台	梅州市公安局取证云平台建设采购项目中标公告	169.80
11	2016/12/2	厦门	移动监管执法设备	厦门市市场监督管理局厦门中实-公开招标-2016-ZS001A-移动监管执法设备中标公告	252.05
12	2016/11/30	陕西	取证设备 (手机)	陕西省委办公厅计算机保密核查取证系统和手机取证系统采购项目单一来源成交公告	38.00
13	2016/11/24	天台	取证设备	天台县市场监督管理局电子数据取证设备的单一来源采购公示	20.00
14	2016/11/23	厦门	电子数据检验鉴定实验室	厦门务实-公开招标-2016-WS283 电子数据检验鉴定实验室建设中中标公告	79.88
15	2016/11/22	佛山	电子数据采集分析系统	佛山市公安局蛛网电子数据采集分析系统 (TC2016(SZ)WZ0195) 的综合评分法中标公告	95.60
16	2016/11/15	厦门	风险评估与安全测评服务	厦门市信息中心 2016 电子政务信息化建设项目风险评估与安全测评服务 (四期) 成交公告	26.00
17	2016/11/9	兰州	取证设备 (手机)	兰州市公安局城关分局手机取证及恢复大师项目单一来源采购单一来源公告	36.60
18	2016/11/4	宁波	电子取证实验室	宁波市公安局海曙分局电子取证实验室的采购结果公告	96.01
19	2016/11/2	欧邦	取证设备 (手机)	欧邦工程管理有限公司关于丽水市市场监督管理局现场执法检查箱及便携式手机取证系统采购项目的中标结果公示	30.10
20	2016/11/1	海宁	电子实验室	海宁市政府采购中心关于电子实验室设备的成交结果公示	63.50
21	2016/10/26	永康	电子证据实验室	永康市公安局电子证据实验室的单一来源采购公示	100.00
22	2016/10/25	肇庆	取证设备 (手机)	肇庆市公安局高要分局手机信息采集设备 (2016-MY136) 的成交公告	29.70
23	2016/10/24	广州	电子数据检验鉴定实验室	广州市公安局电子数据检验鉴定实验室信息化采购项目 (CZ2016-0750) 中标结果公告	282.53
24	2016/10/24	厦门	无人机雷达侦测反制系统	厦门万翔-竞争性谈判-XM2016-TZ0707 无人机雷达侦测反制系统采购结果公告	39.78
25	2016/10/8	国家	互联网大数据经济主体行为识别服务	国家信息中心互联网大数据经济主体行为识别服务采购项目中标公告	349.88
26	2016/9/30	石家	车载信息采集设备	石家庄市公安局 (情报中心) 车载信息采集设备采购中标公告	49.30
27	2016/9/27	宁波	电子数据鉴定实验室	宁波市公安局电子数据鉴定实验室取证设备及实验室环境改造项目的采购结果公告	100.00

28	2016/9/26	石家	取证设备	石家庄市公安局(情报中心)车载信息采集设备采购预中标公告	50.00
29	2016/9/20	呼和	网安设备	呼和浩特铁路公安局呼和浩特公安处网安业务建设专用设备采购中标公告	69.78
30	2016/9/14	太原	税务稽查设备	太原市国家税务局稽查局执法检查箱采购项目单一来源公告	57.00
31	2016/8/29	肇庆	取证设备(手机)	肇庆市公安局高要分局手机信息采集设备项目单一来源公示	30.00
32	2016/8/27	贵州	税务稽查设备	贵州贵安新区国家税务局贵安新区国家税务局电子稽查取证专用设备成交公告	19.00
33	2016/8/15	厦门	点对点查控系统(二期)	厦门务实-公开招标-2016-SH379 点对点查控系统(二期)中标公告	49.98
34	2016/8/4	江苏	网络交易商品质量监测分析系统	江苏省无锡工商行政管理局网络交易商品质量监测分析系统中标公告	122.89
35	2016/7/8	台州	取证设备	台州市市场监督管理局网络监测及电子数据取证设备项目的成交结果公示	95.00
36	2016/7/7	登封	取证设备	登封市公安局执法办案设备采购项目中标结果公告	45.00
37	2016/6/27	衢州	取证设备	衢州市市场监督管理局衢州市市场监督管理局执法取证设备采购项目单一来源采购公示	30.50
38	2016/6/14	郑州	电子商务诚信交易服务	郑州市电子商务诚信交易服务试点项目中标公告	625.41
39	2016/6/1	苏州	检察院智慧侦查工作平台	苏州市人民检察院关于智慧侦查工作平台建设的中标公告	286.80
40	2016/5/25	厦门	城市公共安全管理平台(一期)	厦门万翔-公开招标-XM2016-TCT5015 厦门市城市公共安全管理平台(一期)采购结果公告	2545.80
41	2016/5/24	福建	电子物证检验鉴定实验室	福建鑫盛招标有限公司关于晋江市公安局电子物证检验鉴定实验室建设及专用设备配套软件结果公告	147.00
42	2016/5/16	厦门	燃气用户动态管理平台	厦门市湖里区燃气管理中心湖里区燃气用户动态管理平台(二次招标)中标公告	50.00
43	2016/5/10	新乡	取证设备	新乡市公安局专用设备采购项目结果公示	26.60
44	2016/5/3	海南	无人机	海南省公安厅中型无人机成交公告	29.50
45	2016/4/1	广州	税务稽查设备	广州市地方税务局稽查局 2016 年稽查电子取证设备采购项目单一来源公示	90.00
46	2016/3/18	浙江	舆情监管服务	浙江华诚建设工程招标代理有限公司关于 2016-2017 年温州烟草舆情监管服务采购的中标结果公示	10.00
47	2016/3/3	黎川	电子物证实验室	黎川县纵横招标服务有限公司关于抚州市公安局高新技术产业园区分局电子物证实验室取证系统建设项目中标公告	27.10
48	2016/3/1		电子数据采集分析系统	电子数据采集分析系统项目中标公告	180.00
49	2016/2/29	陕西	舆情监测指挥调控平台	陕西省互联网舆情监测指挥调控平台建设项目中标公告	130.00
50	2016/2/17	公安	取证设备	公安部物证鉴定中心 2016 年假币图像采集设备和手机信息采集设备项目中标公告	77.20
51	2016/1/19	临沂	取证设备	临沂市公安局经侦支队电子数据获取一体化工具箱及配套设备单一来源采购公示	24.00
52	2016/1/5	宁海	电子物证实验室	宁海县公安局电子物证实验室设备采购项目的采购结果公告	99.44
53	2016/1/4	广州	工商管理执法系统及终端设备	广州市工商行政管理局网络商品交易研判执法系统及终端配套硬件设备采购项目子项目 2(CZ2015-2255)中标公告	65.00
54	2016/1/4	广州	工商管理执法系统及终端设备	广州市工商行政管理局网络商品交易研判执法系统及终端配套硬件设备采购项目子项目 1(CZ2015-2255)中标公告	76.90
55	2016/1/4	福建	公安信息化实训平台	福建省福瑞工程招标有限公司关于福建警察学院福建警察学院公安信息化实训平台中标公告	38.74
56	2016/12/29	兰州	取证设备(手机)	兰州市公安局城关分局手机取证及恢复大师第二次项目第二次成交公告	34.60
57	2016/12/29	九江	取证设备(手机)	九江天平招标投标咨询有限公司关于江西省九江县公安局手机取证塔系统设备采购项目(招标编号:JJTPZB2016-071)询价成交公告	30.00
58	2016/12/28	桐柏	检察院设备	桐柏县人民检察院 2016 年政法转移支付资金装备评标结果公示	37.80
59	2016/12/22	珠海	税务稽查设备	珠海市地方税务局稽查局税务稽查现场执法取证工具采购的综合评	97.40

序号	日期	地区	设备名称	公告标题	金额
				分法中标公告	
60	2016/12/20	罗源	取证设备	罗源县公安局 350 兆 PDT 数字集群通信系统及 Pn 电子数据检验鉴定设备采购项目中标公告	24.08
61	2016/12/19	广州	多媒体会议室改造	广州市番禺区人民法院多媒体会议室改造的成交公告	0.03
62	2016/12/15	广东	电子物证实验室	广东省人民检察院广州铁路运输分院司法鉴定中心电子物证实验室建设项目的成交公告	157.99
63	2016/12/8	兰州	刑事技术实验室	兰州市公安局城关分局刑事技术实验室设备单一来源采购项目成交公告	91.78
64	2016/12/5	广西	取证设备	广西科文招标有限公司电子数据获取一体化工具箱及图书采购 (KWCZ2J2016167) 成交公告	19.98
65	2016/11/28	福建	取证设备 (手机)	福建立勤招标代理有限公司泉州分公司关于安溪县公安局电子物证检验鉴定实验室手机取证分析设备采购项目的成交公告	24.85
66	2016/11/23	肇庆	工商管理执法系统及终端设备	肇庆市工商行政管理局工商执法检查系统、工商执法工作云服务采购项目的成交公告	24.30
67	2016/11/21	广州	视频侦查图像处理设备	广州市公安局视频侦查图像处理设备采购项目 (GZGP16-PZ09-HG019) 中标公告	24.98
68	2016/11/16	滑县	检察院设备	滑县人民检察院侦查取证设备采购项目 (二次) 询价评标结果公示	41.00
69	2016/11/16	江西	违法资金查控平台	江西银隆管理咨询有限公司关于江西省公安厅违法资金查控平台建设项目 (采购编号: JXYL2016-G0508-1) 电子化政府采购公开招标中标公告	20.00
70	2016/11/14	广西	取证设备	广西建信建设项目管理有限公司关于电子数据提取工具箱采购 (项目编号: GLZFCG2016D0274) 成交结果公告	19.98
71	2016/10/28	乳源	检察院手机取证	乳源瑶族自治县人民检察院手机取证分析专用一体化设备的中标、成交公告	47.38
72	2016/10/17	广州	检察院检察诉讼设备	广州市从化区人民检察院检察诉讼设备的成交公告	100.80
73	2016/10/12	广州	税务稽查设备	广州市地方税务局第五稽查局税务稽查电子取证设备采购及本地化改造项目单一来源公示	22.00
74	2016/10/9	即墨	取证设备	即墨市电子取证设备项目中标公告	71.77
75	2016/9/22	清远	取证设备	清远市公安局电子数据侦查分析设备采购项目 (0896-1610QY04SZ81) 的中标结果公告	50.20
76	2016/9/20	乌鲁	取证设备	乌鲁木齐铁路公安局设备采购项目中标公告	50.57
77	2016/9/20	合山	违法犯罪资金查控平台	合山市公安局违法犯罪资金查控平台采购单一来源公告	20.00
78	2016/9/8	兰州	电子数据实验室	兰州市工商行政管理局电子数据实验室信息化工程中标公告	186.72
79	2016/8/26	河南	检察院设备	河南省开封市人民检察院检察机关职务犯罪侦查与预防信息分析系统采购项目成交结果公告	90.00
80	2016/8/4	抚州	电子取证实验室	抚州市阳光招标咨询有限公司关于江西省东乡县公安局电子取证实验室项目 (招标编号: FZYG-16-043) 公开招标预中标公告	58.23
81	2016/8/2	惠州	检察院检察诉讼设备	惠州市惠阳区人民检察院检察诉讼设备的中标、成交公告	57.00
82	2016/7/21	广州	税务稽查设备	广州市地方税务局第四稽查局税务稽查电子取证设备采购及本地化改造项目单一来源公示	45.50
83	2016/7/20	庆阳	取证设备 (手机)	庆阳市公安局西峰分局庆阳市西峰公安分局采购手机取证系统项目单一来源公告	20.30
84	2016/6/17	新丰	取证设备	新丰县公安局千兆网络信息调查取证系统、取证塔 (XFJY2016—019-1) 的最低价法成交公告	43.88
85	2016/6/13	广州	税务稽查设备	广州市地方税务局第三稽查局税务稽查电子取证设备采购项目单一来源公示	21.00
86	2016/6/6	江西	取证设备	江西省百巨招标咨询有限公司关于江西省公安厅警用装备采购项目 (采购编号: JXBJ2015-J071) 竞争性谈判成交公示	10.43
87	2016/6/2	威海	办公设备供应及安装	威海市公安局文登分局办公设备供应及安装中标公告	12.50

88	2016/6/1	广东	税务稽查设备	广东省开平市地方税务局税务稽查电子取证设备项目成交结果公告	47.88
89	2016/5/25	广东	税务稽查设备	广东省地方税务局稽查局税务稽查电子取证设备项目 (GPCGD163114HG076F) 中标公告	48.00
90	2016/5/20	广州	税务稽查设备	广州市地方税务局第一稽查局稽查电子取证设备采购项目单一来源公示	32.50
91	2016/5/16	广州	税务稽查设备	广州市地方税务局第二稽查局税务稽查电子取证设备采购及本地化改造项目单一来源采购公示	45.50
92	2016/5/4	商丘	经侦涉案资金查询平台	商丘市公安局“经侦涉案资金查询平台”项目结果公告	83.93
93	2016/4/20	广东	税务稽查设备	广东省恩平市地方税务局稽查电子取证设备项目中标结果公告	47.90
94	2016/3/23	广西	检察院设备	广西云龙招标有限公司 2014-2015 年度检察业务装备采购 XYCG2016191 成交公告	12.45
95	2016/3/8	杜尔	电子实验室	杜尔伯特蒙古族自治县公安局杜蒙公安局网安大队电子实验室设备采购项目单一来源公告	50.87
96	2016/2/26	河北	检察院设备	河北省迁安市政府采购中心关于迁安市人民检察院手机取证系统及取证塔项目 (三次) 公开招标采购中标公告	24.00
97	2016/2/25	关于	电子数据检验鉴定实验室	关于电子数据检验鉴定实验室设备、禁毒装备、电子视频监控系统、3D 打印机公开招标采购的中标公告	82.65
98	2016/1/21	江西	电子数据实验室设备 (二期)	江西诚信伟业招标咨询有限公司关于鹰潭市人民检察院采购电子数据实验室设备二期工程项目 (项目编号: 1493-166101122002) 单一来源采购成交公告	45.00
99	2016/1/19	江西	检察院侦查取证设备	江西银隆管理咨询有限公司关于江西省人民检察院侦查取证设备采购项目 02 包 (采购编号: JXYL2015-D0629-2) 单一来源结果公示	199.40
100	2016/1/18	佛山	税务稽查设备	佛山市高明区地方税务局关于高明区地方税务局税务稽查电子取证设备采购的中标结果公告	48.00
101	2016/1/18	英德	检察院设备	英德市人民检察院电子物证设备采购项目 (项目编号: GDXXCG2015-154) 的中标公告	24.82
102	2016/1/13	开封	检察院设备	开封市祥符区人民检察院计算机取证设备项目成交结果公告	15.80
合计					9828.42

资料来源: 中国政府采购网、中国政府采购招标网、招商证券

表 11: 美亚柏科 2017 年可公开检索中标订单统计

序号	时间	地区	产品业务	订单	金额 (万元)
1	2017/12/4	国家	发改委大数据分析	国家信息中心国家发展和改革委员会互联网大数据分析系统供给侧改革大数据分析模块开发项目中标公告	232.00
2	2017/11/30	国家	工商管理总局第三方认证及短信服务	国家工商行政管理总局商标局文书电子送达系统第三方认证服务及短信服务项目中标公告	308.48
3	2017/11/30	中国	取证设备	中国共产党厦门市湖里区委政法委员会湖里公安分局网络勘查实验室设备采购中标公告	199.99
4	2017/11/28	太原	网安装备	太原铁路公安局网安装备建设项目中标公告	260.00
5	2017/11/22	福建	互联网舆情监测	福建省森林公安局互联网舆情监测服务成交公告	28.00
6	2017/11/22	瑞丽	取证设备	瑞丽市公安局一体化的取证工作设备采购项目成交结果公告	24.91
7	2017/11/21	清远	取证设备	清远市国家保密局计算机终端检查、环境检查及取证系统采购项目	60.00

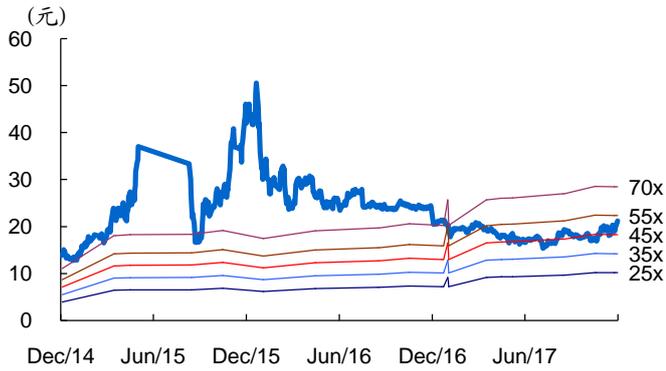
				(ZD17-117AG) 中标、成交公告	
8	2017/11/17	广东	取证设备	广东公标知识产权司法鉴定所电子数据取证、分析软件及设备采购项目招标公告中标公告	28.00
9	2017/11/14		执法记录仪	执法记录存证系统结果公告	57.90
10	2017/11/13	海关	缉私取证	海关总署 2017 年缉私信息分析取证软件采购项目	861.16
11	2017/11/8	湖里	网络勘查实验室	湖里公安分局网络勘查实验室设备采购安装结果公告	
12	2017/11/8	佛山	取证设备(智能终端)	佛山市公安局禅城分局智能终端数据采集分析系统中标公告	112.80
13	2017/10/30	重庆	取证设备	重庆市公安局刑侦总队 2017 年刑事技术实验室建设(三 电子物证检验设备)(17A3941)结果公告	29.73
14	2017/10/30	滑县	取证设备	滑县公安局电子物证设备采购项目竞争性谈判结果公告	50.00
15	2017/10/27	银川	取证设备	银川市公安局“暴恐音频视频查缉终端及训练装备”采购项目单一来源公示单一来源公告	90.60
16	2017/10/27	抚州	取证设备	抚州市仁信招标咨询有限公司关于宜黄县公安局移动智能终端数据采集设备(手机数据采集系统)、便携式手机取证系统(手机取证设备)、电子数据综合取证平台(取证塔)采购项目(采购编号:FZRX-2017-052)电子化公开招标结果公告	42.70
17	2017/10/27	厦门	版权维权便民服务平台	厦门市文化市场综合执法支队厦门万翔-竞争性谈判-XM2017-TCT0269C2 厦门市版权维权便民服务平台成交公告	84.00
18	2017/10/27	玉溪	WIFI 无线管控系统	玉溪市公安局江川分局 WIFI 无线管控系统前端建设项目单一来源采购成交公示	15.30
19	2017/10/26	龙口	网安侦控设备	龙口市公安局网安侦控设备采购单一来源采购公示	
20	2017/10/19		无人机及配套系统	公物投资-邀请招标-GW2017-QY275-无人机及配套系统采购-结果公告	120.00
21	2017/10/16	政和	电子取证实验室	政和县公安局电子取证实验室项目结果公告	75.00
22	2017/10/16	厦门	网安勘察设备	厦门信恒顺-公开招标-网安专用电子勘察设备与网络安全工具购置-中标公告	168.88
23	2017/10/13	海关	取证设备(手机)	海关总署物资装备采购中心海关总署 2017 年手机取证设备采购项目中标公告	517.80
24	2017/10/12	厦门	电子物证室	厦门华沧-公开招标-电子物证室基础设备项目的中标公告	70.86
25	2017/10/11	郑州	网监电子数据检验鉴定	郑州市公安局网监支队电子数据检验鉴定货物采购项目中标公告	214.80
26	2017/10/10	海关	缉私介质修复和分析设备	海关总署物资装备采购中心海关总署 2017 年缉私介质修复和分析设备采购项目 01-03 包中标公告	839.32
27	2017/10/9	隆德	取证设备(手机)	隆德县公安局网安部门手机取证系统政府采购项目单一来源方式招标公示单一来源公告	13.00
28	2017/10/9	江西	取证实验室	江西省百巨招标咨询有限公司关于江西警察学院 2017 院安管系取证实验室采购项目(招标编号:JXBJ2017-G176)电子化公开招标公告	136.89
29	2017/9/29	江西	取证设备	江西省百巨招标咨询有限公司关于九江市公安局八里湖分局电子取证设备采购项目(采购编号:JXBJ2017-JJ-J113)	32.80
30	2017/9/28	中国	取证设备	中国政法大学 2017 年证据科学研究院设备采购(第三批)中标公告	158.90
31	2017/9/25	平潭	电子物证实验室	平潭综合实验区公安局平潭公安电子物证实验室设备采购中标公告	81.75
32	2017/9/19	抚州	取证设备(手机)	抚州中天工程项目管理有限公司关于南城县公安局手机数据采集系统项目单一来源采购预成交公示	13.18
33	2017/9/19	广州	分布式取证设备	广州市公安局分布式取证设备项目(GZGP17-PZ07-HG090)中标公告	800.00
34	2017/9/14	酒泉	取证设备	酒泉市阿克塞县公安局信息安全等级保护检查工具箱采购项目成交公告	26.58
35	2017/9/6	青州	取证设备(手机)	青州市公安局手机数据采集终端后台系统采购项目	37.70
36	2017/8/25	抚州	取证设备(手机)	抚州致达采购代理有限责任公司关于南丰县公安局手机数据采集设备项目(招标编号:FZZD2017-NF037)	13.20

37	2017/8/23	厦门	城市公共安全指挥中心	厦门务实-公开招标-2017-WS217 集美区城市公共安全指挥中心信息化建设中标公告	982.31
38	2017/8/23	新密	电子取证鉴定实验室	新密市公安局关于新密市公安局建设网站安全态势感知与预警系统、电子数据采集分析系统、电子取证鉴定实验室项目中标公告	67.90
39	2017/8/21	博爱	网侦设备	博爱县公安局 2017 年度政法转移设备（六标段：网侦设备）采购项目成交公告	73.60
40	2017/8/17	西吉	网侦设备	西吉县公安局采购公安机关合成作战指挥中心网安涉密设备政府采购项目单一来源方式招标预中标公告	37.40
41	2017/8/16	广州	刑事技术装备	广州市公安局刑事技术装备采购项目（GZGP17-PZ05-HG043）中标公告	844.00
42	2017/8/16	开封	检察院设备	开封市禹王台区人民检察院设备采购项目中标结果公告	25.60
43	2017/8/16	广州	取证设备（手机）	广州市公安局移动终端取证设备 2017 升级扩容项目（重招）中标公告	480.00
44	2017/8/11	宁波	电子数据鉴定实验室	宁波市公安局电子数据鉴定实验室设备及网络安全防护采购项目	184.20
45	2017/8/8		实验室专用设备运维服务	2017 年度电子物证司法鉴定中心实验室专用设备运维服务(17C0074)结果公告	
46	2017/8/8	西吉	网安涉密设备	西吉县公安局采购公安机关合成作战指挥中心网安涉密设备政府采购项目单一来源方式招标公告	37.50
47	2017/8/8	贵州	互联网大数据分析系统（文字类）	贵州省互联网信息大数据分析系统（文字类）项目中标（成交）公告	114.00
48	2017/8/8	甘肃	信息网络安全	甘肃省公安厅信息网络安全训练基地采购项目中标公告	72.72
49	2017/8/4	曲靖	取证设备（手机）	曲靖市公安局沾益分局手机取证系统设备竞争性谈判采购ZYCG2017-30（竞）成交结果公告	19.98
50	2017/8/1	厦门	无人机管制	厦门市公安局无人机管制中标公告	333.00
51	2017/7/31		实验室专用设备运维服务	2017 年度电子物证司法鉴定中心实验室专用设备运维服务	
52	2017/7/28	福建	网信应急指挥平台	福建省互联网信息办公室福建省网信应急指挥平台项目中标公告	472.00
53	2017/7/28	陇南	取证设备（智能终端）	陇南市公安局智能终端取证后台采购项目成交公告	74.60
54	2017/7/19	肇庆	无人机反制系统及无人机雷达侦测系统	肇庆市公安局端州分局无人机反制系统及无人机雷达侦测系统的成交公告	78.00
55	2017/7/18	广东	取证设备	广东省公安厅 2016-157 终端项目中标公告	379.96
56	2017/7/14	厦门	安全漏洞高级渗透与验证服务项目	厦门华沧-竞争性磋商-2017-HCCS-SH855-湖里区安全漏洞高级渗透与验证服务项目的成交公告	30.00
57	2017/7/14	江西	取证设备（手机）	江西邦惠工程造价咨询有限公司关于都昌县公安局手机信息采集采购项目（招标编号: JXBH-2017-XJ005-1）询价采购成交结果公告	7.09
58	2017/7/12	北京	取证设备	北京市公安局顺义分局电子数据勘查取证分析设备采购项目成交结果公告	96.80
59	2017/7/3	福建	金砖会晤	福建省公安厅厦门会晤安保信息化项目成交公告	269.90
60	2017/6/29	福建	社会稳定指数信息系统	福建省委政法委员会福建省社会稳定指数信息系统项目建设成交公告	82.30
61	2017/6/20	西安	现场电子取证勘察箱	西安市工商行政管理局网络商品交易监管现场电子取证勘察箱采购项目竞争性磋商成交公告	25.90
62	2017/6/2	新乡	取证设备（手机）	新乡市公安局手机数据分析系统采购成交结果公告	31.54
63	2017/5/23	厦门	金砖会晤	厦门公物-单一来源-GW2017-093-2017 年金砖厦门会晤官方网站-结果公告	2253.80
64	2017/5/15	福建	厦门市城市公共安全管理平台（二期）	福建经发-公开招标-2017-JF022 厦门市城市公共安全管理平台（二期）采购结果公告	690.00
65	2017/5/4	厦门	安全漏洞高级渗透与验证服务项目	厦门务实-公开招标-2017-SH337 安全漏洞高级渗透与验证服务中标公告	48.00
66	2017/5/3	厦门	金砖会晤	厦门公物-单一来源-GW2017-054-金砖厦门会晤官方注册系统-结果公告	2019.80

67	2017/4/24	普洱	取证设备	普洱市公安局专业设备及公安科技信息化设备单一来源采购成交公告	45.00
68	2017/4/21	厦门	安保信息化综合平台	厦门公物-公开招标-GW2017-031-厦门市公安局科技通信处-安保信息化综合平台-结果公告	3901.72
69	2017/4/19	厦门	网络安全设备	厦门方信-竞争性谈判-FX2017-024-厦门信息学校-网络安全设备采购-结果公告	46.00
70	2017/4/11	中国	项目风险评估与安全测评服务	中国(福建)自由贸易试验区厦门片区政府服务“单一窗口”平台一期项目风险评估与安全测评服务, 一项	11.30
71	2017/4/10	厦门	刑侦高危人员情报研判平台	厦门中实-公开招标-2017-ZS025-厦门市公安局刑侦高危人员情报研判平台中标公告	79.80
72	2017/4/10	台州	取证设备	台州市中恒企业管理咨询有限公司关于现场执法检查箱采购项目的预成交结果公示	19.50
73	2017/3/28	无锡	电子物证实验室	无锡市公安局电子物证实验室设备项目中标公告	176.32
74	2017/3/21	陇南	取证设备	陇南市公安局电子数据取证设备采购项目中标公告	44.60
75	2017/3/21	甘肃	刑事技术专用设备	甘肃省公安厅刑事技术专用设备项目中标公告	22.00
76	2017/3/15	湖南	刑侦设备	湖南省公安厅湖南省公安厅 2015 年刑侦政法检测设备政府采购公开招标成交公告	538.36
77	2017/2/28	湛江	电子物证检验鉴定实验室	湛江市公安局电子物证检验鉴定实验室设备的中标、成交公告	170.00
78	2017/2/23	河北	违法资金查控平台中间件	河北省公安厅违法资金查控平台中间件单一来源结果公告	32.00
79	2017/2/20	中国	舆情监测服务	中国人民武装警察边防部队舆情监测服务项目中标公告	119.88
80	2017/2/16	厦门	空气质量预报预警系统	厦门市环境监测中心站厦门兴城联合-竞争性谈判-XC2017-115C1 空气质量预报预警系统超算资源服务采购结果公告成交公告	45.00
81	2017/2/13	厦门	环保智能化监控项目	厦门万翔-公开招标-XM2016-TCT5055C1 重金属企业及国省控重点企业环保智能化监控项目采购结果公告	522.03
82	2017/2/6	福建	经侦实验室	福建警察学院经侦实验室设备采购项目结果公告	65.50
83	2017/1/26	江西	取证设备(手机)	江西省机电设备招标有限公司关于江西省余江县公安局手机取证设备一体机设备采购项目(项目编号: JXTCYT2016110190-01 第二次)重新询价采购成交结果公告	14.10
84	2017/1/22	甘肃	电子物证实验室	甘肃省公安厅全省视频图像电子物证实验室项目中标公告	1074.59
85	2017/1/17		电子取证与网络侦查实训平台	电子取证与网络侦查实训平台 2 采购项目结果公告	47.80
86	2017/1/12	福建	取证设备	福建警察学院电子取证实训设备采购项目中标公告	35.75
87	2017/1/12	江西	取证设备	江西首信招标咨询有限公司关于庐山市公安局电子物证设备采购项目【采购编号: JXSX2017-JJ-J669】竞争性谈判采购成交公告	25.98
88	2017/1/11	福建	电子数据检验鉴定实验室	福建鑫盛招标有限公司关于惠安县公安局电子数据检验鉴定实验室设备采购中标公告	124.63
89	2017/1/6	唐山	取证设备(智能终端)	唐山市公安局智能终端数据分析系统中标公告	81.00
90	2017/1/4	沁水	刑侦设备	沁水县公安局刑事技术勘查鉴定设备采购项目中标公告(中国采购招标网)	112.24
91	2017/1/3	厦门	网络安全服务	厦门中实-竞争性磋商-2016-ZS162-厦门教育系统网络安全服务成交公告	60.00
合计					23053.22

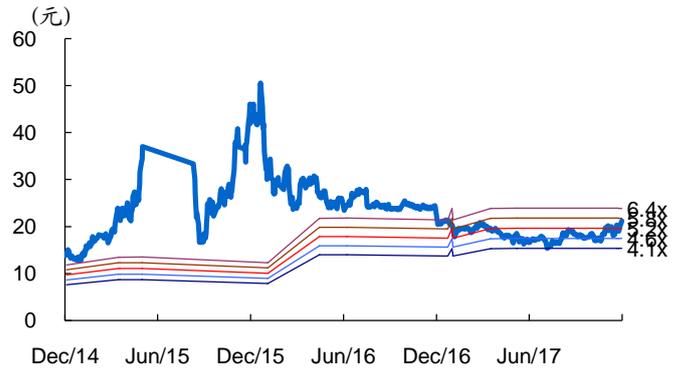
资料来源: 中国政府采购网、中国政府采购招标网、招商证券

图 15: 美亚柏科历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 16: 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) —毛利率回升, 行业协同拓展顺利》2017-10-27
- 《美亚柏科 (300188) —电子取证增长超预期, 大数据平台继续加速》2017-08-25
- 《美亚柏科 (300188) —小产品, 大服务, 数据时代挥斥方遒》, 2017-05-15
- 《美亚柏科 (300188) —电子“证人”, 迎地域主题催化》, 2017-04-26
- 《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	1769	2266	2889
现金	598	968	964	1172	1465
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	327	443	574
其它应收款	39	43	57	78	100
存货	250	288	379	518	677
其他	65	30	40	55	72
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	2807	3309	3936
流动负债	483	710	869	1092	1347
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	88	96	130	177	232
预收账款	240	350	474	647	846
其他	155	264	265	267	270
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	893	1116	1372
股本	443	496	496	496	496
资本公积金	774	747	747	747	747
留存收益	456	624	652	938	1319
少数股东权益	18	26	20	13	2
归属于母公司所有者权益	1673	1866	1894	2180	2562
负债及权益合计	2202	2627	2807	3309	3936

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	325	437
净利润	133	183	276	369	492
折旧摊销	46	53	34	35	35
财务费用	(5)	(4)	(8)	(9)	(11)
投资收益	6	4	4	4	4
营运资金变动	(7)	118	(29)	(79)	(88)
其它	9	(9)	2	5	4
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)	(74)	(100)
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)	(83)	(111)
其他	12	2	8	9	11
现金净增加额	48	(72)	(4)	207	294

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	763	998	1336	1807	2339
营业成本	263	345	467	637	833
营业税金及附加	10	15	19	25	30
营业费用	107	143	190	253	323
管理费用	235	321	421	551	678
财务费用	(7)	(7)	(8)	(9)	(11)
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	243	345	481
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	305	407	542
所得税	20	23	34	46	61
净利润	152	179	270	361	482
少数股东损益	19	(4)	(6)	(8)	(10)
归属于母公司净利润	133	183	276	369	492
EPS (元)	0.30	0.37	0.56	0.74	0.99

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	27%	31%	34%	35%	29%
营业利润	11%	9%	73%	42%	39%
净利润	16%	37%	51%	34%	33%
获利能力					
毛利率	65.5%	65.4%	65.1%	64.7%	64.4%
净利率	17.4%	18.3%	20.7%	20.4%	21.0%
ROE	8.0%	9.8%	14.6%	16.9%	19.2%
ROIC	6.4%	6.3%	10.9%	13.7%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	23.2%	27.9%	31.8%	33.7%	34.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.2	2.0	2.1	2.1
速动比率	2.0	1.8	1.6	1.6	1.6
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	4.7	4.6
应付帐款周转率	3.4	3.8	4.1	4.2	4.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.37	0.56	0.74	0.99
每股经营现金	0.41	0.69	0.56	0.65	0.88
每股净资产	3.77	3.76	3.82	4.39	5.16
每股股利	0.12	0.14	0.17	0.22	0.30
估值比率					
PE	70.5	57.6	38.1	28.5	21.4
PB	5.6	5.6	5.6	4.8	4.1
EV/EBITDA	86.1	77.3	46.7	33.9	24.9

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。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

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。

范旻蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

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
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。