

# 美亚柏科 (300188) \计算机

## ——取证龙头更进一步，大数据业务换挡提速

投资建议：**推荐**  
 上次建议：**推荐**  
 当前价格：13.83元

### 投资要点：

#### ► 公司为电子取证龙头和大数据信息化专家

公司自成立以来就致力于电子数据取证，历经近20年的默默耕耘，已经成长为国内电子取证行业的龙头和大数据信息化专家，同时围绕打击犯罪和社会治理形成了“四大产品”和“四大服务”的业务体系。

#### ► 取证市场空间广阔，双向拓展助力更上一步

根据智研咨询的数据，全球电子取证市场将以稳健增速在2024年达到60.6亿美元，而国内由于电子取证市场发展较晚且电子数据的法律地位在近年逐渐被确认，故国内市场将以较高增速在2023年达到35.62亿元。公司作为国内电子取证行业的龙头，采取纵横发展策略稳步拓展：纵向方面，由省部级向市级、区县级方向渗透；在横向方面，由网安警种逐步延伸到刑侦、经侦等其他警种以及监察委、食药监、海关、税务等其他领域，将充分受益于国内电子取证行业的快速发展。

#### ► 大数据平台景气度提高促进业务放量

在国家大数据战略推动下，公安大数据建设提速。2017年6月与2018年1月，公安部分别召开会议，总体要求各级公安机关要以大数据建设为应用重点、建设跨警种大数据平台实现各警种数据共享。公司以电子取证设备为入口，在深刻理解各警种数据的基础上，形成了“数据理解→数据获取→数据应用/共享”的产业链布局，充分享受行业成长红利。

#### ► 维持“推荐”评级

我们预计公司18-20年实现净利润分别为3.03、3.99、5.13亿元。我们长期看好公司在电子数据取证和大数据平台业务方面的良好发展势头，维持“推荐”评级。

#### ► 风险提示

电子数据取证市场低于预期；大数据政策落地低于预期。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	795/491
流通A股市值 (百万元)	6,650
每股净资产 (元)	2.96
资产负债率 (%)	17.31
一年内最高/最低 (元)	21.32/16.67

### 一年内股价相对走势



吴金雅 分析师

执业证书编号：S0590517020001

电话：0510-82833337

邮箱：wujy@glsc.com.cn

朱松 研究助理

电话：0510-82833217

邮箱：zhus@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《美亚柏科 (300188) \计算机行业》  
《取证新品值得期待，大数据业务快速放量》
- 《美亚柏科 (300188) \计算机行业》  
《电子取证和大数据业务助力业绩快速增长》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	997.91	1336.64	1624.77	2110.85	2684.13
增长率 (%)	30.76%	33.94%	21.56%	29.92%	27.16%
EBITDA (百万元)	248.43	334.08	359.63	464.92	590.93
净利润 (百万元)	182.62	271.72	303.29	398.70	512.83
增长率 (%)	37.14%	48.78%	11.62%	31.46%	28.62%
EPS (元/股)	0.230	0.342	0.382	0.502	0.645
市盈率 (P/E)	60.20	40.46	36.25	27.57	21.44
市净率 (P/B)	5.89	4.72	4.18	3.63	3.10
EV/EBITDA	26.74	19.78	29.97	23.24	18.46

数据来源：公司公告，国联证券研究所

## 正文目录

1. 公司为电子取证龙头和大数据信息化专家.....	3
1.1. 公司为电子取证龙头和大数据信息化专家 .....	3
1.2. 多外延拓宽盈利半径，高研发促进产品升级 .....	3
1.3. 取证和大数据业务驱动业绩稳步增长 .....	5
2. 取证市场空间广阔，双向拓展助力更上一步 .....	6
2.1. 对标美国，国内电子数据取证大有可为 .....	6
2.2. 公司电子数据取证龙头地位稳固 .....	12
2.3. 纵横发展打开电子取证向上空间 .....	15
3. 大数据平台景气度提高促进业务放量.....	16
3.1. 政策加码促进公安大数据建设提速 .....	16
3.2. 厚积薄发，公司有望掘金公安大数据 .....	17
4. 盈利预测与估值.....	18
5. 风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1: 公司产品系列一览.....	3
图表 2: 公司外延发展的主要历程.....	4
图表 3: 公司近年研发投入高企.....	5
图表 4: 公司研发人员数量和占比稳步增长.....	5
图表 5: 公司近年营收及增速情况.....	5
图表 6: 公司近年净利润及增速情况.....	5
图表 7: 公司的营收结构 (2017A) .....	6
图表 8: 公司近年各业务板块增速情况.....	6
图表 9: 美国电子数据取证发展历程.....	7
图表 10: 美国电子数据相关法律法规一览 (不完全统计) .....	7
图表 11: 我国对电子证据的认识过程.....	8
图表 12: 我国电子数据取证行业相关政策一览 (不完全统计) .....	8
图表 13: 全球电子取证市场规模.....	9
图表 14: 全球各地区电子数据取证市场规模增速比较.....	10
图表 15: 中国电子数据取证市场规模预测.....	10
图表 16: 全球电子数据体量预测.....	11
图表 17: 2013-2015 涉电子数据刑事案件分析表.....	11
图表 18: 未来电子数据取证行业发展趋势.....	11
图表 19: 电子数据取证市场占比情况 (2008) .....	12
图表 20: 美亚柏科信息安全学院历年培训人次.....	13
图表 21: 公司近年研发产品概况.....	13
图表 22: 美亚柏科全国办事处分布表.....	14
图表 23: 公司电子数据取证业务发展路径.....	15
图表 24: 公司电子数据取证业务的横向拓展机遇.....	16
图表 25: 公安大数据建设相关政策及重大事件一览.....	17
图表 26: 公司公安大数据平台的业务链展示.....	17
图表 27: 公司各业务盈利预测.....	18
图表 28: 可比公司估值表 (2018 年 11 月 1 日股价) .....	19
图表 29: 财务预测摘要.....	20

## 1. 公司为电子取证龙头和大数据信息化专家

### 1.1. 公司为电子取证龙头和大数据信息化专家

公司自成立以来就致力于电子数据取证，历经近 20 年的默默耕耘，已经成长为国内电子取证行业的龙头和大数据信息化专家，同时围绕打击犯罪和社会治理形成了“四大产品”和“四大服务”的业务体系（其中，产品主要包括：电子数据取证、大数据信息化、网络安全、专项执法设备；服务主要包括：存证云+、网络空间安全服务、数据服务、培训及技术支持增值服务）。

图 1：公司产品系列一览



来源：公司官网、国联证券研究所

### 1.2. 多外延拓宽盈利半径，高研发促进产品升级

公司以电子数据取证业务起家，原先客户主要集中在公安部的网络安全警种，随着公司借助资本市场不断外延发展，在警种上相继开拓了刑侦、经侦、海关、缉毒、税务等新市场。在具体方式上，公司一方面并购聚焦某一细分市场的优质标的（如收购新德汇，公司可以拓展刑侦领域新市场，在产品和渠道上双方形成互补）；另一方面通过合作设立新公司的方式紧抓市场机遇（比如，公司和沈阳市公用集团共同设立

城市公共安全公司开拓当地的政务大数据相关业务)。

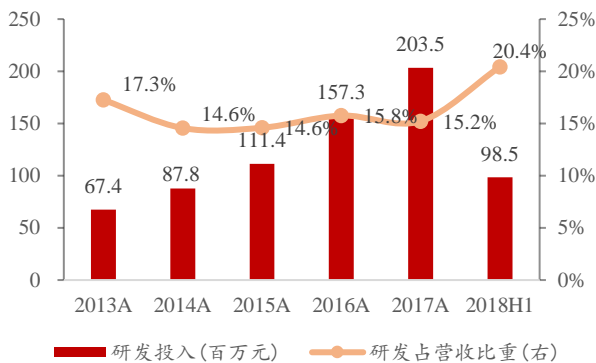
**图表 2：公司外延发展的主要历程**

时间	公司名称	持股比例	具体描述
2013 年	珠海市新德汇信息技术有限公司	100.0%	新德汇专注于公安刑侦领域的信息分析技术及应用产品的开发，在信息采集、整合、处理、共享、应用分析和技术服务等重点领域具备核心竞争力的产品，客户遍布 100 多个城市的公安系统。 <b>公司利用新德汇切入刑侦领域，同时产品和渠道互补。</b>
2015 年	武汉大千信息技术有限公司	51.0%	武汉大千专注于智能视频分析技术研究以及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设备的研发和服务，具有较强的技术实力和产品成熟度。 <b>在海量视频检索、分析、处理和研判软件产品、海量视频和图像分析技术等方面和公司存在较大的互补性。</b>
2015 年	江苏税软软件科技有限公司	100.0%	江苏税软主营业务为税务信息化解决方案的研究、设计开发、市场推广等，主要产品包括数据采集、电子查账、电子选案、电子审理、涉税鉴证等涉税分析软件（相关产品已经在全国 28 个省、200 多个税务稽查机关广泛使用），主要客户为国税、地税。 <b>公司收购江苏税软切入税务领域。</b>
2015 年	厦门安胜网络科技有限公司	75.0%	公司与厦门市聚恩信息咨询合伙企业（有限合伙）共同出资设立厦门安胜网络科技有限公司。合资公司专注于网络安全防护和软件安全性检测领域， <b>并借助公司在电子数据取证和网络信息安全行业中的专业性、规模化优势，加强对合资公司的运营管理。</b>
2013 年	香港鼎永泰克科技有限公司	51.0%	使用自有资金 40.8 万美元与香港瑞鹏科技有限公司共同投资设立香港鼎永泰克科技有限公司，公司持股比例 51%， <b>加快对国外警用装备和警用信息化产品、技术的引进。</b>
2015 年	北京美亚宏数科技有限责任公司	82.3%	<b>美亚宏数将作为重要平台切入政务大数据领域</b> ，配合国家和各地方发展改革部门开展互联网大数据分析业务，支撑“一带一路”数据库建设，拓展可服务于其他行业和地区以及企事业单位所需要的相关政务大数据业务。
2016 年	厦门美亚商鼎信息科技有限公司	62.0%	<b>为了更好地抓住市监行业（工商、质监和食药监行业）发展机遇</b> ，公司与厦门数宝信息、自然人陈垂聪共同出资设立厦门美亚商鼎，专注市监行业的商品交易监测和管理信息化业务，其中公司出资 620 万元，占股 62%。
2016 年	厦门市美亚梧桐投资管理有限公司	39.2%	公司与前海梧桐并购基金合作共同设立美亚梧桐产业并购基金， <b>主要投资网络空间安全、大数据领域处于成长期的优质企业</b> ，为公司外延发展提供服务。
2017 年	沈阳城市公共安全科技有限公司		公司控股子公司美亚智讯与沈阳城市公用集团等合资设立沈阳城市公共安全科技有限公司（ <b>主要从事政务大数据业务</b> ），其中美亚智讯出资 400 万元，持股 40%。

来源：公司公告、国联证券研究所

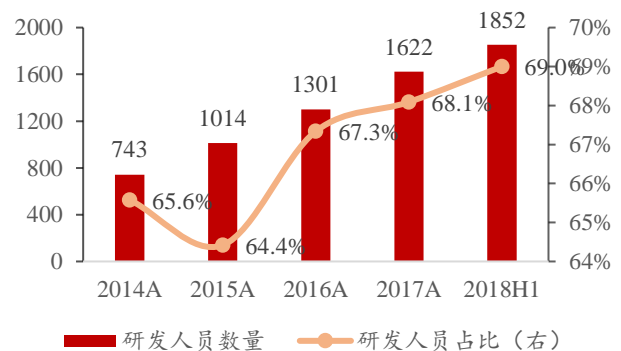
在新市场空间不断被打开的同时，公司继续加强自身的产品研发，不断推陈出新的产品能够黏住老客户，吸引新客户。从公司的研发投入来看，研发费用金额处于高位（其中 2018H1 的研发费用占营收比重达到 20.4%），公司的研发人员数量及研发人员占比亦呈现出稳步上升的态势（截止 2018H1 公司研发人员数量为 1852 人，占公司总员工的比重为 69%）。

图表3：公司近年研发投入高企



来源：公司公告、国联证券研究所

图表4：公司研发人员数量和占比稳步增长

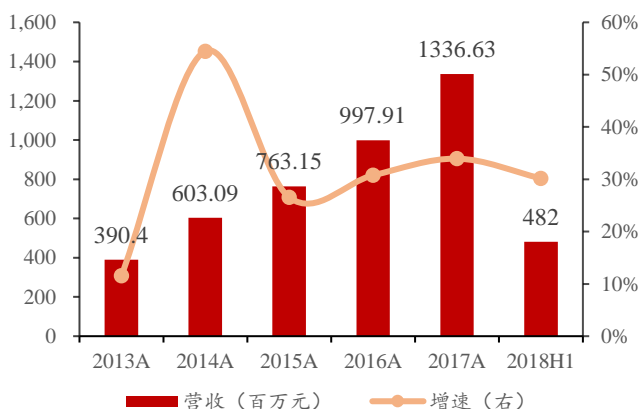


来源：公司公告、国联证券研究所

### 1.3. 取证和大数据业务驱动业绩稳步增长

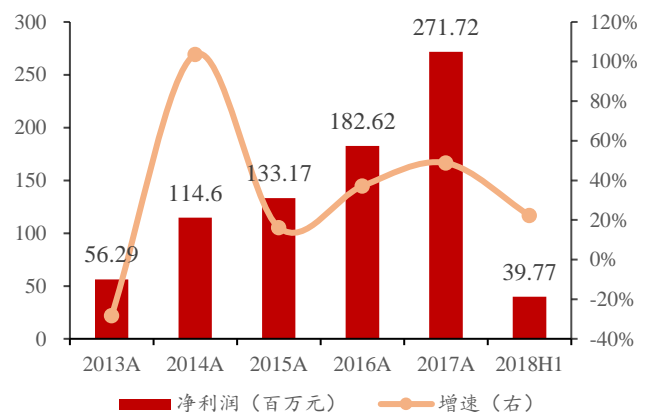
公司营收和利润均呈现出稳步增长趋势。公司近年在电子数据取证业务稳定增长及其他业务起头并进的情况下，营收端增速基本维持在30%以上；同时，在营收端的带动下，净利端也保持着稳定增长（其中，2017年、2018H1营收增速分别为33.9%、30.2%，净利端增速分别为48.8%、22.3%，2014年营收和利润增速较高主要是因为公司电子取证业务实现高速增长）。

图表5：公司近年营收及增速情况



来源：wind、国联证券研究所

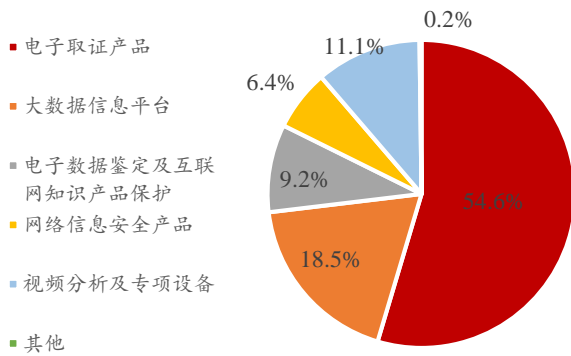
图表6：公司近年净利润及增速情况



来源：wind、国联证券研究所

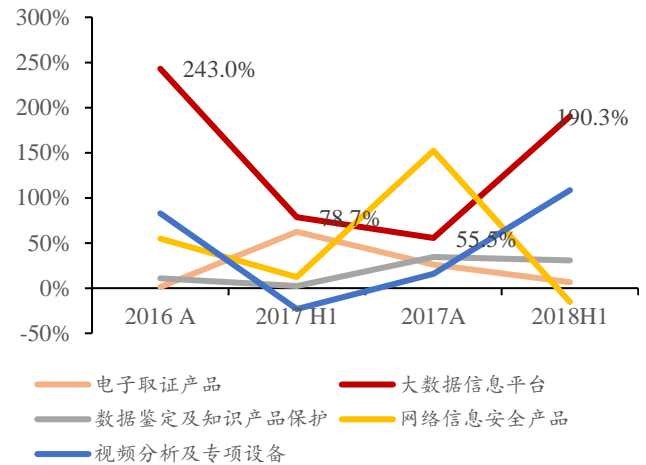
电子取证业务占比最大，大数据信息平台增速最快。从公司近年的发展我们可以看出，其电子数据取证业务营收占比最高（2017年到达7.3亿，占营收比重为54.6%），大数据信息化业务营收占比位列第二但增速最快（2018H1营收2.47亿，增速为190.3%）。所以，公司的电子数据取证业务和大数据信息化业务后续值得重点关注。

图表 7：公司的营收结构（2017A）



来源：wind、国联证券研究所

图表 8：公司近年各业务板块增速情况



来源：wind、国联证券研究所

## 2. 取证市场空间广阔，双向拓展助力更上一步

### 2.1. 对标美国，国内电子数据取证大有可为

随着电子信息技术的发展，计算机犯罪以及其他形式的电子犯罪频繁发生，因此电子数据取证技术有其生存基础。虽然，对于电子数据取证目前在学术界还没有统一的定义，但其在电子犯罪中的重要作用已逐步得到执法部门的认可。

#### ➤ 对标美国，国内电子取证市场稳步发展

电子数据取证技术在国外已经发展了 30 多年，早期主要在欧美执法部门和司法机关使用。由于美国在电子数据取证方面的发展较早，所以研究美国市场的发展历程有助于理解我们国内的发展现状。

根据《浅谈电子数据取证技术——概述篇》的描述，美国的电子数据取证发展历程主要经过了孕育期、婴儿期、儿童期、青春期、成熟期等 5 个阶段，从业人员从极少的执法人员发展到大量受过培训的从业人员，工具从大型机的 OS 发展到全程的自动化，目标从计算机取证为主发展到对所有人、所有事的取证。

图表 9：美国电子数据取证发展历程

	1970-1985年 (孕育期)	1985-1995年 (婴儿期)	1995-2005年 (儿童期)	2005-2010年 (青春期)	2010-至今 (成熟期)
人员	<ul style="list-style-type: none"> <li>偶尔参与的人员</li> <li>MIS人员</li> <li>公司安全人员</li> <li>极少数联邦执法人员</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>警察</li> <li>电子爱好者</li> <li>自学成才的程序员</li> </ul>	这十年发生大变化，主要是从个体到机构参与者，学术界与企业兴趣提升	学术界、信息安全人员、法律界，许多正式受过培训并具有较强的学术背景	<ul style="list-style-type: none"> <li>受过培训的从业人员</li> <li>考核后进行特定任务</li> <li>教育和研究人员</li> <li>不拘泥于以往的思维，有创新思想</li> </ul>
工具	大型机的OS/设施	基于DOS的命令行、Maresware、Fried(IRS) ChoyChoy(IACIS)、Hama(RCMP)RED/RED X Norton Utilities PC Tools	<ul style="list-style-type: none"> <li>基于windows的GUI工具出现</li> <li>基于LINUX的工具开发</li> <li>不断增加对网络及内存获取等新技术的关注</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企业GUI工具</li> <li>虚拟化、专门的电子发现工具</li> </ul>	自动化
目标	<ul style="list-style-type: none"> <li>专注于大型机</li> <li>公司记录</li> <li>计算机辅助欺诈</li> <li>自领犯罪</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>罪犯使用计算机大多是DOS系统，也有Sinclair、Mac、Windows</li> <li>拨号连接——AOL电话系统是主要目标</li> </ul>	911之后，恐怖主义引起了军事和情报部门的关注，在所有形式起诉中越来越多的使用计算机证据	<ul style="list-style-type: none"> <li>文件系统</li> <li>网络</li> <li>智能终端</li> <li>应用媒体</li> <li>电子邮件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>所有事</li> <li>所有人</li> <li>所有低点</li> <li>任何时间</li> </ul>

来源：《浅谈电子数据取证技术——概述篇》、国联证券研究所

同时，在政策方面，美国修改或通过金融业、刑法、网络犯罪、电子商务等领域的相关法规，确立了电子数据作为证据存在的重要性和必要性，逐步将电子数据取证技术应用到各个领域。

图表 10：美国电子数据相关法律法规一览（不完全统计）

时间	政策文件	详细
1970年	颁布《金融秘密权利法》	对金融业计算机存储数据的保护作了规定。
1984年	通过《伪造存取手段以及计算机诈骗与滥用法》	修改了刑法的相关内容。
1986年	通过《计算机诈骗与滥用法》、《国家信息基础保护法》	明确了对网络犯罪的处罚。
1995年	通过《犹他州数字签名法》	犹他州通过了世界上第一步数字签名法典，推动世界电子商务立法的发展
1999年	通过《统一电子交易法》、《全球与全国商务电子签章法》	对电子证据的可采性和证明能力的确定有帮助。
2004年	修订《联邦证据规则》	对电子证据做出了专门的规定。

来源：网络资料、国联证券研究所

反观国内，根据《电子证据的发展历史及应用思考》，我国对电子证据的认识大体经过了定位模糊阶段、视听资料阶段、百家争鸣、确定地位阶段，随着网络及电子技术的进一步渗透，电子证据在犯罪认定中的作用越发凸显。总的来说，随着相关信

息技术在社会生活中的普及程度越来越高，司法实践中对于使用信息技术获取电子证据进行协助的需求就越来越多，电子证据的应用也会越来越广泛。

图表 11：我国对电子证据的认识过程

1980年之前 (定位模糊阶段)	1980年-1990年 (视听资料阶段)	1990-2009年 (百家争鸣阶段)	2009年-至今 (确定地位阶段)
此阶段人们对计算机和互联网知之甚少，自然不会产生相关法律需求，学者们也鲜有研究此类证据问题的。所以，我国当时实施的1979年《刑事诉讼法》中并未赋予这类电子证据以法律地位。在这一时期，由于受当时国内政治环境及国家信息化水平等因素影响，电子证据的法律地位在我国法学界尚处于一种定位模糊的状态。	个人电脑尚未普及，电子计算机的使用仅仅局限于一些高校、研究所等科研及特定的国家机构。此时，我国法学界对于电子证据的认识尚处于初级阶段，但是基本上都一致认为，电子证据即视听资料。视听资料说是我国对电子证据的早期普遍认识，为很多学者及实务界人士所接受，视听资料说成为当时法学界的通说。	这也是争论最激烈的时期。随着个人电脑的普及，国家信息化建设不断发展，计算机和互联网已开始从少数科学家手中的科研工具，走向广大群众。1998年至1999年，我国网民开始呈现几何级数增长，上网从前卫变成了一种真正的需求。	2009年1月，中国3G牌照正式发放标志我国正式进入3G时代。移动通信技术进步和终端硬件水平提升，加速了中国的移动互联网进程，使用手机上网的用户数量快速攀升。随着时代的发展，手机、计算机、互联网已经成为人们生活中不可分割的一部分，电子证据在认定网络犯罪中的作用也日益重要。

来源：《电子证据的发展历史及应用思考》、国联证券研究所

伴随着认识的提升，与电子数据相关的法律法规也逐步完善，尤其在2012-2014年期间，民事诉讼法、刑事诉讼法、行政诉讼法分别将电子数据作为独立的诉讼证据之一，此后，国内的其他法律也相继将电子数据做了不同程度的定义和规范，随着电子数据在检察、监察等更多领域越来越受重视，相应的市场也进一步被打开。

图表 12：我国电子数据取证行业相关政策一览（不完全统计）

时间	政策/会议	详细
2012年	《民事诉讼法》	第63条，将“电子数据”作为独立的诉讼证据之一。
2013年	《刑事诉讼法》	第48条，将“电子数据”首次纳入法定证据种类之一。
2014年	《行政诉讼法》	第33条，将“电子数据”作为独立的诉讼证据之一。
2016年	《中华人民共和国网络安全法》	对“网络数据”进行定义。第七十六条规定，网络数据，是指通过网络收集、存储、传输、处理和产生的各种电子数据。
2016年	国家税务总局发布《关于修改〈税务行政复议规则〉的决定》	第52条修改为，电子数据可作为行政复议证据。
2017年	《公安科技创新“十三五”专项规划》	指出要促进技术与装备应用的智能化、数据化、网络化、集成化、移动化；提升公安工作职能感知、立体防控、快速处置与精准服务能力
2017年	检察大数据行动指南（2017-2020年）	全国检察监管将依托大数据及智能语音等前沿科技，统筹利用以司法办案数据为核心的检察数据资源，建立检察大数据总体架构。



2017年 全国公安科技信息化工作会议

公安部召开全国公安科技信息化工作会议，郭声琨在讲话时强调，各级公安机关要以大数据建设和应用为重点，把大数据理念贯穿于基础信息化建设全过程，推动公安科技信息化建设提档升级。

2017年 中华人民共和国监察法（草案）

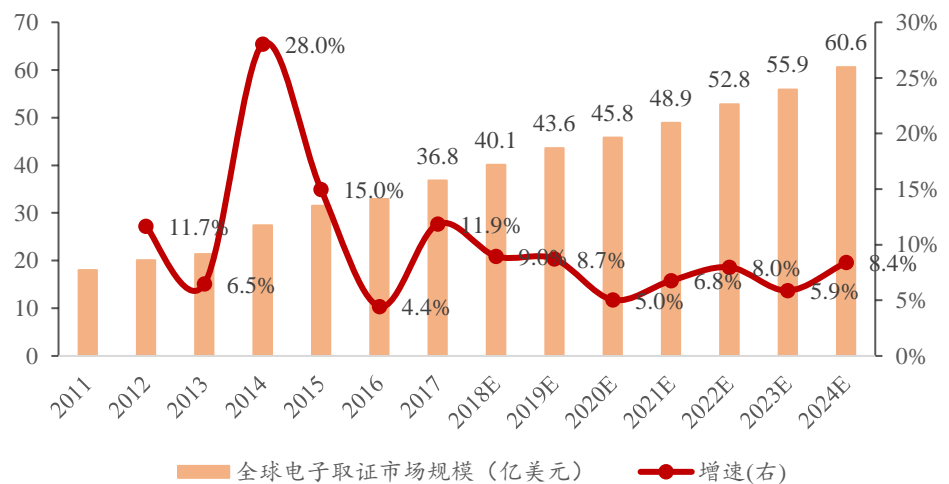
监察机关在监察工作中依法收集的物证、书证、电子数据等证据材料，在刑事诉讼中可以作为证据使用。

来源：网络资料、国联证券研究所

### ➤ 电子取证市场空间广阔

根据智研咨询机构的预测，全球电子取证市场规模在未来长时间内将保持稳健的增长速度，2018年的全球市场规模大约为40.1亿美元，到2024年将增长至60.6亿美元。

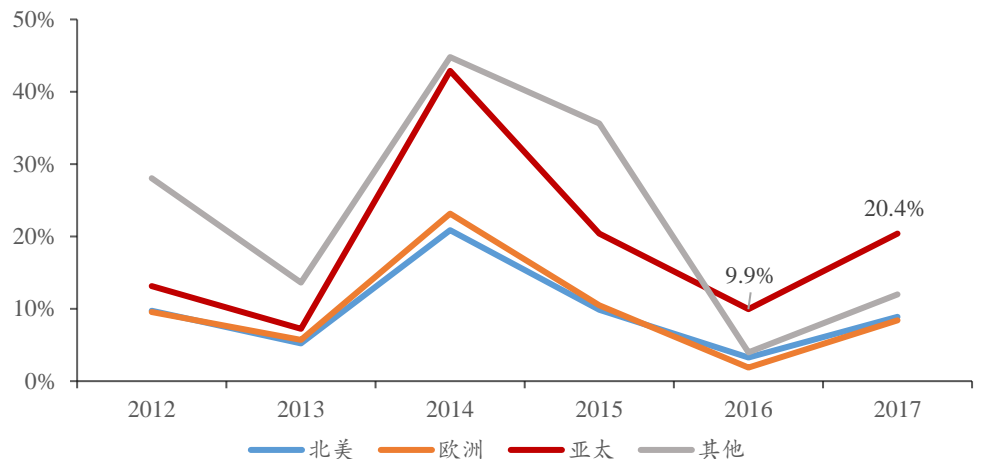
图表 13：全球电子取证市场规模



来源：智研咨询、国联证券研究所

细分来看，在全球市场中，欧美属于成熟市场，增速较低，亚太市场属于新兴市场，增速较快。排除其他地区的影响（其他地区，17年电子取证规模大约为4.39亿美元，占比全球11.9%，北美、欧洲、亚太地区分别占比33.6%、28.8%、25.7%），亚太地区近年的增速较高，2016、2017年增速分别达到9.9%、20.4%。

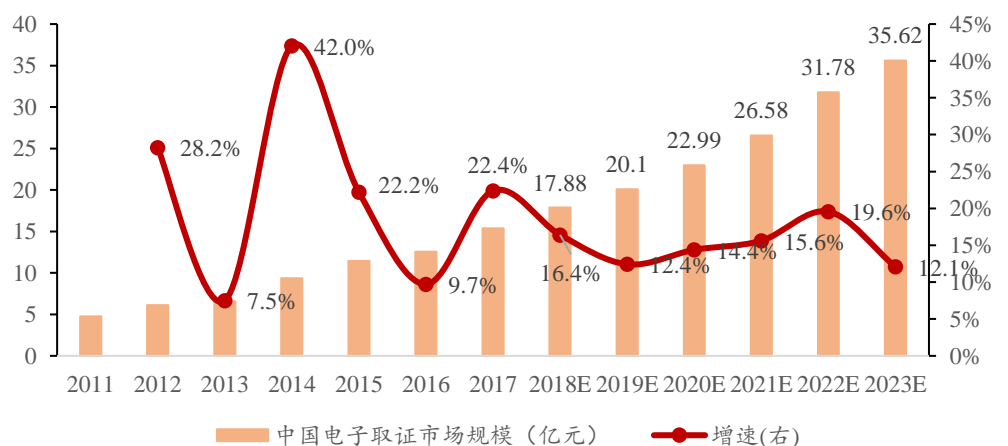
图表 14: 全球各地区电子数据取证市场规模增速比较



来源: 智研咨询、国联证券研究所

中国作为亚太市场的重要组成部分,其市场规模及增速对于亚太整体市场贡献较为明显。从市场占比来看,中国 2017 年市场规模占亚太地区比重为 23.2%。从市场规模及增速来说,中国电子数据取证市场 2017 年为 15.36 亿元,将会保持的稳健的增速(明显高于全球市场增速)在 2023 年达到 35.62 亿元。

图表 15: 中国电子数据取证市场规模预测



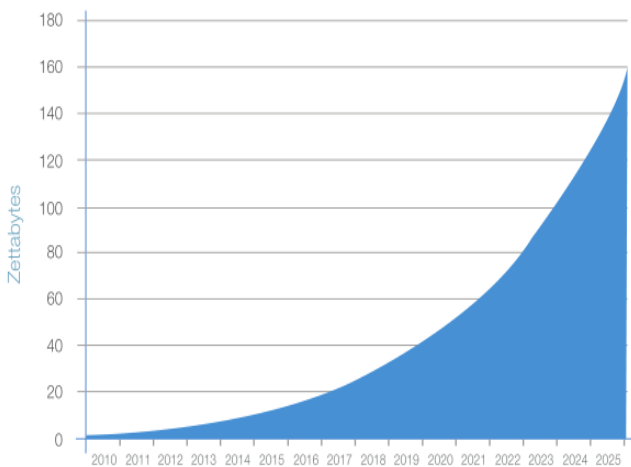
来源: 智研咨询、国联证券研究所

随着电子数据的增加,其在司法实践中的应用也越来越多。根据 IDC 统计,2011 年全球创建和复制的数据总量为 1.8ZB,2016 年这一规模为 16.1ZB,预计 2020 年将达到 44ZB,在其《数据时代 2025》白皮书(希捷赞助)中,更是预测到 2025 年,全球创建和复制的数据总量将扩展至 163ZB(1ZB 等于 1 万亿 GB)。在电子数据快速

增加的同时，其应用也越来越广泛，根据《刑事诉讼中电子数据认证规则》的统计，在2013-2015年6月8日之间，28个省、自治区、直辖市三级法院的刑事案件中（共有7470件）涉及电子数据的判决书有3102件，占电子数据裁判文书的41.53%，说明电子数据的审查评断已经构成司法证据审查的常态。

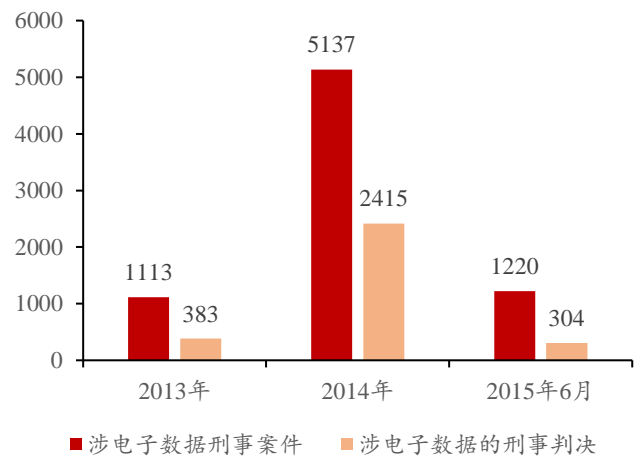
与此同时，数据应用终端的不断丰富、对数据取证的技术要求不断升级、电子数据取证的应用场景不断丰富等因素也将长期推动电子数据取证行业健康发展。

图表 16：全球电子数据体量预测



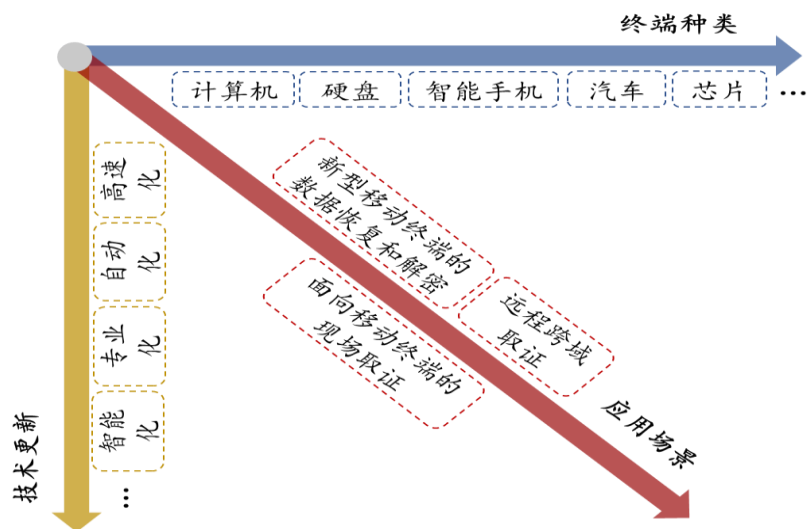
来源：IDC、希捷、国联证券研究所

图表 17：2013-2015 涉电子数据刑事案件分析表



来源：《刑事诉讼中电子数据认证规则》、国联证券研究所

图表 18：未来电子数据取证行业发展趋势



来源：《国内外电子数据取证装备及软件发展现状与趋势》、国联证券研究所

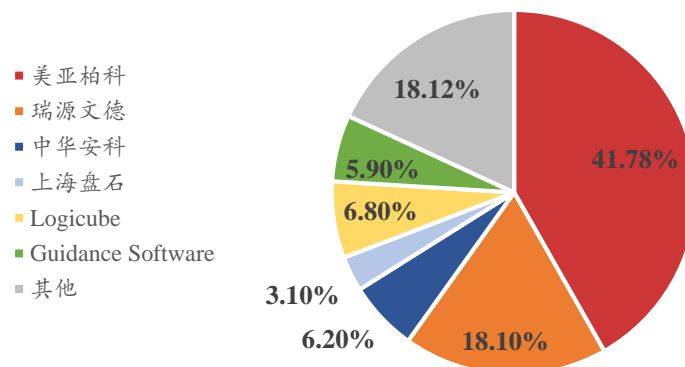
## 2.2. 公司电子数据取证龙头地位稳固

### ➤ 公司在电子数据取证领域市场占有率居首位

根据公司的招股说明书，2008 年公司在电子数据取证领域的市场占有率为 41.78%，2017 年公司在电子数据取证领域的营收约为 7.3 亿元，同期国内电子数据取证整体的市场规模为 15.4 亿元（智研咨询），据此推算公司市占率约为 47.4%。相比之下，不管是国内的还是国外的竞争厂商，其市场占有率与公司都有较大差距。

在众多的竞争对手中，公司面对国外厂商主要的优势在于安全优势（政府采购涉密产品出于安全考虑，一般优先考虑国内厂商产品）和成本优势（公司同性能产品价格较国外厂商产品低）；公司面对国内厂商的优势主要在于销售模式、技术壁垒以及渠道分布等。

图表 19：电子数据取证市场占比情况（2008）



来源：《招股说明书》、国联证券研究所

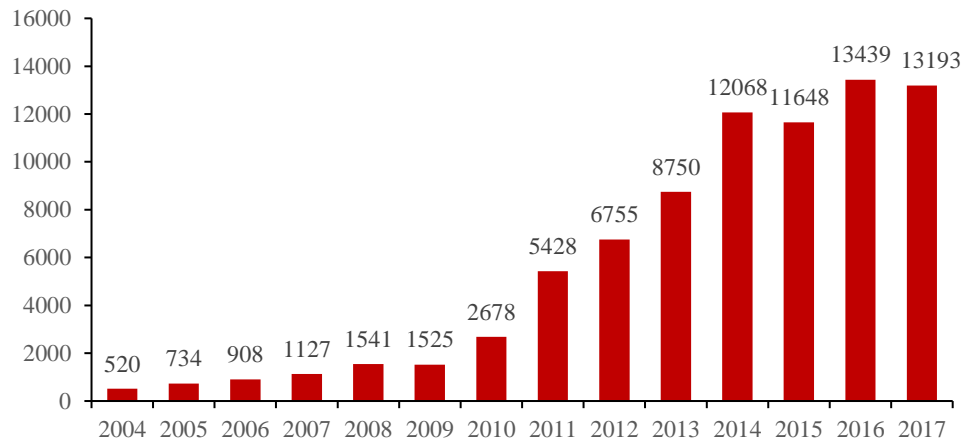
### ➤ 销售/技术/渠道三要素夯实公司护城河

公司能够在电子取证市场上取得较高的市占率，“以培训促销售”的销售模式功不可没。公司旗下成立了专门的美亚柏科信息安全学院，为数以万计的学员提供专业的取证培训，同时在培训过程中获知客户的需求以及与学员单位之间建立起良好的沟通渠道。具体来说，公司的培训主要分为两个方面：①是和国内的警校、警院合作，由公司投入设备帮助警院/校建立实验室及学习中心，通过为学员提供培训来培养长期的潜在客户；②为购买公司产品的客户提供培训服务，使得客户在使用产品的时候有更好的产品体验。

根据美亚信息安全学院官网的数据显示，学院目前拥有专、兼职讲师 60 余名，以“混合式人才培养”为教学理念，不断完善多层次、多学科的课程体系，并先后与人力资源和社会保障部教育培训中心推出“电子数据调查分析师”和“网络舆情分析

师”两项岗位项目，该培训体系具有行业和人社部的双重权威认证。截止 2017 年，学院累计培训达 8 万人次，其中 2017 年全年培训人次达到 1.32 万人次。

图表 20：美亚柏科信息安全学院历年培训人次



来源：公司官网、国联证券研究所

**技术力量雄厚，产品迭代与更新速度较快。**公司在研发上投入了众多的资源，对应到产品端，公司研发的主要方向集中在电子数据取证、网络空间安全产品、大数据信息化、专项执法设备等。具体来看，在电子数据取证方面，公司相继推出取证金刚、取证航母、取证魔方、取证手机大师等重磅产品；在网络空间安全产品方面，公司则在数据应用系统架构全面升级后，开发了针对政企、金融等客户的专业产品；在数据信息化方面，公司利用自身在各领域电子数据取证的丰富积累，为多个城市提供大数据信息服务；在专项执法设备方面，公司成立独立的视频图像分析技术研究院和技术支持团队，并同时和武汉大千合作，利用 AI 技术升级和推出多款产品。

图表 21：公司近年研发产品概况

	电子数据取证	网络空间安全产品	大数据信息化	专项执法设备
2015	①研发数据保全/恢复/提取/处理/分析/展示等技术；②推出 <b>取证金刚/手机数据高级分析系统/数据恢复大师</b> ；③ <b>手机芯片取证技术</b> 研发获得关键性进展，完成手机数据恢复塔的产品化。	①完成从数据采集最终应用的系统架构全面升级；②围绕智能推荐、正负面分析、区域热点识别、属地研判等核心技术进行突破，通过软件、SaaS 服务、数据服务和分析报告等形式为行业客户提供解决方案。	①签订“政务大数据框架协议”，配合政府开展互联网大数据分析业务；②支撑“一带一路”数据库建设和税务大数据业务；③与中国社科院数据信息中心共同构建大数据应用服务平台。	①成立视频图像分析技术研究院和技术支持团队，开发与视频取证相关的硬/软件及系统产品。②与武汉大千合作，共同研发并推出免费产品（CP-3500 法眼视频分析系统）。

2016	<p>①<b>取证航母实现智能取证模式</b>，可一键完成检材预检/证据固定/取证分析/系统仿真/生成报告等流程； ②<b>取证魔方、手机取证大师、手机取证塔等重点产品完成升级研发。</b></p>	<p>①搜索云数据规模持续扩大；②信使云服务平台正式上线；③完成金融风险防控预警平台的研发，加强对互联网金融进行风险监测和预警；④开展网络诈骗防控平台、美亚智库等多个项目的开发。</p>	<p>①与子公司共同制定及推广美亚数据标准。②开发“祥云”城市公共安全平台，实现多部门数据整合，快速识别城市公共安全风险点；③国信宏数承接的国家发改委互联网大数据分析系统项目初验交付。</p>	<p>①对人脸/车型识别和有害信息检测进行研发；②研发网络化/智能化的视频侦查平台；③研发电子鹰无人机雷达侦测系统；④对法眼视频分析系统进行升级；⑤将武汉大千视频技术应用到母公司产品中。</p>
2017	<p>①手机取证产品升级，<b>效率提升 2-9 倍</b>；②针对经侦，推出资金查控平台；③推出“企业信息风险管控平台”和“审查大师”帮助企业实现风险管控；④针对<b>税务及工商</b>，研发出“<b>税证宝</b>”和“<b>抽查宝</b>”。</p>	<p>①为政企客户提供互联网信息监测和风险预警服务；②升级“信使云服务平台”和“网络线索分析导图系统”，提升报送研判速度；③开发“互联网信息应急指挥系统”，在金砖会晤期间帮助政府部门管理舆情。</p>	<p>①推进人工智能/大数据/互联网搜索等技术融合；②完成厦门“城市公共安全平台”二期建设，并拓展至沈阳及其他省市；④大数据业务已拓展至市场监督管理、税务稽查、海关缉私等领域。</p>	<p>①利用 AI 技术升级出入境办证一体机；②研究出“驾驶证自助办证一体机”和“安保智能机器人”；③推出车载式无人机管控产品“电子鹰无人机预警指挥车”。</p>

来源：公司公告、国联证券研究所

**众多分支机构贴身服务客户，渠道优势尽显。**根据公司年报（2017A），目前公司在全国的办事处有 24 个，同时成立了 8 支专业化的技术服务团队，并利用电话/论坛/微信群和美亚通等移动互联网技术为全国客户提供全天候的技术支持服务。相比之下，公司国内的竞争对手上海盘石在全国有 4 个分公司和 6 个办事处（数据来源于官网），竞争对手瑞源文德在全国有 6 个分支机构（数据来源于官网）。公司的众多办事处形成了辐射全国的服务网络，其数量之多远超竞争对手，其服务的及时性与深入程度也相对较好。

图表 22：美亚柏科全国办事处分布表



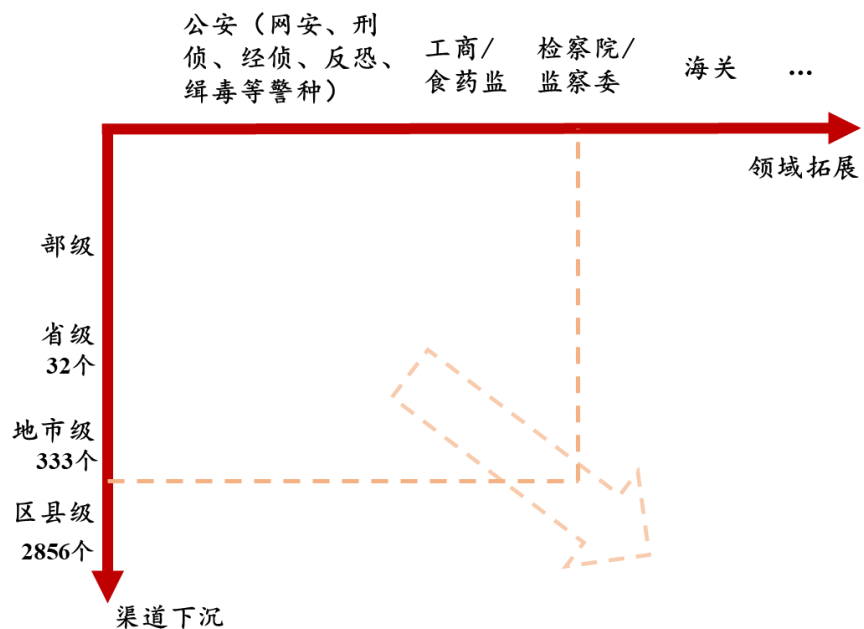
来源：公司官网、国联证券研究所

### 2.3. 纵横发展打开电子取证向上空间

公司在电子取证方面的发展采取纵向和横向发展的策略。在纵向方面，公司的取证产品逐渐从部级单位客户向省级、市级、区县级等单位客户渗透，主要的渠道下沉方式有两种：一种是帮助省/市/区县级客户建立相应的电子取证实验室；另一种是直接面向客户销售相关的电子取证设备。

在横向方面，公司不断拓展取证产品的销售市场。电子取证产品由公安警种的网安警种逐步拓展到刑侦、经侦、反恐、缉毒等其他警种，同时立足于公安将市场延展到了监察委、工商、食药监、海关、税务、军队、证监等各级司法机关和行政执法部门及企事业单位。

图表 23：公司电子数据取证业务发展路径



来源：国联证券研究所

公司未来几年在刑侦领域有望实现电子数据取证产品的放量。公司以往的电子数据取证产品大部分销售给网安警种，目前网安的渠道下沉程度较高，对于产品的需求主要来源于设备的更换升级。相对于网安警种来说，刑侦警种的信息化程度不高但业务量在公安警种中却排在前列。根据 2017 年 4 月发布的《公安科技创新“十三五”专项规划》（指出要促进技术与装备应用的智能化、数据化、网络化、集成化、移动化），同时，公安部结合“十三五规划”在 2017 年完成了电子物证实验室的标准制定，并将在未来三年完成全国省、市、区县三级实验室的建设规划，公司在刑侦领域的电子数据取证业务有望实现放量。根据我们草根调研，目前北京、天津、广东等省市正在启动刑侦物证取证实验室的建设，并且公司的刑侦行业市场拓展团队也在逐省逐市结合客户需求进行沟通，希望在行业启动规模性建设时获得商机。

此外，公司的电子数据取证业务在经侦、税务、国际市场等领域也有着不错的拓展前景：在经侦方面，近期互联网金融诈骗案件频发，公司结合江苏税软子公司研发推出新的经侦取证平台系列产品，同时经侦也在搜集电子物证实验室的建设标准；在税务方面，国家税务总局于2017年2月发布《2017年税务稽查重点工作安排》，要求引入工具、软件提升税务稽查信息化建设的的能力；在国际市场方面，公司专门成立西安研发中心负责海外取证产品的研发。

**图表 24：公司电子数据取证业务的横向拓展机遇**

领域	事件	市场拓展
刑侦	《公安科技创新“十三五”专项规划》	指出要促进技术与装备应用的智能化、数据化、网络化、集成化、移动化。在全国范围内，刑侦领域的电子物证实验室有望大规模建设，按照省级 32 个（每个 500 万元）、市级 333 个（每个 200 万元）、区县级 2856 个（每个 50 万元）的建设标准，粗略测算总体规模约为 23 亿元。
经侦	互联网金融诈骗频发	公司结合江苏税软子公司，在财务会计资金分析，研发推出新的经侦取证平台系列； 经侦在搜集电子物证实验室的建设标准。
税务	《2017 年税务稽查重点工作安排》	按照税务总局统一的技术标准和业务标准，积极研发推广应用选案分析、电子查帐、 <b>电子取证</b> 、移动办公、办案指挥协调等稽查外挂软件，不断提高稽查信息化应用水平； 公司结合江苏税软子公司推出税证宝取证产品，17 年实现销售约 2000 万。
国际市场	成立西安研发团队(60 多人)，加强海外取证产品研发能力。	截至 2018 年 8 月，公司共举办外警培训班 50 余期，接待了来自一带一路沿线国家中 20 多个国家的近千名培训学员； 2018 年 8 月，美亚柏科产品中标俄罗斯政府项目。

来源：公司公告、网络资料、国联证券研究所

### 3. 大数据平台景气度提高促进业务放量

#### 3.1. 政策加码促进公安大数据建设提速

公司的大数据平台业务主要包括了公安大数据和城市公共安全平台业务，其中公安大数据业务占营收比例较高。随着国内逐渐步入数字化时代，大数据产业巨大的发展潜力在行业内赢得共识，同时政府为了推动大数据产业的发展，于2017年1月发布了《大数据产业发展规划（2016-2020年）》，并于2017年12月组织中共中央政治局对大数据战略实施进行第二次集体学习，可见大数据发展战略已经上升为国家战略。

在国家大数据战略推动下，公安大数据建设提速。2017年6月，公安部召开公安信息发展工作会议，提出各级公安机关要以大数据建设为应用重点，争取到2020年建立一网联动的大系统。2018年1月，公安部召开全国公安厅局长会议，提出跨警种大数据建设。



图表 25：公安大数据建设相关政策及重大事件一览

时间	事件	详情
2017.01	大数据产业发展规划 (2016-2020 年)	加实施国家大数据战略，推动大数据产业健康快速发展。
2017.04	公安科技创新“十三五” 专项规划	指出要促进技术与装备应用的智能化、数据化、网络化、集成化、移动化；提升公安工作职能感知、立体防控、快速处置与精准服务能力。
2017.06	全国公安科技信息化工 作会议	公安部党委书记郭声琨强调，各级公安机关要以大数据建设和应用为重点，紧密结合“四项建设”任务，不断推动公安科技信息化建设提档升级。
2017.12	中共中央政治局就实施 国家大数据战略进行第 二次集体学习	推动实施国家大数据战略，加快完善数字基础设施，推进数据资源整合和开放共享，保障数据安全，加快建设数字中国。
2018.1	全国公安厅局长会议在 京召开； 成立全国公安大数据工 作领导小组	公安部部长赵克志表示，要坚持集约化建设原则，坚持融合式发展思路，打破部门警种壁垒，打通交换共享渠道，集聚优质资源，推进开放共享，努力实现数据规模效益和价值最大化，努力为基层一线实战应用提供更多更高质量的数据信息服务和支撑

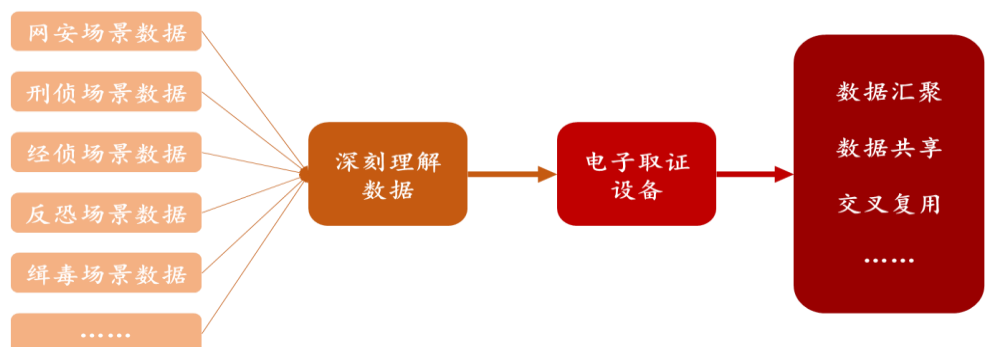
来源：公司公告、网络资料、国联证券研究所

### 3.2. 厚积薄发，公司有望掘金公安大数据

在建设公安数据平台的过程中，由于公司深入理解各警种数据并为其提供相应的电子数据取证设备，故在后端数据应用、数据共享等方面显得得心应手，以此形成了“数据理解→数据获取→数据应用/共享”的产业链布局。

目前公司的公安大数据业务主要分为网安警种的大数据业务和多警种联合的大数据共享平台建设。在网安警种的大数据业务方面，公司具有资质壁垒，目前国内能够为网安警种提供大数据平台业务的牌照仅有 4 张。在多警种联合的大数据共享业务方面，公司前期对于各警种数据的深刻理解将有助于公司获得比较优势，分享公安大数据行业的成长红利。

图表 26：公司公安大数据平台的业务链展示



来源：国联证券研究所

公司的大数据平台业务在 2014-2016 年之间进入了 5 个省，20 多个地市，2017 年新进 5 个省，2018 年通过上半年的推广，在 3 个省的某些地市有新订单落地。公司大数据产品及平台得到客户认可，业务也由区域性逐渐拓展到全国的主要省份，同时为了适应大数据业务的快速增长，公司 2018 年上半年大数据信息化研发团队年增加 100 多人，同比增长 190%。

#### 4. 盈利预测与估值

##### ➤ 盈利预测

假设：①取证业务在横向拓展新市场纵向渠道下沉的策略下，稳步拓展；②大数据业务受益公安大数据景气度提升且基数较低，业务增长较快；③其他业务稳定增长。

图表 27：公司各业务盈利预测

百万元	2016 A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>电子数据取证产品</b>	<b>579.08</b>	<b>729.90</b>	<b>751.80</b>	<b>917.19</b>	<b>1100.63</b>
yoy	1.2%	26.0%	3.0%	22.0%	20%
毛利率	64.86%	58.5%	58.2%	58.1%	58%
<b>大数据信息化平台</b>	<b>158.88</b>	<b>247.13</b>	<b>444.83</b>	<b>667.25</b>	<b>947.50</b>
yoy	243.0%	55.5%	80.0%	50.0%	42%
毛利率	78.79%	74.63%	70.00%	69.00%	68%
<b>电子数据鉴定及互联网知识产权保护服务</b>	<b>91.70</b>	<b>123.34</b>	<b>141.84</b>	<b>160.28</b>	<b>179.51</b>
yoy		34.5%	15.0%	13.0%	12%
毛利率	73.64%	65.12%	65.0%	65.0%	65%
<b>网络信息安全产品</b>	<b>33.84</b>	<b>85.35</b>	<b>72.55</b>	<b>79.80</b>	<b>86.19</b>
yoy		152.2%	-15.0%	10.0%	8%
毛利率	76.18%	84.19%	76.00%	76.00%	76%
<b>视频分析及专项执法装备</b>	<b>127.91</b>	<b>148.11</b>	<b>207.35</b>	<b>279.93</b>	<b>363.91</b>
yoy	82.9%	15.8%	40.0%	35.0%	30%
毛利率	45.55%	62.6%	55.0%	54.0%	53%
<b>工程业务及其他产品</b>	<b>6.11</b>	<b>2.34</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>	<b>6</b>
毛利率	0.63%	31.27%	20.00%	20.00%	20%
<b>其他业务</b>	<b>0.39</b>	<b>0.46</b>	<b>0.40</b>	<b>0.40</b>	<b>0.4</b>
毛利率	40.02%	40.0%	40.0%	40.0%	40%
<b>总计</b>	<b>997.9</b>	<b>1,336.63</b>	<b>1,624.8</b>	<b>2,110.9</b>	<b>2,684.1</b>
yoy	30.8%	33.94%	21.6%	29.9%	27.2%
毛利率	65.4%	64.16%	62.3%	62.1%	61.8%

来源：wind、国联证券研究所

基于以上预测，我们预计公司 2018-2020 年公司营收分别为 16.24、21.10、26.84 亿元，同比增长分别为 21.6%、29.9%、27.2%；分别实现归母净利润 3.03、3.99、5.13 亿元，同比增长分别为 11.62%、31.46%、28.62%。

### ➤ 可比估值

我们选取了中新赛克、北信源、卫士通、任子行、天源迪科和太极股份为可比公司进行估值对比。美亚柏科 2018-2020 年 EPS 分别为 0.38、0.50、0.65 元，对应 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 36.2、27.55、21.44 倍。我们认为公司是电子数据取证的龙头企业，且大数据平台业务处于快速增长中，理应享受估值溢价，维持“推荐”评级。

图表 28：可比公司估值表（2018 年 11 月 1 日股价）

证券代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002912	中新赛克	80.90	86.34	1.82	2.6	3.6	44.45	31.12	22.47
300352	北信源	3.24	46.97	0.09	0.12	0.15	36.00	27.00	21.60
002268	卫士通	17.96	150.57	0.23	0.4	0.57	78.09	44.90	31.51
300311	任子行	6	40.80	0.27	0.34	0.41	22.22	17.65	14.63
300047	天源迪科	12.66	50.52	0.56	0.74	0.97	22.61	17.11	13.05
002368	太极股份	27.76	115.27	0.9	1.17	1.52	30.84	23.73	18.26
<b>平均</b>							<b>39.04</b>	<b>26.92</b>	<b>20.25</b>
300188	美亚柏科	13.83	109.93	0.38	0.50	0.65	36.20	27.55	21.44

来源：wind、国联证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 电子数据取证市场低于预期；
- 2) 大数据政策落地低于预期。

**图表 29：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	855.05	921.40	1137.34	1477.60	1878.89	营业收入	997.91	1336.64	1624.77	2110.85	2684.13
应收账款+票据	306.34	387.01	448.47	629.20	732.38	营业成本	345.35	478.82	613.11	800.21	1025.05
预付账款	26.79	36.85	44.63	61.71	74.51	营业税金及附加	14.51	15.81	19.22	24.97	31.76
存货	288.24	353.86	569.62	635.68	908.29	营业费用	143.21	197.74	245.34	314.52	394.57
其他	1.62	18.92	18.92	18.92	18.92	管理费用	321.12	369.92	467.93	603.70	762.29
<b>流动资产合计</b>	<b>1478.04</b>	<b>1718.04</b>	<b>2218.99</b>	<b>2823.11</b>	<b>3613.00</b>	财务费用	-6.56	-12.19	-19.11	-22.26	-25.94
长期股权投资	6.23	8.79	8.79	8.79	8.79	资产减值损失	36.54	61.11	50.00	45.00	40.00
固定资产	263.11	273.14	182.28	96.42	15.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	3.35	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-6.21	-2.69	0.00	0.00	0.00
无形资产	42.31	48.16	56.15	52.94	49.73	其他	0.00	72.45	85.00	97.00	115.00
其他非流动资产	672.53	857.71	845.10	843.70	842.30	<b>营业利润</b>	<b>137.54</b>	<b>295.19</b>	<b>333.28</b>	<b>441.71</b>	<b>571.40</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>987.53</b>	<b>1187.79</b>	<b>1092.32</b>	<b>1001.85</b>	<b>916.39</b>	营业外净收益	64.02	1.65	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2465.57</b>	<b>2905.83</b>	<b>3311.31</b>	<b>3824.97</b>	<b>4529.39</b>	<b>利润总额</b>	<b>201.55</b>	<b>296.84</b>	<b>333.28</b>	<b>441.71</b>	<b>571.40</b>
短期借款	0.00	0.00	60.22	98.60	212.75	所得税	22.81	34.53	39.99	53.00	68.57
应付账款+票据	100.60	150.78	187.40	253.98	311.42	<b>净利润</b>	<b>178.74</b>	<b>262.31</b>	<b>293.29</b>	<b>388.70</b>	<b>502.83</b>
其他	472.35	404.65	420.00	440.00	470.00	少数股东损益	-3.88	-9.41	-10.00	-10.00	-10.00
<b>流动负债合计</b>	<b>572.95</b>	<b>555.43</b>	<b>667.62</b>	<b>792.58</b>	<b>994.17</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>182.62</b>	<b>271.72</b>	<b>303.29</b>	<b>398.70</b>	<b>512.83</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	营业收入	30.76%	33.94%	21.56%	29.92%	27.16%
<b>负债合计</b>	<b>572.95</b>	<b>555.43</b>	<b>667.62</b>	<b>792.58</b>	<b>994.17</b>	EBIT	17.58%	45.45%	10.65%	33.51%	30.04%
少数股东权益	26.23	23.78	13.78	3.78	-6.22	EBITDA	17.41%	34.47%	7.65%	29.27%	27.10%
股本	496.34	497.03	794.89	794.89	794.89	归属于母公司净利润	16.20%	48.78%	11.62%	31.46%	28.62%
资本公积	746.51	793.32	495.46	495.46	495.46	<b>获利能力</b>					
留存收益	623.54	1036.27	1339.56	1738.26	2251.09	毛利率	65.39%	64.18%	62.27%	62.09%	61.81%
<b>股东权益合计</b>	<b>1892.62</b>	<b>2350.40</b>	<b>2643.69</b>	<b>3032.39</b>	<b>3535.22</b>	净利率	17.91%	19.62%	18.05%	18.41%	18.73%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2465.57</b>	<b>2905.83</b>	<b>3311.31</b>	<b>3824.97</b>	<b>4529.39</b>	ROE	9.78%	11.68%	11.53%	13.16%	14.48%
						ROIC	7.23%	15.26%	13.42%	15.29%	16.90%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债	23.24%	19.11%	20.16%	20.72%	21.95%
净利润	182.38	263.32	293.29	388.70	502.83	流动比率	2.58	3.09	3.32	3.56	3.63
折旧摊销	53.23	50.15	45.47	45.47	45.47	速动比率	2.07	2.42	2.44	2.74	2.70
财务费用	-4.34	-10.73	-19.11	-22.26	-25.94	<b>营运能力</b>					
存货减少	-44.85	-84.54	-215.76	-66.06	-272.60	应收账款周转率	3.79	3.93	4.13	3.77	4.11
营运资金变动	125.09	-93.16	-17.28	-111.22	-28.55	存货周转率	1.20	1.35	1.08	1.26	1.13
其它	32.92	75.62	50.00	45.00	40.00	总资产周转率	0.40	0.46	0.49	0.55	0.59
<b>经营活动现金流</b>	<b>344.42</b>	<b>200.66</b>	<b>136.61</b>	<b>279.62</b>	<b>261.21</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	65.35	78.99	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.34	0.38	0.50	0.65
长期投资	757.06	960.39	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.43	0.25	0.17	0.35	0.33
其他	321.34	873.47	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.35	2.93	3.31	3.81	4.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-501.08</b>	<b>-165.90</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	0.00	0.00	60.22	38.38	114.15	市盈率	60.20	40.46	36.25	27.57	21.44
股权融资	121.79	22.10	0.00	0.00	0.00	市净率	5.89	4.72	4.18	3.63	3.10
其他	-37.05	-25.01	19.11	22.26	25.94	EV/EBITDA	26.74	19.78	29.97	23.24	18.46
<b>筹资活动现金流</b>	<b>84.73</b>	<b>-2.91</b>	<b>79.34</b>	<b>60.63</b>	<b>140.09</b>	EV/EBIT	34.03	23.27	34.30	25.76	20.00
<b>现金净增加额</b>	<b>-71.58</b>	<b>31.25</b>	<b>215.94</b>	<b>340.26</b>	<b>401.30</b>						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810