



Research and
Development Center

美亚柏科：电子取证龙头打开新市场， 大数据对标 Palantir 业务前景广阔

— 美亚柏科（300188.SZ）深度报告

鲁立 行业分析师
S1500520030003
+86 13916253156
luli@cindasc.com

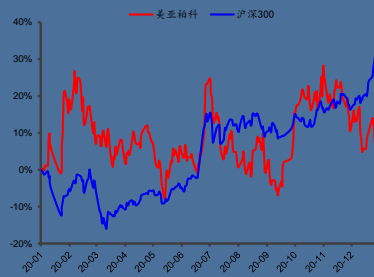
证券研究报告

公司研究

深度报告

美亚柏科(300188.SZ)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	21.73
52周内股价	17.53-25.94
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	-5.0262
总股本(亿股)	8.07
流通A股比例(%)	74.5
总市值(亿元)	175.28

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

美亚柏科：电子取证龙头打开新市场，大数据对标 Palantir 业务前景广阔

2021年01月11日

本期内容提要：

◆**公司网安业务全面升级。**随着数字经济持续快速发展，海量数据在工业生产、医疗活动、企业运营、交通运输等社会各领域不断产生、交互、使用并存储。事后取证的业务模式向数据互联互通时代事前和事中的取证需求发展。自2020年上半年，公司调整业务结构，从原有的产品与服务“4+4”整合为以大数据智能化、网络空间安全(含电子取证)为主，网络开源情报、智能装备为道的“2+2”主营业务模式。我们认为公司网安业务从传统的事后取证调查向事前预防、事中审查布局，利用零信任、机器学习等技术，大幅提升取证效率，线上线下结合全面升级，有望在行业新格局下保持龙头地位。

◆**三大因素驱动电子数据取证业务持续增长。**我们认为，未来驱动公司电子取证业务增长的三大因素分别为区县下沉市场需求广阔、非公安部门电子取证需求、物联网时代数据存储终端多样化。同时，结合中国政府采购网公司相关订单数据，我们测算2021-2023年我国电子取证市场空间有望超过100亿元，公司作为行业龙头将受益近年行业快速增长。

◆**行业大数据前景广阔。**在大数据方面，公司初期为公安部门提供电子取证服务，2015年开始布局大数据业务，并逐步将覆盖领域从公安拓展至税务、海关等领域。2020年发布“乾坤”大数据中台，实现敏捷开发、应用高效上线，有利于业务横向开拓。根据我们测算，未来三年公安大数据平台市场空间在400-477亿元左右。此外，北美大数据服务商Palantir成立于2003年，以反恐数据分析起步，目前业务覆盖36个领域，根据Palantir测算，其未来政府+商业端市场空间高达1200亿美元。我们认为，公司大数据业务可对标Palantir非公安政府端与商业端远期市场空间巨大。

◆**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们认为，公司是国内电子取证龙头，2021年业务全面升级，公安大数据市场空间广阔。我们预计公司2020-2022年EPB分别为0.45/0.56/0.71元，市盈率分别为48/38/30倍，与行业内可比公司相比估值偏低，处于自身历史估值中位。首次覆盖，我们给予公司“买入”的投资评级。

◆**风险提示：**1. 电子取证行业景气度下滑。2. 公安大数据业务建设不及预期。3. 行业领域拓展进展缓慢。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,601	2,067	2,637	3,440	4,484
增长率YoY %	19.7%	29.2%	27.5%	30.5%	30.4%
归属母公司净利润(百万元)	303	290	360	451	572
增长率YoY%	11.6%	-4.5%	24.1%	25.5%	26.9%
毛利率%	59.5%	55.7%	53.7%	53.1%	52.7%
净资产收益率ROE%	11.9%	9.8%	10.8%	12.0%	13.2%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.36	0.45	0.56	0.71
市盈率P/E(倍)	34.64	47.62	48.32	38.50	30.35
市净率P/B(倍)	4.12	4.66	5.23	4.61	4.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2020年01月08日收盘价

目录

与市场观点不同之处.....	5
一、电子数据取证行业进入新阶段，公司国内龙头地位稳固	6
1.1 公司取证产品完善，业务全面升级.....	7
1.2 转型国家队，股权激励彰显业绩增长信心.....	9
二、三大因素驱动传统电子取证业务增长	10
2.1 电子取证增长驱动力之：行业领域拓展.....	11
2.2 电子取证增长驱动力之：区域下沉.....	12
2.3 电子取证增长驱动力之：物联网.....	12
三、公司大数据取证业务前景广阔	14
3.1 公司公安大数据业务发展可期.....	14
3.2 对标 Palantir，远期空间巨大.....	17
四、盈利预测、估值与投资评级	19
盈利预测及假设.....	19
估值与投资评级.....	21
风险因素	22
1、电子取证行业景气度下滑.....	22
2、公安大数据业务建设不及预期.....	22
3、行业领域拓展进展缓慢.....	23

表目录

表 1：股权激励业绩考核条件.....	10
表 2：电子数据证据相关政策.....	10
表 3：公司 2020 年各地税务稽查项目中标（部分）.....	12
表 4：公司 2020 年取证业务部分区县订单.....	12
表 5：未来三年电子取证市场空间测算.....	14
表 6：公司大数据领域项目.....	16
表 7：未来三年公安大数据市场空间测算.....	17
表 8：公司与 Palantir 对比.....	18
表 9：公司分项目收入假设.....	19
表 10：公司分项目毛利率假设.....	20
表 11：公司费用率预测.....	20
表 12：可比公司估值对比.....	21

图表目录

图 1：中国电子取证发展历程.....	6
图 2：中国电子取证发展历程.....	6
图 3：中国电子取证市场规模及预测.....	7
图 4：2018 年中国电子数据市场份额.....	7
图 5：公司业务体系调整.....	7
图 6：公司收入及增速.....	8
图 7：公司归母净利润及增速.....	8
图 8：公司毛利率与净利率.....	8
图 9：公司三项费用.....	8
图 10：公司员工构成及人均毛利.....	9
图 11：公司研发投入.....	9
图 12：公司股权结构.....	9
图 13：中国移动互联网用户数.....	10
图 14：以税务稽查为主业子公司江苏税软订单数量.....	11
图 15：刑事案件裁判文书中含“电子数据”比例.....	11
图 16：中国物联网设备连接规模.....	13
图 17：物联网取证设备.....	13
图 18：公司汽车取证大师.....	13
图 19：公司物联取证大师.....	13
图 20：中国大数据主要政策.....	14
图 21：电子取证 3.0：大数据+取证.....	15
图 22：“互联网+群防群治”工作平台.....	15
图 23：取证设备与实验室取证综合管理系统对接示意.....	15
图 24：实验室取证综合管理系统平台.....	15

图 25: “乾坤”大数据平台	16
图 26: 基于“乾坤”开发的运维平台	16
图 27: Palantir 发展历程	17
图 28: Palantir 研发投入	18
图 29: 边际贡献率	18
图 30: Palantir 政府订单	21
图 31: PE band	22

与市场观点不同之处

1. 市场应重视电子取证新阶段带来的需求提升，信息安全全方位护航数字经济。电子取证在中国发展已有 40 余年，被认为已经进入成熟期，下游需求饱和，仅有存量客户更新换代以及区县下沉市场需求。我们认为，随着新一代信息技术发展，数据已经成为重要资源，信息安全从全方位护航数字经济，超越了传统网络安全的范畴。事后取证向事中事前发展，线上线下协同促使存量客户技术升级以及打开区县配套系统需求空间。公司电子取证业务在公安部门长期业务关系和产品口碑形成高壁垒，并逐步向工商、税务、海光等部门拓展。

三大因素驱动电子数据取证业务持续增长。我们认为，未来驱动公司电子取证业务增长的三大因素分别为区县下沉市场需求广阔、非公安部门电子取证需求、物联网时代数据存储终端多样化。同时，结合中国政府采购网公司相关订单数据，我们测算 2021-2023 年我国电子取证市场空间有望超过 100 亿元，公司作为行业龙头将受益近年行业快速增长。

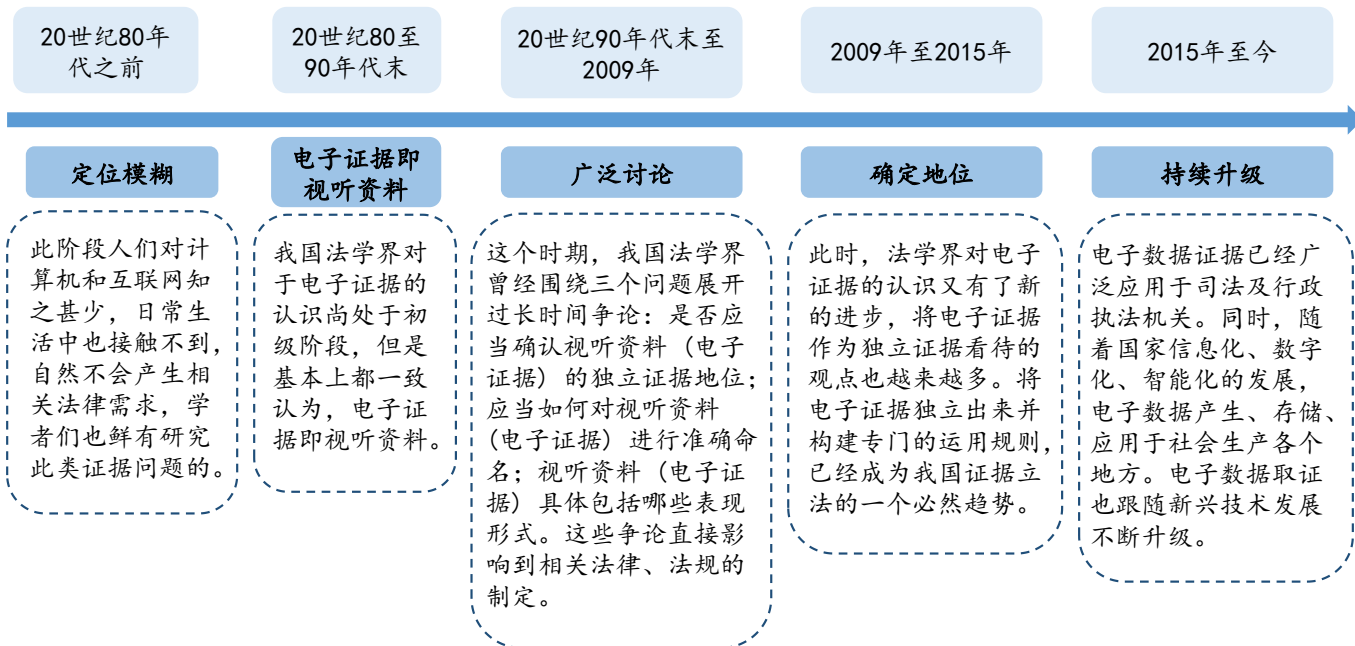
2. 市场应重视公安大数据平台建设完成，后续持续性收入。市场普遍看好公司公安大数据市场前景，我国公安大数据平台已进入落地建设期，根据中国政府采购网数据，今年以来省级公安厅大数据平台项目（一期）中标金额大约在 0.8-1.0 亿元左右，而地级市金额在 0.5-0.6 亿元左右，公安大数据项目一般建设周期在 2-3 年，除数据平台搭建外，后续数据治理、零信任防护等多种功能将不断上线，带来后续建设与服务收入。同时，区县单位亦需建设相关配套设施额。综合上述信息，预计未来三年我国公安大数据市场空间在 336~477 亿元区间。

3. 市场应重视公司大数据业务远期发展前景。公司大数据业务不仅限于公安部门，对比 2020 年 9 月于美国纽交所上市的 Palantir 公司，2003 年成立，初期主要以政府端客户为主，包括美国情报部门、执法机构等，商业端市场还未打开，2009 年摩根大通成为 Palantir 第一位商业客户。从 2013 年开始，商业客户的广度与深度不断提升。截止 2020H1，通过内生外延，Palantir 业务覆盖 36 个领域，其中包括 12 个政府部门和 24 个细分行业，据 Palantir 招股说明书，其每年潜在市场空间近 1200 亿美元。我们认为，公司大数据业务全面对标 Palantir，2020 年“乾坤”大数据技术平台发布后，有望助力公司沉淀可复用技术资产，推动大数据业务向多领域拓展，公司大数据平台也将成为各种前沿技术的实验平台，远期发展前景广阔。

一、电子数据取证行业进入新阶段，公司国内龙头地位稳固

随着互联网与移动互联网普及，以及云计算等新一代信息技术发展，电子数据证据在司法活动中重要性越来越大。我国电子取证行业发展近 40 年，经历了长时间的理论探讨与实践验证，2012 年 3 大诉讼法正式确立司法证据包含电子数据，目前电子取证已经广泛应用于司法与行政执法机构，且随着云计算、大数据、物联网的发展，正向着工商、税务、海关等其他政府部门渗透。

图 1：中国电子取证发展历程



资料来源：中国人民公安大学出版社、信达证券研发中心

从单机到网络再到大数据，电子数据取证技术持续升级。历经多年发展，我国电子取证技术已经形成完善体系，根据国家司法鉴定中心分类，依据电子数据证据的载体和来源，可划分为“基于单机和设备的电子数据证据”和“基于网络的电子数据证据”，不同类型电子数据需采用不同的鉴定技术。我们认为，未来针对网络，针对云计算、大数据、物联网的电子取证需求旺盛，相关技术将会不断升级。

图 2：中国电子取证发展历程

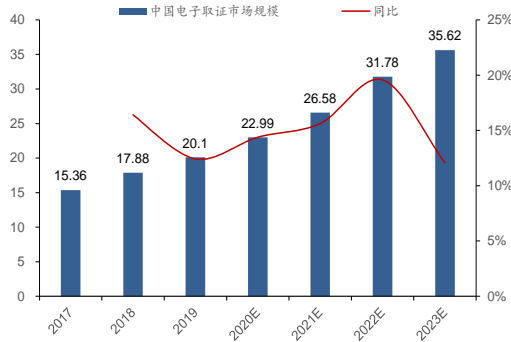


资料来源：美亚柏科官网、国家司法鉴定中心、信达证券研发中心

1.1 公司取证产品完善，业务全面升级

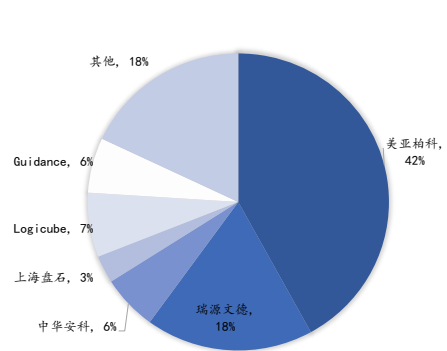
三因素驱动行业未来将持续快速发展，美亚柏科是国内龙头。全球来看，电子数据取证竞争格局分散，主要公司有 Guidance Software、AccessData、Logicube 等。根据中国产业信息网源引智研咨询数据，2023 年中国电子取证市场规模将达 35.6 亿元，2020-2023 年复合增速超过 15%。竞争格局方面，美亚柏科是国内龙头，占据近半数市场份额。我们认为，未来在区县下沉市场渗透、非公安领域需求提升、物联设备增加三大因素驱动下，我国电子数据取证有望加速增长。

图 3：中国电子取证市场规模及预测



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

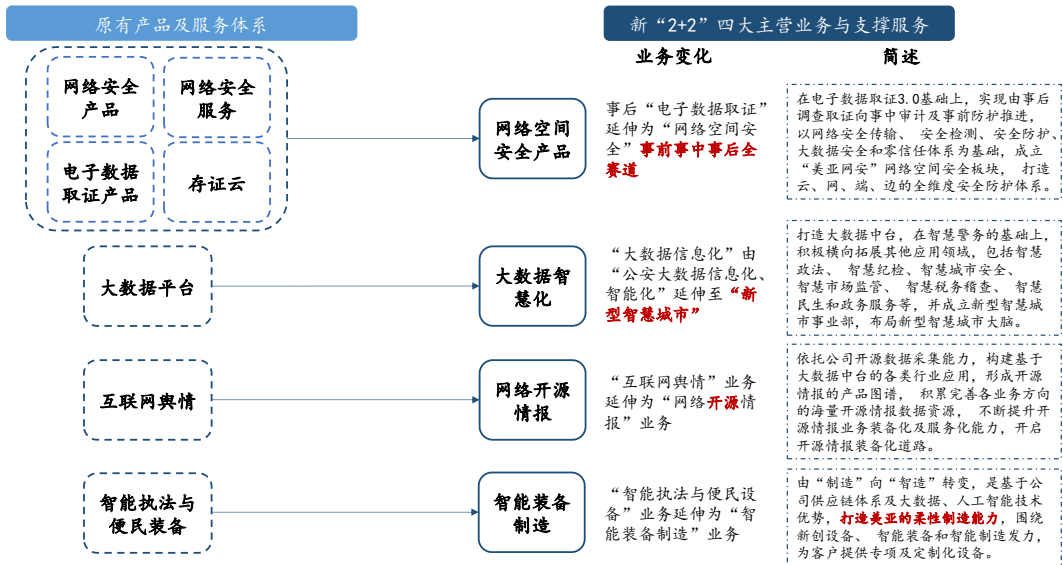
图 4：2018 年中国电子数据市场份额



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

发布全新“2+2”业务体系。公司 2020 年 8 月发布中期财报，将原有的“4+4”业务体系进行了整合，针对新时期安全防护面临的挑战，新业务体系以“网络空间安全产品”与“大数据智能化”为主，“网络开源情报”与智能装备制造为辅的全新“2+2”主营业务方向。主要变化在于：1. 以“零信任”技术为基，从事后调查取证向事中检测、事前预防拓展。2. 在公安市场基础上向政法、纪检、税务等领域横向拓展；3. 基于大数据中台，情报开源，拓宽情报数采集范围与处理能力；4. 优化供应链体系，提升柔性制造能力，提供定制化装备。我们认为，面对数据时代信息安全防护态势的变化，业务升级符合新兴技术趋势。

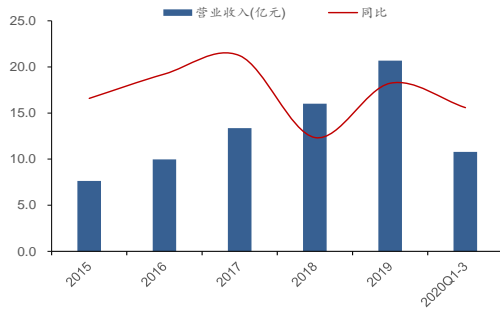
图 5：公司业务体系调整



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

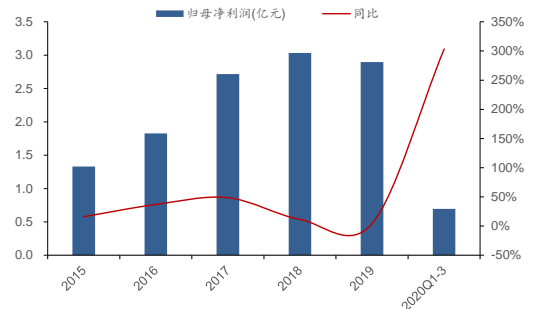
业绩稳步增长。公司主要服务公安部门、司法机关等政府部门，受益于信息技术发展，电子数据证据在司法体系中地位愈高，公司历年来业绩稳步提升。2019年公司实现收入与归母净利润分别为20.67亿元和2.9亿元，同比增长29.2%与4.5%。2020年三季度公司归母净利润大幅提升，主要是由于行业景气度提升。

图 6：公司收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：公司归母净利润及增速

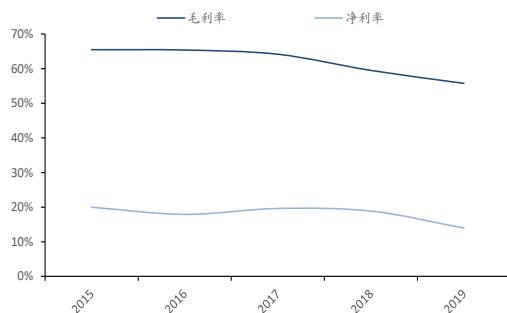


资料来源：Wind，信达证券研发中心

大数据业务发展初期毛利率承压。公司在2015年开始布局大数据业务，随着公司承接大数据业务能力的提升，公司已由原来提供大数据解决方案，逐渐发展为客户承接大数据智能化平台项目的建设，项目通用硬件比重增加，成本提高，导致毛利率下降。我们认为，随着平台建设完毕，后续增值服务占比提升，大数据业务毛利率有望上升。

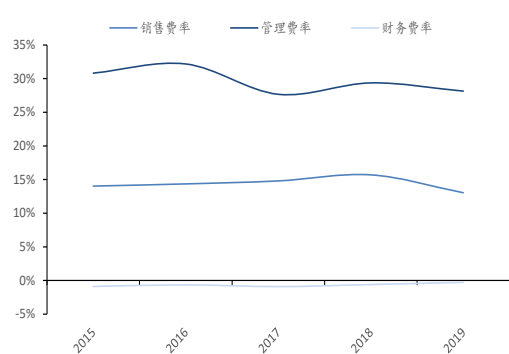
销售费率基本稳定，管理费率呈下降趋势。费用方面，公司持续加强全面预算管理，合理进行资源优化配置，并开展“瘦身健体，提质增效”等管理活动，管理费率呈下降趋势。

图 8：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：公司三项费用

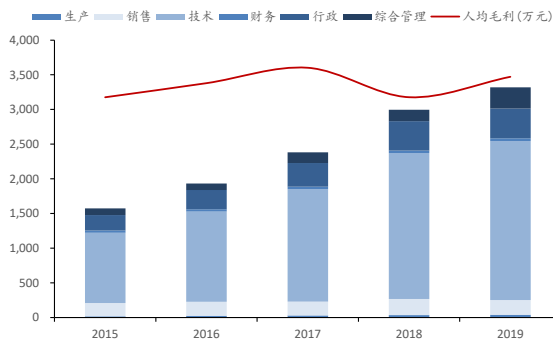


资料来源：Wind，信达证券研发中心

持续投入研发，人均毛利回升。公司是知识/技术密集型产业，创新能力是公司保持长久活力的源泉。公司高度重视技术创新及产品研发，近几年每年研发投入均占当年度总收入的15%以上，研发技术人员占公司总人数约70%。为了更专注地进行技术创新研究，公司设立技术管理委员会，下设技术创新中心，围绕着智能取证、大数据、人工智能等技术方向不断探索和研究。2018年公司加大了大数据业务方面投入，研发人员同比增长近30%（同

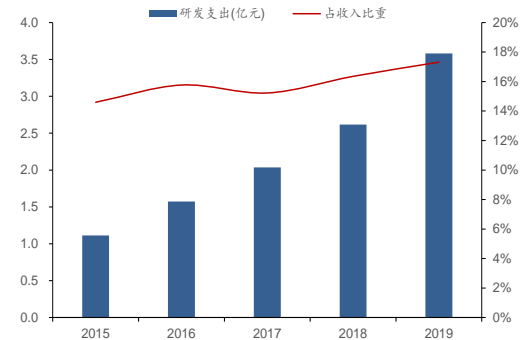
期非研发人员增长 17.5%)，导致人均毛利下滑，2019 年已显著回升。我们认为，公司注重产品化研发，未来技术复用度有望提升，带动人均毛利稳步提升。

图 10：公司员工构成及人均毛利



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：公司研发投入

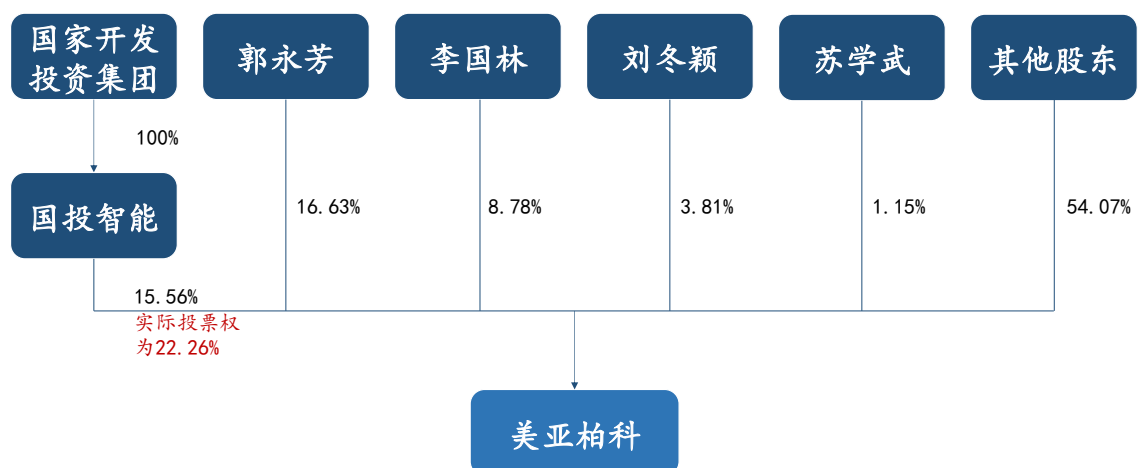


资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 转型国家队，股权激励彰显业绩增长信心

2019 年国投智能战略入股公司，直接持有公司 15.60%（后因股权激励稀释至 15.56%）股权，并因股东李国林和刘冬颖将其部分表决权授权给国投智能行使，国投智能在公司拥有表决权的股权比例合计为 22.26%，自此公司控股股东变为国投智能，实控人为国务院国资委。国投智能旗下除公司外，还有国智云鼎（企业云服务）、塔普翊海（VR/AR）、中电数据（健康医疗大数据）等数字经济领域战略投资，并联合中国联通、中国电信、万国数据开展新一代数据中心建设。目前，国投智能整合技术与人才资源，已经为包括其股东国家开发投资集团在内的多家大型企业集团提供综合信息化服务，其中公司主要负责网络安全相关。

图 12：公司股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

国投智能是国投在互联网和大数据产业的战略投资平台，而美亚柏科是我国电子取证、公安大数据行业龙头，通过双方的并购整合，推进国有资本与民营资本共同发展的混合所有制经济，推动“国民共进”的良好治理和发展氛围，既保证企业创新活力，又提升企业的规范化管理，营造有利于企业发展的文化。2019年3月，公司发布股权激励计划，涉及1,280名激励对象（占18年底总员工数42.7%），占公司总股本2.08%，其中第一期目标已完成。

表 1：股权激励业绩考核条件

行权条件/解除限售安排	业绩考核指标条件	利润目标	是否达成
第一个行权期 第一个解除限售期	以2018年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于20%	2.72亿元	已达成
第二个行权期 第二个解除限售期	以2018年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于40%	3.27亿元	-
第三个行权期 第三个解除限售期	以2018年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于60%	3.92亿元	-

资料来源：Wind、信达证券研发中心

注：以上“净利润”、“净利润增长率”指经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，且不考虑本次及其他激励计划股份支付费用对净利润的影响。

二、三大因素驱动传统电子取证业务增长

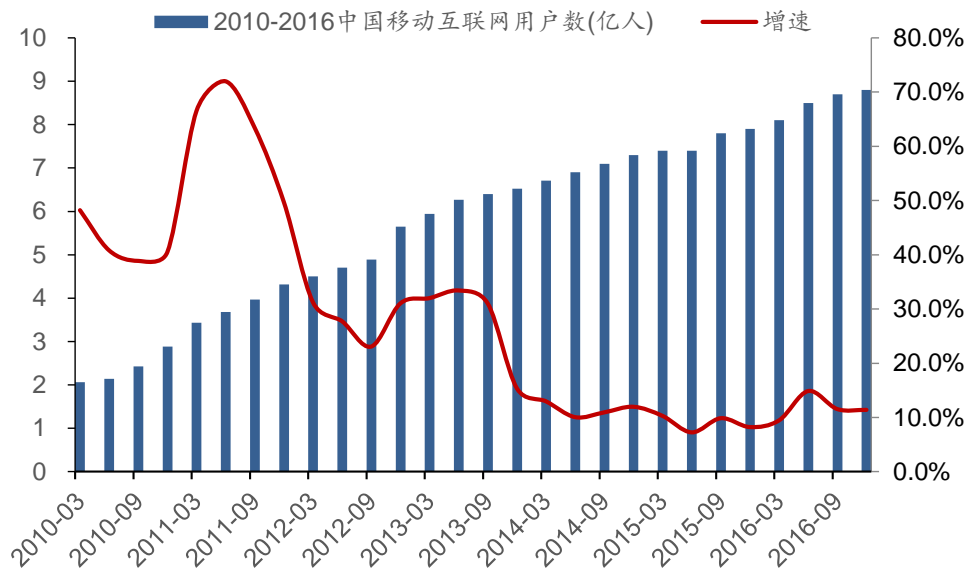
电子证据在司法体系中重要性提升。2012-2014年，正值我国移动互联网高速发展时期，我国刑事、民事、行政三大诉讼法陆续发布修正案，其中包括将电子数据视为法庭有效证据，自此电子证据成为我国法律有效的证据形式。此后，最高人民法院、检察院、公安部、工商局等部委接连发布针对电子数据的政策文件，使得我国司法体系适应新技术趋势。我们认为，随着“云大物移智”等新技术不断发展，相关政策法规有望继续出台，强化电子证据在司法体系中的应用。

表 2：电子数据证据相关政策

时间	部门	政策
2010年	最高人民法院、最高人民检察院、公安部国家安全部和司法部	《关于办理死刑案件审查判断证据若干问题的规定》
2011年12月	国家工商行政管理总局	《关于工商行政管理机关电子数据证据取证工作的指导意见》
2014年5月	最高人民法院、最高人民检察院、公安部	《关于办理网络犯罪案件适用刑事诉讼程序若干问题的意见》
2016年9月	法院、最高人民检察院、公安部	《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》

资料来源：信达证券研发中心

图 13：中国移动互联网用户数

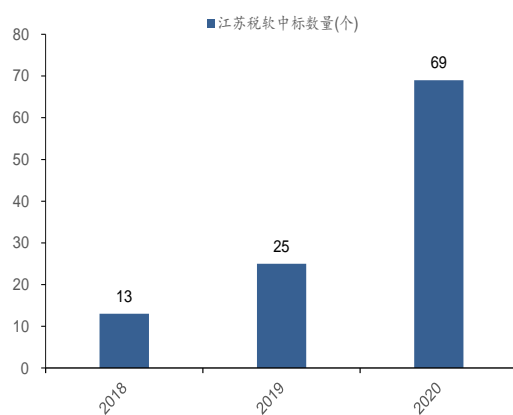


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.1 电子取证增长驱动力之：行业领域拓展

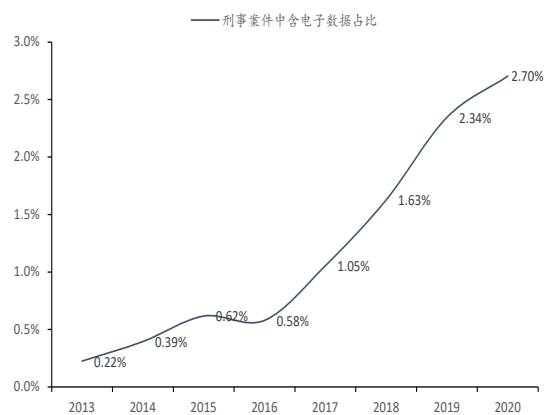
刑侦对电子取证需求有刚性，税务、海关等领域成为新增长点。新技术发展使得电子数据存在于社会活动各个角落，电子取证需求市场也从单一的执法部门向税务、工商、海关等其他政府部门拓展。根据中国裁判文书网数据，刑事案件裁判文书中有采用电子数据作为司法证据的比例快速提升，但2020年截止12月21日，该比例仅2.7%，在我国网络犯罪案件数量不断提升的趋势下，刑侦市场电子数据取证需求旺盛。同时，其他领域方面，以税务为例，根据中国政府采购网数据，美亚柏科子公司江苏税软（以税务稽查为主业）2020年订单数量实现翻倍式增长，行业呈现高景气度。

图 14: 以税务稽查为主业子公司江苏税软订单数量



资料来源: 中国政府采购网, 信达证券研发中心

图 15: 刑事案件裁判文书中含“电子数据”比例



资料来源: 中国裁判文书网, 信达证券研发中心

订单金额方面，以税务稽查为例，根据中国政府采购网数据，公司 2020 年中标国家税务总局在多个省市分局税务稽查相关项目，订单金额受项目具体内容与规模影响，数额不等，最高超过 660 万元。

表 3：公司 2020 年各地税务稽查项目中标（部分）

采购项目	地区	中标日期	中标金额
国家税务总局安徽省税务局稽查指挥管理信息化采购项目	安徽	2020/9/3	429.1
国家税务总局山东省税务局稽查视频指挥系统建设项目	山东	2020/7/22	357.7
国家税务总局重庆市税务局稽查局稽查指挥管理应用系统建设	重庆	2020/7/17	665.3
国家税务总局河南省税务局稽查视频指挥系统“省级级联平台”搭建项目	河南	2020/10/10	270.2
国家税务总局云南省税务局稽查视频指挥系统建设项目	云南	2020/5/18	516.6

资料来源：中国政府采购网、信达证券研发中心

注：数据为中国政府采购网摘取，由于并非所有项目均在该网站公布，故表格中项目不是公司 2020 年税务稽查方面全部订单。

2.2 电子取证增长驱动力之：区域下沉

“星火计划”靶向电子取证下沉市场。公司 2020 年围绕渠道下沉推出了“星火计划”，目标是覆盖 100% 区县，主要以直销或代销为主。通过中国政府采购网统计数据，公司电子取证业务已经覆盖全国各个地市/区县，其中区县相关项目中标金额受项目具体内容与规模影响，数额不等，最高接近 100 万元。

表 4：公司 2020 年取证业务部分区县订单

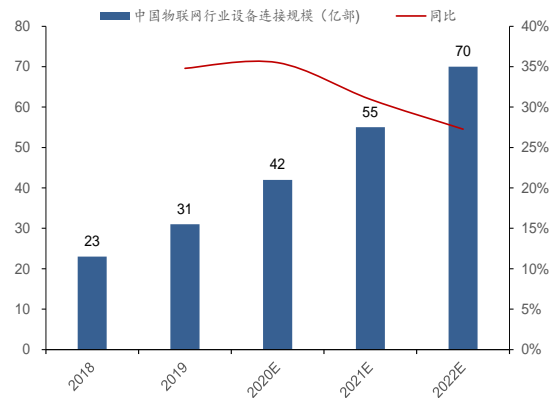
采购项目	地市/县城	中标日期	中标金额万元
上蔡县公安局 2020 年公安局业务装备采购项目	上蔡县	2020/11/25	57.0
罗田县公安局电子数据取证设备采购项目	罗田县	2020/9/24	64.9
连江县公安局公安业务装备采购货物类采购项目	连江县	2020/7/31	94.2
武平县公安局技术侦察取证设备货物类采购项目	武平县	2020/6/5	77.3
阳西县公安局技术侦察取证设备采购项目	阳西县	2020/5/29	64.6
陇西县公安局采购网侦技术装备及手段建设系统	陇西县	2020/5/7	40.6

资料来源：中国政府采购网、信达证券研发中心

注：数据为中国政府采购网摘取，由于并非所有项目均在该网站公布，故表格中项目不是公司 2020 年电子取证区县全部订单。

2.3 电子取证增长驱动力之：物联网

万物互联时代，数据存储位置多样化。随着 4G 蜂窝技术的普及，我国物联网产业发展迅速，根据智研咨询预计，2022 年中国物联网终端数量将达 70 亿部，超过中国手机保有量的四倍。未来在 5G 技术的发展下，汽车、智能家居、无人机、可穿戴设备、工业设备等智能终端将承载更多社会活动相关数据。

图 16：中国物联网设备连接规模


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 17：物联网取证设备


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

公司物联取证大师满足多类设备取证需求。公司是国内电子取证龙头，细分领域市场份额超过 40%，电子取证产品完备。针对新一代物联网终端，公司已推出汽车取证大师、物联取证大师等产品，其中取证大师是一款便携的物联网智能终端取证设备，支持近 30 款主流路由器、大疆、零度以及 FreeFlight 三大无人机品牌、安卓及苹果操作系统智能手表、智能电视盒子等多种类型智能设备取证分析。能够实现智能设备（包括 GOIP 设备）中相关信息的动态、静态提取，快速还原设备操作过程及物联空间人、物活动信息。我们认为，物联网时代，公司有望持续保持细分领域龙头地位，取证业务保持快速增长。

图 18：公司汽车取证大师


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

图 19：公司物联取证大师


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

三大因素驱动电子取证市场规模增长。我们认为，未来驱动我国电子取证市场规模持续快速增长主要有三大因素：物联网时代数据存储终端多样化、区县下沉市场需求广阔、非网安部门电子取证需求。电子取证相关设备更新迭代周期一般在 3-5 年左右，而前三年一般为景气上行期，故我们以三年为测算期限。其中，省级与地级市主要受行业领域拓展与物联网因素驱动，估计未来三年电子取证需求旺盛的细分 G 端领域为税务、海关、刑侦、监察委，根据中国政府采购网相关数据，每个领域省级/地市级单位投入在 400/100 万元左右，同时多类终端取证需求亦有望带来存量市场增长。区县方面主要受益于区域下沉，根据相关订单数据，假设未来三年区县总投入在 200 万元上下。综合三大因素，以及公安部门设备更新升级的持续需求，根据我们测算，2021-2023 年我国电子取证市场空间有望超过 100 亿元。

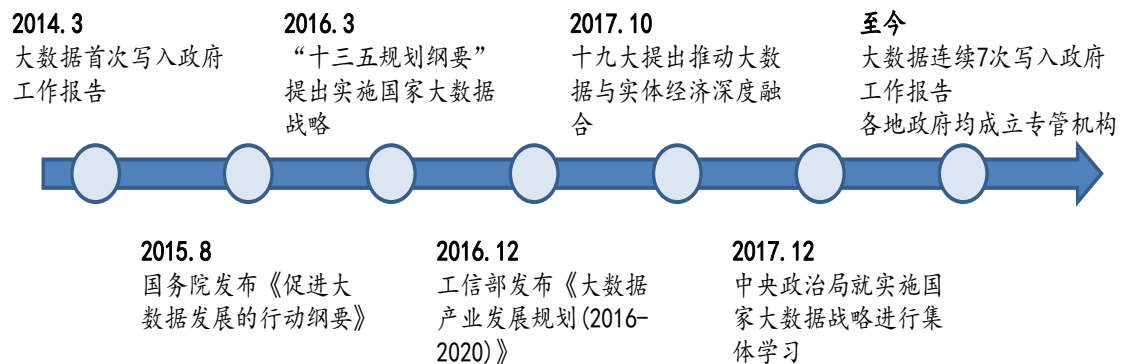
表 5：未来三年电子取证市场空间测算

行政区 级别	数 量	驱动因素	平均投入		合计	
			乐观(万元)	保守(万元)	乐观(亿元)	保守(亿元)
省级	34	更新换代	1000	800	3.4	2.72
		领域拓宽	1600	1400	5.44	4.76
		物联网	600	400	2.0	1.4
地级市	349	更新换代	600	400	21	14
		领域拓宽	400	350	14	12
		物联网	200	150	7	5
区县	2861	区域下沉	250	100	72	29
合计(亿元)					124	69

资料来源：中国政府采购网、信达证券研发中心

三、公司大数据取证业务前景广阔

大数据政策热度不断升级，是国家重要发展战略。从 2014 年大数据被首次写入政府工作报告开始，国家陆续出台相关政策文件，逐步确立国家大数据发展路径，并展开实际行动。2017 年 12 月，习近平总书记亲自主持中共中央政治局就实施国家大数据战略进行集体学习，提出五大要求：“一是推动大数据技术产业创新发展；二是构建以数据为关键要素的数字经济；三是运用大数据提升国家治理现代化水平；四是运用大数据促进保障和改善民生；五是切实保障国家数据安全性与完善数据产权保护制度”。

图 20：中国大数据主要政策


资料来源：中国信通院、信达证券研发中心

3.1 公司公安大数据业务发展可期

公安大数据平台。我国电子取证行业经过近 20 年发展，已经经历了硬盘取证、手机等移动终端取证时代，2018 年起，面向云计算、物联网的海量数据，可通过大数据、AI 等技术应用，提升取证速度，从海量数据分析中找到关键证据。公司在这一时期，提出取证 3.0：大数据+取证，推出祥云城市公共安全管理平台、存证云等新一代取证产品，业务拓宽至公安大数据蓝海市场。

图 21：电子取证 3.0：大数据+取证


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

图 22：“互联网+群防群治”工作平台


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

公司持续已有的“取证航母”、“取证魔方”、“取证塔”、“恢复大师”等传统产品，同时不断发布“取证金刚”、“智能终端取证设备”、“驾车宝”、“税证宝”、“警用机器人”等面向新智能设备的新型产品。2018年7月，公司推出了实验室取证综合管理系统，可将所有取证设备搜索到的数据进行汇总并综合管理，极大提高电子数据证据管理效率，同时也进一步为大数据平台提供数据整合方面的支持。

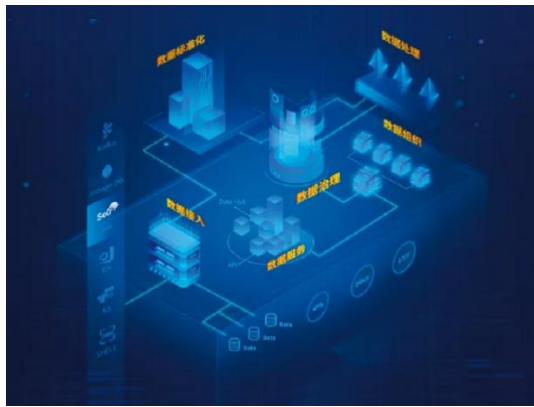
图 23：取证设备与实验室取证综合管理系统对接示意


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

图 24：实验室取证综合管理系统平台


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

重磅发布“乾坤”大数据智能化平台。2020年7月，公司召开新一期产品发布会，“乾坤”大数据智能化平台产品首次面向全球发布。“乾坤”大数据智能化平台产品是公司依据分层解耦、众创共享的设计理念，以“云计算”、“大数据”技术为基础，结合多年深耕行业的实践经验研发形成，包括1个数据中台产品（DaaS层），“乾坤”大数据治理平台，这也是整个大数据体系的核心产品、大数据基座；6个能力中台产品（SaaS层），为上层应用提供强大的支撑能力；2个大数据体系支撑产品，为客户提供一体化的运营运维能力；6个零信任安全产品，保证大数据应用的安全可信合规。我们认为，公司“乾坤”能够加快功能部署，提升经营效率与盈利水平的同时，亦将助力公司将大数据业务向其他领域拓展。

图 25：“乾坤”大数据平台


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

图 26：基于“乾坤”开发的运维平台


资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

“大数据+”领域逐步拓宽。除公安大数据外，公司通过内生外延方式，将大数据业务不断拓展至铁路、税务、市场监管、海关等领域，并已经取得突出成效。公司基于电子取证核心业务，15年起向公安大数据业务拓展，取得良好成效后，逐步向其他领域布局。**我们认为，公司基于自身核心业务，通过内生外延不断扩大经营范围。**

表 6：公司大数据领域项目

所属行业	公司	详细
大数据+铁路	子公司新德汇	新德汇协助厦门铁路公安整合了上亿条数据、部署及调试了一键搜产品、部署了指挥调度平台及装备，全力推进了具有铁路公安特色的基础信息化建设，提升了铁路工作整体水平。
大数据+税务	子公司江苏税软	美亚柏科携手全资子公司江苏税软运用大数据理念，强化数据挖掘与应用，为燕山国税“精准稽查”提供全面、可靠的数据支撑。同时配合北京市局基于大数据的“全市股权转让专项检查行动”，取得显著成果。
大数据+市场监管	子公司美亚商鼎	从总局到地方局，美亚商鼎已经为全国各地工商、食药监、质检部门建设了近 50 个市场秩序监管大数据平台，助力市场监管部门实现基于大数据分析的全方位精准执法、高效监管、科学决策。
大数据+企业调查	子公司美亚亿安	为帮助企业及时识别内部风险，有效挽回损失，迅速提高团队调查能力，大幅降低调查取证时间等。
大数据+质检	美亚柏科	美亚柏科携手国家质检总局发展研究中心、万诚信用助力“质量强国”战略，达成合作。各方将积极利用网络大数据开展商品质量评估、质量风险预警和质量抽查等方面的研究，推动产品和服务质量提升，推动质量监管方式的变革。
大数据+海关	美亚柏科	已完成全国各种类型的实验室的建设 1000 余个，其中，包括多地海关一二三级装备实验室的建设任务。海关大数据应用系统主要在于对大数据的处理和运算，实现海量数据内在逻辑关系的挖掘和分析，为建设“智慧缉私”提供基础支撑。

资料来源：美亚柏科官网，信达证券研发中心

公司大数据业务市场前景广阔。根据中国政府采购网数据，今年以来省级公安厅大数据平台项目（一期）中标金额大约在 0.8-1.0 亿元左右，而地级市金额在 0.5-0.6 亿元左右，公安大数据项目一般建设周期在 2-3 年，除数据平台搭建外，后续数据治理、零信任防护等多种功能将不断上线，带来后续建设收入。同时，区县单位亦需要建设相关配套设施额。综合上述信息预计未来三年我国公安大数据市场空间在 336~477 亿元区间。**我们认为，除公安领域外，税务、质检海关等政府端以及企业端客户市场空间广阔，看好其长期发展。**

表 7：未来三年公安大数据市场空间测算

行政区划级别	数量	平均投入_乐观(万元)	平均投入_保守(万元)	合计_乐观(亿元)	合计_保守(亿元)
省级	34	16000	12000	54.4	40.8
地级市	349	8000	6000	314	209
区县	2861	500	300	143	86
合计(亿元)				477	336

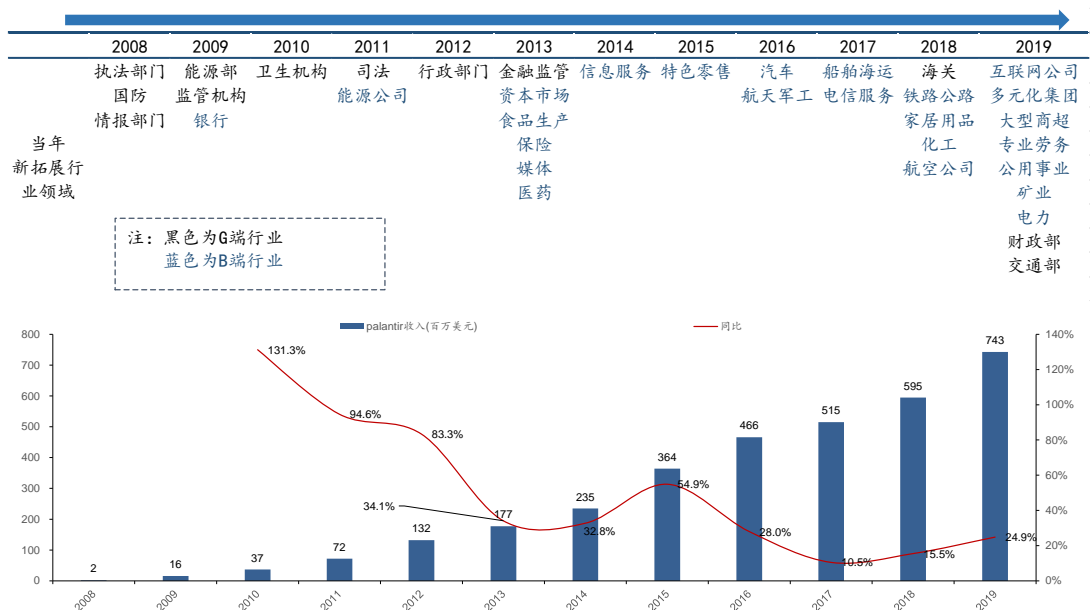
资料来源：中国政府采购网、信达证券研发中心

3.2 对标 Palantir，远期空间巨大

市场普遍认为美亚柏科对标应是传统电子取证厂商 Guidance Software，或者是网络安全防护提供商 Fireeye，我们认为，随着公司大数据业务快速发展，新业务可对标北美公共安全大数据龙头 Palantir。

Palantir 成立于 2003 年(实际运作在 2004 年)，主要通过数据分析帮助美国政府部门，如 CIA/FBI 等，从事反恐事务。2008 年将沉淀下来的业务经验标准化，发布了第一款 2G 端产品“Gotham”，目前已经广泛应用于美国以及其他盟国，利用各类数据分析帮助政府预防恐怖袭击和其他突发事件。2016 年，Palantir 发布第二款 2B 端产品“Foundry”，面向能源、交通、金融、健康等行业领先企业。

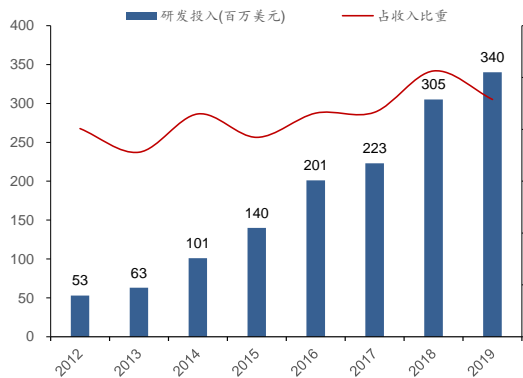
从 ToG 到 ToB，业务范围不断扩展。2008-2012 年，Palantir 发展初期主要以政府端客户为主，包括美国情报部门、执法机构等，商业端市场还未打开，2009 年摩根大通成为 Palantir 第一位商业客户。从 2013 年开始，商业客户的广度与深度不断提升。截止 2020H1，通过内生外延，Palantir 业务覆盖 36 个领域，其中包括 12 个政府部门和 24 个细分行业，拥有来自全球的 125 名客户。

图 27：Palantir 发展历程


资料来源：Palantir 招股书、信达证券研发中心

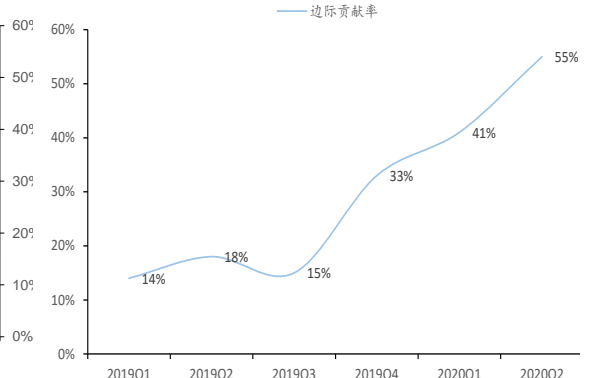
高度重视产品化研发，盈利能力快速提升。Palantir 历年来研发投入均占当年营业收入的 40%以上，主要用于产品化的研发。目前已经形成面向政府端与商业端的两大产品 Gotham 与 Foundry，同时 2019 年上线底层云交付平台 Apollo，实现敏捷开发，应用功能快捷上线等功能。2019 年公司每周产品功能可更新升级 2 万次，Apollo 上线后今年每周可更新 4.1 万次。长期的研发投入，在 2019 年下半年起开始逐渐显现成效，2019Q3-2020Q3，Palantir 边际贡献率（收入-成本-销售费用+股份支付）从 15%快速提升至 55%。我们认为，虽然目前 Palantir 仍处于亏损状态，但边际贡献率的大幅提升，未来利润有望快速释放。

图 28: Palantir 研发投入



资料来源: Palantir 招股书, 信达证券研发中心

图 29: 边际贡献率



资料来源: Palantir 招股书, 信达证券研发中心

Palantir 未来市场空间近 1200 亿美元，公司大数据业务有望看齐。根据 Palantir 招股说明书中测算，未来与 Palantir 业务相关的政府端+企业端市场空间可达 1190 亿美元。其中，Palantir 假设全球潜在大型企业客户为 6000 家，根据现有订单，假设平均每个企业订单额在 930 万美元左右，合计为 560 亿美元。而政府端则根据现有订单情况与政府支出情况，估测市场空间可达 630 亿美元，其中美国政府市场空间为 260 亿美元。我们认为，公司大数据业务有望向 Palantir 看齐，逐步向非公安政府部门、企业端不断拓展，市场空间巨大。同时“乾坤”大数据平台的发布表明公司亦不断向产品化方向投入研发，大数据业务盈利能力有望提升。

表 8: 公司与 Palantir 对比

	Palantir	美亚柏科_大数据业务
起步发展	反恐大数据	公安大数据
主要产品	政府端 Gotham、企业端 Foundry	存证云、祥云公共安全平台等，以及网络开源情报和风险控制预警等辅助业务。
技术平台	2019 年发布阿波罗 (apollo) 平台	2020 年全新发布“乾坤”大数据平台
主要客户	初期为执法部门、情报部门，经过 17 年发展目前覆盖 G+B 端 36 个领域。	主要以公安为主，税务、海关以及商业端等领域正积极开拓。
收入规模 (2019)	7.43 亿美元	7.66 亿人民币 (大数据业务)
收入增速 (2019)	24.7%	54.5%

毛利率
(2019) 67.36% 45.31%

总市值
(20201225) 483 亿美元 公司整体市值 167 亿人民币

资料来源: Palantir 财报、美亚柏科官网、Wind、信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

收入假设:

大数据智能化业务: 公司该项业务目前国内仅公安部门市场空间巨大。同时,公司全新业务结构中,大数据平台要向新型智慧城市拓宽,在除公安外的其他政府部门、企业端进行业务拓展,全面对标 Palantir,未来前景广阔。预计 2020-2022 年公司该项业务收入增速分别为 60%、50%和 45%。

网络空间安全业务: 公司该项业务整合了原有电子取证与网络安全业务,从事后取证调查向事前预防、事中监控方面布局,未来物联网、区域下沉、行业领域拓展三大因素驱动有望保持稳步增长。预计 2020-2022 年公司该项业务收入增速分别为 10%、15%和 15%。

其他(开源情报/智能装备/支撑服务): 受益于两大主要业务快速发展,公司辅助支撑性业务有望保持稳步增长。预计 2020-2022 年公司该项业务收入增速分别为 5%、10%和 10%。

综上所述,预计 2020-2022 年公司总收入增速分别为 27.6%、30.5%和 30.4%。

表 9: 公司分项目收入假设

收入预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
大数据智能化产品(亿元)	4.96	7.66	12.3	18.4	26.7
同比	100.8%	54.4%	60.0%	50.0%	45.0%
网络空间安全产品(含电子取证)(亿元)	8.3	9	9.9	11.4	13.1
同比	1.8%	8.4%	10.0%	15.0%	15.0%
其他(开源情报/智能装备/支撑服务)(亿元)	2.75	4.01	4.2	4.6	5.1
同比	0.0%	45.8%	5.0%	10.0%	10.0%
总收入(亿元)	16.01	20.67	26.4	34.4	44.8
同比	19.7%	29.1%	27.6%	30.5%	30.4%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率假设:

大数据智能化业务: 公司该项业务目前整处于为客户做系统集成建设期,硬件占比较高,建设完成后,未来随数据量提升,各类增值服务有望提升该项业务毛利率,预计 2020-2022 年公司该项业务毛利率分别为 45%、46%和 47%。

网络空间安全业务：公司该项业务相对成熟，预计 2020-2022 年公司该项业务毛利率维持在 60%左右。

其他(开源情报/智能装备/支撑服务)：预计 2020-2022 年公司该项业务毛利率维持在 64%左右。

综上所述，预计 2020-2022 年公司总收入增速分别为 53.7%、53.1%和 52.7%。

表 10：公司分项目毛利率假设

毛利预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
大数据智能化产品毛利率	55.1%	45.3%	45.0%	46.0%	47.0%
网络空间安全产品(含电子取证)毛利率	59.5%	60.9%	60.0%	60.0%	60.0%
其他(开源情报/智能装备/支撑服务)毛利率	67.3%	64.2%	64.0%	64.0%	64.0%
综合毛利率	59.5%	55.8%	53.7%	53.1%	52.7%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

费用率假设：

销售费率：公司是电子取证龙头，电子取证技术与产品壁垒高，同时目前各省级公安部门大数据平台招投标基本结束，未来销售费用稳步下降。预计 2020-2022 年公司销售费率分别为 13%、12%和 11%。

管理费率：我们认为，未来三年将是大数据平台建设期，预计 2020-2022 年公司管理费率维持在 13.5%左右。

研发费率：公司历来重视技术研发，未来在零信任、大数据智能化应用中需要大量研发投入。预计 2020-2022 年公司研发费率分别为 15%、16%和 17%。

表 11：公司费用率预测

费用预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费率	15.7%	13.0%	13.0%	12.0%	11.0%
管理费率	15.4%	14.0%	13.5%	13.5%	13.5%
研发费率	14.0%	14.2%	15.0%	16.0%	17.0%

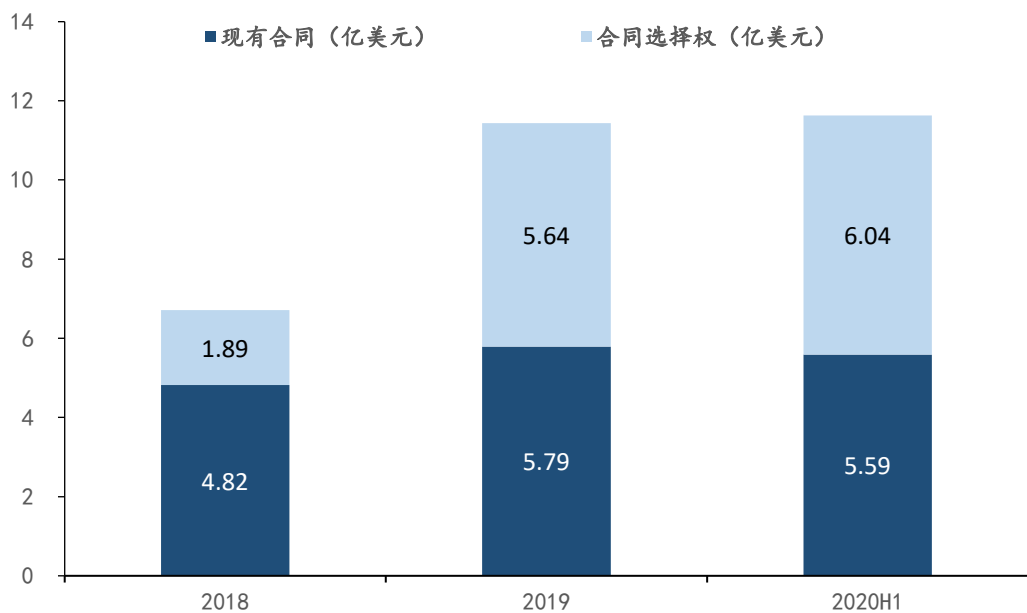
资料来源：Wind，信达证券研发中心

根据假设条件，我们预测公司 2020/2021/2022 年实现的营业收入分别为 26.37 亿元、34.4 亿元和 44.84 亿元，同比增长 27.5%、30.5%和 30.4%；实现的归属母公司净利润分别为 3.6 亿元、4.5 亿元和 5.7 亿元，同比增长 24.1%、25.5%和 26.9%。实现的 EPS 分别为 0.45 元、0.56 元及 0.71 元。

估值与投资评级

大数据智能化产品业务选用 P/S 估值, 市值约 160 亿元: 公司大数据业务全面对标 Palantir, 美国时间, 2020 年 9 月 30 日, palantir 在纽交所上市, 目前市值已超过 400 亿元。2020 年前三季度 Palantir 实现收入 7.7 亿美元, 同比增长 50.2%。根据其招股说明书, 截止 2020 年 H1, 在手政府订单达 11.6 亿美元, 同时有高达 26 亿美元的美国政府无限期合同 (IDIQ, 指美国政府可在 26 亿美元以内直接向公司下达订单), 充分证明公司技术能力得到客户认可, 亦表明未来业绩空间巨大。假设 Palantir 2019-2022 年收入复合增速仍保持在 50%, 则 2022 年收入规模为 25 亿美元, 基于谨慎性原则, Palantir 市值取其上市以来最低值 160 亿美元, 则其 PS 为 6.4 倍。我们认为, 公司长期服务执法部门, 公安大数据市场空间广阔, 同时税务、海关等非公安部门亦有望逐步开始建设大数据项目, 对标 Palantir, 给予公司大数据业务 6 倍 PS 合理性较高, 对应 2022 年该业务收入 26.7 亿元, 市值约 160 亿元。

图 30: Palantir 政府订单



资料来源: Palantir 招股说明书、信达证券研发中心

电子取证等传统业务选用 P/E 估值, 估算市值中枢约 96 亿元: 目前公司大数据业务模式仍处于平台搭建与系统建设阶段, 且行业竞争较为激烈。而电子取证等传统业务公司作为国内龙头技术优势显著, 因此我们认为大数据业务相关费用支出相对其他业务较高。根据我们的预测, 2022 年公司大数据业务毛利占比约为 53%, 但与之相关的销售、管理、研发费用或相对较多, 假设净利润占比仅为 40%, 则电子取证等传统业务 2022 年净利润占比为 60%, 约为 3.5 亿元。国内相关信息安全公司 2022 年 PE 平均值为 28.9。我们认为, 信息安全行业细分领域繁多, 各公司在其优势领域均为领军, 公司作为电子取证细分领域龙头, 其估值水平与可比公司平均估值相当较为合理。给予公司电子取证等传统业务 25-30 倍 PE, 对应 2022 年净利润, 市值在 88-105 亿元区间。

表 12: 可比公司估值对比

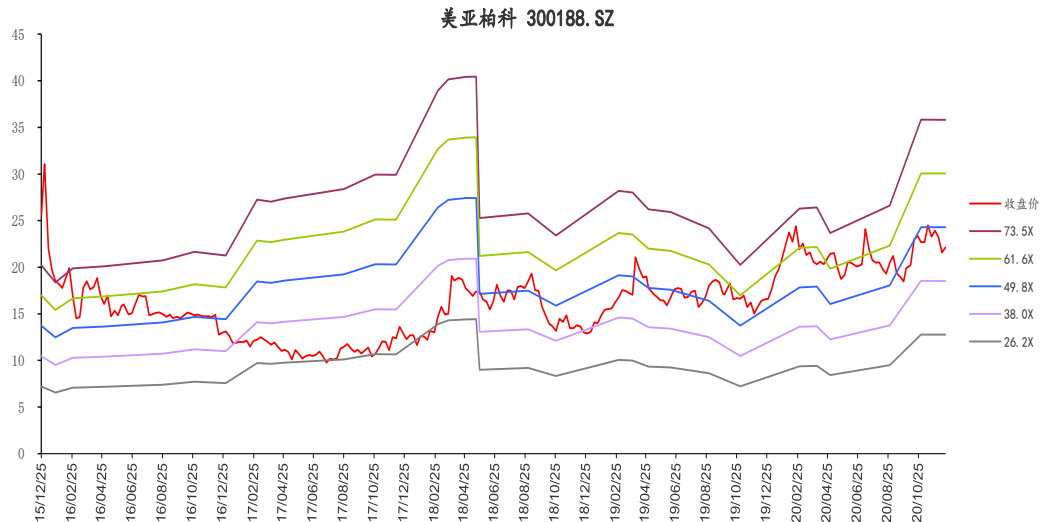
股票代码	公司名称	收盘价(元) 2021/01/06	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E

002439.SZ	启明星辰	29.80	278.2	0.91	1.16	1.48	32.9	25.7	20.2
300369.SZ	绿盟科技	14.97	119.5	0.39	0.53	0.69	38.4	28.5	21.8
002268.SZ	卫士通	16.99	142.4	0.3	0.4	0.5	67.6	45.0	33.8
	平均值						46.3	33.1	25.2
300188.SZ	美亚柏科	21.63	174.5	0.45	0.56	0.71	48.1	38.6	30.5

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综合以上估算, 公司 2022 年目标市值在 248 至 265 亿元区间, 对应股价 30.67 至 32.84 元, 对应涨幅为 42.5%至 52.3%。

图 31: PE band



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

1、电子取证行业景气度下滑

目前公安机关为电子取证行业主要下游客户, 如果相关创新业务需求不及预期, 将影响公司收入。

2、公安大数据业务建设不及预期

公司目前已中标全国多个省市公安大数据平台项目, 如果建设中途因产品能力、人员等因素导致交付出现问题, 将拖累公司业绩。

3、行业领域拓展进展缓慢

公司布局公安机关之外市场，寻找全新蓝海市场，如果相关布局受竞争等因素影响，或将影响公司长期发展能力。

资产负债表						利润表					
		单位: 百万元						单位: 百万元			
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,111	2,611	3,568	4,481	5,713	营业总收入	1,601	2,067	2,637	3,440	4,484
货币资金	936	1,165	1,709	2,101	2,696	营业成本	648	915	1,222	1,615	2,120
应收票据	0	11	0	0	0	营业税金及附加	18	17	27	34	44
应收账款	625	797	975	1,225	1,536	销售费用	251	269	343	413	493
预付账款	93	72	132	181	222	管理费用	231	289	356	464	605
存货	361	437	602	796	1,045	研发费用	239	293	395	550	762
其他	97	129	149	178	215	财务费用	-10	-6	0	0	0
非流动资产	1,333	1,589	1,504	1,504	1,504	减值损失合计	41	-17	0	0	0
长期股权投资	15	21	21	21	21	投资净收益	73	0	-13	-17	-22
固定资产(合计)	270	388	388	388	388	其他	-5	35	122	151	192
无形资产	54	63	63	63	63	营业利润	333	307	402	497	629
其他	994	1,118	1,033	1,033	1,033	营业外收支	-5	-2	-6	-6	-6
资产总计	3,444	4,200	5,072	5,986	7,217	利润总额	328	306	397	492	624
流动负债	811	1,129	1,640	2,101	2,759	所得税	26	17	36	39	49
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	302	289	361	453	574
应付票据	79	187	268	363	488	少数股东损益	-1	-1	1	1	2
应付账款	160	243	335	442	581	归属母公司净利润	303	290	360	451	572
其他	573	698	1,038	1,296	1,690	EBITDA	275	358	293	363	460
非流动负债	60	87	87	87	87	EPS(当年) (元)	0.38	0.36	0.45	0.56	0.71
长期借款	17	15	15	15	15						
其他	43	71	71	71	71						
负债合计	871	1,216	1,727	2,188	2,845						
少数股东权益	22	24	25	26	28						
归属母公司股东权益	2,551	2,961	3,320	3,772	4,344						
负债和股东权益	3,444	4,200	5,072	5,986	7,217						

重要财务指标					
		单位: 百万元			
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,601	2,067	2,637	3,440	4,484
同比(%)	19.7%	29.2%	27.5%	30.5%	30.4%
归属母公司净利润	303	290	360	451	572
同比(%)	11.6%	-4.5%	24.1%	25.5%	26.9%
毛利率(%)	59.5%	55.7%	53.7%	53.1%	52.7%
ROE(%)	11.9%	9.8%	10.8%	12.0%	13.2%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.36	0.45	0.56	0.71
P/E	34.64	47.62	48.32	38.50	30.35
P/B	4.12	4.66	5.23	4.61	4.00
EV/EBITDA	34.25	35.18	53.25	41.95	31.86

现金流量表					
		单位: 百万元			
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	72	396	478	415	623
净利润	302	289	361	453	574
折旧摊销	62	75	0	0	0
财务费用	-8	-4	0	0	0
投资损失	-73	0	13	17	22
营运资金变动	-254	-1	99	-61	20
其它	43	39	6	6	6
投资活动现金流	28	106	66	-23	-28
资本支出	-232	-178	79	-6	-6
长期投资	181	266	0	0	0
其他	79	18	-13	-17	-22
筹资活动现金流	-77	15	0	0	0
吸收投资	0	84	0	0	0
借款	19	-1	0	0	0
支付利息或股息	-99	-64	0	0	0
现金净增加额	23	518	544	392	594

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016 年加入海通证券，17、19 年所在团队新财富第四，2020 年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。