

美亚柏科 (300188)

电子数据取证行业翘楚，大数据业务带来发展新动能

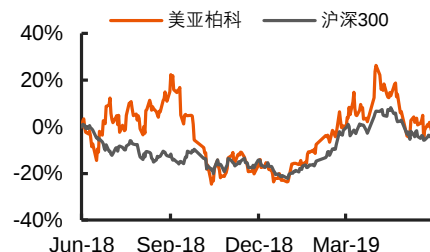
推荐（维持）

现价：16.5 元

主要数据

行业	计算机
公司网址	www.300188.cn
大股东/持股	郭永芳/22.50%
实际控制人	郭永芳
总股本(百万股)	795
流通 A 股(百万股)	528
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	131.15
流通 A 股市值(亿元)	87.12
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	19.1

行情走势图



证券分析师

闫磊 投资咨询资格编号
S1060517070006
010-56800140
YANLEI511@PINGAN.COM.CN

研究助理

付强 一般从业资格编号
S1060118050035
FUQIANG021@PINGAN.COM.CN

陈苏 一般从业资格编号
S1060117080005
010-56800139
CHENSU109@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- 公司是国内电子数据取证行业翘楚，“内生增长+外延扩张”构建“四大产品+四大服务”业务体系：公司成立于 1999 年，是国内最早进入电子数据取证行业的企业之一，在电子数据取证市场先发优势明显。经过二十年的深耕，公司已成为国内电子数据取证行业翘楚，在国内电子数据取证行业市占率位列第一，市场份额超过 40%。公司 2011 年上市之后，利用上市公司的平台优势，坚持“内生增长+外延扩张”的战略发展方向，打造“四大产品+四大服务”主营业务体系，积极拓展公司的成长空间，推动公司业绩持续增长。2011-2018 年，公司营业收入及归母净利润年均复合增长率分别为 29.05%和 25.60%。
- 多因素合力，公司电子数据取证业务未来发展动力强劲：公司电子数据取证业务通过行业横向扩展结合区域纵向下沉拓展市场。在横向拓展方面，公司电子数据取证业务从公安系统的网安部门，进入刑侦、经侦、缉毒等公安的其他部门，并以公安为基础进入了检察院、监察委、海关缉私、市场监督管理、税务稽查、证监等执法部门和企事业单位。在纵向拓展方面，公司对每个新进入的行业，依省、市、区县和基层执法单位，持续促进渠道纵深发展和下沉。根据公安部规划，刑侦在 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。根据我们的估算，刑侦电子物证实验室的市场规模为 62.185 亿元，对应公司的市场份额，公司在刑侦电子物证实验室建设领域的收入将有 24.874 亿元，相当于公司 2018 年营收的约 1.55 倍。另外，电子数据取证对象愈加丰富，移动设备取证快速发展，也成为公司电子数据取证业务发展的重要推动力。
- 公司大数据业务高速增长，未来市场空间广阔：在国家大数据战略的推动下，我国大数据行业景气度高。公司自 2014 年进入大数据行业以来，大

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1337	1601	2133	2785	3646
YoY(%)	33.9	19.7	33.3	30.6	30.9
净利润(百万元)	272	303	396	527	705
YoY(%)	48.8	11.6	30.6	33.1	33.8
毛利率(%)	64.2	59.5	61.0	61.7	62.5
净利率(%)	20.3	18.9	18.6	18.9	19.3
ROE(%)	11.2	11.7	13.6	15.6	17.5
EPS(摊薄/元)	0.34	0.38	0.50	0.66	0.89
P/E(倍)	48.3	43.3	33.1	24.9	18.6
P/B(倍)	5.6	5.1	4.5	3.9	3.3

数据信息化业务持续高速增长。公司大数据业务包括公安大数据平台、城市公共安全平台、市场监管与服务综合大数据平台、海关缉私管控系统等。其中，公司公安大数据业务表现亮眼，2018 年，公司公安大数据业务发展到 10 余个省市，涉及 40 余个建设点，并走进北京、广州、深圳等全国标杆城市。公司公安大数据业务未来发展可期。另外，根据我们的估算，我国城市公共安全平台市场空间约为 100 亿元，公司城市公共安全平台业务未来发展空间广阔。

- **盈利预测与投资建议：**我们维持此前盈利预测，预计公司 2019–2021 年的 EPS 分别为 0.50 元、0.66 元、0.89 元，对应 5 月 31 日收盘价的 PE 分别约为 33.1、24.9、18.6 倍。公司是我国电子数据取证行业龙头企业，虽然短期受到国家机构改革的影响，订单落地以及项目的验收出现滞后。但长期来看，在跨行业推广结合区域下沉以及移动设备取证快速发展的推动下，公司电子数据取证业务未来将恢复并持续快速增长。公司大数据信息化业务高速增长，未来市场空间广阔。公司引入国投智能作为公司央企战略股东，综合竞争力将得到进一步增强。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）电子数据取证业务增速不达预期；（2）大数据信息化业务推广进度不达预期；（3）国际市场业务发展不达预期。

正文目录

一、 公司是国内电子数据取证行业翘楚，“内生增长+外延扩张”构建“四大产品+四大服务”业务体系	5
1.1 电子数据取证行业伴随计算机和互联网技术的发展应运而生	5
1.2 公司是国内电子数据取证行业龙头企业	6
1.3 打造“四大产品+四大服务”业务体系，拓展公司的成长空间	7
1.4 公司财务分析：公司营业收入保持较快增长	10
二、 多因素合力，公司电子数据取证业务未来发展动力强劲	12
2.1 电子证据司法地位提升，电子数据取证需求凸显	12
2.2 行业横向扩展结合区域纵向下沉，电子数据取证市场进一步扩展	13
2.3 取证对象愈加丰富，移动设备取证快速发展	15
三、 公司大数据业务高速增长，未来市场空间广阔	16
3.1 政策助力我国大数据行业景气度高	16
3.2 公司大数据信息化业务高速增长，未来发展可期	17
四、 引入央企战略股东，进一步增强公司综合竞争力	20
五、 盈利预测与投资建议	21
5.1 盈利预测	21
5.2 估值分析	22
5.3 投资建议	22
六、 风险提示	22

图表目录

图表 1	2016-2025 年全球电子数据取证行业市场规模稳步增长	5
图表 2	2017-2023 年我国电子数据取证行业市场规模 CAGR 为 15.0%.....	6
图表 3	公司主要电子数据取证产品	6
图表 4	公司 2008 年在国内电子数据取证市占率第一	7
图表 5	公司电子数据取证业务近年来持续增长	7
图表 6	新德汇 2015-2017 年承诺业绩及达成情况	8
图表 7	江苏税软 2015-2017 年承诺业绩及达成情况	9
图表 8	公司“四大产品+四大服务”主营业务体系简介	9
图表 9	2016-2018 年公司营业收入及增速	11
图表 10	2016-2018 年公司归母净利润及增速	11
图表 11	2016-2018 年公司营业收入结构	11
图表 12	2016-2018 年公司毛利润结构	11
图表 13	公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析	12
图表 14	公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分析	12
图表 15	电子数据司法地位不断提升	12
图表 16	2011-2017 年我国电子数据取证案件数量情况	13
图表 17	公司 2017-2019 年电子数据取证产品多警种多部门订单（不完全）	14
图表 18	刑侦电子物证实验室市场规模估算	15
图表 19	公司 2017-2019 年手机取证设备订单（不完全）	15
图表 20	公司 DC-7100 汽车取证大师	16
图表 21	大数据已上升为我国国家战略	16
图表 22	2015-2020 年我国大数据核心产业规模及增速	17
图表 23	2016-2018 年公司大数据信息化业务收入及增速	18
图表 24	2016-2018 年公司大数据信息化业务营收和毛利润占比	18
图表 25	公司 2017-2018 年公安大数据平台订单（不完全）	18
图表 26	公司 CT-1100 祥云城市公共安全管理平台	19
图表 27	我国城市公共安全平台市场空间估算	19
图表 28	权益变动前后，转让方及国投智能持有公司股份及表决权情况	20
图表 29	简要损益预测表	21
图表 30	美亚柏科同行业可比公司估值比较	22

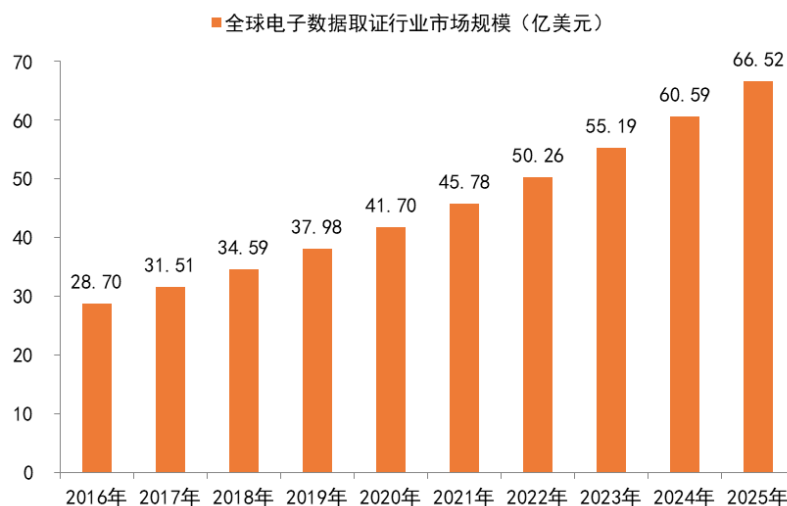
一、 公司是国内电子数据取证行业翘楚，“内生增长+外延扩张”构建“四大产品+四大服务”业务体系

1.1 电子数据取证行业伴随计算机和互联网技术的发展应运而生

随着计算机技术和互联网技术的迅速发展，电子商务、电子政务、网络教育和各类网络服务在社会生产和人类生活中大量涌现。与此同时，与之相关的各类纠纷、民事案件及刑事案件也时有出现，在判定或处置此类纠纷和案件过程中，涉及到计算机或互联网的电子数据成为一种重要的证据，但电子数据容易被修改也容易丢失，因此进行及时收集、固定或恢复，并形成有效证据，已经十分重要，从而产生了现实的市场需求。电子数据取证行业应运而生，并伴随着计算机技术和互联网技术的发展而发展。

近年来，全球电子数据取证行业的市场规模持续稳步增长。根据 TMR 数据，全球电子数据取证行业 2016 年的市场规模为 28.7 亿美元，预计 2025 年将达到 66.5 亿美元。在市场分布上，美国全球领先，欧洲次之，亚太地区快速发展。

图表1 2016-2025 年全球电子数据取证行业市场规模稳步增长

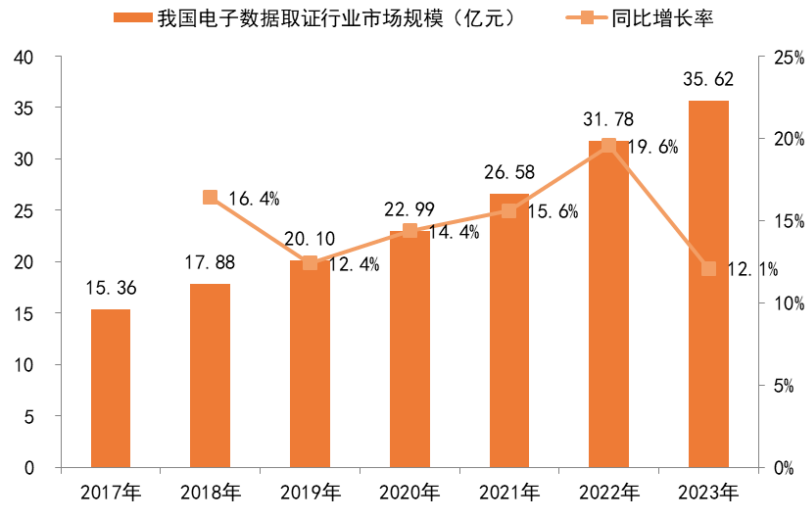


资料来源：TMR、美亚柏科公司公告、平安证券研究所

从国外发达国家来看，电子数据取证行业发展相对成熟。在美国、德国等一些发达国家，电子数据取证行业已有超过三十年的发展历程，电子数据取证产品和技术已经非常成熟，电子数据取证相关的法律法规也比较完善，涌现了大量知名的电子数据取证厂商，如 Guidance Software、AccessData、Logicube、X-Ways 等。国外发达国家电子数据取证产品的主要用户为广大的企业，特别是跨国企业大量采用电子数据取证设备进行反垄断、反商业贿赂、反不正当竞争等方面的调查。

与国外发达国家相比，我国电子数据取证行业起步较晚，迄今有约二十年的发展历程，目前产业规模相对较小。国内电子数据取证行业企业初期主要是通过代理国外的取证产品和提供培训服务进入行业，经过一段时间的发展，国内出现了一批具有自主研发能力的企业，如美亚柏科、中安华科、盘石等。这批企业带动国内电子数据取证行业实现较快增长，并使得国内自主研发的电子数据取证产品取代了国外产品成为国内电子数据取证市场的主流。根据智研咨询数据，我国电子数据取证市场规模 2017 年为 15.36 亿元，预计 2023 年将达到 35.62 亿元，2017-2023 年年均复合增长率为 15.0%。

图表2 2017-2023 年我国电子数据取证行业市场规模 CAGR 为 15.0%



资料来源：智研咨询、美亚柏科公司公告、平安证券研究所

1.2 公司是国内电子数据取证行业龙头企业

公司成立于 1999 年，是国内最早进入电子数据取证行业的企业之一，在国内电子数据取证市场先发优势明显。公司于 2002 年在国内率先开发出“计算机取证勘察箱”和“计算机取证专用机”，于 2003 年开发出“车载取证勘察平台”，奠定了公司在国内电子数据取证行业的领先地位。截至目前，公司取证产品主要包括计算机取证产品系列、手机取证产品系列、数据分析产品系列及取证平台系列，已形成涵盖电子数据保全（证据固定）、数据复制、数据恢复、数据分析、数据采集、数据查缉、可视化展示和数据销毁等取证全过程的系列产品。产品客户从公安的网安拓展至刑侦、经侦、反恐、缉毒、出入境等其他警种，且进入了检察院、监察委、海关、市场监管局、税务、证监等各级司法机关和行政执法部门及企事业单位。

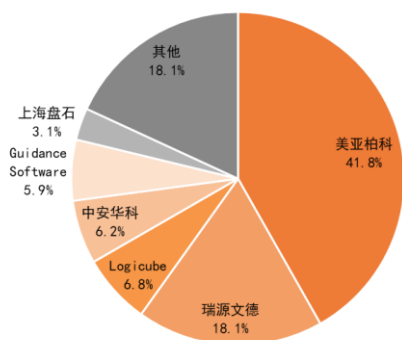
图表3 公司主要电子数据取证产品



资料来源：美亚柏科公司官网、平安证券研究所

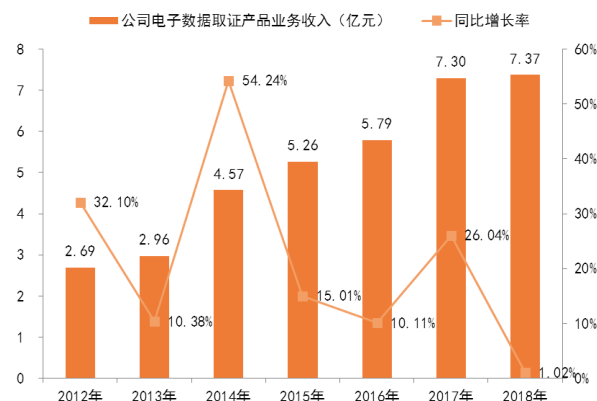
经过近二十年的深耕，公司已成为国内电子数据取证行业翘楚。根据 CCID 数据，2008 年，公司电子数据取证产品在国内市场的占有率已位列第一，市场份额为 41.78%，大幅领先于排在第二的厂商。近年来，公司电子数据取证业务持续保持增长。根据公司公告，2017 年，公司电子数据取证业务实现收入 7.30 亿元，同比增长 26.04%。根据智研咨询的数据，2017 年国内电子数据取证市场规模为 15.36 亿元，据此估算，公司 2017 年在国内电子数据取证行业的市场份额达 47.53%。公司在国内电子数据取证行业龙头地位稳固。

图表4 公司 2008 年在国内电子数据取证市占率第一



资料来源：CCID、平安证券研究所

图表5 公司电子数据取证业务近年来持续增长



资料来源：Wind、美亚柏科公司公告、平安证券研究所

1.3 打造“四大产品+四大服务”业务体系，拓展公司的成长空间

公司自 1999 年成立到 2011 年上市，一直从事信息安全行业中电子数据取证和网络信息安全技术研发、产品销售与整体服务，其中电子数据取证业务一直是公司业务的重心。这一期间，公司的发展历程可分为三个阶段：

- 1999~2001 年：公司主要是代理国外取证产品，并提供相应的技术培训和售后服务；
- 2002~2005 年：公司建立了自主研发产品体系，由代理国外产品逐步转向自主研发，销售自主研发的电子数据取证产品和网络信息安全产品，提供相应的技术支付服务和培训；
- 2006~2010 年：公司逐步完善产品体系并建立服务体系，成长为国内电子数据取证行业领头羊。

公司 2011 年上市之后，利用上市公司的平台优势，围绕核心技术，坚持“内生增长+外延扩张”的战略发展方向，拓宽公司的主营业务体系。在内生增长方面，2011 年，公司电子数据取证产品在检察院及工商税务行业的销售取得了值得瞩目的成绩，进一步促进了公司业务的横向行业覆盖。截至目前，公司电子数据取证产品用户已覆盖公安、检察院、监察委、市场监督管理局、海关、税务、证监等各级司法机关和行政执法部门及企事业单位。2014 年，公司进入大数据行业，历经数年的高速发展，大数据信息化业务已成为公司的主要业务之一。

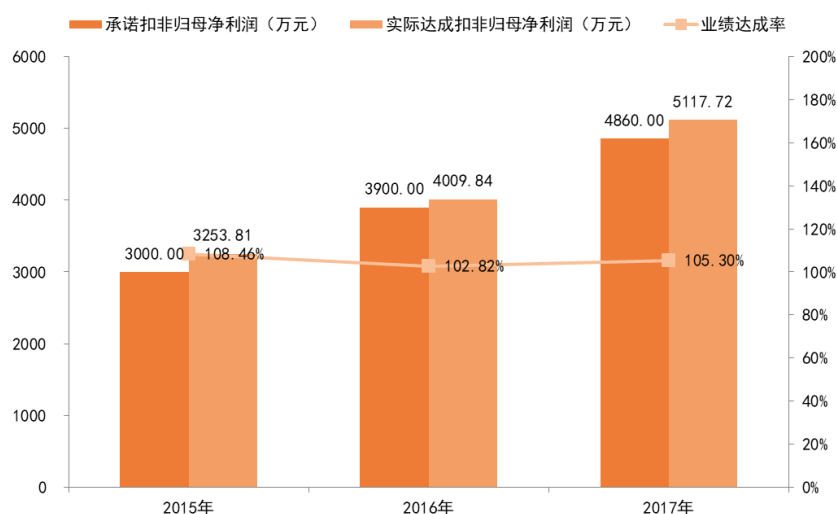
在外延扩张方面，公司主要是收购了珠海新德汇（以下简称“新德汇”）、江苏税软和武汉大千：

- 收购新德汇，拓展刑侦信息化市场。2013 年 10 月，公司完成了新德汇 51% 股权的收购，新德汇成为公司的控股子公司。之后，2015 年 12 月，公司完成新德汇剩余 49% 股权的收购，新德汇成为公司的全资子公司。新德汇专注于公安刑侦信息技术及应用软件的开发，在信息采集、

整合、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，是国内较有影响力的公安刑侦信息技术软件与专用设备供应商。

刑侦领域是公司新行业拓展的重要方向，通过收购新德汇，公司可以利用新德汇已有的营销渠道，加快公司电子数据取证产品在刑侦市场的销售。通过与公司业务协同推广，新德汇在刑侦信息化方面的经验技术，也有利于快速复制到其他司法机关和行政执法部门的信息化市场，加快公司拓展其他司法机关和行政执法部门市场的步伐。公司在大数据处理方面的技术积累、公司的云计算、云存储资源，可以为新德汇的信息化平台提供强有力的支撑。新德汇 2015-2017 年承诺实现扣非归母净利润分别为 3000 万元、3900 万元和 4860 万元，实际达成 3253.81 万元、4009.84 万元、5117.72 万元，业绩达成率分别为 108.46%、102.82%、105.30%。

图表6 新德汇 2015-2017 年承诺业绩及达成情况

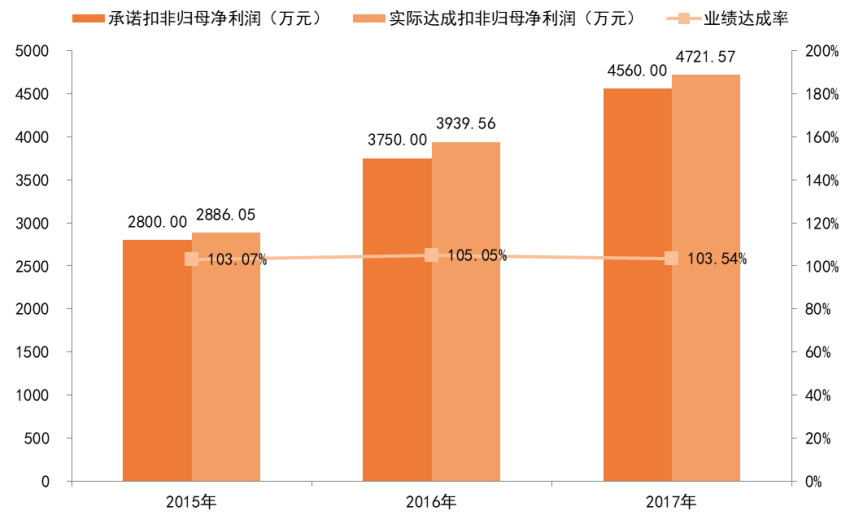


资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

- 收购江苏税软，加快税务行业市场拓展。江苏税软的主营业务为涉税电子数据分析解决方案的研究、设计开发、市场推广等，是国内税务稽查信息化领域的龙头企业，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，并已通过其全资子公司无锡博盾面向工商执法部门提供工商信用信息检查、账务检查、违法行为检查等工商智能执法检查系统。

江苏税软的相关产品与公司的电子数据取证产品可以有效配合共同为税务、工商等行政执法部门提供服务，收购江苏税软，将有助于充分发挥公司与江苏税软双方的产品、技术和渠道资源优势，提升市场竞争力，加快市场拓展。

图表7 江苏税软 2015-2017 年承诺业绩及达成情况



资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

- 收购武汉大千，完善公司大数据业务布局。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的研发和服务，是国内最早从事公共安全海量视频检索、分析和研判等信息技术研究的企业之一，具有较强的技术实力和产品成熟度。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。

公司收购武汉大千，可以发挥双方各自所在的细分领域的产品和渠道优势互补，有利于公司快速进入海量视频检索、分析和研判市场，并带动公司电子数据采集和取证产品的关联销售，进一步提升公司大数据应用分析能力，完善公司在数据采集、分析和研判等领域的战略布局。

在“内生增长+外延扩张”的双重推动下，公司打造了当前“四大产品+四大服务”的主营业务体系。“四大产品”包括电子数据取证产品、大数据信息化产品、网络空间安全产品及专项执法装备；“四大服务”在四大产品的基础上衍生发展而来，即存证云+、网络空间安全服务、数据服务、培训及技术支持增值服务。在公司主营业务体系的支撑下，公司成长空间持续拓展，业绩持续增长。2011-2018年，公司营业收入及归母净利润年均复合增长率分别为 29.05%和 25.60%。

图表8 公司“四大产品+四大服务”主营业务体系简介

产品及服务类别	系列产品	产品用途	主要产品	应用行业
四大产品	电子数据取证产品	针对手机、计算机、移动硬盘、U 盘、存储卡、云端存储及各类电子数据存储设备中的电子数据进行采集、分析，形成符合司法有效性的电子证据	包括：计算机取证产品；手机取证产品；数据分析产品及取证平台	公安、检察院、监察委、市场监管局、海关、税务、证监等各级司法机关和行政执法部门及企事业单位
	大数据信息化产品	运用大数据、云计算等技术，提供大数据分析平台建设及数据采集、数据清洗、数据分析和数据应用	包含：公安大数据平台；城市公共安全管理平台；检察院、海关、税务等大数据平台	公安、税务、检察院等司法机关及行政执法部门
	网络空间安全产品	采用大搜索、网络安全检测、网络安全防护等技术，实现对	包含：舆情传播态势分析系统、网络餐饮	公安、网信、市场监管局、税务、海

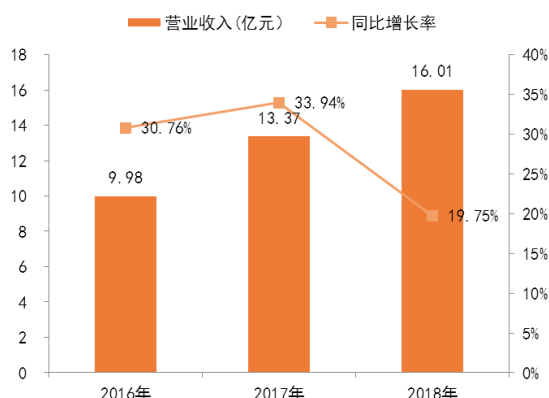
产品及服务类别	系列产品	产品用途	主要产品	应用行业
		行业信息的监测和风险预警	服务监管系统、网络交易商 品质量监测分析系统、商标品牌网络维权系统、金融风险防控预警平台、企业信息风险管控平台等	关、质监、金融、 证监、旅游等行政执法部 门、社会管理和服 务部门
	专项执法装备	集数据采集，人脸识别，图像 比对，智能转码等多项技术为 一体的装备化产品	包含：视频获取装 备、无人机防控设备 与预警指挥系统、特 种车辆、 巡逻机器人、出入境 自助办证一体机、驾 驶证自助办证一体 机等	公安、税务、市场 监督局、交管以及 各公共场所安保部 门等
四大服务	存证云+	通过云平台为客户提供电子 合同在线签约、业务数据、网 页、拍照、录音录像等的实时 证据保全及在线司法鉴定服 务，旨在预防和解决电子数据 取证难及自证效力低的问题	包括：存证云服务系 列，如电子合同在线 签约存证、电子数据 存证、网络远程取证 与固定、执法存证装 备等；知识产权保护 系列；司法鉴定服务 等	企业、政府及个人 用户
	网络空间安全服务	基于公司云端搜索资源和服 务器安全产品及网络安全大 数据技术，提供可实现的网 络安全事件和风险态势感知	包含：搜索云服务、 互联网线索服务；舆 情报告服务；等级保 护服务；攻防演练培 训等	公安、网信、市场 监督局、企事业单 位
	数据服务	基于数据资源，提供数据清 洗，数据分析及数据应用等服 务	包含：搜索云数据服 务、基础数据服务、 数据清洗服务、经济 与政治态势感知服 务等	公安、网信、企事 业单位
	培训及技术 支持增值服务	线上线下行业技术培训和行 业认证、实验室认证、技术支 持等增值服务	包含：企业调查服 务、产品培训、技术 支持增值服务、实验 室认证咨询服务等	司法机关及行政执 法部门、企事业单 位

资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

1.4 公司财务分析：公司营业收入保持较快增长

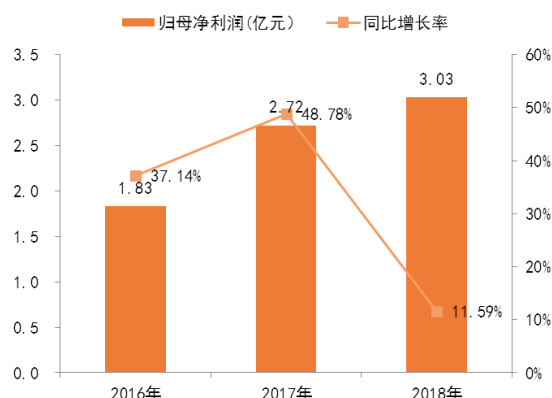
2016-2018 年，公司营业收入保持较快增长。根据公司公告，公司 2016-2018 年营业收入分别为 9.98 亿元、13.37 亿元、16.01 亿元，同比增长 30.76%、33.94%、19.75%。公司营收整体保持较快增长，但 2018 年增速有所放缓，主要是因为公司的电子数据取证业务受国家机构改革的影响，2018 年增速有所下降。在归母净利润方面，公司 2016-2018 年归母净利润分别为 1.83 亿元、2.72 亿元、3.03 亿元，同比增长 37.14%、48.78%、11.59%。

图表9 2016-2018 年公司营业收入及增速



资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

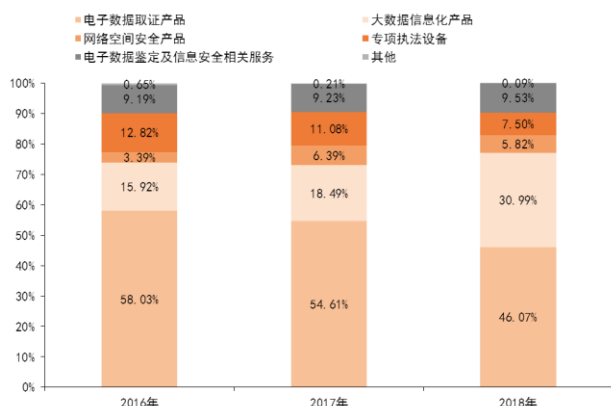
图表10 2016-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

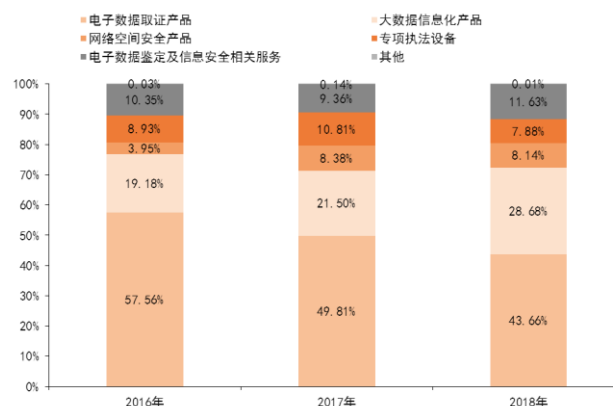
电子数据取证业务和大数据信息化业务是公司营收和毛利润的主要来源，其中电子数据取证业务是公司的立身之本，而大数据信息化业务自 2014 年起步之后高速发展，已成长为公司的第二大业务。2016-2018 年，公司电子数据取证产品营收占比分别为 58.03%、54.61%、46.07%，大数据信息化产品营收占比分别为 15.92%、18.49%、30.99%，二者合计营收占比分别为 73.95%、73.10%、77.06%；公司电子数据取证产品毛利润占比分别为 57.56%、49.81%、43.66%，大数据信息化产品毛利润占比分别为 19.18%、21.50%、28.68%，二者合计毛利润占比分别为 76.74%、71.31%、72.34%。电子数据取证产品和大数据信息化产品合计营收和毛利润占比都在 70% 以上。

图表11 2016-2018 年公司营业收入结构



资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

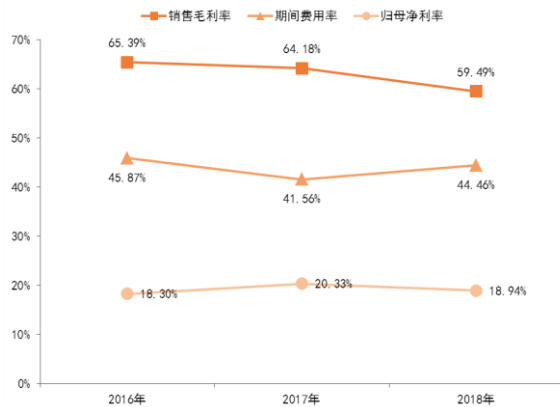
图表12 2016-2018 年公司毛利润结构



资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

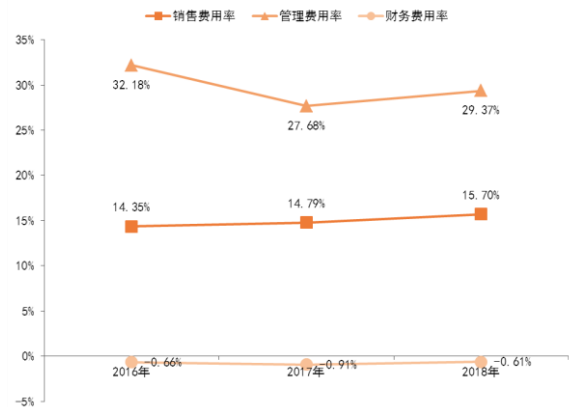
公司 2018 年毛利率有所下降，但仍保持在较高水平。公司 2018 年毛利率为 59.49%，相比 2017 年下降 4.69 个百分点，主要是因为公司大数据信息化业务毛利率同比下降幅度较大，相比 2017 年下降 19.58 个百分点。公司 2018 年期间费用率为 44.46%，同比提高 2.90 个百分点，主要是因为公司 2018 年加强了人员储备和市场拓展。

图表13 公司毛利率、期间费用率、归母净利润率分析



资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

图表14 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分析



资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

二、多因素合力，公司电子数据取证业务未来发展动力强劲

2.1 电子证据司法地位提升，电子数据取证需求凸显

电子证据司法地位不断提升，各级司法机关和行政执法部门对电子数据取证的需求在不断增加。2012-2014年，《中华人民共和国刑事诉讼法》《中华人民共和国民事诉讼法》《中华人民共和国行政诉讼法》三大诉讼法相继将电子数据引入到法律条款，是我国证据种类立法的巨大进步，电子数据在司法实践中的应用得到进一步推动。

2016年9月，最高人民法院、最高人民检察院、公安部印发《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》，第一次就电子数据这一特殊证据种类的收集提取和审查判断等方面做出了系统的规定。2018年3月，第十三届全国人大一次会议表决通过了《中华人民共和国监察法》，其中第三十三条规定，监察机关依照本法规定收集的物证、书证、证人证言、被调查人供述和辩解、视听资料、电子数据等证据材料，在刑事诉讼中可以作为证据使用。

2018年12月，市场监督管理总局正式发布《市场监督管理行政处罚程序暂行规定》，明确了电子数据是独立证据类型，明确远程在线取证电子数据证据效力，明确电子数据取证方法等，涉及电子数据取证规定取得重大突破。2019年1月，公安部发布了《公安机关办理刑事案件电子数据取证规则》，要求公安机关办理刑事案件应当遵守法定程序，遵循有关技术标准，全面、客观、及时地搜集和提取涉案电子数据，确保电子数据的真实、完整。

随着电子证据司法地位的不不断提升，电子数据取证已逐步成为司法和行政执法部门执法信息化能力的基础需求，重要性日益显现。司法机关和行政执法部门对电子数据取证的需求不断增加。

图表15 电子数据司法地位不断提升

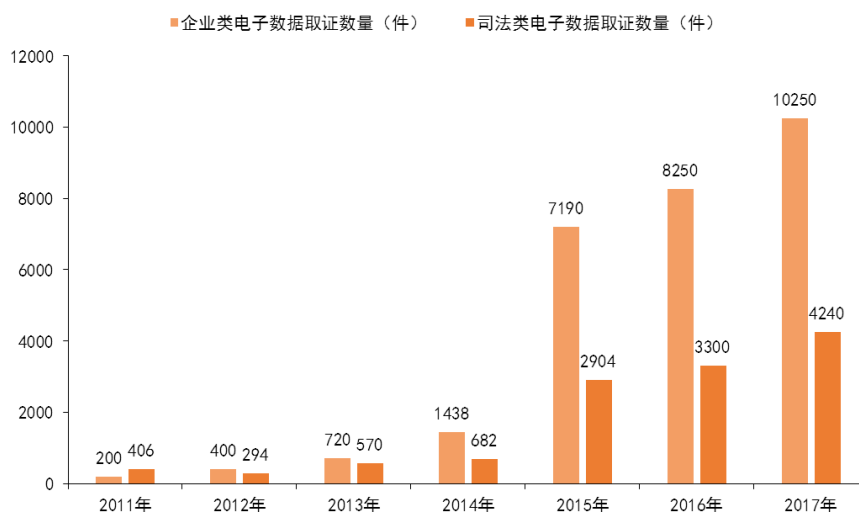
时间	电子数据取证相关的法律法规
2012年3月	《中华人民共和国刑事诉讼法》修正案第48条规定证据包括视听资料、电子数据

时间	电子数据取证相关的法律法规
2012 年 8 月	《中华人民共和国民事诉讼法》修正案第 63 条规定证据包括电子数据
2014 年 11 月	《中华人民共和国行政诉讼法》修正案第 33 条规定证据包括电子数据
2016 年 9 月	最高人民法院、最高人民检察院、公安部印发《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》，就电子数据这一特殊证据种类的收集提取和审查判断等方面做出了系统的规定
2018 年 3 月	《中华人民共和国监察法》第三十三条规定，监察机关依照本法规定收集的物证、书证、证人证言、被调查人供述和辩解、视听资料、电子数据等证据材料，在刑事诉讼中可以作为证据使用
2018 年 12 月	《市场监督管理行政处罚程序暂行规定》第二十条规定，办案人员应当依法收集证据，证据包括电子数据
2019 年 1 月	公安部发布了《公安机关办理刑事案件电子数据取证规则》，要求公安机关办理刑事案件应当遵守法定程序，遵循有关技术标准，全面、客观、及时地搜集和提取涉案电子数据，确保电子数据的真实、完整

资料来源：中国政府网站、平安证券研究所

国内对电子数据取证产品的需求首先产生于司法机关，后拓展至行政执法部门。近年来，对数据安全有严格要求的企事业单位也对电子数据取证表现出了明显的需求，取证产品用户群体由司法机关、行政执法部门进一步拓展至大型企事业单位。根据智研咨询数据，2017 年我国电子数据取证案件数量为 14490 件，其中司法类电子数据取证数量为 4240 件，企业类电子数据取证数量为 10250 件，企业电子数据取证需求增长已非常明显。当前，电子数据取证产品的行业客户已形成从司法机关向行政执法部门及企事业单位扩展的趋势，行业客户覆盖范围的扩大为我国电子数据取证行业的持续增长提供了推动力。

图表16 2011-2017 年我国电子数据取证案件数量情况



资料来源：智研咨询、平安证券研究所

2.2 行业横向扩展结合区域纵向下沉，电子数据取证市场进一步扩展

公司电子数据取证业务从公安系统的网安部门，进入刑侦、经侦、缉毒等公安的其他部门，并以公安为基础进入了检察院、监察委、海关缉私、市场监管、税务稽查、证监等执法部门和企事业单位。公司通过外延并购，充分利用协同效应，进一步扩大自身在电子数据取证市场的优势，公司借助新

德汇刑侦市场销售渠道，加快了公司电子数据取证产品在刑侦市场的销售；与江苏税软经过近几年的融合，加快了公司电子数据取证产品在税务、海关、经侦等部门的市场拓展。

图表17 公司 2017-2019 年电子数据取证产品多警种多部门订单（不完全）

时间	警种&部门	订单内容	订单金额
2017 年 1 月	公安	甘肃省公安厅全省视频图像电子物证实验室	1047.6 万元
2017 年 2 月	经侦	福建警察学院经侦实验室设备	65.5 万元
2017 年 3 月	刑侦	湖南省公安厅 2015 年刑侦政法检测设备	538.4 万元
2017 年 6 月	工商行政管理局	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	25.9 万元
2017 年 8 月	刑侦	广州市公安局刑事技术装备	844 万元
2017 年 9 月	研究院	中国政法大学 2017 年证据科学研究院设备	158.9 万元
2017 年 11 月	海关总署	海关总署 2017 年缉私信息分析取证软件	861.2 万元
2017 年 11 月	知识产权司法鉴定所	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	28 万元
2017 年 11 月	国家保密局	清远市国家保密局计算机终端检查、环境检查及取证系统	60 万元
2018 年 4 月	食品药品互联网监测中心	北京市食品药品互联网监测中心电子取证实验室专用设备	79.3 万元
2018 年 5 月	海关总署	海关总署 2017 年缉私电子数据取证装备	572.5 万元
2018 年 6 月	海关总署	海关总署 2017 年缉私网络分析取证设备（邮件分析设备）	1500 万元
2018 年 8 月	中共纪律检查委员会	中共北京市朝阳区纪律检查委员会区纪委区监委电子数据取证实验室设备	163 万元
2018 年 9 月	铁路公安	北京铁路公安局电子取证设备	54 万元
2018 年 9 月	监察委员会	鹤山市监察委员会专业侦查取证设备	101.6 万元
2018 年 10 月	森林公安	云南省森林公安局电子物证取证设备	49.5 万元
2018 年 10 月	海关总署	海关总署 2018 年缉私一体化智能取证工作站	585 万元
2018 年 11 月	企事业单位	广西鸿业建设工程管理咨询有限公司实验室电子取证设备	33.8 万元
2018 年 11 月	监察委员会	中共衡水市纪律检查委员会电子数据恢复实验室	156.9 万元
2019 年 3 月	经侦	威海市公安局公安经侦资金查控设备	96.8 万元
2019 年 4 月	经侦	武威市公安局公安经侦情报导侦装备	94.3 万元
2019 年 5 月	网安	凉州区公安局网络安全勘察设备和情报导侦设备采购项目（二次）	85.9 万元

资料来源：中国政府采购网、平安证券研究所

公司对每个新进入的行业，依省、市、区县和基层执法单位，持续促进渠道纵深发展和下沉。在渠道渗透上：公安系统的网安部门当前的渗透率较高，但其他部门渗透率较低。根据公安部规划，刑侦在 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。假设省、市、区县三级实验室建设的平均投资分别为 800 万元、500 万元、150 万元，我国有 34 个省级行政区、334 个市级行政区、2851 个县级行政区，则刑侦电子物证实验室的市场规模为 62.185 亿元，以公司 40% 的市占率估算，公司在刑侦电子物证实验室建设领域的收入将有 24.874 亿元，相当于公司 2018 年营收的约 1.55 倍。

图表18 刑侦电子物证实验室市场规模估算

类型	数量	刑侦电子物证实验室平均投资规模	刑侦电子物证实验室市场规模
省级行政区	34 个	800 万	2.72 亿
地级行政区	334 个	500 万	16.7 亿
县级行政区	2851 个	150 万	42.765 亿
合计	3219 个	-	62.185 亿

资料来源：平安证券研究所

2.3 取证对象愈加丰富，移动设备取证快速发展

随着移动互联网、云计算、物联网等技术的发展，公司的电子数据取证对象由早期的以计算机取证为主，衍生出移动设备取证、服务器取证、数据库取证、云取证、网络取证和汽车取证等取证对象，推动公司的电子数据取证产品不断创新和更新换代，为公司电子数据取证业务带来发展机遇。近几年公司移动设备取证产品快速发展，云取证需求也快速增加。

图表19 公司 2017-2019 年手机取证设备订单（不完全）

时间	订单内容	订单金额
2017 年 6 月	河南省新乡市公安局手机数据分析系统	31.5 万元
2017 年 8 月	广州市公安局移动终端取证设备 2017 升级扩容项目	475 万元
2017 年 8 月	曲靖市公安局沾益分局手机取证系统设备	20 万元
2017 年 10 月	海关总署 2017 年手机取证设备	517.8 万元
2017 年 11 月	佛山市公安局禅城分局智能终端数据采集分析系统项目	110 万元
2017 年 12 月	云南省人民检察院电子数据云平台及手机司法鉴定取证设备	158.7 万元
2018 年 7 月	龙岩市公安局视频及手机取证装备	28.6 万元
2018 年 9 月	海关总署 2018 年手机取证设备	488.4 万元
2018 年 9 月	海关总署 2018 年手机芯片取证设备	110.4 万元
2018 年 11 月	海关总署 2018 年手机取证设备(第二批)	175 万元
2018 年 11 月	涪陵区公安局物证鉴定所电子物证实验室手机取证设备	29.8 万元
2019 年 3 月	连城县公安局手机数据采集系统	25.5 万元
2019 年 5 月	武平县公安局手机数据采集仪	26.8 万元

资料来源：中国政府采购网、平安证券研究所

2018 年上半年，公司研发出国内首款针对汽车取证的专业装备“汽车取证大师”。设备基于新一代取证技术对车辆数据进行全面提取，支持 9 个品牌 51 款车型的安卓版信息娱乐导航系统取证，可提取导航、蓝牙、通话记录以及车身事件等信息；支持 6 个品牌 35 款车型的汽车电控单元取证，可提取车架号、模块故障码以及碰撞速度等信息；支持 11 家行车记录仪视频的恢复取证，可恢复损坏以及碎片的视频数据。“汽车取证大师”主要客户为司法机关、车管所、保险公司等，随着汽车保有量的增长、汽车智能能力的增强，汽车取证需求将成为公司电子数据取证业务新的增长点。

图表20 公司 DC-7100 汽车取证大师



资料来源：美亚柏科公司官网、平安证券研究所

三、公司大数据业务高速增长，未来市场空间广阔

3.1 政策助力我国大数据行业景气度高

大数据已上升为我国国家战略，2016 年 3 月，“十三五”规划纲要全文（以下简称“全文”）发布，全文第二十七章明确提出“实施国家大数据战略”，彰显国家对于大数据战略的重视。2017 年 1 月，工信部印发《大数据产业发展规划（2016-2020 年）》，提出“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，加快建设数据强国，为实现制造强国和网络强国提供强大的产业支撑”的发展目标。2017 年 10 月，习近平总书记在十九大报告中指出“加快建设制造强国，加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合”。

2017 年 12 月，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，会议指出，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。我们认为，在国家大数据战略的推动下，我国大数据行业将持续处于高景气度，我国大数据行业市场规模未来将持续高速增长。根据中国信通院数据，我国大数据核心产业规模 2017 年为 236 亿元，同比增长 40.5%，到 2020 年将达到 586 亿元，2015-2020 年间年均复合增长率达 38.26%。

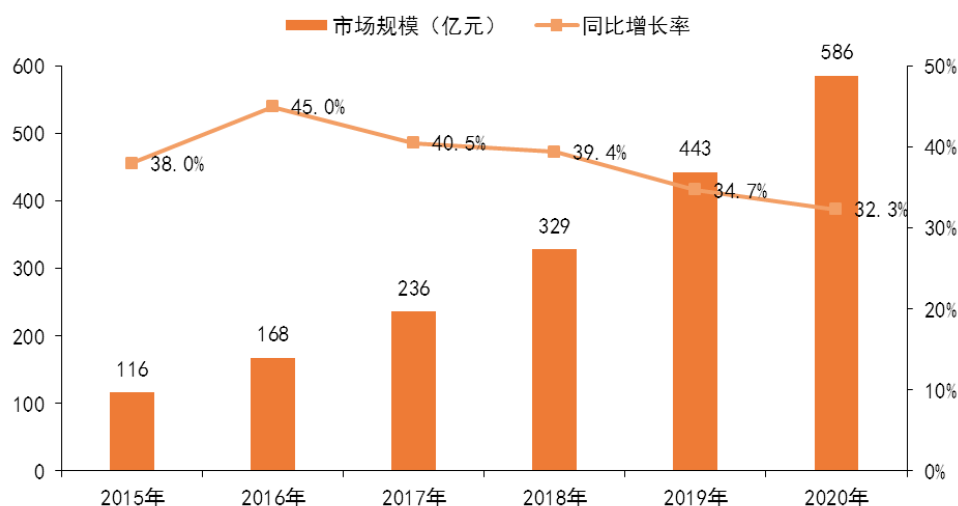
图表21 大数据已上升为我国国家战略

时间	大数据相关的国家政策
2014 年 3 月	大数据第一次出现在《政府工作报告》中，2014 年《政府工作报告》明确提出设立新兴产业创业创新平台，在新一代移动通信、集成电路、大数据、先进制造、新能源、新材料等方面赶超先进，引领未来产业发展
2015 年 7 月	国务院印发《关于运用大数据加强对市场主体服务和监管的若干意见》，要求以社会信用体系建设和政府信息公开、数据开放为抓手，充分运用大数据、云计算等现代信息技术，提高政府服务水平
2015 年 8 月	国务院印发《促进大数据发展行动纲要》，提出“2017 年底前形成跨部门数据资源共享共用格局”，“2018 年底前建成国家政府数据统一开放平台”的总体目标
2015 年 10 月	中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“《十三五规划建议》”），《十三五规划建议》提出“实施国家大数据战略，推进数据资源开放共享”
2016 年 3 月	“十三五”规划纲要全文（以下简称“全文”）发布，全文第二十七章明确提出“实

时间	大数据相关的国家政策
	施国家大数据战略”
2017 年 1 月	工信部印发《大数据产业发展规划（2016-2020 年）》，提出“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，加快建设数据强国，为实现制造强国和网络强国提供强大的产业支撑”的发展目标
2017 年 10 月	习近平总书记在十九大报告中指出“加快建设制造强国，加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合”
2017 年 12 月	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，会议指出，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 年 5 月	2018 中国国际大数据产业博览会在贵州省贵阳市开幕，习近平主席致贺信强调中国高度重视大数据发展，我们秉持创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，围绕建设网络强国、数字中国、智慧社会，全面实施国家大数据战略，助力中国经济从高速增长转向高质量发展
2019 年 3 月	大数据连续六年写入政府工作报告

资料来源：中国政府网站、平安证券研究所

图表22 2015-2020 年我国大数据核心产业规模及增速



资料来源：中国信通院、平安证券研究所

3.2 公司大数据信息化业务高速增长，未来发展可期

公司运用大数据、云计算等技术提供大数据分析平台建设及数据采集、数据治理、数据分析和数据应用，协助司法机关及行政执法部门运用大数据提升信息化执法能力。公司大数据信息化平台产品包括：公安大数据平台、城市公共安全管理平台、检察院、海关、税务、市场监管等大数据平台，产品用户主要为公安、检察院、市场监管局、海关、税务等各级司法机关和行政执法部门。

公安大数据平台：基于大数据技术，建立公安大数据信息化平台，有效整合公安自身业务数据及互联网数据等各种数据资源，通过构建种类丰富的数据库体系，分析挖掘数据价值，对数据进行整合关联分析，应用于公安执法部门快速处置事件及进行高效智慧调度，助力“智慧公安、数据警务”建设。

城市公共安全平台：依托“互联网+”和大数据等技术，为城市公共安全管理提供统筹研判、预防预警、应急处置、协同调度等功能服务，并与各单位的专业信息系统互为补充，构建一体化的公共安

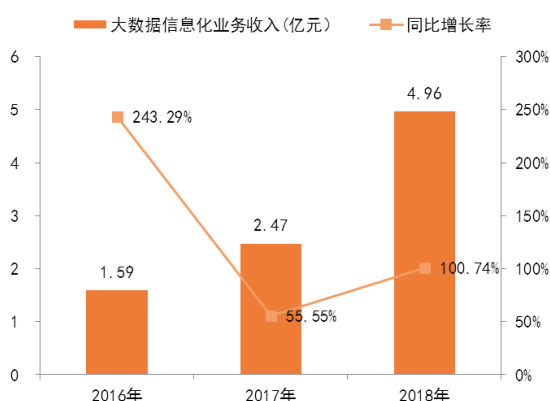
全防控体系，实现信息互通、资源共享、精细管理、数字决策，突出解决关口前移、预防预警的问题，推动城市公共安全管理机制的变革。

市场监管与服务综合大数据平台：为全国各地市场监管局建设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。截止目前，公司已为各级政府部门建立了近 50 个大数据市场监管平台。

海关缉私管控系统：整合海关缉私各单位部门现有数据信息资源，采集缉私业务相关数据信息，在建立与公安等外部单位共享资源的基础上，建设一个海量的数据信息资源库。同时对数据进行处理和运算，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。

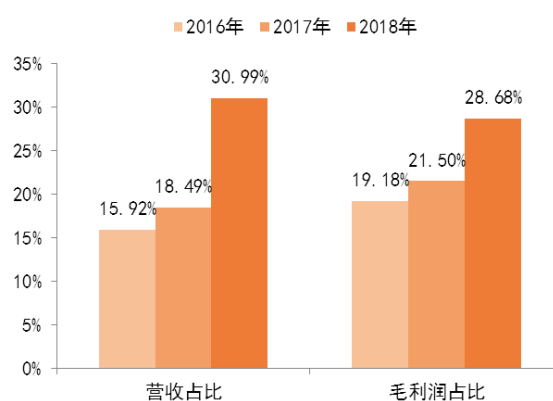
公司大数据信息化业务高速发展。2016-2018 年，公司大数据信息化业务收入分别为 1.59 亿元、2.47 亿元、4.96 亿元，同比增长 243.29%、55.55%、100.74%，营收占比分别为 15.92%、18.49%、30.99%，营收占比持续提高；毛利润分别为 1.25 亿元、1.84 亿元、2.73 亿元，占公司总的毛利润的比例分别为 19.18%、21.50%、28.68%，毛利润占比也呈现持续提高趋势。公司大数据信息化业务已迅速成长为公司营收和毛利润的主要来源之一。

图表23 2016-2018 年公司大数据信息化业务收入及增速



资料来源：美亚柏科公司公告、Wind、平安证券研究所

图表24 2016-2018 年公司大数据信息化业务营收和毛利润占比



资料来源：美亚柏科公司公告、Wind、平安证券研究所

公司公安大数据业务表现亮眼。2018 年，公司公安大数据业务发展到 10 余个省市，涉及 40 余个建设点，并走进北京、广州、深圳等全国标杆城市。公司大数据信息化打通了数据孤岛，实现了跨部门数据共享，提升了数据价值，实现多警种信息融合的导向要求。2018 年 1 月，公安部成立全国公安大数据工作领导小组，大力实施公安大数据战略。公司 2018 年下半年积极参与部级平台建设的探讨及大数据信息化标准的制定，未来有望在公安大数据战略中发挥重要作用，持续推动公司大数据信息化业务高速增长。

图表25 公司 2017-2018 年公安大数据平台订单（不完全）

时间	订单内容	订单金额
2017 年 1 月	广东省公安厅 2016-148 数据标准化项目	195.7 万元
2018 年 5 月	广东省公安厅 2018-16 互联网数据服务项目	145 万元
2018 年 9 月	厦门市公安局厦门公安“E 警队”信息平台	469.4 万元
2018 年 10 月	广东省公安厅 2018-69 智慧新警务大数据一期项目	3697 万元

时间	订单内容	订单金额
2018 年 11 月	湛江市公安局警务云平台扩容升级项目	194.4 万元

资料来源：中国政府采购网、平安证券研究所

公司城市公共安全平台业务未来市场空间广阔。在统一汇聚城市各单位具有共享价值的公共安全数据基础上，公司研发推出“祥云城市公共安全管理平台”，实现数据资源的共建共享，打破了各部门间的信息壁垒，为城市公共安全管理提供统筹研判、预防预警、应急处置、协同调度等功能服务。

图表26 公司 CT-1100 祥云城市公共安全管理平台



资料来源：美亚柏科公司官网、平安证券研究所

目前公司城市公共安全平台业务推广及建设比较成熟的城市包括厦门、沈阳，另有若干地市有建设意向。其中，厦门项目中标金额 3904.8 万元，沈阳项目中标金额 2993 万元（沈阳项目的中标单位为合资公司，公司持有合资公司 40% 的股权）。我国 600 多个城市中，直辖市及副省级城市 19 个，地级市 279 个，县级市 363 个。根据不同的城市级别，假设直辖市及副省级城市、地级市、县级市建设城市公共安全平台的平均投资规模分别为 4000 万元、2000 万元、1000 万元，则我国城市公共安全平台市场空间约为 100 亿元。公司城市公共安全平台业务未来发展空间广阔。

图表27 我国城市公共安全平台市场空间估算

类型	城市数量	城市公共安全平台 平均投资规模	城市公共安全平台 市场空间
直辖市及副省级城市	19 个	4000 万	7.6 亿
地级市	279 个	2000 万	55.8 亿
县级市	363 个	1000 万	36.3 亿
合计	661 个	-	99.7 亿

资料来源：平安证券研究所

四、引入央企战略股东，进一步增强公司综合竞争力

2019年4月，公司发布公告，公司控股股东、实际控制人郭永芳、滕达，以及公司股东李国林、刘冬颖、卓桂英、苏学武、韦玉荣（以上股东统称“转让方”）与国投智能签署了《股份转让协议》，同时公司股东李国林、刘冬颖与国投智能签署了《表决权委托协议》（以下简称“权益变动”），具体情况如下：

- （一）公司控股股东、实际控制人郭永芳、滕达与国投智能签署《股份转让协议》，将其所持有的公司股份合计 45,361,764 股份，占公司总股本的 5.71%，以 15.49 元/股的价格转让给国投智能；
- （二）公司其他股东李国林、卓桂英、刘冬颖、苏学武、韦玉荣将其所持有的公司股份合计 80,114,178 股份，占公司总股本的 10.08%，以 15.49 元/股的价格转让给国投智能；
- （三）公司股东李国林、刘冬颖分别与国投智能签署《表决权委托协议》，约定将其各持有的公司股份 27,024,316 股，合计 54,048,632 股，占公司总股本的 6.8%所对应的全部的表决权、提名和提案权、参会权、监督建议权以及除收益权和股份转让权等财产性权利之外的其他权利独家、无偿且不可撤销地授权给国投智能行使。国投智能和李国林、刘冬颖、卓桂英（系刘冬颖母亲）因本次表决权委托事项在表决权委托期间构成一致行动关系。

若前述权益变动事项最终完成，国投智能将直接持有公司股份 125,475,942 股，占公司总股本的 15.79%，在公司拥有表决权的股份数量合计为 179,524,574 股，占公司总股本的 22.59%。国投智能将成为公司控股股东，国务院国资委将为公司的实际控制人。

图表28 权益变动前后，转让方及国投智能持有公司股份及表决权情况

股东	本次权益变动前		本次权益变动后			
	股票数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例	表决权数量 (股)	表决权比例
郭永芳	178,859,133	22.50%	134,144,350	16.88%	134,144,350	16.88%
李国林	94,923,360	11.94%	71,323,360	8.97%	44,299,044	5.57%
卓桂英	40,960,000	5.15%	646,981	0.08%	646,981	0.08%
刘冬颖	40,960,000	5.15%	30,720,000	3.86%	3,695,684	0.46%
苏学武	16,400,236	2.06%	12,300,177	1.55%	12,300,177	1.55%
韦玉荣	7,444,400	0.94%	5,583,300	0.70%	5,583,300	0.70%
滕达	2,587,922	0.33%	1,940,941	0.24%	1,940,941	0.24%
国投智能	-	-	125,475,942	15.79%	179,524,574	22.59%

资料来源：美亚柏科公司公告、平安证券研究所

国投智能是国家开发投资集团有限公司（简称“国投”）的全资子公司，是国投在互联网和大数据产业的战略投资平台。公司引入国投智能作为公司央企战略股东，将优化公司股权结构，促进公司未来持续健康发展。依托国投智能的资源优势，公司在电子数据取证、网络空间安全和大数据信息化领域的综合竞争实力将得到进一步增强，公司的盈利能力和抗风险能力将得到进一步提高。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们认为对于公司未来盈利情况的预测重点在于对公司各主营业务收入增长情况的把握，我们的主要假设如下所示：

- 1、2019-2021 年，公司电子数据取证产品收入增速分别为 30%、25%、25%，毛利率保持在 57%；
- 2、2019-2021 年，公司大数据信息化产品收入增速保持在 40%，毛利率分别为 60%、62%、64%；
- 3、2019-2021 年，公司网络空间安全产品收入增速保持在 30%，毛利率保持在 83%；
- 4、2019-2021 年，公司专项执法装备产品收入增速分别为 40%、30%、30%，毛利率保持在 62%；
- 5、2019-2021 年，公司电子数据鉴定及信息安全相关服务业务收入增速保持在 25%，毛利率保持在 70%。

根据以上的基本假设，我们进行了盈利分析。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 21.33 亿元、27.85 亿元、36.46 亿元，同比增长 33.3%、30.6%、30.9%；归母净利润分别为 3.96 亿元、5.27 亿元、7.05 亿元，同比增长 30.6%、33.1%、33.8%；EPS 分别为 0.50 元、0.66 元、0.89 元，对应 5 月 31 日收盘价的 PE 分别约为 33.1、24.9、18.6 倍。

图表29 简要损益预测表

	2018A	2019E	2020E	2021E
电子数据取证（百万元）	737.37	958.58	1198.23	1497.78
同比增长	1.02%	30.00%	25.00%	25.00%
大数据信息化（百万元）	496.09	694.53	972.34	1361.28
同比增长	100.74%	40.00%	40.00%	40.00%
网络空间安全（百万元）	93.18	121.13	157.47	204.72
同比增长	9.17%	30.00%	30.00%	30.00%
专项执法装备（百万元）	119.99	167.99	218.39	283.90
同比增长	-18.99%	40.00%	30.00%	30.00%
电子数据鉴定及信息安全相关服务（百万元）	152.53	190.66	238.32	297.90
同比增长	23.66%	25.00%	25.00%	25.00%
主营业务收入（百万元）	1,600.58	2,132.89	2,784.75	3,645.58
同比增长	19.7%	33.3%	30.6%	30.9%
综合毛利率	59.5%	61.0%	61.7%	62.5%
期间费用率	44.46%	40.59%	40.24%	40.04%
归母净利润（百万元）	303.21	395.97	526.87	705.20
同比增长	11.6%	30.6%	33.1%	33.8%
EPS	0.38	0.50	0.66	0.89

资料来源：wind，平安证券研究所

5.2 估值分析

公司的主要业务是信息安全行业下的电子数据取证业务，以及大数据信息化业务。公司的相对估值可参照 A 股中其他从事信息安全、大数据行业的企业，如启明星辰、南洋股份（天融信）、深信服、中新赛克、太极股份等。

图表30 美亚柏科同行业可比公司估值比较

股票代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	2019PE	2020PE	2021PE
002439.SZ	启明星辰	24.32	218.08	30.6	24.4	19.5
002212.SZ	南洋股份	14.55	168.56	35.9	26.7	24.0
300454.SZ	深信服	88.30	355.96	52.2	43.5	36.9
002912.SZ	中新赛克	84.66	90.35	31.2	22.5	17.3
002368.SZ	太极股份	32.26	133.53	33.6	26.4	20.4
	平均值	-	193.29	36.7	28.7	23.6
300188.SZ	美亚柏科	16.50	131.15	33.1	24.9	18.6

资料来源：WIND、平安证券研究所

注：收盘价取 2019 年 5 月 31 日收盘价，总市值以 2019 年 5 月 31 日收盘价计算，南洋股份、中新赛克、太极股份 2019-2021 年的 PE 取自 Wind 一致预期。

根据以上的估值分析，公司的市盈率水平低于同行业可比公司均值水平。考虑到公司在国内电子数据取证行业的龙头地位，以及公司大数据信息化业务的良好发展势头，我们认为公司应享有更高的溢价空间，公司的市盈率仍有上升空间。

5.3 投资建议

公司是我国电子数据取证行业龙头企业，虽然短期受到国家机构改革的影响，订单落地以及项目的验收出现滞后。但长期来看，在跨行业推广结合区域下沉以及移动设备取证快速发展的推动下，公司电子数据取证业务未来将恢复并持续快速增长。公司大数据信息化业务高速增长，未来市场空间广阔。公司引入国投智能作为公司央企战略股东，综合竞争力将得到进一步增强。我们看好公司的未来发展，维持对公司的“推荐”评级。

六、风险提示

（一）电子数据取证业务增速不达预期

短期受到如组建监察委、国地税合并等国家机构改革的影响，公司电子数据取证业务订单落地以及项目的验收出现滞后，如果组建监察委、国地税合并的完成进度低于预期，则公司电子数据取证业务增速存在不达预期的风险。

（二）大数据信息化业务推广进度不达预期

公司城市公共安全平台目前推广及建设比较成熟的城市包括厦门、沈阳，如果城市公共安全平台在其他省市的推广进度不达预期，则公司的大数据信息化业务存在推广进度不达预期的风险。

（三）国际市场业务发展不达预期

为满足符合国际市场需求的产 品，公司在西安研发中心建立了专门的国际化技术服务团队，如果公司电子数据取证产品的国际版本的开发进度低于预期，公司的国际市场业务存在发展不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2111	2654	3218	4157
现金	936	1241	1289	1760
应收票据及应收账款	625	661	1018	1180
其他应收款	72	90	121	155
预付账款	93	80	146	150
存货	361	556	619	887
其他流动资产	25	25	25	25
非流动资产	1333	1385	1440	1522
长期投资	15	15	16	17
固定资产	270	335	405	501
无形资产	83	76	68	53
其他非流动资产	965	958	952	952
资产总计	3444	4039	4659	5680
流动负债	811	1078	1240	1624
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	238	261	379	441
其他流动负债	573	817	860	1183
非流动负债	60	57	54	51
长期借款	17	14	11	8
其他非流动负债	43	43	43	43
负债合计	871	1135	1293	1675
少数股东权益	22	21	19	16
股本	795	795	795	795
资本公积	582	582	582	582
留存收益	1077	1471	1996	2699
归属母公司股东权益	2551	2883	3346	3988
负债和股东权益	3444	4039	4659	5680

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	72	484	250	713
净利润	302	395	525	703
折旧摊销	62	67	84	96
财务费用	-10	-9	-7	-6
投资损失	-73	3	3	3
营运资金变动	-266	28	-355	-84
其他经营现金流	57	0	0	0
投资活动现金流	28	-122	-143	-182
资本支出	232	52	54	81
长期投资	181	-1	-1	-1
其他投资现金流	442	-71	-89	-101
筹资活动现金流	-77	-56	-59	-61
短期借款	0	0	0	0
长期借款	17	-3	-3	-3
普通股增加	298	0	0	0
资本公积增加	-285	0	0	0
其他筹资现金流	-107	-53	-56	-58
现金净增加额	23	305	48	470

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1601	2133	2785	3646
营业成本	648	832	1066	1366
营业税金及附加	18	23	31	40
营业费用	251	299	390	510
管理费用	246	299	376	481
研发费用	224	277	362	474
财务费用	-10	-9	-7	-6
资产减值损失	41	55	72	94
其他收益	78	80	83	86
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	73	-3	-3	-3
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	333	434	575	768
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	328	428	570	763
所得税	26	34	45	60
净利润	302	395	525	703
少数股东损益	-1	-1	-2	-3
归属母公司净利润	303	396	527	705
EBITDA	363	463	617	814
EPS (元)	0.38	0.50	0.66	0.89

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	19.7	33.3	30.6	30.9
营业利润(%)	11.8	30.1	32.7	33.5
归属于母公司净利润(%)	11.6	30.6	33.1	33.8
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	59.5	61.0	61.7	62.5
净利率(%)	18.9	18.6	18.9	19.3
ROE(%)	11.7	13.6	15.6	17.5
ROIC(%)	10.7	12.5	14.5	16.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	25.3	28.1	27.8	29.5
净负债比率(%)	-34.6	-41.2	-37.0	-42.9
流动比率	2.6	2.5	2.6	2.6
速动比率	2.0	1.8	2.0	1.9
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标 (元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.50	0.66	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.61	0.31	0.90
每股净资产(最新摊薄)	3.21	3.63	4.21	5.02
估值比率	-	-	-	-
P/E	43.3	33.1	24.9	18.6
P/B	5.1	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	33.7	25.8	19.3	14.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033