

美亚柏科(300188)

研究员: 马仁敏 执业证书编号: S0570510120059

☎ 025-83290929 ✉ marenmin1982@hotmail.com

🌐 http://t.zhangle.com/4055

分享电子取证和互联网内容安全市场高速成长的蛋糕

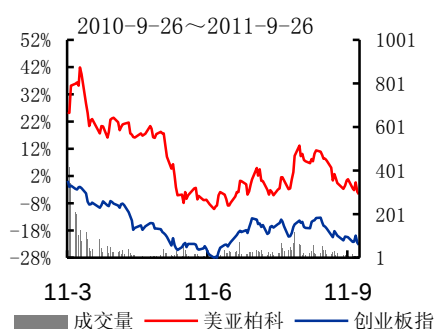
投资评级: 推荐(首次评级)

计算机应用 II

当前价格(元): 37.41

目标价格(元): 40.40

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 美亚柏科是一家专业从事电子数据取证和网络信息安全的技术研发、产品销售与整体服务的国家级高新技术企业。公司经历了“代理-消化吸收-自主研发”的发展路径，在电子数据取证行业中成长为龙头企业之一，市场份额逐年提升。

◆ 美亚柏科的主营业务可分为两个大类：电子数据取证与鉴定类和网络内容安全搜索与数字知识产权保护类。两个市场均属于新兴行业，尽管目前基数较小，但未来增长空间巨大。过去5年，受益于电子取证行业的高速增长和公司市场份额的不断提升，美亚柏科的主营业务收入复合增速在40%以上，净利润增速高达45%，公司电子取证产品的市场份额提升至2008年的42%，成为电子取证行业一家独大的龙头企业，在互联网信息安全领域也确立了一定的行业地位，2008-2010年公司的服务收入复合增速高达147%。

◆ 在销售方面，以培训带动销售的业务模式为公司收入持续快速增长奠定了坚实的基础；在产品方面，不断的研发创新和丰富的行业经验是公司的两大核心优势。未来三年，电子取证实验室的解决方案业务，“搜索云”与“取证云”平台有望成为公司业绩增长的助推器。

◆ 我们预计公司2011年-2013年的EPS分别为：1.01元，1.44元和2.08元。考虑到公司下游行业属于新兴市场，未来成长空间广阔；从基本面上看，公司核心竞争优势突出，行业龙头的地位稳固，能够长期分享行业高速增长蛋糕，同时正在研发中的项目和培育中业务在长期成长性方面有较多的爆发点，我们给予公司40倍的动态市盈率水平，6个月内的合理股价为40.4元，给予“推荐”的投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	5350.00
流通 A 股(万)	1350.00
52 周内股价区间(元)	35.7-57.95
总市值(亿)	20.36
总资产(亿)	7.05
每股净资产(元)	11.55

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	1.88	2.81	4.11	6.05
+/-%	52.66	49.30	46.50	47.10
净利润(百万)	41.05	53.77	77.08	111.20
+/-%	43.54	31.0	43.3	44.3
EPS(元)	1.03	1.01	1.44	2.08
P/E	48.76	37.04	25.98	17.99

美亚柏科信息股份有限公司成立于1999年,是一家专业从事电子数据取证和网络信息安全的技术研发、产品销售与整体服务的国家级高新技术企业。公司通过10年的发展,已经形成涵盖电子数据获取设备、电子数据分析系统、电子数据销毁设备、互联网内容安全搜索、网络数据防护等系统共100余款成熟产品,并与厦门大学、中国刑警学院等院校结成研发合作伙伴,形成了自己的研发和培训中心,在电子数据取证行业中成长为龙头企业之一,市场份额逐年提升。

一、电子取证和互联网安全行业分析: 新兴市场的空间巨大

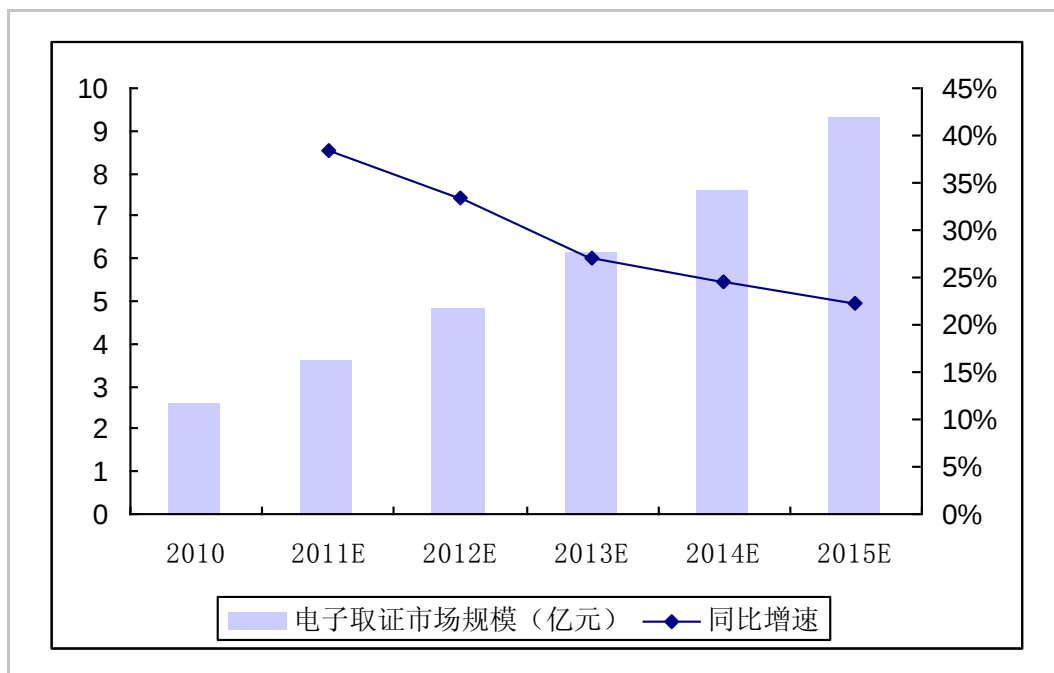
1.1. 电子取证和互联网信息安全都是新兴行业, 未来增长空间大

美亚柏科的主营业务可以分为两个大类: 电子数据类和网络安全类。其中电子数据类主要是电子数据取证业务和电子数据鉴定服务, 后者是在前者的技术上进一步的分析处理的业务; 网络安全类的产品主要有互联网内容安全搜索类产品、互联网数字知识产权保护服务。

电子数据取证的对象是虚拟空间的电子数据。一旦计算机硬盘、U盘、手机、数码相机等设备中存储的电子数据遇到存储介质被损坏、数据被删除等情况无法读取, 就必须通过电子数据取证技术进行恢复、提取和分析, 从而客观、真实地反映存储介质中的电子数据记录。从我国情况来看, 涉及侵犯计算机及网络系统中的电子数据的违法犯罪案件呈逐年增长态势, 所涉领域包括银行、证券、保险、贸易、工业企业以及国防、科研等各个行业。目前, 电子数据取证产品已在公安、检察院等司法机关得到初步应用。2009年全国司法机关的采购额已超过2.5亿元人民币。海关、工商、税务等行政执法部门也在执法过程中引入电子数据取证技术。根据赛迪顾问的预计, 在未来五年内, 电子数据取证行业的市场容量增长速度将至少保持在20%以上, 到2015年将超过9亿元。

电子数据鉴定是电子数据取证业务的衍生, 是指鉴定人运用电子数据鉴定工具和技术, 对诉讼或各种纠纷中涉及到的电子数据进行恢复、鉴别和判断并提供鉴定意见。目前国内仅有3%的案件使用到该技术, 随着渗透率的提升, 未来市场空间还很大。据统计, 我国从首例计算机犯罪(1986年利用计算机贪污案件)被发现至今, 涉及计算机网络的犯罪无论从犯罪类型还是发案率来看, 都在逐年大幅度上升。现在美国至少有70%的法律部门拥有自己的计算机取证实验室, 取证专家在实验室内分析从犯罪现场获取的计算机和外设, 并试图找出入侵行为。这些行为的路径有些是保存很好的, 有些是被故意删除的, 然而, 目前国际上专业进行电子物证取证软件研究或设备生产的机构提供的解决方案实际只覆盖了80%的取证领域, 其中在针对电子物证被损坏或删除的取证还仅仅停留于逻辑层上, 缺失的20%就是针对存储介质硬件级问题的解决方案。根据IDC的预期, 2010年全球电子数据取证市场的规模将达6.3亿美元, 到2011年有望达18亿美元。

图表 1: 中国电子数据取证市场规模 (亿元) 及增速

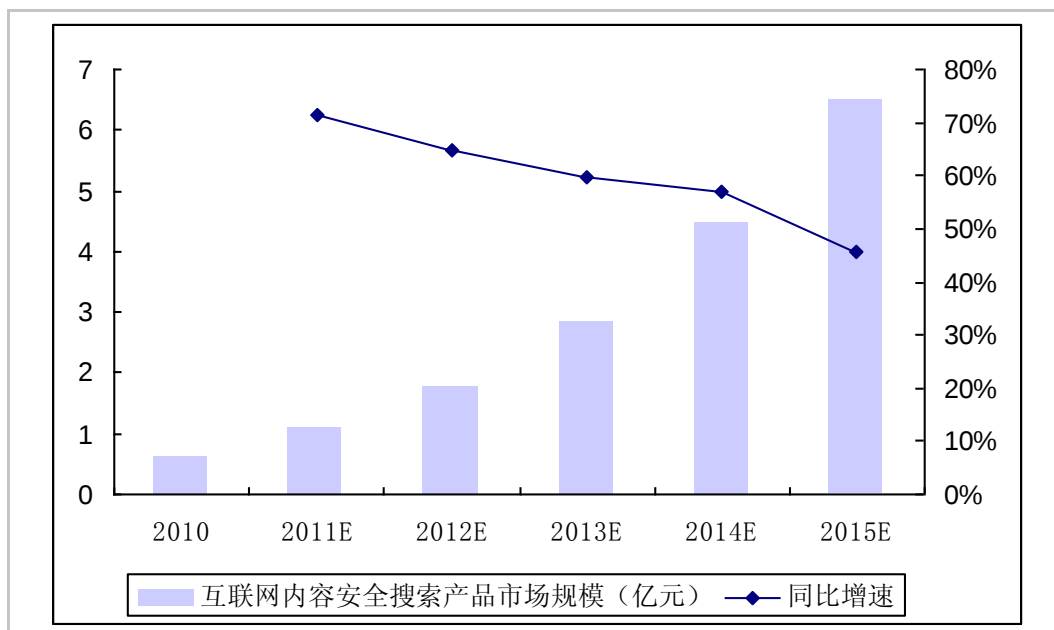


资料来源: CCID, 华泰证券研究所

互联网数字知识产权保护服务通过公司自主研发的数字知识产权保护平台为计算机和互联网为传播媒介的数字作品提供知识产权保护服务, 主要针对的权利主体有网游、影视、音乐、出版、商标以及计算机软件等数字作品, 以技术手段为主, 重点在帮助数字作品权利人从技术上实现侵权预警、调查取证、出具司法鉴定报告、协商索赔等全面维权服务。由于盗版的普遍存在, 电影、电视和网络游戏等数字文化产业每年损失大量的经济收入, 而互联网作为传播媒体, 传播源分散, 传播速度快, 及时性强这些特点又导致网络维权难度非常大, 互联网数字知识产权保护提供商利用自身研发技术优势, 为委托人提供实时监控, 检测报警等服务, 极大地节约了委托人的维权成本, 随着全国电影票房和网络游戏市场的快速增长, 对网络盗版维权的需求将日益扩大, 该市场的前景很光明。2010 年, 公司的维权服务覆盖国内 70% 以上的大片的网络维权业务, 而网络游戏和电视剧的网络维权的增速同样迅猛, 在迅速发展的网络维权行业中取得了先发优势。

近年来, 随着互联网日新月异的发展, 网络安全管理已经从原来的基础设施和应用软件层面转向内容层面, 政府和企业对网络舆情的监测和管理都呈现出迫切的需求。国内互联网内容安全搜索类产品主要应用于政府部门网上监管和企事业单位对上网行为进行管理, 主要是以软件产品和信息系统结合的构架方式进行销售的。目前市场处于起步阶段, 2008 年的市场销售额约 2085 万元人民币, 但是从 2006 年至 2008 年的市场规模的复合增速超过 100%, IDC 预计在未来 2-3 年内, 企事业单位的网络舆情管理业务将加速开展, 此类产品的需求仍将保持高速增长, 到 2015 年市场容量预计将超过 5 亿元人民币。

图表 2: 中国互联网内容安全搜索产品市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: CCID, 华泰证券研究所

1.2. 电子取证法规呼之欲出

随着网络购物的发展壮大, 网络购物维权时的举证难问题也越来越成为各界关心的热点。据 3·15 消费电子投诉网的不完全统计, 截至 2010 年底, 收到有关网络购物的投诉多达 1200 余件, 是 2009 年投诉量的近 1 倍。但真正转送工商等部门处理的仅有 20% 左右, 其主要原因就是消费者无法提供相应的证据。

尽管消费者在维权中, 能提供购物网站的消费记录等电子凭证, 但在现行法规下, 这些电子凭证却不在有法律效力的证据之列, 因此不能作为证据使用。对此, 科技部专家指出, 目前我国尚未有电子合同方面的相关法律法规, 在一定程度上造成了消费者网络购物维权时举证难的问题。为了解决这一问题, 应尽快让电子发票具有合法性。

为解决这些问题, 国家工商总局已于去年年末出台了《网络商品交易及有关服务行为管理暂行办法》; 去年两会期间, 国家工商总局副局长还透露, 为了打击网络交易中的各类侵权行为, 国家工商总局正在制定有关网络交易“异地查处”和“电子取证”的法规。

我们认为, 一旦电子取证的相关法规正式出台, 那么电子取证市场的快速增长将是大势所趋, 届时美亚柏科作为电子取证产品和服务行业的龙头企业, 凭借稳固的市场份额, 有望分享行业高速增长的蛋糕。

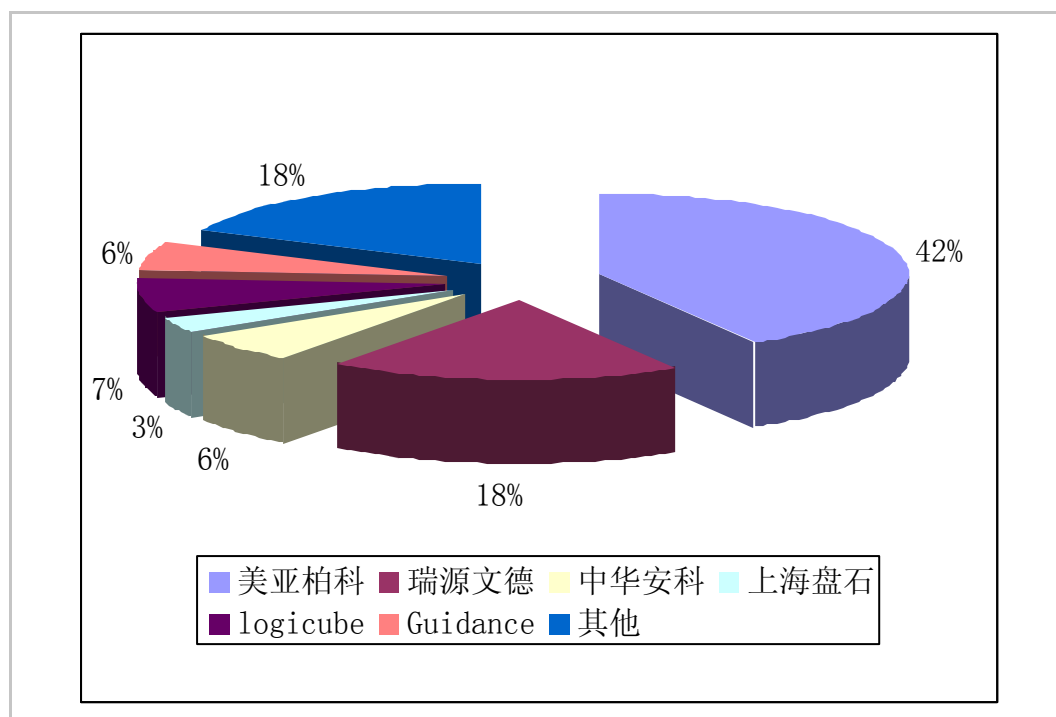
1.3. 电子取证行业一家独大, 互联网安全领域群雄并起

电子取证行业是近年来逐步发展起来的新兴市场, 2009 年全国司法机关的采购额已超过 2.5 亿元人民币, 我们预期, 随着国家不断加大对信息安全的投入, 电子数据取证行业将至少保持 20% 以上的速度向前

发展。预计在未来5年内，国内市场容量将超过10亿元。届时，电子数据取证行业将成为信息安全产业中的重要组成部分。同时，国内电子数据取证领域也涌现出一批快速成长的企业，如美亚柏科、中安华科、盘石、瑞源文德等。部分企业已具有自主研发能力，并掌握电子数据取证领域的多项核心技术。在电子取证市场中，公司起步较早，且已经经历了“代理—消化吸收—自主研发”的过程，自主研发了上百款电子取证设备，具备了较为明显的先发优势，目前在国内电子取证市场处于一家独大的行业地位，市场份额超过40%。

目前，国内互联网内容安全搜索产品市场的竞争厂商还很少，主要有拓尔思、美亚柏科、中搜、奇虎、北京方正电子政务信息科技有限公司等，其中一些厂商虽有此类产品，但不以此类产品为主业，比如中搜、奇虎等，所以市场份额比较低，同时此类产品多为管理类软件产品，暂时没有国外厂商参与竞争。从2008年的统计数据来看，2008年国内互联网内容安全搜索产品的市场销售额约2085万元，目前市场格局较为分散，集中度较低，尚处于起步阶段。美亚柏科大约18%的业务为网络信息安全产品，从技术上来看，国外的产品具有更强的性能，国内也有部分厂商做得比较出色，如奇虎360、金山软件、瑞星、东软等。美亚柏科专注于政府服务监管这一细分市场，如果有其他厂商进入，将面临激烈的竞争。

图表3：2008年中国电子数据取证市场占有率分布图



资料来源：CCID，华泰证券研究所

二、美亚柏科的竞争力分析：研发和销售能力突出，未来爆发点较多

2.1. 公司近年来收入快速增长，毛利率相对稳定

过去 5 年，受益于电子取证行业的高速增长和公司市场份额的不断提升，美亚柏科的主营业务收入复合增速在 40% 以上，净利润增速高达 45%，公司电子取证产品的市场份额提升至 2008 年的 42%，成为电子取证行业一家独大的龙头企业，在互联网信息安全领域也建立了一定的行业地位，2008-2010 年公司的服务收入复合增速高达 147%。

在产品价格方面，电子数据取证产品以硬件和软硬件结合产品为主，近 3 年产品价格变化不大，新产品或升级产品推出时价格会比同类型老产品提升 10%-40% 不等，随着产品销量增大，产品批量定制成本会有所下降，产品销售价格也会相应有所下降。公司的电子取证产品线超过 100 款，使用寿命在 5-10 年，随着新产品的不断推出，老产品价格趋于下降，但新产品推出速度较快保证了整体产品线的平均价格相对稳定。

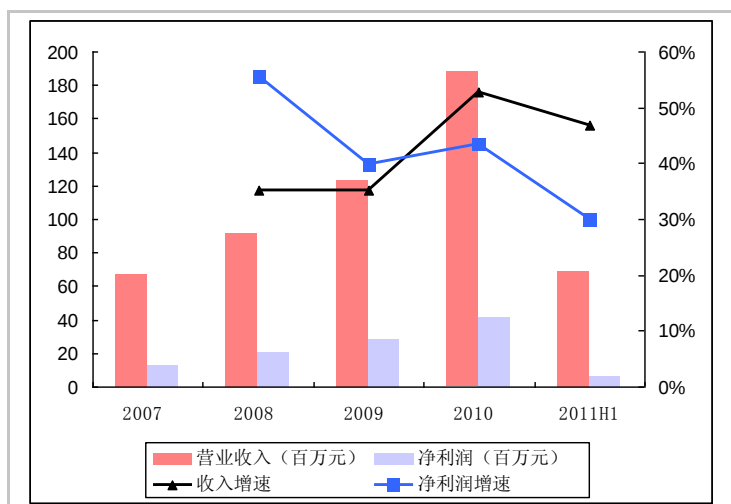
在原材料成本方面，公司采购的主要原材料有电子数据分析专用器件、电子数据获取专用器件、服务器、台式机及笔记本电脑、摄像机等，从原材料的价格变动情况来看，近三年内电子数据分析专用器件的成本呈持续下降趋势，降幅为 6.83%-9.78% 不等，这是因为电子数据分析专用器件的种类趋于稳定，随着采购数量的增加及供应商的开拓，成本呈持续下降趋势。公司的电子数据获取设备逐步趋于高端化，因而电子数据获取专用器件的成本由于性能改进也在不同程度的增加，涨幅从 3.24%-8.48% 不等；服务器、计算机及数码产品等标准品都是通过电子竞价系统竞价采购，价格的变动主要与市场竞争情况有关。根据摩尔定律，计算机硬件设备每 18 个月性能加倍，而价格减半，我们认为，未来几年，公司的原材料价格将不断下降。

公司 2011 年中报中披露，电子取证产品销售业务的毛利率为 55.63%，同比下滑 0.27 个百分点，网络信息安全业务的毛利率达 60.17%，同比下滑 36.29 个百分点，电子数据鉴定，互联网数字知识产权保护业务的毛利率为 65.43%，综合毛利率达 57.13%，同比下滑 7.08%。目前产品价格总体保持稳定，但上半年收入结构中，毛利率较低的硬件收入占比上升，因此导致综合毛利率下滑。

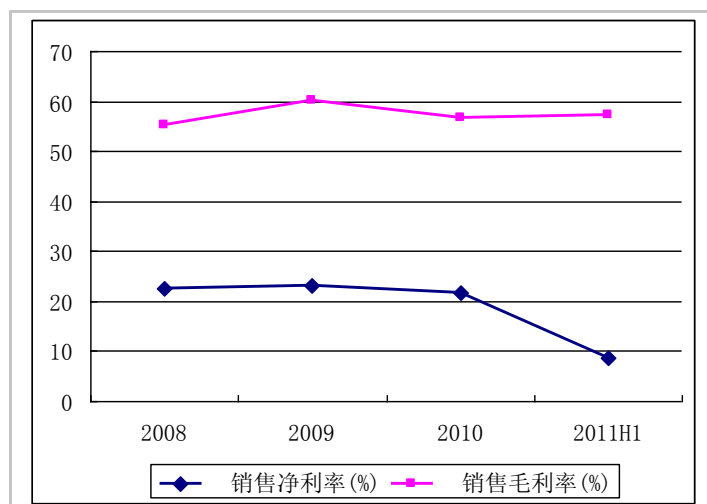
我们预期，由于支撑公司主营的最大业务，电子数据取证产品的毛利率稳定，且收入增长确定性强，因此，全年公司毛利率依然有望保持平稳，但由于网络信息安全行业的竞争将日益激烈，因此，该业务的毛利率水平未来依然有一定的下滑空间。

图表 4：美亚柏科营业收入与净利润变化情况

图表 5：美亚柏科销售净利率及毛利率变化情况



资料来源：公司年报，华泰证券



资料来源：公司年报，华泰证券

公司的管理费用和销售费用在 2010 年报中分别占据了主营收入的 24.59% 和 13.64%，而在 2011 年中报中的占比大幅增长到 34.76% 和 26.37%，直接导致了 2011 年上半年营业利润出现了 370 万元的亏损。从增速上看，2010 年和 2011 年上半年管理费用同比增长 60.04% 和 41.77%，主要由于近 2 年公司研发团队规模不断扩大，以及募投项目逐步推进后，人工和研发费用增长所致。销售费用近年来增速迅猛，2010 年和 2011 年上半年分别同比增长 50.77% 和 93.65%。最近的销售费用加速上涨，我们认为和公司上市后加大市场推广力度有关，而随着募投项目的推进，未来 2 年的管理费用也将保持继续上升的势头。

2.2. 研发能力突出和行业经验丰富是公司的两大核心优势

国内电子数据取证起步较晚，很多核心技术都掌握在国外知名取证企业或机构手中，给国内企业形成了很大的竞争压力。自 1999 年成立以来，公司经历了“代理—消化吸收—自主研发”的发展道路，掌握了电子数据取证领域的多项核心技术，形成了全系列具有自主知识产权的产品，树立了电子取证行业国内第一的品牌。公司作为国内电子数据取证行业的领军企业，技术实力能够和欧美厂商的产品进行抗衡。与国内竞争对手相比，公司已经具备了明显的研发先发优势，在技术上形成较高壁垒；而与国外行业龙头相比，公司产品的性价比较高，同时，由于国内司法监管对数据保密的敏感性，因此，国外对手抢占国内市场的难度较大。

近年来，公司的研发投入在收入中的占比不断提升，2010 年的研发投入已经超过主营收入的 10%，体现出公司对软件和产品设计方面的重视。公司产品中定制部件的研发、设计都是由公司完成，核心技术所有权属于公司。公司可以从制造商的生产能力、产品质量、定制价格等多方面考核，自由选择合适的定制厂商，这样，不仅可以充分利用制造商的技术优势，保证产品质量，而且能够有效解决产品产能问题，公司只需要选择具有相应生产能力的设备制造商便可以满足产品销量快速增长的需求，从而能有效避免因生产设备投入太大或专业人员培养周期较长导致的产能受限等问题。

公司通过持续的研发投入不断丰富产品线的同时，将技术创新应用于生产运营的各个环节以达到研发

投入的效用最大化。同一般的产品普遍采用 CPU 进行数据处理不同，美亚柏科采用独特的 GPU 并行计算技术，能够大幅度节约能源和提高检测处理的效率，而 GPU 相比 CPU 的缺点是只能进行整数级别的运算，对小数预算无能为力。在公司募投项目中的云计算处理中心里，采用了 CPU 与 GPU 嵌套结合的模式，在需要进行小数处理的时候转入 CPU 处理器进行运算，其他情景都是用 GPU 进行处理，既节约成本又兼顾功能完善性。募投项目达产后，云计算处理中心能够实现每秒 200 万亿次计算和 100TB 空间的存储，为海量信息处理提供雄厚的基础资源。

公司通过十多年专注于电子取证行业的经验积累，对各个行业客户对电子取证业务的需求非常熟悉。与司法部门的长期合作，使得公司产品相比于竞争对手的产品，能够更好的满足司法部门的用户需求，并且能够及时跟踪用户的新需求研发推出新产品。由于前期的培训，使得用户已经培养起对公司产品的操作习惯，具有一定的转移成本。上市之后，公司加快了在全国范围内架设服务和销售网点的进度，提高了客户需求的响应速度，使得客户粘性进一步提升。

2.3. 以培训带动销售的模式为公司收入快速增长奠定坚实基础

随着计算机和互联网引发的纠纷和犯罪案件的不断增长，司法，工商，税务等部门对电子取证服务的需求日益旺盛，而由于国内的电子取证行业尚处于起步阶段，电子取证相关的专业知识和技能的培训少之又少，用户希望了解电子取证方法却没有很好的途径。

公司以电子取证方法培训的模式，吸引潜在的客户来公司参加培训课程，培训课程系统的展示了现代电子取证方法和流程，从理论到实践对客户进行详尽的培训，并很好的结合客户的行业背景以及该行业对电子取证业务的需求，更重要的是在培训中植入对美亚柏科取证产品的操作培训，让潜在客户充分体验到公司电子取证产品的强大功能和电子取证服务的完善体系，建立起对公司产品和服务体系的信任。在培训结束后，公司与培训学员和学员所在单位保持长期联系，跟踪他们对电子取证业务的最新需求，继续做好营销和服务工作，在时机成熟的时候实现从学员向客户的转变。自公司创立该模式以来，已经有超过 100 期培训学员顺利毕业，其中不乏各省市的工商，税务，司法部门，并已经成功实现从潜在客户转变为客户的多个案例。

我们认为，公司以培训带动销售的销售模式创新是公司的核心竞争力之一。电子取证市场是新兴市场，众多潜在客户对电子取证业务的需求尚处于萌芽状态，通过培训营销模式，公司在培育市场的同时实现了跑马圈地，在潜在客户中建立了良好的知名度和忠诚度，为后期转变为公司业务伙伴奠定了坚实的基础。

图表 6: 公司的主要客户分布情况



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

2.4. 未来业绩增长的爆发点较多

◆ 2.5.1. 电子取证实验室的解决方案有望带动主营快速增长

现在美国至少有 70% 的法律部门拥有自己的计算机取证实验室, 取证专家在实验室内分析从犯罪现场获取的计算机和外设, 并试图找出入侵行为。最近 3 年, 公司根据电子取证用户的需求, 开发出取证和鉴定一条龙的取证实验室解决方案, 帮助客户在本地建立取证鉴定实验室。客户利用公司的取证设备进行现场取证之后, 可以在自己的鉴定实验室里面进行数据分析和证据鉴定, 极大的提高了电子取证流程的效率, 而取证鉴定实验室的推出也为公司创造出巨大的市场空间, 目前在全国已经布设了超过 200 家的实验室。我们认为, 未来这一块的业务的增长空间依然很大。

图表 7: 电子取证实验室的无尘工作间



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

◆ 2.5.2. “搜索云”和“取证云”成为电子数据鉴定服务和舆情管理业务的助推器

公司主要提供的服务为电子数据鉴定和互联网舆情管理服务。上市之后，公司开始逐步推出了“取证云”和“搜索云”服务平台，扩展服务范围和服务形式。

搜索云服务：网络时代，企业单位要树立良好的公众形象，必须了解自身的网络舆情状况；保证良好的网络舆论环境，对于网络舆情进行检测是十分必要的。网络舆情形形成迅速，对企业经营影响巨大。网络舆情是通过互联网传播的公众对现实生活中的某些热点、焦点问题所持有的较强影响力、倾向性的言论和观点，主要通过 BBS 论坛，博客，微博，新闻跟帖，转帖等实现并加以强化。

公司对门户新闻信息、论坛和博客信息进行实时采集，提供焦点新闻发现、传播角度分析、垂直搜索、策略定制、趋势预测、定性分析、潜在风险评估等功能。智能搜索负载保证了搜索任务的及时有效，数据在发布后 15 分钟内将会被采集到数据中心，用户不必担心搜索延迟。目前公安部对网络舆情的监控主要要是由网络警察人工完成，以信息系统的实时监控为辅助，公司为福建省公安系统构建的网络舆情监控系统运作良好，来自于福建省的网络敏感负面信息的监控中，有 60% 以上的信息源是由美亚的系统率先发现并预警的。

美亚柏科作为国内最早从事互联网搜索检测、研究的专业机构，在搜索检测和分析研究领域处于国内领先地位；公司拥有专业的搜索和分析研究运营团队和 500 多台信息采集终端，覆盖 20000 多个国内采集点和 1000 多个境外采集点，数据全面共享；公司监控资源库中涵盖了历史敏感信息发布源，包括 20 多万个 QQ 群，50 多万个微博和社交网站账户信息，公司对这些历史上率先爆出敏感信息的渠道进行实时监控，

能够大大提高第一时间发现敏感信息的概率，提升相应速度。

取证云服务：公司提出“小产品，大服务”的理念，致力于从电子取证产品销售向电子取证和数据鉴定服务的转型。依托于公司下属的福建中证司法鉴定中心，公司的“取证云”以云计算的模式，通过互联网进行取证，实现了电子数据固定，分析和报告导出全部网上实现的快速通道。作为全国首家通过 CNAS 实验室认证的非公开电子数据鉴定机构，中证司法鉴定中心是我国四大司法鉴定中心之一，也是唯一一家非公安系统的第三方电子数据鉴定机构。目前公司的鉴定中心已经成功完成了杭州地铁塌方事件，荆州传奇世界私服侵权案，全国首起“干扰机动车车牌号自编系统”案等电子数据鉴定业务，在业内建立了较强的知名度。随着国内司法制度改革不断推进，公众对提升司法公正的呼吁日益高涨，根据欧美等司法体制完善的国家的经验看来，将会有越来越多的司法鉴定，尤其是电子数据的司法鉴定转移到第三方非公的鉴定机构中实现，由此为公司的中证司法鉴定中心带来可观的业务收入，而借助“取证云”平台，能够大大降低电子取证和鉴定的成本，并提升鉴定效率，使得原先大量由于成本和效率因素而放弃司法途径解决的民事纠纷，网络纠纷等均有望成为“取证云”平台的潜在服务对象，未来这一空间的增长潜力巨大。

图表 8：取证云功能强大



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

◆ 2.5.3 数字知识产权保护平台前景广阔

公司自主研发的“数字知识产权保护平台”致力于包括网游、影视、音乐、出版、商标在内的知识产权保护工作，为数字作品权利人及传统作品的数字化发行与信息网络传播情况，提供侵权预警、调查取证、出具司法鉴定报告、协商索赔等全面维权服务。

目前，公司凭借“数字知识产权保护平台”，已经成功的为 100 多部电影作品，30 多部电视剧作品，10 多部网络游戏作品，以及网络出版物，体育赛事，软件作品等提供了维权服务，其中不乏《让子弹飞》、《宫

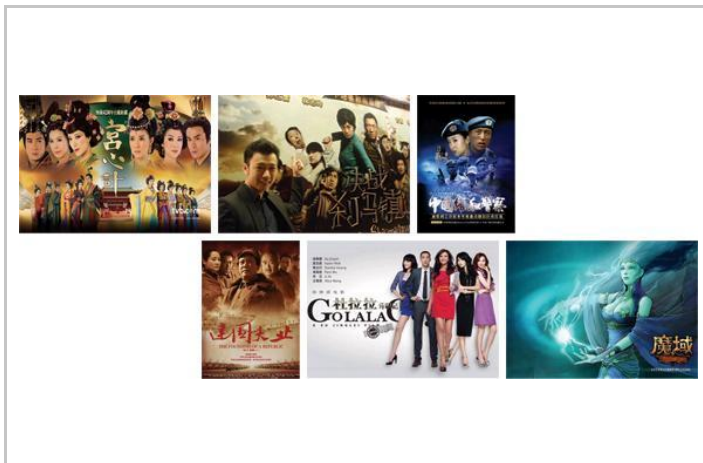
心计》和英超联赛等重量级的网络媒体作品，合作客户中不乏腾讯、戴尔、网易、中影集团、盛大在线等重量级的传媒公司，为今后的进一步宣传推广奠定了良好的口碑。目前该业务的盈利模式主要是根据网络维权所动用的平台运营成本和人工成本进行定价，单笔维权业务的收入量级仍然比较有限，而盗版问题对网络产品的负面影响要远大于其支付的维权费用，因此，我们认为，随着公司数字知识产权保护平台的知名度不断提升和维权案例的影响力不断扩大，基于“云计算”的数字知识产权业务的价格存在较大的上升空间，业务量也将有望实现快速增长。

图表 9: 数字知识产权保护平台运营流程



资料来源：公司网站，华泰证券

图表 10: 数字知识产权平台已经受理多起成功案例



资料来源：公司网站，华泰证券

三、盈利预测与估值

3.5. 盈利预测

根据以上的行业和公司分析逻辑，我们做出如下假设：

1、在电子取证和鉴定行业蛋糕不断增长的情况下，市场份额持续上升，公司的收入增速将超过行业的收入增速；而随着企业和政府对版权保护与舆情管理需求不断增长，公司的数字知识产权保护和舆情管理业务将实现快速增长，预计未来三年收入增速分别为：49.3%，46.5%，47.1%。

2、产品价格在未来3年将保持相对平稳的态势：电子取证产品随着新产品的推出，老产品价格逐步下降，但总的产品线价格保持相对稳定；随着公司搜索云平台知名度的不断提升和网络传媒对盗版打击范围的不断扩大，数字知识版权保护服务的价格仍然具有一定的上升空间；另外一方面，网络舆情管理市场虽然空间广阔，但由于进入门槛并不高，市场竞争将日益激烈，毛利率或将逐步降低。

3、电子元器件成本将逐步下降，供货量充足，市场竞争充分，原材料价格下降是大势所趋。综合2和3的观点，我们预期未来三年，公司的毛利率水平将维持在56%-58%的区间之内。

4、随着募投项目逐步启动，研发投入将持续增长，另外，公司上市后，研发人员规模增长，薪资上浮等都将成为成本带来一定压力，预期未来三年的管理费用复合增速将达到50%以上。

5、随着公司面对的市场越来越大，公司将在以培训带动营销的销售模式投入更多的人力和物力资源，

另外一方面，鉴定实验室解决方案业务的增长，也将推动客户对维护服务的需求，公司必然将加速销售和服务网点的构建，预期未来三年的销售费用复合增速将维持在 55% 以上。

6、出于谨慎性原则，未来三年的业绩预测中不予考虑“取证云”和“搜索云”等具有较大不确定性的业务增长对未来业绩的贡献。

根据以上假设条件，我们做出如下盈利预期，预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别为：1.01 元，1.44 元和 2.08 元。

图表 11：利润表（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	188	281	411	605
营业成本	81	123	177	254
营业税金及附加	2	4	6	8
营业费用	26	41	64	98
管理费用	46	70	105	157
财务费用	0	-3	-5	-6
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	31	43	63	92
营业外收入	18	20	28	39
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	48	63	91	131
所得税	7	9	14	20
净利润	41	54	77	111
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	41	54	77	111
EBITDA	34	46	66	99
EPS（元）	1.03	1.01	1.44	2.08

数据来源：华泰证券研究所

3.6. 相对估值

由于公司的收入构成中，60% 计入软件与服务收入，40% 计入硬件收入，因此，我们选取硬件与设备和软件与服务两个行业指数进行参照。目前技术硬件与设备行业的 ttm 和 2011 年市盈率约为 42 倍和 30 倍，软件与服务行业的 ttm 和 2011 年市盈率约为 44 倍和 32 倍，而公司对应的市盈率约为 48 倍和 38 倍，相比行业平均存在较为明显的估值溢价。考虑到公司下游行业属于新兴市场，未来成长空间广阔，公司软硬结合的运营方式将保证毛利率水平维持相对稳定；从基本面上看，公司核心竞争优势突出，行业龙头的地位稳固，能够长期分享行业高速增长的蛋糕，同时正在研发中的项目和培育中业务在长期成长性方面有较多的爆发点，我们给予公司 40 倍的动态市盈率水平，6 个月内的合理股价为 40.4 元，给予“推荐”的投资评级。

四、风险提示

4.1. 下游行业政策和法律改变的风险

目前公司约 70%的收入来自于电子取证产品和服务的业务，而这一业务的主要客户来自于司法行业，客户集中度较高，业务拓展同国家的政策法规、法律密切相关，如果政府对法律进行修改，该业务未来的增长将出现一定的不确定性。

4.2. 客户相对集中导致的收入季节性波动风险

司法部门上半年制定计划，下半年实施采购的习惯，导致公司收入存在明显的季节性波动，上半年在全年的收入占比较低。今年上半年，收入较低的同时增加了研发和销售的投入，直接导致公司的经营性利润出现亏损。随着公司的电子取证产品在工商、税务等部门的拓展初见成效，收入季节性波动剧烈的风险有望得到缓解。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	175	724	795	925	营业收入	188	281	411	605
现金	100	605	622	674	营业成本	81	123	177	254
应收账款	42	63	93	136	营业税金及附加	2	4	6	8
其它应收款	5	12	18	26	营业费用	26	41	64	98
预付账款	4	6	9	13	管理费用	46	70	105	157
存货	24	37	53	76	财务费用	0	-3	-5	-6
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	42	70	106	133	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	38	60	88	116	营业利润	31	43	63	92
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	18	20	28	39
其他	4	10	18	17	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	217	794	901	1058	利润总额	48	63	91	131
流动负债	79	98	137	192	所得税	7	9	14	20
短期借款	0	0	0	0	净利润	41	54	77	111
应付账款	21	32	49	68	少数股东损益	0	0	0	0
其他	57	67	88	125	归属母公司净利润	41	54	77	111
非流动负债	27	18	20	21	EBITDA	34	46	66	99
长期借款	11	11	11	11	EPS (元)	1.03	1.01	1.44	2.08
其他	17	7	9	10					
负债合计	106	116	157	213	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	40	54	54	54	成长能力				
资本公积	15	515	515	515	营业收入	52.7%	49.3%	46.5%	47.1%
留存收益	56	109	176	276	营业利润	25.0%	41.6%	44.7%	46.0%
归属母公司股东权益	111	678	744	844	归属于母公司净利润	43.3%	31.0%	43.3%	44.3%
负债和股东权益	217	794	901	1058	获利能力				
					毛利率	56.8%	56.0%	57.0%	58.0%
现金流量表					净利率	27.8%	21.8%	19.2%	18.7%
					ROE	37.1%	7.9%	10.4%	13.2%
					ROIC	83.0%	44.4%	41.3%	44.4%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	48.9%	14.6%	17.4%	20.2%
经营活动现金流	59	25	64	98	净负债比率	12.16%	10.50%	7.83%	5.84%
净利润	41	54	77	111	流动比率	2.22	7.35	5.78	4.81
折旧摊销	3	5	8	12	速动比率	1.92	6.97	5.40	4.41
财务费用	0	-3	-5	-6	营运能力				
投资损失	0	0	0	0	总资产周转率	1.06	0.56	0.49	0.62
营运资金变动	15	-28	-19	-31	应收账款周转率	5	5	5	5
其它	-0	-3	3	11	应付账款周转率	4.43	4.63	4.37	4.35
投资活动现金流	-15	-35	-41	-42	每股指标 (元)				
资本支出	15	35	41	42	每股收益(最新摊薄)	0.77	1.01	1.44	2.08
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.48	1.20	1.84
其他	0	-0	-0	-0	每股净资产(最新摊薄)	2.07	12.66	13.91	15.78
筹资活动现金流	-1	515	-5	-5					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	5	0	0	0					
普通股增加	0	14	0	0					
资本公积增加	0	500	0	0					
其他	-6	2	-5	-5					
现金净增加额	42	505	18	51					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。