

产品业务增长迅速，大服务开拓大空间

公司研究动态

◆产品业务国内领先，服务化是未来方向

公司是国内领先的电子数据取证与安全产品及服务提供商，电子数据取证产品在国内市场中的份额超过了 40%。我们认为在横向行业拓展与纵向区域渗透的带动下，取证产品未来三年复合增速有望达到 40% 左右，而在“小产品大服务”战略的带动下，公司互联网安全搜索服务、数字知识产权保护服务与数据鉴定业务前景远大，服务类业务收入占比将由 2010 年的 13.5% 提升至 2013 年的 35% 左右。

◆区域深入+横向拓展，取证产品复合增速有望达到 40%

司法机关是取证产品的主要销售市场，但之前仅覆盖了省部级及部分地市级单位，下一步基层市场的纵向拓展将创造数倍于此前的空间；另一方面，除了司法机关外，工商、税务稽查等行政执法部门和证监会、银监会等政务监管部门对于取证设备的需求也正在逐步培育当中，有望在未来 2-3 年进入快速增长阶段。预计取证产品业务未来 3 年 CARG 有望达到 40% 左右。

◆云服务模式将助推网络信息安全业务爆发

公司此前主要是采取新建系统的方式，满足公安、新闻与宣传等部门对于互联网内容安全搜索的需求，但该模式对于一般企事业单位而言往往代价过高，因此公司在今年推出了“搜索云”平台，通过 SAAS 方式为更多客户提供定制化的信息搜索与分析服务。目前该服务进展顺利，已和中金所等众多客户达成合作协议，我们认为该业务可以有效降低客户门槛，未来发展具备爆发性。

◆维权服务国内领先，品牌维权提供新看点

公司是国内首家通过技术手段进行数字知识产权保护的企业，目前已开展的包括影视、出版物和网游的维权服务，效果显著，公司还计划将相关技术应用于当前蓬勃发展的电子商务行业，帮助企业维护自身权益。我们认为，公司在影视等行业维权方面所取得的进展具备较强的示范效应，未来将经历由点到面的扩散过程，相关业务爆发的可能性较大。

◆“取证云”带动鉴定服务高速发展

目前国内电子数据鉴定行业处于成长初期，拥有良好的发展环境。随着公司分支机构设立和“取证云”的建设，以及加强对检察院、法院与律师等相关人员的培训，公司鉴定服务未来两三年内将保持 80%-100% 左右的增速。

◆给予买入评级，目标价 51.9 元

我们认为公司质地优良，战略思路清晰，商业模式的创新与探索能力较强。产品类业务发展为公司提供了业绩保证，而服务类新兴业务进展较快并且空间广阔，是真正实现云计算在技术与商业模式上进行较好结合的厂商，因此给予“买入”评级，6 个月目标价 51.9 元，对应 2012 年主营业务 P/E 为 30X。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	123	188	289	417	583
营业收入增长率	35.07%	52.66%	53.46%	44.39%	40.03%
净利润(百万元)	29	41	61	92	134
净利润增长率	38.78%	43.26%	48.43%	51.70%	45.27%
EPS(元)	0.54	0.77	1.14	1.73	2.51
ROE(归属母公司)	37.83%	37.05%	9.46%	12.76%	16.07%
P/E	65	46	31	20	14

买入(维持)

当前价/目标价: 35.01/51.9 元

目标期限: 6 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)

联系人

浦俊懿

021-22169117

pujunyi@ebsecn.com

符健

021-22169112

fujian@ebsecn.com

市场数据

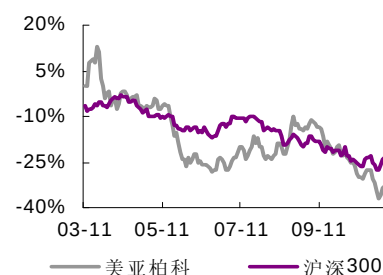
总股本(亿股): 0.54

总市值(亿元): 21.44

一年最低/最高(元): 31.00/57.95

近 3 月换手率: 28.75%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.73	1.74	0.00
绝对	-0.31	-7.58	0.00

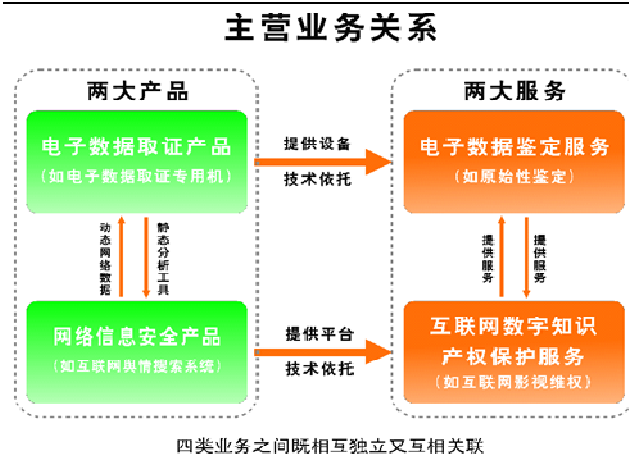
相关研报

产品业务快速增长，服务业务是未来看点
 2011-08-11
 电子取证业务国内领先，网络安全类业务前景广阔
 2011-02-28

产品业务国内领先，服务化是未来方向

公司是国内领先的电子数据取证与安全产品及服务提供商，电子数据取证产品在国内市场中的份额超过了40%。公司具体业务可分为电子数据取证和网络信息安全两大产品系列，以及电子数据鉴定服务和互联网数字知识产权保护服务两大服务体系。两大服务是两大产品的衍生，四项业务之间既相互独立又相互关联，形成了良好的业务发展格局。

图表 1：公司业务可分为两大产品与两大服务体系



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

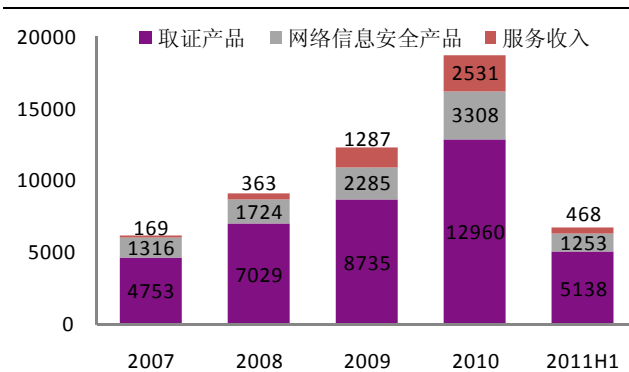
图表 2：公司主要业务概况



资料来源：2010 年报，光大证券研究所

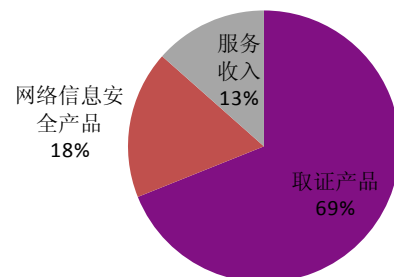
2010 年公司产品类业务在营收中的占比高达 87%，其中取证产品和网络信息安全产品的份额分别为 69%和 18%，而服务类业务在经历了 3 年年均 147% 的增长后，2010 年收入占比达到了 13%，重要性日益提升。

图表 3：公司分业务营收（单位：万元）



资料来源：公司报告，光大证券研究所

图表 4：2010 年各业务收入占比



资料来源：2010 年报，光大证券研究所

分业务来看，公司取证产品未来增长的动力一方面来自于产品向司法机关区县级市场的纵向渗透，另一方面来自于公司对工商、税务、海关等市场横向开拓，在两方面因素共同带动下，相关业务未来 3 年的增速将超过 30%。服务方面，在“小产品大服务”的战略指引下，公司将不断发展创新商业模式，将自身技术与客户需求紧密结合，以“云服务”的方式提供电子数据取证以及互联网内容定向搜索服务，具备广阔的发展空间，我们预计未来三年服务类业务的收入的复合增速仍将超过 70%。

取证产品业务复合增速有望达到 40%

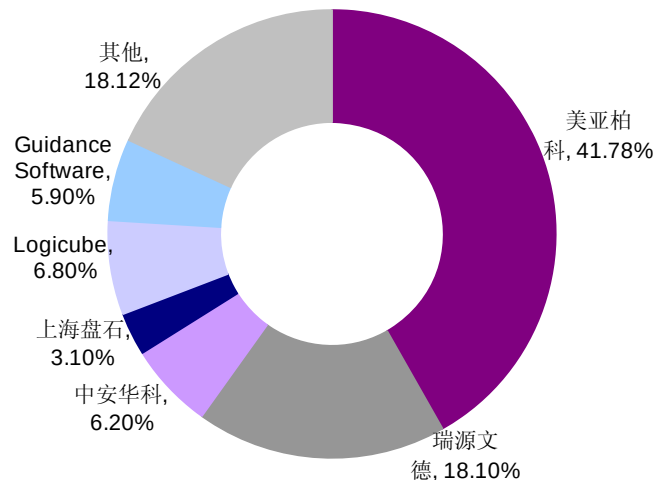
2.1、取证产品行业快速增长可期

电子数据取证产品主要用于对各种类型存储介质中的电子数据进行发现、固定、提取、恢复和分析，从而真实客观地反映用户的行为记录。目前国内取证产品市场规模较小，2008年市场容量仅为1.8亿元左右，其中司法机关是主要市场，占据了总需求的70%左右。

06-08年国内取证产品市场容量平均增速超过50%，我们预计未来行业将保持快速增长的势头。一方面，目前取证设备在司法机关仅覆盖了省部级及部分地市级单位，下一步基层市场的覆盖将创造更大的空间；另一方面，除了司法机关外，工商、税务稽查等行政执法部门和证监会、银监会等政务监管部门对于取证设备的需求正在逐步培育当中，有望在未来2-3年进入快速增长阶段；此外，由于存储技术的不断进步以及移动互联网、微博等新兴交互模式的飞速发展，取证产品大约3年左右即需要进行更新换代，从而带来不断的设备替换需求。

公司目前在电子数据取证产品市场份额领先，达到40%以上。与国外厂商相比，公司在本地化需求响应和信息安全方面更有优势，而与本土其他企业相比，公司在技术实力和品牌效应方面更胜一筹，因此领先地位较为稳固，将充分受益于国内电子数据取证产品市场的快速发展。

图表5：电子数据取证市场格局

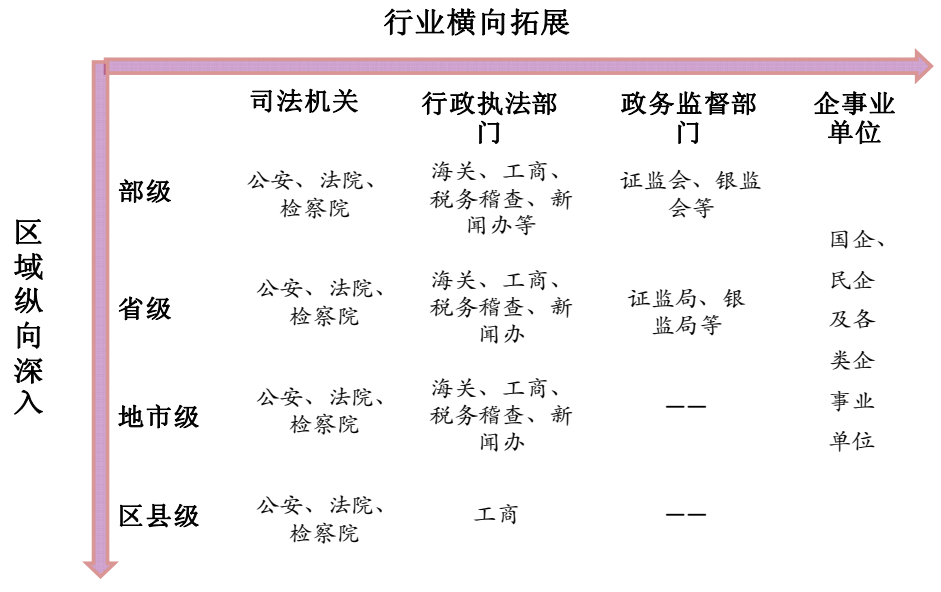


资料来源：招股说明书，光大证券研究所

2.2、横向行业拓展+纵向区域深入，未来增长空间大

面对着取证产品市场快速发展的良好机遇，公司将从纵向和横向两个方向进行拓展。纵向方面，公司将利用司法部门向地市一级和区县级单位配备取证设备的机遇，通过营销渠道下沉和提供符合基层单位使用需要的产品等方式占领市场；横向方面，公司将利用此前在司法部门应用的示范效应，不断增强渠道布局，向工商、税务、检察院等行政执法部门以及各类企事业单位市场进行拓展。

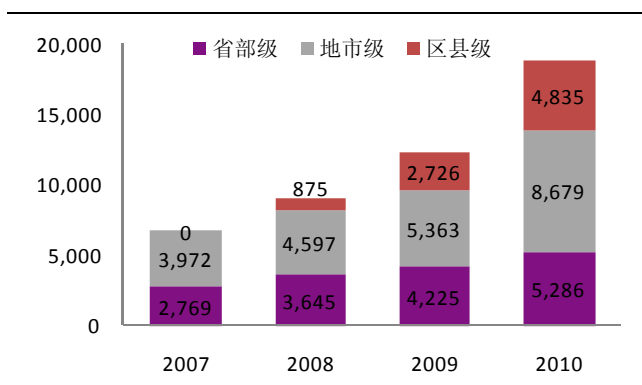
图表6：电子取证产品面临着行业横向拓展和区域纵向深入的机遇



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

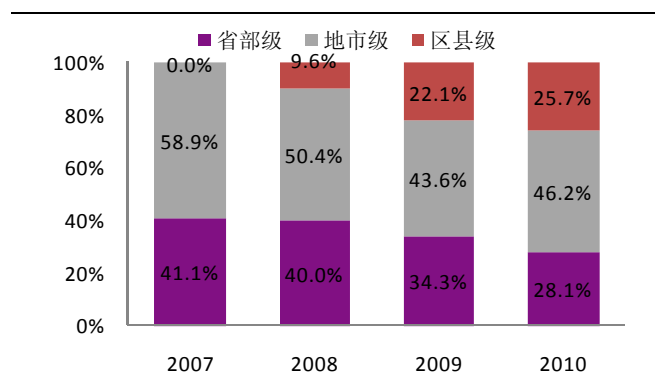
纵向拓展时，每向下拓展一个层级，面临的市场空间就将增长数倍。省部级往往仅有 30 多个单位，而地市级数量则增至近 300 个，区县数量接近 3000，因此即使基层单位往往投入规模较小，但是市场容量仍然会增加。过去三年，公司来自省部级单位的销售平均增速为 20.4%，而地市级与区县级市场的增速分别为 37.4% 和 135.1%，在销售中的占比也超过了 70%，由此可见地市级与区县级市场已经成为公司取证产品的主要市场和增长的主要动力来源。2010 年底公司针对区县级市场推出了“取证魔方”产品，该产品功能集成度高、使用简便、单价较低（十几万元左右），非常符合基层单位的使用需要。我们预计取证魔方将在今明两年呈现较大规模的放量，成为公司的“明星产品”。另外，公司也正在开发单价更低的警用取证装备，用于对计算机与手机等电子产品进行现场固定与取回数据，以便于拿回实验室进行分析，该设备将于明年推出，今后有望和提取指纹一样成为标准装备。

图表 7：纵向市场收入情况（单位：万元）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 8：纵向市场收入占比

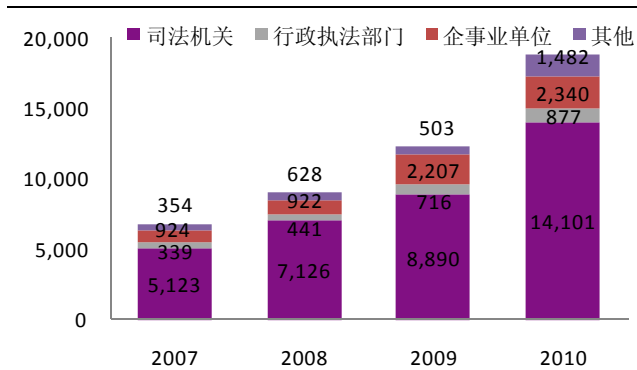


资料来源：公司资料，光大证券研究所

从下游行业来看，公司一直以来 70% 以上的收入来自于司法机关，与国内取证产品市场的整体结构相一致。不过，从去年开始，工商、税务与检察院等部门的需求呈现出爆发的趋势。工商部门在进行工商稽查时需要用到数据取证设备，另外，电子物证也是监管电子商务行业的关键手段，因此未来可能会配备至工商所这一级别的单位，总量巨大；税务部门未来也将应用取证设备用于税

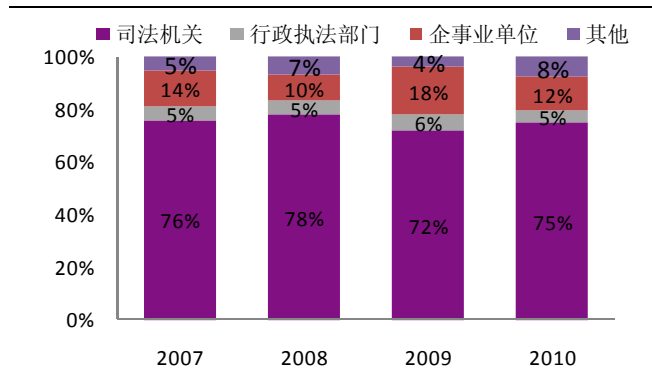
务稽查，产品主要在省部级与地市级单位使用；而检察院也在去年制定了现场取证的规范，要求各省检察院在三年内完成电子数据、物证实验室的建设。

图表 9：横向行业收入情况（单位：万元）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 10：横向行业收入占比



资料来源：公司资料，光大证券研究所

假定公安省部级、地市级与区县级单位平均投入分别为 500 万、200 万和 50 万，按照 32 个省部级单位、283 个地市级单位和 2863 个区县级单位测算，公安市场的市场容量即可超过 20 亿。以此类推，工商、检察院和税务部门将分别拥有 29.5 亿、17.8 亿和 3.5 亿的市场空间，总规模达到 70 亿元，而公司 2010 年相关收入仅为 1.3 亿元，因此发展空间足够。

图表 11：电子数据取证产品市场容量估算（万元）

	省部级	地市级	区县级	合计
数量	32	283	2863	
公安	500	200	50	215,750
工商	300	200	60	295,240
检察院	200	100	50	177,850
税务	200	100	-	34,700
合计	38,400	169,800	515,340	723,540

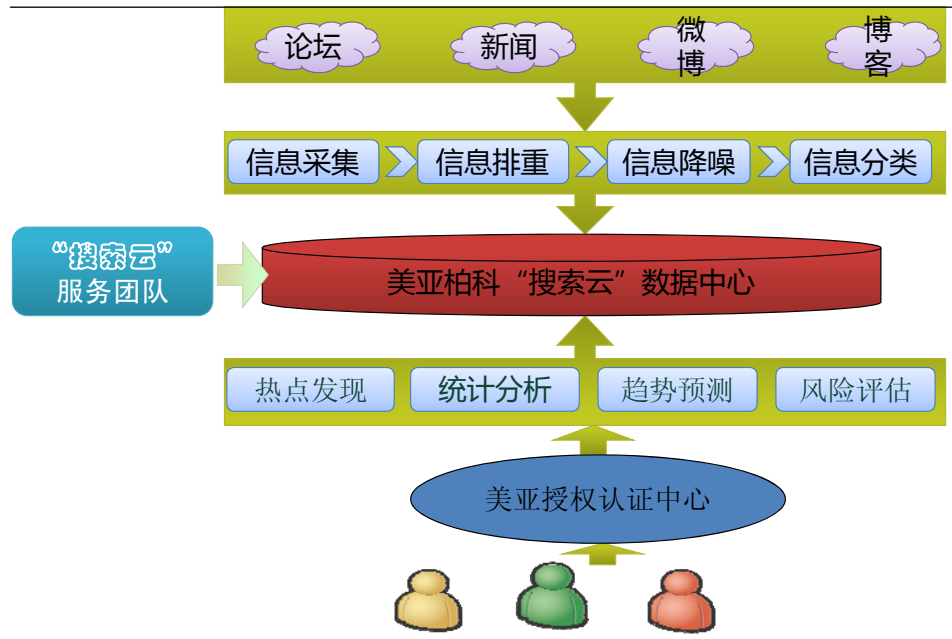
资料来源：光大证券研究所

同时，由于技术进步、数据接口更新等因素，公司产品每 3 年左右即需要进行更新，从而对公司产品带来持续不断的需求。此外，目前公司数据销毁设备在销售中的占比很小，随着国内客户保密意识的提高，特别是如果数据销毁成为政府、军工等部门的强制要求，则公司相关产品及服务拥有爆发式增长的潜力。我们认为在各方面因素的带动下，公司未来三年取证产品业务将保持 40% 左右的复合增速。

云服务模式助推网络信息安全业务爆发

公司信息安全产品主要包括互联网内容安全搜索和网络数据防护两类，之前主要是以新建系统的方式，满足公安、新闻与宣传等部门的需求。不过，除了这些有能力自建搜索系统的部门之外，还存在着大量的企事业单位，他们既不满于公共搜索引擎提供的针对性较弱、及时性较低的服务，也没有足够的购买力与技术能力去建设自有搜索系统，公司针对这一情况，在今年推出了“搜索云”平台，以 SAAS 服务的形式满足广大企事业单位对于低成本、高效率的互联网信息搜索与挖掘分析需求。

图表 12： 美亚“搜索云”平台架构



资料来源：公司资料，光大证券研究所

3.1、互联网安全搜索服务化是大势所趋

随着 Web2.0 时代的到来，互联网信息在社会与经济中的影响力日益增强，越来越多的社会事件通过论坛、博客与微博而获得广泛传播。由于互联网信息具有突发式、范围大、频次高、转化多等传播特性，其搜索收集与分析挖掘已成为政府部门的重要工作，同时也受到金融、卫生、教育科研等行业用户与广大企业单位的高度重视与持续关注。

一般的公共互联网搜索引擎如百度与 Google 虽然免费，但在准确性、实时性、安全性以及持续性方面都显得不足，无法满足各行业专业化的应用需求；而自建搜索系统虽然可以实现搜索结果的准确化和实时性，但实现成本过高，光是软件的成本就要几十万元，此外还需要在硬件方面进行大量投入，一般单位无法承担，而且由于技术更新较快，应用单位还需耗费大量人力物力对搜索系统进行持续升级和维护，因此自建系统的方式对于很多潜在用户来说既不经济，也不实际。针对这一情况，目前在安全搜索技术领域处于领先地位的厂商，如拓尔思与美亚柏科等，纷纷开始尝试建立在线软件运营服务平台，利用自身强大的计算基础资源和专业化的技术能力开拓互联网安全搜索这一前景广阔的市场。

我们认为行业化、专业化、定制化的专用搜索将成为继互联网公共搜索市场后的“第二桶金”，而搜索的服务化是大势所趋。按照赛迪预测，国内云计算已进入起飞阶段，商业模式的构建成为关键，大量的应用解决方案有望出现。在云计算发展的浪潮中，我们最看好的厂商不是硬件与系统集成商，而是能够通过“云”实现商业模式创新或降低用户门槛的厂商，即为现有客户提供新服务，或者将现有产品以服务的形式提供给新用户，通过降低门槛实现客户数量的爆炸式增长。而互联网信息搜索与挖掘分析服务符合我们关于降低门槛后客户数量将大幅增长的标准，预计相关产业将成为云计算应用的重要内容。

目前互联网安全搜索服务行业处于发展初期，服务内容较为有限，服务经验也不足，不过随着各厂商经验的积累以及对下游行业需求理解的不断加深，服务范围可以由单纯的信息采集向信息的二次开发与利用、增值服务、指数制作以及行业报告等高端产品演进，实现信息价值的深度开发与挖掘。而由于企业的经营、管理与竞争对信息的依赖程度与日俱增，因此行业客户信息资源获取、分析和整合的需求不断提高，搜索服务行业发展前景远大。

3.2、“搜索云”进入推广阶段，规模化拓展后效益可观

公司互联网信息安全产品的单价大约在几十万至百万元左右，一般企事业单位往往难以购买和使用，面对着互联网安全搜索这一巨大的市场，公司于2010年底推出了“搜索云”平台，通过该平台各类企事业单位将可以以单次服务缴费或者按月缴费的方式，获得定制化的互联网信息搜索与分析，每年仅需付几千元到几万元不等，拥有成本大大降低。

公司“搜索云”平台今年已进入运营与推广阶段，目前进展较为顺利，已和诸多金融单位达成了合作意向，提供基于互联网的立体金融信息搜索。鉴于信息与数据对金融行业的重要意义以及金融行业强大的支付能力，我们认为这一市场拥有很好的发展前景，公司也将尝试以分成的模式与合作伙伴一起分享这一“蛋糕”。除了行业客户外，普通企业对于及时发现与获取和自身及行业相关的舆情信息也有较为强烈的需求，公司将依靠不断扩大的营销网络和服务队伍进行市场拓展。另外，我们认为公司也有可能与电信运营商等公众服务商进行合作，针对大众提供定制化的信息推送服务，从而将客户群体由原先的政府和企业扩展至普通大众这样的海量用户市场。

与一般搜索工具只能提供定向搜索不同，公司搜索服务还可以提供热点发现与追踪的功能，有利于客户掌握较为全面的网络舆情；同时，新闻、论坛、博客、微博、手机WAP等媒介也得到了全方位的覆盖，不留信息死角。而公司拥有的超算平台以及广泛分布的信息采集终端为海量信息采集与处理提供了雄厚的基础资源。我们认为公司公安部门舆情系统80%左右以及占整个舆情市场30%多的份额证明了公司在舆情搜索方面技术实力突出，具备将该技术推向更广泛用户的良好基础。

公司目前云服务处于起步阶段，在对客户的需求以及业务推广模式进行摸索之后，该业务将进入爆发式增长阶段。我们认为对于公司而言搜索技术的提供只是一方面，更重要的是对于行业客户应用需求的深入了解与掌握，而公司通过业务推广所积累起的经验，有助于逐步建立在搜索服务市场的竞争优势与壁垒。由于该服务边际成本较低，因此客户规模化拓展后效益将非常可观。

维权服务国内领先，品牌维权提供新看点

4.1、技术维权优势显著，市场前景良好

数字化的信息具有复制容易、传输方便和形态多样等特点，使得互联网环境下的侵权活动大量存在，而维权也较传统环境更加困难。公司是国内首家通过技术手段进行数字知识产权保护的企业，目前已开展的包括影视、出版物和网游的维权服务，效果显著，公司还计划将相关技术应用于当前蓬勃发展的电子商务行业，帮助企业维护自身权益。

目前国内外权利所有者维权的方法还是以司法手段为主，在侵权行为发生后采取诉讼的手段达到维权和获得补偿的目的，但这种方式效率较低，很难达到快速高效的维权目标，因此越来越多的权利人希望采取预先维权的方式防止侵权行为的发生。目前以技术手段进行预先维权的方式在影视业、网络游戏等行业已得到了初步应用，很好地防止了盗版现象的发生。

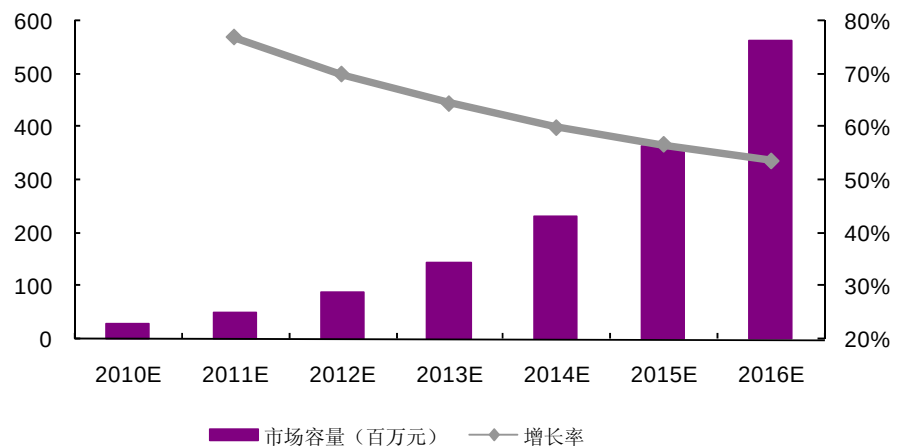
图 13：电子商务、网游、影视等行业为维权服务提供广阔空间



资料来源：光大证券研究所

我们认为社会的信息化和经济活动的网络化是必然趋势,如果不加以防范与治理,商标侵权、钓鱼网站、影视盗版、网游私服对权利人和普通大众造成的侵害将日益显著,而传统司法程序无法满足网络维权的时效性要求,因此通过技术手段进行预先维权的服务方式拥有良好的市场前景。按照赛迪的预计,相关市场在2008年的规模仅为820万元,而到2016年市场容量将超过5亿元。

图14：互联网数字知识产权保护服务规模预计



资料来源：CCID、光大证券研究所

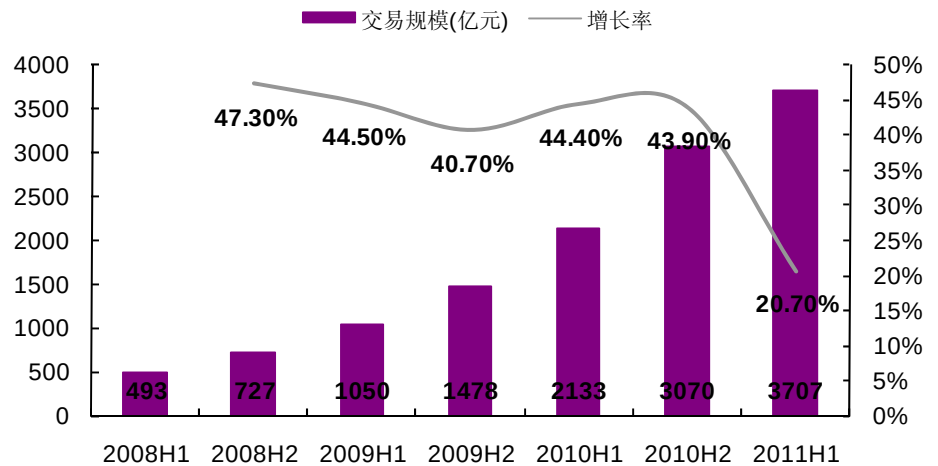
4.2、由点到面扩展，维权服务具备爆发性

公司的维权服务定位于以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、网络出版物、商标以及计算机软件等数字作品。公司借助多年积累的网络内容安全搜索技术和信息分析技术,通过云服务平台帮助数字作品权利人从技术上实现预防、预警;当互联网上出现侵权情况的时候,能及时发现和实时监测,并通过与电信运营商等资源整合,帮助权利人及时通知侵权主体删除侵权作品,防止侵权作品的进一步扩散,协助权利人进行维权诉讼。

公司2007年开始做技术维权,取得了良好效果。2010年国内70%的大片由公

司提供维权服务，而网游方面也覆盖了《魔域》、《问道》等十余款，获得了包括中影、新画面、美国电影协会、TVB、乐视网、网龙、搜狐、盛大、网易在内的大量客户的认可。不过，我们认为影视与网络游戏市场整体容量较为有限，而国内电子商务行业的兴起，有望为公司商标与品牌维权服务打开新的更大的空间。

图15：2008H1-2011H1网上零售交易规模



资料来源：易观国际，光大证券研究所

近年来国内电子商务行业异军突起，成为经济发展中的重要亮点。网络销售额连年快速增长，电子商务网站与平台如雨后春笋般涌现，团购等新模式层出不穷。不过，随着行业的发展，一些侵权现象也屡见不鲜，如仿冒商品在淘宝等在线商务平台大行其道、钓鱼网站大量涌现，不仅严重损害了权利所有人的经济利益，还有可能对品牌形象也带来负面影响。不过之前由于手段有限，厂商无法对网络上的仿冒商品和非法网店进行及时搜索和有效清除，而公司提供的技术维权服务具有及时高效的特点，具备良好的推广前景。随着网络渠道在商品销售中的重要性日益提高，公司的服务还有可能进一步延伸，如协助企业进行渠道管理与监控等。

维权服务的收费一般有两种模式，一种是按月收费，如影视剧，标准大约是每个月20万元左右，服务期限覆盖电影档期；另一种是按业务量收费，如网游及品牌维权，按照私服数量或者维权工作量进行收费。相对于数百万甚至上千万的票房或品牌侵权损失而言，公司的维权服务提供了高效率、低成本的实现方式，对于客户来说应具备较强的吸引力。

公司下半年可能会一些国外奢侈品品牌形成合作，提供维权服务。我们认为，公司在影视等行业以及奢侈品品牌维权方面所取得的进展具备较强的示范效应，未来将经历由点到面的扩散过程，相关业务爆发的可能性较大。

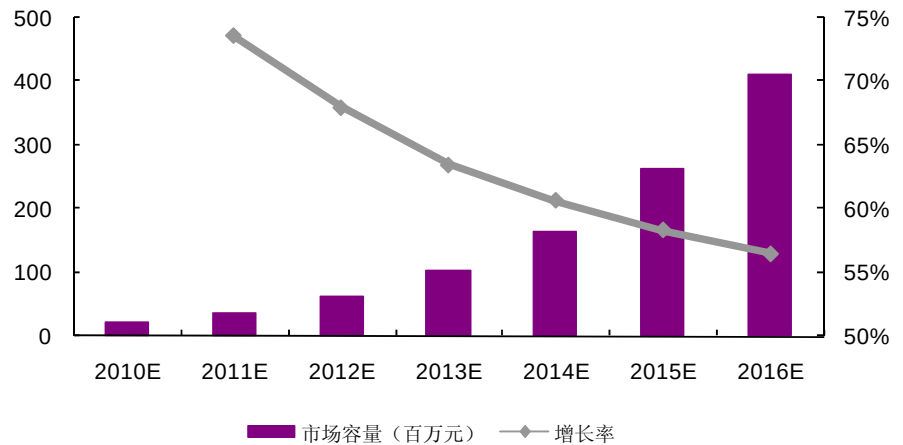
“取证云”带动数据鉴定业务高速发展

公司通过旗下拥有的福建中证司法鉴定中心开展电子数据鉴定服务，该中心于2005年获得司法鉴定许可，是国内四大主要的电子数据鉴定中心，也是国内首家通过CNAS认可的非公电子数据鉴定机构。

目前我国电子数据鉴定行业处于成长初期，拥有良好的发展环境。一方面，随着社会信息化水平的提高，涉及到电子证据的案件在总案件中的比例也越来越高，电子数据的鉴定作为对传统司法鉴定方式的补充，将发挥越来越重要的作用；另一方面，电子证据的效力已逐步获得了司法机关的认可，随着取证及鉴

定相关法律法规的不断完善，电子数据鉴定在司法诉讼中的运用会逐渐普及，从而带来独立第三方电子数据司法鉴定业务的长足发展。目前每年由电子数据鉴定机构受理的案件不到十万起，不到案件总数的 3%，具有非常大的增长空间。据赛迪预计，该市场的容量将由 2008 年的 610 万元增至 2013 年的 1 个亿左右。

图16：电子数据司法鉴定市场规模预计



资料来源：CCID、光大证券研究所

目前公司鉴定服务主要是办案单位介绍，因此受理范围较为有限，不过，随着公司在全国各地分支机构的设立和“取证云”的建设，市场宣传和服务渠道将得到有效增强；同时，公司也将加强对检察院、法院与律师等相关人员的培训，普及电子数据鉴定的观念，我们认为这些措施都有助于一般单位或个人的鉴定服务需求的快速增加。公司去年电子数据鉴定业务收入约为 1000 余万元，我们认为未来两三年内相关收入未来将保持 80%-100%左右的增速。

三、优势明显，有助开拓新兴市场与新兴应用

产品与技术优势

国内电子取证行业起步较晚，核心技术多掌握在国外知名企业手中，而公司通过多年努力，已走出“代理-消化吸收-自主研发”的道路，掌握了多项核心技术，形成了全系列具有自主知识产权的产品和较为完整的解决方案，可以与欧美厂商相抗衡。而在互联网内容安全搜索方面，公司也是国内首家开发出相关产品的厂商，在信息搜索深度、范围和速度方面也有着独特优势。

与国外厂商相比，公司产品针对国内用户需求而开发，个性化与本地化程度较高，并且操作简单、使用方便；而国内竞争对手中真正具备核心技术的企业不多，大多还是以代理国外产品为主，因此公司在相关领域产品与技术优势明显，未来市场份额仍有进一步上升的可能。

品牌效应与客户优势

公司以优良的产品和优质的服务，已在电子数据取证行业树立起第一品牌的形象，而网络信息安全产品也已被政府相关部门广泛采用，市场占有率高，形成了良好的品牌效应，在互联网知识产权保护领域，公司也通过对大量影视剧的保护，形成了一定的市场知名度。

公司主要客户是司法机关，这些单位往往是国家、省、地市、区县四级垂直结

构成,公司目前在省部级市场的良好基础为地市级和区县级市场的推广形成了良好的示范效应。另一方面,公司与国内各级司法机关建立了良好的合作关系,这些客户对电子数据取证的要求是最高的,为公司向工商、税务等行业市场拓展打下了良好的品牌和信任基础。

商业模式创新与市场先发优势

电子取证、互联网安全搜索与技术维权服务均属于新兴行业,除了技术上需保持领先外,在商业模式上也需要不断进行创新与探索,这样才能有效培育和占领市场,并在此过程中实现自身的快速成长。

面对着司法及政府部门等行业客户,公司采取了以培训带动销售的业务模式,取得了良好效果,同时,公司还推出了国内首个电子数据取证领域的认证考试MCE,对于巩固行业领先地位和促进市场营销有着积极意义。另外,公司也探索出“聚零为整”的销售模式,通过为客户建设“电子数据取证实验室”而提供整体化的解决方案,从而促进多种产品的销售并提高客户粘性。而在知识产权保护服务领域,公司也是国内率先尝试以技术手段进行维权的厂商,并在市场推广中取得初步成效。我们认为公司不仅在技术方面有着深厚积累,而且在商业模式的探索方面体现出思路开阔和积极进取的特点,有利于不断为现有技术开辟新的应用领域,打开新的成长空间。

五、盈利预测

我们预计在纵向渗透与横向拓展的带动下,公司数据取证产品 11-13 年增速分别为 48.7%、38.9%和 33.3%,而毛利率将小幅下滑。

预计网络信息安全产品未来三年增速分别为 51.7%、37.7%和 31.4%,今年增速较高主要是因为增加了较多软硬件结合的产品,这同时也导致了毛利率的由此前的 90%以上降至 78%左右。

数据鉴定、数字知识产权保护服务收入在分支机构扩张和云服务平台运营的带动下,11-13 年收入增速分别达到 80%、75%和 70%。

由于人员的快速增加、分支机构的设立以及其他行业市场的开拓,公司销售费用率将有所提高,而管理费用则由于收入的快速增加而略有下降,11-13 年销售与管理费用率合计分别为 37.7%、36.5%和 35.2%。

图表 17: 美亚柏科主营业务收入及利润预测 (单位:百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
电子数据取证产品	129.6	192.7	267.7	356.9
毛利率	43.8%	44.3%	42.5%	42.2%
网络信息安全产品	33.1	50.2	69.1	90.8
毛利率	93.2%	78.7%	78.4%	78.1%
数据鉴定、数字知识产权保护服务	25.3	45.6	79.7	135.6
毛利率	93.2%	78.7%	78.4%	78.1%
总收入	188.0	288.5	416.6	583.3
综合毛利率	43.8%	44.3%	42.5%	42.2%
销售费用率	13.6%	14.0%	13.5%	13.2%
管理费用率	24.5%	23.8%	23.0%	22.0%
EPS (元)	0.77	1.14	1.73	2.50

资料来源:公司资料,光大证券研究所

根据以上假设，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.14 元、1.73 元和 2.50 元，复合增速达到 48.3 %。

六、估值水平

作为安全产品及政府应用方案解决方案商，美亚柏科的估值应参照A股类似的应用软件商，如拓尔思、卫士通等公司。根据Wind一致预期，9家可比公司2011与2012年平均动态市盈率分别为38倍和26倍，而公司的动态PE分别为30.7倍和20.2倍，显著低于行业平均水平。我们认为应用软件板块目前估值已具备一定吸引力，未来存在一定的上涨空间，给予2012年30倍主营业务P/E是合理的，得出合理价值51.9元。

图表 18：可比公司估值

代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
300229	拓尔思	28.07	0.50	0.68	1.06	55.9	41.0	26.5
300253	卫宁软件	36.00	0.66	0.99	1.40	54.5	36.3	25.6
300182	捷成股份	36.15	0.60	0.94	1.39	60.4	38.6	26.0
300036	超图软件	20.91	0.38	0.51	0.73	55.7	41.0	28.6
002376	新北洋	20.51	0.37	0.56	0.80	55.2	36.9	25.5
002268	卫士通	18.27	0.38	0.54	0.75	48.5	33.6	24.3
	平均	26.65	0.48	0.70	1.02	55.01	37.91	26.08

资料来源：公司资料，光大证券研究所

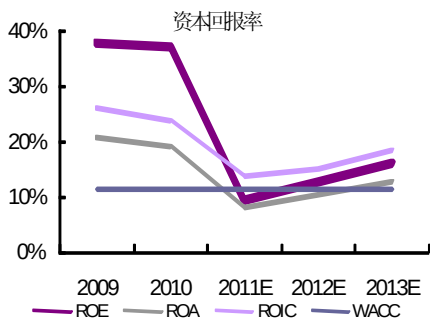
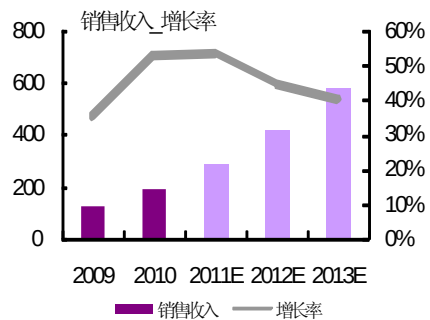
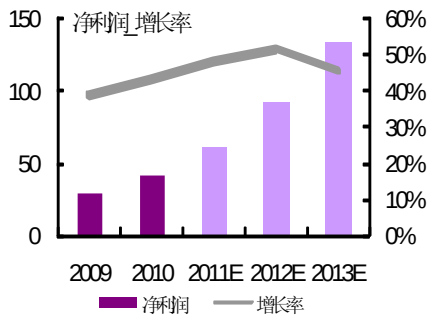
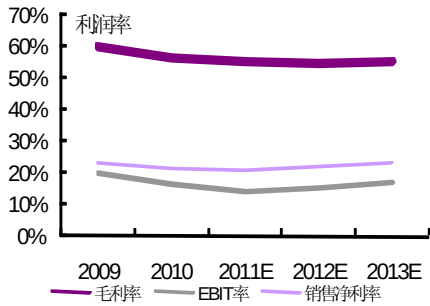
七、投资评级

我们认为公司质地优良，战略思路清晰，商业模式创新与探索能力较强。产品类业务发展为公司提供了业绩保证，而服务类新兴业务进展较快并且空间广阔，是真正实现云计算在技术与商业模式上进行较好结合的厂商，因此给予“买入”评级，6个月目标价 51.9 元，对应 2012 年主营业务 P/E 为 30X。

八、风险分析

产品销售季节性不均衡风险：公司产品销售收入在上、下半年具有不均衡的特点，因为公司产品主要销售于司法机关、行政执法部门等，这些客户的普遍特点是，上半年制订计划、预算审批，下半年实施和验收。因此，公司产品销售收入实现主要集中在下半年尤其4季度，存在季节性不均衡风险。

行业拓展进入慢于预期风险：公司计划在未来二三年内进一步培育和拓展其他政务监管机构（保监会、银监会等）、金融机构、大型企事业单位等市场。这些行业客户对与公司取证产品存在着较为强烈的需求，但是推广进度存在一定不确定性。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	123	188	289	416	583
营业成本	49	81	129	188	259
折旧和摊销	2	3	5	8	10
营业税费	2	2	4	5	8
销售费用	17	26	40	56	77
管理费用	29	46	71	99	134
财务费用	0	0	-4	-8	-8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	25	31	45	72	109
利润总额	33	48	69	105	152
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	28.65	41.05	60.92	92.39	134.17

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	139	217	756	881	1,049
流动资产	104	175	612	675	793
货币资金	57	100	510	532	598
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	31	42	70	101	139
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	2	5	6	8	12
存货	11	24	19	25	31
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19	38	73	115	148
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	63	106	111	157	213
无息负债	56	93	111	157	213
有息负债	7	13	0	0	0
股东权益	76	111	644	724	835
股本	40	40	54	54	54
公积金	17	22	487	496	509
未分配利润	18	49	104	175	273
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	35	59	54	92	136
净利润	29	41	61	92	134
折旧摊销	2	3	5	8	10
净营运资金增加	6	33	60	50	62
其他	-2	-19	-72	-58	-70
投资活动产生现金流	-8	-15	-110	-70	-60
净资本支出	8	15	110	70	60
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-16	-31	-220	-140	-120
融资活动现金流	-9	-1	466	0	-10
股本变化	30	0	14	0	0
债务净变化	-1	6	-13	0	0
无息负债变化	22	37	18	46	56
净现金流	17	42	410	22	66

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.07%	52.66%	53.46%	44.33%	39.97%
净利润增长率	38.78%	43.26%	48.43%	51.65%	45.22%
EBITDA 增长率	36.91%	27.57%	34.90%	54.83%	55.71%
EBIT 增长率	35.72%	25.17%	32.52%	54.94%	58.03%
估值指标					
PE	65	46	31	20	14
PB	25	17	3	3	2
EV/EBITDA	53	41	32	21	14
EV/EBIT	57	45	36	24	15
EV/NOPLAT	66	53	41	27	17
EV/Sales	11	7	5	4	3
EV/IC	17	13	6	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	60.16%	56.77%	55.30%	54.74%	55.51%
EBITDA 率	21.54%	18.00%	16.00%	17.16%	19.09%
EBIT 率	19.91%	16.33%	14.26%	15.31%	17.29%
税前净利润率	26.72%	25.79%	24.00%	25.21%	26.16%
税后净利润率 (归属母公	23.27%	21.83%	21.12%	22.19%	23.02%
ROA	20.62%	18.93%	8.06%	10.48%	12.80%
ROE (归属母公司) (摊	37.83%	37.05%	9.46%	12.75%	16.06%
经营性 ROIC	26.03%	23.80%	13.57%	14.93%	18.39%
偿债能力					
流动比率	1.98	2.22	6.82	5.14	4.35
速动比率	1.76	1.92	6.61	4.95	4.17
归属母公司权益/有息债务	10.46	8.59	-401052.32	-450984.27	-520134.90
有形资产/有息债务	18.82	16.46	-432288.11	-504396.27	-602187.43
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.54	0.77	1.14	1.73	2.51
每股红利	0.00	0.00	0.23	0.43	0.75
每股经营现金流	0.65	1.10	1.01	1.72	2.55
每股自由现金流(FCFF)	0.20	-0.33	-2.34	-1.00	-0.35
每股净资产	1.42	2.07	12.04	13.54	15.62
每股销售收入	2.30	3.51	5.39	7.78	10.89

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

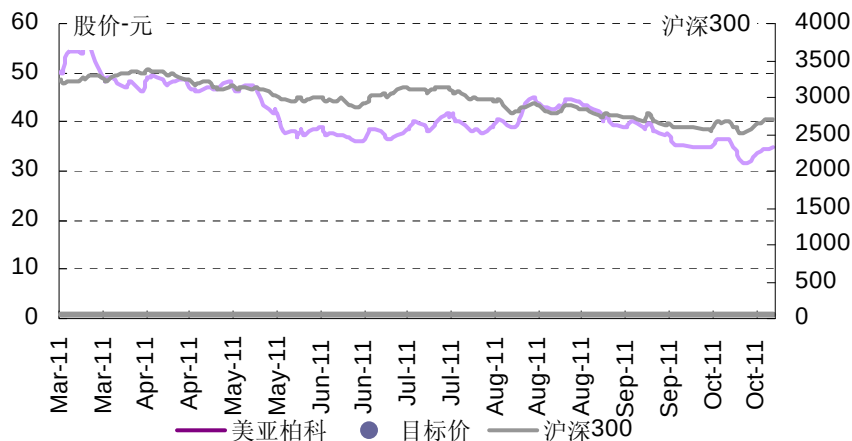
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖TMT 第二名。

投资建议历史表现图

美亚柏科 (300188)



日期	股价	目标价	评级
2011-02-28	50.10	38.80	无评级
2011-08-12	41.31	54.00	买入
2011-11-01	35.01	51.90	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com