

## 电子数据取证专家，新战略开启新征程

买入|维持

### 报告要点:

#### ● 央企优势+民企活力，研发驱动价值创造

公司是国内电子数据取证行业龙头和公安大数据领先企业、网络空间安全及社会治理领域国家队。2016-2020年，公司营业收入CAGR达24.35%，扣非归母净利润CAGR达19.56%，毛利率始终维持在55%以上。2020年，公司营业收入达23.86亿元，同比增长15.41%；扣非归母净利润达3.41亿元，同比增长27.72%。公司高度重视核心技术创新及自主可控产品研发，2020年，研发投入达4.16亿元，同比增长16.2%，占营收的比例达17.44%。

#### ● 电子数据取证龙头，以数据安全为核心打造网络空间安全防护体系

根据智研咨询的数据，中国电子数据取证市场前景良好，2017-2023年市场规模CAGR有望达到15.05%，并于2023年达35.62亿元，根据预测数据，公司2020年市占率约45.11%。目前，公司由事后“电子数据调查取证”向事中“审计”及事前“防护”推进，打造云、网、端、边的360度网络空间安全防护体系。公司以“零信任体系”理念为核心，为政府部门及企事业单位使用者构建以数据为中心的安全可信合规的纵深防御体系。

#### ● 从公安大数据延伸到城市大数据，助力新型智慧城市建设

依托公安大数据中台的成功经验，公司打造出行业级产品“乾坤”大数据操作系统，并提供大数据智能化解决方案。同时，公司以大数据治理等核心技术为基础，成立新型智慧城市事业部，依托城市公共安全平台、公安大数据、应急大数据等项目经验和技能，设计“1+5+N”顶规方案，抢抓发展机遇期，打造服务新型智慧城市的生态体系。根据大数据产业生态联盟的数据，2017-2022年中国大数据产业的市场规模CAGR有望达到23.42%，并于2022年达10,166.6亿元，为公司的快速成长提供了广阔的舞台。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司是国内电子数据取证行业龙头与公安大数据领先企业，已形成“2+2”四大产品体系，在“8848”战略指引下，未来成长空间广阔。预测公司2021-2023年营业收入为30.39、37.71、46.08亿元，归母净利润为4.88、6.16、7.68亿元，EPS为0.60、0.76、0.95元/股，对应PE为28.08、22.24、17.83倍。目前，计算机（申万）指数的PE TTM为52.1倍，过去三年，公司PE主要运行在35-75倍之间，近期科技股估值调整较为明显，下调公司2021年的目标PE至40倍，对应的目标价为24.00元。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；公安大数据业务拓展进度低于预期；电子取证市场竞争加剧；新业务拓展不及预期；商誉减值。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,067.41	2,386.10	3,039.19	3,771.39	4,608.31
收入同比(%)	29.17	15.41	27.37	24.09	22.19
归母净利润(百万元)	289.68	374.62	487.75	615.96	768.40
归母净利润同比(%)	-4.47	29.32	30.20	26.29	24.75
ROE(%)	9.78	11.35	12.85	14.31	15.56
每股收益(元)	0.36	0.46	0.60	0.76	0.95
市盈率(P/E)	47.28	36.56	28.08	22.24	17.83

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：16.98元/24.00元

目标期限：6个月

### 基本数据

52周最高/最低价(元)：25.01 / 16.08

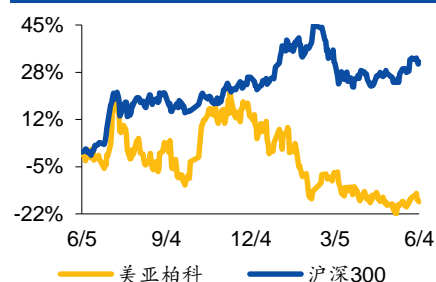
A股流通股(百万股)：601.27

A股总股本(百万股)：806.73

流通市值(百万元)：10,209.58

总市值(百万元)：13,698.22

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-美亚柏科(300188.SZ)2020年年度报告点评：业务和战略全面升级，大数据业务高速增长》2021.03.31

### 报告作者

分析师 耿军军  
执业证书编号 S0020519070002  
电话 021-51097188-1856  
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn  
联系人 陈图南  
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 网络空间安全及大数据智能化专家.....	4
1.1 营业收入稳健增长，研发创新引领未来.....	4
1.2 国投智能战略入股，央企优势助力成长.....	7
1.3 “2+2”产品体系成型，战略规划逐步落地.....	8
2. 电子数据取证龙头，发力网络空间安全.....	13
2.1 技术政策双轮驱动，网安迎高景气周期.....	13
2.2 取证进入 3.0 时代，行业龙头地位稳固.....	15
2.3 布局零信任安全，打造纵深防御体系.....	19
3. 从公安大数据起步，建设新型智慧城市.....	22
3.1 大数据市场广阔，业务前景对标 Palantir.....	22
3.2 大数据与 AI 结合，开拓新型智慧城市业务.....	27
4. 辅助赛道齐头并进，打开未来成长空间.....	32
5. 盈利预测与投资建议.....	34
6. 风险提示.....	37

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：营业收入情况.....	5
图 3：扣非归母净利润情况.....	5
图 4：毛利率与净利率情况.....	5
图 5：研发人员数量情况.....	6
图 6：2020 年末员工情况.....	6
图 7：研发投入情况.....	6
图 8：股权结构与主要子公司持股情况.....	8
图 9：“2+2”产品体系.....	9
图 10：分产品营业收入情况.....	10
图 11：分行业营业收入情况.....	10
图 12：公司发展规划.....	11
图 13：美亚柏科八大战略.....	12
图 14：电子数据取证产品收入情况.....	13
图 15：中国网络安全事件接收数量（单位：万起）.....	13
图 16：中国境内被植入后门的网站数量（单位：个）.....	13
图 17：中国网络安全市场规模情况.....	15
图 18：中国电子取证市场规模情况.....	15
图 19：“取证 3.0 时代”概念图.....	16
图 20：电子数据取证 3.0 业务架构图.....	17
图 21：2018 年电子取证行业市场份额情况.....	17
图 22：取证大师电子数据分析系统-国产版.....	18

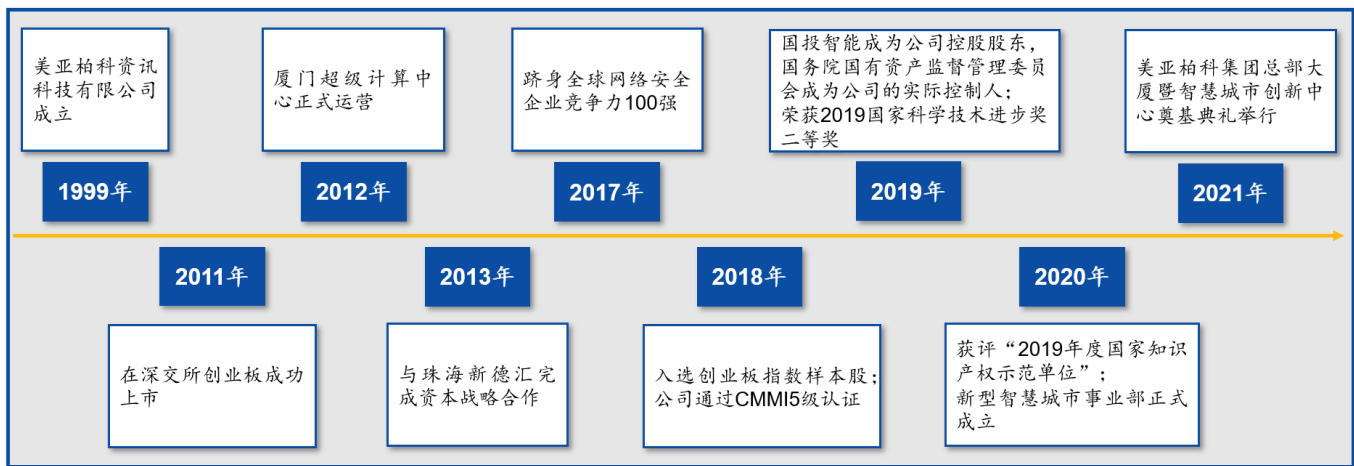
图 23: 分析大师可视化智能分析系统-国产版 .....	18
图 24: 美亚柏科信息安全学院 MCE 认证情况 .....	19
图 25: 学院培训人数情况 (单位: 人次) .....	19
图 26: 2019 年企业建设零信任体系架构情况 .....	20
图 27: 数据中心安全接入区案例示意图 .....	20
图 28: 公司零信任体系架构 .....	21
图 29: 大数据智能化产品收入情况 .....	22
图 30: 中国大数据市场规模情况 .....	23
图 31: 中国公安信息化投资规模情况 .....	23
图 32: Palantir Apollo .....	25
图 33: Palantir 营业收入情况 .....	26
图 34: Palantir 毛利率情况 .....	26
图 35: “乾坤”大数据操作系统概况 .....	27
图 36: 中国人工智能产业规模情况 .....	28
图 37: 2020 年中国人工智能市场行业份额 .....	28
图 38: 中国智慧治理市场规模及预测 .....	28
图 39: 中国智慧城市支出规模预测 .....	29
图 40: 2020 年全球各区域智慧城市市场规模占比情况 .....	29
图 41: 智慧城市“1+5+N”顶规方案 .....	29
图 42: 公司新型智慧城市业务规划 .....	30
图 43: CT-1100 祥云城市公共安全管理平台 .....	31
图 44: 网络开源情报服务概况 .....	32
图 45: 自助便民设备 .....	33
表 1: 2020 年公司大数据相关项目研发情况 .....	7
表 2: 网络安全相关政策梳理 .....	14
表 3: 大数据智能化相关政策/会议梳理 .....	24
表 4: 公安大数据市场规模估算 .....	25
表 5: 辅助赛道业绩情况 .....	32
表 6: 公司业务拆分 (单位: 百万元) .....	35
表 7: 可比公司估值情况 .....	36

## 1. 网络空间安全及大数据智能化专家

厦门市美亚柏科信息股份有限公司，成立于1999年，并于2011年3月16日在深圳证券交易所创业板成功上市，股票代码为300188.SZ。2019年7月，国投智能成为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会成为公司的实际控制人。公司自成立以来不断完善发展战略，通过内生增长和外延并购，不断优化产业链布局，现已成长为国内电子数据取证行业龙头和公安大数据领先企业、网络空间安全及大数据智能化等领域专家，业务领域由传统的网络安全部门向军工、监察委、税务、海关、市监、应急等行业拓展，并不断向民用市场延伸，业务范围覆盖全国各省、市、自治区及部分“一带一路”沿线国家。

公司围绕“产品装备化，大数据智能化”，将大数据和人工智能两大先进技术融入到擅长和专注的电子数据取证、网络空间安全以及开源情报三大技术，不断拓宽和延展业务赛道，公安大数据实现从“跟随者”到“领先者”的行业地位转变，持续推进网络空间安全产品装备化，加强人工智能在大数据及网络空间安全的应用，进一步服务社会治理现代化，衍生出网络空间安全、大数据智能化、网络开源情报和智能装备制造四大产品方向。2019年10月，公司被美国纳入“实体清单”后立即推出“破冰计划”，加速国产化研发进程。

图 1：公司发展历程

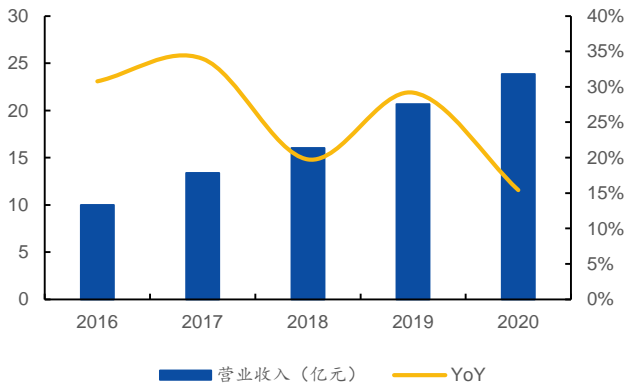


资料来源：公司官网，国元证券研究所

### 1.1 营业收入稳健增长，研发创新引领未来

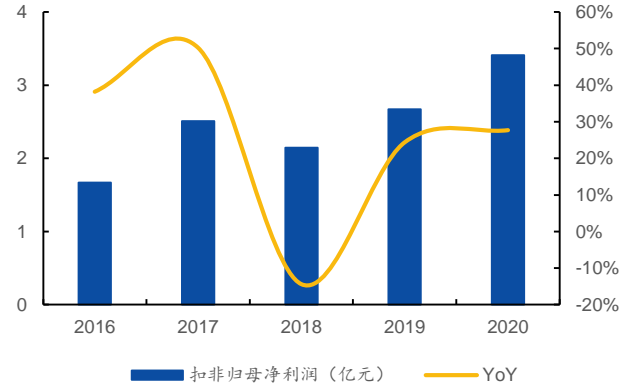
受益于公司在电子取证领域的龙头地位以及对新兴信息技术的持续投入，公司营业收入保持较快增长，2016-2020年，公司营业收入CAGR达24.35%。2020年，公司营业收入达23.86亿元，同比增长15.41%。公司扣非归母净利润总体呈较快增长态势，2016-2020年，公司扣非归母净利润CAGR达19.56%。2018年，公司加强了人员储备和市场拓展，费用对比上一年有较大增长，同时整体毛利率同比有所下降，导致了扣非归母净利润出现负增长。2020年，公司扣非归母净利润达3.41亿元，同比增长27.72%。

图 2：营业收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

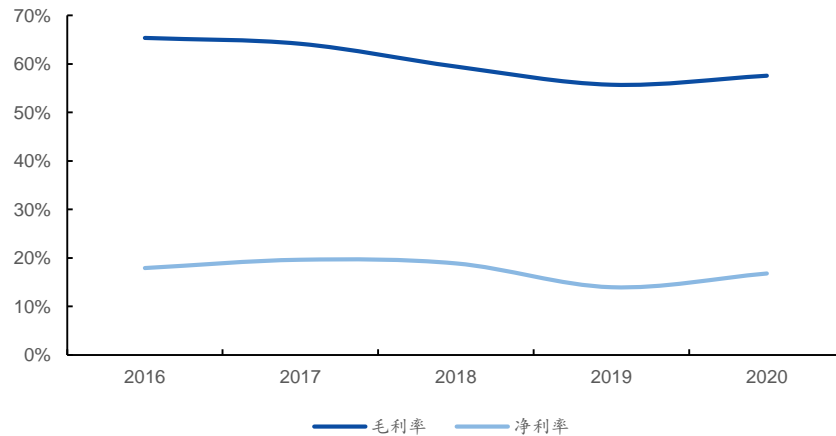
图 3：扣非归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

2016-2020 年，公司毛利率始终保持在 55% 以上，净利率始终保持在 13% 以上。2020 年，公司毛利率为 57.60%，同比提升 1.86 个百分点；净利率为 16.79%，同比提升 2.83 个百分点。

图 4：毛利率与净利率情况



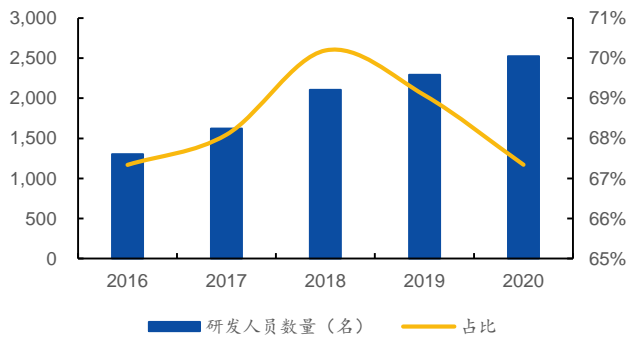
资料来源：Wind，国元证券研究所

作为高科技企业，公司高度重视核心技术的创新及自主可控产品研发，建立了一套完善的研发体系。公司设立技术管理委员会，负责公司项目管理、产品研发管理、CMM 软件能力成熟度、新产品导入/NPI 管理等体系的能力建设，同时下设技术创新中心，围绕着大数据、人工智能和智能取证等技术方向不断探索和研究。公司设置专门的研究机构，包括大数据与智能平台研究院（成立北京、广东、西南大数据研究院分院）、电子数据取证与智能装备研究院、开源情报与应用研究院，新型智慧城市事业部、网络空间安全事业部，并建设有大数据实验室、电子数据鉴定实验室、计算机取证实验室、手机取证实验室、开源情报实验室等，并与国投电子院成立“国投智慧城市创新研究院”，推动新型智慧城市领域的发展。

2016-2020 年，公司研发人员占比始终保持在 65% 以上。2020 年底，公司拥有研

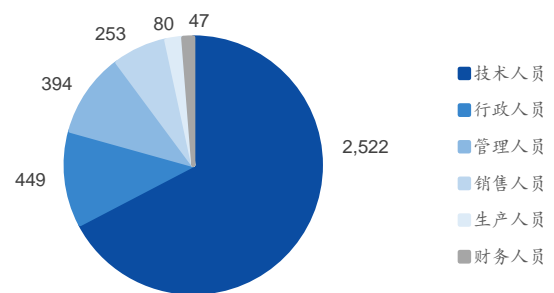
发人员 2,522 名，占员工总数的 67.34%。

图 5：研发人员数量情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

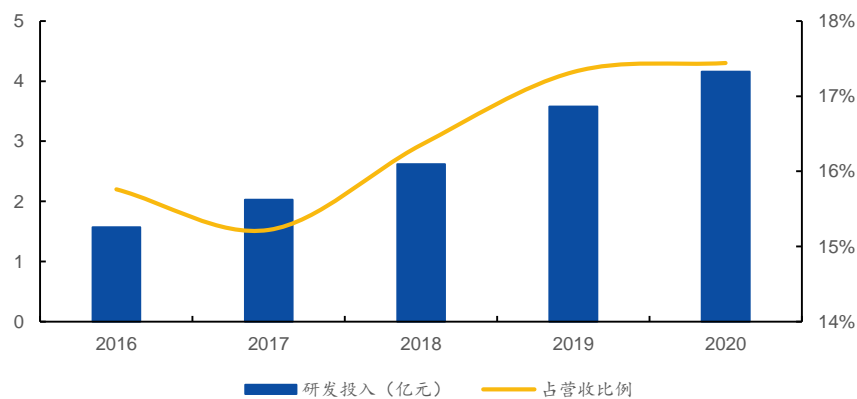
图 6：2020 年末员工情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

为保证公司产品自主可控，公司不断增加研发投入。2018-2020 年，公司研发投入占营收比例始终保持在 16% 以上。2020 年，公司研发投入达 4.16 亿元，占营业收入的比例达 17.44%。

图 7：研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2018 年 8 月，公司通过 CMMI-V1.3/L5 级评估认证，是全球软件行业规格最高、难度最大的认证之一，全球进行 CMMI 评估的企业中仅有不到 10% 通过了 CMMI5 级评估。这标志着公司的软件过程管理能力已达到行业内最高水平，为公司研发过程能力的可持续发展和不断创新奠定了良好的基础。

如今，公司研发投入主要围绕大数据采集、解析、还原、分析、治理、应用和安全防护展开。具体产品形态包括：电子数据取证（计算机/移动设备/云端/物联网端采集）、大数据智能化（含以“乾坤”操作系统为核心的公安大数据、城市公共安全大数据、视频图像大数据、网络安全大数据和新型智慧城市数据中台等大数据解决方案）、网络空间安全（以大数据为核心的零信任解决方案）及网络开源情报（公开数据端）等。截至 2021 年 3 月 31 日，公司共取得授权专利 372 项，其中发明专利 228 项，实用新型专利 66 项，外观专利 78 项；有效注册商标 85 项，软件著作权

673 项。截至 2020 年 12 月 31 日，公司主导参与 7 项国家级、11 项行业标准制定。

**表 1：2020 年公司大数据相关项目研发情况**

项目名称	研发资本化金额（万元）	项目基本情况	项目进度
智慧监察大数据平台 V1.0	2,373.29	通过采集和治理各种外部资源数据、电子取证数据，整合互联网公开数据和舆情信息，并基于大数据分布式计算、存储及人工智能的技术，集智能分析、人工调查、全面监督为一体的综合性调查平台。	完结
彩虹大数据应用平台 V5.0	4,045.20	基于公安大数据应用的实际需求出发，从数据采集、接入、组织和资源服务，以及在此基础上实现数据分析、可视化等方面应用的一整套解决方案。	完结
乾坤大数据治理平台 V1.0	2,402.84	通过数据接入、处理、组织、服务、治理等多元处理方式、并提供数据服务、为上层业务应用提供大数据服务支撑的综合性平台。	完结
互联网信息应急指挥系统 V2.0	147.20	通过大数据技术，致力于解决海量信息发现、分析、收集、整理等功能的行业解决方案产品。	完结
鑫智经侦信息分析实战管理平台 V2.0	107.16	以大数据为基座，汇聚互联网数据、政务数据、第三方数据的行业应用平台，实现对宏观态势智能感知，线索发现，监测预警等全方面功能应用平台。	完结
远望视频图像大数据平台 V1.1	1,122.30	融合人脸、车辆、视频结构化等数据，建设以实际应用需求及特色化实战应用为主的综合性分析平台。	完结
大数据应用端通用开发系统 V1.0	113.44	专门为特定行业用户提供数据接入、处理、组织、服务、检索等一系列数据治理和应用功能的大数据应用产品，为特定行业应用提供数据的支撑性平台。	完结
神盾大数据研判工作站系统 V1.0	76.94	针对基层执法办案部门设计的电子数据取证研判工作站。	完结
舜悉开源情报分析平台 V4.0	113.00	整合多厂商公开互联网数据及专网的数据资源，在专网实现互联网信息巡查，报送，处置等全业务流程，舆情融合在公安大数据体系中的解决方案。	完结
祥云城市公共安全管理平台 V3.0	446.49	祥云城市公共安全管理平台是以公共安全为切入点，围绕实现城市运行风险的预测预警预防这一核心目标，打造共建共治共享的市域社会治理现代化体系。	完结
天基数据治理平台 V1.0	1,217.64	对多源异构数据场景管理的高性能一站式平台，其目的是对于海量数据的管理变得简单和直观，为数据管理者、数据开发者、数据消费者、数据维护者提供全面高效的数据资产管控环境，实现数据的配置化接入、标准化处理与治理，统一存储和服务共享。	研发阶段
民生服务平台 V1.0	861.77	运用微服务技术、API 网关技术、服务管理技术、数据治理技术，面向各类终端应用输出政府统一的各类服务性平台。	研发阶段
一体化侦查平台 V1.0	130.15	按照“智慧无限，警务常新”要求，采用新技术、新思路、新手段，聚焦侦查办案，重新理清侦查业务，全面涵盖打、防、管、控四个维度，重新梳理工作痛点，重塑侦查警务流程，提质增效，形成大数据驱动、协作高效、成本节约的新侦查打击模式，打造智慧新侦查控制性工程，全面提升系统智能化应用水平。	研发阶段

资料来源：公司公告，国元证券研究所

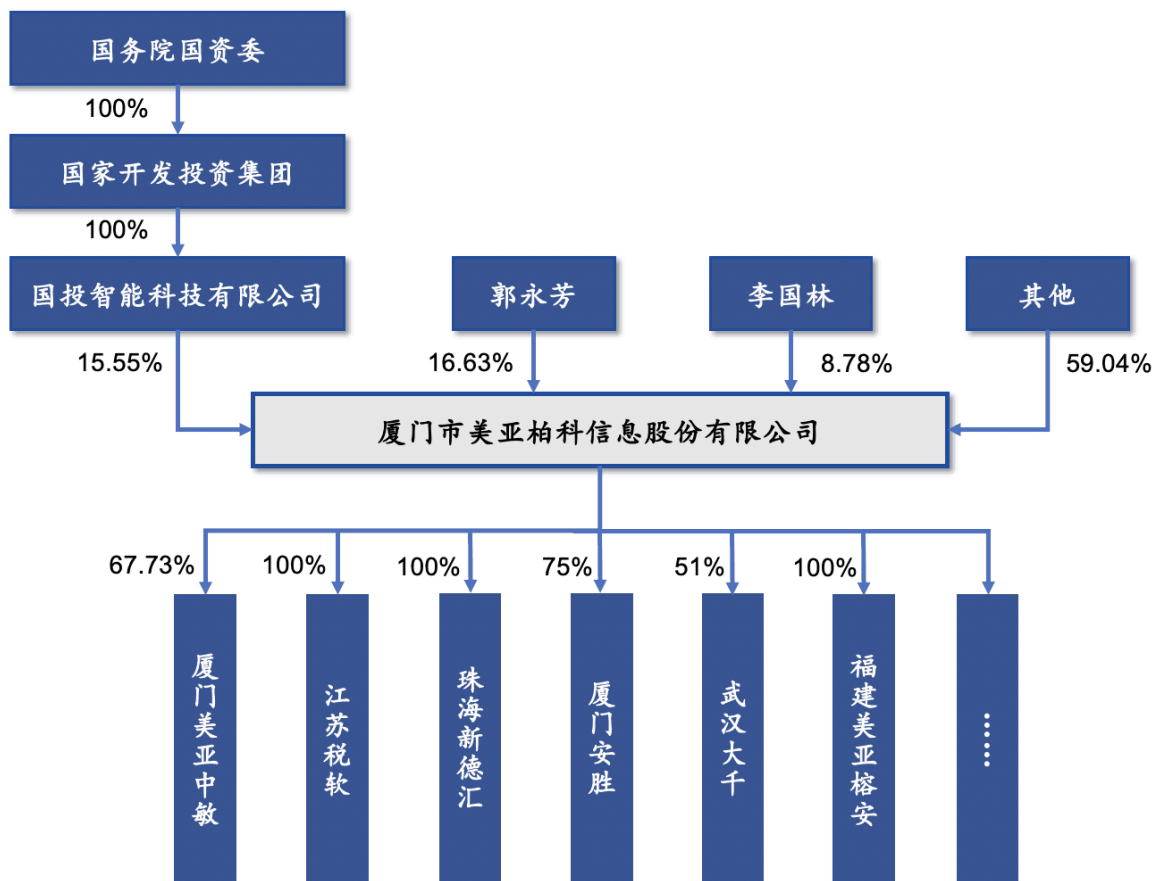
## 1.2 国投智能战略入股，央企优势助力成长

2019 年，公司引入国投智能作为公司的控股股东，国投智能科技有限公司是国家开发投资集团的全资子公司，是国家开发投资集团在数字经济产业的战略投资平台和信息化综合服务平台。此次战略入股，使得公司同时具备央企优势和民企活力。根据公司 2020 年年报，国投智能科技有限公司持有公司股份 125,475,942 股，占股份总数的 15.55%，并拥有 22.26% 的表决权。国投入股为公司带来资本优势和政策

优势，通过国投有效赋能和产业及资源协同，促进了公司在司法机关、政府行政执法部门、军工等行业及数字政务、社会治理等领域的业务发展。在加强与国投集团资源协同的同时，公司紧密围绕产业布局，形成并不断壮大产业生态链，目前产业联盟企业已超过 100 家。此外，自然人股东郭永芳女士和李国林先生，分别持有 16.63%和 8.78%的公司股份。

公司主要子公司及参股公司包括江苏税软、珠海新德汇、厦门安胜、武汉大千等。江苏税软是国内税务稽查和涉税评估信息化龙头企业，2020 年，实现营业收入 3.09 亿元，实现净利润 0.61 亿元。珠海新德汇是政法行业领先的数据采集、清洗、共享、分析和研判的产品与服务提供商，是刑侦信息化领先企业，已形成电子数据采集取证、大数据、自助便民等三十多套产品解决方案，为公安、海关等多个公共安全行业提供全方位信息化服务，2020 年，实现营业收入 6.01 亿元，实现净利润 0.76 亿元。

图 8：股权结构与主要子公司持股情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

### 1.3 “2+2”产品体系成型，战略规划逐步落地

公司结合国投集团“十四五”发展规划中“将美亚柏科打造为国内一流的网络空间安全与社会治理的国家队，初步建成世界一流大数据企业”的整体目标，围绕美亚柏科“十四五”发展规划中“力争成为全球电子数据取证领域领航者、公安大数据



智能化与新型智慧城市建设运营领域的领跑者及网络空间安全领域领先者”的总体要求，公司业务和战略全面升级，明确了新的总体定位，由原来的电子数据取证与大数据信息化，延伸为聚焦网络空间安全和大数据智能化，致力于成为网络空间安全和现代化社会治理国家队领先企业。业务领域由传统的电子数据取证拓展至网络空间安全事前、事中、事后全赛道及大数据、人工智能、智慧城市、智能装备制造等其他领域，形成以网络空间安全和大数据智能化为主赛道、网络开源情报和智能装备制造为辅助赛道的“2+2”产品体系。

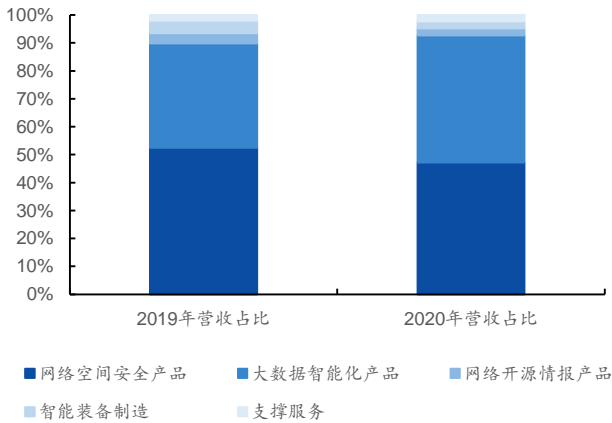
图 9：“2+2”产品体系



资料来源：公司公告，国元证券研究所

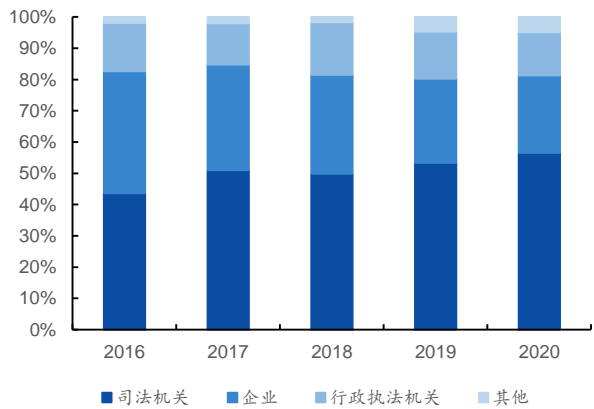
目前，两大主赛道业务：网络空间安全与大数据智能化是公司营业收入的主要来源。2020年，网络空间安全营业收入达11.26亿元，同比增长3.87%，占公司营业收入的47.20%；大数据智能化营业收入达10.86亿元，同比增长40.59%，占公司营业收入的45.51%，二者合计占92.71%。目前，公司主要下游客户为司法机关、企业和行政执法机关等。2020年，司法机关的营业收入同比增长22.28%，占公司营业收入的56.54%；企业的营业收入同比增长6.26%，占公司营业收入的24.81%；行政执法机关的营业收入同比增长6.00%，占公司营业收入的13.80%。

图 10：分产品营业收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 11：分行业营业收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

过去，公司聚焦打击犯罪，致力于为各级司法机关打击犯罪提供电子数据取证产品及网络信息安全解决方案，作为国内电子数据取证行业的龙头企业，不断引领行业技术发展。现在，公司聚焦社会治理，正着力于将大数据和人工智能技术应用于为更多行政执法部门开展网络空间社会治理提供产品和服务，助力执法部门实现“大数据打造无贼天下”的远大目标。未来，公司将聚焦民生，继续充分发挥公司技术及资源优势，用大数据智能化打好新基建的“新地基”，助力国家治理能力现代化，为更广大的社会公众提供便民服务。

未来公司发展有两个主要板块。一是新型智慧城市，公司规划从擅长的公安大数据做起，逐步拓展为市域社会治理平台，并进一步延伸至新型智慧城市，围绕惠民、善政、兴业，支撑社会治理现代化，并基于大数据技术的优势和多年的行业积累，加快新型智慧城市的业务布局。二是新网络空间安全，将业务赛道由事后电子数据调查取证延展至网络空间安全事前、事中、事后全赛道，以数据安全为核心打造全面的网络空间安全防护体系。

图 12：公司发展规划



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司认真贯彻国投集团关于编制“十四五”规划的工作要求和部署，编制了美亚柏科“十四五”发展规划，制定了美亚柏科“8848”战略目标，计划在“十四五”期间，重点拓展八大行业，建立八大基地，重点发展四大产品线，实行八大发展战略，以战略构建新发展格局，引领公司高质量发展。其中，八大行业包括公安、政法、行政管理、军工、大型企事业、国际市场、支撑产业和投资并购；八大基地包括北京、上海、厦门、广州、西安、武汉、成都和乌鲁木齐；四大产品线包括网络空间安全、大数据智能化、网络开源情报和智能装备制造；八大战略包括：产品战略、服务战略、市场战略、投资战略、人才战略、品牌战略、质量战略和创新战略。

图 13：美亚柏科八大战略



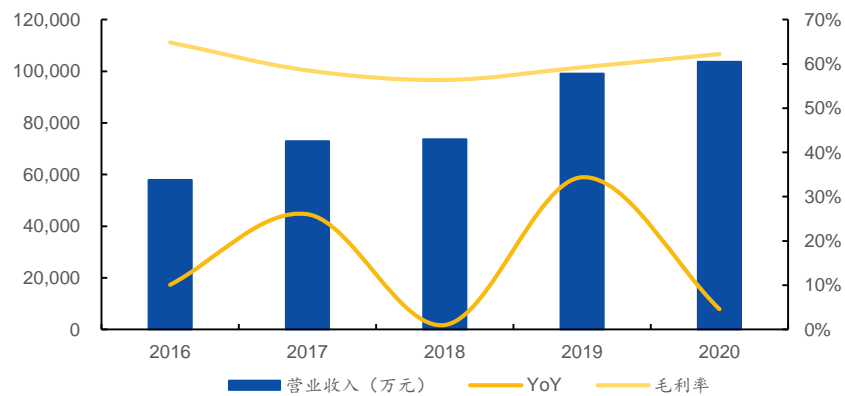
资料来源：公司官网，国元证券研究所

根据公司《未来五年战略规划纲要（2021-2025年）》，公司将通过“8848”战略目标的达成，力争成为全球电子数据取证领域领航者、公安大数据智能化与新型智慧城市建设运营领域的领跑者，以及网络空间安全领域领先者。“公司自上市以来，营业收入平均增长率约 29%，未来五年，公司努力保持稳定增长，到 2025 年计划实现营收达 80 亿，并力争冲刺更高目标。”

## 2. 电子数据取证龙头，发力网络空间安全

公司在 2020 年 9 月 22 日正式宣布启动新网络空间安全板块，核心产品方向为电子数据取证、网络安全大数据、零信任安全防护体系等。公司由事后“电子数据调查取证”向事中“审计”及事前“防护”推进，打造云、网、端、边的 360 度以数据安全为核心的网络空间安全防护体系。2020 年，网络空间安全业务营业收入达 11.26 亿元，毛利率为 62.67%。其中，电子数据取证产品营业收入达 10.37 亿元，毛利率为 62.22%，是业务板块内的核心产品；网络安全产品和服务营业收入达 8,952.55 万元，毛利率为 67.88%。

图 14：电子数据取证产品收入情况

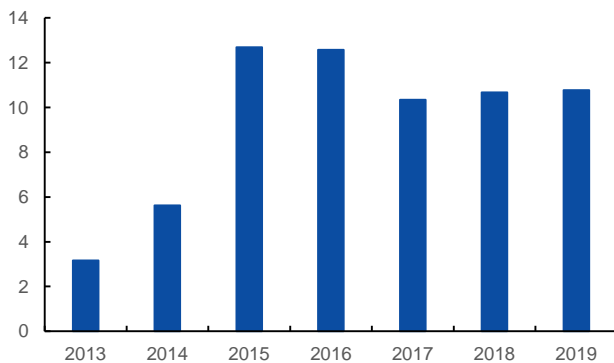


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

### 2.1 技术政策双轮驱动，网安迎高景气周期

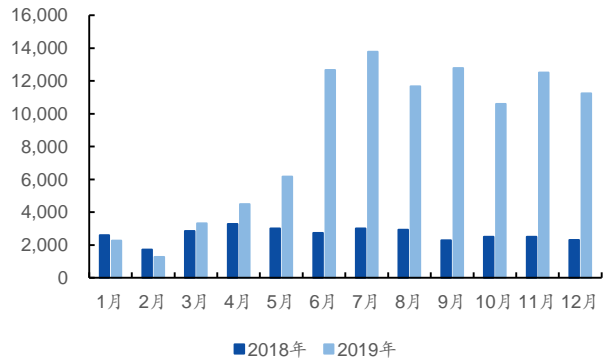
过去，网络安全问题较少得到公众的重视，行业发展缓慢，但现今随着科技的快速发展，互联网应用的领域不断拓展，网络安全事件的发生频率也在不断提升。根据国家互联网应急中心的数据，自 2015 年起，中国每年的网络安全事件接收数量都超过了 10 万起。同时，2019 年中国境内被植入后门的网站数量超过 10 万个，是 2018 年数量的 3.23 倍。网络安全事件频发正逐渐引起政府和公众的重视。

图 15：中国网络安全事件接收数量（单位：万起）



资料来源：国家互联网应急中心，前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 16：中国境内被植入后门的网站数量（单位：个）



资料来源：国家互联网应急中心，智研咨询，国元证券研究所

近年来，我国政府出台一系列政策推动网络信息安全行业的发展，以满足政府、企业等对网络信息安全的合规要求。国家层面的政策从两方面推动我国网络安全行业发展，一方面，加强对网络安全的重视，提高网络安全产品的应用规模；另一方面，从硬件设备等基础设施上杜绝网络安全隐患。网络安全产业成为保障“新基建”安全的重要基石，随着“新基建”在各个领域的深入开展，为网络安全行业的发展提供新的机遇。

**表 2：网络安全相关政策梳理**

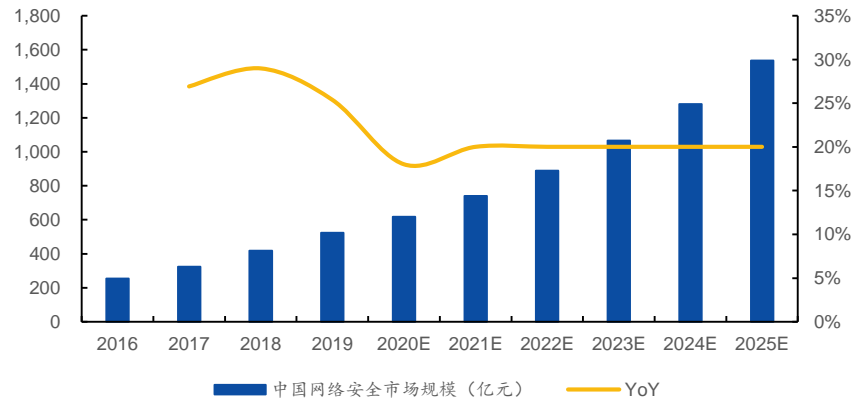
时间	政策	部门	主要内容
2021年3月	《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》	国家互联网信息办公室、工信部等	明确移动互联网应用程序（App）运营者不得因用户不同意收集非必要个人信息，而拒绝用户使用 App 基本功能服务。
2020年4月	《网络安全审查办法》	网信办、发改委、工信部、公安部等 12 个部门	关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的，应当按照《办法》进行网络安全审查。
2019年10月	《中华人民共和国密码法》	国务院	规范密码应用和管理，促进密码事业发展，保障网络与信息安全，提出了国家对密码实行分类管理。
2019年9月	《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》	工信部	到 2025 年，培育形成一批年营收超过 20 亿元的网络安全企业，形成若干具有国际竞争力的网络安全骨干企业，网络安全产业规模超过 2,000 亿元。加强 5G、下一代互联网、工业互联网、物联网、车联网等新兴领域网络安全威胁和风险分析，大力推动相关场景下的网络安全技术产品研发。
2019年8月	《信息安全技术大数据安全管理指南》	全国信息安全标准化技术委员会	提出了大数据安全管理基本原则，规定了大数据安全需求、数据分类分级、大数据活动的安全要求、评估大数据安全风险，适用于各类组织进行数据安全安全管理。
2019年7月	《电信和互联网行业提升网络数据安全保护能力专项行动方案》	工信部	将企业网络数据安全责任落实情况、数据安全合规性评估落实情况作为重点内容，纳 2019 年网络信息安全“双随机一公开”检查和基础电信企业网络与信息安全责任考核检查，对违法违规行为及时采取约谈、公开曝光、行政处罚等措施，将处罚结果纳入电信业务经营不良名单或失信名单。
2019年5月	《网络安全等级保护基本要求》、《网络安全等级保护测评要求》、《网络安全等级保护安全技术要求》	国家市场监督管理总局、中国国家标准化委员会	我国网络安全等级保护工作正式进入“2.0 时代”。
2018年9月	《公安机关互联网安全监督检查规定》	公安部	规定明确公安机关依法对互联网服务提供者和联网使用单位履行法律、行政法规规定的网络安全义务情况进行的监督检查的对象、内容和程序以及互联网服务提供者和联网使用单位的法律责任。
2017年1月	《关于促进互联网健康有序发展的意见》	国务院	要求要加快完善市场准入制度，提升网络安全保障水平，维护用户合法权益、打击网络违法犯罪、增强网络管理能力，防范移动互联网安全风险。
2016年11月	《中华人民共和国网络安全法》	国务院	2017 年 6 月 1 日开始实施。强调了金融、能源、交通、电子政务等行业在网络安全等级保护制度的建设，是我国第一部网络空间管理方面的基础性法律。

资料来源：国元证券研究所整理

随着需求的不断释放及政策面的扶持，中国网络安全市场迎来大发展的机遇。根据中国网络空间安全协会发布的《2020 年中国网络安全产业统计报告》，中国网络空

网络安全市场规模在 2016-2019 年的 CAGR 为 27.09%，2019 年的市场规模为 523.16 亿元。预计相关市场规模在 2020-2025 年保持约 20.0% 的复合增速，并于 2025 年达 1,536.11 亿元。

图 17：中国网络安全市场规模情况



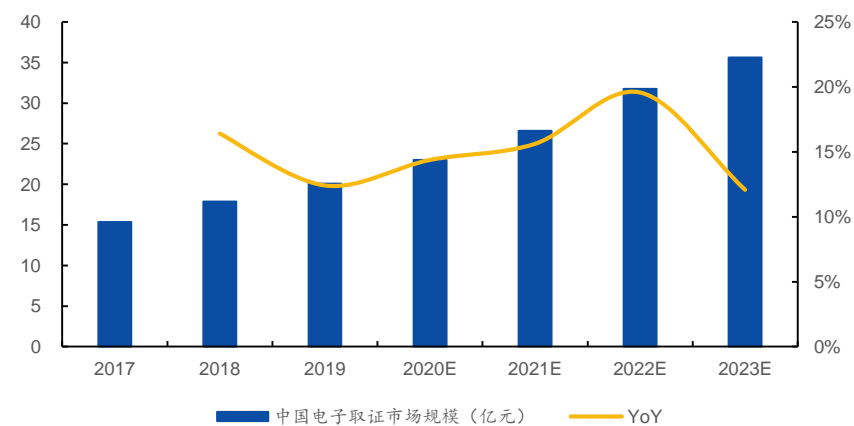
资料来源：中国网络空间安全协会，国元证券研究所

## 2.2 取证进入 3.0 时代，行业龙头地位稳固

电子取证是指利用计算机软硬件技术，以符合法律规范的方式对计算机入侵、破坏、欺诈、攻击等犯罪行为进行证据获取、保存、分析和出示的过程。从技术方面看，计算机犯罪取证是一个对受侵计算机系统进行扫描和破解，对入侵事件进行重建的过程。从 1991 第一届国际计算机调查专家会议提出“计算机取证”概念，到其成为案件调查、打击犯罪过程中的重要一环，电子数据取证行业已历经 29 年的发展。

根据智研咨询发布的《2017-2023 年中国电子数据取证行业市场运营态势及发展前景预测报告》，中国电子数据取证市场前景良好，市场规模于 2017-2019 年的 CAGR 为 14.39%，2019 年的市场规模为 20.10 亿元。预计市场规模在 2020-2023 年的 CAGR 为 15.71%，并于 2023 年达 35.62 亿元。

图 18：中国电子取证市场规模情况

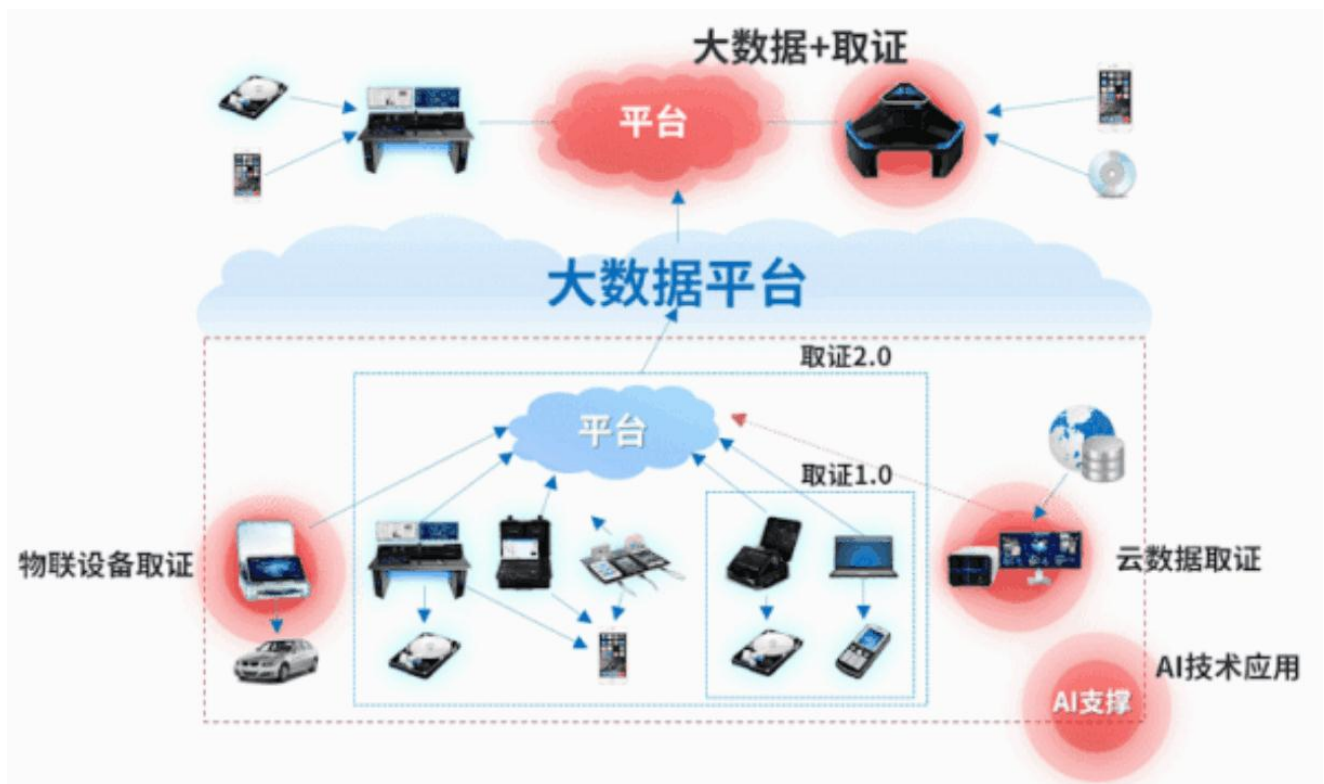


资料来源：智研咨询，国元证券研究所

公司作为国内电子数据取证行业龙头企业，自 2001 年计算机取证概念引入国内开始便潜心钻研电子数据取证技术。经过长久以来的深耕，公司成为目前国内电子取证领域唯一一家 A 股上市企业。

2001-2011 年的“取证 1.0”时代采用的是“单兵取证”的方式，主要是计算机取证。2012-2017 年的“取证 2.0”时代采取“计算机+手机”或“终端+平台”的取证方式，此时已出现取证设备智能化以及数据汇聚的苗头。经过多年来的行业深耕，公司于 2018 年率先提出“取证 3.0 时代”概念。取证 3.0 时代，即基于终端取证、云取证、物联网取证、互联网取证等技术，开展“云、管、端”取证建设，做到资源全互联、数据全汇聚、业务全对接、生态全开放，实现全景数据下的智能取证与研判。

图 19：“取证 3.0 时代”概念图



资料来源：公司官网，国元证券研究所

在取证 3.0 时代，公司产品形态已发生变化，由一体化装备，逐步形成与后端大数据进行联动的全息数据一体化平台。公司电子数据取证产品已覆盖电子数据现场勘查、证据固定、综合取证、物联取证、计算机取证、云取证、移动取证，实现了电子取证全领域覆盖。



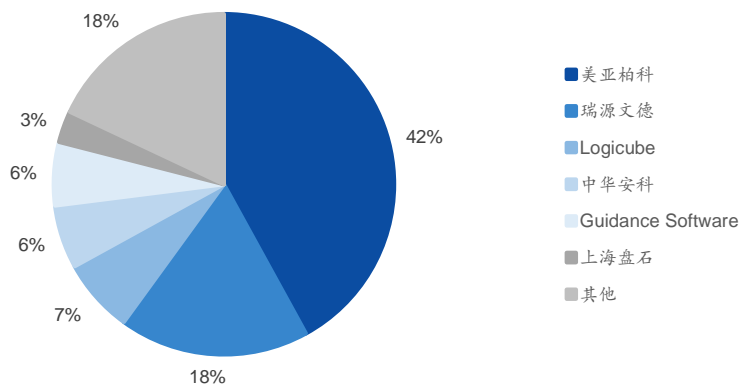
图 20：电子数据取证 3.0 业务架构图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前，国内电子取证行业具有一定规模的主要厂商有美亚柏科、瑞源文德、中华安科、上海盘石等，国外厂商主要有 Logicube、Guidance Software 等企业。依靠长久以来的技术与市场口碑积累，公司电子取证业务在相关行业具有相当高的市场份额，已成为当之无愧的行业龙头。根据智研咨询的数据，2018 年公司在国内电子取证行业内的市场份额排名第一，达 42%，超过第二名至第六名的总和。同时，按照公开招标统计数据进行规模预测，公司在 2020 年的市场占有率约 45.11%。

图 21：2018 年电子取证行业市场份额情况



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

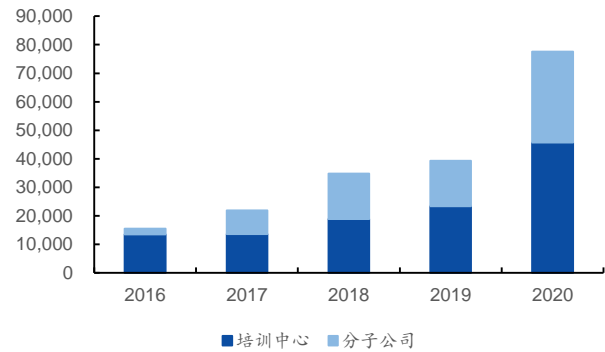


图 24：美亚柏科信息安全学院 MCE 认证情况



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 25：学院培训人数情况（单位：人次）



资料来源：公司官网，国元证券研究所

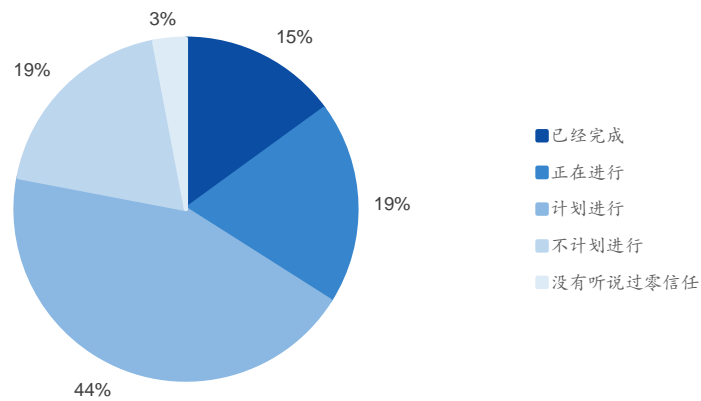
### 2.3 布局零信任安全，打造纵深防御体系

当前，各企事业单位的网络基础设施已经变得越来越复杂。这种复杂性已经超越了传统基于网络边界防护的安全方法，因为企业已经没有简单、容易识别的网络边界。传统基于边界的网络安全防护的局限性正日益凸显，一旦攻击者突破企业网络边界防护，便可以在内部网络中进一步横向移动进行攻击破坏，不受阻碍和控制。

因此，“零信任”技术应运而生。“零信任”是一种以资源保护为核心的网络安全模式，其前提是信任从不被隐式授予，而是必须持续评估。零信任体系是一种企业资源数据安全端到端的保护方法，包含人和非人实体的身份标识、认证信息、访问管理、操作运维、端点管控、运行环境和互连基础设施等内容，主要是对数据进行分级分类管理，强调资源的使用要按需分配，并在使用时进行信任等级的持续评估，确保数据使用的安全可信合规，保障数据安全。

零信任体系架构已成为企业 IT 安全建设的必然选择。根据 Cybersecurity Insiders 联合 Zscaler 发布的《2019 零信任安全市场普及行业报告》，15% 的受访企业已经完成了零信任体系架构，另有 63% 的受访企业正在或计划进行零信任体系架构的建立。同时，跟据 Gartner 发布的《以零信任构建信任——重塑安全新边界》，2019 年本地部署的零信任解决方案市场体量约为 59 亿美元，同比增长 17.3%，而云端部署的零信任解决方案市场体量约为 97 亿美元，同比增长 21.3%。预计到 2022 年面向生态系统合作伙伴开放的 80% 的新数字业务应用程序将通过零信任网络架构进行访问；2023 年全球将有 60% 以上的 VPN 被零信任取代。零信任安全正迅速流行起来，市场前景广阔。

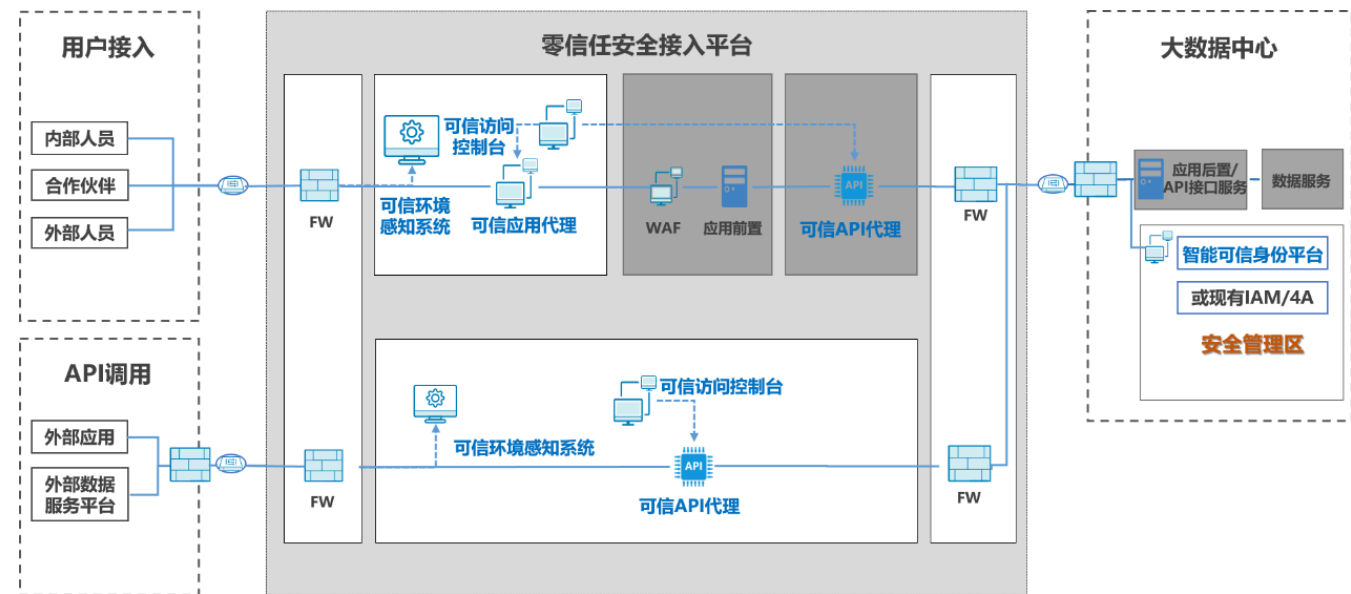
图 26：2019 年企业建设零信任体系架构情况



资料来源：Cybersecurity Insiders, Zscaler, 国元证券研究所

传统数据中心内部部署使用时，容易出现诸如部署困难、运算开销太大，策略管理不灵活等问题。而通过在数据中心外部设置安全接入区，所有用户接入、终端接入、API 调用都通过安全接入区访问数据中心，实现内部、外部用户和应用对于数据中心 API 服务的安全接入，并且可根据访问主体实现细粒度的访问授权。

图 27：数据中心安全接入区案例示意图



资料来源：中国信通院，国元证券研究所

公司基于对零信任安全框架的理解，以“零信任体系”理念为核心，结合大数据行业深耕多年的行业经验，为政府部门及企事业单位使用者构建以数据为中心的安全可信合规的纵深防御体系，该防御产品体系，具备认证管理、权限管理、审批管理、审计管理、安全策略控制、环境感知六大能力，为用户抵御日益复杂的新型网络风险，避免未知安全威胁带来的数据泄露风险。公司在“乾坤”核心系列产品中自主

研发“天盾”，旨在建成一个新型的“始终不信任，永远在验证”的城市级“零信任”纵深防御体系，形成认证能力、环境感知能力、权限管理能力、业务审批能力、业务审计能力、策略控制能力，保障数据的安全、可信、合规，解决了不可信网络中各智慧城市业务场景应用的动态安全防护、精细化访问控制等问题，为智慧城市的整体安全架构提供有力支撑。

图 28：公司零信任体系架构



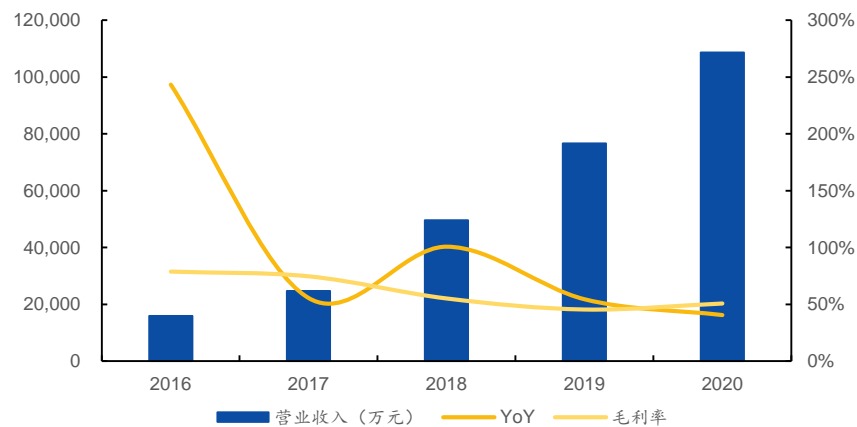
资料来源：公司官网，国元证券研究所

### 3. 从公安大数据起步，建设新型智慧城市

公司大数据智能化业务板块，核心产品方向为大数据智能化应用产品、人工智能产品等。公司坚持从公安大数据做起，积极横向拓展智慧政法、智慧应急、智慧政务细分行业大数据、视频大数据、网络安全大数据等其他应用领域，同时形成中台复用能力，逐步拓展至市域社会治理平台，构建新型智慧城市大脑，助力实现善政、惠民、兴业，满足国家对社会治理智能化的需求。

2020年，大数据智能化产品营业收入达10.86亿元，毛利率为50.60%。其中，大数据智能应用产品营业收入达10.49亿元，毛利率为51.29%，是业务板块内的核心产品；人工智能产品营业收入达3,674.75万元，毛利率为30.86%。

图 29：大数据智能化产品收入情况

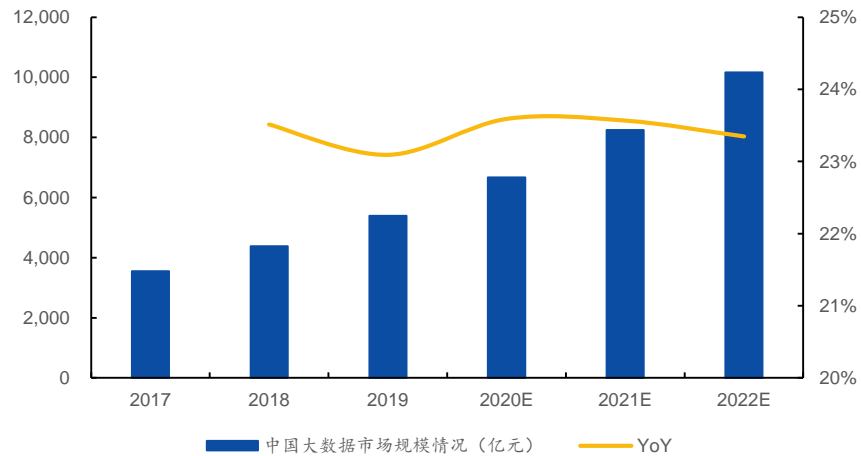


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

#### 3.1 大数据市场广阔，业务前景对标 Palantir

在全球新一轮科技革命的大背景下，大数据已成为国家重要的基础性战略资源，正引领新一轮科技创新，推动社会经济转型发展。围绕着数据资源开展的基础设施建设、数据汇聚整合、数据分析处理、数据开放共享和数据安全，成为大数据产业发展的核心要素。目前，大数据被广泛应用于社会的各行业、各领域。大数据行业正处在高速增长阶段，不论是数据存储规模还是整个行业的市场规模都在迅速成长，行业发展潜力巨大。根据大数据产业生态联盟发布的《2020中国大数据产业发展白皮书》，2019年中国大数据市场规模达5,397亿元，由于中国大数据产业起步较晚，比起全球市场，中国大数据市场规模拥有更高的增长速度，预计2020-2022年的市场规模CAGR为23.46%，到2022年，市场规模将超万亿元。

图 30：中国大数据市场规模情况



资料来源：大数据产业生态联盟，国元证券研究所

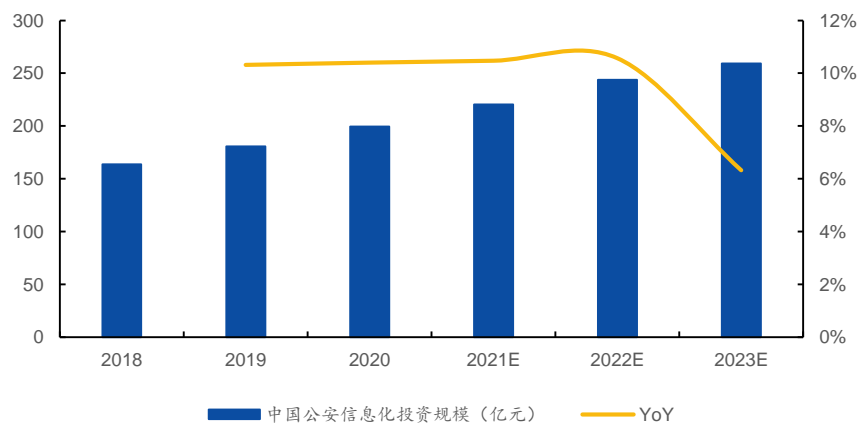
根据公开资料，2018 年 1 月 24 日，全国公安厅局长会议在北京召开。此时，公安部已成立全国公安大数据工作领导小组，以大力实施公安大数据战略，确保到 2020 年公安信息化建设取得重大进展、维护国家安全和社会稳定能力有大的提升。

2020 年 1 月 18 日至 19 日召开的全国公安厅局长会议指出：2019 年，公安部完成公安大数据智能化规划设计，初步建成公安大数据平台。

国务委员、公安部党委书记、部长赵克志在 2021 年 1 月 18 日至 19 日召开的全国公安厅局长会议上要求：要深化科技创新，深入推进大数据智能化建设应用，推动大数据建设应用实现新跨越。

根据锐观咨询的数据，2020 年中国公安信息化投资规模达 199.5 亿元，同比增长 10.40%，预计 2021-2023 年的 CAGR 为 8.42%。公司大数据业务主要面向司法机关和行政执法部门，公安大数据汇聚融合平台是公司的聚焦点，具有实现跨地区跨部门的数据融合、共享等功能。

图 31：中国公安信息化投资规模情况



资料来源：锐观咨询，国元证券研究所

大数据发展是建设数字中国的重要路径，因此，党中央、国务院等高度重视大数据在推进经济社会发展中的地位和作用，出台多项政策扶持大数据产业的发展。

**表 3：大数据智能化相关政策/会议梳理**

时间	政策/会议	部门	主要内容
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	全国人大	加快构建全国一体化大数据中心体系，强化算力统筹智能调度，建设若干国家枢纽节点和大数据中心集群，建设E级和10E级超级计算中心。推进公安大数据智能化平台建设。
2021年1月	全国公安厅局长会议	公安部	要深化科技创新，深入推进大数据智能化建设应用，推动大数据建设应用实现新跨越。
2020年12月	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》	工信部	到2023年，基本建成国家工业互联网大数据中心体系，建设20个区域级分中心和10个行业级分中心。
2020年5月	《关于工业大数据发展的指导意见》	工信部	推动工业数据全面采集，加快工业设备互联互通，推动工业数据开放共享，激发工业数据市场活力，深化数据应用，完善数据治理。
2020年4月	《关于公布支撑疫情防控和复工复产大数据产品和解决方案入选》	工信部	“一网畅行”疫情防控和复工复产大数据系统等94个疫情防控和复工复产复课大数据产品和解决方案入选。
2020年2月	《关于做好个人信息保护利用大数据支撑联防联控工作的通知》	中央网信办	鼓励有能力的企业在有关部门的领导下，积极利用大数据，分析预测确诊者、疑似者、密切接触者等重点人群的流动情况，为联防联控工作提供大数据支持。
2019年1月	全国公安厅局长会议	公安部	强调：要聚焦智慧公安建设目标，坚持融合共享、突出实战急用、推进深度应用，深入推进公安大数据建设应用。
2018年1月	全国公安厅局长会议	公安部	强调大力实施改革强警战略、公安数据战略，深入推进平安中国建设、法治公安建设，全面推进工作现代化，确保到2020年公安信息化建设取得重大进展、维护国家安全和社会稳定能力有大的提升，到2022年基本建立起与新时代要求相适应的现代警务管理体制和警务运行机制。
2017年12月	中共中央政治局集体学习	中共中央政治局	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，推进资源整合和开放共享，保障数据安全，加快数字中国建设。
2017年4月	《云计算发展三年行动计划（2017-2019年）》	工信部	支持企业和第三方机构创新云安全服务模式，推动建设基于云计算和大数据的网络安全态势感知预警平台，实现对各类安全事件的及时发现和有效处置。
2017年1月	《大数据产业发展规划（2016-2020年）》	工信部	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。
2016年10月	《关于组织实施和促进大数据发展重大工程的通知》	国家发改委办公厅	在重点支持大数据示范应用方面，开展社会治理大数据应用；开展公共服务大数据应用，在医疗健康、社保就业、教育文化、交通旅游等领域，推动传统公共服务数据与互联网、移动互联网、移动穿戴设备数据的汇聚整合。开展产业发展大数据应用，在工业制造、新型材料、航空航天、生物工程、金融服务、现代农业、商贸物流等领域，提升大数据资源采集获取能力和分析利用能力。开展创业创新大数据应用，实施大数据开放行动计划。
2015年8月	《促进大数据发展行动纲要》	国务院	加快政府数据开放共享，推动资源整合，提升治理能力。推动产业创新发展，培育新业态，助力经济转型。强化安全保障，提高管理水平，促进健康发展。

资料来源：国元证券研究所整理



公司在公安大数据发展之初已经开展相关业务的研究与探索，已在全国各级公安单位完成了大量跨警种大数据融合业务落地应用。根据中国政府采购网等的的数据，公司中标多项公安大数据项目，包括：广东省公安厅公安大数据工程（二期）建设之基础支撑类服务项目、广东省揭阳市公安局大数据平台（租户）项目、广东省珠海市公安局(科信支队)大数据智能应用建设之平台建设采购项目等。

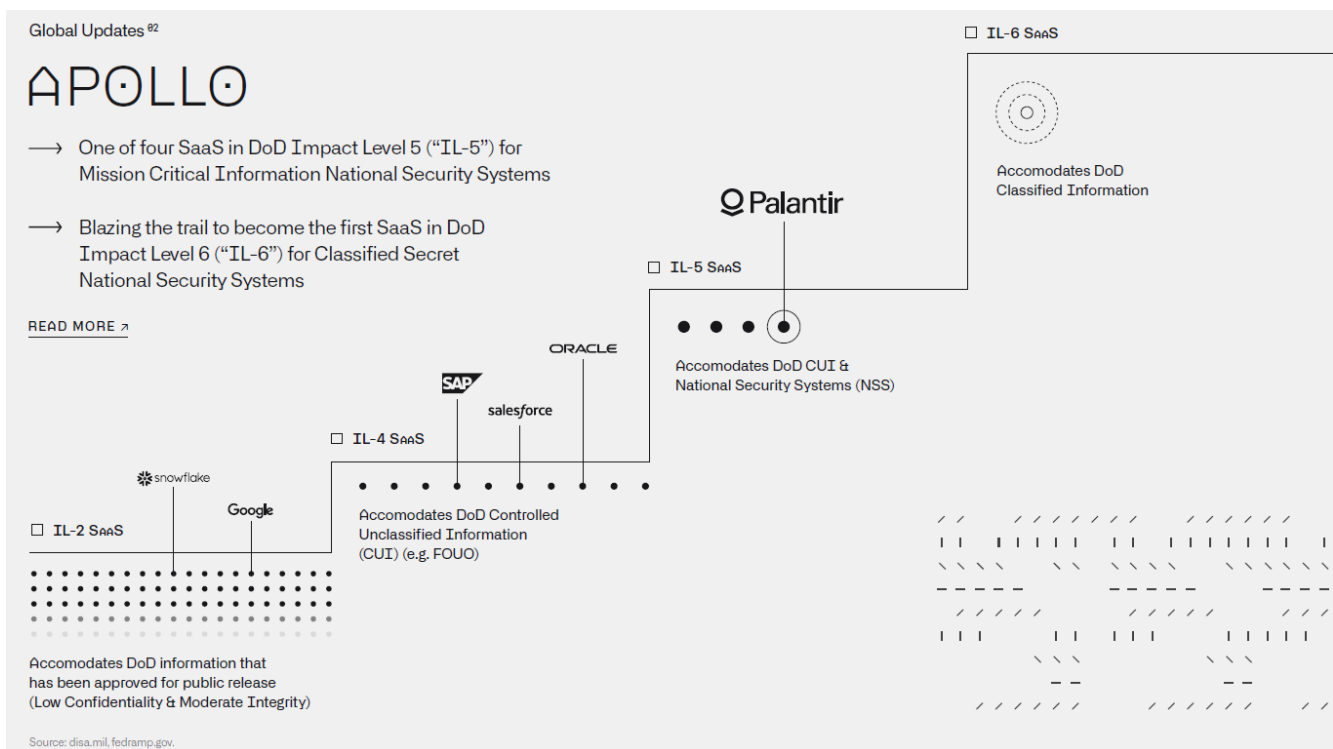
表 4：公安大数据市场规模估算

级别	渗透率	单位投入金额（万元）	市场空间（亿元）
省级（34）	90%	10,000	30.60
地市级（333）	80%	3,000	79.92
县级（2856）	60%	1,500	257.04
合计			367.56

资料来源：中国产业信息网，国元证券研究所

美国大数据企业 Palantir 的产品主要包括 Palantir Gotham、Palantir Foundry、Palantir Apollo。Palantir Gotham 主要是服务于政府部门，比如帮助洛杉矶警方通过各种摄像头识别汽车牌照，查找犯罪分子等。Palantir Foundry 则是向企业客户提供自动化数据分析工具。

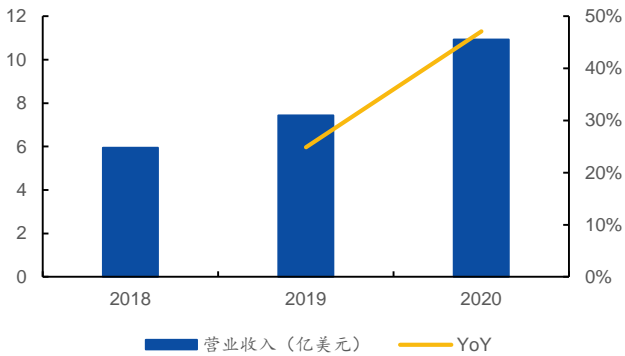
图 32：Palantir Apollo



资料来源：Palantir，国元证券研究所

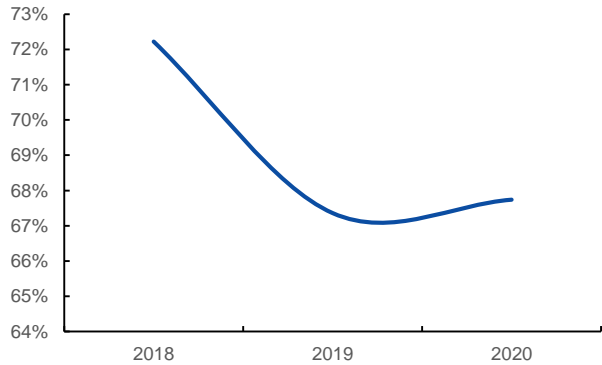
Palantir 在 2020 年 9 月于纽交所直接上市，2021 年 6 月 4 日的市值已达 438 亿美元。2020 年，Palantir 营业收入达 10.93 亿美元，同比增长 47.15%，销售毛利率达 67.74%。根据 Palantir 的预期，2021 年的营业收入增速将超过 30%，2025 年的营业收入将达到 40 亿美元及以上。

图 33: Palantir 营业收入情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 34: Palantir 毛利率情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

从客户群体看, Palantir 成立之初瞄准政府大数据分析需求, 将支付能力较强的政府客户及大企业作为目标客户, 并逐步向商业市场横向拓展; 从技术路径看, Palantir 选择沉淀垂直行业共性需求并标准化, 同时保留定制化的模式。两者皆与公司类似, 因此我们认为公司大数据业务前景有望对标 Palantir。

公司基于多年深耕公安大数据信息化业务的丰富经验, 横向拓展行业应用, 将公安大数据中台的建设能力向不同层级、部门、行业扩展。2020年7月, 公司发布了核心基础软件产品“乾坤”大数据操作系统, 其是在公安大数据中台的成功经验之上, 打造的行业级产品, 一系列的大数据智能化产品能够为更多行业客户提供全方位大数据综合解决方案, 为合作伙伴提供众创共生的产业生态。

该操作系统以“乾坤”大数据治理平台为基座, 应用大数据、人工智能、物联网等数字化技术手段, 构建对多源异构数据场景管理的高性能一站式平台, 实现全生命周期的数字化治理和应用。其子系统包括“天算”大数据建模平台、“天河”大数据服务平台、“天匠”大数据标签平台、“天界”大数据可视化平台、“天巡”大数据运维平台、“天枢”大数据运营平台、“天智”大数据知识图谱平台、“天盾”零信任数据防护平台和“天机”AI能力中台和“揽月”可视化前端。“乾坤”大数据操作系统现已运用于公安大数据、新型智慧城市、视频大数据和网络安全等领域。

图 35：“乾坤”大数据操作系统概况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

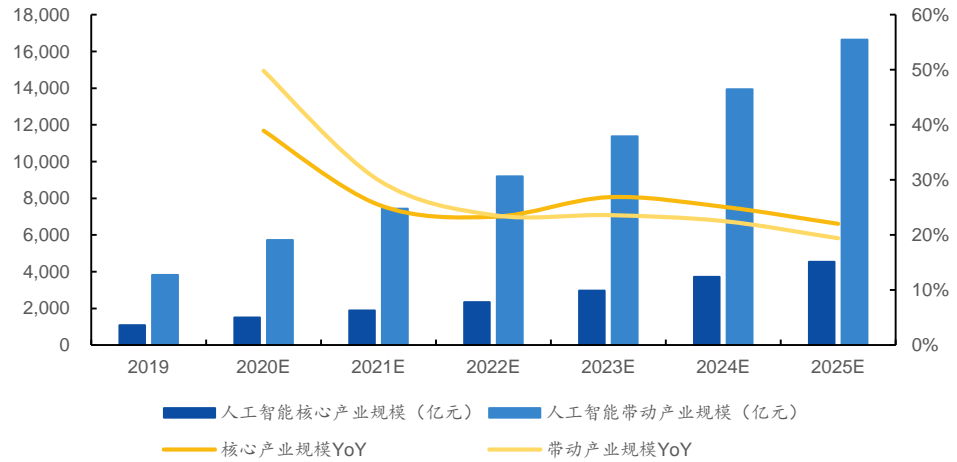
平台的核心技术已完全实现国产化,其核心优势为大数据系统分层解耦的技术架构、避免烟囱式建设,为 SaaS 应用系统数据统一管理、集中共享提供平台,可快速为政府、企事业单位打造大数据中台。2021 年 5 月 26 日,该产品荣获 2021 数博会新产品类领先科技成果奖。

未来,公司计划以城市级或区县级大数据中台项目为试验田,整合乾坤大数据操作系统的技术能力,形成成熟、可复制推广的城市大数据中台产品体系。

### 3.2 大数据与 AI 结合,开拓新型智慧城市业务

随着新一代信息技术的快速发展和政策的驱动,人工智能技术深度融合产业发展,我国人工智能行业进入发展的快车道。根据艾瑞咨询发布的《2020 年中国人工智能产业研究报告》,2019 年,人工智能核心产业规模达 1,088.6 亿元,预计 2020-2025 年 CAGR 为 24.55%;2019 年,人工智能带动产业规模达 3,821.5 亿元,预计 2020-2025 年 CAGR 为 23.80%。

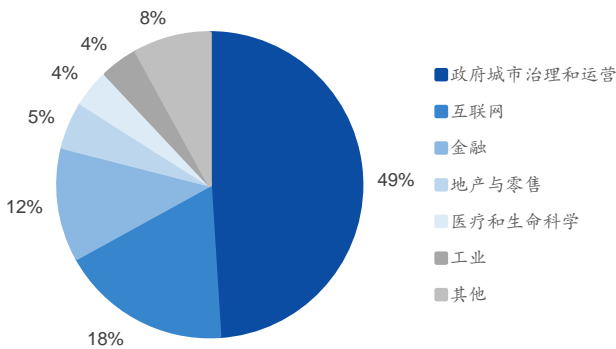
图 36：中国人工智能产业规模情况



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

随着人工智能产业的不断发展，人工智能也在向不同领域逐渐渗透。根据艾瑞咨询的数据,2020年,中国人工智能市场主要客户来政府城市治理和运营,占比达49%,排名第一,互联网客户占比18%,金融客户占比12%。人工智能与安防、公安、司法、检察机关以及民生服务等结合不断增加,根据中商产业研究院的数据,2019年中国智慧治理领域的市场规模达927.23亿元,同比增长22.43%,且预计2021年市场规模达1,338.7亿元,未来发展空间巨大。

图 37：2020 年中国人工智能市场行业份额



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

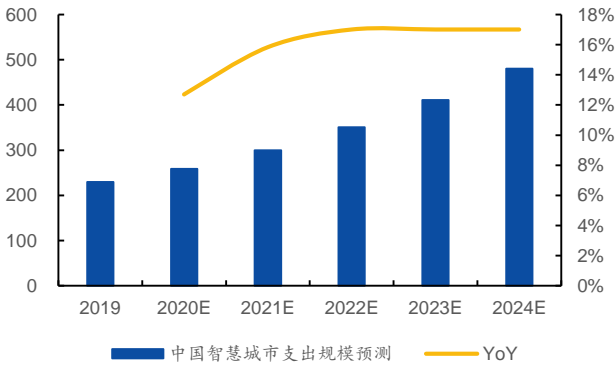
图 38：中国智慧治理市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

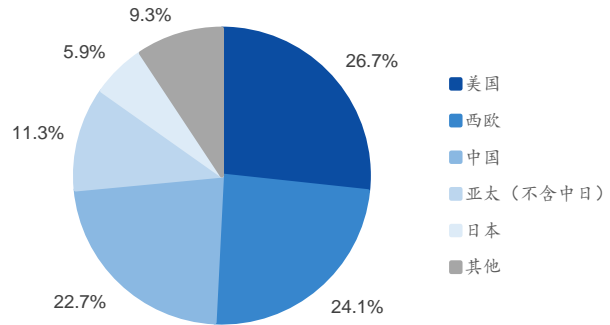
在智慧治理的基础上，“智慧城市”概念逐渐成为了城市建设和前沿科技领域的新热点。根据 IDC 于 2020 年 7 月 13 日发布的《全球智慧城市支出指南》，2020 年，中国智慧城市市场规模预计达 259 亿美元，同比增长 12.7%，增速高于全球平均水平，并预计于 2024 年达约 480 亿美元。2020 年，中国智慧城市市场规模占全球 22.7%，为仅次于美国的第二大国家。中国市场的三大热点投资项目依次为：可持续基础设施、数据驱动治理以及数字化管理。

图 39：中国智慧城市支出规模预测



资料来源：IDC，国元证券研究所

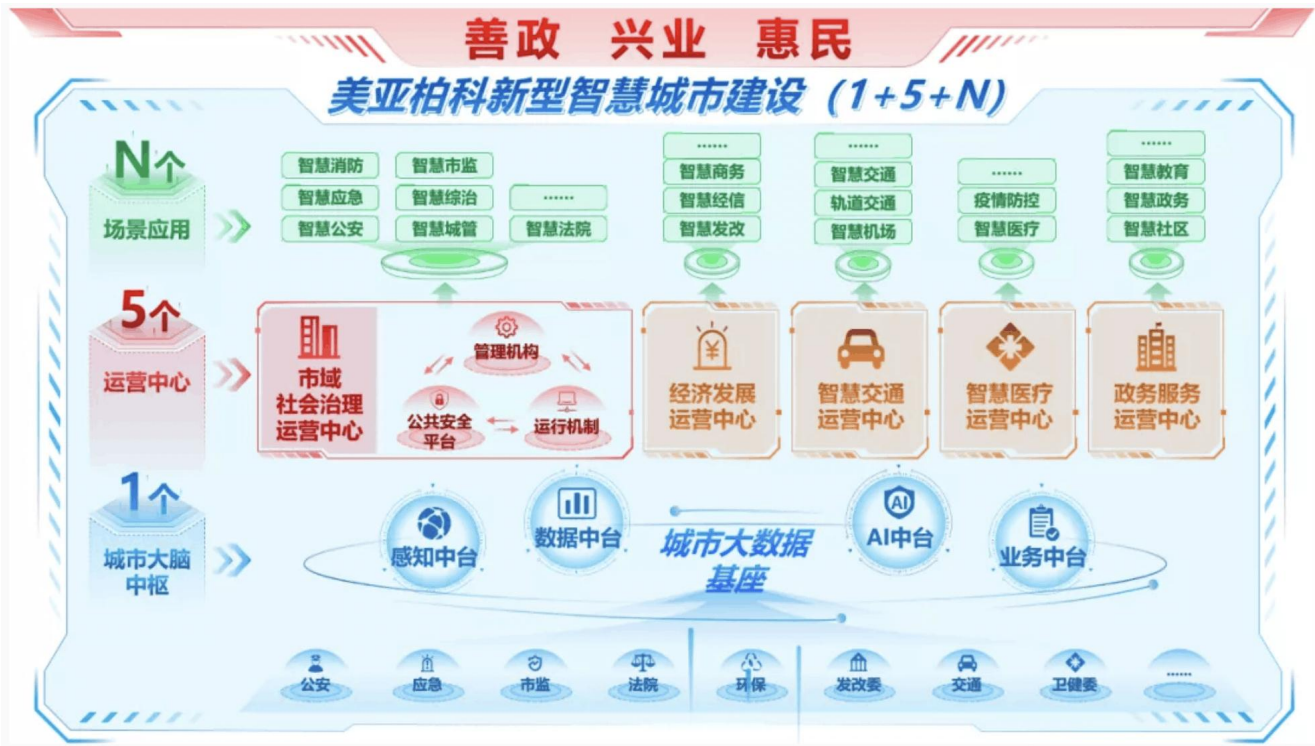
图 40：2020 年全球各区域智慧城市市场规模占比情况



资料来源：IDC，国元证券研究所

新型智慧城市是“数字政府+城市大脑”的组合，数字政府强调跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务，城市大脑强调网络协同和数据智能。2020 年 8 月，公司正式成立新型智慧城市事业部，将围绕公司对新型智慧城市板块的发展思路积极拓展业务，以大数据治理、人工智能和装备制造等核心技术为基础，依托城市公共安全平台、公安大数据、应急大数据等项目经验和技能，设计“1+5+N”顶规方案，即做强 1 个城市大脑中枢，做好 5 大运营中心，集成 N 个智慧场景，涵盖智慧应急、社会治理、智慧便民、智慧公安等。基于公司大数据技术优势和多年的行业积累，公司构建城市大脑，提供智能化解决方案，为建设新型智慧城市承担更多的重担。

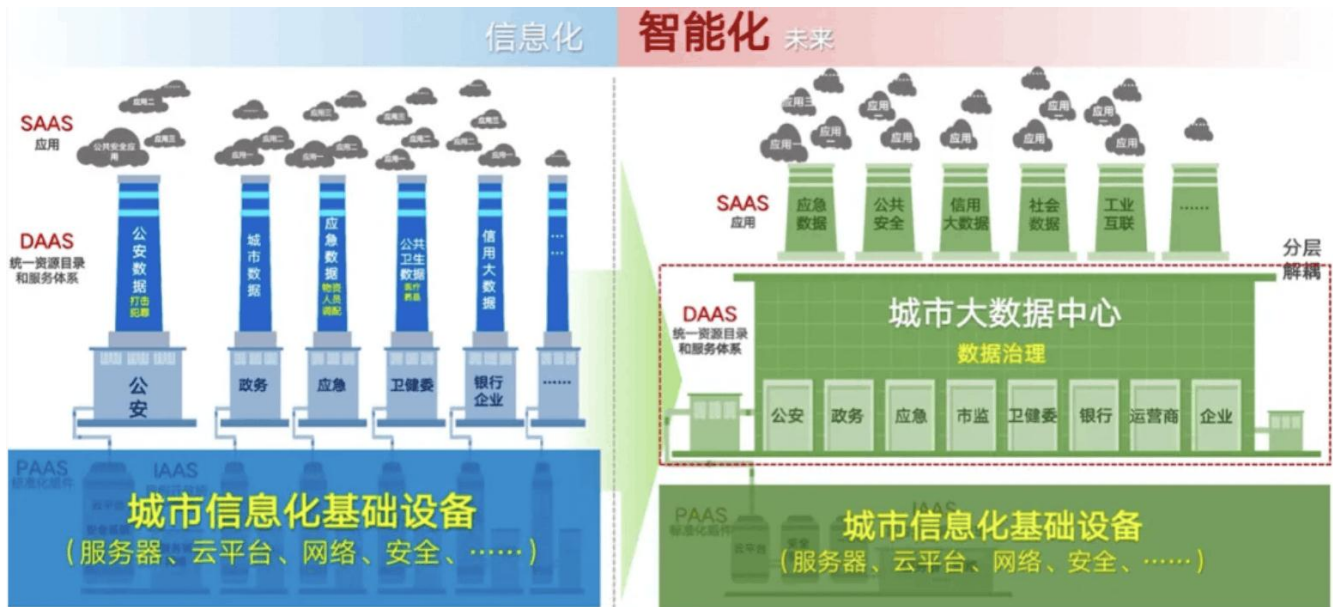
图 41：智慧城市“1+5+N”顶规方案



资料来源：公司官网，国元证券研究所

数据是智慧城市的核心资产，建设智慧城市需要重视数据治理和数据安全问题。为解决多个部门、不同机构之间的信息烟囱、数据孤岛等问题，将不同行业之间复杂多源的数据有效地共享融合，公司正致力于建设集各种数据信息于一体、开放共享、安全可靠的大数据中台，消灭智慧城市之间的信息孤岛现象。公司将围绕新型智慧城市领域顶层设计、技术前沿、工程基础技术、智能应用场景、系统和功能架构、运营维护等方面开展研究，抢抓新基建和新型智慧城市发展机遇期，打造服务新型智慧城市的生态体系。

图 42：公司新型智慧城市业务规划



资料来源：公司官网，国元证券研究所

根据公司官网，公司在新型智慧城市领域成功推出了 CT-1100 祥云城市公共安全管理平台。在统一汇聚全市各单位具有共享价值的公共安全数据基础上，依托“互联网+”和大数据等技术，为全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风险防控体系，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，推动全市公共安全管理机制的变革。

图 43: CT-1100 祥云城市公共安全管理平台



资料来源：公司官网，国元证券研究所

从信息化到智能化再到智慧化，是建设智慧城市的必由之路，前景广阔。未来，公司将通过公司四大技术和产品方向，加强各类技术的融合应用，以“城市大脑”战略赋能新经济发展，推进新型智慧城市建设，为国家治理体系和治理能力的现代化发展贡献力量。

## 4. 辅助赛道齐头并进，打开未来成长空间

公司辅助赛道包括：网络开源情报产品和智能装备制造。

表 5：辅助赛道业绩情况

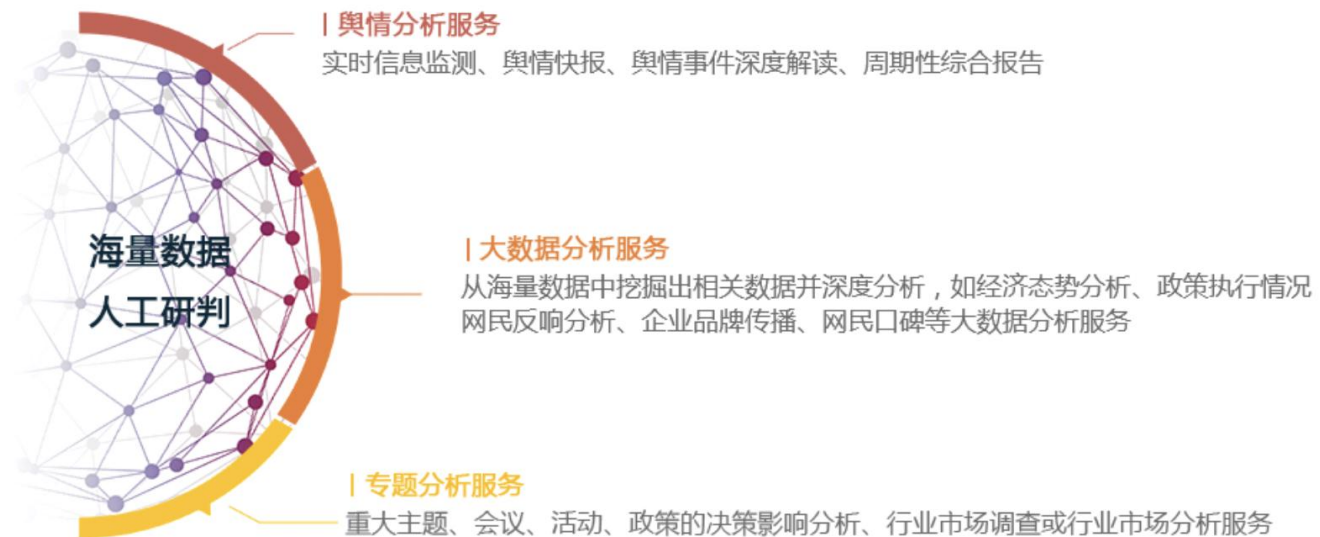
产品	2020 年营业收入（百万元）	2019 年营业收入（百万元）	2020 年毛利率	2019 年毛利率
网络开源情报产品	58.12	75.69	88.97%	71.49%
智能装备制造	61.81	92.42	40.97%	47.44%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

网络开源情报依托公司超级计算中心与大数据中台，充分发挥“大数据平台”的资源优势，利用人工智能、知识图谱与自然语言处理等技术，实现从采集、刻画、应对及评估为一体的产品体系，形成有效的业务闭环，为客户的数据分析、战略决策、危机应对提供支撑。为网络空间安全治理提供网络舆情分析、金融风险监测、网络市场监督管理、社会信用综合服务解决方案。公司对标国内智库一流企业，建立高端智库解决方案，实现面向市场推出精准网络舆情平台及服务。

公司网络开源情报服务包括舆情分析服务、大数据分析服务和专题分析服务，能够将海量数据汇总成清晰直观并具有决策价值的图表。根据公司官网，该业务已制作网络舆情报告 22,869 篇，其中重大事件分析报告 2,076 篇；曾受国家相关部门指派，完成包括北京奥运会、上海世博会、亚欧博览会、大运会、G20 杭州峰会等在内的国内外重大事件保障工作 18 次，提供舆情报告 860 多期。

图 44：网络开源情报服务概况



资料来源：公司官网，国元证券研究所

智能装备制造方面，公司已实现由“制造”向“智造”转变。依托行业大数据平台和行业应用场景需求，公司为客户提供专项及定制化设备，如智能自助设备、移动警务终端、各类便民自助设备、对接大数据资源的警用工作台等；基于社会治理所需的智能感知设备，提供智能交通、行业机器人等行业特需装备；未来将实现设计



到制造的全流程信息化、自动化，提升柔性制造能力，应对多样化、定制化需求，向“工业互联网”智能制造方向迈进。实现从助力执法部门打击犯罪延伸到社会治理后，公司将进一步延伸到社会服务。

公司已建立智能装备创新中心，以产品创新速度为中心，打造快速设计、打样与制造的模式，提供开放式的硬件平台，推出智能化警务终端、车载及移动装备、警用机器人、无人机及无人机反制设备，并于疫情期间推出智能防疫设备和防疫版机器人。全资子公司珠海新德汇陆续推出了一系列涵盖出入境办证业务、车管业务、户政业务各个环节的自助便民设备 20 余款，形成了自助引导、自助拍照受理、自助办证、自助取证等全流程，覆盖了公安三大警种，目前自助方案已在广东、南京、云南、福建、山西、广西、河南、重庆等多个省市上线应用，实现高频政务服务“就近可办、多点可办”和 24 小时不打烊，民众可以更好地享受到“数字政府”建设和“互联网+政务服务”发展成果。

图 45：自助便民设备



资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

公司是国内电子数据取证行业龙头和公安大数据领先企业、网络空间安全及大数据智能化等领域专家。公司围绕“产品装备化，大数据智能化”，将大数据和人工智能两大先进技术融入到擅长和专注的电子数据取证、网络空间安全等领域，不断拓宽和延展业务赛道。未来，公司将继续充分发挥技术及资源优势，用大数据智能化打好新基建的“新地基”，围绕网络安全、大数据、人工智能等新技术，不断深耕国内网络空间安全和大数据业务领域，服务国家“网络空间安全”战略，助推国家治理体系和社会治理现代化战略目标的实现。目前，公司的产品主要包括：网络空间安全产品、大数据智能化产品、网络开源情报产品、智能装备制造和支撑服务，我们按照这五个产品来预测未来的收入和毛利率情况。

- 1. 网络空间安全产品：**该产品为公司的两大主赛道业务之一，也是公司目前最主要的收入来源，核心产品方向为电子数据取证、网络安全大数据、零信任防护体系等。该产品 2020 年营业收入增速为 3.87%，受益于网络空间安全需求的持续增长以及公司在国内电子数据取证领域的龙头地位，该产品有望保持稳健的增长态势，预测 2021-2023 年收入增速为 12.69%、11.38%、10.94%。2019-2020 年，该产品毛利率为 62.11%、62.67%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 62-63%的区间。
- 2. 大数据智能化产品：**该产品为公司另一主赛道业务，公司坚持从公安大数据做起，积极横向拓展智慧政法、智慧应急、智慧政务细分行业大数据、视频大数据、网络安全大数据等其他应用领域。该产品在公司营业收入中扮演的角色越发重要，是公司成长的主要驱动力之一。该产品 2020 年营业收入增速为 40.59%，随着国家对于社会治理智慧化的扶持和公司“1+5+N”顶规方案的确立，该产品有望继续保持较快增长，预测 2021-2023 年收入增速为 43.97%、35.28%、30.36%。2019-2020 年，该产品毛利率为 45.16%、50.60%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 50-51%的区间。
- 3. 网络开源情报产品：**该产品依托公司超级计算中心，充分发挥“大数据平台”的资源优势，利用人工智能、知识图谱与自然语言处理等技术，实现从采集、刻画、应对及评估为一体的产品体系，形成有效的业务闭环，为客户的数据分析、战略决策、危机应对提供支撑。该产品 2020 年营业收入增速为-23.22%，预测 2021-2023 年收入增速为 15.43%、14.37%、13.26%。2019-2020 年，该产品毛利率为 71.49%、88.97%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 88-90%的区间。
- 4. 智能装备制造：**该产品为公司另一副赛道业务，为客户提供专项及定制化设备，基于社会治理所需的智能感知设备，提供智能交通、行业机器人等行业特需装备。该产品 2020 年营业收入增速为-33.13%，预测 2021-2023 年收入增速为 13.25%、12.74%、12.38%。2019-2020 年，该产品毛利率为 47.44%、40.97%，

预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 41-42% 的区间。

5. **支撑服务**：该产品提供技术支持增值服务、培训服务和 APP 服务等。该产品 2020 年营业收入增速为 26.71%，预测 2021-2023 年收入增速为 28.75%、25.37%、23.19%。2019-2020 年，该产品毛利率为 75.64%、78.15%，预测未来三年将保持在 2020 年的水平，维持在 78-79% 的区间。

**表 6：公司业务拆分（单位：百万元）**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>网络空间安全产品</b>					
收入	1,084.25	1,126.23	1,269.15	1,413.58	1,568.23
增长率	-	3.87%	12.69%	11.38%	10.94%
毛利率	62.11%	62.67%	62.71%	62.76%	62.82%
<b>大数据智能化产品</b>					
收入	772.42	1,085.94	1,563.42	2,115.00	2,757.11
增长率	-	40.59%	43.97%	35.28%	30.36%
毛利率	45.16%	50.60%	50.78%	50.92%	50.97%
<b>网络开源情报产品</b>					
收入	75.69	58.12	67.09	76.73	86.90
增长率	-	-23.22%	15.43%	14.37%	13.26%
毛利率	71.49%	88.97%	88.97%	88.99%	89.01%
<b>智能装备制造</b>					
收入	92.42	61.81	70.00	78.91	88.68
增长率	-	-33.13%	13.25%	12.74%	12.38%
毛利率	47.44%	40.97%	41.08%	41.23%	41.34%
<b>支撑服务</b>					
收入	42.62	54.01	69.53	87.17	107.39
增长率	-	26.71%	28.75%	25.37%	23.19%
毛利率	75.64%	78.15%	78.38%	78.53%	78.63%
<b>合计</b>					
收入	2,067.41	2,386.10	3,039.19	3,771.39	4,608.31
增长率	29.17%	15.41%	27.37%	24.09%	22.19%
毛利率	55.74%	57.60%	57.01%	56.57%	56.18%

资料来源：Wind，国元证券研究所

### 可比公司估值：

公司是网络空间安全领域的领先企业，主要从事网络空间安全、大数据智能化等业务。在国内上市公司中，安恒信息、启明星辰、山石网科与公司相似，主营业务立足网络安全行业，提供相关软件产品、服务与解决方案，毛利率均保持在较高水平，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值角度来看，公司估值水平低于这三家公司的平均水平。随着公司战略的持续落地，营业收入有望保持较快增长，毛利率有望维持在较高水平，公司估值水平有望逐步提升，目前具备较好的长期投资价值。

**表 7：可比公司估值情况**

股票代码	公司简称	收盘价	总市值(亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
688023.SH	安恒信息	242.04	179.29	1.81	2.57	3.69	5.52	143.66	94.24	65.64	43.83
002439.SZ	启明星辰	30.05	280.54	0.86	1.11	1.40	1.76	33.92	27.04	21.43	17.11
688030.SH	山石网科	28.56	51.47	0.33	0.54	0.75	1.04	85.44	52.96	37.91	27.59
平均		-	-	-	-	-	-	<b>87.67</b>	<b>58.08</b>	<b>41.66</b>	<b>29.51</b>
300188.SZ	美亚柏科	16.98	136.98	0.46	0.60	0.76	0.95	36.56	28.08	22.24	17.83

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2021 年 6 月 6 日

### 投资建议：

公司是国内电子数据取证行业龙头和公安大数据领先企业、网络空间安全及大数据智能化等领域专家。2016-2020 年，公司营业收入稳健增长，CAGR 为 24.35%，毛利率始终保持在 55% 以上，盈利能力良好。目前，公司已形成以网络空间安全和大数据智能化为主赛道、网络开源情报和智能装备制造为辅助赛道的“2+2”产品体系，业务范围不断拓展，在“8848”战略的指引下，未来持续成长无忧。

综上，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 30.39、37.71、46.08 亿元，归母净利润为 4.88、6.16、7.68 亿元，EPS 为 0.60、0.76、0.95 元/股，对应 PE 为 28.08、22.24、17.83 倍。目前，计算机（申万）指数的 PE TTM 为 52.1 倍，过去三年，公司 PE 主要运行在 35-75 倍之间，考虑到近期科技股估值调整较为明显，下调公司 2021 年的目标 PE 至 40 倍，对应的目标价为 24.00 元。维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

1. 新冠肺炎疫情反复；
2. 公安大数据业务拓展进度低于预期；
3. 电子取证市场竞争加剧；
4. 新业务拓展不及预期；
5. 商誉减值。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2,610.91	2,995.68	3,655.63	4,365.02	5,209.85
现金	1,165.03	1,228.81	1,486.40	1,780.94	2,147.63
应收账款	796.78	747.11	951.08	1,147.21	1,365.30
其他应收款	81.77	99.50	125.52	155.38	188.94
预付账款	71.92	64.43	82.05	101.72	124.39
存货	436.68	563.07	699.24	848.85	1,031.32
其他流动资产	58.74	292.77	311.35	330.92	352.27
<b>非流动资产</b>	1,589.24	1,649.59	1,686.44	1,716.49	1,758.78
长期投资	20.66	25.01	26.96	29.03	32.18
固定资产	387.91	442.14	450.46	458.40	461.25
无形资产	63.07	166.74	171.44	174.73	176.78
其他非流动资产	1,117.60	1,015.70	1,037.58	1,054.33	1,088.58
<b>资产总计</b>	4,200.15	4,645.27	5,342.06	6,081.51	6,968.63
<b>流动负债</b>	1,129.11	1,208.65	1,367.92	1,544.47	1,735.79
短期借款	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	243.25	339.17	420.42	523.83	630.84
其他流动负债	885.85	868.49	947.51	1,020.64	1,104.95
<b>非流动负债</b>	86.59	88.55	98.63	109.86	118.94
长期借款	15.46	20.59	25.97	31.45	37.12
其他非流动负债	71.13	67.96	72.66	78.41	81.82
<b>负债合计</b>	1,215.70	1,297.20	1,466.55	1,654.33	1,854.73
少数股东权益	23.66	46.89	80.65	123.12	175.91
股本	803.99	806.67	806.67	806.67	806.67
资本公积	673.39	738.82	738.82	738.82	738.82
留存收益	1,304.17	1,644.45	2,132.20	2,635.29	3,262.27
<b>归属母公司股东权益</b>	2,960.79	3,301.17	3,794.86	4,304.06	4,937.99
<b>负债和股东权益</b>	4,200.15	4,645.27	5,342.06	6,081.51	6,968.63

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	396.14	297.59	377.95	529.12	651.05
净利润	288.71	400.66	521.50	658.43	821.19
折旧摊销	74.63	100.40	110.13	122.77	136.70
财务费用	-6.01	-10.15	-12.27	-14.78	-17.80
投资损失	0.16	-4.59	-4.63	-4.71	-4.83
营运资金变动	-30.46	-278.65	-283.28	-279.23	-334.22
其他经营现金流	69.11	89.92	46.50	46.64	50.00
<b>投资活动现金流</b>	106.25	-192.67	-143.18	-148.34	-173.55
资本支出	177.55	183.45	58.63	67.46	71.27
长期投资	-266.00	16.05	23.43	16.53	34.30
其他投资现金流	17.80	6.83	-61.11	-64.35	-67.98
<b>筹资活动现金流</b>	15.46	-32.02	22.81	-86.23	-110.81
短期借款	0.00	1.00	-1.00	0.00	0.00
长期借款	-1.56	5.13	5.38	5.48	5.67
普通股增加	9.16	2.67	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	91.07	65.43	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-83.20	-106.26	18.43	-91.71	-116.48
<b>现金净增加额</b>	518.20	72.36	257.59	294.55	366.69

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2,067.41	2,386.10	3,039.19	3,771.39	4,608.31
营业成本	914.98	1,011.64	1,306.46	1,638.00	2,019.33
营业税金及附加	17.45	20.72	26.14	32.06	38.71
营业费用	269.44	273.62	347.99	430.69	524.43
管理费用	288.79	315.19	399.96	494.81	596.31
研发费用	293.17	364.98	438.74	518.96	609.83
财务费用	-6.01	-10.15	-12.27	-14.78	-17.80
资产减值损失	-16.57	-35.33	-32.19	-29.86	-27.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.16	4.59	4.63	4.71	4.83
<b>营业利润</b>	307.45	424.67	551.37	695.02	865.71
营业外收入	0.47	0.31	0.39	0.42	0.45
营业外支出	2.16	4.66	4.71	4.83	4.92
<b>利润总额</b>	305.76	420.32	547.05	690.61	861.24
所得税	17.05	19.66	25.55	32.18	40.05
<b>净利润</b>	288.71	400.66	521.50	658.43	821.19
少数股东损益	-0.97	26.04	33.75	42.47	52.79
<b>归属母公司净利润</b>	289.68	374.62	487.75	615.96	768.40
EBITDA	376.06	514.92	649.22	803.02	984.61
EPS (元)	0.36	0.46	0.60	0.76	0.95

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.17	15.41	27.37	24.09	22.19
营业利润(%)	-7.73	38.13	29.83	26.05	24.56
归属母公司净利润(%)	-4.47	29.32	30.20	26.29	24.75
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	55.74	57.60	57.01	56.57	56.18
净利率(%)	14.01	15.70	16.05	16.33	16.67
ROE(%)	9.78	11.35	12.85	14.31	15.56
ROIC(%)	20.05	20.02	23.04	26.13	29.13
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.94	27.93	27.45	27.20	26.62
净负债比率(%)	1.40	1.86	1.96	2.08	2.17
流动比率	2.31	2.48	2.67	2.83	3.00
速动比率	1.91	1.99	2.14	2.25	2.38
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.54	0.54	0.61	0.66	0.71
应收账款周转率	2.57	2.68	3.06	3.08	3.15
应付账款周转率	4.54	3.47	3.44	3.47	3.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.46	0.60	0.76	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.37	0.47	0.66	0.81
每股净资产(最新摊薄)	3.67	4.09	4.70	5.34	6.12
<b>估值比率</b>					
P/E	47.28	36.56	28.08	22.24	17.83
P/B	4.63	4.15	3.61	3.18	2.77
EV/EBITDA	32.31	23.60	18.72	15.13	12.34

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

### 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

### 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188