美亚柏科（300188.SZ）

2020 年 11 月 07 日

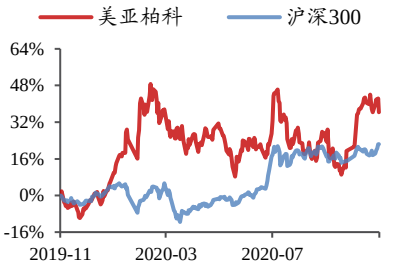
引入国投协同赋能，战略升级开拓新空间

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/11/6
当前股价(元)	22.70
一年最高最低(元)	25.37/15.00
总市值(亿元)	183.06
流通市值(亿元)	136.38
总股本(亿股)	8.06
流通股本(亿股)	6.01
近 3 个月换手率(%)	151.82

股价走势图



数据来源：贝格数据

陈宝健（分析师）
chenbaojian@kysec.cn
证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师）
liuxiaoyao@kysec.cn
证书编号：S0790520090001

● **网络空间安全及大数据智能化等领域专家、首次覆盖并给予“买入”评级**

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 2020 年前三季度实现营业收入 10.78 亿元，同比增长 24.93%；归母净利润 6946.65 万元，同比增长 303.43%。其中，Q3 单季度收入为 4.67 亿元，同比增长 66.85%；归母净利润为 6572.30 万元，同比增长 285.13%。业绩的高速增长一方面得益于公司积极与客户推进现有商机落地，加快订单实施进度，促进项目完结验收；另一方面公司加强全面预算管理，经营效益提升。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 4.36、5.62、7.10 亿元，EPS 为 0.54、0.70、0.88 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 42、33、26 倍，公司 PE 及 PS 估值低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

● **引入国投发挥协同效应，兼具央企优势、民企活力**

公司通过协议转让引入国投智能作为控股股东，国投集团多样化资源优势赋能公司央企的独特优势，并在智慧城市安全、现代化治理等与公司具有协同效应：1）依托国投集团与各地市建立的战略合作关系，可有效促进和协助公司在新区域/新城市的业务拓展，拓宽业务渠道；2）集团内其他企业与公司也具有协同效应。

● **战略全新升级，成长空间不断拓展**

2020 年以来，公司结合“十四五”发展规划，将四大产品和服务体系升级为四大主营业务方向和支撑服务，前者为以网络空间安全和大数据智能化为主、网络开源情报和智能装备制造为辅的“2+2”业务体系。1）网络空间安全：公司已步入取证 3.0 阶段，启动“星火计划”加强区县下沉，电子数据取证产品拓展至各行业；公司积极由事后调查向事中审计及事前防护推进，形成增长点。2）大数据智能化：在智慧公安大数据基础上拓展其他领域，如智慧政法、城市治理及特种大数据等，并成立新型智慧城市事业部，布局智慧城市大脑，未来高增长可期。

● **风险提示：**市场竞争加剧风险、商誉减值风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,601	2,067	2,641	3,433	4,250
YOY(%)	19.7	29.2	27.7	30.0	23.8
归母净利润(百万元)	303	290	436	562	710
YOY(%)	11.6	-4.5	50.5	28.9	26.2
毛利率(%)	59.5	55.7	54.3	53.6	53.2
净利率(%)	18.9	14.0	16.5	16.4	16.7
ROE(%)	11.7	9.7	13.0	14.7	15.9
EPS(摊薄/元)	0.38	0.36	0.54	0.70	0.88
P/E(倍)	61.7	64.6	42.9	33.3	26.4
P/B(倍)	7.3	6.3	5.6	4.9	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：网络空间安全及大数据智能化专家 3
2、 从电子取证到网络空间安全，边界拓展开启广阔空间 6
2.1、 电子取证龙头，新场景与新技术推动业务发展 6
2.1.1、 从网安到刑侦、经侦、监察委，公司业务边界不断拓展 8
2.1.2、 取证 3.0 时代，云取证、物联网取证打开发展空间 8
2.2、 从“事后”延伸为“事前事中事后”全赛道，业务空间进一步拓展 9
3、 从“公安大数据”到“新型智慧城市”，大数据战略进一步升级 10
3.1、 公司打造汇聚融合型大数据平台，在大数据市场占据领先地位 12
3.2、 从公安大数据延伸到城市大数据，携手国投拓展智慧城市业务 13
4、 盈利预测与估值分析 14
4.1、 核心假设 15
4.2、 盈利预测与投资建议 15
5、 风险提示 16
附：财务预测摘要 17

图表目录

图 1： 公司已成长为网络空间安全及大数据智能化专家 3
图 2： 公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会 4
图 3： 公司形成“2+2”业务体系 4
图 4： 2015 年至今公司营业总收入保持快速增长 5
图 5： 2015 年至今公司归母净利润保持快速增长 5
图 6： 大数据信息化业务收入占比迅速提升 5
图 7： 2015-2019 年公司整体毛利率有所下滑 6
图 8： 2015-2019 年公司期间费用率稳中有降 6
图 9： 全球电子数据取证预计保持平稳增长 7
图 10： 北美占据全球电子数字取证市场最大份额 7
图 11： 预计到 2023 年我国电子取证市场规模将达到 35.62 亿元 7
图 12： 公司占据电子取证市场的半壁江山 7
图 13： 公司定义“取证 3.0 时代” 9
图 14： 公司推出云取证、汽车取证等众多新产品 9
图 15： 我国大数据战略布局不断深化 11
图 16： 预计中国大数据产值年均增速在 20%以上 11
图 17： 大数据产业链主要包含基础支撑层、数据服务层和融合应用层 12
图 18： 数据孤岛是当前大数据信息化难题 12
图 19： “乾坤”大数据智能化平台产品发布 13
图 20： 新型智慧城市指挥部成立 14
图 21： 城市大脑有效推进智慧城市发展 14

表 1： 政府从政策层面推动电子取证的应用 8
表 2： 公司 PE 和 PS 低于可比公司平均水平（截止 2020.11.6 收盘） 15

1、 公司概况：网络空间安全及大数据智能化专家

美亚柏科成立于 1999 年，历经 21 年的发展，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。公司业务领域由传统的网络安全部门向监察委、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。

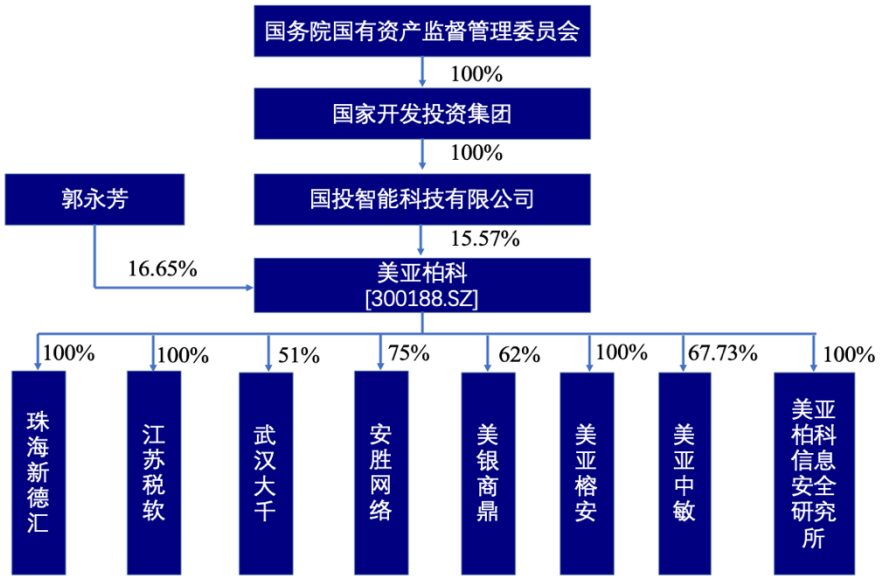
图1：公司已成长为网络空间安全及大数据智能化专家



资料来源：公司官网、开源证券研究所

国投入股后，公司兼具央企优势、民企活力。公司 2019 年 7 月，原股东通过协议转让的方式引入国投智能，目前国投智能持股 15.57%，持有表决权 22.29%，是公司的控股股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。国投智能是国家开发投资集团的全资子公司，主要服务于国投集团的数字经济产业的战略投资平台和信息化综合服务平台。国投集团多样化资源优势赋能公司央企的独特优势，并在智慧城市安全、现代化治理等与公司形成显著协同效应。

图2：公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会



资料来源：Wind、开源证券研究所

战略全新升级，形成网络空间安全、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。2020 年以来，公司结合“十四五”发展规划，将原来四大产品和四大服务体系，升级为四大主营业务方向和支撑服务，其中四大主营业务方向为以网络空间安全和大数据智能化为主、网络开源情报和智能装备制造为辅的“2+2”业务体系。

图3：公司形成“2+2”业务体系

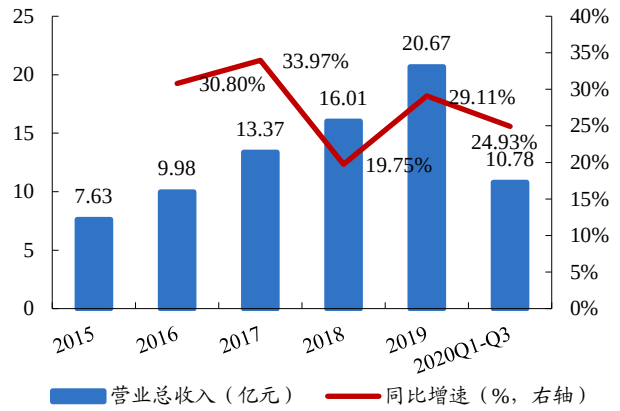


资料来源：公司公告

2020 年前三季度公司业绩逆势高增长。1）近五年来，公司收入和利润保持快速增长。2015-2019 年，公司营业收入从 7.63 亿元增至 20.67 亿元，年复合增长率为 28.3%；归母净利润从 1.33 亿元增至 2.90 亿元，年复合增长率为 21.5%。2）公司 2020

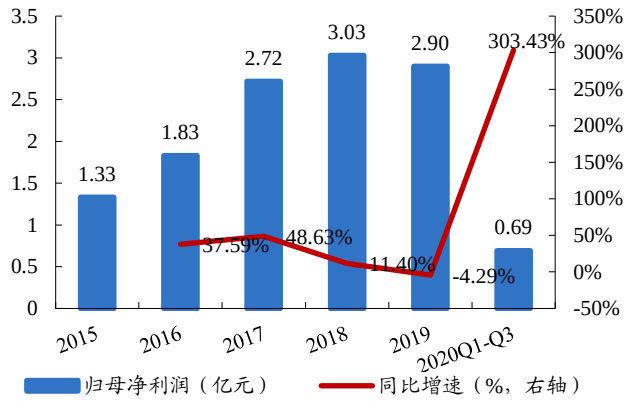
年前三季度实现营业收入 10.78 亿元，同比增长 24.93%；归母净利润 6946.65 万元，同比增长 303.43%。其中，Q3 单季度收入为 4.67 亿元，同比增长 66.85%；归母净利润为 6572.30 万元，同比增长 285.13%。业绩高速的主要原因为：一方面，公司积极与客户推进现有商机的落地，加快订单的实施进度，促进项目的完结验收，实现收入和利润较 2019 年同期双增长；另一方面，公司持续加强全面预算管理，同时开展“瘦身健体、提质增效”等管理活动积极应对疫情带来的不利影响。

图4：2015 年至今公司营业总收入保持快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

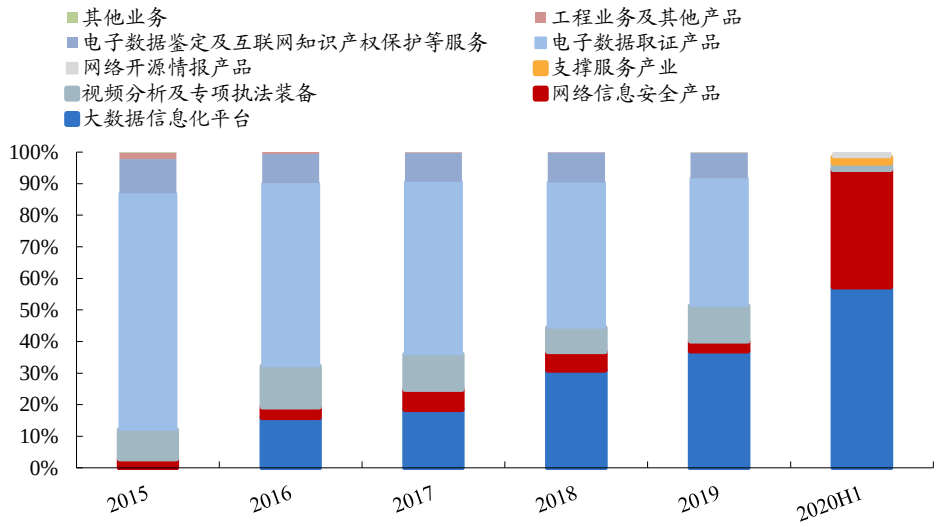
图5：2015 年至今公司归母净利润保持快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

大数据信息化业务占比迅速提升。从 2016 年开始，公司大数据业务逐渐发力，在收入中的占比快速提升，2019 年大数据信息化平台业务在收入中的占比达到 37%，成为公司增长的主要驱动力之一。

图6：大数据信息化业务收入占比迅速提升

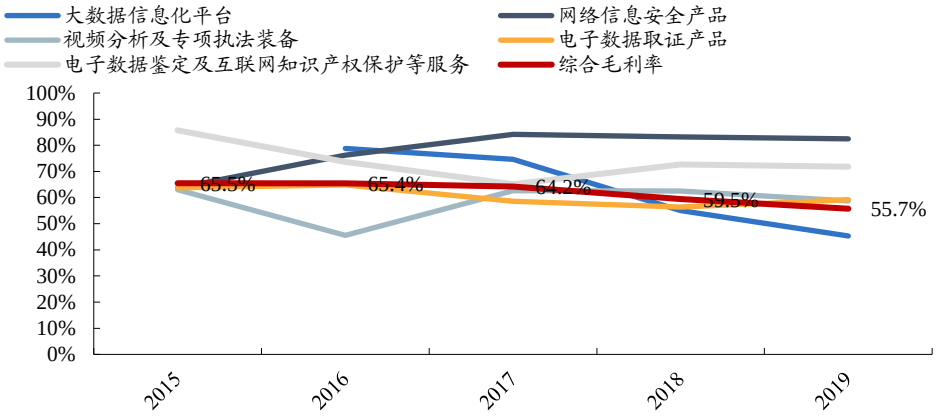


数据来源：Wind、开源证券研究所

由于业务结构的变化，近年公司整体毛利率有所下滑。公司毛利率下滑的主要原因：一是公司大数据信息化业务以整体解决方案的方式提供，毛利率低于电子数据取证业务，其占比提升导致公司整体毛利率下滑；二是大数据信息化项目颗粒度变大，导致其本身的毛利率水平也有所下滑。我们认为公司在大数据业务领域的领

先地位已经初步形成，同时随着乾坤大数据平台的发布，大数据业务的产品化率有望提升，公司毛利率水平有望稳中有升。

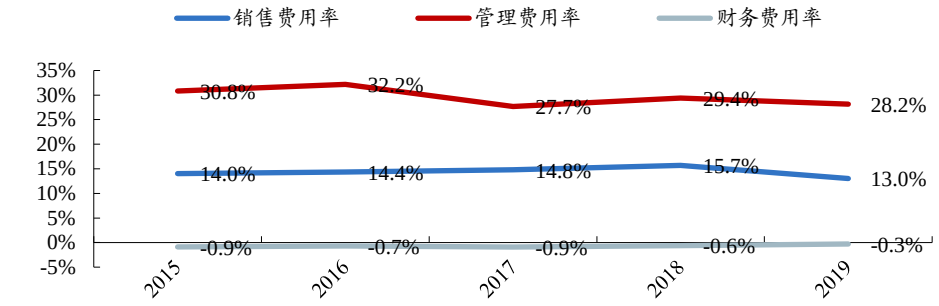
图7：2015-2019 年公司整体毛利率有所下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司期间费用率稳中有降。近年来，公司加强经营管理效率，销售费用率和管理费用率稳中有降。

图8：2015-2019 年公司期间费用率稳中有降



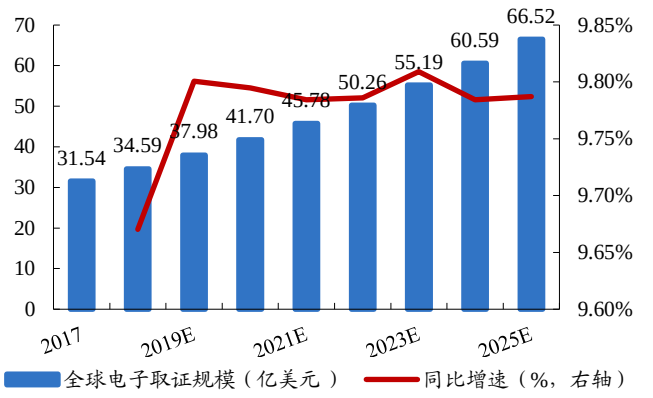
数据来源：公司公告、开源证券研究所 （注：为保持口径一致，图中管理费用率中含研发费用率）

2、 从电子取证到网络空间安全，边界拓展开启广阔空间

2.1、 电子取证龙头，新场景与新技术推动业务发展

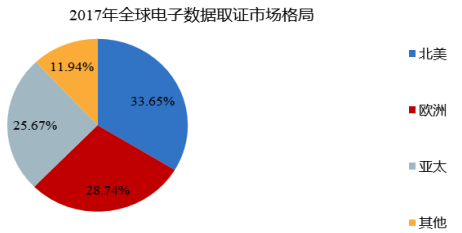
全球电子数据取证保持平稳增长，亚太地区有望成为增速最快的区域。根据 TMR 的报告，全球电子数据取证 2017 年市场规模为 31.5 亿元，预计 2025 年有望达到 66.5 亿美元。从区域市场来看，北美领先，欧洲紧随其后，亚太市场正在快速发展。

图9：全球电子数据取证预计保持平稳增长



数据来源：TMR、开源证券研究所

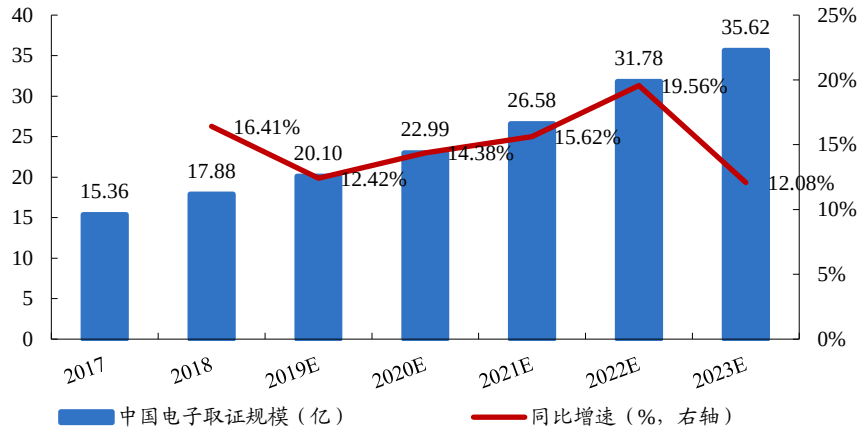
图10：北美占据全球电子数字取证市场最大份额



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

我国电子取证技术和市场逐步成熟。受益于应用场景不断丰富、取证方式、对象不断拓展等后发优势，中国电子取证市场规模增速将显著快于全球电子取证市场规模增速。根据智研咨询测算，到 2023 年我国电子取证市场规模将达到 35.62 亿元。

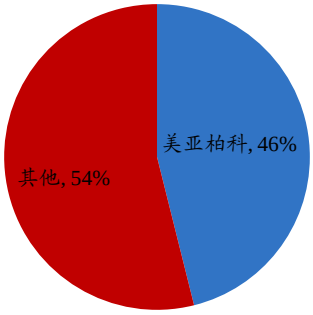
图11：预计到 2023 年我国电子取证市场规模将达到 35.62 亿元



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

公司是国内电子数据取证龙头企业，产品市场占有率第一。根据 CCID 报告，2016 年公司电子取证产品市占率达到 46.1%，占据电子取证市场的半壁江山。

图12：公司占据电子取证市场的半壁江山



数据来源：CCID、开源证券研究所

2.1.1、 从网安到刑侦、经侦、监察委，公司业务边界不断拓展

电子取证跨警种、跨行业发展。一方面，电子数据取证最初运用于网络安全领域，主要针对的是网安警种。随着计算机的普及，经侦、刑侦等其他警种领域也有了电子取证的需求。电子数据取证能力逐步变成各个细分警种和执法部门提升快速办案能力、提升社会管理与服务能力的基础信息化手段。另一方面，电子取证从司法部门出发，逐步向行政执法部门、政务管理部门、企事业单位、社会公众等行业拓展。

相关部门也纷纷从政策层面推动电子取证的应用。例如，在刑侦领域，2017 年开始，公安部出台刑侦电子物证实验室相关标准，同时内部也出台指导意见，要求 2018-2020 年完成省、市、县（区）三级刑侦电子物证实验室的能力建设。在税务稽查领域，税务总局于 2017 年发布《关于加强税务稽查信息化应用管理的指导意见》，提出要推广应用电子取证软件和工具。

表1：政府从政策层面推动电子取证的应用

时间	发文单位	文件	内容
2016 年	最高人民法院、最高人民检察院、公安部	《关于办理刑事案件收集提取和审查判断电子数据若干问题的规定》	首次规定电子数据收集提取和审查判断相关细则。
2017 年	税务总局	《关于加强税务稽查信息化应用管理的指导意见》	推广应用电子取证软件和工具。
2018 年	人大	《中华人民共和国监察法》	提出监察机关在调查过程中，可以调取、查封、扣押用以证明被调查人涉嫌违法犯罪的财物、文件和电子数据等信息，在刑事诉讼中可以作为证据使用。
2018 年	公安部	《电子物证检验实验室建设规范》	提出适用于刑事技术电子物证检验实验室建设，将电子物证实验室分为三级，并明确了相关标准和业务范围。
2019 年	公安部	《公安机关办理刑事案件电子数据取证规则》	进一步明确了收集、提取电子数据；电子数据检查和侦查实验；电子数据检验与鉴定等方面的具体规则。
2019 年	国家市场监督管理总局	《市场监督管理行政处罚程序暂行规定》	明确电子取证的有关要求

资料来源：各部门官网、开源证券研究所

目前公司的电子数据取证产品横向已拓展到刑侦、监察委、税务、军工等领域，取得良好进展。

1）刑侦领域，2020 年 9 月新德汇成功中标北京市公安局朝阳分局电子物证实验室项目，中标金额为 1345 万元。该项目将打造成为全国首家刑侦千万级地市电子物证实验室。同时，公司还承担了北京市公安局刑侦总队电子物证实验室的全面升级改造工作。

2）税务领域，全资子公司江苏税软针对国地税合并后带来的税务稽查装备化、信息化的发展机会，及时调整业务线，在深耕原有税务稽查软件、电子查账软件的基础上，推出新税务稽查执法设备，并参与税务稽查指挥实验室等方面的建设。

2.1.2、 取证 3.0 时代，云取证、物联网取证打开发展空间

“取证 3.0 时代”开启。面对新的取证对象不断出现、人工智能和大数据平台的

发展等现实情况，电子数据取证产品已由最初的计算机取证，发展成为涵盖移动智能设备取证、云取证、物联网取证。公司在取证 1.0 时代和取证 2.0 时代的基础上定义了取证 3.0 时代。取证 3.0 基于终端取证、云取证、物联网取证、网络取证等技术，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13：公司定义“取证 3.0 时代”



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

取证 3.0 时代下，公司加强人工智能、大数据等技术对电子数据取证产品的赋能，研发覆盖电子数据取证全领域的装备，包括“手机云勘大师”、“云勘大师”、“汽车取证大师”、“物联网取证大师”、“美亚大脑”等新产品，同时对“取证航母”、“取证大师”等原有产品进行更新迭代。

图14：公司推出云取证、汽车取证等众多新产品



资料来源：公司公告

2.2、 从“事后”延伸为“事前事中事后”全赛道，业务空间进一步拓展

提出网络空间安全业务战略，由事后调查向事中审计及事前防护推进。公司依托大数据信息化局部领先的行业优势，从网络安全大数据拓展到城市网络安全，基于司法的“零信任体系”走向新一代政企信息安全，研发新一代网络大数据安全产品，实现由事后调查向事中审计及事前防护推进，打造网络空间安全防护体系。

新网络空间安全板块主要体现在以下三个“新”：新体系、新技术、新生态。

- **新体系——“狼烟计划”：融合“零信任”体系，开启政企信息安全新时代**

“狼烟计划”是在传统的安全防护体系包括终端、网络、数据安全等的基础上，结合“零信任体系”，构筑安全可信合规的纵深、全链条防御体系，重新定义网络安全。目前公司已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，构建以数据为中心的动态防御产品体系，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。

- **新技术——“长城计划”：依托“乾坤”大数据，打造网络安全大数据平台**

“长城计划”是以关键信息基础设施保护平台为基础，结合公司在公安大数据平台中的建设经验，用“乾坤”为网络安全大数据平台赋能，打造自主可控的网络安全大数据平台。

- **新生态：汇聚多源数据 构建开放的网络空间安全新生态**

为解决现有网络安全的应用系统分散独立，烟囱式建设等问题，网络安全大数据平台将各家网络安全数据融合形成一个大基座，形成“大基座、小应用”，各家安全公司应用都可以基于这个大基座进行开发部署。平台通过数据的融合治理提升数据价值，并为各类应用提供大数据赋能，进一步构建开放的网络安全新生态。网络安全大数据平台提供了三大支撑能力来实现生态，包括传统厂商、云安全厂商、安全情报厂商等数据融合支撑能力，多源数据的治理能力，包括标准化、数据组织服务等，以及分析支撑的能力。

3、 从“公安大数据”到“新型智慧城市”，大数据战略进一步升级

我国大数据战略布局不断深化。根据政策出台时间，可以把我国大数据战略布局可以分为四个阶段:

1）预热阶段（2014 年 3 月—2015 年 8 月）

预热阶段主要是大数据首次写入政府工作报告，大数据开始成为社会各界关注的热点。

2）起步阶段（2015 年 8 月—2016 年 3 月）

国务院印发了《促进大数据发展的行动纲要》，核心是“三位一体”，围绕这一核心，明确了五大目标、七项措施、十大工程。并且据此细化分解出 76 项具体任务。

3）落实阶段（2016 年 3 月——2017 年 10 月）

《十三五规划纲要》的第二十七章提出“实施国家大数据战略”，大数据上升至国家战略层面。同时在 2017 年 1 月，工信部发布《大数据产业发展规划（2016—2020）》，文件明确提出了大数据产业发展的量化目标：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。企业方面，要求培育 10 家国际领先的大数据核心龙头企业和 500 家大数据应用及服务企业。

4）深化阶段（2017 年 10 月至今）

以十九大报告为界，大数据发展进入深化阶段。2017 年 12 月，中央政治局就实

施大数据战略进行了集体学习。2019 年 3 月，政府工作报告第六次提到大数据，并且有多项任务和大数据相关。

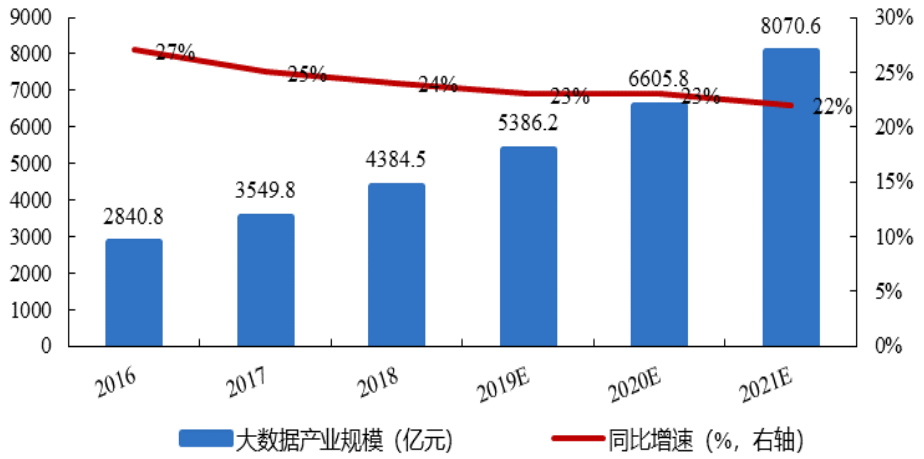
图15：我国大数据战略布局不断深化



资料来源：中国信息通信研究院《大数据白皮书（2019）》

预计我国大数据产值年均增速在 20%以上。根据《2019 年中国大数据产业发展白皮书》测算，2020 年大数据产业规模达到 6605.38 亿元，增速为 23%。

图16：预计中国大数据产值年均增速在 20%以上



数据来源：《2019 年中国大数据产业发展白皮书》、开源证券研究所

大数据产业链主要包含基础支撑层、数据服务层和融合应用层三个层面。1）基础支撑层是整个大数据产业的核心，它涵盖了网络、存储和计算等硬件基础设施，云计算资源管理平台、以及各类与数据采集、预处理、分析和展示相关的方法和工具。2）数据服务层是大数据市场的未来增长点之一，它立足海量数据资源，围绕各类应用和市场需求，提供前端的数据采集、中端的流处理、批处理、即时查询和数据挖掘，末端的数据可视化，以及贯穿始终的数据安全等辅助性的服务支撑。3）融合应用层是大数据产业的发展重点，这一层不仅包含了通用性的营销大数据，还包含了与互联网、政府、工业、农业、金融、电信等行业紧密相关的各类细分领域整体解决方案。融合应用最能体现大数据的价值和内涵，它是大数据技术与实体经济深入结合的生

动体现，能够切实地帮助实体经济企业提升业务效率，降低成本，也能够帮助政府提升社会治理水平和民生服务能力。

图17：大数据产业链主要包含基础支撑层、数据服务层和融合应用层

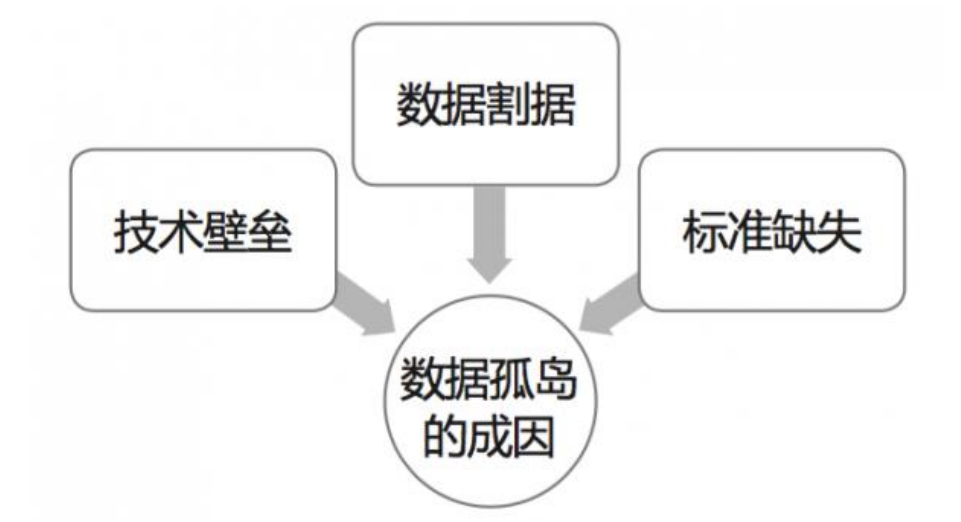


资料来源：《2019 年中国大数据产业发展白皮书》

3.1、 公司打造汇聚融合型大数据平台，在大数据市场占据领先地位

数据孤岛是当前大数据信息化难题。随着信息技术的突飞猛进和政府部门信息化工作的持续推进，政府部门积累的数据呈爆发式增长。在我国，超过 80%的数据资源掌握在各级政府部门手里，然而由于各自为政、标准不一、缺乏数据共享交换协同机制等原因，造成各部门之间的数据始终缺乏有效整合，结果形成了一个个的“数据孤岛”，大量有价值的数据资源不能发挥更大作用。

图18：数据孤岛是当前大数据信息化难题



资料来源：人民论坛网《数据共享:政府管理信息化的价值点》

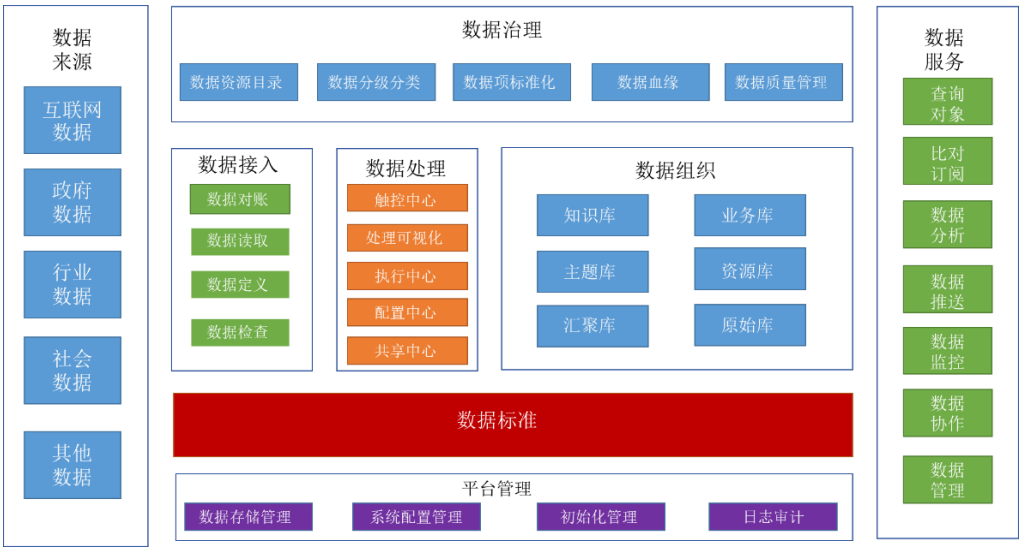
数据的汇聚融合是大数据信息化重点工作之一。2017 年 5 月 18 日，国务院办公厅印发了《政务信息系统整合共享实施方案》，该方案主要针对长期以来困扰我国政务信息化建设的“各自为政、条块分割、烟囱林立、信息孤岛”等问题。以公安部门为例，2018 年 1 月成立的全国公安大数据工作领导小组将加快推进数据融合共享

作为主要工作内容来开展；2019 年 1 月全国公安厅局长会议强调，要聚焦智慧公安建设目标，坚持融合共享；2019 年 12 月全国公安科技信息化暨大数据智能化建设工作会议指出，把数据资源汇聚共享作为大数据智能化建设的基础工程来抓。

公司在公安大数据汇聚融合领域地位领先。基于公司在司法机关的全面布局，及对各执法部门大数据业务需求的深刻理解，公司大数据平台的汇聚融合能力也得到客户的认可，并积极参与部省市三级大数据智能化建设方案规划。依托公司在司法大数据的建设能力和建设经验，公司还积极开拓市场监管、海关等其他行业市场，实现了大数据平台建设的跨行业复制。公司的大数据平台业务已涵盖司法机关、监察委、海关、市场监管和税务稽查等行业，产品包括司法大数据平台、城市公共安全平台及海关、市场监管、涉税评估等领域的大数据解决方案。

发布“乾坤”大数据智能化平台，提升大数据业务的效率。“乾坤”大数据智能化平台产品是在公安大数据中台的成功经验之上打造的行业级产品，是一款集团内可跨行业、快速复用的大数据治理产品，能够帮助研发人员减少重复开发，进一步提高大数据治理水平。

图19：“乾坤”大数据智能化平台产品发布



资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、 从公安大数据延伸到城市大数据，携手国投拓展智慧城市业务

2020 年 7 月 6 日，公司宣布“新型智慧城市板块”指挥部的成立，明确了以公司党委书记、总裁申强为总指挥的第一批四个重点专项带头人，落实十四五战略规划中“大数据智能化”。8 月 2 日，公司宣布正式成立新型智慧城市事业部。从此将以新型智慧城市事业部为主力，大力推进新型智慧城市建设。

图20：新型智慧城市指挥部成立



资料来源：公司官网

公司新型智慧城市事业部从顶层规划设计入手，结合集成的思维，以大数据治理、人工智能和装备制作等核心技术为基础，依托城市公共安全平台、公安大数据、应急大数据等项目积累的技术和经验，设计出一套顶规方案（1+5+N），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，涵盖智慧发改、社会治理、智慧便民、智慧公安等。

图21：城市大脑有效推进智慧城市发展



资料来源：公司官网

公司拓展智慧城市业务的优势在于：1）公司在大数据领域已经建立领先优势，并在城市公共安全平台、公安大数据、应急大数据等领域积累的丰富的行业和项目经验。从公安大数据延伸到城市大数据，公司能够实现技术能力的复用，协助政府提升社会治理能力、守护城市公共安全赋能。2）国投智能作为公司实际控制人，双方有望形成资源、技术、人才的聚集和共享，共同推进新型智慧城市业务的发展。

4、 盈利预测与估值分析

4.1、 核心假设

核心假设 1:

1） 网络空间安全：一方面，公司已步入取证 3.0 阶段，启动“星火计划”纵向加强区县下沉，电子数据取证产品已拓展至公安各细分警种及监察委、税务、证监、军工等行业；另一方面，公司积极由事后调查向事中审计及事前防护推进，形成新的增长点。预计网络空间安全业务将保持较快增长，2020-2022 年增速分别为 13.20%、14.16%、13.19%。

2）大数据智能化：公司在智慧公安大数据的基础上，积极横向拓展其他应用领域，包括智慧政法、智慧安全、城市治理及特种大数据等，并成立新型智慧城市事业部，布局新型智慧城市大脑。预计网络空间安全业务将保持高速增长，2020-2022 年增速分别为 52.0%、45.0%、30.0%。

核心假设 2:

我们认为大数据智能化业务在公司收入中占比仍将继续提升，预计公司毛利率将略有下降，2020-2022 年增速分别为 54.3%、53.59%、53.25%。

核心假设 3:

公司积极开展“开源节流、瘦身健体、提质增效”、“全面预算”等管理活动，经营效率有望进一步提升。预计 2020-2022 年公司销售费用率分别为 12.05%、11.50%、11.50%; 管理费用率分别为 12.0%、11.5%、11.5%; 研发费用率分别为 13.55%、14.15%、13.10%。

4.2、 盈利预测与投资建议

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。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 4.36、5.62、7.10 亿元，EPS 为 0.54、0.70、0.88 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 42、33、26 倍，公司 PE 及 PS 估值低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表2: 公司 PE 和 PS 低于可比公司平均水平（截止 2020.11.6 收盘）

股票代码	公司名称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300454.SZ	深信服	818	9.03	11.77	14.83	91	69	55	14	10	8
300369.SZ	绿盟科技	143	3.05	4.30	5.32	47	34	25	7	5	4
002439.SZ	启明星辰	299	8.54	11.09	14.02	35	27	21	8	6	5
688568.SH	安恒信息	188	1.37	1.91	2.56	137	98	73	14	10	7
688561.SH	奇安信	735	-3.28	0.06	4.85	-224	11416	151	16	11	8
	平均值					78	57	44	11	8	6
300188.SH	美亚柏科	188	4.36	5.62	7.10	42	33	26	7	5	4

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

1）**市场竞争加剧风险**。公司积极布局及扩宽大数据智能化、网络空间安全等行业赛道，市场前景非常可观，但每个行业赛道国内都有企业涉及，市场竞争日趋激。

2）**商誉减值风险**。如果江苏税软和新德汇未来经营状况恶化，则存在商誉减值的风险，从而对公司当期损益造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2111	2611	3476	4370	5654
现金	936	1165	1483	1778	2221
应收票据及应收账款	625	808	953	1499	1901
其他应收款	72	82	118	142	179
预付账款	93	72	118	142	177
存货	361	437	769	771	1136
其他流动资产	25	48	35	38	39
非流动资产	1333	1589	1434	1509	1525
长期投资	15	21	-18	-66	-124
固定资产	270	388	458	557	648
无形资产	83	148	142	131	102
其他非流动资产	965	1033	853	887	899
资产总计	3444	4200	4910	5879	7179
流动负债	811	1129	1492	1986	2658
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	238	431	535	913	1295
其他流动负债	573	698	957	1073	1363
非流动负债	60	87	69	68	66
长期借款	17	15	12	9	6
其他非流动负债	43	71	57	59	60
负债合计	871	1216	1561	2054	2724
少数股东权益	22	24	22	20	18
股本	795	804	806	806	806
资本公积	582	673	673	673	673
留存收益	1077	1304	1628	2050	2581
归属母公司股东权益	2551	2961	3327	3804	4437
负债和股东权益	3444	4200	4910	5879	7179

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	72	396	376	623	738
净利润	302	289	435	560	707
折旧摊销	62	75	94	121	144
财务费用	-10	-6	-8	-7	-9
投资损失	-73	0	45	53	64
营运资金变动	-266	-30	-186	-105	-169
其他经营现金流	57	69	-4	1	0
投资活动现金流	28	106	68	-249	-278
资本支出	232	178	68	85	62
长期投资	181	266	39	-6	58
其他投资现金流	442	550	174	-169	-157
筹资活动现金流	-77	15	-72	-79	-71
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	17	-2	-3	-3	-3
普通股增加	298	9	2	0	0
资本公积增加	-285	91	0	0	0
其他筹资现金流	-107	-83	-71	-76	-68
现金净增加额	23	518	318	296	443

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1601	2067	2641	3433	4250
营业成本	648	915	1207	1593	1987
营业税金及附加	18	17	22	29	36
营业费用	251	269	318	395	489
管理费用	246	289	317	395	489
研发费用	224	293	358	486	557
财务费用	-10	-6	-8	-7	-9
资产减值损失	41	-17	-20	-24	-29
其他收益	78	72	100	130	143
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	73	-0	-45	-53	-64
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	333	307	462	596	752
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	5	2	2	3	4
利润总额	328	306	460	593	749
所得税	26	17	26	33	42
净利润	302	289	435	560	707
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
归母净利润	303	290	436	562	710
EBITDA	363	346	515	666	833
EPS(元)	0.38	0.36	0.54	0.70	0.88

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	19.7	29.2	27.7	30.0	23.8
营业利润(%)	12.2	-7.7	50.3	28.9	26.3
归属于母公司净利润(%)	11.6	-4.5	50.5	28.9	26.2
获利能力					
毛利率(%)	59.5	55.7	54.3	53.6	53.2
净利率(%)	18.9	14.0	16.5	16.4	16.7
ROE(%)	11.7	9.7	13.0	14.7	15.9
ROIC(%)	10.7	8.5	11.8	13.4	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	25.3	28.9	31.8	34.9	37.9
净负债比率(%)	-34.6	-37.1	-42.8	-45.3	-48.9
流动比率	2.6	2.3	2.3	2.2	2.1
速动比率	2.0	1.8	1.7	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.3	2.9	3.0	2.8	2.5
应付账款周转率	3.3	2.7	2.5	2.2	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.36	0.54	0.70	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.49	0.47	0.77	0.92
每股净资产(最新摊薄)	3.16	3.67	4.12	4.71	5.50
估值比率					
P/E	61.7	64.6	42.9	33.3	26.4
P/B	7.3	6.3	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	49.2	50.9	33.6	25.6	19.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn