

美亚柏科 (300188.SZ)

电子取证行业龙头，公安大数据平台研发积累释放规模效应

美亚柏科：电子取证行业龙头，公安大数据信息化先行者。公司致力于为国内各级司法机关和行政执法部门实现社会治理和政务信息化服务，提供电子数据取证设备及网络信息安全解决方案。公司已形成包括电子数据取证、大数据信息化产品、网络空间安全及专项执法装备“四大产品”体系，其中电子取证业务是公司收入贡献助力，大数据信息化平台业务成为业绩主要驱动力。引入国投智能做战略股东，依托央企资源公司综合竞争实力将得到进一步增强，带来更多成长空间。

电子取证进入 3.0 时代，取证龙头跨行业扩张。政策支撑电子数据取证逐渐成为信息时代的证据之王，公安推动全国电子物证实验室建设。云计算、物联网、人工智能技术和产业飞速发展，对电子数据取证提出了更高的要求。电子取证进入 3.0 时代。2018 年美亚柏科市场份额达到 42%，龙头地位稳固，同时公司具备电子取证实验室全面产品线，立足云计算、物联网，保持产品领先优势。公司电子取证业务下游有望跨行业扩张。我们认为未来公司电子取证将跨行业扩张：（1）跨警种；（2）跨机关，逐步扩张到行政执法机关的税务局、市场监督管理局、海关、证监、军队以及企事业单位；（3）向企业端扩张，存证云客户群体已涵盖银行、互联网、互联网金融、传统制造、科技等行业。

大数据信息化平台需求强劲，多年研发积累释放规模优势。公安部成立全国公安大数据工作领导小组，公安大数据要做到 1）技术融合、2）业务融合和 3）视频大数据、网络大数据和各业务警种数据全面融合，公安大数据信息化平台需求强劲。作为特殊的专网，公安的 IT 系统尤为复杂，庞大的数据积累和多状况的业务系统，烟囱式垂直应用众多，业务壁垒极高。公司参与国家重要行业的大数据标准制定，通过大数据信息化平台，协助客户打破各警种信息化建设的烟囱，实现数据的深度融合，技术研发致力于模块化与快速部署，公司 2019 年研发费用为 2.93 亿元，同比增长 22.5%，研发费用持续加速增长。由于大数据平台的模块化、组件化研发，多年研发积累大大提高了大数据模块的复用能力跟通用率。大数据信息化产品的规模优势将逐步得到体现。行业扩展在多警种、监察委、司法部多部门发力。同时，公司具备资质优势，国投控股后央企背景强化拿单能力。

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2020-2022 年将实现收入 27.83、37.04、49.37 亿元，同比增长 34.6%、33.1%、33.3%，实现归母净利润 4.89、7.02、9.92 亿元，同比增长 68.8%、43.6%、41.3%。考虑到公司在电子取证行业的龙头地位，以及大数据信息平台的优势卡位及产品布局，参考可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：机构调整影响延续；公安信息化进程不及预期；关键假设可能存在误差的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,601	2,067	2,783	3,704	4,937
增长率 yoy (%)	19.7	29.2	34.6	33.1	33.3
归母净利润（百万元）	303	290	489	702	992
增长率 yoy (%)	11.6	-4.5	68.8	43.6	41.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.38	0.36	0.61	0.87	1.23
净资产收益率 (%)	11.7	9.7	14.3	17.1	19.4
P/E (倍)	51.9	54.3	32.2	22.4	15.9
P/B (倍)	6.17	5.32	4.66	3.86	3.10

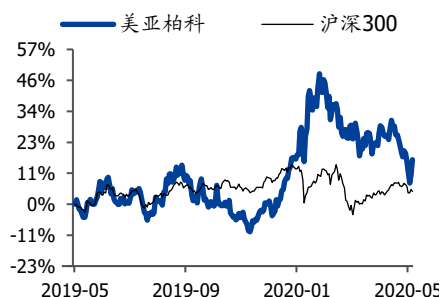
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	计算机应用
最新收盘价	19.55
总市值(百万元)	15,741.88
总股本(百万股)	805.21
其中自由流通股(%)	74.03
30 日日均成交量(百万股)	7.84

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaocang@gszq.com

分析师 安鹏

执业证书编号：S0680519030002

邮箱：anpeng@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2111	2611	3232	4272	5683
现金	936	1165	1122	1649	1996
应收票据及应收账款	625	808	1121	1446	1975
其他应收款	72	82	125	150	216
预付账款	93	72	150	145	249
存货	361	437	666	833	1199
其他流动资产	25	48	48	48	48
非流动资产	1333	1589	1691	1799	1942
长期投资	15	21	27	32	38
固定资产	270	388	509	643	807
无形资产	83	148	122	94	65
其他非流动资产	965	1033	1032	1030	1031
资产总计	3444	4200	4922	6071	7625
流动负债	811	1129	1438	1890	2457
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	238	431	495	763	942
其他流动负债	573	698	943	1126	1515
非流动负债	60	87	84	81	79
长期借款	17	15	13	10	8
其他非流动负债	43	71	71	71	71
负债合计	871	1216	1522	1971	2536
少数股东权益	22	24	22	20	16
股本	795	804	805	805	805
资本公积	582	673	673	673	673
留存收益	1077	1304	1792	2491	3480
归属母公司股东权益	2551	2961	3379	4081	5072
负债和股东权益	3444	4200	4922	6071	7625

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	72	396	218	752	630
净利润	302	289	487	700	988
折旧摊销	62	75	94	118	143
财务费用	-10	-6	-6	-4	-5
投资损失	-73	0	0	0	0
营运资金变动	-266	-30	-357	-61	-496
其他经营现金流	57	69	0	0	0
投资活动现金流	28	106	-195	-226	-286
资本支出	232	178	95	103	137
长期投资	181	266	-6	-6	-6
其他投资现金流	442	550	-106	-129	-155
筹资活动现金流	-77	15	-66	2	3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	17	-2	-3	-3	-2
普通股增加	298	9	1	0	0
资本公积增加	-285	91	0	0	0
其他筹资现金流	-107	-83	-65	4	5
现金净增加额	23	518	-43	527	347

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1601	2067	2783	3704	4937
营业成本	648	915	1266	1721	2332
营业税金及附加	18	17	19	22	25
营业费用	251	269	331	397	468
管理费用	246	289	355	427	503
研发费用	224	293	381	488	624
财务费用	-10	-6	-6	-4	-5
资产减值损失	41	-17	-6	-7	10
其他收益	78	72	78	85	98
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	73	-0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	333	307	521	747	1077
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	5	2	3	3	3
利润总额	328	306	518	744	1074
所得税	26	17	31	45	86
净利润	302	289	487	700	988
少数股东损益	-1	-1	-2	-2	-3
归属母公司净利润	303	290	489	702	992
EBITDA	363	346	578	821	1163
EPS (元/股)	0.38	0.36	0.61	0.87	1.23

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	19.7	29.2	34.6	33.1	33.3
营业利润 (%)	12.2	-7.7	69.4	43.4	44.2
归属母公司净利润 (%)	11.6	-4.5	68.8	43.6	41.3
获利能力					
毛利率 (%)	59.5	55.7	54.5	53.5	52.8
净利率 (%)	18.9	14.0	17.6	19.0	20.1
ROE (%)	11.7	9.7	14.3	17.1	19.4
ROIC (%)	10.7	8.5	13.3	16.0	18.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.3	28.9	30.9	32.5	33.3
净负债比率 (%)	-34.6	-37.1	-31.3	-38.9	-38.2
流动比率	2.6	2.3	2.2	2.3	2.3
速动比率	2.0	1.8	1.6	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.3	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.36	0.61	0.87	1.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.09	0.49	0.27	0.93	0.78
每股净资产 (最新摊薄)	3.17	3.68	4.19	5.07	6.30
估值比率					
P/E	51.9	54.3	32.2	22.4	15.9
P/B	6.2	5.3	4.7	3.9	3.1
EV/EBITDA	41.0	42.3	25.4	17.3	11.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

目录

美亚柏科：电子取证行业龙头，公安大数据信息化先行者	4
电子取证进入 3.0 时代，取证龙头跨行业扩张	7
大数据信息化平台需求强劲，多年研发积累释放规模优势	13
盈利预测与估值	16
风险提示	18

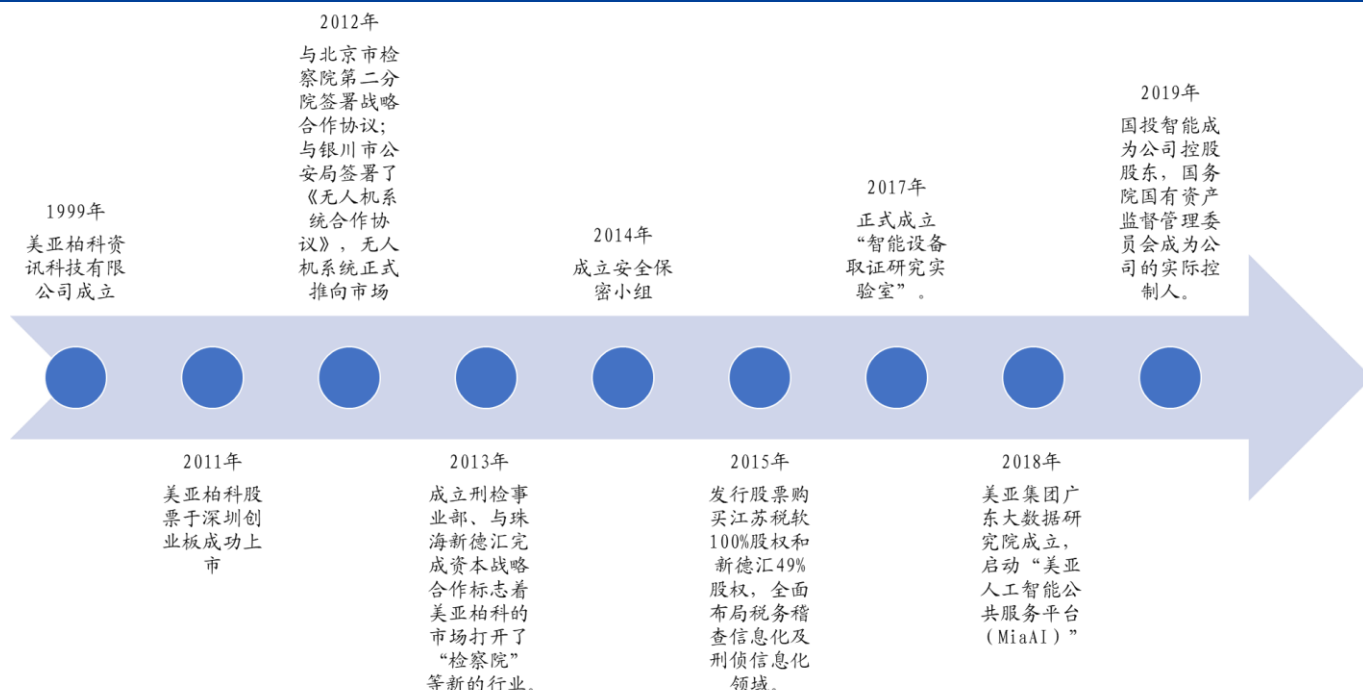
图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司的主营业务为“四大产品”和“四大服务”	5
图表 3: 公司 2014-2019Q3 收入规模及增速	5
图表 4: 公司收入详细拆分	6
图表 5: 公司 2014-2019Q3 归母净利润规模及增速	7
图表 6: 公司股权结构（2020Q1）	7
图表 7: 电子取证相关法律法规	8
图表 8: 公安推动全国电子物证实验室建设	8
图表 9: 取证进入 3.0 时代	9
图表 10: 2011-2022 年中国电子取证市场规模及预测	9
图表 11: 2011-2017 年中国电子数据取证行业客户结构	10
图表 12: 电子取证市场竞争格局	10
图表 13: 公司电子取证 3.0 部署完善，同时打造电子取证实验室全面产品线	11
图表 14: 公司存证云+产品一览	12
图表 15: 2019 年公司下游行业收入及占比（单位：亿元）	12
图表 16: 多项政策支持公安大数据推进	13
图表 17: 数据汇聚、融通公安大数据平台是未来发展方向	14
图表 18: 技术研发致力于模块化与快速部署	14
图表 19: 智慧化将驱动大数据产业发展	16
图表 20: 公司收入拆分与预测	17
图表 21: 公司费用率假设	18
图表 22: 可比公司估值	18

美亚柏科：电子取证行业龙头，公安大数据信息化先行者

美亚柏科是国内电子数据取证领域龙头企业，网络空间安全及大数据信息化专家。公司自成立以来，致力于为国内各级司法机关和行政执法部门实现社会治理和政务信息化服务，提供电子数据取证设备及网络信息安全解决方案。公司现拥有 9 家全资子公司，8 家控股子公司，12 家参股公司，2 家分公司，在全国建立了 26 个分支机构，为全国客户提供 7*24 小时技术支持服务，并先后为北京奥运会、上海世博会、杭州 G20 峰会、“一带一路”高峰论坛、厦门金砖会晤、联合国世界地理信息大会等大型活动安保提供信息安全保障工作，创造了良好的社会效应。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司的主营业务为“四大产品”和“四大服务”。“四大产品”包括电子数据取证、大数据信息化产品、网络空间安全及专项执法装备；“四大服务”在四大产品的基础上衍生发展而来，即存证云+、网络空间安全服务、数据服务、培训及技术支持增值服务。

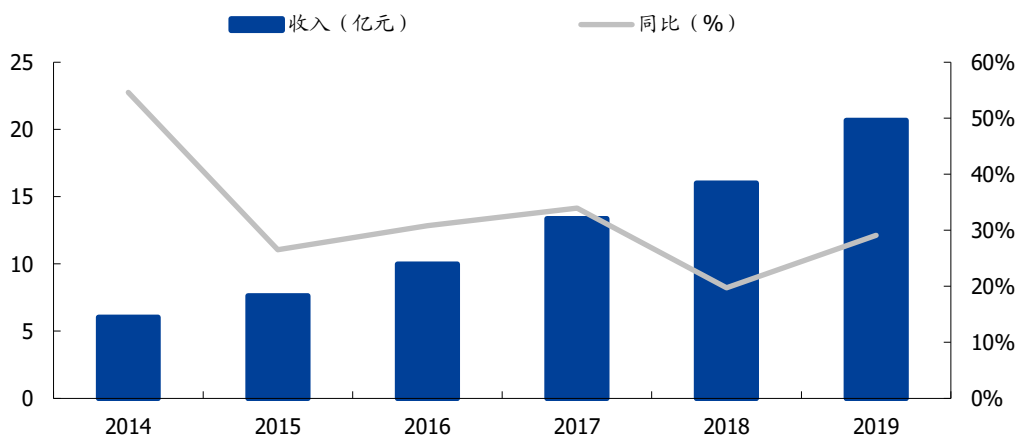
图表 2: 公司的主营业务为“四大产品”和“四大服务”



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收入持续增长。公司 2019 年实现收入 20.67 亿元, 同比增长 29%, 2020Q1 受疫情影响实现收入 2.30 亿元, 同比下滑 6.78%。自 2014 年以来, 受益于公司电子取证产品的持续迭代, 市场份额持续增长, 大数据平台的优势卡位和产品布局, 公司收入持续增长。

图表 3: 公司 2014-2019Q3 收入规模及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

电子取证业务收入占比最高, 大数据业务成为业绩主要驱动力。公司电子取证业务 2019 年实现收入 8.36 亿元, 占收入比重为 40.42%; 大数据信息平台业务 2019 年实现收入 7.67 亿元, 同比增长 55%, 成为公司的增长的主要驱动力。

图表 4: 公司收入详细拆分

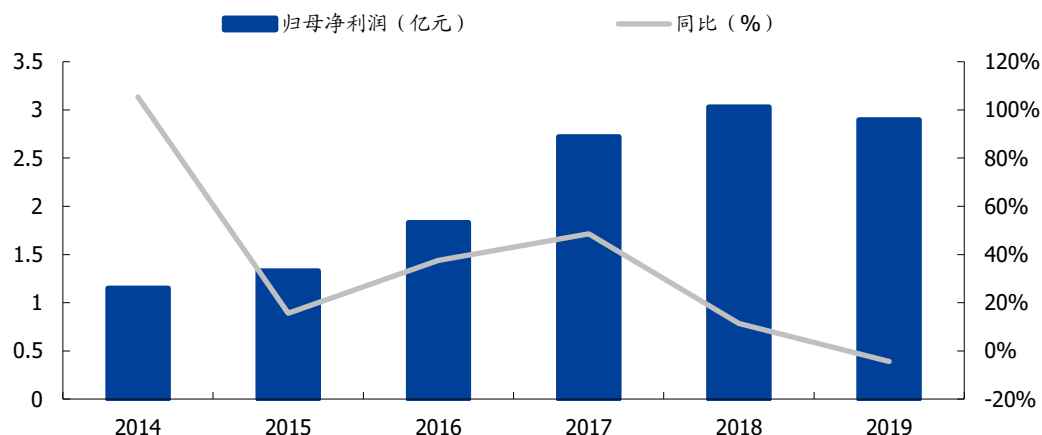
(单位: 亿元)	2015	2016	2017	2018	2019
电子数据取证产品					
收入	5.72	5.79	7.30	7.37	8.36
增速		1%	26%	1%	13%
占比	75%	58%	55%	46%	40.42%
成本	2.08	2.03	3.03	3.21	3.41
毛利润	3.64	3.76	4.27	4.16	4.95
毛利率	64%	65%	59%	56%	59.25%
大数据信息化平台					
收入		1.59	2.47	4.96	7.67
增速			55%	101%	55%
占比	0%	16%	19%	31%	37.08%
成本	0.00	0.34	0.63	2.23	4.19
毛利润	0.00	1.25	1.84	2.73	3.47
毛利率		78.79%	74.63%	55.05%	45.31%
电子数据鉴定及信息安全等服务					
收入	0.83	0.92	1.23	1.53	1.69
增速		11%	34%	24%	10%
占比	11%	9%	9%	10%	8.17%
成本	0.12	0.24	0.43	0.42	0.48
毛利润	0.71	0.68	0.80	1.11	1.21
毛利率	86%	74%	65%	73%	71.78%
视频分析及专项执法装备					
收入	0.70	1.28	1.48	1.20	2.30
增速		83%	16%	-19%	91%
占比	9%	13%	11%	8%	11.10%
成本	0.26	0.70	0.55	0.45	0.95
毛利润	0.44	0.58	0.93	0.75	1.35
毛利率	63%	46%	63%	63%	58.70%
网络空间安全产品					
收入	0.22	0.34	0.85	0.93	0.64
增速		55%	150%	9%	-31%
占比	3%	3%	6%	6%	3.10%
成本	0.08	0.08	0.13	0.16	0.11
毛利润	0.14	0.26	0.72	0.77	0.53
毛利率	64%	76%	84%	83%	82.48%
合计					
收入	7.63	9.98	13.37	16.01	20.67
增速		30.76%	33.94%	19.74%	29.17%
成本	2.63	3.45	4.78	6.48	9.15
毛利润	5.00	6.53	8.57	9.52	11.52
毛利率	65.53%	65.41%	64.17%	59.51%	55.73%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

研发持续投入, 导致利润增速低于收入。2019 年公司实现归母净利润 2.90 亿元, 同比下滑 4.5%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.67 亿元, 同比增长

24.38%。由于公司研发持续投入，导致利润增速低于收入。

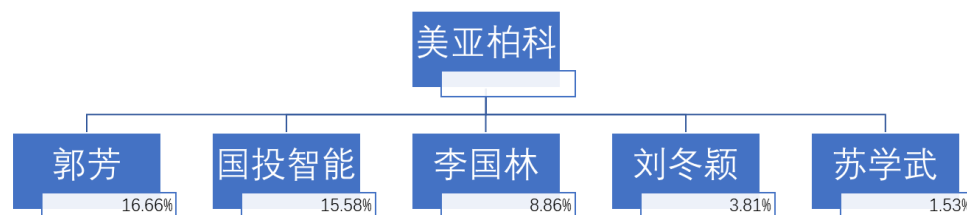
图表 5: 公司 2014-2019Q3 归母净利润规模及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

引入国投智能做战略股东，央企资质将带来更多空间。2020Q1 国投智能持有公司股权 15.58%，国投智能是国家开发投资集团有限公司（简称“国投”）的全资子公司，是国投在互联网和大数据产业的战略投资平台。依托国投智能的资源优势，公司在电子数据取证、网络空间安全和大数据信息化领域的综合竞争实力将得到进一步增强，央企资质将带来更多成长空间。

图表 6: 公司股权结构 (2020Q1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

电子取证进入 3.0 时代，取证龙头跨行业扩张

电子数据取证与鉴定是指经过资格认定的专业人员基于计算机科学原理和技术，接受当事人的委托，按照法律规定的程序，发现、固定、提取、分析、检验、记录和展示电子设备中存储的电子数据，找出与案件事实之间的客观联系，确定其证明力并提供鉴定意见的活动。

政策支持电子数据取证逐渐成为信息时代的证据之王。我国电子数据取证行业虽然起步较晚，但是近年来发展较为迅猛，随着互联网及物联网技术的发展，各级司法机关及行政执法部门涉及计算机、移动互联网、物联网等事件越来越多依赖于电子证据的收集。自 2012 年起，电子数据列入法定证据类型，获得独立的司法地位，电子数据取证逐渐成为信息时代的证据之王。

图表 7: 电子取证相关法律法规

发布时间	法律法规条文	相关内容
2012 年	《民事诉讼法》第 63 条 《刑事诉讼法》第 48 条	将“电子数据”作为民事诉讼独立的诉讼证据之一。将电子数据首次纳入刑诉法定证据种类之一，电子数据在刑事诉讼中取得独立的法律地位。
2013 年	《关于适用〈刑事诉讼法〉的解释第 93 条》	对电子数据的审查与认定做出了详细的规定。
2014 年	《行政诉讼法》第 33 条	将电子证据作为行政诉讼独立的诉讼证据之一。
2015 年	《关于适用〈民事诉讼法〉的解释第 116 条	明确电子介质信息可以作为民事案件证据。
2016 年	《关于办理刑事案件收集提取和审查判断电子数据若干问题的规定》	第一次就电子数据这一特殊证据种类的收集提取和审查判断等方面做出了系统的规定。
2017 年	《全国税务稽查规范 1.0》	从税收违法案件查收、税收违法案件管理、税务稽查综合管理等方面进一步规范税务稽查工作。
2018 年	《互联网法院审理案件若干问题的规定》	明确电子证据真实性审查认定的基本框架，在要件、技术、证明上形成了电子证据真实性认定的逻辑闭环。
2018 年	《中华人民共和国监察法》	监察机关依照本法规定收集的物证、书证、证人证言、被调查人供述和辩解、视听资料、电子数据等证据材料，在刑事诉讼中可以作为证据使用。
2019 年	《公安机关办理刑事案件电子数据取证规则》	规范公安机关办理刑事案件电子数据取证作用，要求公安机关办理刑事案件应当遵守法定程序，遵循有关技术标准，全面、客观、及时地搜集和提取涉案电子数据，确保电子数据的真实、完整。

资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

公安推动全国电子物证实验室建设。2017 年，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。

图表 8: 公安推动全国电子物证实验室建设



资料来源：公安部官网，国盛证券研究所

云计算、物联网、人工智能技术和产业飞速发展，对电子数据取证提出了更高的要求。电子取证进入 3.0 时代。移动互联网、云计算、物联网等技术不断创新，电子数据证据

类型趋于多样化，文本、图片、即时聊天记录、语音音频记录等，电子数据证据存储的方式也从固定介质存储往云端、物联网迁移。随着大数据、人工智能、物联网等技术的不断进步、演变，电子数据证据以各种形式存在，不再是单一的“数据孤岛”，传统单一型的电子数据单兵设备无法满足新时代技术下的取证需求。电子取证进入 3.0 时代。

“取证 1.0 时代”（2001 年-2011 年），是单兵式介质取证时代，取证对象以硬盘取证和手机取证为主，主要特征单兵、独立、孤岛，主要的工作目标是检验鉴定。

“取证 2.0 时代”（2012 年-2017 年），也叫智能设备取证和数据汇聚时代，取证对象重点是移动智能终端设备，同时从取证拓展到了数据汇聚分析，工作目标也从检验鉴定，扩展到数据分析。

“取证 3.0 时代”（自 2018 年开始），也叫全景数据下的取证与数据分析，取证对象增加了物联网设备、云端数据等。同时 AI 技术的应用，提升了取证速度、数据提取和处理分析能力，可以更快的从海量数据中找到关键线索，从而提高工作效率。

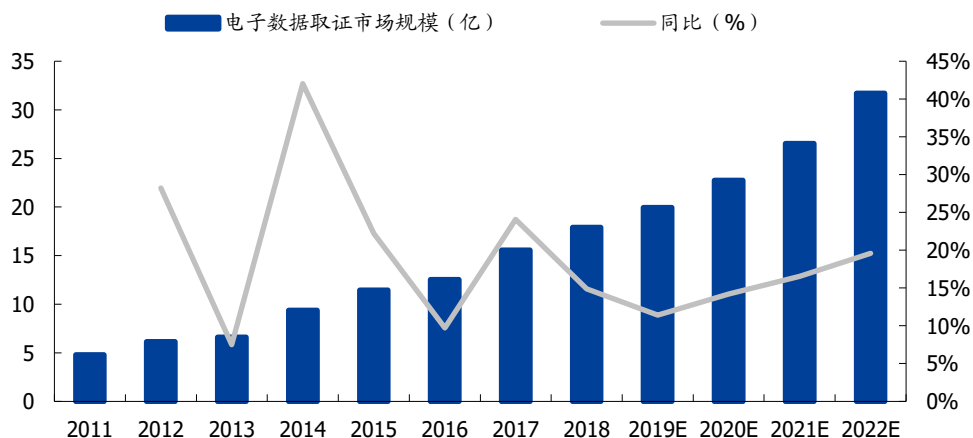
图表 9：取证进入 3.0 时代



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

电子取证市场规模快速增长。根据智研咨询预测，2017 年我国电子数据取证市场规模为 15.57 亿元，至 2023 年我国电子数据取证市场规模将达到 35.62 亿元人民币，市场将在未来 5 年间保持每年 15-20% 的增长。

图表 10：2011-2022 年中国电子取证市场规模及预测

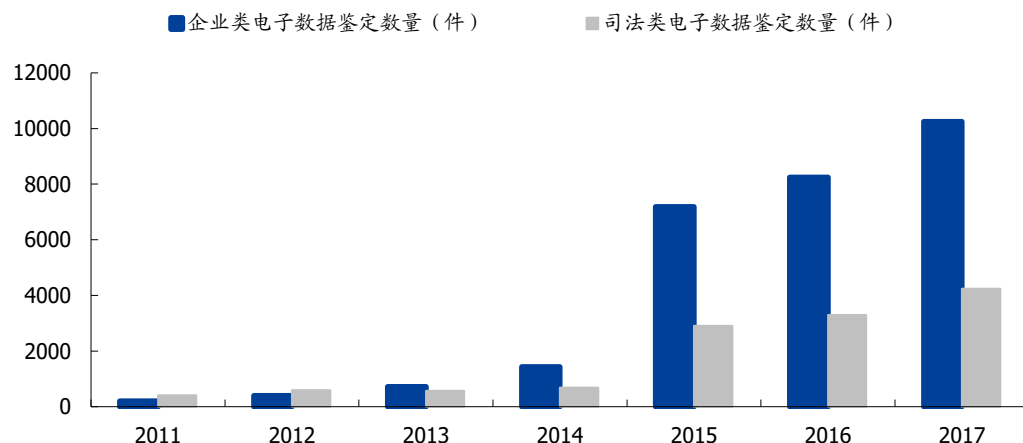


资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

取证主体需求扩大：国内对电子数据取证产品需求首先产生于司法机关，主要将电子数

据取证产品用于对涉案计算机系统上的电子数据进行恢复、提取、分析，并形成具有司法效力的电子证据，目前产品市场也仍然以司法机关为主，近几年随着法律的日趋完善，以及执法规范意识的增强，越来越多的行政执法部门，以及对数据安全有严格要求的企事业单位也表现出了明显的需求，取证产品用户群体由司法机关扩展至其他行政执法部门和大型企事业单位已成为必然趋势。

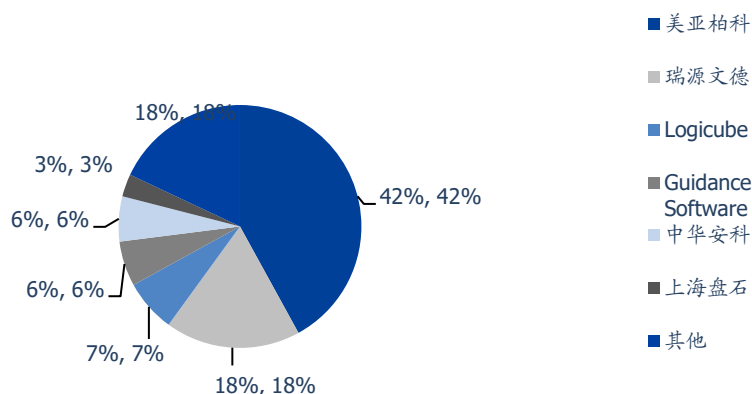
图表 11: 2011-2017 年中国电子数据取证行业客户结构



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

美亚柏科作为电子取证龙头，市场地位稳固。目前国内电子数据取证领域具有一定规模的主要厂商有美亚柏科、中安华科、瑞源文德、上海盘石等企业，国外厂商主要有 Guidance Software、Logicube、AccessData 等企业。2004 年，美亚柏科电子数据取证实验室与广州市电子数据检验鉴定中心的成立开创了国内电子数据取证实验室的先河。根据智研咨询，2018 年美亚柏科市场份额达到 42%，龙头地位稳固。

图表 12: 电子取证市场竞争格局



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

公司技术不断升级，打造先进电子取证 3.0 产品线。公司提出了取证 3.0 产品理念，加强大数据技术及人工智能技术在取证设备的应用，取证范围由计算机取证、智能设备取证扩大到云数据、物联网前端设备取证，并将取证装备和后端数据平台相联动，将大数据能力逐渐赋能到前端取证设备。

立足云计算、物联网等场景迭代公司产品。公司积极打造云取证生态链，不断更新升级手机云数据的取证设备“手机云勘大师”和计算机服务器取证的“云勘大师”，同时推出云取证综合解决方案“云勘航母”；针对物联网设备取证的“汽车取证大师”不断更新升级，研发针对智能路由、智能家居、智能穿戴设备的物联网取证产品，完善物联网设备取证解决方案。

具备电子取证实验室全面产品线。打造新型取证实验室，推出取证实验室一体化、信息化解决方案，实现实验室设备互联互通、数据汇聚融合；不断探索新行业新技术解决方案，推出适合行业应用的取证设备；针对刑侦电子物证实验室的建设需求，持续为客户提供电子物证装备和整体解决方案，协助客户提升电子数据取证能力和效率；完成“取证魔方”、“手机取证塔系统”等产品的迭代升级。

图表 13: 公司电子取证 3.0 部署完善，同时打造电子取证实验室全面产品线

电子取证		
产品分类	具体产品	
现场勘查	DC-7100	汽车取证大师
	ZJ-1000	资金查控工具箱
	DC-8811	取证魔方.V3
	DC-8670	多通道高速获取系统
	DC-8680	精灵计算机快取系统
实验室取证	证据固定系列	DC-8700 Kit 电子证据只读设备套件
		DC-8202 高速硬盘复制系统
	计算机取证系列	FS-2100P 实验室取证综合管理系统-专业版
		FM-Lab Mini 取证金刚分布式智能取证分析系统-Mini 版
		FS-2100 实验室取证综合管理系统
		FM-Mail 云邮·邮件分析系统
		DC-5200 云勘大师远程服务器取证系统
	移动取证系列	ZJ-2000 资金查控工作台
		FL-2000 取证航母一体化智能取证工作站系统
		CN-2420 网捕手远程取证系统
		CT-2210 人脸识别开发包
		FS-6600 分析大师可视化智能分析系统
	视频分析系列	FS-7000 手机画像系统 V2
		FS-6000 可视化数据智能分析系统
		CR-2000 恢复大师.V2
	数据分析系列	FL-710 介质修复塔
		FL-300 T 电子数据取证实训设备.V2
	教学教学培训系列	
	FL-300 T 电子数据取证实训设备.V2	
	勘查箱	DC-3018 L 电子数据取证配件箱
		DC-3018 R 电子数据取证勘查箱
	取证配件	PJ-2000 取证工作台
		PJ-8080 办公工作台-一字型
		PJ-8070 实验室矮柜-B 款
		PJ-8070 实验室矮柜-A 款
		PJ-8060 数据恢复台-三工位
		PJ-8050 手机工作台-L 型
		PJ-8040 U 型工作台
		PJ-8020 拆卸台

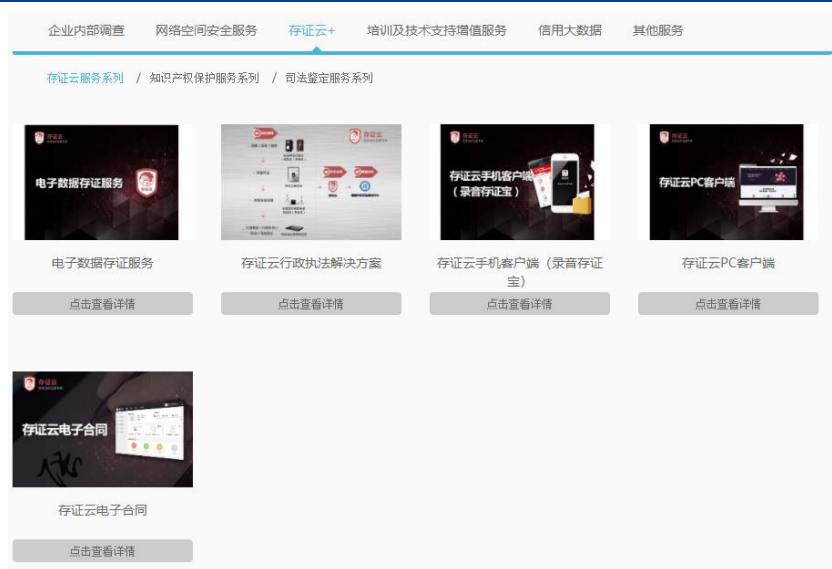
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

存证云+：为“公证+鉴定”电子证据综合服务平台，实现了电子证据采集、固定、应用的闭环。通过司法鉴定的技术严谨性和公证的法律规范性，有效保证了存证云平台电子证据的合法性、真实性和客观性，同时提高了电子数据服务行业的取证便捷度、存证

技术专业度以及司法采信率。

公司在维护现有客户保证续签率的同时，加大了对知名企业的拓展力度：开拓了苏宁、顺丰、小红书等知名企业客户，目前存证云客户群体已涵盖银行、互联网、互联网金融、传统制造、科技等行业。2019上半年，公司与建信金融科技有限责任公司开展合作对接，对建行及旗下公司、其合作伙伴提供电子合同签约、电子数据存证、司法鉴定、在线公证等服务；与中国大地保险股份有限公司对接具体项目，为其提供保险业务过程中的取证数据的存证整体解决方案。

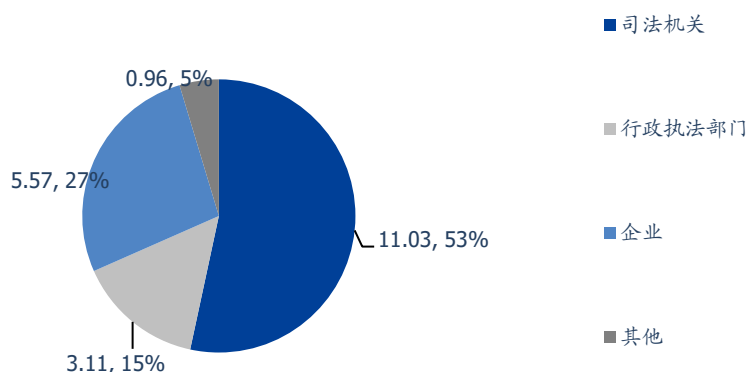
图表 14：公司存证云+产品一览



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司电子取证业务下游有望跨行业扩张。按下游行业分类，2019 年公司司法机关、行政执法机关、企业收入占比分别为 53%、15%、27%，其中，企业收入基本为公司以渠道方式销售取证产品所得。现阶段公司取证业务的主要客户来源于司法机关（“公检监法司”中的公安与监察委）。我们认为未来公司电子取证将扩行业扩张：（1）从公安角度来说，跨警种发展，从网安、刑侦逐步扩张到经侦、缉毒等警种；（2）跨机关，从司法机关的公安与监察委逐步扩张到行政执法机关的税务局、市场监督管理局、海关、证监、军队以及企事业单位；（3）向企业端扩张，存证云客户群体已涵盖银行、互联网、互联网金融、传统制造、科技等行业。

图表 15：2019 年公司下游行业收入及占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

大数据信息化平台需求强劲，多年研发积累释放规模优势

公安部成立全国公安大数据工作领导小组。2018 年 1 月，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。并且在全国公安厅局长会议要求，各地要从全局和战略的高度深刻认识这项工作的重要性紧迫性，把实施公安大数据战略作为一项“龙头工程”来抓。

2015 年 8 月 31 日，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，全面推进我国大数据发展和应用，加快建设数据强国，国务院特别印发《促进大数据发展行动纲要》，提出多维并进加速公安大数据落地的多项举措。

图表 16: 多项政策支持公安大数据推进

发布时间	法律法规条文	相关内容
2015 年	《促进大数据发展的行动纲要》	(1) 加快政府数据开放共享，推动资源整合，提升治理能力；(2) 推动产业创新发展，培育新兴业态，助力经济转型；(3) 强化安全保障，提高管理水平，促进健康发展。
2016 年	《十三五规划纲要》	“实施国家大数据战略”，把大数据作为基础性战略资源，全面实施促使大数据发展行动，加快推动数据资源共享开放和开发应用，助力产业转型升级和社会治理创新。
2017 年	《大数据产业规划 (2016-2020 年)》	(1) 以强化大数据产业创新发展能力为核心，明确了强化大数据技术产品研发、深化工业大数据创新应用、促进行业大数据应用发展、加快大数据产业主体培育、推进大数据标准体系建设、完善大数据产业支撑体系、提升大数据安全保障能力；(2) 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。
2017 年	《新一代人工智能发展规划》	要求加强政务信息资源整合、开发适于政府服务与决策的人工智能平台。相关行业部门、地方政府也出台了一系列推进政务大数据发展和应用的政策文件，鼓励相应的实践探索。
2018 年	《数字中国建设发展报告 (2017)》	以习近平同志为核心的党中央高度重视网络安全和信息化发展，加强顶层设计、总体布局，做出建设数字中国的战略决策。党中央、国务院出台《国家信息化发展战略纲要》、《“十三五”国家信息化规划》等重大战略规划，明确了数字中国建设发展的路线图和时间表。

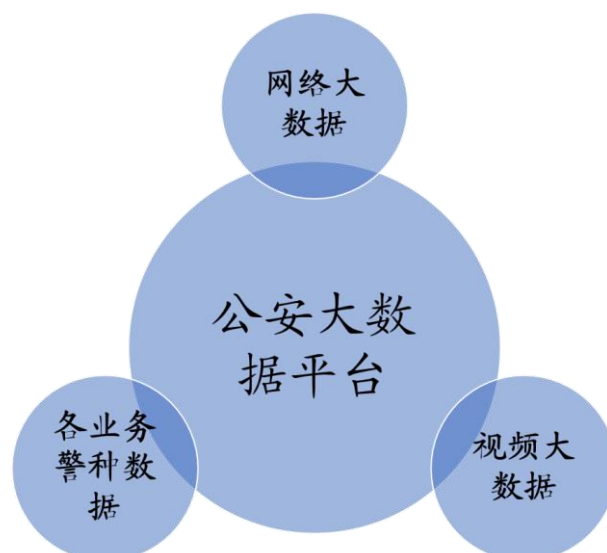
资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

实施公安大数据战略的根本目的，提升公安工作智能化水平，以机器换人力、以智能增效能，最大限度地释放警力，提高公安机关核心战斗力。将公安工作以打为主转向有数据支撑、有技术保障的打防结合，最终做到简化流程、快速处置、提高效率、主动出击、有效防控。这个过程适用于所有公安场景，包含综治、刑侦、经侦、缉毒、防暴、人口管理、交通出行等等。

高业务壁垒：作为特殊的专网，公安的 IT 系统尤为复杂，庞大的数据积累和多状况的业务系统，烟囱式垂直应用众多。公安大数据平台面向刑侦、情报、反恐、科信等部门用户，以视频图像结构化数据为基础，整合公安自身业务数据、社会数据资源，分析挖掘数据价值，以人、事、地、物、组织为五要素进行数据建模，实现数据整合、信息共享、数据研判于一体的数据实战应用平台。

数据汇聚、融通是未来发展方向：公安大数据平台将把网络大数据、视频大数据跟各业务警种数据全面融合。公安大数据要做到技术融合、业务融合和数据全面融合。第一，技术融合。只有整合语音、视频、图片检索等大量 AI 技术能力，才能做到一定智慧；第二，业务融合。将来任何一个业务部门的数据，只是作为大数据的采集来源或前端，很难界定数据属性属于哪个警种；第三，数据融合。电信网、互联网、物联网及公安机关大量业务系统业务网等数据要进行全景数据融合，而后汇聚成以人为中心的多维度数据。

图表 17: 数据汇聚、融通公安大数据平台是未来发展方向



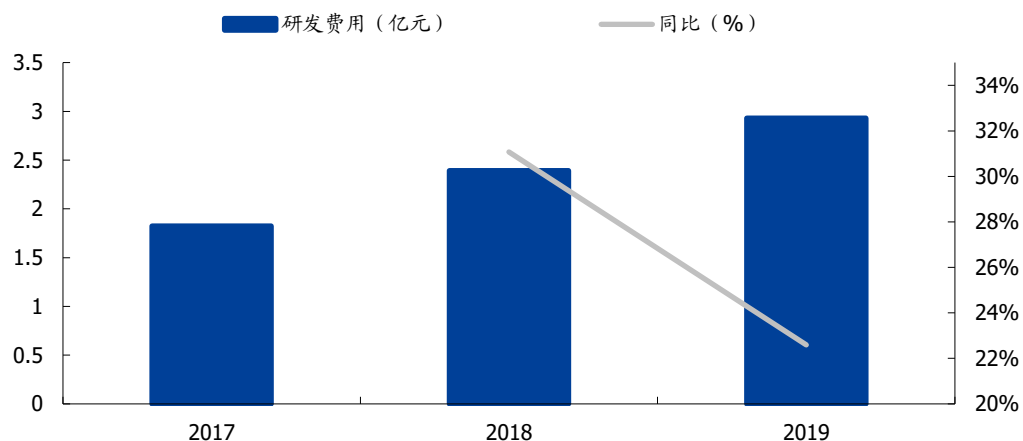
资料来源：国盛证券研究所

公司参与国家大数据标准制定，构建大数据应用生态圈。公司参与国家重要行业的大数据标准制定，通过大数据信息化平台，协助客户打破各警种信息化建设的烟囱，实现数据的深度融合，快速提升工作成效；以大数据平台为基础的生态领域，公司提出“被应用”的开放性战略思维，推出开放的服务平台；在大数据平台建设上，公司以平台建设和数据治理为主，深度融合各业务警种数据、视频数据、互联网数据及第三方业务数据，建立大数据的应用生态圈，推出各种“美亚小程序”以支撑各应用厂商在平台上做各种应用，构建“被应用”的生态圈和提升平台的应用价值。

技术研发致力于模块化与快速部署。公司 2019 年研发费用为 2.93 亿元，同比增长 22.5%，研发费用持续加速增长。在技术研发上，采用分层解耦设计理念、资源化的设计思想，实现数据驱动资源、应用调度资源的目标，为后续建设大数据生态以及平台快速部署上线提供了良好的技术支撑。加大大数据平台的模块化、组件化研发，提升大数据模块的复用能力跟通用率。

基于多年研发积累，大数据信息化产品将逐步释放规模优势。由于大数据平台的模块化、组件化研发，多年研发积累大大提高了大数据模块的复用能力跟通用率。在公司订单释放的过程中，产品化率将得到提高，对施工技术人员数量和依赖度将大大减少，大数据信息化产品的规模优势将逐步得到体现。

图表 18: 技术研发致力于模块化与快速部署



资料来源: wind, 国盛证券研究所

行业扩展在多警种、监察委、司法部多部门发力。在行业拓展上，加大公安大数据项目推进及建设，公安领域已涵盖网安、经侦、刑侦、海关缉私等各警种大数据解决方案；在监察委领域，积极探索“互联网+”和监察委工作的深度融合，聚焦“智慧纪检监察”推出“智慧监察大数据信息化平台”，实现全业务智能办案、全领域智能监管、全方位信息服务，实现“信息服务调查”、“信息引导调查”，并以信息化手段助推执纪监督；司法部在 2019 年开始出台相关信息化建设的指导文件和技术标准，公司紧紧抓住司法行业发展机遇，建设“智慧司法”整体解决方案；围绕“智慧政务”，公司推出“民生大数据平台”运用大数据智能化更好地服务民生。

成立人工智能研发团队，加强在人工智能技术研发和产业推广。公司将人工智能技术逐步发展成为大数据和取证装备项目的重要能力支撑，提升公司电子数据取证及大数据信息平台等产品的综合技术能力，满足行业用户需求。公司人工智能产品已具备语音转文字、人脸识别分类、人群态势感知、模式分析、小语种翻译、智能客服等功能，已应用到包括智能移动取证设备、城市公共安全平台、车辆大数据综合应用平台、取证金刚、智能视频工作站、人脸识别系统等产品中。公司自主研发的“基于深度学习的移动终端敏感信息检测设备”将取证技术与人工智能技术强强联合，产品入选厦门市工业和信息化局的 2019 年厦门市新一代人工智能应用示范项目。

图表 19: 智慧化将驱动大数据产业发展



资料来源: 公司官方公众号, 国盛证券研究所

盈利预测与估值

收入预测关键假设: 1) **电子取证:** 公司作为国内电子取证行业龙头, 受益于全国电子物证实验室建设, 并在跨警种、跨机关以及企业端的用户扩张中, 在 2019 年公安人事变动完成订单恢复后将保持快速增长, 2020-2022 年收入增速分别为 18%、15%、15%, 行业竞争格局稳定, 毛利率保持稳定; 2) **大数据平台:** 公司受益于公安大数据的行业高景气, 同时国投智能入股将为公司带来更多渠道加成, 预计大数据平台业务未来三年保持高速增长, 2020-2022 年收入增速分别为 60%、50%、45%, 由于集成项目占比提高, 毛利率相对原来纯软件结构有所下降, 2020-2022 年毛利率分别为 45.31%、45.31%、45.31%; 3) **电子数据鉴定业务需求**保持稳定增长, 2020-2022 年收入增速分别为 15%、15%、15%, 行业竞争格局稳定, 毛利率保持稳定; 4) **专项执法设备**跟随公安部门需求, 在 2019 年公安人事变动完成订单恢复增长, 2020-2022 年收入增速分别为 30%、40%、45%, 行业竞争格局稳定, 毛利率保持稳定; 5) **网络空间安全产品**需求保持快速增长, 2020-2022 年收入增速分别为 18%、15%、15%, 行业竞争格局稳定, 毛利率保持稳定。

图表 20: 公司收入拆分与预测

(单位: 亿元)	2020E	2021E	2022E
电子数据取证产品			
收入	9.86	11.34	13.04
增速	18.00%	15.00%	15.00%
占比	35.43%	30.61%	26.41%
成本	4.02	4.62	5.31
毛利润	5.84	6.72	7.73
毛利率	59.25%	59.25%	59.25%
大数据信息化平台			
收入	12.26	18.40	26.68
增速	60.00%	50.00%	45.00%
占比	44.06%	49.66%	54.03%
成本	6.71	10.06	14.59
毛利润	5.56	8.34	12.09
毛利率	45.31%	45.31%	45.31%
电子数据鉴定等			
收入	1.94	2.24	2.57
增速	15.00%	15.00%	15.00%
占比	6.98%	6.03%	5.21%
成本	0.55	0.63	0.73
毛利润	1.40	1.60	1.84
毛利率	71.78%	71.78%	71.78%
专项执法设备			
收入	2.98	4.18	6.06
增速	30.00%	40.00%	45.00%
占比	10.72%	11.28%	12.27%
成本	1.23	1.73	2.50
毛利润	1.75	2.45	3.56
毛利率	58.70%	58.70%	58.70%
网络空间安全产品			
收入	0.76	0.87	1.00
增速	18.00%	15.00%	15.00%
占比	2.71%	2.34%	2.02%
成本	0.13	0.15	0.17
毛利润	0.62	0.72	0.82
毛利率	82.48%	82.48%	82.48%
合计			
收入	27.83	37.04	49.37
增速	34.63%	33.09%	33.27%
成本	12.66	17.21	23.32
毛利润	15.18	19.84	26.05
毛利率	54.53%	53.54%	52.76%

资料来源: 国盛证券研究所

费用假设:

销售费用: 预计 2020-2022 年公司销售费用增速分别为 23.00%、20.00%、18.00%。

管理费用：预计 2020-2022 年公司管理费用增速分别为 23.00%、20.00%、18.00%。
 研发费用：公司将持续投入大数据平台业务，保持研发优势，保持取证 3.0 产品迭代，
 预计 2020-2022 年公司研发费用增速分别为 30.00%、28.00%、28.00%。

图表 21：公司费用率假设

	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率（%）	13.01%	11.9%	10.7%	9.5%
管理费用率（%）	13.98%	12.8%	11.5%	10.2%
研发费用率（%）	14.17%	13.7%	13.2%	12.6%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2020-2022 年将实现收入 27.83、37.04、49.37 亿元，同比增长 34.6%、33.1%、33.3%，实现归母净利润 4.89、7.02、9.92 亿元，同比增长 68.8%、43.6%、41.3%。考虑到公司在电子取证行业的龙头地位，以及大数据信息平台的优势卡位及产品布局，参考可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 22：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	市值(亿元)	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E
300188.SZ	美亚柏科	19.55	157.42	0.61	0.87	1.23	32	22	16
002912.SZ	中新赛克	143.00	152.61	3.60	4.89	6.69	40	29	21
603496.SH	恒为科技	22.44	45.42	0.71	1.00	1.27	32	22	18
002212.SZ	南洋股份	26.02	301.44	0.54	0.75	1.00	48	35	26
002439.SZ	启明星辰	38.80	362.23	0.95	1.21	1.53	41	32	25

资料来源：wind，国盛证券研究所，股价、市值数据为 2020/5/27 收盘数据，除美亚柏科外，公司预测 EPS 均为 wind 一致预期。

风险提示

机构调整影响延续：公安部等部门机构但可能在项目招标、项目采购、项目实施与确认等环节出现推迟，影响短期业绩；

公安信息化进程不及预期：公司客户多为司法、执法机关等体制内单位，受预算及政策推进力度影响较大；

关键假设可能存在误差的风险：部分关键假设存在产业逻辑分析，与未来发生的实际情况可能存在偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com