

中小公司

2017年04月13日

苏州科达 (603660)

——视讯行业集大成者，市占率提升+费用率下降推升业绩弹性，首次覆盖给予“买入”评级

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2017年04月12日

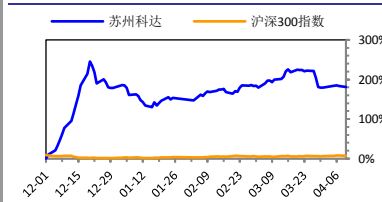
收盘价(元)	32.86
一年内最高/最低(元)	43.5/9.64
市净率	7.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1643
上证指数/深证成指	3273.83/10587.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	4.54
资产负债率%	24.55
总股本/流通A股(百万)	250/50
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马晓天 A0230516050002
maxt@swsresearch.com

联系人

施鑫展
(8621)23297818 × 转
shixz@swsresearch.com

投资要点：

- **国内稀缺的网络视讯综合供应商，在视频会议与视频监控领域均有较强实力。**公司具有从图像采集前端到平台处理端的完整产品链条，能够为众多行业提供全面的网络视讯系统整体解决方案。凭借一流的研发实力、优质的客户资源及良好的品牌优势，公司保持了较高的业绩增速和毛利率。2016年实现营收14.49亿，同比增长18.6%，归母净利润1.75亿，同比增长45.2%，视频会议和视频监控毛利率分别达到76%和54%。
- **视频会议市场增长迅速，国产替代浪潮下公司市占率将进一步提升。**我国视频会议市场规模约为50亿人民币，且在政府信息化建设、视频应用场景扩张的推动下以20%左右的增速快速成长。公司作为业内五家主要厂商之一（市占率约15%），在产品技术水平、政府及大型机构用户资源上拥有相当的优势，并将定制化解决方案作为业务重心，形成独特的竞争壁垒。在视频会议系统国产化趋势下，Cisco、Polycom等主要的国外竞争对手受到挤压，公司有望借此进一步提升市占率。
- **公司在视频监控领域的行业地位与营收规模错配，为此发力渠道建设补足短板，营收有望大幅提升。**国内视频监控市场规模近千亿元，增速10%以上。公司作为网络化、高清化、智能化视频监控的领军企业，拥有完备的产品线及解决方案，品牌影响力位于业内前茅。然而目前公司在视频监控领域市占率仅1%左右，营收排名十名开外，与其行业地位存在错配。公司已开始通过大力度的渠道建设补充短板，目前已经与国内200多家代理商达成了合作伙伴关系，有望在企业通用设备市场、地方政府市场（包括PPP项目）形成突破，大幅提升营收水平，未来将向行业第三的宇视科技看齐。
- **期间费用率有望持续下降，为业绩注入更高弹性。**公司拥有较大规模的研发和销售团队，并积极进行研发投入，使得近几年期间费用率均在50%以上，大幅高于行业水平（业内多数公司期间费用率不超过30%）。当前公司人员配置已基本满足其后续发展需求，随着营收放量，销售和管理费用增速将大幅低于营收增速，期间费用率有望持续下降，公司净利润增速将长期大幅跑赢营收增速。
- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司充分受益于所在行业的扩张和升级、渠道建设的推进，营收有望快速增长。同时公司的期间费用率步入下行通道，推动净利润持续大幅上升。预计17-19年实现归母净利润2.66/3.87/5.41亿元，对应EPS为1.06/1.55/2.16元，PE分别为31/21/15倍。可比公司17年平均PE为46倍，考虑到公司17-19年均超过40%的业绩增速，相对保守给予17年40倍PE，有近30%的上升空间，给予“买入”评级。
- **风险提示：**视频会议市场增速不及预期、公司营销渠道扩展进度不及预期、视讯行业发生剧烈价格战。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,222	1,449	1,819	2,255	2,751
同比增长率(%)	24.76	18.55	25.57	23.97	22.00
净利润(百万元)	120	175	266	387	541
同比增长率(%)	125.20	45.22	52.28	45.49	39.79
每股收益(元/股)	0.60	0.70	1.06	1.55	2.16
毛利率(%)	66.4	65.5	64.1	63.0	62.0
ROE(%)	19.3	15.4	19.0	21.6	23.2
市盈率	55	47	31	21	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予“买入”评级。公司充分受益于所在行业的扩张和升级、渠道建设的推进，营收有望快速增长。同时公司的期间费用率步入下行通道，推动净利润持续大幅上升。预计 17-19 年实现归母净利润 2.66/3.87/5.41 亿元，对应 EPS 为 1.06/1.55/2.16 元，PE 分别为 31/21/15 倍。可比公司 17 年平均 PE 为 46 倍，考虑到公司 17-19 年均超过 40% 的业绩增速，相对保守给予 17 年 40 倍 PE，有近 30% 的上升空间，给予“买入”评级。

关键假设点

收入分析：(1) 视频会议业务：视频会议市场规模在信息化建设加强、应用场景扩张等因素推动下，未来三年预计保持 20% 的复合增速。而公司作为深耕视频会议领域的民族品牌，在产品技术水平、解决方案开发、政府及大型机构用户资源上具备相当的优势。在视频会议系统国产化的大趋势下，有望进一步提升市占率，我们预计公司视频会议业务 17-19 年增速均将维持在 20% 以上。(2) 视频监控业务：科达品牌的行业地位在业内前茅，但营收规模排名十名开外，形成错配。公司已开始通过大力度的渠道建设补充短板，有望在企业通用设备市场、地方政府市场（包括 PPP 项目）形成突破，大幅提升营收水平，我们认为公司 17 年营收会有较大幅度上升，且未来两年增速将维持于较高水平，长期来看营收规模可对标行业第三的宇视科技。

毛利率分析：(1) 视频会议业务：由于产品的持续升级，以及基于云计算的摩云视讯和高附加值的各类解决方案的推广，我们认为公司视频会议业务毛利率将稳定在较高水平。但由于竞争者的加入，长期毛利率将略有下行。(2) 视频监控业务：公司作为网络化、高清化、智能化视频监控的领军企业，产品偏高端，可靠性位于业内前列，能够保持相对于同行更高的毛利率。细分来看，前端市场当前的竞争格局已经明晰，主流厂家趋于不再通过剧烈的价格战来进行竞争，价格会相对稳定；后端市场公司具备显著的研发优势，综合解决方案的销售占比将进一步提升，有助于毛利率水平的维持。

期间费用率分析：公司目前期间费用率达 56%，其中研发费用占营收的 28%，远高于同行业水平。公司目前销售、研发人员已配备充分，当前的费用投入规模基本能够满足公司进一步发展的需要，因而未来继续扩张的速度有限。预计未来公司营销和管理费用增速将显著小于营收增速，期间费用率持续下降，从而保证净利润的高增速。

有别于大众的认识

市场可能担心公司在视频监控领域受到海康大华等龙头的竞争压力，我们认为公司具备足够的竞争力：1) 公司营收规模虽然远小于两大龙头，但在网络监控设备及平台后端应用方面起步早、专注度高，经过连续多年的高比例研发投入，科达在平台整合、应用、存储等后端应用上做的比较深。在对客户的理解、用户的认可度、产品可靠性方面，科达存在一定的优势。2) 科达拥有将视频监控与视频会议有机融合的能力，并针对行业特点开发定制化的解决方案，这是公司业务的一大特色，也为公司提供了竞争壁垒。3) 安防市场足够大，但由于渠道短板，科达目前的营收和市场地位存在错配，市

场份额甚至低于不少二线厂商。公司通过补充短板，营收规模有望大幅度提升。

市场可能认为公司的高毛利率难以维持，我们认为公司未来毛利率将保持高水平稳定。公司 2016 年视频会议和视频监控毛利率分别达到 76%和 54%，均略高于行业平均水平。公司维持高毛利的因素在于：1) 视频监控方面，公司独特的定制化解决方案具备较高的附加值，且产品在持续升级，沿着高清化、远程呈现化的发展路径持续发展，新型整体解决方案的不断涌现，保证了毛利率的稳定。2) 视频监控方面，在网络化、高清化、智能化的趋势下，公司能够发挥平台设备和整体解决方案的优势，在高毛利率的后端市场销售占比高，同时通过提高产品自制率、整合供应商等手段，有效降低了成本。3) 公司用户群整体质量突出，主要是政府及大型机构用户，其信息化投资持续、稳定，且公司用户目前均处于信息化建设投入高峰期，资金相对充裕，对产品质量的敏感性高于产品价格。

市场可能担心公司的期间费用率未能如期下降，我们认为这是明确的趋势：1) 公司 2016 年期间费用率达 56%，而行业内大部分可比公司费用率不超过 30%，公司费用率下降空间非常大；2) 公司在近年储备了大量的研发销售人员，已经可以满足后续发展需求，未来没有大幅扩张的必要；3) 公司未来的侧重点在于提升营收规模。随着渠道建设的完善及市占率的提升，公司营收增速有望大幅提升，期间费用增幅将远小于营收增幅，费用率下降是自然而然的结果。

股价表现的催化剂

公司渠道建设顺利，销售持续放量；PPP 项目中标；费用控制成效显著，期间费用率稳步下降；国家出台进一步的政策推动视讯行业国产化。

核心假设风险

视频会议市场增速不及预期、公司营销渠道扩展进度不及预期、视讯行业发生剧烈价格战。

目录

1. 网络视讯行业的实力玩家	7
1.1 国内领先的视讯与安防产品及解决方案提供商	7
1.2 视频会议和视频监控两大业务齐头并进	8
1.2.1 上游供给充分，下游需求强健，公司所处位置附加价值高	8
1.2.2 两大业务产品线丰富，覆盖面广	10
1.3 费用率下降推高业绩增速，毛利保持高水平	12
2. 视频会议：需求旺盛，国产品牌发展的机遇期	13
2.1 视频会议市场稳步扩张，进口替代进程加速	13
2.2 科达：深耕视频会议领域，借行业定制能力建立竞争壁垒	16
3. 视频监控：多因素助推，公司将迎来业绩收获期	18
3.1 行业体量大，竞争格局“两超多强”	19
3.2 视频监控对“质”与“量”的要求双提升，利于科达优势发挥	22
3.2.1 平安城市空间广阔，公司发力 PPP 业务	22
3.2.2 网络化、高清化、智能化趋势下，公司持续受益	25
3.2.3 视频会议与视频监控系统融合应用兴起，公司优势得天独厚	27
3.3 解决营收规模与行业地位的错配，业绩成长空间大	28
3.3.1 研发/销售人员配置齐整，高比例投入奠定公司行业地位	28
3.3.2 积极开展渠道合作，匹配营收与行业地位	31
4. 盈利预测与投资评级	32
4.1 关键假设	32
4.2 盈利预测	34
4.3 核心假设风险	35

图表目录

图 1: 公司在解决方案、产品、底层技术三个层面均有深厚布局	7
图 2: 公司业务发展主要历程.....	7
图 3: 公司的股权结构	8
图 4: 公司位于网络视讯产业链中游, 附加值较高	9
图 5: 公司 2013-2016 年主营业务收入构成	10
图 6: 公司在视频监控领域的前后端协同发力	12
图 7: 2011-2016 年营业收入及同比增长情况	12
图 8: 2011-2016 年净利润及同比增长情况.....	12
图 9: 2011-2016 年销售毛利率、净利率情况	13
图 10: 2011-2016 年三费费用率情况	13
图 11: 我国视频会议市场规模 2019 年将达 10 亿美元	13
图 12: 我国视频会议市场扩张的主要驱动因素	14
图 13: 2015H1 两大国外厂商占有 38% 市场份额, 是国产替代的主要目标	16
图 14: Polycom 亚太及日本地区营收连续三年负增长	16
图 15: Cisco 亚太、日本及中国营收增长缓慢	16
图 16: 自建视频会议系统组成结构.....	16
图 17: “摩云视讯”会议系统组成结构.....	17
图 18: 公司针对各个行业推出了众多定制化解决方案.....	18
图 19: 2016 年中国安防行业市场拆分.....	19
图 20: 中国视频监控市场规模接近千亿.....	19
图 21: 我国部分一线城市视频监控渗透率(个/千人)与发达国家平均水平对比 19	
图 22: 科达监控业务毛利率显著高于行业平均水平	21
图 23: 前/后端视频监控产品毛利率对比	21
图 24: 平安城市是视频监控应用的主要领域.....	22
图 25: 九部委对 2020 年视频监控布控提出了高目标.....	22
图 26: 视频监控纳入 2016 年新型智慧城市评价指标	24
图 27: PPP 是政府与社会资本的重要合作模式.....	24
图 28: 公司的 PPP 业务涵盖了智慧城市的各个方面.....	25

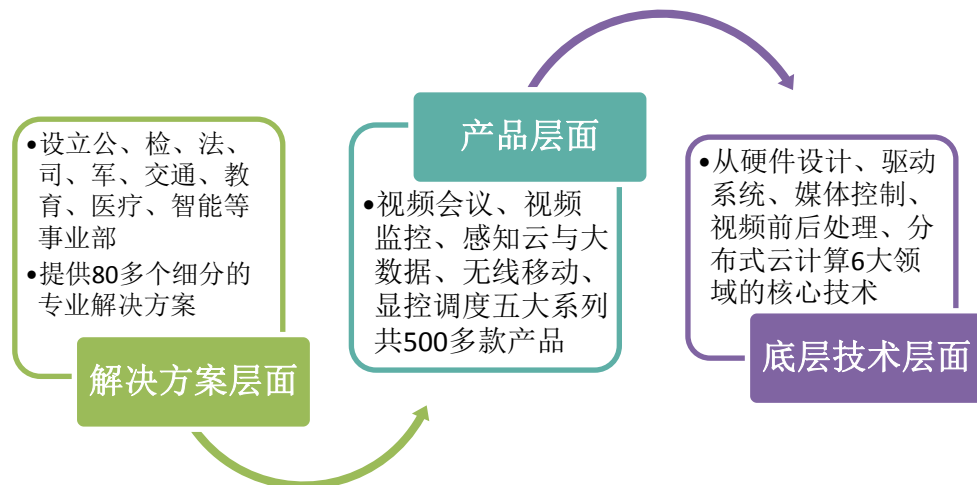
图 29: 公司在智慧城市领域拥有丰富的项目经验.....	25
图 30: 网络摄像机已成为市场的主流选择	26
图 31: 公司针对网络视讯开发出了完整的技术体系	26
图 32: 智能卡口系统自动抓取车辆信息, 大幅提升监控效率	27
图 33: 公司推出了整合各类视讯资源的图像信息综合应用平台解决方案	28
图 34: 公司三费费用率显著高于业内龙头企业	28
图 35: 公司研发、销售人员占比高.....	29
图 36: 公司开发了从前端到后端完整的系统设备, 可靠性业内领先.....	29
图 37: 公司获 2015 年 a&s 中国安防十大品牌奖	31
图 38: 公司需要加强与分销商的合作, 以打通更多渠道	32
表 1: 公司拥有丰富的视频会议产品系列, 满足各类需求	10
表 2: 我国视频会议使用主体基数庞大, 提供广阔的渗透空间	14
表 3: 视频会议相关上市公司业务及营收情况	14
表 4: 网络信息安全相关政策出台推动视频会议国产化加速	15
表 5: 视频监控相关上市公司业绩表现	20
表 6: 全国各省平安城市项目建设, 拉动视频监控需求.....	23
表 7: 模拟监控系统与网络监控系统对比	25
表 8: 公司视频监控解决方案广泛应用于各行业	30
表 9: 毛利拆分表	33
表 10: 可比公司估值情况	34
表 11: 利润表.....	34

1. 网络视讯行业的实力玩家

1.1 国内领先的视讯与安防产品及解决方案提供商

公司是国内重要的网络视讯系统解决方案供应商，主要从事视频会议系统和视频监控系统的软硬件开发、设备制造、产品销售及技术服务，具有从图像采集前端到平台处理端的完整产品线。截止目前，在解决方案层面，公司设立了公、检、法、司、军、交通、教育、医疗以及移动、智能、显控/调度等 8 大行业 15 个事业部，可以提供 80 多个细分的专业解决方案，在产品层面，公司拥有视频会议、视频监控、感知云与大数据、无线移动、显控调度五大系列共 500 多款产品，在底层技术层面，通过上海、苏州两大研发中心，积累了从硬件设计、驱动系统、媒体控制、音频前后处理、视频前后处理、分布式云计算 6 大领域的核心技术。客户遍布全国 31 个省市自治区的 300 多个地市。

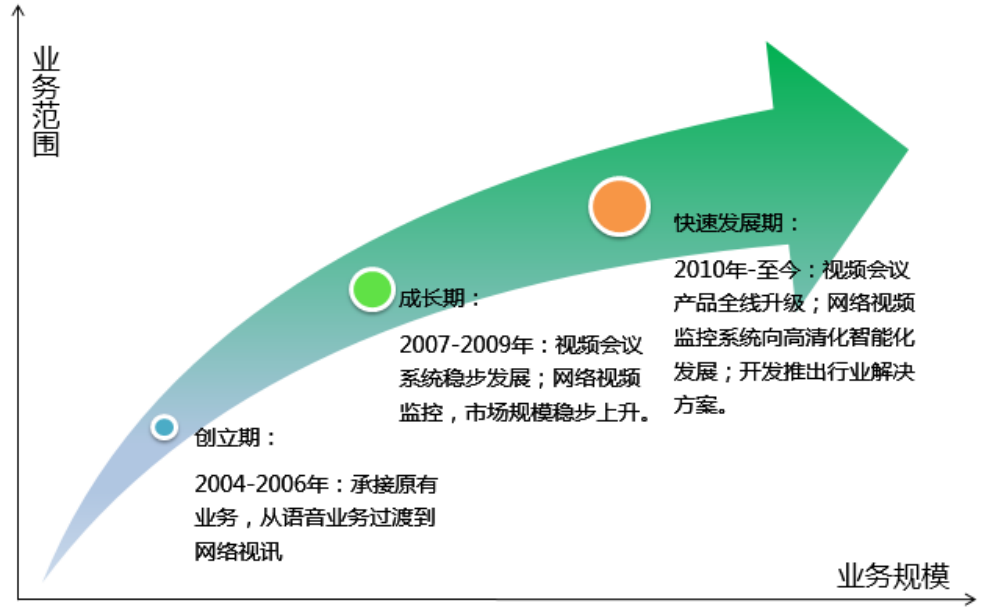
图 1：公司在解决方案、产品、底层技术三个层面均有深厚布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司前身科达通信成立于 1995 年；2004 年，成立苏州科达科技有限公司；2012 年，公司整体改制为股份有限公司，2016 年 12 月 1 日，公司在上海证券交易所主板挂牌上市。从成立至今，公司业务从最初的语音过渡到网络视讯系统，再到视频会议业务稳步发展，目前公司在视频会议和视频监控两大领域全面推进。拥有员工 3400 多名，总部位于苏州，在全国设立 27 个分公司或办事处、77 个营销服务机构，在新加坡等设立子公司，负责海外业务。

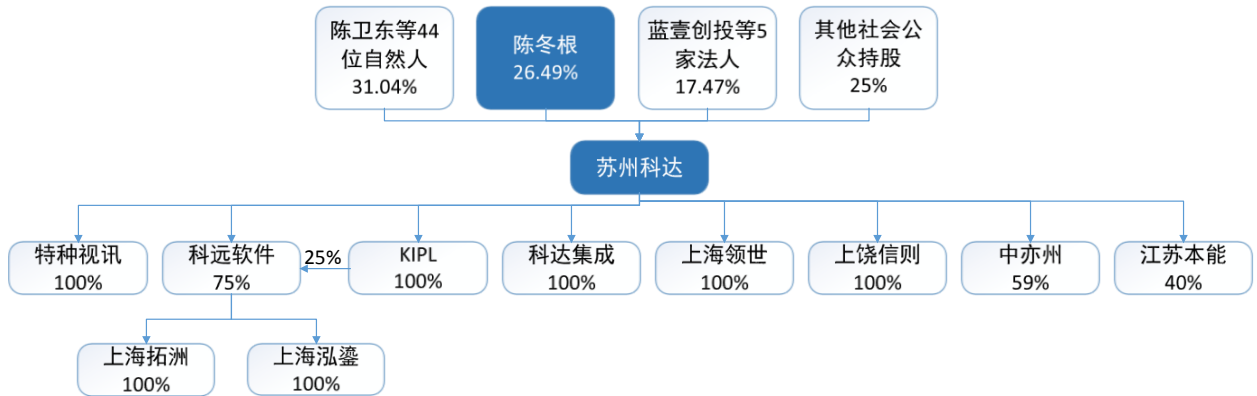
图 2：公司业务发展主要历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司控股股东和实际控制人为陈冬根。公司在2016年12月IPO发行6250万股，其中发行新股5000万股，老股转让1250万股，发行后总股本为2.5亿股。实际控制人陈冬根发行前的持股比例为35.3%，发行后持股比例降为26.5%。

图 3：公司的股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 视频会议和视频监控两大业务齐头并进

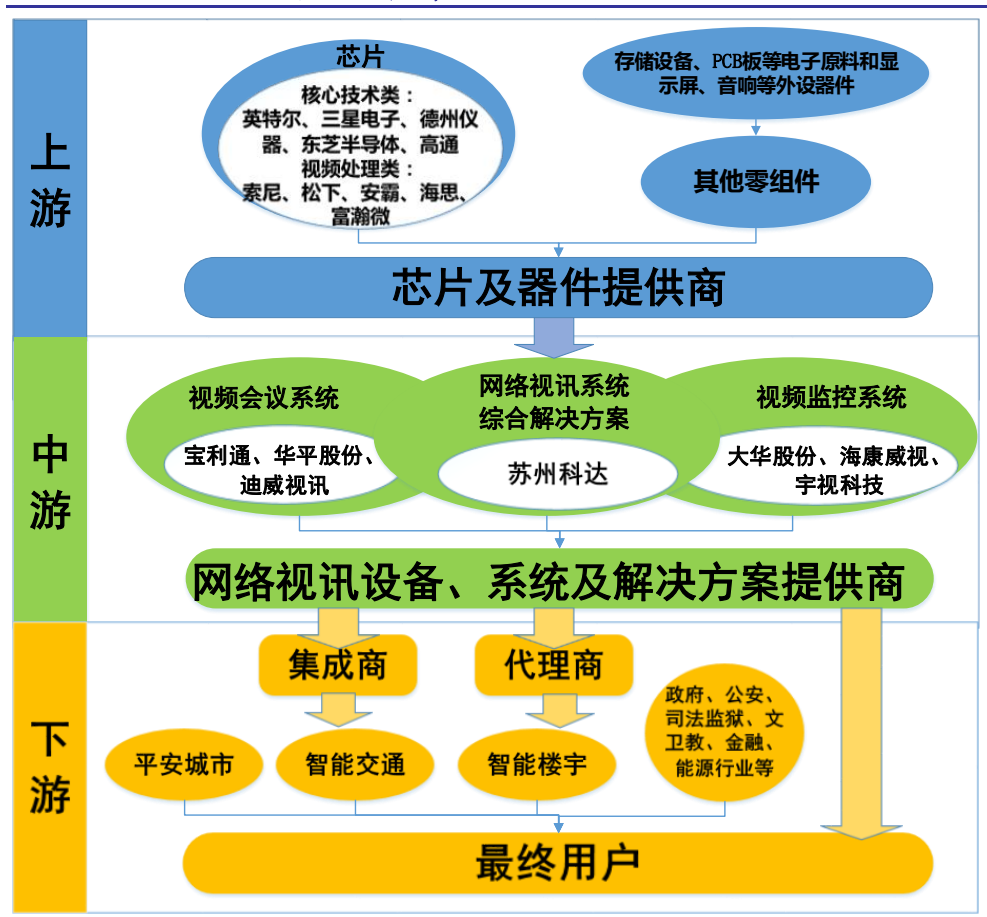
1.2.1 上游供给充分，下游需求强健，公司所处位置附加价值高

网络视讯行业针对下游用户的具体情况，提供整体解决方案，系统实现复杂，技术含量高，属于技术密集型产业；而上游原材料市场化程度高，供给充分，价格可控，公司所在的产业链位置整体附加值较高。

上游主要包括芯片（即集成电路）及其他零部件制造商。在芯片制造领域，芯片设计的核心技术目前基本由英特尔、三星电子、德州仪器、东芝半导体、高通等国际大型芯片制造商所掌握，索尼、松下、安霸（Ambarella）、海思（HiSilicon）、富瀚微等芯片设计厂商，在视频处理芯片上有各自的优势。其他零部件主要包括存储设备、PCB板等电子原料和显示屏、音响等外设器件，该类行业发展成熟、市场竞争较为充分，对行业内企业影响较小。

下游主要包括集成商、代理商和最终用户。网络视讯行业的最终用户主要包括政府、教育、医疗、金融等行业机构及广大的企业、个人、家庭市场。随着网络视讯技术的不断进步和市场的不断发展，最终用户的需求呈现出多元化、解决方案化、业务应用融合化的发展趋势，集成商和代理商能够协助传导、挖掘用户需求，帮助设备制造商更好地开发产品及解决方案。

图 4：公司位于网络视讯产业链中游，附加值较高



资料来源：申万宏源研究

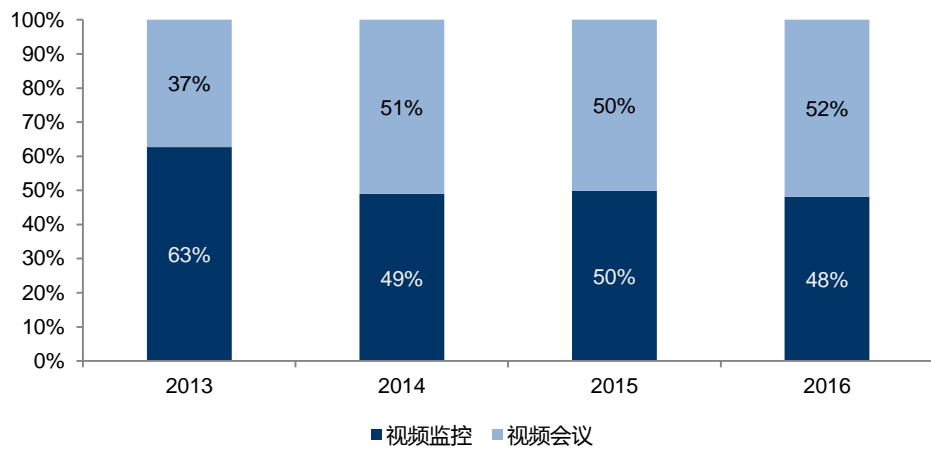
公司具有多年积累的**稳定优质的用户资源**，下游用户群整体质量突出。主要表现为：1) 公司用户主要是政府及大型机构用户，其信息化投资持续、稳定，能保障公司经营成果的稳定性；2) 公司用户目前均处于信息化建设投入高峰期，资金相对充裕，对产品质量的敏感性高于产品价格；3) 公司目前政府或大型企业用户比重较高，用户之间或同一用户内部不同层次之间易于相互影响，便于培养用户忠诚度，公司产品的销售广度和深度容易迅速、

有效扩大；4) 公司目前用户需求相对复杂，对产品安全性、兼容性、稳定性要求很高，一旦确定合作关系就不会轻易更改，具有一定的用户黏性。

1.2.2 两大业务产品线丰富，覆盖面广

视频会议和视频监控两大业务齐头并进。公司视频会议产品在国内的市场占有率和技术水平始终保持在行业前列，视频会议业务营业收入保持稳定增长。公司从 2004 年起进入视频监控市场，行业地位不断提升。目前公司两大业务营收各占一半左右。

图 5：公司 2013-2016 年主营业务收入构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

视频会议产品系列丰富。在视频会议领域，公司拥有从标清到高清的 MCU、会议终端、摄像机、外设、软件等全套产品线，可以满足不同行业、不同规模以及不同环境的用户需求。同时也推出了云可视会商、远程视频接访、远程帮教探视、远程医疗等解决方案，针对高端应用推出基于远程呈现技术的“网呈”系统，针对企业市场推出“摩云视讯”产品。目前摩云视讯已经成为中国最大的视频会议运营服务商之一。

表 1：公司拥有丰富的视频会议产品系列，满足各类需求

产品类型	具体用途	产品示例
硬件终端	部署在会议室、办公室及桌面，用于实现会议视音频信号的编解码和传输，分为集成摄像头终端、一体化触控终端、分体终端等多种形式。	

软件终端	软件终端可运行于个人电脑、平板电脑及手机等多种环境，实现随时随地的远程沟通。	
视音频采集设备	会议摄像机，用于采集图像信号。	
	麦克风，用于采集声音信号。	
平台设备	多点控制单元 (MCU)：目前自建模式下会议管理平台的主要形式，负责所有视频会议终端的接入、协议处理、媒体处理以及会议管理，以级联和堆叠的形式进行大规模组网。	
	“私有云”平台：采用“云计算”的方式为用户建设的专用“云端”会议管理平台，实现无限扩展、自由组织的视频会议。	
	电视墙服务器，可将多方图像解码输出到电视墙等设备上进行多屏输出。	
	录播服务器，可提供录像、放像、点播等视频会议辅助功能。	
系统管理软件	进行会议设备的集中控制及会议业务的全程调度，包括会议控制系统、网管系统、数字录播及视频点播软件等。	
摩云视讯	以视频会议云计算技术为核心，开展特色的租用服务模式，采用硬件视频会议、电话会议和软件、移动视频会议终端相结合的形式，同时引入视频监控等企业新需求	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

视频监控产品前端到后端全面布局。在“网络化、高清化、智能化、解决方案化”的潮流下，公司进行了前端产品网络摄像机和平台设备的升级，相继推出了 1080P、4K 级别的高清视频监控产品以及平安城市、图像综合管理、图像侦查、网上督察、安防综合管理、

数字审讯、数字庭审、智能卡口、平安校园、校园融合视讯、智能门店、出入口智能管理等一系列解决方案。

图 6：公司在视频监控领域的前后端协同发力

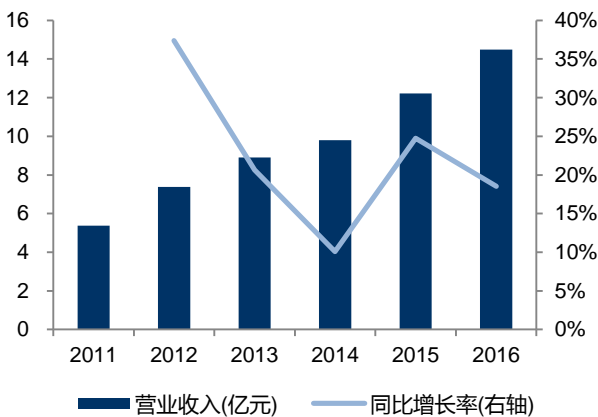


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 费用率下降推高业绩增速，毛利保持高水平

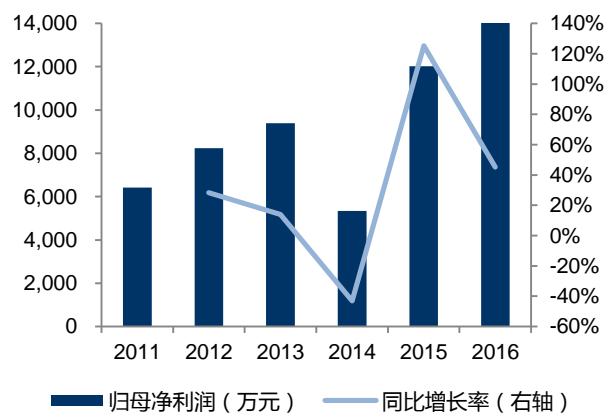
营收增长快，期间费用率下降推升净利润增速。2016 年实现营收 14.49 亿，同比增长 18.6%，归母净利润 1.75 亿，同比增长 45.2%。净利润增速大幅高于营收增速的原因是 1) 公司毛利率保持较高水平，业务增长导致毛利提升；2) 期间费用得到有效控制，费用增幅低于收入和毛利的增幅（期间费用率从 15 年的 60% 降至 16 年的 56%）。从长期看，公司 2013-2016 年营收 CAGR 为 17.6%，净利润 CAGR 为 23.0%，业绩增速保持在较高水平。

图 7：2011-2016 年营业收入及同比增长情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

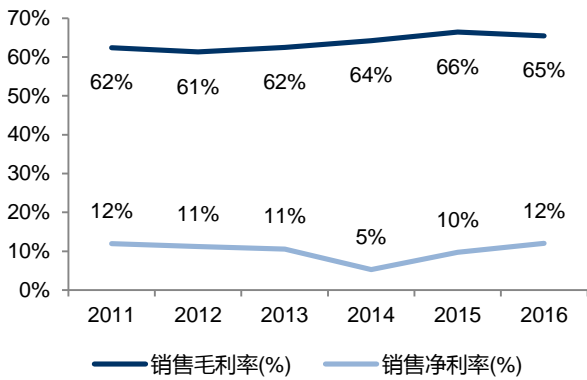
图 8：2011-2016 年净利润及同比增长情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

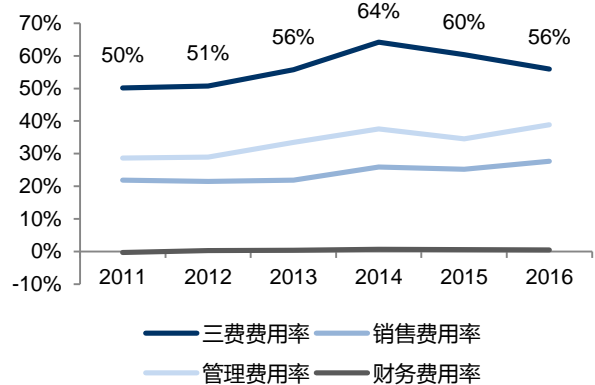
主营业务毛利率保持 60% 以上，期间费用率偏高。公司以行业性整体解决方案的模式，为用户提供了更丰富的产品组合和更好的用户体验，从而在市场中取得了良好的经营业绩。公司产品具有较高的附加值，平均毛利率为 65%，主营业务毛利率一直稳定在较高水平。由于公司注重研发和销售服务，维持了较大规模的研发和销售团队，虽然近两年期间费用率有所下降，但仍然达到了 56%。

图 9：2011-2016 年销售毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：2011-2016 年三费费用率情况



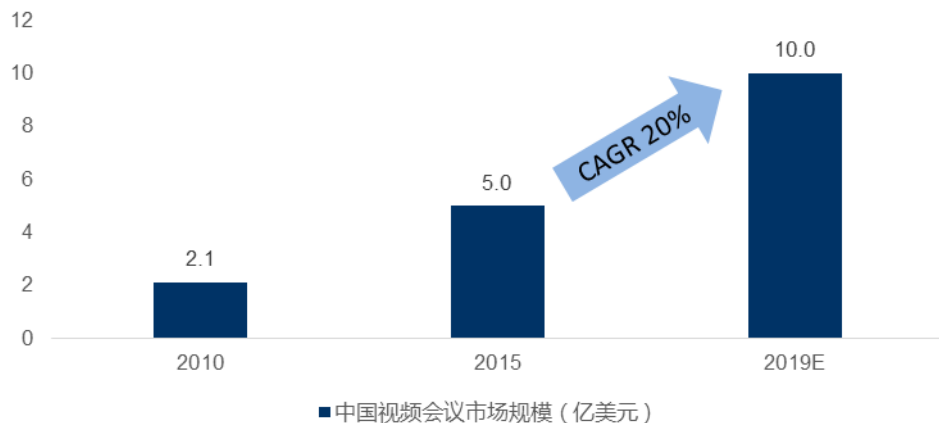
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 视频会议：需求旺盛，国产品牌发展的机遇期

2.1 视频会议市场稳步扩张，进口替代进程加速

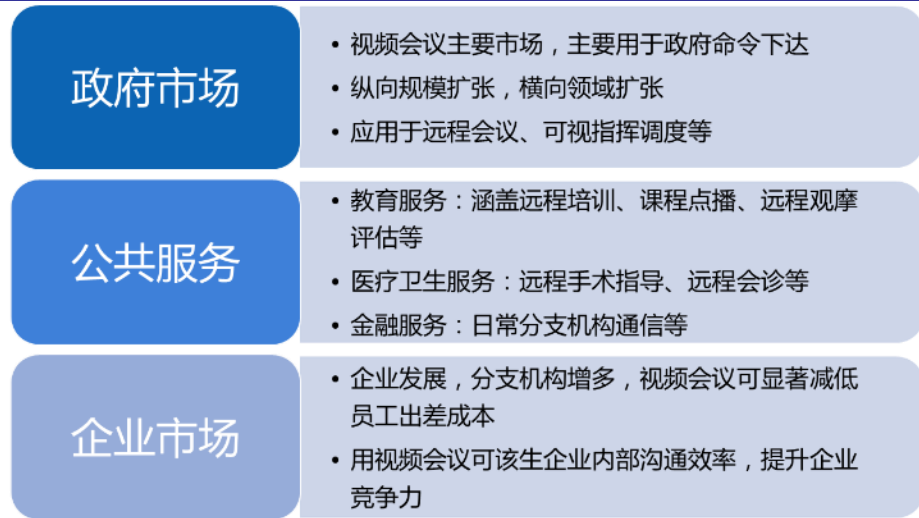
多因素推动视频会议市场规模扩张，国内市场规模约 50 亿元，增速较高。在通信技术不断进步、政府信息化建设全面启动、互联网带宽提速和资费下降等因素的推动下，我国视频会议市场正在经历快速增长时期。当前我国视频会议的市场规模约占全球市场的 10-15%，成为了继美国之后的第 2 大视频会议市场。根据国际著名咨询机构 Frost & Sullivan 的数据，2015 年我国视频会议市场规模超过 5 亿美元，并将以 20% 的复合增速增长，驱动力主要来自于政府市场、教育服务、医疗卫生服务、金融服务、企业市场等。

图 11：我国视频会议市场规模 2019 年将达 10 亿美元



资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

图 12：我国视频会议市场扩张的主要驱动因素



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：我国视频会议使用主体基数庞大，提供广阔的渗透空间

类型	视频会议应用主体	全国总数（2015 年底）
政府	省级政府数量	34
	地级政府数量	334
	县级政府数量	2,850
	乡镇级政府数量	39,789
企业及公用事业	普通高等学校数量	2,560
	医院数量	27,587
	规模以上企业数量	383,148
	中小企业数量	约 70,000,000

资料来源：中国统计年鉴，公开网络，申万宏源研究

视频会议市场集中度较高，科达为五家主要企业之一。目前中国主要视频会议企业包括华为、Polycom、Cisco、科达、中兴、华平、迪威、爱斯乐、EVSION、索尼等，根据 IDC 的统计，2015 年上半年中国视频会议市场销售收入前五名的厂商分别为：华为、Polycom、Cisco、中兴和科达，五家企业合计占据了接近 90% 的市场份额。我们在下表中对比了部分企业通信领域上市公司的业务和营收情况。

表 3：视频会议相关上市公司业务及营收情况

股票代码	公司名称	上市时间	业务侧重点	营收占比	2015 年相关业务营收
603660.SH	苏州科达	2016-12-01	视频监控、视频会议	视频监控 (48%)、视频会议 (52%)	视频会议 (6 亿)
300074.SZ	华平股份	2010-04-27	智慧城市、多媒体通信系统	智慧城市 (46%)、多媒体通信系统 (40%)、在线教育 (11.32%)	多媒体通信系统 (1.33 亿) 在线教育 (3748 万)
300167.SZ	迪威视讯	2011-01-25	统一视频管理应用系统	综合信息化 (91%)	综合信息化 (3 亿元)

300628.SZ	亿联网络	2017-03-17	企业统一通信终端	SIP 桌面电话终端(80%)、DECT 无线电话终端(11%)、VCS 高清视频会议系(5%)	营收总收入(6.62 亿) VCS 高清视频会议系统(4604 万元)
300578.SZ	会畅通讯	2017-01-25	电话会议、网络会议服务	电话会议服务(82%)、网络会议服务(17%)	营收总收入(2.5 亿) 网络会议(4298 万元)
002841.SZ	视源股份	2017-01-19	显示主控板卡、交互智能平板	液晶显示主控卡(64%)、交互智能平板(31%)	营业总收入 60 亿

资料来源：公司公告，申万宏源研究

网络信息安全上升到国家战略高度，政府采购名单限制国外品牌。国内视频会议市场曾一度被 Cisco、Polycom 等国外一线品牌占据大半壁江山，这对我国的网络信息安全形成很大的挑战。2015 年 3 月，政府采购名单调整，删除了苹果、McAfee、Cisco(全球视频会议龙头企业)等国外品牌，同时又增加了上千种本土产品。2016 年年底至 2017 年，我国政府密集发布了《国务院印发“十三五”国家信息化规划的通知》、《国家网络空间安全战略》、《网络产品和服务安全审查办法(征求意见稿)》等指导文件，明确了网络信息安全的重要地位；《中华人民共和国网络安全法》也将于 2017 年 6 月 1 日正式生效。作为远程通信领域重要的应用产品，国产视频会议产品正在受益于这一波国产化浪潮。

表 4：网络信息安全相关政策出台推动视频会议国产化加速

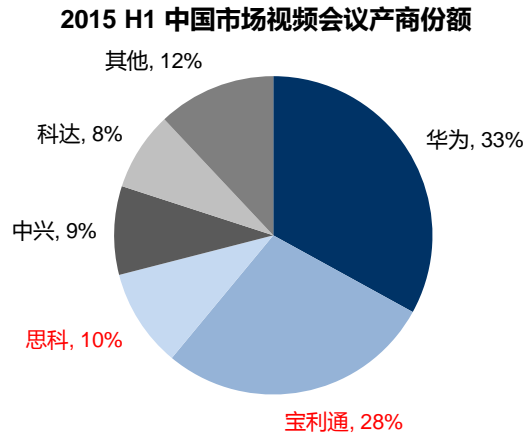
时间	实施内容	具体情况
2015 年 2 月	政府采购名单调整	中国政府已经将一些全球知名技术品牌从政府采购名单中删除，其中包括苹果公司、英特尔旗下安全软件公司 McAfee，以及美国网络设备制造商思科公司。获准的外国科技品牌数量下降三分之一，同时又增加了上千种本土产品。
2016 年 11 月	《中华人民共和国网络安全法》	由全国人民代表大会常务委员会表决通过，自 2017 年 6 月 1 日起施行，彰显国家切实加强网络防护安全的决心。
2016 年 12 月	《国务院印发“十三五”国家信息化规划的通知》	围绕贯彻落实“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局，加快信息化发展，直面“后金融危机”时代全球产业链重组，深度参与全球经济治理体系变革
2016 年 12 月	《国家网络空间安全战略》	国家互联网信息办公室发布，提出要采取“一切必要措施”保护国家关键信息基础设施及其重要数据不受攻击破坏，国产化态度明确。
2017 年 2 月	《网络产品和服务安全审查办法(征求意见稿)》	国家互联网信息办公室发布，要提高网络产品和服务安全可控水平，防范供应链安全风险，维护国家安全和公共利益。

资料来源：公开网络，申万宏源研究

在国产替代的趋势下，本土厂商市占率将进一步提升。根据 IDC 的数据，2015 年上半年两大国外厂商仍占据着国内三分之一以上的市场份额。但动态来看，国外产商正在逐步被挤出中国市场(反映在财报上，我们看到 Polycom 和 Cisco 两大国际龙头在亚太地区

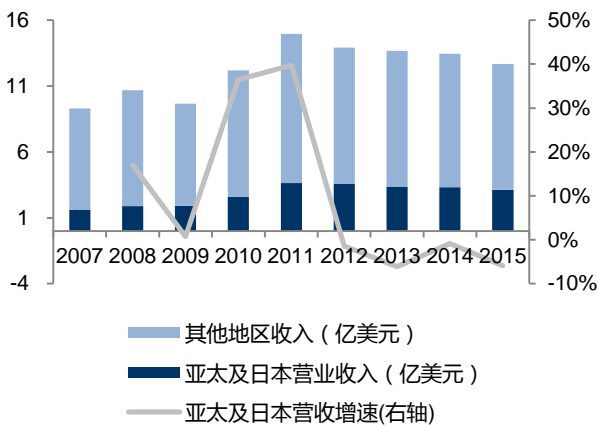
的业绩疲软)，本土企业在技术水平方面已经能够与国外产品比肩，在国产化替代的趋势下，国产品牌正在逐步打入更多客户。

图 13：2015H1 两大国外厂商占有 38% 市场份额，是国产替代的主要目标



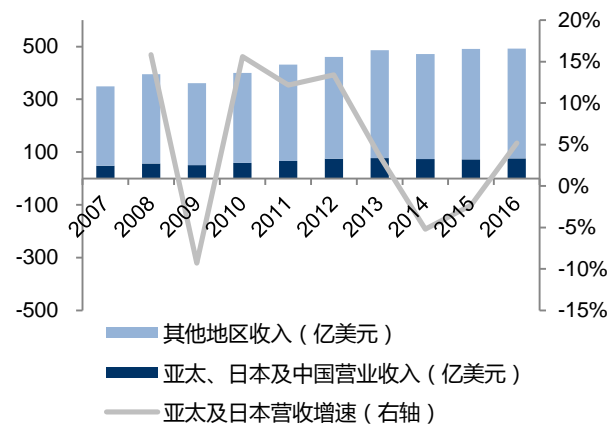
资料来源：IDC，申万宏源研究

图 14：Polycom 亚太及日本地区营收连续三年负增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：Cisco 亚太、日本及中国营收增长缓慢



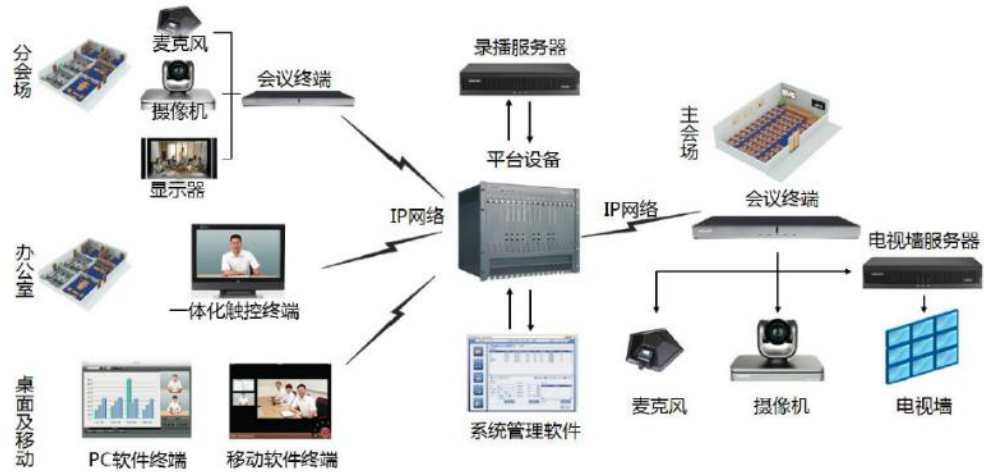
资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 科达：深耕视频会议领域，借行业定制能力建立竞争壁垒

公司为用户提供自建视频会议系统和“摩云视讯”租赁会议两类业务，分别应对政府及教育、医疗、金融等行业机构的自建系统需求和企业用户对低成本高质量的视频会议服务的需求，具备较强的市场竞争力。

自建方面，具备建设从图像采集前端到平台处理端的完整视频会议系统的能力。自建模式是指用户购买公司生产的包括平台设备、终端设备、视音频采集设备等在内的全套视频会议产品，并由其自主运营管理和日常维护。此类业务的最终用户大多为政府和教育、医疗、金融等行业机构，其对视频会议系统的视音频质量、稳定性和保密性有较高要求。

图 16：自建视频会议系统组成结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

租赁方面，率先将云计算技术应用于视频会议领域，推出“摩云视讯”产品。区别于传统自建视频会议模式，摩云视讯以视频会议云计算技术为核心，针对企业实际应用需求，开展特色的租用服务模式。该模式下，公司在电信级机房利用“服务器+软件”的方式架设基于“云计算”的中心端平台，支持电信、联通和移动等多运营商接入。用户只需支付软件账号租赁费用，就可在个人电脑、平板电脑、手机等设备上登录会议软件，参加或召集视频会议；也可购买硬件终端及图像采集设备以满足会议室的部署需求，从而节省了昂贵的平台设备购置、中心端带宽购买及专人维护费用。在满足企业用户低成本、高质量的视频会议需求的同时，“摩云视讯”还可提供企业微博、企业门户、企业社交网站等社区化增值服务。目前，摩云视讯已经成为中国最大的视频会议运营服务商之一。

图 17：“摩云视讯”会议系统组成结构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司积极从销售通用化设备向提供整套解决方案发展，提升产品附加值和竞争力。随着视频会议应用的普及，一些行业用户对视频会议的要求也不断提升，不仅仅满足于通过

视频会议系统进行内部的政令传达、开会沟通，还希望能够与其具体业务相结合，提高与其他业务系统的互联互通，将视音频、数据和文本统一整合调用，进行诸如远程办公协作、远程接访、远程探视、远程教学、远程医疗等应用，从广度和深度上充分发挥视频会议的作用。

行业定制能力为公司提供独特的竞争优势。目前 Polycom、Cisco、华为等行业龙头主要精力集中在通用型设备，在定制化方面较少涉及。而科达凭借自身全面的技术体系、广泛的行业实践经验以及对用户需求的深入了解，积极开辟新的视讯应用方式，形成了较强的行业定制优势。在行业定制模式下，公司针对行业需求，结合应用场景和网络环境，确定硬件设计、软件设计、接入方式、业务接口等，目前已成功开发出数十种行业解决方案，为行业用户提供了方便快捷的高科技业务工具。这些定制化的解决方案以及公司丰富的定制开发经验，为公司提供了较高的竞争壁垒。

图 18：公司针对各个行业推出了众多定制化解决方案



资料来源：公司官网，申万宏源研究

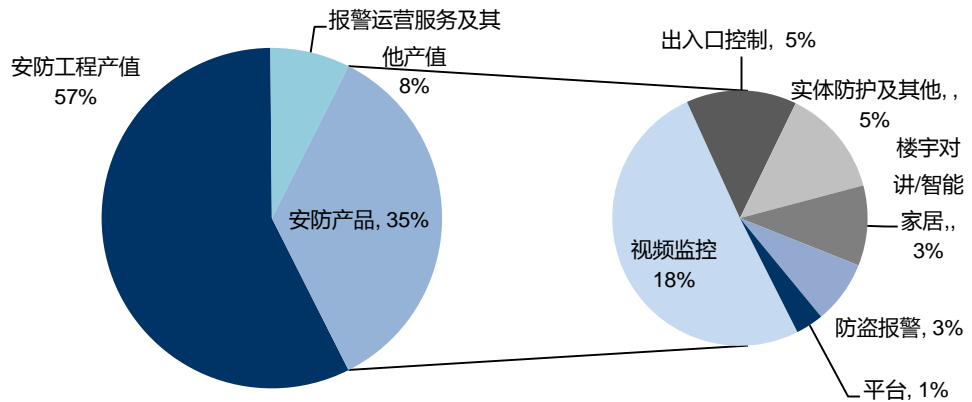
市场空间扩张+市占率提升，科达视频会议业务有望维持高速增长。根据我们之前对行业的分析，我国视频会议市场将维持 20% 的高速增长，同时，科达作为深耕视频会议领域的民族品牌，在产品技术水平、解决方案开发、政府及大型机构用户资源上具备相当的优势，在 2015 年以来的视频会议系统国产化趋势下有望进一步提升市占率。综合上述两点，我们预计公司视频会议业务未来三年年均复合增长率将在 20% 以上。同时由于摩云视讯及各类解决方案的推广，视频会议业务毛利率将继续维持在 70% 以上的高水平。

3. 视频监控：多因素助推，公司将迎来业绩收获期

3.1 行业体量大，竞争格局“两超多强”

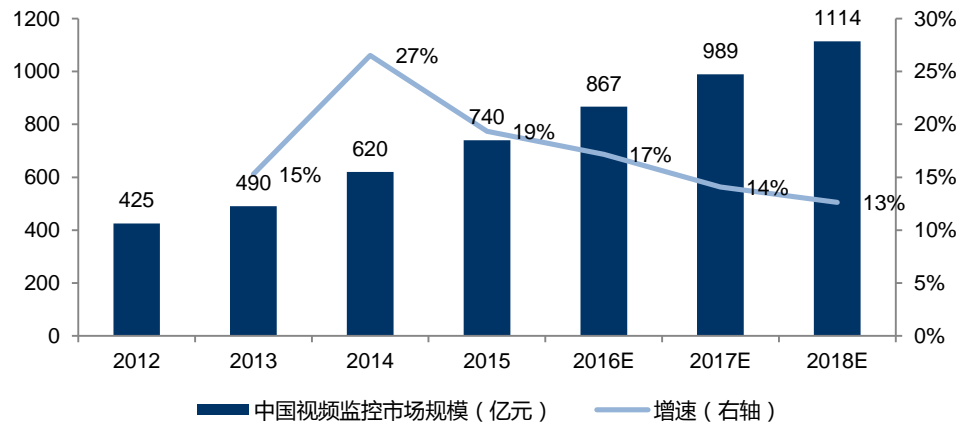
视频监控市场接近千亿，保持平稳较快发展。从整个安防行业来看，2016 年安防行业产值为 5400 亿，安防产品在安防行业中占比第二（35%），视频监控在安防产品行业中处于核心地位，占比过半。预计今年视频监控市场规模将达到 989 亿元，未来三年视频监控市场增速有所放缓，但复合增长率仍将达到 10% 以上。智慧城市、平安城市建设的深入，将带动视频监控行业继续快速发展。

图 19：2016 年中国安防行业市场拆分



资料来源：CPS 中安网，申万宏源研究

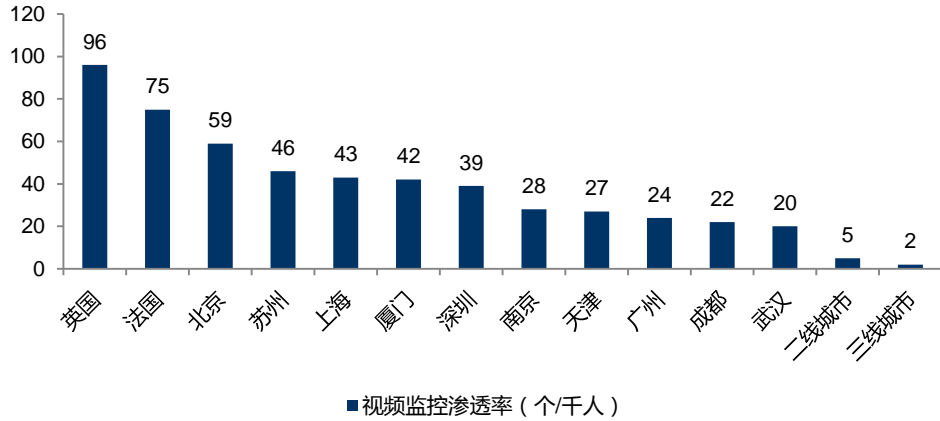
图 20：中国视频监控市场规模接近千亿



资料来源：a&s research，申万宏源研究

我国视频监控渗透率与发达国家相比差距仍然较大。人均以每千人拥有的视频监控数量来看，目前我国摄像头密度最高的北京市，每千人拥有摄像头数量在 59 个，仅相当于英国平均水平的 80%、美国的 60%，未来仍有较大的提升空间。

图 21：我国部分一线城市视频监控渗透率（个/千人）与发达国家平均水平对比



资料来源：安防知识网，申万宏源研究

市场竞争方面，呈现“两超多强”的竞争格局。整体上可以分为三个梯队，第一梯队：海康威视、大华股份，两家企业营收规模及企业实力位于全球前十位，第二梯队：宇视科技、苏州科达、英飞拓、天地伟业、东方网力、汉邦高科等，第三梯队为众多中小型企业。从视频监控领域上市公司来看，近年总体业绩表现良好。

表 5：视频监控相关上市公司业绩表现

企业类型	企业名称	2015		2016Q3		
		营业收入 (百万元)	归母净利润 (百万元)	营业收入 (百万元)	归母净利润 (百万元)	毛利率
产品类	海康威视	25,271	5,869	21,136	4,850	42%
	大华股份	10,078	1,372	7,969	1,070	39%
	苏州科达 ^注	602	120	424	24	55%
	汉邦高科	479	45	280	12	36%
	英飞拓	1,813	68	1,192	-31	40%
	中威电子	252	43	205	33	51%
	威创股份	937	119	750	119	58%
	大立科技	323	32	265	29	47%
	GQY 视讯	204	5	147	-2	31%
	高德红外	632	63	483	42	56%
	东方网力	1,017	249	932	111	56%
	集成类	华平股份	331	34	181	10
高新兴		1,081	140	931	201	38%
世纪瑞尔		392	114	189	-18	37%
运达科技		460	128	308	75	49%
亿通科技		227	12	172	8	25%
佳都科技		2,667	170	1,513	1	14%
浩云科技		466	66	318	14	39%
数字政通		651	121	418	56	46%
航天长峰		879	29	655	8	21%

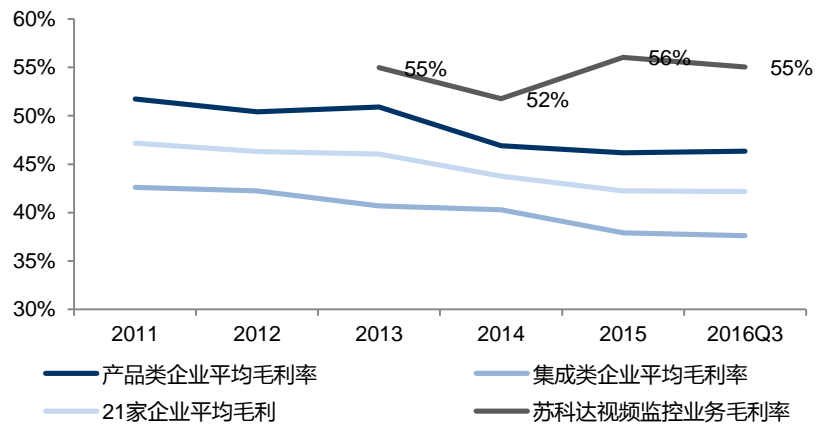
资料来源：慧聪安防网，公司公告，申万宏源研究

说明：20 家企业选择视频监控为自身主要业务的企业，且产品类企业视频监控业务占比不

低于 70%，集成类企业视频监控业务不低于 20%，共选取 10 家产品类企业，10 家集成类企业。
注：苏州科达的营收和毛利率是其视频监控业务的数据

行业内 20 家上市公司平均营收增速自 2014 年后提升较快。总体而言 2012-2016 Q3 产品类企业营收增速高于集成类企业营收增速，2016Q3 苏州科达营收增速高于其他三个指标的平均营收增速。行业整体毛利率波动平稳，产品类企业毛利率高于集成类企业，苏州科达毛利率明显高于行业整体水平，盈利能力较强。

图 22：科达监控业务毛利率显著高于行业平均水平

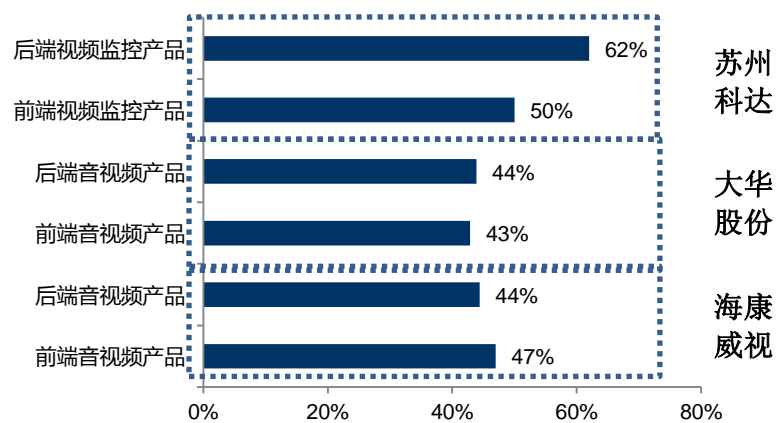


资料来源：公司公告，申万宏源研究

说明：平均毛利率为对应上市公司相应年份的算术平均数，科达为视频监控业务毛利率

利用后端视频监控产品进行差异化竞争。目前市场上前端视频监控设备出现同质化特征，海康、大华在前端和后端视频产品的毛利率相差不大，而科达的后端视频监控产品毛利率明显高于前端视频监控产品。科达后端视频监控主要产品为视频监控平台，通过深入了解细分市场的需求，提供综合视频监控平台，逐步扩大公司销售规模。

图 23：前/后端视频监控产品毛利率对比



资料来源：申万宏源研究（海康、大华为 2016H1 数据,科达为 2016Q3 数据）

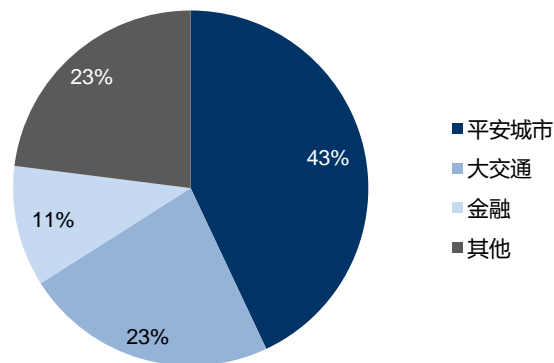
3.2 视频监控对“质”与“量”的要求双提升，利于科达优势发挥

3.2.1 平安城市空间广阔，公司发力 PPP 业务

平安城市是安防产品的主要需求来源。2016 年平安城市、大交通、金融行业占视频监控市场的近 80%，其中平安城市占视频监控市场 43%，是视频监控产业的最大应用领域。大交通和金融领域对视频监控的需求也相对旺盛。细分来看，视频监控现已在政府行政、社会治安、交通管理、金融安全等众多领域得到广泛应用。

图 24：平安城市是视频监控应用的主要领域

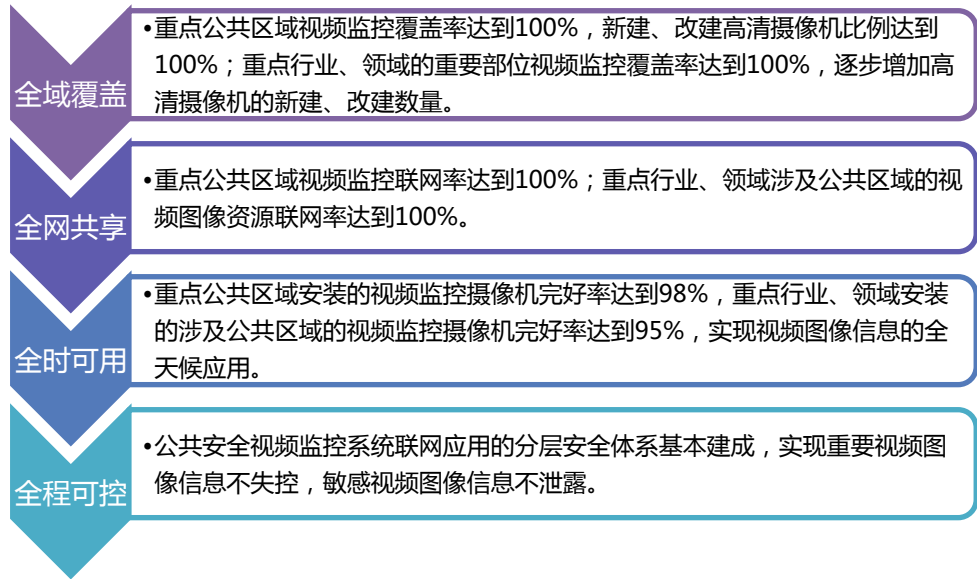
2016年我国视频监控下游应用比例



资料来源：CPS 中安网，申万宏源研究

国家大力推进平安城市、智慧城市建设，视频监控是核心内容。2005 年以来国家公安部及有关机构在全国范围内开始推行“科技强警建设工程”，“3111 工程”，“平安城市”，“天网工程”等重大安防项目；2015 年 5 月，发改委发布了由九部委联合出台《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》，首次量化了 2020 年视频监控布控的主要目标。

图 25：九部委对 2020 年视频监控布控提出了高目标



资料来源：国家发展和改革委员会《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》，申万宏源研究

表 6：全国各省平安城市项目建设，拉动视频监控需求

地区	项目建设内容
广西	2013 年，南宁市力争通过三年努力，实现高清社会治安视频监控摄像头覆盖到全市乡镇城乡主要街道、公共场所、治安复杂区域。
广东	2012-2014 年广东省公安厅在全省建设 96 万个视频监控点；仅 2013 年湛江一市就建设了 3.3 万个视频监控摄像头。
新疆	建设公安厅平安城市联网大平台，实现与下级各个地州平安城市系统的异构联网融合，建设包括克拉玛依、伊犁、阿勒泰、达坂城等多个地市的平安城市工程。
海南	海口市 2014 年新建 6000 个视频监控点，安装 1.5 万个摄像头，打造城乡一体化治安防控网。
浙江	全省由政府出资建设的监控摄像头 12 万个，社会单位自建的监控摄像头 90 万个，在全国率先实现省市县三级视频信息资源共享。
天津	2015 年-2017 年，全市各类视频监控点在现有基础上新建 58 万个，高清电子卡口在现有基础上新建 1000 处。
重庆	建立视频监控联网平台，与社会共享监控系统资源，新增 4.96 万个视频监控点。
宁夏	近年来累计投入资金 5.7 亿元，建成 5 个市级监控中心、26 个县(区)级监控中心、96 个派出所监控室，在一级场所建设 16519 个视频监控头。

资料来源：公司公告，公开资料整理，申万宏源研究

2017 年智慧城市数量有望超过 500 个，视频监控纳入智慧城市评价指标。2016 年 12 月，我国公布了 290 个智慧城市试点，截至 2016 年 6 月，我国 95%的副省级城市、76%的地级城市，均在政府工作报告或“十三五”规划中明确提出建设、或正在建设智慧城市，预计到 2017 年我国启动智慧城市建设和在建智慧城市的城市数量将有望超过 500 个，而视频监控也纳入了 2016 年新型智慧城市评价指标。

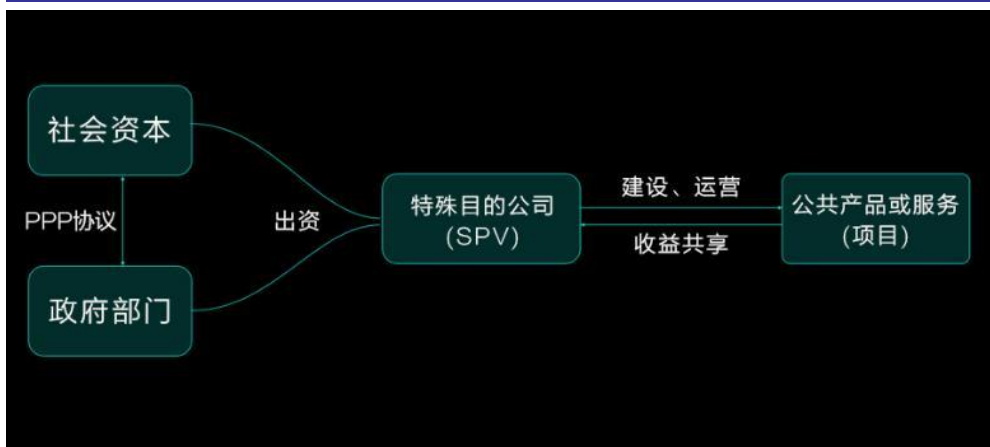
图 26：视频监控纳入 2016 年新型智慧城市评价指标



资料来源：中国安防行业网，申万宏源研究

PPP 项目为安防视频监控企业提供广阔市场。目前，国家层面积极推进 PPP，2016 年 10 月财政部等 20 个部门联合公布了第三批政府和社会资本合作(PPP)示范项目,项目总数 516 个,计划总投资金额 11708 亿元。第三批示范项目大多是增量项目,将带动较大投资,前两批项目金额分别为 1800 亿元、6589 亿元,且存量项目占较大比重。智慧城市、轨道交通、环保等或将成为主要投资领域。安防工程与 PPP 的深度结合,将为实力雄厚的安防监控企业带来更多发展机遇。

图 27：PPP 是政府与社会资本的重要合作模式



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司全新发布 PPP 业务支持计划，联合下游集成商合作扩展智慧城市业务。在政府大型项目和案例的建设和运维中，公司积累了 20 多年实践经验。截止目前，公司在南宁、柳州、福泉等地交付了 700 多个平安城市；在哈尔滨、上海等全国百城，建设了近 500 个智能交通。同时，近日科达收购了江苏本能公司 40% 的股权，布局机动车电子标识市场，进一步延伸科达在智慧交通领域的发展；在教育市场，上海地区 70% 的高校选择科达，全国累计拥有 300 多所高校成功案例,这些丰富的应用经验可保证合作伙伴有序推进 PPP 项目。

此外，科达在全国设立的 27 个分公司、77 个营销服务机构，未来可为开展 PPP 项目的合作伙伴提供本地化服务支持。

图 28：公司的 PPP 业务涵盖了智慧城市的各个方面



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 29：公司在智慧城市领域拥有丰富的项目经验



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2.2 网络化、高清化、智能化趋势下，公司持续受益

中国网络带宽和网络覆盖率不断提升，网络视频监控快速兴起。视频监控系统已经从最初的模拟监控发展到现在的数字化、高清化、智能化监控，从起初基于本地的小规模监控发展到今天基于网络的大型远程监控系统。网络化一方面将促进数字视频监控统一标准的建立与完善，同时也促进了视频监控与视频会议的融合。这两个促进作用将带动整个网络视讯行业向标准化、规模化方向发展，并带来更为广阔的市场空间。

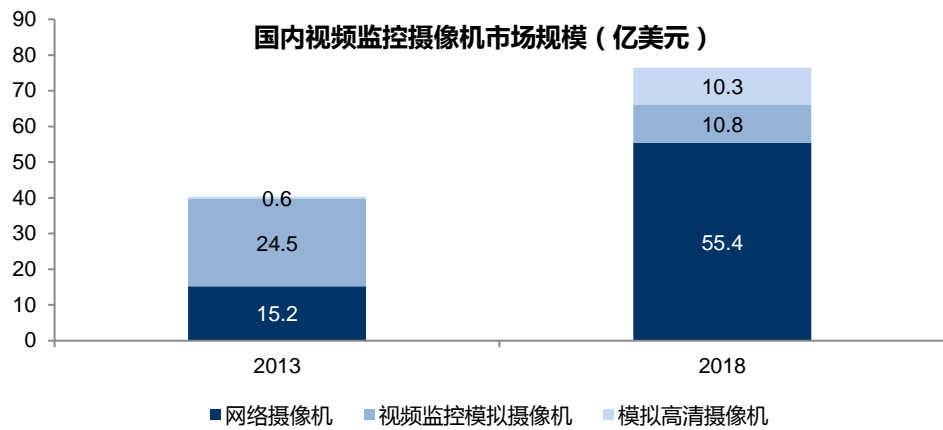
表 7：模拟监控系统与网络监控系统对比

	模拟监控系统	网络监控系统
核心设备	模拟摄像机	新型的网络监控系统以大型监控平台和网络录像机（NVR）
接入方式	前端监控摄像头与监控中心通过视频线连接，信号易衰减、易受干扰。	前端监控摄像头通过 WAN、LAN、E1、光纤等多线路接入平台，客户端登陆支持公网登陆和私网登陆
传输/存储	通过同轴线缆或光纤进行传输，DVR 主机存储	通过 IP 网络进行传输，通过 NVR 或磁盘阵列进行存储
功能实现	实现图像的采集、传输、显示、控制和记录五大功能。	可以结合报警系统、探测系统、控制系统等形成一个完善的大型网络化监控系统

资料来源：公司公告，申万宏源研究

网络摄像机的出货量已经超过模拟摄像机，模拟监控系统被网络监控系统替代是大势所趋。2013 年中国视频监控模拟摄像机、网络摄像机和模拟高清摄像机的市场规模分别约为 24.5 亿美元、15.2 亿美元和 0.6 亿美元。预计到 2018 年，视频监控网络摄像机市场规模将跃居第一位，达 55.4 亿美元，占比将达 72%，CAGR 为 29.6%，而模拟摄像机市场份额被压缩至 14%。

图 30：网络摄像机已成为市场的主流选择



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司坚定走网络视频监控技术路线，已拥有丰厚的技术储备和强大的市场影响力。自 2004 年以来，科达一直专注于发展网络视频监控，坚持网络化、高清化和智能化技术变革。基于扎实的网络和视音频编解码技术基础，公司率先推出了网络录像机产品以及基于 IP 网络的全套视频监控解决方案，成为了视频监控网络化的倡导者与先行者；并于 2013 年率先推出了视频监控云存储，更好适应了大数据的发展趋势。公司多次荣获年度十大监控系统影响力品牌，市场认知度和影响力均位于行业前列。在模拟到网络、标清到高清的设备更替浪潮中，公司的市场地位将更为突出。

图 31：公司针对网络视讯开发出了完整的技术体系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

视频监控系统向智能化方向发展，给后端业务带来更大机会。随着数字化、网络化的发展，视频监控系统的规模日益扩大，监控信号数量迅速增加，已经超出了监控人员所能

实时管理的范围，必须利用计算机进行智能化分析，一方面过滤冗余信息，另一方面能够在发生警报时及时向监控人员报警，提高响应速度。在智能化的过程中，必然需要升级摄像机、添置分析服务器等，从而为视频监控企业开拓了新的市场。目前，我国平安城市、智能交通等领域对智能化需求旺盛，并且不断与高清化、网络化相结合，形成全新的解决方案，促进了行业的发展。在智能化领域，公司已推出数据获取、行为识别、信息联动、检索分析四大类智能分析技术，与产品和解决方案深度融合，同时也设立了深度学习图像处理算法团队。

图 32：智能卡口系统自动抓取车辆信息，大幅提升监控效率



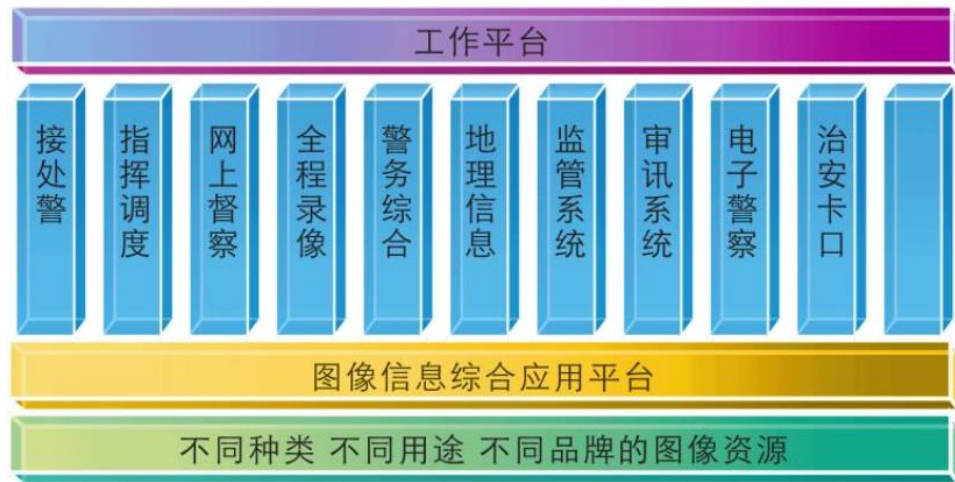
资料来源：公开网络，申万宏源研究

3.2.3 视频会议与视频监控系统融合应用兴起，公司优势得天独厚

随着视频会议系统与视频监控系统的不断融合，网络视讯综合供应商的优势将逐步显现。视频会议系统和视频监控系统都属于网络视讯产品，在底层技术上有着较高的互通性，但应用功能和组网模式差异较大，因此传统上两部分业务间是相互独立的。而随着信息化建设的发展，公安、检察、法院、司法等用户需要拥有一套既可察看监控图像，又能够实现指挥、沟通、管理功能的一体化系统，促使视频会议和视频监控呈现融合应用的趋势。随着技术的成熟，视频会议和视频监控系统融合的应用领域不断涌现，例如可视化指挥调度、远程庭审、远程审讯、远程医疗、远程教育等等，此外融合系统还能在管理、培训等众多领域发挥重要的作用。

公司提供的融合系统被成功应用在省、市、县的公安部门。可视指挥调度系统通过专用指挥调度终端及系统软件，将视频会议、视频监控进行了有机融合，使公安、军队、政府应急部门在重大事件的远程指挥决策时能够通过接入监控信号，直观快速地掌握现场情况，提升决策和指挥效率，从而提升应急响应速度。该系统凭借专业、高效的应用特性，已被广西、甘肃、青海、宁夏、新疆等地区的公安部门广泛采用，其中广西公安厅的扁平化可视指挥调度项目覆盖了自治区厅、14 个地市、200 个区县分局、1200 多个基层派出所，成为了自治区公安系统内执勤管理、预警汇报、应急指挥的平台。近期，公司新开发的 5.0 云视讯系统也成功落地广东全省公安近千派出所。

图 33：公司推出了整合各类视讯资源的图像信息综合应用平台解决方案



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 解决营收规模与行业地位的错配，业绩成长空间大

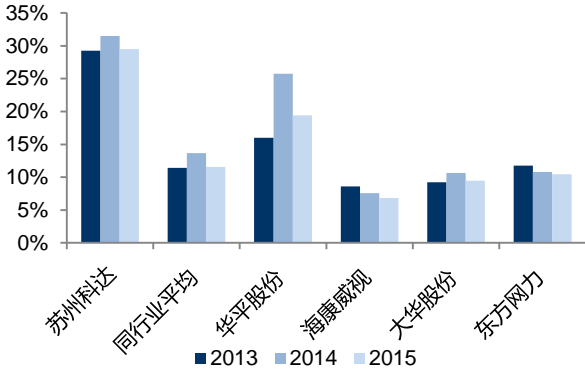
3.3.1 研发/销售人员配置齐整，高比例投入奠定公司行业地位

自主研发与创新能力强。截至 2016 年底，公司总数 3414 人，其中技术研发人员 1610 人，占员工总数的 47%，建立了多层次、多方向的高水平研发团队。2016 年公司研发投入占营业收入的比例 27.7%，远超业内水平。在技术体系方面，公司完整涵盖了视音频编解码、视音频处理、网络协议交换、网络传输与控制、智能化分析、可靠性与存储、融合网关、硬件设计、应用软件开发等各项核心技术，使得公司在视频会议和视频监控领域均拥有从前端采集到平台处理端的**自主知识产权**。

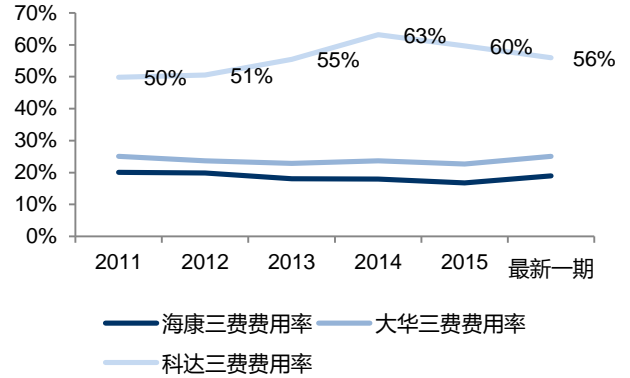
公司具备全方位的营销服务优势。公司已在全国建立了 27 个本地化的分公司或办事处，并设立了 77 个营销服务机构，并在海外新加坡、土耳其、荷兰设有驻外机构。各地分公司、驻外机构集中了品牌导入、渠道拓展、项目运作和技术服务职能。广泛的客户覆盖保证了紧密的客户关系。公司产品的附加价值高，毛利率远超行业平均水平，前期在研发大力投入，扩充销售团队，目前这两大团队已基本配置齐全，预计在未来三费支出增速放缓，有望迎来业绩的逐步兑现。

图 4：公司研发费用占比大幅高于行业平均

图 34：公司三费费用率显著高于业内龙头企业

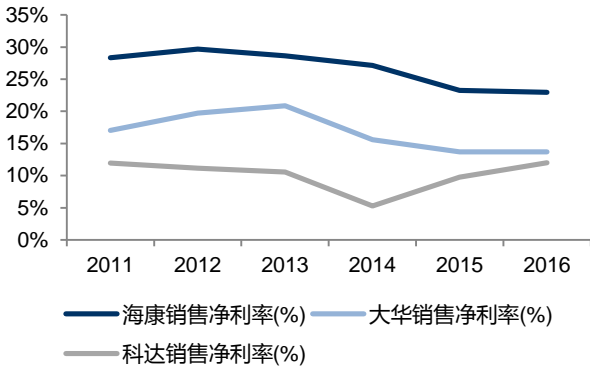


资料来源：公司公告，申万宏源研究



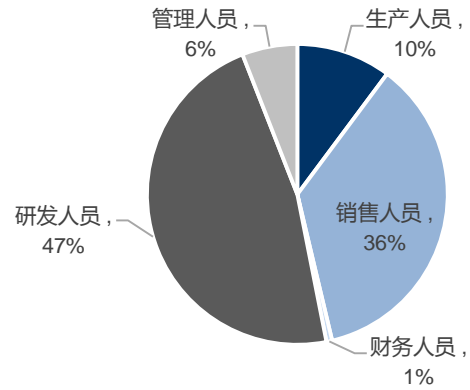
资料来源：公司公告，申万宏源研究（最新一期数据海康、大华为 2016H1,科达为 2016 年）

图 4：公司净利率水平较低



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：公司研发、销售人员占比高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

通过长期大比例的研发投入，公司构建起丰富的产品线及多层次的研发架构，能够维持在行业内的技术优势。公司凭借在视频会议业务发展过程中积累的技术基础，顺应视频监控向网络化方向发展的趋势，积极发展基于 IP 网络的视频监控产品。经过几年的发展，公司已经推出了从前端网络摄像机到后端的中心管理平台、网络录像机、存储设备、接入网关等全系列产品。同时，公司基于对行业的深度理解和自身丰富的行业经验，开发的定制化行业解决方案得到了广泛应用，目前已成功应用于公安、检察院、法院、司法、交通、医疗、教育等细分行业，具备一定的竞争壁垒。

图 36：公司开发了从前端到后端完整的系统设备，可靠性业内领先



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：公司视频监控解决方案广泛应用于各行业

应用行业	解决方案	特点
公安	可视指挥调度	该解决方案集成多方视频会议、远程监控、图像传输等应用功能
	平安城市	重点进行高清化、网络化部署，通过对 3G\WIFI\卫星等各类宽带无线技术的支持
	图像信息综合应用平台	实现全省图像信息资源的联网共享、存储查询以及交通管理、网上督察、智能识别、轨迹分析等功能
	网上督察系统	建设语音督察、视频督察、卫星定位督察、执法办案督察
	图像侦查研判	结合各大场景形成各种实战应用的图像侦查战法、战术
检察院	高清数字审讯	提供同步录音录像、审讯监控等功能，并通过多级级联实现远程提审和远程审讯指挥。
法院	高清数字庭审	提供同步录音录像、庭审远程指挥、远程审判、异地举证等功能，满足庭审音像资料存档、远程观摩和在线监督的需求
司法	远程帮教探视	探视人可在就近司法局对被探视人进行远程视频探视
	监狱安防综合管理	以综合管理平台为核心，接入智能图像分析、报警、门禁、巡更、对讲、公共广播、高压电网等安防子系统，实现对监狱的综合安防管理。
交通	高清智能卡口	该解决方案提供道路实时监控、智能分析、违法抓拍、车辆布控与报警、数据统计等功能，可与其他道路监控系统 and 公安信息系统实现对接。
医疗	远程会诊	该解决方案定制化设计了一个集合远程视频会议、会诊管理、病历资料采集、影像诊断资料接入等多种功能的远程会诊系统
	主任医师远程查房	该解决方案在主任医师办公室部署触控桌面终端，在病房内部部署多功能移动医疗车
	远程手术指导与示教	该解决方案使专家与学员远程通过网络实时观摩手术，同时专家也可以远程对手术过程进行指导，并支持手术全过程的录制存储
教育	ICU 远程探视/监护	该解决方案针对重症 ICU 病患，通过远程视频方式实现家属与 ICU 患者的视频沟通，同时医护人员也可通过此系统接入体征数据采集装置
	平安校园	全面覆盖教育主管部门、公安部门、学校三个机构，可在教育系统内实现平安校园监控资源的集中共享和统一管理
	校园融合视讯	实现了电子巡考、教室安保、远程教学等业务功能，同时还能更深入地

	挖掘考试管理教学管理等多种贴近校园管理的业务应用。
智能门店管理	科达智能门店管理系统可用于远程视频巡店，还可配置智能化的客流分析设备精确统计所有进出店人数，并综合营销数据自动生成详细的专业报表，协助经营者做出准确的市场判断和管理决策。
其他	主要应用于小区、工厂、园区、停车场、学校、政府大院、加油站、4S店等场景，系统采用车牌识别算法和完整的解决方案部署减少了管理人员的配置和工作强度

资料来源：公司公告，申万宏源研究

视频监控产品获广泛认可，品牌影响力排名业内前五。2011-2016年，公司在安防行业、监控系统、智能交通、智能建筑、警用安防系统等领域共获得78项国内外主流媒体评选奖项。三年获中国安防行业/监控系统十大影响力品牌奖，每年均获安防知名品牌奖。2015年由国际知名杂志a&s杂志主办的“中国年度TOP10安防产品”评选，公司NVR2881网络视频录像机、IPC1854K超高清网络摄像机两项产品获奖，同年获得a&s中国安防十大民族品牌、《中国安防市场报》主办的“2015年中国安防产品市场占有率十佳品牌”等多项殊荣。

图 37：公司获 2015 年 a&s 中国安防十大民族品牌奖



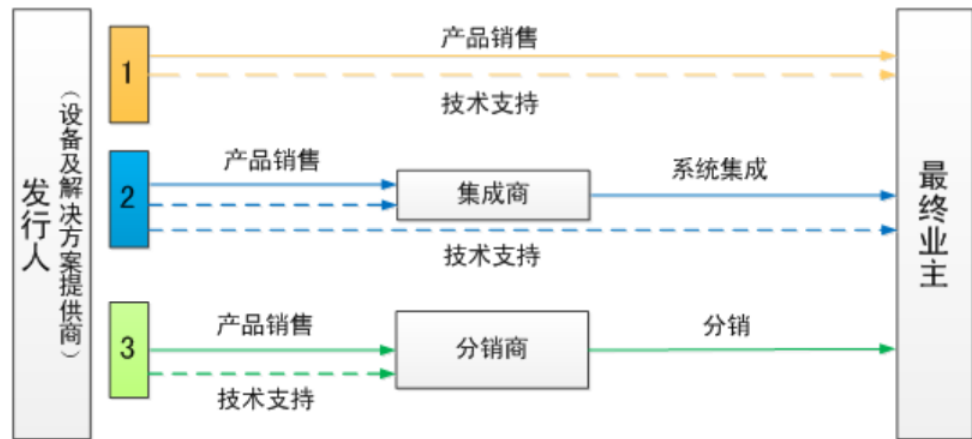
资料来源：安防知识网，申万宏源研究

3.3.2 积极开展渠道合作，匹配营收与行业地位

从销售规模看，公司排名十名开外，与行业地位存在较大错配。2016年公司视频监控业务的营收规模仅为6.8亿，市占率仅1%左右，不仅与海康大华两家龙头差距较大，还低于不少二线厂商，排名十名开外，与公司的技术水平行业地位有较大落差。这一错配的原因主要存在于营销渠道上。虽然公司已针对政府和行业用户的大型项目建设需求建立了全面的营销体系，但是在企业、家庭为主要客户的通用设备市场，以及“摩云视讯”租赁市场，公司的营销渠道建设起步较晚，在渠道的覆盖范围、市场开拓能力和公司自身对渠道

的管理能力上，相对于宝利通、海康威视等行业领先企业存在一定的竞争劣势，在平安城市、智慧交通、智能楼宇等领域缺少通路。

图 38：公司需要加强与分销商的合作，以打通更多渠道



资料来源：公司公告，申万宏源研究

积极强化与渠道商合作，公司有望打开更多市场。公司已充分意识到渠道薄弱的瓶颈，并采取了相应的变革行动。在今年 3 月份举办的 2017 科达首届全国合作伙伴大会上，公司提出了“以客户业务为驱动，打造可持续的价值合作生态”的全新渠道发展战略。在价值合作的渠道发展战略下，公司为合作伙伴建立了可量身定制的渠道架构体系，同时，公司将通过渠道、销售、技术三大核心支撑点，构建覆盖成长、合作及支持三大领域的渠道管理体系。公司目前已经与国内 200 多家代理商达成了行业、区域以及战略合作伙伴关系。我们认为，随着渠道通路的逐步打开，公司产品及解决方案有望在企业通用设备市场加速渗透，同时进入更多地方政府采购项目。在营收大幅提升、毛利率维持高水平、费用增幅有限的共同作用下，公司业绩有望持续高增长。公司的长期营收规模有望向行业第三的宇视科技看齐（宇视 2016 年营收约 20 亿元）

4. 盈利预测与投资评级

4.1 关键假设

综合上述行业及公司情况分析，我们对公司 17-19 年视频会议及视频监控两大业务的收入及毛利率作出假设，其中：

收入分析：（1）**视频会议业务：**视频会议市场规模在信息化建设加强、应用场景扩张等因素推动下，未来三年预计保持 20% 的复合增速。而公司作为深耕视频会议领域的民族品牌，在产品技术水平、解决方案开发、政府及大型机构用户资源上具备相当的优势。在视频会议系统国产化的大趋势下，有望进一步提升市占率，我们预计公司视频会议业务

17-19 年增速均将维持在 20%以上。(2) **视频监控业务**: 科达品牌的行业地位在业内前茅, 但营收规模排名十名开外, 形成错配。公司已开始通过大力度的渠道建设补充短板, 有望在企业通用设备市场、地方政府市场(包括 PPP 项目)形成突破, 大幅提升营收水平, 我们认为公司 17 年营收会有较大幅度上升, 且未来两年增速将维持于较高水平, 长期来看营收规模可对标行业第三的宇视科技。

毛利率分析: (1) **视频会议业务**: 由于产品的持续升级, 以及基于云计算的摩云视讯和高附加值的各类解决方案的推广, 我们认为公司视频会议业务毛利率将稳定在较高水平。但由于竞争者的加入, 长期毛利率将略有下行。(2) **视频监控业务**: 公司作为网络化、高清化、智能化视频监控的领军企业, 产品偏高端, 可靠性位于业内前列, 能够保持相对于同行更高的毛利率。细分来看, 前端市场当前的竞争格局已经明晰, 主流厂家趋于不再通过剧烈的价格战来进行竞争, 价格会相对稳定; 后端市场公司具备显著的研发优势, 综合解决方案的销售占比将进一步提升, 有助于毛利率水平的维持。

期间费用率分析: 公司目前期间费用率达 56%, 其中研发费用占营收的 28%, 远高于同行业水平。公司目前销售、研发人员已配备充分, 当前的费用投入规模基本能够满足公司进一步发展的需要, 因而未来继续扩张的速度有限。预计未来公司营销和管理费用增速将显著小于营收增速, 期间费用率持续下降, 从而保证净利润的高增速。

表 9: 毛利拆分表

单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
视频会议						
收入	492.3	605.9	737.4	921.8	1124.5	1349.4
YOY	49.4%	23.1%	21.7%	25.0%	22.0%	20.0%
成本	118.5	142.5	177.9	230.4	292.4	364.3
毛利	373.7	463.4	559.6	691.3	832.2	985.1
毛利率(%)	75.9%	76.5%	75.9%	75.0%	74.0%	73.0%
视频监控						
收入	472.2	602.2	684.9	897.2	1130.4	1401.7
YOY	-14.9%	27.5%	13.7%	31.0%	26.0%	24.0%
成本	227.8	264.8	317.5	421.7	542.6	679.8
毛利	244.4	337.5	367.3	475.5	587.8	721.9
毛利率(%)	51.8%	56.0%	53.6%	53.0%	52.0%	51.5%
合计						
收入	964.5	1,208.1	1422.3	1818.9	2255.0	2751.2
YOY	9.0%	25.3%	17.7%	27.9%	24.0%	22.0%
成本	346.4	407.2	495.4	652.1	835.0	1044.2
毛利	618.1	800.9	926.9	1166.8	1420.0	1707.0
毛利率(%)	64.1%	66.3%	65.2%	64.1%	63.0%	62.0%

资料来源: 申万宏源研究

4.2 盈利预测

盈利预测：我们预计公司 17-19 年实现营业收入 18.2/22.6/27.5 亿元，实现归母净利润 2.66/3.87/5.41 亿元，归母净利润增速为 52%/46%/40%，对应 EPS 为 1.06/1.55/2.16 元。

首次覆盖给予“买入”评级。公司是国内稀缺的网络视讯综合供应商，充分受益于所在行业的扩张和升级。且随着渠道建设的推进，公司营收有望快速增长。同时公司的期间费用率将显著降低，推动净利润持续大幅上升。预计 17-19 年实现归母净利润 2.66/3.87/5.41 亿元，对应 EPS 为 1.06/1.55/2.16 元，PE 分别为 31/21/15 倍。可比公司 17 年平均 PE 达 46 倍，考虑到公司 17-19 年均超过 40% 的高增速，相对保守给予 17 年 40 倍 PE，有近 30% 的上升空间，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS			PE		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
002415	海康威视	1,973	32.05	1.24	1.54	1.91	26	21	17
002236	大华股份	460	15.85	0.64	0.86	1.09	25	18	14
300367	东方网力	171	20.04	0.44	0.61	0.82	46	33	24
300449	汉邦高科	48	33.55	0.22	0.48	0.65	155	70	52
300098	高新兴	132	12.25	0.28	0.39	0.51	43	32	24
600728	佳都科技	138	8.63	0.17	0.25	0.34	52	34	25
300448	浩云科技	49	24.33	0.41	0.53	0.68	59	46	36
002301	齐心集团	101	23.72	0.23	0.36	0.54	101	65	44
002771	真视通	47	58.40	0.91	1.03	1.29	65	57	45
300578	会畅通讯	34	47.58	0.56	0.60	0.76	84	80	62
行业平均							66	46	34
603660	苏州科达	82	32.86	0.70	1.06	1.55	47	31	21

资料来源：Wind、申万宏源研究（公司 EPS 均选取 Wind 一致预期，股价为 2017/4/12 收盘价）

表 11：利润表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	979	1222	1449	1819	2255	2751
二、营业总成本	998	1161	1344	1615	1918	2250
其中：营业成本	351	411	500	652	835	1044
营业税金及附加	13	15	19	24	29	36
销售费用	250	305	334	382	428	479
管理费用	362	417	470	537	598	660
财务费用	7	8	6	9	11	13
资产减值损失	16	6	15	12	17	18
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	-19	61	105	204	337	501

加：营业外收入	63	65	72	80	92	110
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	45	126	177	284	429	611
减：所得税	-7	7	3	16	39	67
五、净利润	52	119	174	268	390	544
少数股东损益	-2	-1	0	2	3	3
归属于母公司所有者的净利润	53	120	175	266	387	541
六、基本每股收益	0.27	0.60	0.86	1.06	1.55	2.16
全面摊薄每股收益	0.21	0.48	0.70	1.06	1.55	2.16

资料来源：申万宏源研究

4.3 核心假设风险

视频会议市场增速不及预期、公司营销渠道扩展进度不及预期、视讯行业发生剧烈价格战。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。