

中小公司

2017年05月31日

苏州科达 (603660)

——渠道建设发力，营收将上台阶。维持“买入”评级

报告原因：有新的信息需要补充

买入 (维持)

市场数据： 2017年05月26日

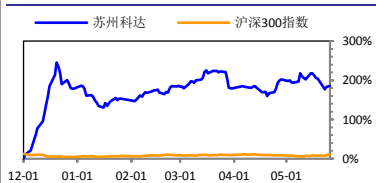
收盘价(元)	33.02
一年内最高/最低(元)	43.5/9.64
市净率	7.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1651
上证指数/深证成指	3110.06 / 9859.24

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	4.67
资产负债率%	22.67
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

《苏州科达(603660)点评：2017年一季度报点评——同比大幅扭亏，高增长逻辑再次验证》 2017/04/26

《苏州科达(603660)深度：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》 2017/04/13

证券分析师

马晓天 A0230516050002
maxt@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**近期，苏州科达在全国二十多个城市陆续举办以“尚和合，谋共生”为主题的2017价值合作论坛暨新品巡回发布会，重点强调渠道政策的变革。我们参与了部分场次的论坛交流，对公司业务和未来发展进行多角度的了解。公司作为视讯领域的领先企业，通过有效的渠道建设扩大营收规模，Q2业绩有望继续超预期增长。
- **公司是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强大竞争力。**1) 视频会议领域，公司在技术水平、政府及大型机构用户资源上拥有相当的优势，且充分受益于行业的国产替代趋势。未来视频会议市场将逐步形成由科达、华为、保利通三强鼎立的格局。2) 视频监控领域，公司是网络监控设备的领军企业，研发实力强劲，品牌影响力位于业内前茅。在与海康大华针对高端市场的竞争中，通过产品和解决方案的差异化赢得客户青睐，从而占据一席之地。然而目前公司在视频监控领域市占率仅不到1%，营收排名十名开外，与其行业地位存在错配，存在很大的提升空间。
- **以价值合作为理念，推出全方位渠道支持计划，将推动营收上台阶。**在各地举办的发布会上，公司重点强调了渠道政策的变化，体现在与下游合作关系的“三个转型”：从产品合作向解决方案合作转型、从项目合作向市场合作转型、从短期利益合作向可持续盈利合作转型。为此公司提出6大合作支持计划：联合营销推广计划，价值成长计划，项目深度支持计划，本地化服务计划，增强激励计划，PPP业务支持计划。通过上述渠道新政，将有力提升下游客户与科达在不同产品、市场的合作体验。
- **建立新的代理体系，通用行业产品有望放量。**公司以往的业务重心聚焦于重点行业定制化解决方案市场，今年为了适应市场环境的变化，调整了视频会议(含显控调)产品的合作体系，在原有扁平化渠道结构的基础上划分了通用行业、重点行业市场。针对此前较为薄弱的通用行业市场，公司建立新的代理体系，并已签约三家全国总代。总代积累多年资源，具备强大的技术、服务支持能力，有望帮助科达在面向企业的视讯产品市场实现大的突破。
- **各条业务线多点开花，Q2业绩料将延续惊喜。**今年公司在各条产品线及各类行业应用上全面发力，包括视频会议、视频监控、显控调(显示/控制/调度)产品，以及智慧城市、智能交通、智慧教育等主要应用领域。公司将充分受益于渠道变革带来的销售扩张，订单获取能力将进一步提升。公司2017Q1实现收入3.29亿元，同比增长23.8%。实现归母净利润3106万元，同比大幅扭亏为盈(去年同期亏损82万元)；我们认为Q2及全年业绩有大概率延续一季报高增长的惊喜。
- **维持“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。维持盈利预测，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，同比增长52%/45%/40%，PE分别为31/21/15倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,449	329	1,819	2,255	2,751
同比增长率(%)	18.55	23.80	25.57	23.97	22.00
净利润(百万元)	175	31	266	387	541
同比增长率(%)	45.22	-	52.28	45.49	39.79
每股收益(元/股)	0.70	0.12	1.06	1.55	2.16
毛利率(%)	65.5	69.6	64.1	63.0	62.0
ROE(%)	15.4	2.7	19.0	21.6	23.2
市盈率	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

图 1：公司在全国二十多个城市举办合作论坛，汇聚了各地区的经销商、集成商及重点客户，为渠道政策及新产品的发布创造了极佳的沟通环境



资料来源：科达 2017 价值合作论坛，申万宏源研究

图 2：公司展示了各类行业解决方案，包括公检法、智慧城市、智慧交通、智慧教育等领域



资料来源：科达 2017 价值合作论坛，申万宏源研究

图 3：公司展示的视频会议系统新品，在业内率先应用了 H.265 协议，带来更好的用户体验



资料来源：科达 2017 价值合作论坛，申万宏源研究

图 4：公司开发的六旋翼无人机，该产品在日前举办的“全国警用无人驾驶航空器战法演练”活动中荣获一等奖



资料来源：科达 2017 价值合作论坛，申万宏源研究

表 1：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

表 2：利润表

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	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

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。