

## 苏州科达：进击的安防产业成长股

### 投资要点

- 视频会议：IT 巨头布局和云端服务推动市场增长，公司受益国产替代，份额有望增长。**视频会议市场预计 2015-2019 年将保持 18.9% 的年复合增长率，2019 年市场将达到 10.0 亿美元。通信及 IT 领域厂商大力布局和视频会议云平台部署的趋势是视频会议市场未来增长的两大驱动因素。公司扎根视频会议领域 12 年，2016 年在国内视频会议系统的市占率约 15%，是视频会议行业的龙头之一。受益于国产化浪潮，市场份额接近 50% 的宝利通和思科等国外厂商或将面临公司的进一步蚕食，目前公司在公检法等政府领域的产品市占率已超过 50%，有望进一步增长。
- 视频监控：市场空间广阔，整体解决方案提供商形成竞争差异化。**预计未来两年视频监控设备市场将保持 13.4% 的年复合增速，2018 年市场规模预计达到 1114 亿元。市场增长原因有三：1) 国际反恐和国内治安催生视频监控需求，且国内视频监控密度远低于国外，还有很大提升空间。2) 政策扶持：“十三五”规划设立了 2020 年保持 10% 以上的年增长率目标。3) 硬件网络化、智能化、高清化产生更新需求。公司视频监控产品于 2011-2016 年保持着 23.4% 的年复合增速，成长显著，是市场第二梯队的龙头之一；坚持整体解决方案提供商的定位，因而毛利率高于同行业，定位也符合市场趋势，有望实现差异化竞争。
- 研发优势明显，发布 PPP 业务支持计划为业绩保驾护航。**1) 公司保持研发的高额投入。2016 年研发投入占营业收入的比值达到 27.7%，居于行业领先地位，彰显公司技术性驱动的先进发展趋势。2) 公司同时在视频会议、视频监控两大领域积累了广泛的行业实践经验，可为 200 多个行业提供解决方案。覆盖范围广泛。公司和政府及高校建立了良好的合作关系。今年 3 月，公司发布全新的视讯领域 PPP 业务支持计划，在平安城市、智能交通和教育方面均实现了较大规模的布局，项目落地和未来业绩增长有保障。
- 盈利预测与估值：预计未来三年营收将保持 25.9% 的年复合增速，归母净利润将保持 39.5% 的年复合增速，2017-2019 年 EPS 分别为 1.01 元、1.41 元、1.90 元，对应 PE 分别为 34 倍、25 倍、18 倍，参考计算机行业估值，给予公司 2017 年 46 倍估值，对应目标价 46.46 元，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：视频会议市场规模增长或不及预期；视频监控市场价格战持续发酵，影响视频监控产品毛利率的风险。**

| 指标/年度          | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 1448.58 | 1832.05 | 2310.44 | 2890.00 |
| 增长率            | 18.55%  | 26.47%  | 26.11%  | 25.08%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 174.67  | 252.75  | 352.18  | 474.25  |
| 增长率            | 45.22%  | 44.70%  | 39.34%  | 34.66%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.70    | 1.01    | 1.41    | 1.90    |
| 净资产收益率 ROE     | 15.34%  | 18.48%  | 20.96%  | 22.56%  |
| PE             | 50      | 34      | 25      | 18      |
| PB             | 7.67    | 6.38    | 5.19    | 4.15    |

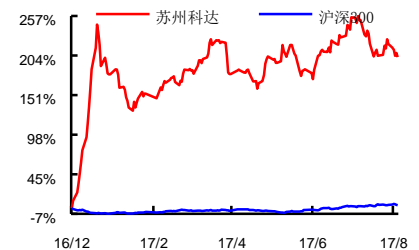
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅  
执业证号: S1250517050002  
电话: 021-68415380  
邮箱: cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 2.50        |
| 流通 A 股(亿股)   | 0.50        |
| 52 周内股价区间(元) | 11.56-41.16 |
| 总市值(亿元)      | 87.10       |
| 总资产(亿元)      | 15.09       |
| 每股净资产(元)     | 4.67        |

### 相关研究

## 目 录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 公司概况：视频会议、安防监控行业领先企业</b> .....       | <b>1</b>  |
| <b>2 行业分析：云视频会议前景广阔，视频监控潜藏机遇</b> .....    | <b>2</b>  |
| 2.1 借力市场需求和技术推动，云会议未来发展前景广阔.....          | 2         |
| 2.2 视频监控行业仍将面临较多的发展机遇.....                | 4         |
| <b>3 公司分析：双主业共同发力，研发与渠道优势助力公司发展</b> ..... | <b>6</b>  |
| 3.1 云业务巩固公司在视频会议行业领先地位.....               | 6         |
| 3.2 视频监控业务继续拓宽行业部署.....                   | 8         |
| 3.3 核心竞争力优势明显.....                        | 9         |
| <b>4 盈利预测与估值</b> .....                    | <b>10</b> |
| <b>5 风险提示</b> .....                       | <b>11</b> |

## 图 目 录

|   |   |
|---|---|
| 图 1: 公司 2016 年主营业务结构情况 .....              | 1 |
| 图 2: 公司 2016 年主营业务毛利占比情况 .....            | 1 |
| 图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速 .....             | 2 |
| 图 4: 公司 2013 年以来净利润及增速 .....              | 2 |
| 图 5: 国内视频会议市场规模 .....                     | 2 |
| 图 6: 国内安防市场稳健增长 .....                     | 4 |
| 图 7: 2015 年安防子行业中视频监控占近一半市场份额 .....       | 4 |
| 图 8: 国内安防价值链上的产值分割 .....                  | 4 |
| 图 9: 国内视频监控设备市场规模及预测 .....                | 4 |
| 图 10: 2016 年国内视频监控市场占有率 .....             | 5 |
| 图 11: 视频监控公司的三大梯队 (营收均为 2016 年数据) .....   | 5 |
| 图 12: 自建视频会议系统组成结构 .....                  | 7 |
| 图 13: “摩云视讯”架构 .....                      | 7 |
| 图 14: 公司视频会议业务增长情况 .....                  | 7 |
| 图 15: 公司视频监控业务增长情况 .....                  | 7 |
| 图 16: 公司视频监控业务增长情况 .....                  | 8 |
| 图 17: 同行业公司视频监控产品的毛利率对比 .....             | 8 |
| 图 18: 公司 2011-2016 年研发费用及其在收入中的占比情况 ..... | 9 |

## 表 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1: 视频会议市场发展情况局视频会议市场 ..... | 3  |
| 表 2: 视频会议的两大产品对比 .....       | 3  |
| 表 3: 视频安防行业的历史进展及未来增长点 ..... | 5  |
| 表 4: 行业解决方案 .....            | 9  |
| 表 5: 公司今年的 PPP 业务支持计划 .....  | 10 |
| 表 6: 分业务收入及毛利率 .....         | 10 |
| 附表: 财务预测与估值 .....            | 12 |

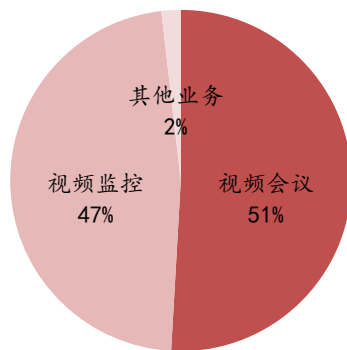
## 1 公司概况：视频会议、安防监控行业领先企业

苏州科达成立于 2004 年，并于 2012 年整体改制成为股份有限公司，2016 年 12 月 1 日，于上交所挂牌上市。公司总部位于苏州，目前拥有 3300 多名员工，在全国设有 27 家子公司，77 个营销服务机构，并在新加坡设有分公司，负责海外业务。

公司是国内领先的视讯与安防产品及解决方案提供商，主营业务包括视频会议系统和视频监控业务，产品覆盖前端摄像机等硬件设备和后端终端、平台等多层次业务。主要面向客户为政府、教育、医疗、金融等行业用户。

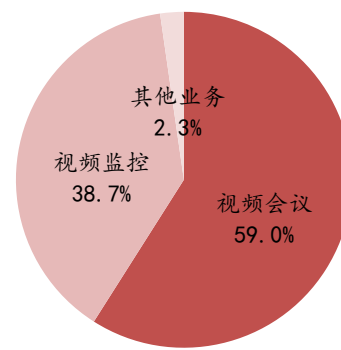
**公司主营业务结构：**根据 2016 年报显示，公司总营收为 14.5 亿元，主要来自视频会议和视频监控业务，其中视频会议业务营收 7.4 亿元，占比为 51%；视频监控业务营收 6.9 亿元，占比为 47%。利润贡献层面，视频会议贡献毛利 5.6 亿，占比 59%，毛利率为 75.9%。视频监控业务贡献毛利 3.7 亿，占比 38.7%，毛利率为 53.6%。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

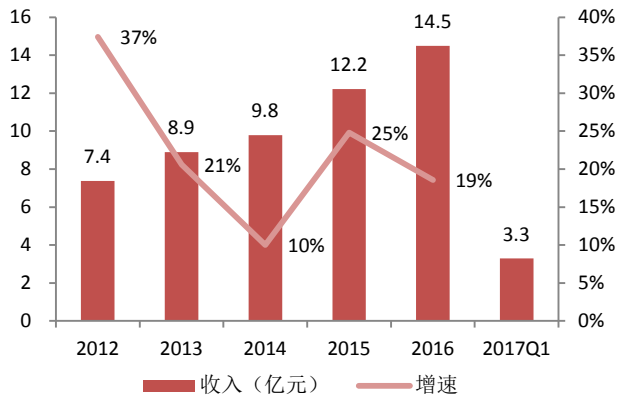
图 2：公司 2016 年主营业务毛利占比情况



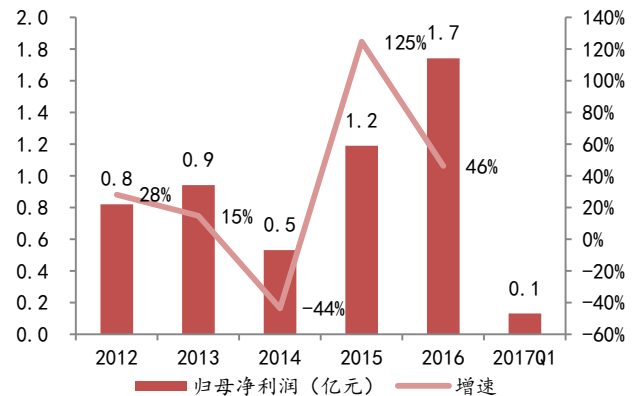
数据来源：Wind，西南证券整理

**公司业绩状况：**公司自 2011 年上市以来，营业收入保持了稳步增长。从 2013 年到 2016 年，公司营业收入年均复合增长率为 16.5%。2017 年第一季度实现营收 3.3 亿元，较上年同期增长 23.8%；归属上市公司股东净利润 3106.0 万元，而去年第一季度归母净利润为 -82 万元，较上年同期增长 3884.3%。

2017 年 Q1 归母净利润高速增长的原因有三：1) **销售毛利率提升实现营业利润扭亏为盈。**由于公司主要为政府、教育及交通等行业机构提供解决方案，保证最终消费客户的偏好、丰富的产品线、高技术含量以及可靠的产品品质，使得公司产品具有较高的附加值。2017 年 Q1 的销售毛利率为 69.6%，同比上升 3.6 个百分点。毛利率的增长导致今年 Q1 的营业收入超过营业成本，相较于 2016 年 Q1 的 -1234.4 万元的营业利润（2016 年归母净利润和营业利润差距较大，主要是由于一季度增值税退税 1135 万导致），实现扭亏为盈，取得 122 万元的营业利润，同比增长 109.9%。2) **销售费用率下降，导致净利润提升。**2017 年 Q1 由于产品销售已实现规模，占期间费用较大比例的销售费用与营业收入的比例为 26.4%，下降了 2.2 个百分点。3) **公司业务增长和软件收入占比提升，导致收到的增值税退税较上年同期增长较多。**营业外收入为 2915 万元，比上年同期增长 156.8%。

**图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 4: 公司 2013 年以来净利润及增速**


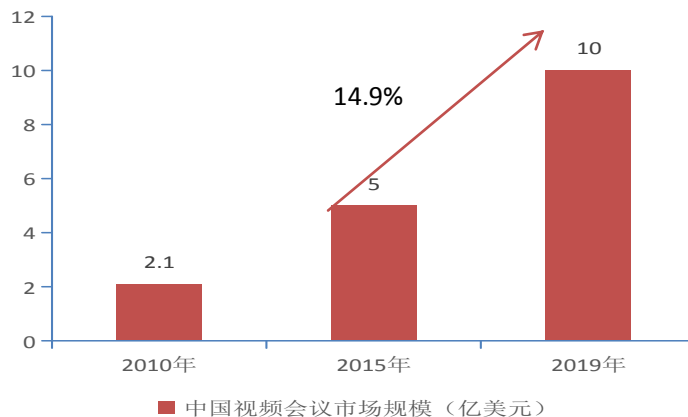
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 行业分析: 云视频会议前景广阔, 视频监控潜藏机遇

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相互独立。然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。

### 2.1 借力市场需求和技术推动, 云会议未来发展前景广阔

近几年来, 我国视频会议系统市场规模逐年扩大。根据亿联网络招股说明书提供的数据, 2010-2015 年, 中国的视频会议市场稳步增长, 从 2010 年的 2.1 亿美元上升至 2015 年的 5.0 亿美元, 年复合增长率达到 18.9%, 预计 2019 年市场将达到 10.0 亿美元, 2015-2019 年保持 14.9% 的年复合增长率。

**图 5: 国内视频会议市场规模**


数据来源: 亿联网络招股说明书, 西南证券整理

由于传统视频会议系统，建设成本高，受众相对有限，因此视频会议市场规模增长来源，主要是通信及 IT 领域厂商的大力推动以及视频会议云服务的推动。

### A. 通信及 IT 领域巨头的推动

全球市场中各大 IT 巨头纷纷开始视频会议的布局。视频会议云服务市场已呈现加速发展的态势，不管是市场规模还是服务提供商的数量都出现了明显的增长。

表 1: 视频会议市场发展情况

| 企业 | 布局视频会议市场   |
|----|--|
| 谷歌 | 推出"会议版 Chromebox"                                      |
| 华为 | 与 PCCW Global 在香港开设全球高清视频会议互联中心                        |
| 苹果 | 获得先进视频会议技术专利并将推出企业版本的 Face Time                        |
| 黑莓 | 2014 年 11 月 14 日，黑莓公司正式对外宣布推出了跨平台的移动视频会议服务 BBM Meeting |

数据来源：西南证券整理

### B. 云视频的推动

视频会议系统的部署方式分为两种，自建式部署和云平台部署。自建式硬件视频系统以专网传输为主，是当前的主流市场，呈现稳定增长态势。云视频会议采用租赁模式，具有使用成本和运维成本低、无须复杂的部署程序、无须扩容 MCU 等优点，未来空间巨大，但受限于市场成熟度、服务成本和订单实现成本等因素，还处于市场培育早期阶段。

视频会议的客户分为两类：

1) 政府机关如公检法、交通和军队，事业单位，如医疗、金融、教育等行业领域以及大型企业客户，该部分客户自身体量庞大且资金充裕，可以承担较高的会议成本，同时对会议的保密性和稳定性要求高，因此偏好使用自建式硬件视频系统。

2) 普通企业客户：成本敏感型用户，要求会议系统部署简单、成本低且使用方便，偏好使用云视频会议系统。

2013 年，视频会议建设在一、二级市场已经基本饱和，并逐渐向三四级基层市场渗透，视频会议普及率逐步提高。

表 2: 视频会议的两大产品对比

| 性质   | 自建式硬件视频系统                            | 云视频会议系统                                |
|------|--------------------------------------|--|
| 视频质量 | 720p-1080p 显示效果，根据带宽情况相应适应           |  |
| 带宽网络 | 中心站点和分支站点间需要租用专线，投资高                 | 无须专线或公网                                |
| 后台系统 | 基于硬件 MCU 构建，技术门槛高，维护困难，单点故障会导致整个系统停运 | 用户无须自建后台系统，云平台集成 MCU 群，避免硬件单点故障导致的系统停运 |
| 扩容情况 | 扩容视频终端时，需要扩容 MCU                     | 无须扩容 MCU                               |
| 移动终端 | 仅少量支持移动终端                            | 普遍支持移动终端                               |
| 使用成本 | 高                                    | 低                                      |
| 稳定性  | 高                                    | 低                                      |
| 保密性  | 高                                    | 低                                      |
| 适用客户 | 政府、事业单位                              | 其他企业客户                                 |

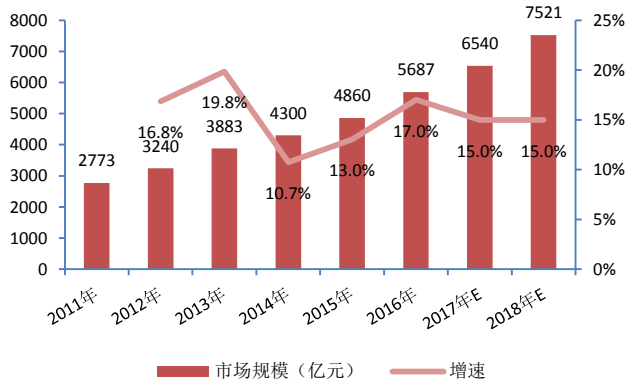
数据来源：西南证券整理

## 2.2 视频监控行业仍将面临较多的发展机遇

安防行业维持着两位数的增速。2013 年迎来安防行业增速的历史峰值，安防行业市场规模增速高达 19.8%。根据中国安防网的统计，2016 年，我国安防行业总体规模已达 5687 亿元，同比增长 17.0%，2017 年和 2018 年国内安防将维持两位数的增速，以 15.0% 的速度增长，2018 年安防规模将达到 7521 亿元。

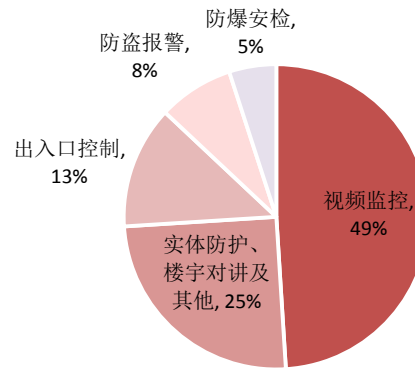
视频监控撑起安防半边天。安防行业，包含了视频监控、入侵报警、出入口控制、楼宇对讲、门禁、防盗报警和防爆安检等细分行业，其中视频监控在安防市场中占比接近一半，是安防行业的核心，是整个安防系统的基石，因此市场规模最大，同时也成为安防行业最先发展的领域之一。

图 6：国内安防市场稳健增长



数据来源：中国安防网，西南证券整理

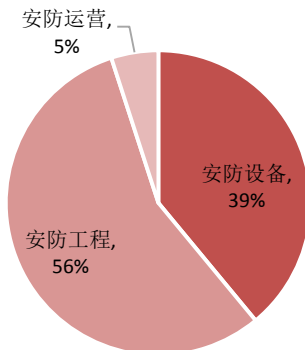
图 7：2015 年安防子行业中视频监控占近一半市场份额



数据来源：中国安防网，西南证券整理

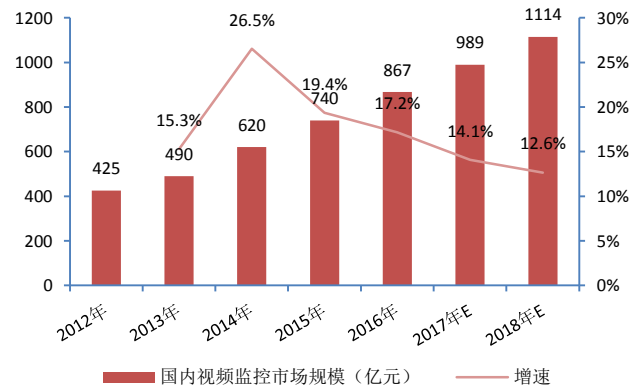
安防价值链整体可以切分为三个环节：安防设备—安防工程—安防运营。中国安防网显示，2015 年安防设备产值占比为 39%，安防工程占比为 56%，安防运营占比 5%。根据安防知识网的数据，预计未来两年视频监控设备市场将保持 13.4% 的年复合增速，2018 年市场规模预计达到 1114 亿元，与“视频监控设备市场规模≈安防市场规模×安防中视频监控的份额×视频监控中安防设备的份额”模型计算结果基本吻合。

图 8：国内安防价值链上的产值分割



数据来源：IHS，西南证券整理

图 9：国内视频监控设备市场规模及预测



数据来源：安防知识网，西南证券整理

2001年，大部分国内视频安防龙头企业开始起步。从起步开始的十多年中，行业在“311工程”、平安城市建设等项目的催化下，保持着稳健的增速。

**表 3：视频安防行业的历史进展及未来增长点**

| 时间          | 视频安防行业进展   |
|-------------|--|
| 2001年       | 大部分国内领先的视频安防企业开始起步。                                |
| 2003年       | 公安部提出“3111工程”项目，即平安城市工程，安防市场开始加速释放。                |
| 2008年-2011年 | 平安城市建设投资高潮期，由此带动了我国安防行业的快速成长。                      |
| 2013年       | 国内安防行业的市场规模同比增速达到近年来最高水平 19.8%。                    |
| 未来增长点       | 1. 国际反恐催生国内安防需求。<br>2. “十三五”规划大力发展公共设施建设，产生安防产品需求。 |

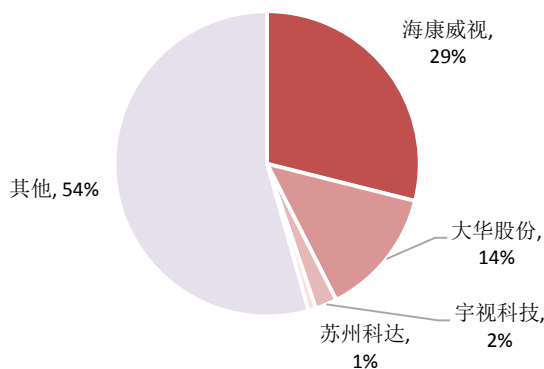
数据来源：中国安防网、西南证券整理

**市场格局：“两超多强”，市场集中度逐年提升。**我国视频监控企业多达数千家，海康威视、大华股份两大行业巨头竞相快速发展，少数二线龙头紧追猛赶。**国内前四大厂商市占率将近一半，海康和大华两家占据了 43% 的市场份额。**99% 的中小企业由于规模小、技术含量低，在技术升级和价格战的压力下接连倒闭或被收购，市场集中度逐年提升。

国内视频监控公司分为三大梯队：

- **第一梯队——两超：**海康威视和大华股份，占据市场 43% 的份额，营收过百亿，净利十亿以上。
- **第二梯队——多强：**苏州科达、宇视科技、东方网力、英飞拓等公司，占据市场约 8% 的份额，营收和净利上亿。苏州科达拥有 1% 的市场份额。
- **第三梯队——99% 的中小企业：**占据市场 49% 的份额，营收不满一亿。

**图 10：2016 年国内视频监控市场占有率**



数据来源：西南证券整理

**图 11：视频监控公司的三大梯队（营收均为 2016 年数据）**



数据来源：西南证券整理



未来几年行业有两大催化因素：

1) 国际反恐愈演愈烈，催生国内安防需求。国际反恐形势日渐复杂和严峻，公共安全逐渐备受关注。国内公共安全支出预算 2010 年到 2014 年的五年间增长了 70%，支出最大的两个行业是武警和公安。为了应对重大恐怖、灾害等特殊突发公共事件，视频监控有需求市场；同时国内外城市视频监控数量还有很大差距，以美英为代表的发达国家每千人配备监控摄像机的数量分别是 96 台和 75 台，而中国监控普及度最高的城市——国家政治中心北京市，千人均数仅有 59 台，二三线城市更是在人均 10 台以下，未来国内视频监控市场还有很大的发展空间。

2) “十三五规划”强调引导地方竞争从经济增长竞争更多地转向公共服务提供竞争。也就是说部分城乡地区可能会转移精力于公共设施建设，二三线城市及农村地区将会带来大量的安防产品的需求。“十三五”规划的目标是：到 2020 年，安防企业总收入达到 8000 亿元左右，年增长率达到 10% 以上，实现行业增加值 2500 亿元。

### 3 公司分析：双主业共同发力，研发与渠道优势助力公司发展

公司是国内领先的网络视讯系统解决方案供应商，自 2004 年成立至今，一直从事网络视讯技术的研究、解决方案的开发以及网络视讯产品的制造、销售和服务。由于近年来国内安防行业得到迅速发展，公司凭借视频会议系统和视频监控系统在底层技术上的协同性，迅速切入安防监控行业，并凭借网络视讯领域多年的技术积累，顺应“网络化、高清化、智能化、解决方案化”的潮流，相继推出 1080P、4K 级的高清视频监控产品及整体解决方案。

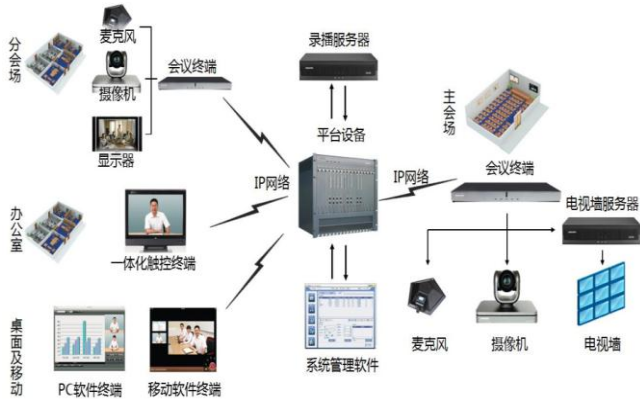
#### 3.1 云业务巩固公司在视频会议行业领先地位

在视频会议领域，科达拥有超过 12 年的视频会议行业经验，是全球最主流的视频会议厂商之一，也是中国最大的视频会议厂商。公司在视频会议领域提供两种业务：基于自建的传统视频会议系统和基于云计算的，以租赁形式提供的“摩云视讯”业务。

自建模式是指用户基于通用结构购买的包括终端设备、视音频采集设备以及平台设备在内的全套视频会议产品，并自己负责运维。该类业务造价较高，主要面向政府、教育、医疗、金融等资金力量雄厚，且对视频质量、稳定性和保密性有较高要求的行业。

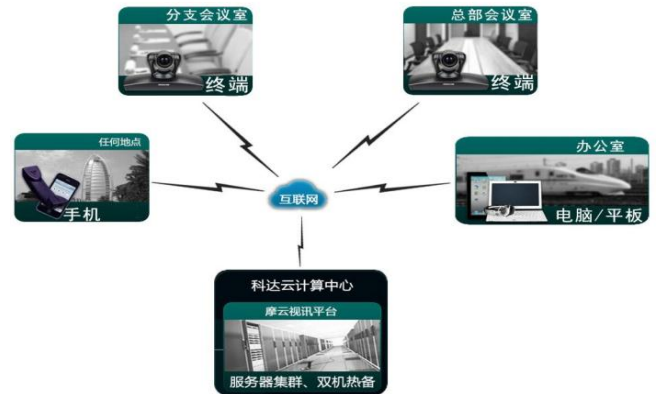
为进一步挖掘市场用户，公司于 2011 年推出了基于云计算的以租赁形式提供的“摩云视讯”会议产品，采用“云+端”的形式，客户不再需要购买和部署、运维全套设备，只需要支付软件账号租赁费用即可，该产品主要面向广大企业用户市场，迎合了企业管理中高效执行力和扁平化沟通的两大要求，满足企业用户低成本、高质量的视频会议需求。

图 12: 自建视频会议系统组成结构



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 13: “摩云视讯”架构



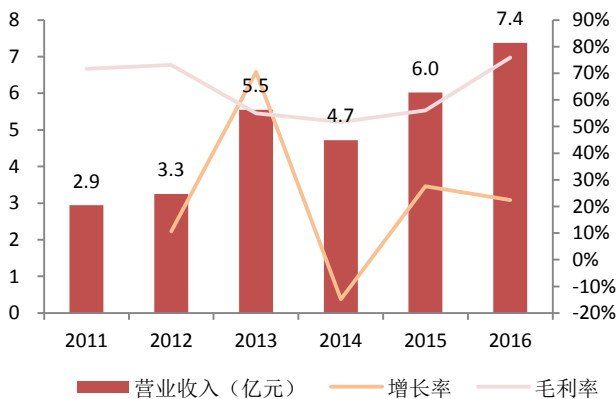
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司视频会议业务, 自 2011 年至 2016 年营收复合增速约 20%, 其中 2016 年营收达到 7.4 亿元, 同比增长 22.4%。毛利率除 2013 年至 2015 年在 51% 到 57% 之间, 其他年份稳定在 70% 以上。从收入结构上来看, 视频会议业务的营收, 主要来自于视频会议终端、视频会议平台设备、摄像机及其他产品, 其中会议终端产品和平台设备占比超过 80%。

根据 Frost&Sullivan 2016 年数据, 公司在国内视频会议系统的市占率在 15% 左右, 是视频会议行业的龙头之一。主要用户集中在政府, 教育、交通等行业的大型机构。其对视频会议系统的稳定性、可靠性和用户体验要求严格, 系统开发难度较大, 技术壁垒较高, 使得市场较为集中, 整体呈寡头竞争格局。

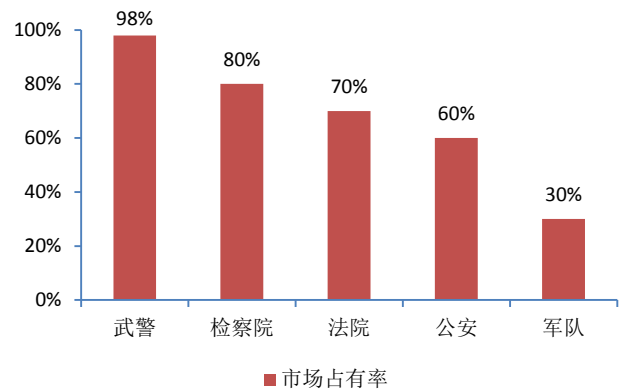
公司在视频会议领域的主要对手是: 宝利通、思科、华为、中兴。宝利通和思科两大国外厂商占据了行业接近 50% 的市场份额, 但是在国产化的趋势下, 宝利通和思科将会逐步淡出中国市场。目前公司在公检法等政府领域的产品市占率已超过 50%, 未来受益于国产化浪潮, 公司有望扩大在该领域的市场份额。

图 14: 公司视频会议业务增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 公司视频监控业务增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.2 视频监控业务继续拓宽行业部署

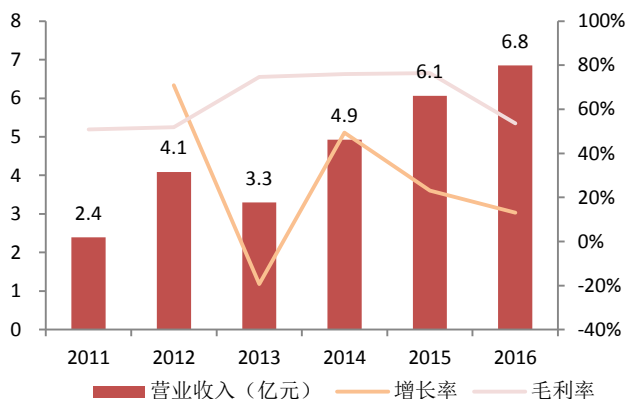
公司凭借在视频会议业务中积累的技术经验，积极切入视频监控市场，虽然进入时间相对较短，但取得了快速发展，并迅速成为国内第四大视频监控行业解决方案提供商。公司目前具备视频监控产业链上从前端网络摄像机到后端的中心管理平台、网络录像机、存储设备、接入网关、智能分析软件等全系列产品。

公司视频监控类业务，在 2011 年至 2016 年营收保持 23.4% 的年复合增速，其中 2016 年营收 6.9 亿，同比增长 13%。毛利率 2013 年至 2015 年维持 50%-55% 之间，2016 年毛利率为 53.6%，同比下滑了 2.5 个百分点，营收增速、毛利率出现下滑主要是 2016 年监控摄像机产品单价较上年同期降幅较大导致。考虑到硬件产品价格战趋缓，产品价格稳定，各大监控硬件厂商 2017 上半年总体毛利率均有所提升，预计公司视频监控产品毛利率略升后维稳。

视频监控行业竞争重心将由硬件产品向综合解决方案转换。硬件产品的市场规模持续增长，市场竞争格局已经明晰。主流厂家趋于不再通过剧烈的价格战来进行竞争，产品价格逐渐趋于稳定。前端监控摄像机的部署密度逐渐增加，当大规模监控前端布点完成后，视频应用将会带来新的业务机会。海量数据中有效信息筛选及应用的便捷性、高效性、可靠性、实用性将会成为视频监控行业的重点，如事后查证、重点监控、事先预警、快速应对等解决方案。

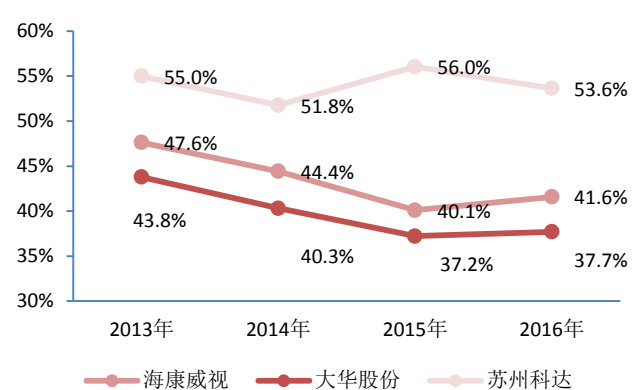
公司视频监控产品的毛利率高于同行业对手。“整体解决方案”的销售模式是行业发展的趋势，而从业企业要实现该模式，首先需要保持与客户的密切联系，及时充分的了解客户情况；其次需要具有足够的研发实力和技术储备。针对上述市场定位，公司坚持“整体解决方案”的销售模式，建立了围绕该模式的销售和研发团队，使得在经营上有着“研究开发和营销服务两头大、生产管理中间小”的“哑铃型”特点，注重整体解决方案的设计、核心模块/软件系统的研发以及客户持续开发、服务与维护，进而占领了产业链中的高附加值领域。相应体现在财务报表上，公司则呈现出高毛利率和高费用率的情形。“整体解决方案”的销售策略有望帮助公司实现差异化竞争。

图 16：公司视频监控业务增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：同行业公司视频监控产品的毛利率对比



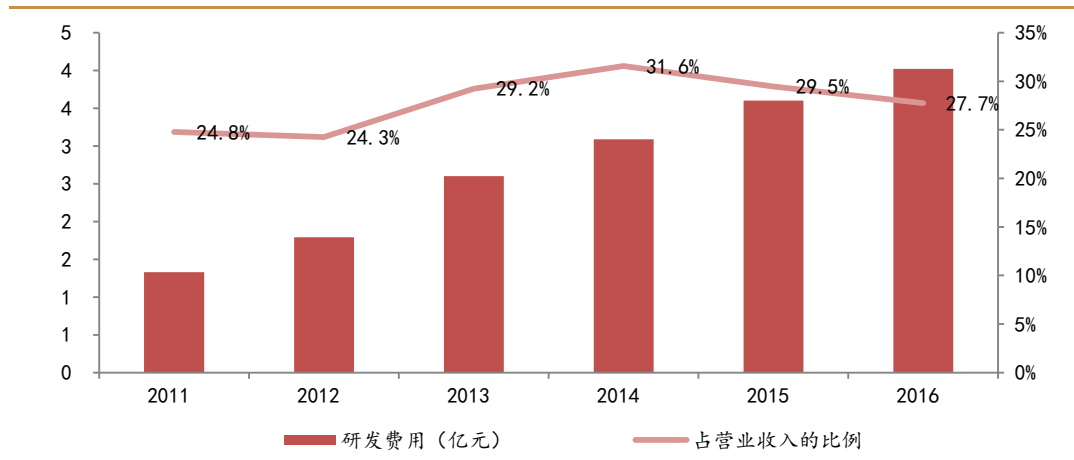
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.3 核心竞争力优势明显

#### 3.3.1 注重研发投入，厚积薄发

网络视讯行业具有技术密集型的特点，而且上游集成电路、网络技术更新速度快，下游客户的应用需求也发展迅速，因此公司需要进行不断的研发投入才能保持自身的核心竞争力。公司目前拥有 1,610 人的研发团队，与国内行业其他公司相比，公司研发员工与总员工的占比居于行业前列。公司 2011-2016 年，研发维持高投入，2016 年达到 4 亿元，在收入中占比为 27.7%。

图 18：公司 2011-2016 年研发费用及其在收入中的占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

#### 3.3.2 产品和解决方案优势突出，抢滩大型应用场景

公司同时在视频会议、视频监控两大领域积累了广泛的行业实践经验，可为公安、检察院、法院、交通、医疗、教育等行业的客户提供专业解决方案。现在，公司产品及解决方案已覆盖 200 多个行业，并在国内外获得了广泛应用。

表 4：行业解决方案

| 行业   | 解决方案                               |
|------|------------------------------------|
| 公安   | 近 20 种解决方案，覆盖公安各个警种，占有率位居前列。       |
| 检察院  | 10 余种解决方案，覆盖控诉、侦查、指挥，是 80% 的检察院的选择 |
| 法院   | 近 10 种解决方案，17 个省法院视频信息化建设选择科达      |
| 教育   | 覆盖高校和普教，服务于 300 多所高校，2 万多所中小学      |
| 智能交通 | 截止目前交付了 500 多个智能交通项目               |
| 医疗   | 和湘雅医院合作探索“互联网+医疗”                  |
| 监管   | 所内所外全覆盖，外出押解防逃脱系统被公安部监所局发文推荐       |
| 智能建筑 | 先进的物联网技术，实现大楼内人、车、物管控              |
| 其他   | 在金融、能源等领域，科达正在积极探索新兴市场             |

数据来源：公司官网，西南证券整理

在平安城市和智慧交通等大型应用场景中,公司在**前端**推出了人员卡口、车辆卡口、枪球联动和特征分析摄像机, **后端**推出了图侦与合成作战系统等。这些系统以普通视频监控、车辆/人员卡口、智能 IPC 等监控前端获取的视频、图片的结构化描述为基础,通过大数据平台的智能分析,实现以图搜图、语义搜图、车辆/人员布控、疑似案件对比、详细特征分析等深度大数据应用,开启了感知、云计算和大数据技术在安防领域落地并持续发展的新进程。稳定、可靠的产品和独特的解决方案,使公司在业界树立了良好的口碑。

今年 3 月,公司发布了全新的 PPP 业务支持计划。公司在政府大型项目和案例建设中积累了 20 多年的经验。截止目前,公司在平安城市、智能交通和教育市场的 PPP 业务方面都卓有成效。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。

**表 5: 公司今年的 PPP 业务支持计划**

| 领域   | 业务计划或进展  |
|------|--|
| 平安城市 | 科达在南宁、柳州、福泉等地交付了 700 多个平安城市。   |
| 智能交通 | 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。 |
| 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。                  |

数据来源:公司官网,西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设:

1) 视频会议业务近年来增速已趋于稳定,基于行业积累和客户需求的增长,假设未来三年视频会议行业市场规模年复合增速维持在 18% 左右,公司视频会议收入维持较稳定的增速。

2) 考虑到未来智慧城市建设的大环境,以及安防设备更新产生的增量,假设未来安防市场规模维持在 15% 的年复合增速。

3) 考虑到安防行业价格战已趋于尾声,因此假设未来三年近三年行业毛利率保持稳定,假设公司未来三年视频监控业务的毛利率维持在 55% 以上。

基于以上假设我们预测公司 2017-2019 年各业务收入和毛利率如表所示:

**表 6: 分业务收入及毛利率**

| 单位:百万元 |     | 2016A  | 2017E | 2018E  | 2019E  |
|--------|-----|--------|-------|--------|--------|
| 视频会议   | 收入  | 737.40 | 899.6 | 1088.6 | 1284.5 |
|        | 增速  | 22.45% | 22.0% | 21.0%  | 18.0%  |
|        | 毛利率 | 75.88% | 75.0% | 75.0%  | 75.0%  |
| 视频监控   | 收入  | 684.86 | 883.5 | 1130.8 | 1436.2 |
|        | 增速  | 13.02% | 29.0% | 28.0%  | 27.0%  |
|        | 毛利率 | 53.64% | 55.0% | 55.0%  | 55.0%  |

| 单位：百万元 |     | 2016A    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|--------|-----|----------|--------|--------|--------|
| 其他     | 收入  | 26.32    | 49.0   | 91.0   | 169.3  |
|        | 增速  | 91.75%   | 86.0%  | 86.0%  | 86.0%  |
|        | 毛利率 | 81.89%   | 80.0%  | 80.0%  | 80.0%  |
| 合计     | 收入  | 1,448.58 | 1832.0 | 2310.4 | 2890.0 |
|        | 增速  | -15.59%  | 26.5%  | 26.1%  | 25.1%  |
|        | 毛利率 | 8.54%    | 65.5%  | 65.4%  | 65.4%  |

数据来源：西南证券

预计未来三年营收将保持 25.9% 的年复合增速，归母净利润将保持 39.5% 的年复合增速，2017-2019 年 EPS 分别为 1.01 元、1.41 元、1.90 元，对应 PE 分别为 34 倍、25 倍、18 倍，参考计算机行业估值，给予公司 2017 年 46 倍估值，对应目标价 46.46 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

视频会议市场规模增长或不及预期；视频监控市场价格战持续发酵，影响视频监控产品毛利率的风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |               |               |               |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
|               | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 营业收入          | 1448.58        | 1832.05        | 2310.44        | 2890.00        | 净利润               | 174.29         | 252.20        | 351.41        | 473.22        |
| 营业成本          | 500.14         | 632.26         | 799.22         | 1001.26        | 折旧与摊销             | 30.33          | 16.01         | 16.01         | 16.01         |
| 营业税金及附加       | 18.91          | 23.62          | 29.76          | 37.32          | 财务费用              | 6.06           | -2.51         | -2.73         | -3.66         |
| 销售费用          | 334.19         | 408.55         | 496.74         | 592.45         | 资产减值损失            | 14.71          | 10.00         | 10.00         | 10.00         |
| 管理费用          | 469.61         | 582.59         | 709.30         | 867.00         | 经营营运资本变动          | -188.02        | -169.62       | -172.89       | -224.86       |
| 财务费用          | 6.06           | -2.51          | -2.73          | -3.66          | 其他                | 95.53          | -1.34         | 3.69          | 7.34          |
| 资产减值损失        | 14.71          | 10.00          | 10.00          | 10.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>132.91</b>  | <b>104.74</b> | <b>205.50</b> | <b>278.05</b> |
| 投资收益          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -107.42        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -56.57         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-163.99</b> | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>104.95</b>  | <b>177.55</b>  | <b>268.13</b>  | <b>385.62</b>  | 短期借款              | -45.00         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | 72.17          | 81.97          | 91.97          | 99.97          | 长期借款              | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>177.12</b>  | <b>259.52</b>  | <b>360.10</b>  | <b>485.60</b>  | 股权融资              | 354.96         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 2.83           | 7.32           | 8.69           | 12.38          | 支付股利              | -18.00         | -23.29        | -39.32        | -52.18        |
| 净利润           | 174.29         | 252.20         | 351.41         | 473.22         | 其他                | -9.68          | 2.28          | 2.73          | 3.66          |
| 少数股东损益        | -0.38          | -0.55          | -0.77          | -1.04          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>282.28</b>  | <b>-21.01</b> | <b>-36.59</b> | <b>-48.52</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 174.67         | 252.75         | 352.18         | 474.25         | <b>现金流量净额</b>     | <b>251.38</b>  | <b>83.73</b>  | <b>168.91</b> | <b>229.53</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |               |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |               |               |               |
|               | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 货币资金          | 473.53         | 557.25         | 726.16         | 955.70         | <b>成长能力</b>       |                |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 453.24         | 606.18         | 745.05         | 935.56         | 销售收入增长率           | 18.55%         | 26.47%        | 26.11%        | 25.08%        |
| 存货            | 291.59         | 376.47         | 479.70         | 605.31         | 营业利润增长率           | 73.19%         | 69.17%        | 51.02%        | 43.82%        |
| 其他流动资产        | 103.88         | 131.39         | 165.69         | 207.26         | 净利润增长率            | 46.37%         | 44.70%        | 39.34%        | 34.66%        |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 43.05%         | 35.17%        | 47.30%        | 41.42%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 98.73          | 91.75          | 84.76          | 77.78          | 毛利率               | 65.47%         | 65.49%        | 65.41%        | 65.35%        |
| 无形资产和开发支出     | 55.16          | 46.97          | 38.78          | 30.60          | 三费率               | 55.91%         | 53.96%        | 52.08%        | 50.37%        |
| 其他非流动资产       | 29.44          | 28.60          | 27.75          | 26.90          | 净利率               | 12.03%         | 13.77%        | 15.21%        | 16.37%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>1505.56</b> | <b>1838.61</b> | <b>2267.90</b> | <b>2839.10</b> | ROE               | 15.34%         | 18.48%        | 20.96%        | 22.56%        |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 11.58%         | 13.72%        | 15.49%        | 16.67%        |
| 应付和预收款项       | 349.32         | 449.31         | 560.98         | 704.43         | ROIC              | 16.05%         | 19.37%        | 24.29%        | 28.91%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 9.76%          | 10.43%        | 12.18%        | 13.77%        |
| 其他负债          | 20.37          | 24.75          | 30.28          | 36.98          | <b>营运能力</b>       |                |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>369.68</b>  | <b>474.06</b>  | <b>591.26</b>  | <b>741.41</b>  | 总资产周转率            | 1.16           | 1.10          | 1.13          | 1.13          |
| 股本            | 250.00         | 250.00         | 250.00         | 250.00         | 固定资产周转率           | 19.07          | 25.07         | 34.96         | 48.90         |
| 资本公积          | 335.48         | 335.48         | 335.48         | 335.48         | 应收账款周转率           | 3.60           | 3.60          | 3.57          | 3.59          |
| 留存收益          | 549.72         | 779.18         | 1092.05        | 1514.13        | 存货周转率             | 1.81           | 1.79          | 1.79          | 1.79          |
| 归属母公司股东权益     | 1135.44        | 1364.67        | 1677.53        | 2099.61        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 109.46%        | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.44           | -0.11          | -0.89          | -1.92          | <b>资本结构</b>       |                |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1135.88</b> | <b>1364.55</b> | <b>1676.65</b> | <b>2097.69</b> | 资产负债率             | 24.55%         | 25.78%        | 26.07%        | 26.11%        |
| 负债和股东权益合计     | 1505.56        | 1838.61        | 2267.90        | 2839.10        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 3.61           | 3.55          | 3.60          | 3.67          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 2.82           | 2.75          | 2.79          | 2.84          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 10.30%         | 9.21%         | 11.16%        | 11.00%        |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                | 每股指标              |                |               |               |               |
|               | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| EBITDA        | 141.34         | 191.05         | 281.42         | 397.98         | 每股收益              | 0.70           | 1.01          | 1.41          | 1.90          |
| PE            | 49.86          | 34.46          | 24.73          | 18.37          | 每股净资产             | 4.54           | 5.46          | 6.71          | 8.39          |
| PB            | 7.67           | 6.38           | 5.19           | 4.15           | 每股经营现金            | 0.53           | 0.42          | 0.82          | 1.11          |
| PS            | 6.01           | 4.75           | 3.77           | 3.01           | 每股股利              | 0.07           | 0.09          | 0.16          | 0.21          |
| EV/EBITDA     | 58.12          | 42.56          | 28.30          | 19.43          |                   |                |               |               |               |
| 股息率           | 0.21%          | 0.27%          | 0.45%          | 0.60%          |                   |                |               |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 机构销售    | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰     | 机构销售    | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 郎珈艺     | 机构销售    | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟     | 机构销售    | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售    | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 赵佳      | 地区销售副总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩     | 机构销售    | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监  | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁      | 机构销售    | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰     | 机构销售    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 熊亮      | 机构销售    | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳     | 机构销售    | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售    | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |