

苏州科达 (603660.SH) 计算机硬件设备

评级：增持 首次评级

公司深度研究

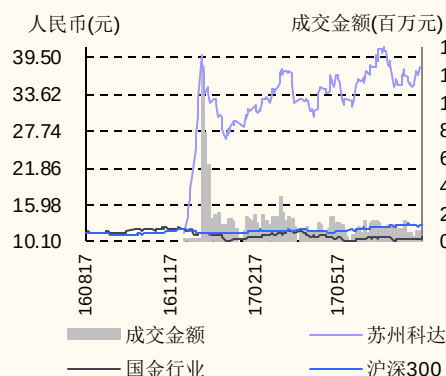
市场价格 (人民币): 38.53 元

目标价格 (人民币): 44.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	50.00
总市值(百万元)	9,605.00
年内股价最高最低(元)	41.16/11.56
沪深 300 指数	3701.42
上证指数	3246.45



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.481	0.699	1.005	1.399	1.904
每股净资产(元)	2.494	4.542	5.513	6.864	8.702
每股经营性现金流(元)	1.001	0.548	0.431	0.214	0.853
市盈率(倍)	80.09	55.15	38.32	27.53	20.24
行业优化市盈率(倍)	70.08	64.52	37.63	27.66	22.58
净利润增长率(%)	125.18	45.22	43.89	39.20	36.04
净资产收益率(%)	19.29	15.38	18.24	20.39	21.88
总股本(百万股)	200.00	250.00	250.00	250.00	250.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **专注网络视讯领域，技术积淀深厚：**公司自 2004 年成立以来，一直以网络视讯技术为根基，潜心研发产品，不断更新业务模式。目前，公司已形成了视频会议、视频监控双轮驱动的格局，面向政府、医疗、教育、军队等大型客户提供业内领先水平的网络视讯产品和完整解决方案，是行业内为数不多的在两个领域都有强大竞争优势的公司。公司专注研发高投入，研发费用占比领先行业竞争对手。公司曾在业内首次提出 NVR 概念，在感知型摄像机等创新产品上也一直引领行业方向，近年来产品和技术获得多项行业机构奖项认可。
- **深耕视频会议行业应用，坐享国产化替代红利：**公司在视频会议行业起步较早，根基深厚。相关产品覆盖传统视频会议系统、高端的网呈系统、基于 SaaS 模式的“摩云视讯”等。公司在通用视频会议系统架构的基础上针对重点行业深入挖掘其业务应用需求，研发了一系列定制化解决方案，形成较强的竞争壁垒。视频会议进入政府、军队等涉密领域，相关产品的国产化需求也与日俱增。随着自主可控和国产化的推进，公司有望从思科、宝利通等外资竞争对手中获取更多的市场份额。
- **视频监控产品性能优异，补齐渠道短板销量增长可期：**在视频监控领域，公司拥有管理平台、NVR、接入网关、存储阵列、网络摄像机、编解码器等硬件设备和平台软件、监控管理软件、智能分析软件等关键软件，并推出了一系列车载、单兵等无线前端设备。公司产品性能优异，但由于起步较晚，渠道布局尚有不足，因而营收规模尚未放量。公司近年加强与下游集成商、分销商合作让利，补齐渠道短板，同时利用上市后的资金优势，积极参与 PPP 项目。考虑到安防产业市场在平安城市等需求带动下持续旺盛，公司未来在视频监控领域的高速增长将成为大概率事件。

盈利假设

- 公司在视频会议领域依旧保持优势地位，并有望在央企国产化进程中抢占思科和宝利通的市场份额，未来两年延续 25% 左右的增长；
- 公司在视频监控领域近年深入与渠道商合作，有望在未来几年打开更大的市场，销售额年平均增速提升至 30%。

估值

- 我们预计 2017/2018/2019 年公司 EPS 分别为 1.00/1.40/1.90 元。考虑到公

潘宁河 联系人
panninghe@gjzq.com.cn

钱路丰 分析师 SAC 执业编号: S1130517060003
qianlufeng@gjzq.com.cn

司视讯产品性能优异，在销售渠道打开后有望保持较快的增速，我们给予公司 2018 年 32X 估值，目标价 44.8。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 视频会议行业竞争加剧；视频会议高端市场需求未达预期；视频监控渠道拓展未达预期；

内容目录

一、专注网络视讯领域，技术积淀深厚	5
公司是国内起步较早的网络视讯技术公司	5
股权架构	5
坚持研发高投入，多年业绩保持稳定增长	6
二、深耕视频会议行业应用，坐享国产化替代红利	7
视频会议系统已成提升生产效率利器	7
公司视频会议产品覆盖种类齐全，面向多类型客户	9
以深入行业应用的解决方案形成竞争优势	11
国产化替代趋势有望带来更多市场份额	12
三、视频监控产品性能优异，补齐渠道短板销量增长可期	13
平安城市等需求带动视频监控行业高景气度	13
公司处于视频监控行业领先地位	15
紧跟技术变革，推进前端智能化产品	16
补齐渠道短板，未来销售放量可期	18
四、盈利预测与投资建议	20
盈利假设	20
估值	20
风险	20

图表目录

图表 1：公司主营业务发展以视讯技术为主线	5
图表 2：苏州科达公司股权架构图	6
图表 3：公司近年营业收入增长稳健	6
图表 4：公司近年毛利率&净利率对比	6
图表 5：公司研发费用占营收比例领先竞争对手	7
图表 6：公司研发人员比例处于行业前列	7
图表 7：苏州科达近年来的产品和技术获得多项行业机构奖项认可	7
图表 8：视频会议系统涉及从软件到终端的多种产品	8
图表 9：一个中型视频会议系统的产品构成	8
图表 10：视频会议应用遍及下游各个行业	9
图表 11：公司视频会议产品种类齐全	9
图表 12：远呈系统面向高端客户带来更真实的会议体验	11
图表 13：科达视频会议定制化解决方案深入各重点行业	11
图表 14：视频会议市场份额主要由五家公司占据	12
图表 15：视频会议主要参与者中有两家外企	13
图表 16：安防产业市场规模稳步增长	14
图表 17：前四大行业占据视频监控一半以上市场份额	14

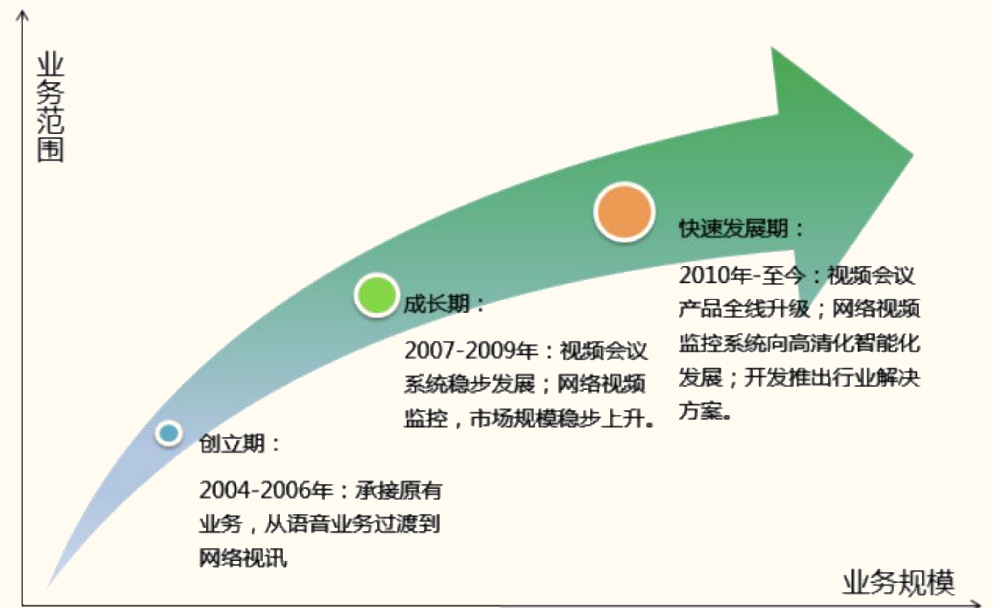
图表 18: 各省市积极推进平安城市项目.....	15
图表 19: 公司视频监控产品线覆盖前端到后端.....	15
图表 20: 公司位列全球安防产业前 20 (红色为中国企业)	16
图表 21: 智能化已渗透到视频监控的多个领域.....	17
图表 22: 公司推出感知型摄像机系列产品.....	18
图表 23: 视频监控行业需要通过集成商等渠道开展业务.....	19
图表 24: 海康威视、大华股份营收 (万元) 增长.....	19
图表 25: 海康威视、大华股份净利润 (万元) 增长.....	19
图表 26: 苏州科达未来两年营收 (万元) 和毛利率预测.....	20

一、专注网络视讯领域，技术积淀深厚

公司是国内起步较早的网络视讯技术公司

- 1995 年，公司前身科达通信成立，早期业务为通信解决方案；2002 公司推出视频会议系统，进入视讯领域；公司在上海设有研发中心，在全国设立 27 个分公司或办事处、77 个营销服务机构，且设有驻外子公司负责海外市场的拓展。科达的产品及解决方案已广泛应用于各类行业及企业、商业市场。2016 年底，在经历了新加坡上市和退市后，苏州科达回归 A 股，在上交所挂牌上市。

图表 1：公司主营业务发展以视讯技术为主线



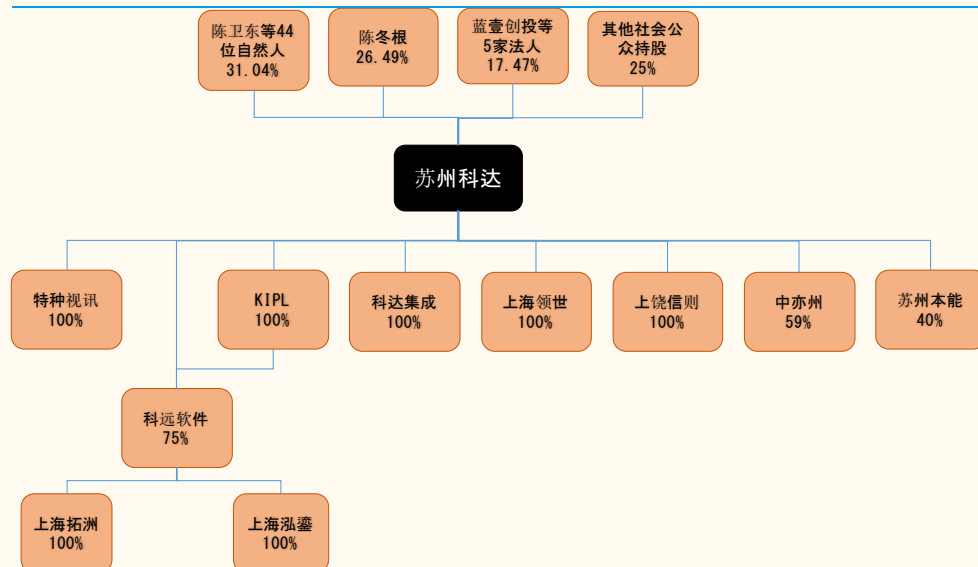
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **视频会议、视频监控双轮驱动。**公司自 2004 年成立以来，业务模式不断更新，产品线逐步完善。2004 年到 2006 年之间实现了语音业务向网络视讯业务的战略转型；2007 年到 2009 年之间视频会议市占率稳步提升，视频监控业务也逐步上线；2010 年至今自主研发技术不断更迭，网络视讯产品也全线升级。目前苏州科达已经成长为行业内领先水平的网络视讯产品和完整解决方案提供商。公司注重底层技术和前瞻性技术的研发，面向政府、医疗、教育、军队等大型客户，形成以视频会议、视频监控为主要业务板块的双轮驱动模式。

股权架构

- 公司实际控制人为董事长陈东根，持股比例为 26.49%。

图表 2：苏州科达公司股权架构图

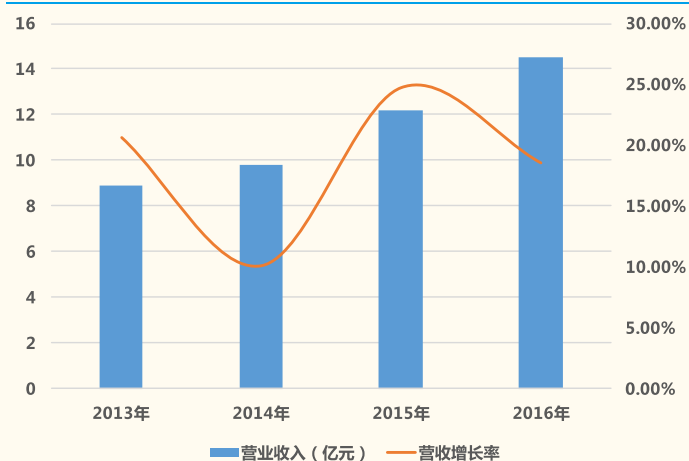


来源：招股说明书，国金证券研究所

坚持研发高投入，多年业绩保持稳定增长

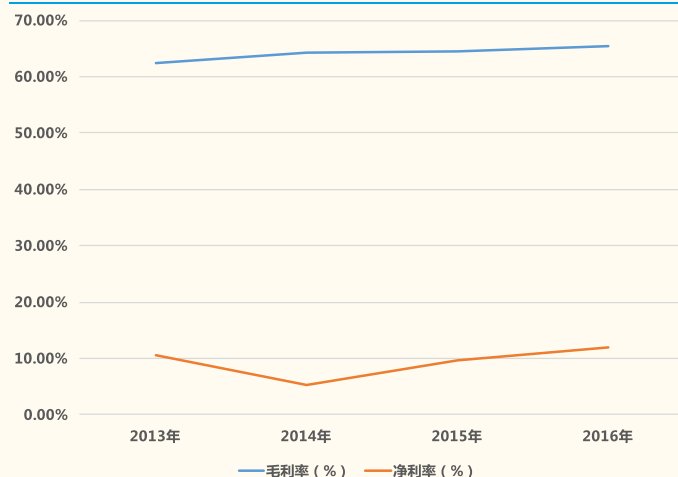
- 苏州科达近年来营收水平一直保持稳健增长。2016 年全年营收 14.5 亿，较 2015 年同期增长 26.23%，2013 年到 2016 年营收复合增速达 15.73%。盈利能力方面，公司 2016 年毛利率 65.47%，近四年毛利水平一直处于稳定高位。由于公司在销售活动、拓展市场、研发费用等方面投入较高，净利率指标相对较低。未来在前期投入效果兑现，公司产品占有率进一步提升后，净利率有望稳步提升。

图表 3：公司近年营业收入增长稳健



来源：公司年报，国金证券研究所

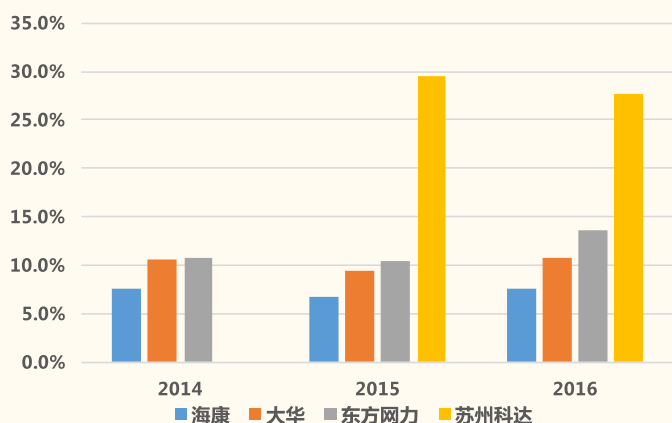
图表 4：公司近年毛利率&净利率对比



来源：公司年报，国金证券研究所

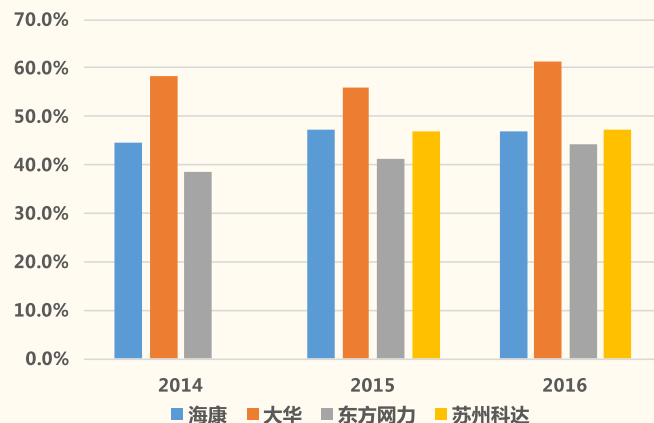
- 公司坚持高研发投入战略，产品和技术领先行业。公司拥有 1,610 人的研发团队，并持续保持研发的高额投入。经过多年对网络视讯技术持续不断的悉心钻研，公司已构建出包含前瞻性技术研究、底层技术开发、产品及解决方案开发的多层次研发平台，根据市场信息开发出满足用户深度需求的产品及解决方案，有效保证了公司的技术水平。

图表 5：公司研发费用占营收比例领先竞争对手



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 6：公司研发人员比例处于行业前列



来源：公司年报，国金证券研究所

公司曾在业内首次提出 NVR 概念，并创新式地对外发布了 NVR 全系列产品，同时公司在感知型摄像机等产品上也一直引领行业方向。公司近年来的产品和技术获得多项行业机构奖项认可。

图表 7：苏州科达近年来的产品和技术获得多项行业机构奖项认可

时间	机构	产品荣誉
2012	中国安全防范产品行业协会	安博会创新产品优秀奖（NVR 网络录像机）
2012	中国安全防范产品行业协会	平安城市建设推荐优秀安防产品（高清高速球型网络摄像机、科达监控中心管理平台、NVR 网络录像机）
2013	《检察日报》	全国检察系统技术装备信息化建设最佳供应商。
2013	《人民公安报》、中国警察网	全国公安系统警用装备推荐品牌
2013	《中国计算机报》、中国计算机行业网	中国视频会议国内最佳品牌奖
2014	CPS 中安网	中国安防最佳口碑企业
2014	《警察技术》、公安部第一研究所	企业优秀论文奖（公安监所智能监控技术开发建设应用）
2015	《a&s 安全与自动化》	top10 安防产品（NVR2881 网络视频录像机）
2015	《a&s 安全与自动化》	top10 安防产品（IPC185 4K 超高清网络摄像机）
2016	中国安防行业协会	安博会创新产品特等奖（4K 多维信息采集球型网络摄像机）
2016	中国安全防范产品行业协会	平安建设推荐优秀行业解决方案提供商（司法领域）

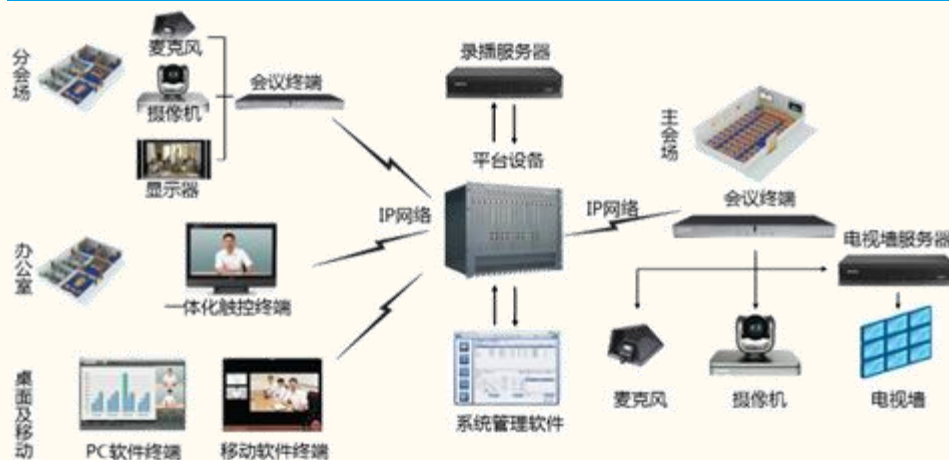
来源：公司官网，国金证券研究所整理

二、深耕视频会议行业应用，坐享国产化替代红利

视频会议系统已成提升生产效率利器

- 视频会议系统，是指两个或以上不同地点的个人或群体，通过网络及视音频通信设备，将声音、影像及其他资料互传，进行即时、互动的沟通，以实现会议通信的目的。近年来随着网络的普及和图像技术的不断发展，视频会议系统的应用已从单纯的会议发展到基于网络的多种交互式视频应用，如专网调度与管理、销售与推广、紧急救援、作战指挥、远程教育、远程医疗、远程协作、远程招聘等，为各行各业所带来了良好的经济效益和社会效益。视频会议系统的一些显著优势有：
 - **经济性。**节约差旅费用、差旅时间，降低会务费用、会务时间、会务成本
 - **及时性。**可随时组织召开会议，对突发事件和应急事件及时处理
 - **共享性。**可以把会议、培训及工作指导等内容发送到视频会议系统上，供他人在会后按需求点播学习

图表 8：视频会议系统涉及从软件到终端的多种产品



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **市场规模稳定增长。**随着网络带宽的提升和资费下降，网络视讯技术发展和产品成本降低，视频会议的用户群体不断增加，市场规模日益扩大。经过多年发展，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。国际著名咨询机构 Frost&Sullivan 认为，2013 年全球视频会议设备及服务的市场规模达 32 亿美元，到 2016 年增长至 63 亿美元。综合上述数据并以当前汇率估算，中国视频会议市场规模在 2015 年为 39 亿元，到 2016 年则增至 49 亿元。

图表 9：一个中型视频会议系统的产品构成

使用单位	设备名称	数量	主要参数	价格
中心总部	高清视频会议终端	1	支持高清编解码，高保真立体声效，可全面优化拥塞网络环境下的视频通信效果	2 万~7 万
	多点控制单元 (MCU)	1	支持高清 (1080P)，双流解码，大容量接入 (多路并发)	25 万~50 万
	数字录播服务器	1	存储大容量 (4T)、录播点播回放等多种功能支持，多视频流同步录制	3 万~5 万
各分支机构	高清视频会议终端	30		2 万~7 万
	(对于性能要求较高的复杂)			

	场景和在分支结构增加级联的 MCU)			
--	--------------------	--	--	--

来源：国金证券研究所整理

- **视频会议产品遍及各大行业。**在下游用户领域方面，视频会议行业呈现出行业领域不断扩大、应用向下级延伸、从大会议室部署扩展到部门会议室和桌面终端等特点；在应用功能方面，从单纯的视频通信开始发展到包括远程教学和培训、远程医疗、远程接访、远程探视、可视指挥调度等多种形式。

图表 10：视频会议应用遍及下游各个行业

行业	产品形式	市场空间	政策支持
教育	远程培训、课程点播、远程观摩	普通高等学校 2,560 所，成人高等学校 292 所，高中阶段学校 2.49 万所，义务教育阶段学校 24.29 万所，以及各类民办学校教育机构 16.27 万所	《国家中长期教育改革和规划纲要（2010—2020 年）》
医疗卫生	远程手术指导与示教、远程医疗会诊、远程诊断、ICU 重症监护室探视、主任医师查房等远程医疗服务	医疗卫生机构 990,248 所，其中医院 27,215 所，乡镇卫生院 36,869 个，社区卫生服务中心（站）34,588 个，诊所（卫生所、医务室）195,866 个	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》、《卫生事业发展“十二五”规划》
企业市场	员工培训、考核面试、会议	金融业等具有多地分支机构的企业为主要客户群	

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司视频会议产品覆盖种类齐全，面向多类型客户

- 公司视频会议产品覆盖从硬件终端、软件终端、网络电视墙、多点控制器、外设等多个领域，能提供全方位多场景的解决方案。

图表 11：公司视频会议产品种类齐全

产品类型	产品功能简介	产品图示
影院式网呈	NEX7000 网呈，是中国会议文化与创新科技完美融合的远程呈现系统。拥有专业声光设计，集成智能中控，设备统一管理，视频融合呈现，为参会者带来不凡感受。	
视讯云平台	JD6000 是一款业内领先，支持 H265 的云 MCU 产品。产品主要特性包括多样化云形态部署、超大容量、多会议模式、灵活域权限、统一门户等特性，为客户提供更高效的资源利用，更便捷的操作与管理。	

云可视会商平台	CVS 云视讯服务器，采用云计算技术，可集群化和分布式云部署，并提供虚拟会议室、目录服务等虚拟化云服务。可灵活应用于各类基于 IP 的视频会议及可视通信系统。	
网络电视墙	TVS4000 电视墙服务器是一款业内领先的高清电视墙服务器产品。部署于大型视频会议会场、指挥中心、视频控制室等环境，实现多方图像在多屏的同步高清显示。	
硬件终端	SKY X700 是科达全新一代超高清视频会议终端，专为大型及超大型会议室设计，音视频接口丰富。具备超强的视频处理性能和卓越的低带宽适应性，采用全新的外观及 UI 设计，操作简单易用。	
软件终端	MVC 软件视频会议终端，运行于 Android、iOS 系统的移动设备，支持 Wi-Fi、3G/4G 多种网络，通过其内置的摄像头和麦克风实现可移动的视频会议功能。简单易用的人性化操作界面，提供良好的视音频效果。	
外设	MOON 50-4K30 超高清会议摄像机，采用 800 万超高清像素图像传感器，支持 4K 超高清图像输出，具有 12 倍光学变焦，支持高速变速云台等强大的 PTZ 特性，可灵活的满足多种应用场景需求。	
显控产品	JY-S100-F 晶艳小间距 LED 发送器，支持对颜色、亮度进行逐点校正，28 个数据端口输出且端口支持自适应，可级联多台进行统一控制。针对不同应用场景，提供特定的使用场景模式选择，可自行配置场景模式。	

来源：招股说明书，国金证券研究所

■ **远呈系统产品打入高端客户市场。**远程呈现（Telepresence）是视频会议系统面向高端领域发展的一个重要发展方向，是指通过综合网络通信、超高清视频编解码、空间语音、建筑声学、空间照明以及人体工程学等多领域的一系列创新技术，实现真实现场感的视频会议系统。远程呈现与传统视频会议相比的突出优势是可以营造出一种与异地对话方共在一个会议室的零距离感。为了确保会议效果，科达的远程呈现产品采用了多项为真实体验而特别创新的技术和设计，包括：

- 高清晰度的摄像头和显示器
- 高保真的麦克风和音响系统
- 高压缩和还原能力的视音频编解码算法和设备
- 高仿真的会场环境设计

目前，远程呈现尚在市场推广阶段，由于其具有普通视频会议无法比拟的使用体验，将逐渐成为高端用户在视频会议领域的首选，也将进一步扩大视频会议的市场规模。

图表 12：远星系统面向高端客户带来更真实的会议体验



来源：公司官网，国金证券研究所

- **摩云视讯对接中小企业 SaaS 化需求。**为适应企业管理中高效执行力和扁平化沟通的两大要求，苏州科达于 2011 年推出“摩云视讯”视频会议租赁服务的创新业务。凭借在政府、能源、医疗等重点行业中的数字化建设经验与自身的相关技术优势，将满足政府级安全要求的视频技术下放，与企业级的视频会议需求完美融合。摩云视讯是以服务器和软件为载体，基于云计算而搭建的中心管理平台，允许用户在非专业的环境下通过三大运营商网络接入视频会议，使得公司在企业领域的客户层级进一步得到下沉。经过 5 年的发展，摩云视讯目前已经成长为中国最大的视频会议运营服务商。

以深入行业应用的解决方案形成竞争优势

- 在通用视频会议系统架构的基础上，公司针对重点行业深入挖掘其业务应用需求，开发适用的应用软件，形成了一系列的视频会议行业解决方案，如远程医疗解决方案、远程视频接访解决方案、远程帮教探视会见系统解决方案、可视指挥调度解决方案等。通过和用户业务的深融合，公司提供的视频指挥调度解决方案日益成为用户业务实施、指挥调度以及组织管理的重要支撑平台。

图表 13：科达视频会议定制化解决方案深入各重点行业

应用行业	解决方案	方案优点
 公安	扁平化指挥调度	在地图上集成视频监控、卡口、电警、无线车载、移动单兵、视频会议等各项资源，一键调度事发地点周围所有资源，并通过视频会议快速组建处置小组。将现场真实情况第一时间反馈至指挥中心，实现快速响应。
 法院	高科技法庭	快速应用于异地审判开庭、证人远程作证、多方会审等场景。系统具备一键开闭庭、语音激励，视频自动跟踪、庭审法纪智能检测等功能。还能在网络上直播庭审活动，满足法院对庭审过程真实再现和阳光审判的要求。
 教育	平安校园	将视频监控、入侵报警、电子地图、消防系统、巡逻系统、门禁系统、车辆违章停车、智能应用统一集成的综合性安防体系，达到“事前预警”、“事中控制”、“事后调查举证”以及校园反恐等方面的要求。

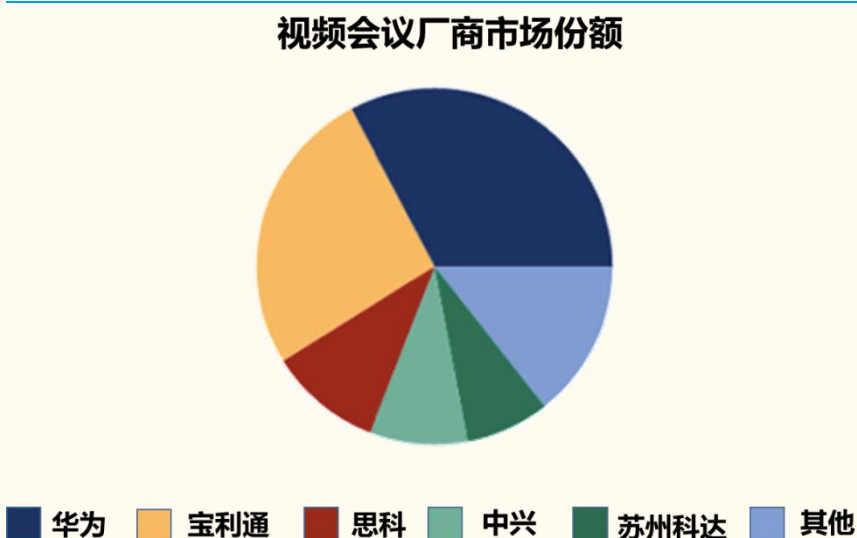
 智能交通	高清智能卡口	1.识别车身颜色、车标、车型、细分车型以及安全带、遮阳板、开车打手机、车内人脸等其他信息，提高套牌、车辆盗抢、肇事逃逸等违法行为捕获； 2.抓拍单元采用免维护设计，长期运行不用人工清洁，也能保证抓拍效果。
 医疗	远程会诊	通过云化的视讯平台，多方数据交互式批注，统一提供录像点播服务。 系统具有良好的扩展性和兼容性，可无缝对接已有的会诊系统。
 智能建筑	建筑安全监控平台	结合先进的物联网技术，实现对大楼、园区内人、车、物的管控。具有人脸抓拍、智能跟踪、人流统计和车辆统计、车牌识别、出入口管理等特色功能，满足办公大楼、园区广场、文博场馆等多种场景的不同需求。

来源：公司官网，国金证券研究所

国产化替代趋势有望带来更多市场份额

- 目前我国视频会议的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、可靠和用户体验要求严格，开发难度较大技术壁垒较高，使得市场为集中整体呈寡头竞争格局。目前中国视频会议市场销售收入前五名的设备厂商分别为：华为、宝利通、思科、中兴和科达，本土厂商市场份额保持小幅增长。

图表 14：视频会议市场份额主要由五家公司占据



来源：IDC，国金证券研究所

- 视频会议进入政府、军队等机密领域，国产化替代需求再现高点。2014 年以来，随着军队、能源、政府、通信等重点行业的数字化建设进度加快，信息化需求也随之提升，信息安全问题成为各重点企业采购产品时的关注焦点。作为远程通信最核心的应用领域，视频会议相关产品的国产化需求也与日俱增。苏州科达近年在云视讯产品的安全性方面不断加大研发投入，包括系统端的防入侵加密，传输过程中的防截获防破解加密技术都已经达到国际领先水平。未来随着视频会议系统国产化在各个行业的渗透不断加深，公司有望继续在重点产业中快速突破，抢占宝利通、思科等外资企业的市场份额。

图表 15：视频会议主要参与者中有两家外企

公司	简介	产品特点	下游客户	代理商
华为	华为从 93 年开始致力于开发业界一流的视讯产品，提供端到端解决方案	主打 E1、IP 双线路备份，板卡式 MCU，MCU 主控板备份，高带宽接入方案	中国移动、中国电信、中国网通、政府、军队、电力、金融、企业，以及泰国 TOT、俄罗斯中央电信等	国内总代为金华威、汉唐自远、立思辰、联强国际
思科	2010 年收购挪威视频会议系统厂商 TANDBERG	主打 C20 的 1080p、全编全解、TMS 管理方案	国家水利部、气象总局、国家高级人民法院、国家地震局、上海邮政	神州数码、上海华讯、佳杰科技为白金代理，方正世纪为总代理
宝利通	全球最大的多媒体通信专业厂商	核心设备 MCU 稳定，融入式体验	央企、跨国外企等财富 500 强成员、政府机构	南京南方电讯、江苏群立现代、神州数码
中兴	国内最早的视频会议厂商之一	支持高清的视频会议终端不多，没有标配的摄像机，实际效果一般	部队行业客户，以及区域中小型客户	
苏州科达	成立于 1995 年，总部位于苏州，在中国设有 31 个分支机构，在新加坡和美国设有海外分公司	主打 E1、IP 双线路备份，板卡式 MCU，监控融合，级联管理调度，高带宽接入方案。	公安、法院、检察院、军队、电力、人防等众多专网领域。	一般作直接销售

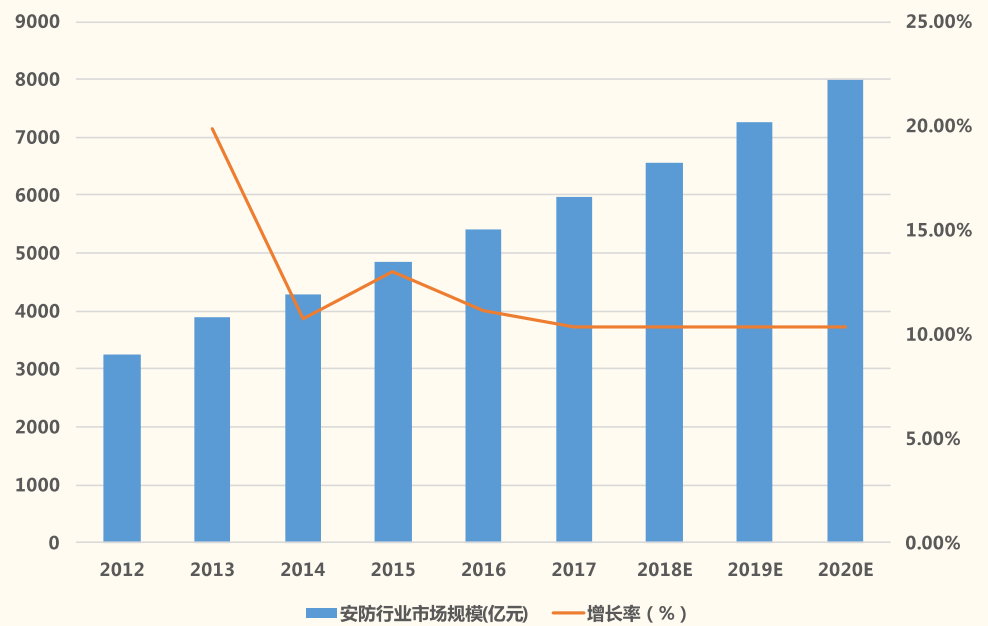
来源：IDC，国金证券研究所

三、视频监控产品性能优异，补齐渠道短板销量增长可期

平安城市等需求带动视频监控行业高景气度

- **视频监控产品受益安防行业增长。**我国安防市场保持高速增长，根据统计，2011-2016 安防市场连续 5 年保持 2 位数增长，到 2016 年我国整个安防市场规模达到 5000 亿以上。这 5000 亿的产值分散到安防设备、安防工程和运维服务上，其中安防设备市场产值大约在 1900 亿元人民币。就产品形态来看，视频监控领域是安防行业最大的应用产品。

图表 16：安防产业市场规模稳步增长



来源：IDC，国金证券研究所

- **视频监控面向下游应用范围广阔。**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，而且逐步在文化教育、生产管理等领域快速推广。根据中国安防协会的统计数据，政府行政、社会治安、交通管理、金融安全四大应用领域占据视频监控市场 53% 的市场份额，是视频监控市场发展的主要推动力。

图表 17：前四大行业占据视频监控一半以上市场份额



来源：中国安防协会，国金证券研究所

- **平安城市持续深入推进为视频监控行业带来增量。**当前，平安城市正处于全面建设阶段，各省市先后推出针对平安城市的建设项目，大大拉动了视频监控的发展。“十二五”期间视频监控行业高速增长，平安城市进入整体推进阶段，“十三五”期间视频监控市场将加速集中、量质同增。目前与主要发达国家相比，我国城镇化水平依然偏低 20% 左右，未来城镇化将带来视频监控市场的持续扩容。另外我国城市摄像头数量与美国等发达国家仍

有差距，两个因素叠加直接决定了未来长时间内安防行业，尤其是视频监控将处于长期的景气状态。

图表 18：各省市积极推进平安城市项目

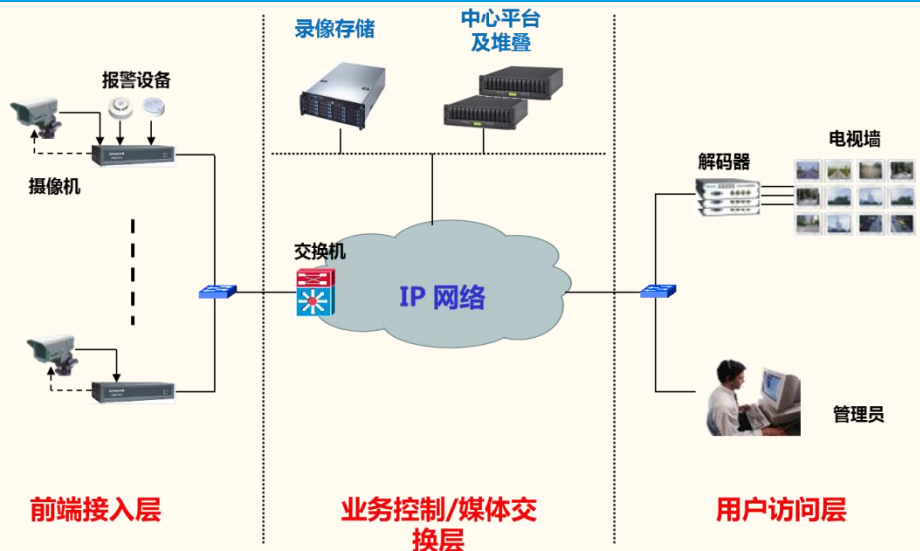
地区	项目建设内容
广西	2013 年，南宁市力争通过三年努力，实现高清社会治安视频监控摄像头覆盖到全市乡镇城乡主要街道、公共场所、治安复杂区域。
广东	2012-2014 年广东省公安厅在全省建设 96 万个视频监控点；仅 2013 年湛江一市就建设了 3.3 万个视频监控摄像头。
新疆	建设公安厅平安城市联网大平台，实现与下级各个地州平安城市系统的异构联网融合，建设包括克拉玛依、伊犁、阿勒泰、达坂城等多个地市的平安城市工程。
海南	海口市 2014 年新建 6000 个视频监控点，安装 1.5 万个摄像头，打造城乡一体化治安防控网。
浙江	全省由政府出资建设的监控摄像头 12 万个，社会单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。

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司处于视频监控行业领先地位

- **公司视频监控产品线丰富。**公司通过在视频会议解决方案上的技术积累，切入视频监控领域，现已拥有管理平台、NVR、接入网关、存储阵列、网络摄像机、编解码器等硬件设备和平台软件、监控管理软件、智能分析软件等关键软件，并推出了一系列车载、单兵等无线前端设备。2013 年公司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。

图表 19：公司视频监控产品线覆盖前端到后端



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司位列全球安防产业前 20。国内视频监控领域以海康威视、大华股份为第一梯队，竞争优势明显。公司与宇视科技、东方网力等，处于第二梯队。

图表 20：公司位列全球安防产业前 20（红色为中国企业）

2016 年排 名	公司	总部	产品	2015 年收入 (百万美 元)	增长率
1	海康威视	杭州	视频监控	3522.5	43.60%
2	霍尼韦尔	美国	复合产品	2900	3.60%
3	博世	德国	复合产品	1538.5	10.90%
4	大华股份	浙江	视频监控	1505.5	37.50%
5	赛峰集团	法国	门禁控制	1354.7	23.70%
6	亚萨合莱	瑞典	门禁控制	1061.2	26.30%
7	泰科	美国	复合产品	775	20.00%
8	安讯士	瑞典	复合产品	773.7	21.70%
9	费力尔	美国	视频监控	729.6	4.40%
10	爱峰	日本	门禁	423.9	27.00%
....					
14	英飞拓	美国	视频监控	268	85.00%
15	宇视科技	浙江	视频监控	223	38.00%
....					
18	东方网力	北京	复合产品	149	58.00%
19	苏州科达	苏州	复合产品	119	
....					
30	北京汉邦高科数字 技术股份有限公司	北京	视频监控	71	-15.00%

来源：公司年报，国金证券研究所整理

紧跟技术变革，推进前端智能化产品，

- 高清化、规模化趋势推动前端智能化。在视频监控行业的发展进程中，有两个方面的趋势已深入渗透到产品属性中：一是高清化，从以 CIF、D1 为主的标清时代进入以 720P、1080P 为主的高清时代之后，摄像机的图像质量得到了很大提升；二是系统规模化，基于成熟的以太网技术，大规模数字化视频监控系统建设变得非常简单，拥有成百上千个前端点位的系统已经非常普及，甚至拥有上万个前端点位的超大规模监控系统已经成为可能。随着高清化和规模化趋势的普及，海量的非结构化视频数据的传输和分析给传统视频监控的后端系统带来了带宽和计算资源压力，智能分析的前端化成为大势所趋。

图表 21：智能化已渗透到视频监控的多个领域



来源：国金证券研究所整理

- **前端智能化相对优势明显。**前端智能化，是指随着图像识别算法的改进和 GPU 等硬件性能的提升，部分智能分析功能从后端服务器前置到前端摄像机内，通过摄像机富余的计算资源，对采集到的图像做分析，提取出关键信息。早期，受限于前端芯片计算性能，智能运算几乎都在后端进行，但随着前端芯片性能的提升，很多后端智能逐渐向前端迁移在技术上成为了可能。前端智能化能带来多方面的优势：
 - 节约网络带宽，解决服务器瓶颈问题。
 - 降低系统建设成本
 - 分析更精确，可扩展性更高
- **顺应行业变革，公司推出前端智能化产品。**公司紧随智能前端化趋势，推出一系列感知型摄像机产品。感知型摄像机（Intelligent IPC）能够基于视频的智能分析，识别出监控画面中的内容，并对其进行语义描述和最佳图片抓拍，然后通过后端云计算平台进行分析，从而直接做出思考和判断。拥有感知能力的感知型摄像机，相当于物联网中的一个视觉传感器，大量摄像机感知的海量信息，进入大数据和云计算平台，使用户不仅能从单个摄像机中识别内容作出判断，还能从海量的监控数据中，作出深度分析和挖掘，从而对社会管理产生深远的影响。根据监控场景和需要识别的内容，目前公司感知型摄像机（Intelligent IPC）主要分为以下三类产品：

图表 22：公司推出感知型摄像机系列产品



来源：公司官网，国金证券研究所整理

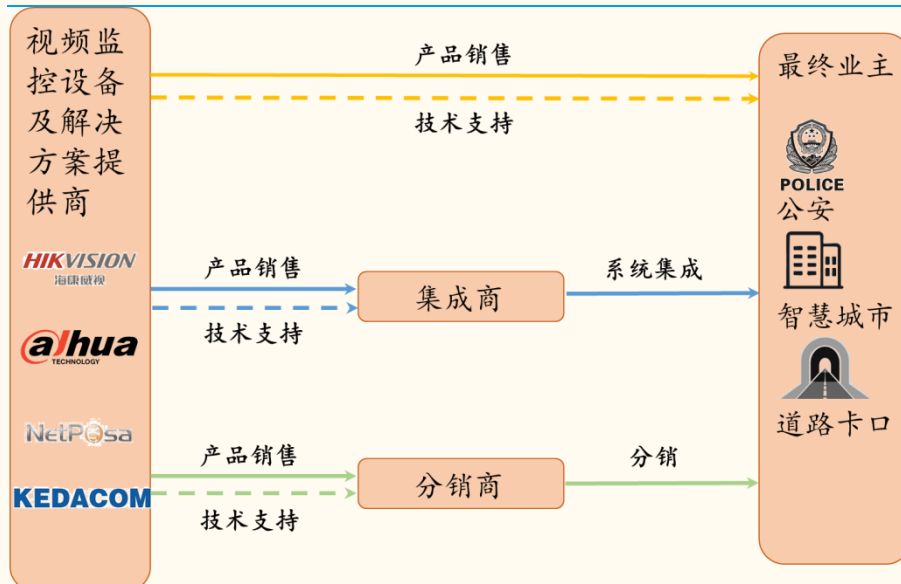
- **特征分析摄像机。**特征分析摄像机适用于相对开阔的场景，能在较为宽广的画面中捕获人、车、物等目标，并准确识别出每一个目标的类型、大小、颜色、方向、速度，而后生成语义与图片信息，送入后端大数据平台。
- **车辆卡口摄像机。**车辆卡口摄像机专门针对车，通过拍摄视野较小的道路断面，科达 300W 和 600W 车辆卡口摄像机不仅能够准确抓拍和识别车牌信息，还能识别车标、车型、车身颜色等更丰富的车辆特征。而且，无论是夜间还是白天逆光环境，该产品都能看清车内细节，并准确抓拍车内司乘人脸照片。
- **人员卡口摄像机。**人员卡口摄像机专门针对人，通过视野较小的断面视频，能够准确抓拍最佳的人脸照片。同时，人员卡口摄像机还能抓拍人的整个轮廓，即使背对镜头，头的轮廓和全身也能准确呈现。同时，该产品可识别人员行进的方向、速度等特征。
- **积累实战经验，未来有望赢得更多平安城市订单。**公司智能化摄像头产品结合大数据平台，已在多个平安城市项目中展现智能应用场景，例如实时布控、基于语义的智能搜索、高危人员比对、人脸照片搜索、全身像搜索、人像多点碰撞、车辆以图搜图、车辆多点碰撞等。同时，基于大数据平台对科达感知型摄像机上传的海量视频、图片以及结构化信息的深度挖掘，使用者还能进行公共安全管理、城市交通管理、社会管理以及应急管理 etc 等智能化管理应用。我们看好公司在智能化产品的实战经验为公司未来带来更多智慧城市订单。

补齐渠道短板，未来销售放量可期

- **视频监控行业，由于其地域属性和解决方案的复杂性，产品设备提供商往往并非直达最终用户，因而中下游的集成商、分销代理商、工程商的渠道地位就显得尤为重要。**公司在完善产品的同时，积极主动与渠道商合作，扩大视频监控产品的销售辐射范围。
- **产品模块化，对渠道商更友好。**科达给渠道商提供的不仅仅是一个单一的产品，而是一整套解决方案。对于有一定开发能力的集成商、工程商伙伴，可以由科达提供解决方案的二次接口，这样就能很方便地再开发出用户所需要的东西，而不需要投入很大的开发力量。而对于没有开发能力的集成商伙伴，科达可以提供完整的解决方案，由双方共同完成后期的服务和开发，并为客户提供差异化和个性化的业务。

- **划分市场，有针对性地与渠道合作。**为了更好地制定适合自身发展的渠道策略，公司经过广泛而深入的调查和研究，有的放矢地针对不同性质的市场进行了细致划分。针对解决方案市场，公司根据不同的应用领域，选择对某一市场需求有深入了解的合作伙伴共同推进。公司高度重视渠道合作伙伴关系的构建，正在建立和完善覆盖全国、运转高效的营销渠道及营销网络，坚持严格规范的渠道策略和稳定的价格体系，与渠道合作伙伴结成互相信赖、稳定而长期的合作关系。

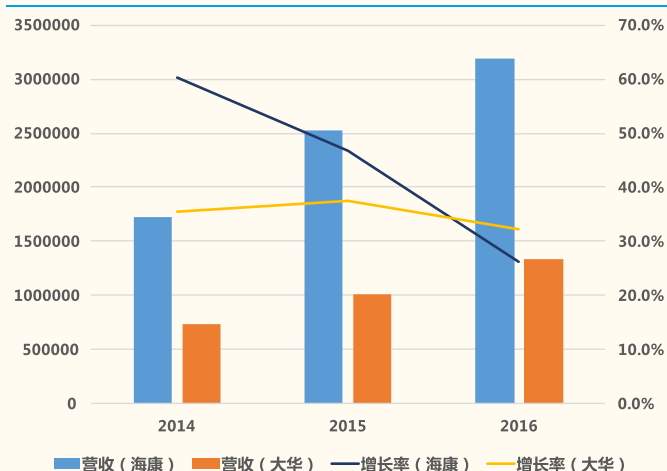
图表 23：视频监控行业需要通过集成商等渠道开展业务



来源：招股说明书，国金证券研究所

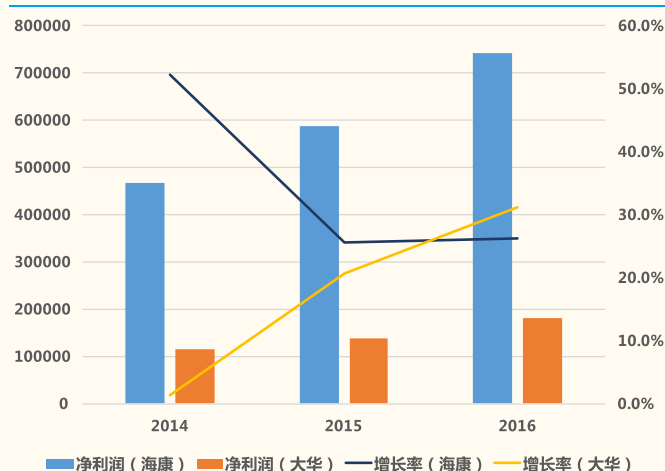
- **行业龙头企业极其重视渠道建设。**近年来，安防行业的强劲需求，孕育了海康威视、大华股份等营收上百亿的公司，其背后的重要支撑是遍布全国甚至全球的渠道网络。例如海康威视，其拥有 35 家分公司和以分公司为基点向下延伸的 200 多个业务联络处，形成了业内覆盖最广最深的营销体系，保证公司能够快速响应客户、用户及合作伙伴的需求。在境外，海康威视建立了 28 个销售公司，形成覆盖全球 100 多个国家和地区并不断完善的营销网络，自主品牌产品销往 150 多个国家和地区。可见，在安防产品较为同质化的竞争环境中，渠道的深度和广度决定了公司的营收规模。

图表 24：海康威视、大华股份营收（万元）增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 25：海康威视、大华股份净利润（万元）增长



来源：公司年报，国金证券研究所

- **渠道分支落地，营收增速有望达到行业平均水平。**公司积极参与销售渠道的建设已经效果显著。截止 2016 年年底，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。同时，在 PPP 领域，公司与 2017 年三月在首届合作伙伴大会上正式对外发布全新的 PPP 业务计划，依托自身在视频会议和视频监控领域完善的产品和技术基础，以及上交所主板上市后带来的资金能力，大力支持合作伙伴开展 PPP 项目。以视频监控领域的行业竞争对手作为参照，海康威视和大华股份 2016 年的营收增长率分别为 26.32% 和 32.26%。我们认为公司营收基数较小，产品性能优异，在渠道落地后，有望在视频监控领域同样实现 27% 左右的年均营收增速。

四、盈利预测与投资建议

盈利假设

- 公司在视频会议领域依旧保持优势地位，并有望在央企国产化进程中抢占思科和宝利通的市场份额，未来两年延续 28% 左右的增长。
- 公司在视频监控领域近年深入与渠道商合作，有望在未来几年打开更大的市场，销售额年平均增速提升至 27% 左右。

图表 26：苏州科达未来两年营收（万元）和毛利率预测

产品	项目	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
视频会议	收入	47,218.59	60,221.85	73,740.33	91,438.01	114,297.51
	增速	27.5%	22.4%	21.70%	27%	28%
	毛利率	75.92%	76.48%	75.88%	75%	74%
视频监控	收入	49,225.35	60,593.42	68,485.50	89,031.15	116,630.81
	增速	23.09%	13.02%	13.72%	26%	27%
	毛利率	51.76%	56.04%	53.64%	53%	52%

来源：Wind，国金证券研究所

估值

- 我们预计 2017/2018/2019 年公司 EPS 分别为 1.00/1.40/1.90 元。考虑到公司视讯产品性能优异，在销售渠道打开后有望保持较快的增速，我们给予公司 2018 年 32X 估值，目标价 44.8。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 视频会议行业竞争加剧；
- 视频会议高端市场需求未达预期；
- 视频监控渠道拓展未达预期；

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	979	1222	1449	1799	2295	2949
增长率	10.07%	24.76%	18.55%	24.22%	27.52%	28.52%
主营业务成本	350.5	410.5	500.1	639.7	837.7	1075.4
%销售收入	35.79%	33.60%	34.53%	35.55%	36.51%	36.46%
毛利	629	811	948	1160	1457	1874
%销售收入	64.21%	66.40%	65.47%	64.45%	63.49%	63.54%
营业税金及附加	-12.9	-15.3	-18.9	-23.5	-30.0	-38.5
%销售收入	1.32%	1.25%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%
营业费用	-250.1	-304.7	-334.2	-398.3	-478.2	-593.7
%销售收入	25.53%	24.94%	23.07%	22.14%	20.84%	20.13%
管理费用	-362.1	-416.9	-469.6	-570.5	-694.5	-868.5
%销售收入	36.97%	34.12%	32.42%	31.70%	30.27%	29.45%
息税前利润 (EBIT)	50.2	131.8	179.0	248.4	346.3	471.1
%销售收入	5.12%	10.79%	12.36%	13.81%	15.09%	15.97%
财务费用	-6.7	-7.5	-6.1	10.7	14.4	19.6
%销售收入	-0.68%	-0.62%	-0.42%	0.59%	0.63%	0.66%
资产减值损失	-15.7	-6.4	-14.7	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0	0	0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
%税前利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业利润	-19	61	105	178	269	393
营业利润率	-1.89%	4.96%	7.25%	9.90%	11.71%	13.31%
营业外收支	63.1	65.1	72.2	81.0	92.0	98.0
税前利润	44.6	125.7	177.1	259.1	360.7	490.7
利润率	4.55%	10.29%	12.23%	14.40%	15.72%	16.64%
所得税	6.9	-6.6	-2.8	-7.8	-10.8	-14.7
所得税率	-15.52%	5.26%	1.60%	3.00%	3.00%	3.00%
净利润	51.5	119.1	174.3	251.3	349.9	476.0
少数股东损益	1.9	1.2	0.4	0.0	0.0	0.0
归属于母公司的净利润	53	120	175	251	350	476
净利率	5.45%	9.84%	12.06%	13.97%	15.25%	16.14%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	51.5	119.1	174.3	251.3	349.9	476.0
少数股东损益	1.9	1.2	0.4	0.0	0.0	0.0
非现金支出	15.2	22.5	24.8	30.6	30.6	26.4
非经营收益	63.1	65.1	72.2	81.0	92.0	98.0
营运资金变动	-4.9	122.5	9.8	-93.1	-235.0	-191.1
经营活动现金净流	1	200	137	108	53	213
资本开支	-30.6	-37.7	-22.3	0	0	0
投资	0.0	-10.0	-7.0	0	0	0
其他	-14.1	14.2	-134.7	78.6	89.2	95.1
投资活动现金净流	-45	-33	-164	79	89	95
股权募资	0.0	0.0	0.0	-8.6	-12.0	-16.3
债权募资	6.8	23.2	-68.6	10.7	14.4	19.6
其他	13.1	-92.2	350.8	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金净流	20	-69	282	2	2	3
现金净流量	-24	98	256	188	145	312

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	49.1	142.2	380.0	568.4	713.5	1025.0
应收账款	419.5	372.3	453.2	561.3	733.8	930.7
存货	185.1	225.3	291.6	331.4	484.4	562.9
其他流动资产	5.6	5.2	103.9	103.9	103.9	103.9
流动资产	659.3	745.0	1228.7	1565.0	2035.7	2622.4
%总资产	79.51%	82.79%	88.04%	91.98%	95.06%	97.06%
长期投资	21.7	43.2	22.4	47.8	24.6	-1.8
固定资产	71.0	72.4	78.6	75.4	76.6	81.0
%总资产	5.70%	5.40%	3.30%	5.80%	8.20%	9.10%
无形资产	22.5	54.3	54.0	43.8	35.2	26.6
非流动资产	115.2	170.0	154.9	167.0	136.4	105.8
%总资产	13.89%	18.89%	11.10%	9.81%	6.37%	3.92%
资产总计	829.3	899.9	1395.6	1701.4	2141.5	2701.9
短期借款	109.3	45.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	183.6	210.4	255.7	318.8	421.0	521.8
其他流动负债	-96.9	46.2	20.8	-59.0	-98.2	-96.8
流动负债	196.0	301.6	276.5	259.8	322.8	425.0
长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	125.1	-25.1	-16.8	63.1	102.2	100.8
负债	321.1	276.5	259.8	322.8	425.0	525.9
普通股股东权益	508.2	623.4	1135.9	1378.6	1716.4	2176.0
少数股东权益	4.9	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
负债股东权益合计	829.3	899.9	1395.6	1701.4	2141.5	2701.9
比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.214	0.481	0.699	1.005	1.399	1.904
每股净资产	2.013	2.494	4.542	5.513	6.864	8.702
每股经营现金净流	0.003	1.001	0.548	0.431	0.214	0.853
每股股利	0.000	0.000	0.072	0.035	0.048	0.065
回报率						
净资产收益率	10.61%	19.29%	15.38%	18.24%	20.39%	21.88%
总资产收益率	6.05%	14.65%	12.83%	14.60%	16.17%	17.44%
投入资本收益率	0.60%	11.93%	21.27%	21.08%	29.78%	35.28%
增长率						
主营业务收入增长率	10.07%	24.76%	18.55%	24.22%	27.52%	28.52%
EBIT增长率	-47.59%	162.83%	35.76%	38.80%	39.37%	36.05%
净利润增长率	-45.08%	131.10%	46.37%	44.21%	39.20%	36.04%
总资产增长率	26.44%	8.51%	55.09%	21.91%	25.86%	26.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.59	3.56	3.54	3.42	3.44	3.41
存货周转天数		1.82	1.72	1.93	1.73	1.91
应付账款周转天数	9.01	7.04	9.33	8.78	7.35	7.87
固定资产周转天数	12.47	16.21	18.92	22.22	36.27	64.78
偿债能力						
净负债/股东权益	63.17%	44.36%	22.87%	23.42%	24.76%	24.17%
EBIT利息保障倍数	-7.52	-17.52	-29.53	23.29	24.01	24.09
资产负债率	38.71%	30.73%	18.61%	18.97%	19.85%	19.46%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	5	5	6
增持	1	3	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.43	1.38	1.38	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD