

2018年04月18日

苏州科达 (603660.SH)

动态分析

盈利能力稳步提升，业绩持续高增长可期

【事件】2018年4月17日，公司公布2017年年度报告。报告期内，公司实现：主营业务收入182543.65万元，比上年同期增长26.02%，实现归属母公司股东的净利润27077.30万元，比上年同期增长55.02%。2017年度拟10转4派1.1元。

◆ **毛利率维持高水平，AI赋能产品实现规模销售：**2017年，公司视频监控业务实现收入86904.18万元，同比增长26.89%，视频会议业务实现收入93652.72万元，同比增长27.00%。分产品构成看，公司后端平台实现收入68500.08万元，同比增长35.79%，毛利率为63.51%，同比下降6.93%，主要是通用类等低附加值产品占比略有提升。同时，前端产品销售实现收入112056.81万元，同比增长22.09%，毛利率为67.60%，同比上升5.33%，主要是AI赋能产品逐步实现规模销售和部署，高附加值产品占比提升带来的毛利率增长。

◆ **市场拓展逐步打开局面，创新研发持续高投入：**2017年公司销售费用为41110.00万元，同比增长23.02%，销售费用率为22.52%，同比下降0.55%，连续四年呈逐步下降趋势，市场营销拓展逐步打开局面。研发创新方面，2017年的研发投入47907.93万元，同比增长19.27%，占营业收入的26.24%。公司一直以来保持着行业领先的研发投入水平，使得公司在视频综合应用领域积累了雄厚技术实力和产品开发能力，在视频编解码、音视频处理、云存储、网络适应、人工智能等核心技术领域均处于业界领先水平。

◆ **视讯建设需求前景乐观，业绩持续高增长具备行业基础：**视频会议市场将在建设层级、应用领域上不断打开增长天花板，从竞争格局看，包括公司在内的国产厂商在政府、公检法等关键行业具备国产替代的优势；视频监控方面，“雪亮工程”助力视频监控市场快速增长，同时，视频监控行业迎来移动化、智能化升级，进一步与海量传感器实现融合互联，推动智能交通、智慧城市建设，目前公司AI产品解决方案已经实现规模部署。我们从公司2017年存货备货情况，也可以看到业务增长态势积极，行业需求保持高景气。

◆ **投资建议：**我们预测2018年-2020年，公司将实现主营业务收入23.02亿元、28.63亿元和35.16亿元；归母净利润3.55亿元、4.72亿元和6.26亿元，对应EPS为1.38元、1.83元和2.43元，维持公司买入-A评级。

◆ **风险提示：**国内视讯行业需求不及预期；公司新产品研发不及预期；市场渠道建设不及预期；证券市场系统性风险。

计算机 | 专用计算机设备 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-04-18)

37.40元

交易数据

总市值(百万元) 9,626.73

流通市值(百万元) 6,345.33

总股本(百万股) 257.40

流通股本(百万股) 169.66

12个月价格区间 29.00/46.52元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.73	24.11	24.47
绝对收益	0.27	13.85	20.41

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号: S0910516110001

caijingyan@huajinsc.cn

021-20377068

报告联系人

胡朗

hulang@huajinsc.cn

021-20377062

相关报告

苏州科达：经营质量持续提升，期待公司2017年再创佳绩 2017-08-20

苏州科达：内生高速增长典范，静待公司视频监控智能化业务布局开花结果 2017-06-01

苏州科达：费用率下降助力净利润增长，视频监控市场拓展值得期待 2017-04-19

苏州科达：视频监控潜力股，净利润有望保持高速增长 2017-03-30

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,448.6	1,825.4	2,302.2	2,862.7	3,516.4
同比增长(%)	18.6%	26.0%	26.1%	24.3%	22.8%
营业利润(百万元)	105.0	279.9	289.3	416.6	579.0
同比增长(%)	73.2%	166.7%	3.4%	44.0%	39.0%
净利润(百万元)	174.7	270.8	355.3	471.5	625.6
同比增长(%)	45.2%	55.0%	31.2%	32.7%	32.7%
每股收益(元)	0.68	1.05	1.38	1.83	2.43
PE	53.9	34.8	26.5	20.0	15.1
PB	8.3	6.8	5.1	4.2	3.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、盈利能力稳步提升，2017 年归母净利润同比增长超 55%.....	4
（一）毛利率维持高水平，AI 赋能产品实现规模销售	4
（二）市场拓展逐步打开局面，创新研发保持高投入	5
（三）存货备货积极印证业务高景气	5
二、视讯建设需求前景乐观，业绩持续高增长具备行业基础	6
（一）视频会议业务三大维度增量空间可期	6
（二）“雪亮工程”推动视频监控建设持续	6
三、预测 2018 年实现归母净利润 3.55 亿元，维持公司买入-A 评级	7
四、风险提示	7

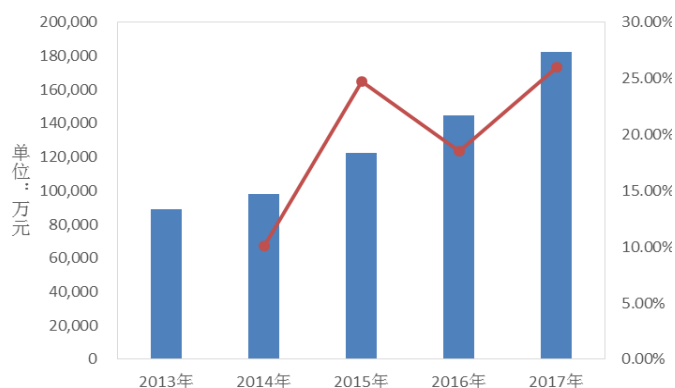
图表目录

图 1：2013 年-2017 年公司主营业务收入及增速	4
图 2：2013 年-2017 年公司归母净利润及增速	4
图 3：2013 年-2017 年公司视频会议业务收入及毛利率	4
图 4：2013 年-2017 年公司视频监控业务收入及毛利率	4
图 5：2013 年-2017 年公司销售费用情况	5
图 6：2013 年-2017 年公司研发费用情况	5
图 7：2013 年-2017 年公司存货情况	6
图 8：2013 年-2017 年公司经营性净现金流情况	6
表 1： 2018 年-2020 年公司分项业务收入及毛利率预测	7

一、盈利能力稳步提升，2017 年归母净利润同比增长超 55%

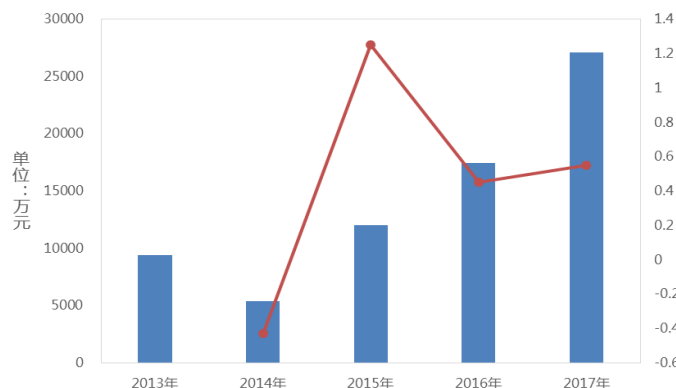
2018 年 4 月 17 日，公司公布 2017 年年度报告。报告期内，公司实现：主营业务收入 182543.65 万元，比上年同期增长 26.02%，实现归属母公司股东的净利润 27077.30 万元，比上年同期增长 55.02%。受益于国内安保升级、电子政务升级等政策导向及投资拉动，公司所在的视讯行业迎来高景气，推动公司视频监控与视频会议两大主业的稳健增长。

图 1：2013 年-2017 年公司主营业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2013 年-2017 年公司归母净利润及增速



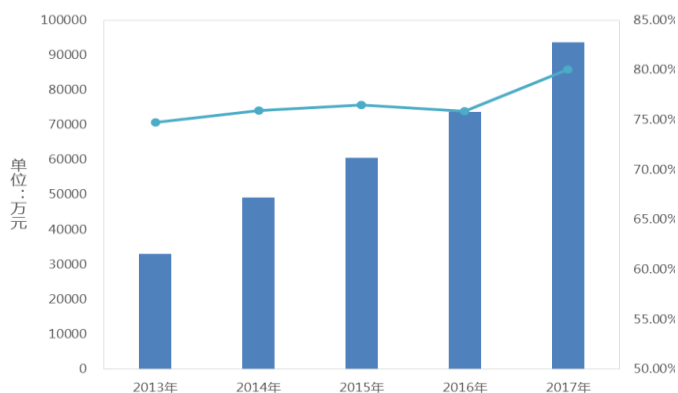
资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）毛利率维持高水平，AI 赋能产品实现规模销售

2017 年，公司视频监控业务实现收入 86904.18 万元，同比增长 26.89%，毛利率为 50.95%，同比下降 2.69 个百分点，主要是市场竞争激励，监控摄像机单价同比降幅较大，公司通用行业的低毛利产品销售增加等原因导致的。

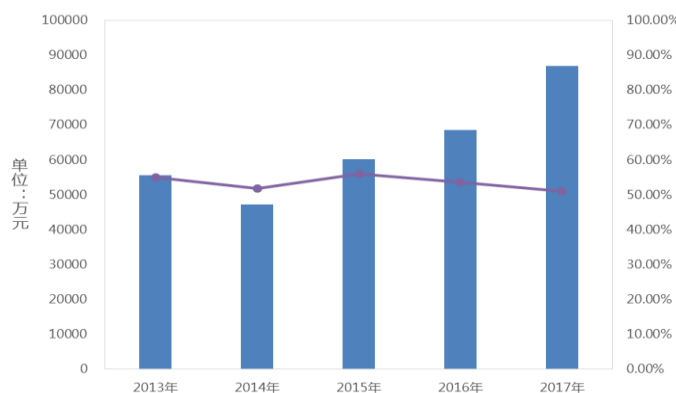
视频会议业务实现收入 93652.72 万元，同比增长 27.00%，毛利率为 80.07%，同比提升 4.18 个百分点，主要是可视指挥调度、网呈、MCU 销售占比提高带动的。

图 3：2013 年-2017 年公司视频会议业务收入及毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2013 年-2017 年公司视频监控业务收入及毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

分产品构成看，公司后端平台实现收入 68500.08 万元，同比增长 35.79%，毛利率为 63.51%，同比下降 6.93 个百分点，主要是通用类等低附加值产品占比略有提升。同时，前端产品销售实

现收入 112056.81 万元，同比增长 22.09%，毛利率为 67.60%，同比上升 5.33 个百分点，主要是部分 AI 赋能的产品，如电警卡口、人员卡口产品逐步实现规模销售和部署，高附加值产品占比提升带来的毛利率增长。

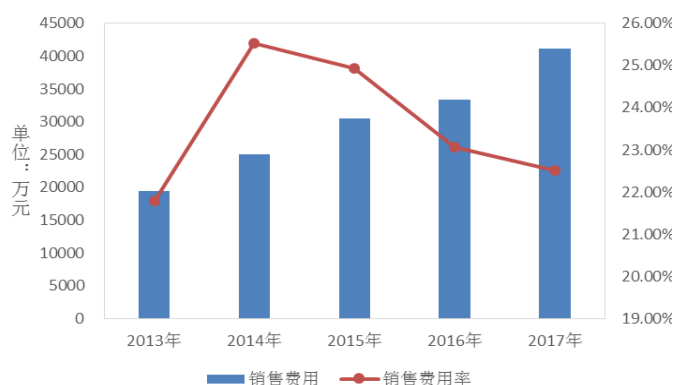
（二）市场拓展逐步打开局面，创新研发保持高投入

市场拓展方面，对于重点行业，公司进一步加强营销覆盖面和营销下沉力度，并建立了重点行业营销部，提升针对性营销力量和服务能力。对于通用行业，2017 年，公司重新明确了通用行业的营销政策，以“尚和合·谋共生”为主题，召开了首届全国合作伙伴大会，发布了“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。

2017 年公司销售费用为 41110.00 万元，同比增长 23.02%，销售费用率为 22.52%，同比下降 0.55%，连续四年呈逐步下降趋势，市场营销拓展逐步打开局面。

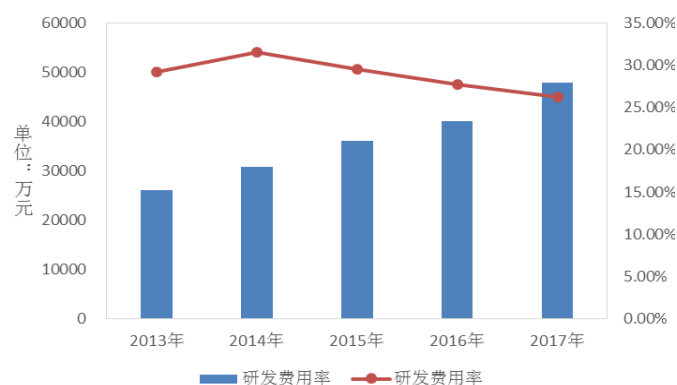
研发创新方面，2017 年公司研发投入 47907.93 万元，同比增长 19.27%，占营业收入的 26.24%，公司一直以来保持着行业领先的研发投入水平，使得公司在视频综合应用领域积累了雄厚技术实力和产品开发能力，在视频编解码、音视频处理、云存储、网络适应、人工智能等核心技术领域均处于业界领先水平。

图 5：2013 年-2017 年公司销售费用情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：2013 年-2017 年公司研发费用情况



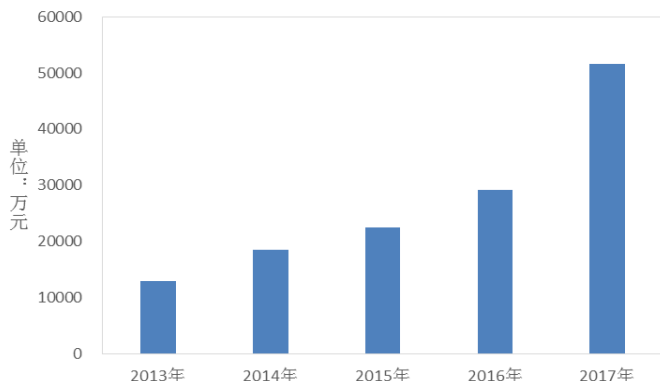
资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）存货备货积极印证业务高景气

存货报告期末值为 51630.15 万元，较上年期末增长 77.07%，主要是公司新签合同较多，而公司营销模式以解决方案建设为主，建设周期相对较长，需要公司保持相应数量的产成品和外购件等。存货的大幅增长也验证了公司业务的高景气度。

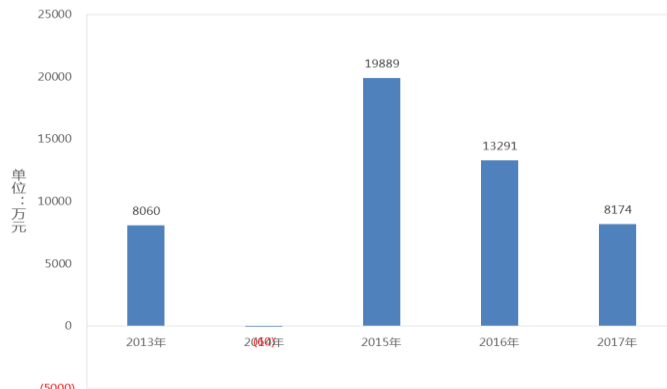
与此同时，存货增长也会带来相应的存货跌价风险，并影响到公司现金流表现：2017 年公司经营活动产生的现金流量净额 8173.88 万元，较上年同期降低 38.50%，主要是因为报告期内公司备货、支付的投标保证金等较上年同期增长较多。

图 7：2013 年-2017 年公司存货情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：2013 年-2017 年公司经营净现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、视讯建设需求前景乐观，业绩持续高增长具备行业基础

（一）视频会议业务三大维度增量空间可期

视频会议市场目前在建设层级、应用领域上不断打开增长天花板，同时从竞争格局看，包括公司在内的国产厂商在政府、公检法等关键行业具备国产替代的优势。

建设下沉：当前国内视频会议市场的建设高峰逐渐从原先的一二级网向三四级网延伸，其中，中小型会议室的使用率会越来越高，对会议设备的易用性和可维护性要求也越来越高。

应用外延：除了传统的电视电话会议，不断涌现出远程办公及业务沟通等新的应用需求，视频会议的行业应用范围在不断扩大；原一二级用户开始涌现融合指挥等新的需求；随着云计算、大数据、5G 技术发展，将推动远程医疗、应急指挥、移动办公等业务的快速发展。

国产替代：公司在视频会议行业占据主流市场地位，与华为、中兴以及思科、宝利通等海外厂商同台竞争，视频会议领域，国内以政府和公检法为主导的行业市场对产品安全性的要求越来越高，呈现出明显的国产化替代趋势。

（二）“雪亮工程”推动视频监控建设持续

2018 年初，“雪亮工程”被写入中央 1 号文件，将对国内安防行业产生直接的正面效应。一号文件同时也表明，乡村振兴对于加强基层视频监控有着强大的需求，大力推进农村社会治安防控体系建设，推动社会治安防控力量下沉，“雪亮工程”也将进一步助力视频监控市场的快速增长。

目前，视频监控行业迎来高清化向移动化、智能化升级，并进一步与海量传感器实现融合互联，推动智能交通、智慧城市建设。公司将人工智能技术整合到各类监控产品和解决方案中，从前端的智能识别摄像机、结构化分析摄像机，到后端的海燕车辆二次分析系统、猎鹰人像大数据平台等。以交通行业为例，通过部署智能摄像机，能够快速识别监控范围内出现的车辆或行人，

并提取相应的结构化信息；还能够生成视频摘要，大大减少了办案人员通过视频查找关键信息的时间。目前，公司已经实现 AI 赋能产品的规模部署和销售。

三、预测 2018 年实现归母净利润 3.55 亿元，维持公司买入-A 评级

基于以下假设：1) 国内视频监控、视频会议保持稳健的增长态势，公司业务同步行业增长；2) 公司业务产品结构保持稳定，AI 赋能的高附加值新产品进一步打开市场，冲减市场竞争带来的降价影响，各项业务毛利率保持平稳；3) 销售渠道建设稳步推进，销售费用增长趋于平稳；4) 研发投入增长幅度保持历史正常水平，并考虑股权激励摊销费用影响。

我们预测 2018 年-2020 年，公司将实现主营业务收入 23.02 亿元、28.63 亿元和 35.16 亿元；归母净利润 3.55 亿元、4.72 亿元和 6.26 亿元，对应 eps 为 1.38 元、1.83 元和 2.43 元，维持公司买入-A 评级。

表 1： 2018 年-2020 年公司分项业务收入及毛利率预测

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
总收入（万元）	182,543.65	230,215.99	286,270.46	351,645.00
YoY		26.12%	24.35%	22.84%
视频会议	93,652.72	118,564.34	148,051.30	182,251.15
视频监控	86,904.18	109,151.65	135,719.16	166,893.85
其他	1,986.75	2,500.00	2,500.00	2,500.00
毛利率				
综合毛利率	66.36%	65.96%	65.96%	65.47%
视频会议	80.07%	79.77%	79.58%	78.95%
视频监控	50.95%	50.54%	50.71%	50.40%
其他	94.69%	84.27%	86.95%	88.64%

资料来源：Wind，华金证券研究所

四、风险提示

国内视讯行业需求不及预期；公司新产品研发不及预期；市场渠道建设不及预期；证券市场系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,448.6	1,825.4	2,302.2	2,862.7	3,516.4
减:营业成本	500.1	614.0	783.7	974.5	1,214.3
营业税费	18.9	20.8	29.7	36.7	45.5
销售费用	334.2	411.1	469.9	539.6	607.6
管理费用	469.6	562.0	714.9	884.3	1,062.3
财务费用	6.1	-2.3	-5.3	-9.1	-12.2
资产减值损失	14.7	41.6	20.0	20.0	20.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	5.6	-	-	-
营业利润	105.0	279.9	289.3	416.6	579.0
加:营业外净收支	72.2	1.1	84.9	80.0	79.9
利润总额	177.1	281.1	374.2	496.6	658.9
减:所得税	2.8	10.8	22.5	29.8	39.5
净利润	174.7	270.8	355.3	471.5	625.6

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	473.5	248.8	542.7	802.0	1,011.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	411.1	563.4	715.6	843.0	993.3
应收票据	14.3	22.7	48.6	64.6	62.5
预付帐款	27.9	34.8	52.8	58.0	80.7
存货	291.6	516.3	528.6	542.8	772.7
其他流动资产	103.9	309.6	300.0	297.0	297.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	32.0	32.0	32.0	32.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	76.6	86.1	79.7	69.9	56.1
在建工程	22.2	49.3	64.3	74.3	84.3
无形资产	43.8	32.1	30.5	21.8	10.5
其他非流动资产	40.8	51.5	44.7	106.9	222.1
资产总额	1,505.6	1,946.6	2,439.5	2,912.4	3,622.9
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	177.5	217.1	297.1	315.3	410.3
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	188.4	331.0	308.5	345.2	406.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	3.8	10.4	6.7	9.7	13.2
负债总额	369.7	558.5	612.3	670.2	830.2
少数股东权益	0.4	0.0	-3.5	-8.2	-14.4
股本	250.0	250.0	257.4	257.4	257.4
留存收益	885.2	1,138.0	1,573.3	1,992.9	2,549.7
股东权益	1,135.9	1,388.1	1,827.2	2,242.2	2,792.7

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	174.3	270.2	355.3	471.5	625.6
加:折旧和摊销	30.3	31.5	28.0	30.6	32.1
资产减值准备	14.7	41.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	3.5	0.3	-5.3	-9.1	-12.2
投资损失	-	-5.6	-	-	-
少数股东损益	-0.4	-0.5	-3.5	-4.7	-6.2
营运资金的变动	-172.2	-412.5	-138.2	-114.2	-262.2
经营活动产生现金流量	132.9	81.7	236.2	374.1	377.0
投资活动产生现金流量	-164.0	-288.2	-35.0	-72.0	-117.0
融资活动产生现金流量	282.3	-17.9	92.6	-42.8	-50.3

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	18.6%	26.0%	26.1%	24.3%	22.8%
营业利润增长率	73.2%	166.7%	3.4%	44.0%	39.0%
净利润增长率	45.2%	55.0%	31.2%	32.7%	32.7%
EBITDA 增长率	47.2%	51.7%	50.5%	40.5%	36.7%
EBIT 增长率	63.0%	63.5%	56.5%	43.5%	39.0%
NOPLAT 增长率	69.3%	144.4%	0.0%	43.5%	39.0%
投资资本增长率	43.8%	73.7%	13.8%	11.5%	23.8%
净资产增长率	82.2%	22.2%	31.6%	22.7%	24.6%
盈利能力					
毛利率	65.5%	66.4%	66.0%	66.0%	65.5%
营业利润率	7.2%	15.3%	12.6%	14.6%	16.5%
净利率	12.1%	14.8%	15.4%	16.5%	17.8%
EBITDA/营业收入	9.4%	11.4%	13.6%	15.3%	17.0%
EBIT/营业收入	7.7%	9.9%	12.3%	14.2%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	28.7%	25.1%	23.0%	22.9%
负债权益比	32.5%	40.2%	33.5%	29.9%	29.7%
流动比率	3.61	3.09	3.61	3.95	3.94
速动比率	2.82	2.15	2.74	3.13	2.99
利息保障倍数	18.32	-78.96	-53.15	-44.90	-46.29
营运能力					
固定资产周转天数	19	16	13	9	6
流动营业资本周转天数	98	136	152	137	130
流动资产周转天数	267	298	304	302	298
应收帐款周转天数	95	96	100	98	94
存货周转天数	64	80	82	67	67
总资产周转天数	311	340	343	337	335
投资资本周转天数	133	171	184	166	160
费用率					
销售费用率	23.1%	22.5%	20.4%	18.9%	17.3%
管理费用率	32.4%	30.8%	31.1%	30.9%	30.2%
财务费用率	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
三费/营业收入	55.9%	53.2%	51.2%	49.4%	47.1%
投资回报率					
ROE	15.4%	19.5%	19.4%	21.0%	22.3%
ROA	11.6%	13.9%	14.4%	16.0%	17.1%
ROIC	24.8%	42.2%	24.3%	30.6%	38.2%
分红指标					
DPS(元)	0.07	0.11	0.15	0.20	0.27
分红比率	10.3%	10.2%	11.0%	11.0%	11.0%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.68	1.05	1.38	1.83	2.43
BVPS(元)	4.41	5.39	7.11	8.74	10.91
PE(X)	53.9	34.8	26.5	20.0	15.1
PB(X)	8.3	6.8	5.1	4.2	3.4
P/FCF	-113.0	-48.2	46.3	28.7	31.4
P/S	6.5	5.2	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	63.3	42.8	28.4	19.6	13.9
CAGR(%)	38.9%	31.8%	43.5%	38.9%	31.8%
PEG	1.4	1.1	0.6	0.5	0.5
ROIC/WACC	2.4	4.0	2.3	2.9	3.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn