

苏州科达 (603660)

证券研究报告

2018年12月02日

会议、监控融合，视频指挥龙头有望持续快速增长

视频会议：新产品推动业绩增长，持续受益于国产化替代

中国视频会议市场规模将于2019年有望达到10亿美元，增速高于全球水平，仍将保持年均近20%的增长。国内视频会议政府部门需求旺盛，将持续带来较大增量，且国产化替代浪潮延续，国际厂商份额将持续向国内厂商转移。公司深耕公检法等政府客户，将持续受益于政府部门需求增长及国产化替代。公司“晶艳”小间距LED拼接屏等新产品，市场反响热烈，公司视频会议业务高速增长，2018年上半年，公司视频会议营业收入同比增长54.82%。此外，公司不断开拓新市场，视频会议业务向军队、教育、医疗等行业持续扩张，并紧跟视频会议行业云化趋势，积极布局云平台，加强“摩云视讯”与公司其他视频会议系统产品的融合，提前布局把握将来。

视频监控：依托后端技术优势，发展行业解决方案建立护城河

国内视频监控占安防行业半壁江山，2017年市场规模已增长至1063亿元，达到千亿级别，复合增长率为23.54%，未来几年，仍有较大的增长空间。在行业后期由高清到移动化、智能化的升级过程中，市场竞争将由同质化产品的价格竞争转变为智能化产品的技术竞争和解决方案的整体服务能力竞争。公司后端安防应用优势明显，对产业理解深入，“猎鹰”系列产业应用广泛。公司通过数据可视化与视频融合提升行业竞争壁垒，2018年，公司推出精准贴合各行业应用的数据可视化平台，目前已受到市场的欢迎和认可，在应急指挥、雪亮工程中开始推广。预计公司后端产品市场份额将持续提升。公司聚焦行业解决方案，深度绑定行业需求保障利润率。目前公司产品及解决方案已覆盖200多个行业，视频监控毛利率长期保持超过50%的行业领先水平。

人均创收、盈利有望持续提升，业绩弹性大

公司持续保持行业较高研发投入，不断升级产品线扩大收入规模，2018年前三季度，公司营业收入同比增速达41.70%。公司积极推进“做深行业、做强区域”战略，渠道能力持续加强，后续公司将进一步加大通用类行业合作伙伴体系建设力度。渠道改善，公司规模效应逐年显现，2014至2017年，公司三大费用率连续三年逐年走低。目前，公司人均收入较海康威视、大华股份等行业龙头仍有较大增长空间，成本端员工薪酬预计近期将保持平稳，公司规模效应将持续显现。

投资建议：预计公司2018/2019/2020年EPS分别为0.96/1.32/1.81元。公司产品综合竞争力强，增长速度快，渠道持续改善，看好公司业务发展前景，给予公司2018年28X P/E，目标价26.88元，维持“买入”评级。

风险提示：渠道推进不及预期；安防订单进程不及预期；芯片等原材料成本有上行风险；新产品销售不及预期。

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.50元
目标价格	26.68元

基本数据

A股总股本(百万股)	360.18
流通A股股本(百万股)	237.53
A股总市值(百万元)	6,663.41
流通A股市值(百万元)	4,394.22
每股净资产(元)	4.27
资产负债率(%)	28.78
一年内最高/最低(元)	39.47/14.07

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《苏州科达-半年报点评:中报扣非利润高速增长，公司渠道建设初见成效》 2018-08-30
- 2 《苏州科达-公司点评:年报业绩略超预期，看好安防智能化趋势》 2018-01-30
- 3 《苏州科达-季报点评:业绩符合预期，销售+研发持续投入》 2017-10-27

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,448.58	1,825.44	2,420.35	3,034.22	3,714.25
增长率(%)	18.55	26.02	32.59	25.36	22.41
EBITDA(百万元)	136.69	207.31	260.77	373.99	527.10
净利润(百万元)	174.67	270.77	345.70	474.01	650.24
增长率(%)	45.22	55.02	27.67	37.12	37.18
EPS(元/股)	0.48	0.75	0.96	1.32	1.81
市盈率(P/E)	37.74	24.34	19.07	13.91	10.14
市净率(P/B)	5.81	4.75	3.57	2.84	2.22
市销率(P/S)	4.55	3.61	2.72	2.17	1.77
EV/EBITDA	55.25	40.34	23.26	15.88	10.59

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 视频会议：新产品推动业绩增长，持续受益于国产化替代	4
1.1. 视频会议空间广阔，国内市场增速接近 20%.....	4
1.2. 国内视频会议政府部门需求旺盛，公司将持续受益于国产化替代.....	5
1.3. 新产品市场反响热烈，助推视频会议收入加速增长.....	6
1.4. 开拓新市场，视频会议业务向军队、教育、医疗等行业持续扩张.....	7
1.5. 积极布局云平台，把握未来发展先机.....	8
2. 视频监控：依托后端技术优势，发展行业解决方案建立护城河	9
2.1. 视频监控行业国内千亿级规模，竞争焦点将转向技术与解决方案.....	9
2.2. 端到端安防应用优势明显，智能化升级建立护城河.....	10
2.3. 聚焦行业解决方案，深度绑定行业需求保障利润率.....	13
3. 人均创收、盈利有望持续提升，业绩弹性大	14
3.1. 高研发投入，不断升级产品线扩大收入规模.....	14
3.2. 积极推进“做深行业、做强区域”战略，销售能力持续加强.....	15
3.3. 规模效应初步显现，三大费用率持续降低.....	15
3.4. 人均收入仍有较大增长空间，规模效应将持续显现.....	16
4. 盈利与估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：全球视频会议市场规模.....	4
图 2：中国视频会议市场规模.....	4
图 3：2015 中国视频会议各行业市场份额占比.....	5
图 4：2015 中国视频会议各公司股份占比.....	6
图 5：晶艳小间距 LED 拼接屏及其应用.....	6
图 6：公司视频会议业务每半年度营收及增速情况.....	7
图 7：公司军队行业视频会议产品及解决方案.....	7
图 8：教育行业专递课堂解决方案.....	8
图 9：医疗行业医院视讯融合解决方案.....	8
图 10：摩云视讯主要架构.....	8
图 11：科达视讯混合云架构.....	9
图 12：科达视讯混合云安全性介绍.....	9
图 13：科达视讯混合云发展方向.....	9
图 14：全球视频监控市场规模及增速.....	10
图 15：2016 年我国安防产品各子系统所占市场份额.....	10
图 16：国内视频监控市场规模及增速.....	10
图 17：大数据可视化展示平台.....	12
图 18：公司结构化分析摄像机.....	12

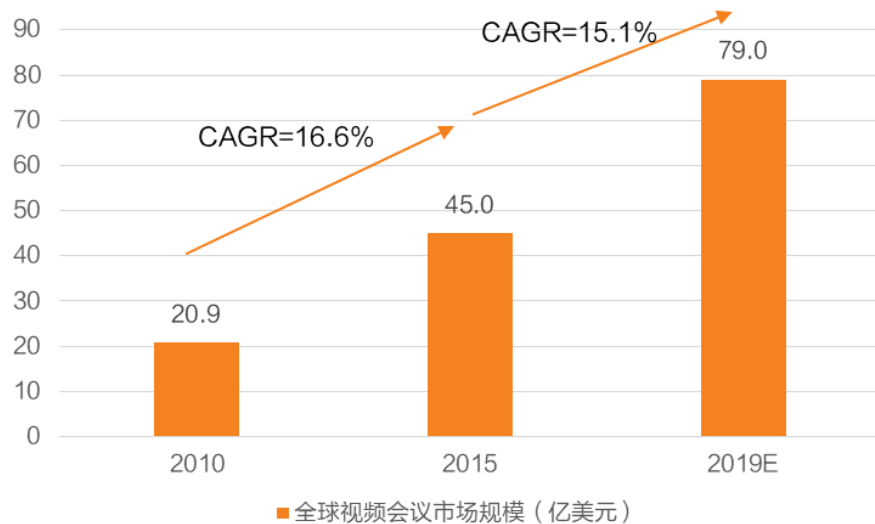
图 19: 公司感知型智能跟踪系统	12
图 20: 海燕车辆二次分析系统	13
图 21: 猎鹰人像大数据平台	13
图 22: 同行业视频监控业务毛利率情况	14
图 23: 视频会议及视频监控同行业公司研发费用 (单位: 亿元)	14
图 24: 视频会议及视频监控同行业公司研发费用率	14
图 25: 公司营收及净利润增速情况	15
图 26: 公司渠道模式	15
图 27: 公司历年三大费用率情况	16
图 28: 公司营收及净利润增速情况	16
图 29: 公司人均收入及人均净利润情况	17
图 30: 苏州科达、海康、大华人均收入情况 (单位: 万元)	17
图 31: 公司历年员工人数	17
图 32: 苏州科达、海康、大华人均薪酬情况 (单位: 万元)	17
表 1: 公司后端安防应用“猎鹰”系列信息	11
表 2: 公司行业解决方案信息	13
表 3: 业务收入拆分及预测 (单位: 亿元)	17
表 4: 可比公司估值	18

1. 视频会议：新产品推动业绩增长，持续受益于国产化替代

1.1. 视频会议空间广阔，国内市场增速接近 20%

全球视频会议行业市场规模 2019 年将达 79 亿美元，空间广阔。根据 Frost&Sullivan，2010 至 2016 年，全球视频会议规模由 20.9 亿美元增长至 45.0 亿美元，CAGR 为 16.6%，并将于 2019 年达到 79 亿美元的规模，2015 至 2019 年复合增长率达 15.1%。

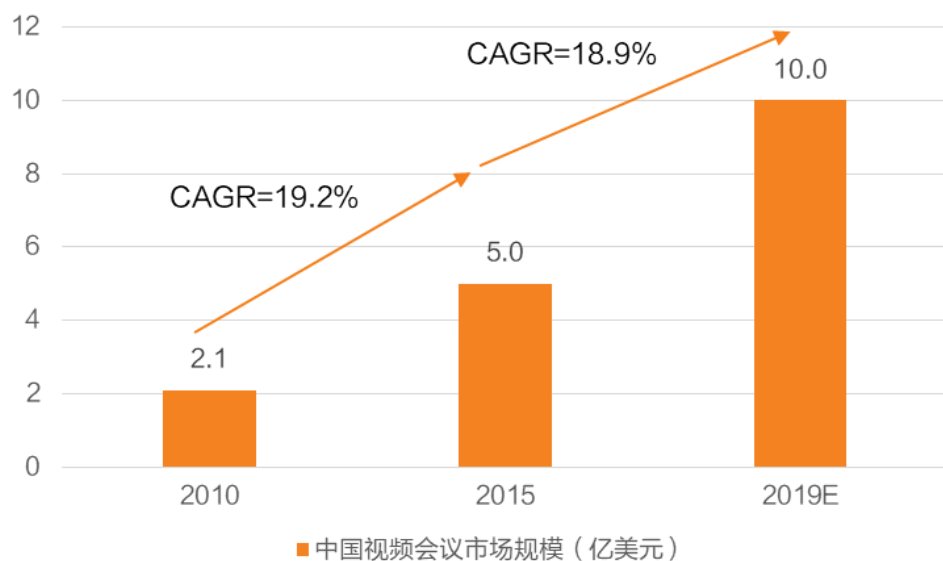
图 1：全球视频会议市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，亿联网络招股书，天风证券研究所

中国视频会议市场增速高于全球水平，保持年均近 20% 的增长。根据 Frost&Sullivan，2010 至 2016 年，中国视频会议规模由 2.1 亿美元增长至 5.0 亿美元，CAGR 为 19.2%。据预测，2015 至 2019 年，中国视频会议市场仍将保持高于全球水平的增速，CAGR 达 18.9%。中国市场占全球市场的比重有望持续攀升，中国将成为视频会议行业的主要增长极，持续为业内企业提供稳定、广阔的赛道。

图 2：中国视频会议市场规模

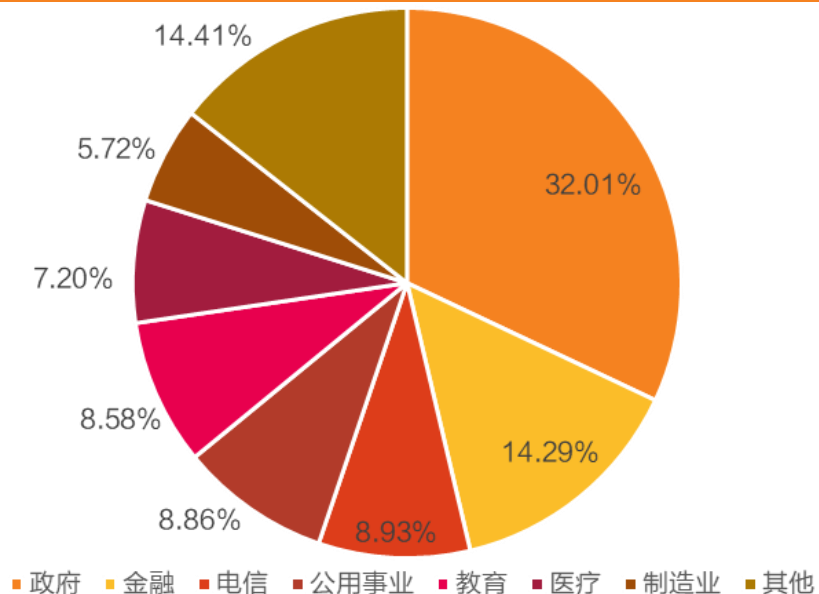


资料来源：Frost&Sullivan，亿联网络招股书，天风证券研究所

1.2. 国内视频会议政府部门需求旺盛，公司将持续受益于国产化替代

国内视频会议政府部门需求旺盛，公司深耕公检法司等政府部门客户，掌握核心资源。就国内市场而言，国内视频会议政府部门需求旺盛。据 IDC 统计，2015 年全年，政府部门占国内视频会议市场份额高达 32.01%，排名各行业第一，需求远远超过电信和金融等其他行业。随着政府部门信息化建设步伐加快及对办公效率及质量要求的不断提升，政府部门仍将为国内视频会议行业带来较大增量。公司长期耕耘于公安、检察院、法院等重点行业，在政府部门的客户资源优势突出，政府旺盛的订单需求将对公司视频会议业务的稳健发展提供有力保障。

图 3：2015 中国视频会议各行业市场份额占比



资料来源：IDC，天风证券研究所

视频会议国产化替代空间广，公司或将成为国产化替代浪潮中最大受益者。全球视频会议行业主要面向政府部门及世界 500 强等经济实力较强的大型企业，国内则主要集中于政府部门、各行业的大型央企国企及少数民企。此类客户对自主可控的要求较高，随着国内信息安全和视频融合应用的发展，国内视频会议国产化替代趋势较为明显。

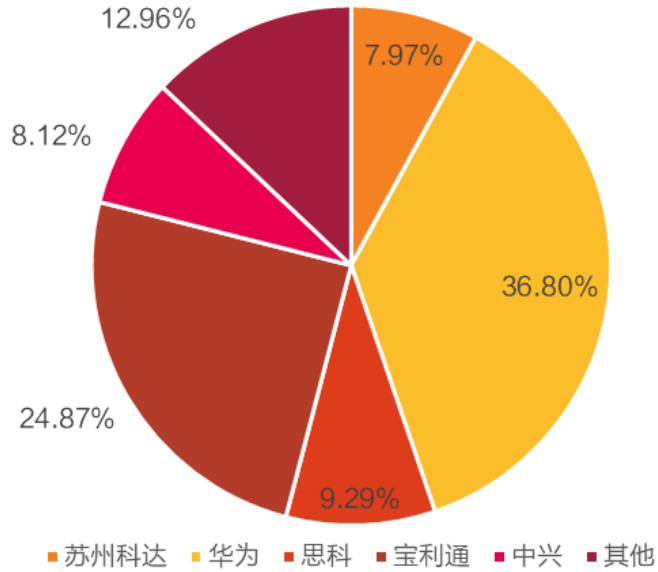
国内视频会议的主要参与者有华为、苏州科达、中兴、宝利通、思科等，目前，宝利通、思科等外企仍占有较高份额，国产化替代空间广阔。据 IDC 统计，2015 年全年，宝利通、思科等国际巨头在国内市场份额占比为 24.87%、9.29%，二者合计占据超过三分之一的市场份额。随着国产化替代的进行，国内视频会议市场份额将大概率向苏州科达及华为转移，公司视频会议市场份额将持续提升。主要原因为：

(1) 宝利通：外企，受累于国产化替代，2016 至 2018 年间，分别被私募股权公司 Siris Capital 和耳机制造商 Plantronics 收购，业务管理连续性略有不足。

(2) 思科：外企，受累于国产化替代，虽为全球视频会议龙头，但国内业务重心并不在视频会议。

(3) 中兴：由于中美贸易战影响，公司经营不确定性较高，公司视频会议产品线不甚完善，业务重心不在视频会议。

图 4：2015 中国视频会议各公司股份占比



资料来源：IDC，天风证券研究所

1.3. 新产品市场反响热烈，助推视频会议收入加速增长

“晶艳”小间距 LED 拼接屏等新产品市场反响较高。公司产品线研发与更新迅速，视频会议系列新产品不断推出，2017 年，公司共推出了 80 余款新品，并对多款行业解决方案、产品进行了优化。其中，公司推出的“晶艳”小间距 LED 拼接屏市场凭借其高一致性、零噪音、易维护等优越性能市场反响较高，目前已迅速应用到包括最高人民检察院在内的公安、检察院、法院等部门。

图 5：晶艳小间距 LED 拼接屏及其应用

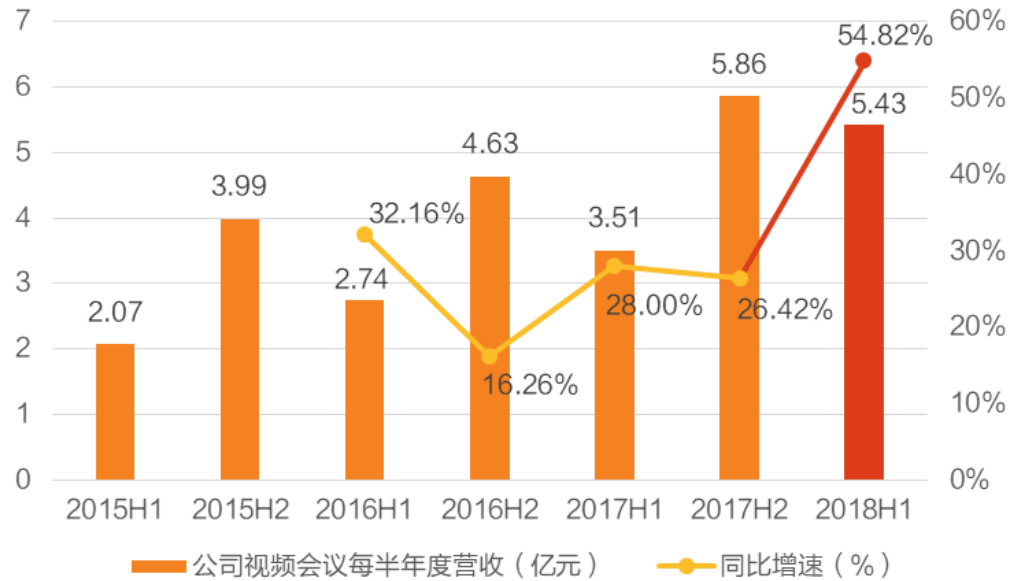


资料来源：公司官网，公司官方微信公众号，天风证券研究所

新产品的热销推动了公司视频会议业务的高速增长。2018 年上半年，公司视频会议业务

营业收入达 5.43 亿元，较去年同期的 3.51 亿元大幅增长了 54.82%，同比增速大幅提升，公司视频会议业务进入增长快通道。

图 6：公司视频会议业务每半年度营收及增速情况



资料来源：公司年报及半年报，天风证券研究所

1.4. 开拓新市场，视频会议业务向军队、教育、医疗等行业持续扩张

除进一步挖掘公检法司等公司优势客户的订单外，公司视频会议业务持续向军队、教育等行业扩张。公司积极拓展军队市场，贴合军队作战需要，公司自主研发了融合指挥调度系统、机动化作战指挥、卫星视讯等产品。此前，军队市场主要由中兴占据，受贸易战影响，中兴已有美方代表进入，军队较为关注产品的信息安全，中兴在军队领域的竞争力或将减弱。公司凭借完整的军队产品与解决方案及此前的部队客户积累，军队领域的业务或将进一步拓展，公司来自军队方面的业务占比有望逐渐攀升。

图 7：公司军队行业视频会议产品及解决方案



融合指挥调度



机动作战指挥



智慧营区



卫星视讯

资料来源：公司年报，天风证券研究所

针对教育行业，公司推出了专递课堂，完成互动课堂、录播课堂、名师名校课堂、教研课堂、督导课堂五大应用，实现了教学资源的共享，促进教育的均衡发展，目前已应用于 4 个省级教育视讯平台。针对医疗行业，公司推出了远程会诊和医院视讯融合等解决方案，目前已应用于解放军总后卫生部、湘雅医院及四个省级医疗平台。向军队、教育、医疗等行业持续扩张，将降低公司视频业务的客户依赖性，增强客户服务能力，并为公司视频会议收入持续带来增量。

图 8：教育行业专递课堂解决方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 9：医疗行业医院视讯融合解决方案

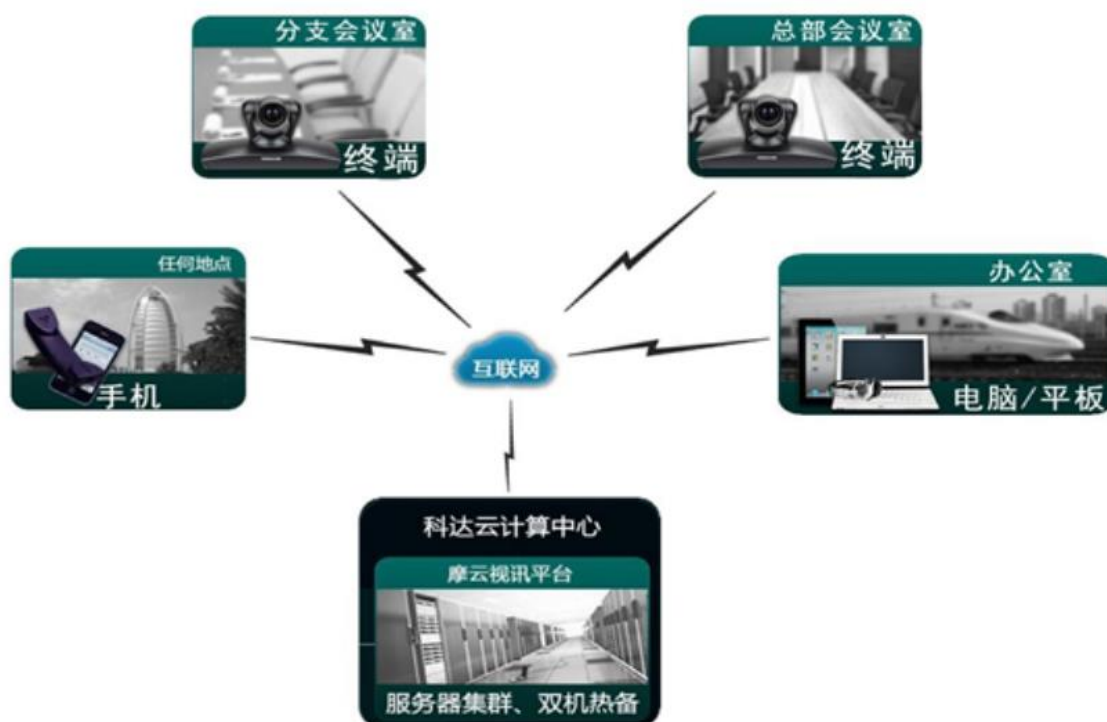


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.5. 积极布局云平台，把握未来发展先机

云平台为行业长期发展方向之一，公司提前布局把握将来。传统视频会议系统主要面向政府、大型企业客户，性能和价格较高，而云平台相对便宜，适合中小企业，且为政企部门的上下级沟通提供了便利性与普及性，是行业长期发展的方向之一。公司于业内较早布局云平台，于 2011 年推出了“摩云视讯”租赁会议产品，并不断升级构建了融合云、H.265、和 4K 技术的云视讯 5.0。

图 10：摩云视讯主要架构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

率先发布视讯混合云，增强云平台竞争力。2017年，公司发布了云视讯平台5.0，实现了行业视讯和摩云视讯在平台端的融合。同时，公司推出了“视讯混合云”，成为国内第一家发布视讯混合云的厂商。“视讯混合云”以会议为中心，从公/私网呼叫、即时通信、B2B互联、集成API、安全及容灾备份六个维度全面提升用户体验。公司积极布局发展云平台，加强云平台与公司其他视频会议系统产品的融合，将助力公司保持行业竞争力，紧跟行业潮流，在行业发展进程中立于不败之地。

图 11：科达视讯混合云架构



资料来源：通信世界网，天风证券研究所

图 12：科达视讯混合云安全性介绍



资料来源：公司官方微信公众号，天风证券研究所

图 13：科达视讯混合云发展方向



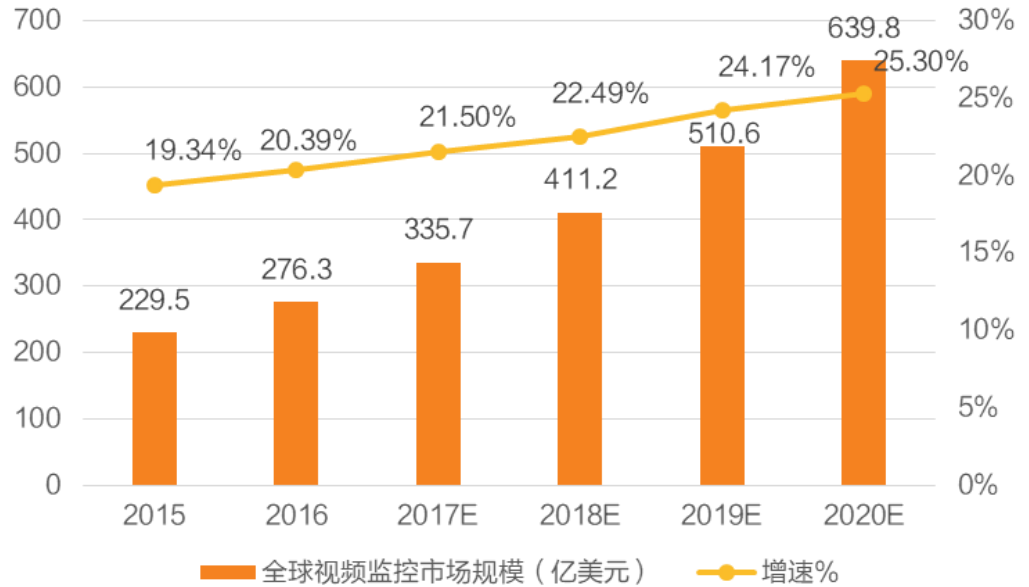
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 视频监控：依托后端技术优势，发展行业解决方案建立护城河

2.1. 视频监控行业国内千亿级规模，竞争焦点将转向技术与解决方案

全球视频监控市场发展处于加速阶段。根据中国产业信息网，全球视频监控市场增长迅速，市场规模将由2015年的229.5亿美元增长至2020年的639.8亿美元，且市场增速不断提升，年增速将由2015年的19.34%逐年提升至2020年25.30%。全球视频监控市场未来若干年仍将处于加速发展阶段。

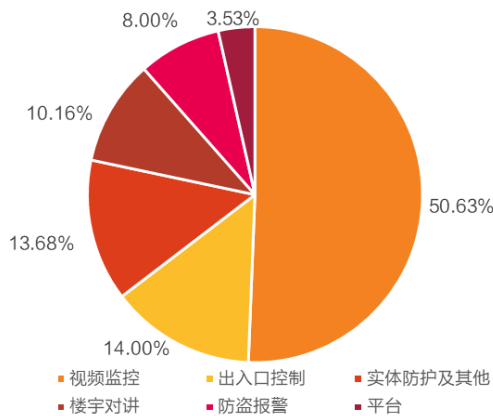
图 14：全球视频监控市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

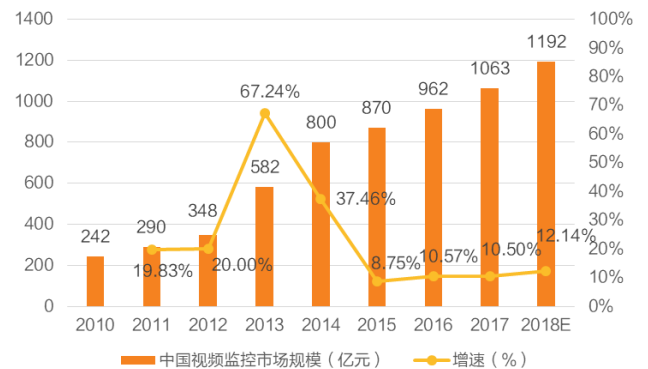
国内视频监控占安防行业半壁江山，千亿级市场仍有较大增长空间。根据中商产业研究院，2016年视频监控占我国整个安防行业市场份额的50.63%，市场份额远超其他安防子行业。2010年至2017年，我国视频监控行业市场规模由242亿元增长至1063亿元，达到千亿级别，复合增长率为23.54%。未来几年，视频监控行业仍有较大的增长空间，据中国安防协会发布的《安防行业“十三五”展望》，国内视频监控行业市场规模将于2020年达到1683亿元。

图 15：2016 年我国安防产品各子系统所占市场份额



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

图 16：国内视频监控市场规模及增速



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

市场竞争将由规模价格竞争转变为技术和解决方案的竞争。近几年，视频监控市场已经基本完成了高清对标清产品的替代，接下来将迎来高清到移动化、智能化的升级。市场竞争将由前端产品的规模价格竞争转变为智能化产品的技术和解决方案的整体服务能力竞争。行业价格战可能性逐步降低，技术地位逐步提升，产品将沿差异化方向发展。

2.2. 端到端安防应用优势明显，智能化升级建立护城河

公司端到端安防应用优势明显，理解深入技术壁垒高。视频监控行业产品主要分为前端设备、后端网络及应用，业内主要公司包括海康威视、大华股份、宇视科技、苏州科达等。海康威视在前端及后端的综合实力较强，大华股份前端设备竞争力较强，宇视科技由前端起家并向后端扩展，而科达在端到端应用方面优势明显。视频监控行业的内核在于行业理

解而非价格竞争，深入理解产业、建立优势领域、提升技术壁垒，是业内公司发展的要诀。

科达视频监控业务以后端产品起家，于 2008 年业内率先推出 NVR，并开发了嵌入式大容量硬件平台和多款视频编解码器，经过多年的发展，公司在后端平台及应用积累了较大的行业优势，目前公司已推出包含“海燕”、“海鸥”、“猎鹰”在内的端到端 AI 赋能产品和视频大数据应用系统等。其中，“猎鹰”系列为公司端到端安防应用的亮点，公司基于猎鹰视频侦查系统、猎鹰图像处理系统、采用多类型前端科学布点建设（首创感知型摄像机）等行业专用产品，为公安行业提供了科达猎鹰人像大数据平台，科达猎鹰视频结构化解析平台、科达猎鹰视频侦查实验室等解决方案，应用于天网工程、平安工程、雪亮工程、智能交通、智慧社区、智慧司法、智慧营地、智慧校园、智能建筑等行业，并已在 400+政法单位部署，破获案件 2500+起，预警重点人员 35000+名。

表 1：公司后端安防应用“猎鹰”系列信息

行业专用产品	重要特性	详细介绍
EVIS 300 科达猎鹰视频侦查系统	开放兼容	兼容市面上绝大多数厂商的视频格式，对特殊格式提供快速解码服务
	场景自适应	智能分析算法自适应选择视频场景，调整算法灵敏度，提高分析准确率
	高效审看	浓缩看、排查看、车牌筛选、颜色筛选等轻松应对各类视频场景审看
	以图搜图	基于目标区域的图像综合特征检索，通过深度学习从海量信息中快速检索出相似目标
EIPS300 科达猎鹰图像处理系统	多人协同	联网、单兵自由组网应用，线索共享同时保障存储与传输的安全，提升破案效率
	可视化交互	提供多画面预览结果，只需简单选择即可得到满意效果
	智能参数推荐	采用先进的自适应阈值算法，可自动设置各个阈值参数，无需人工干预
	功能自由组合	拥有 100 多种功能，可根据实际情况自由组合
	多种车牌&人脸处理	轿车、拖拉机、摩托车、电动车车牌清晰化处理；人脸转正、人脸重建、人脸去遮挡等
序号	公安行业解决方案	详细介绍
1	科达猎鹰人像大数据平台	提供从布点架设、前端抓拍到后端智能应用，提供一体化解决方案。可以有效解决人员的追查、锁定、预防、控制的问题。
2	科达猎鹰视频结构化解析平台	可以将视频图像解析成可被计算机和人识别、理解、检索的文本信息，是支撑安防大数据和公安实战应用的前提和基础。
3	科达猎鹰视频侦查实验室	包含视频采集、海量存储、快速筛查、比对分析、图像处理、涉案视频库完整解决方案。通过猎鹰视频侦查工作室的建设，使警务工作由传统粗放型向集约高效型转变，避免“人海战术”和侦查人员超负荷劳动。
序号	行业应用及成果	详细介绍
1	行业应用	天网工程、平安工程、雪亮工程、智能交通、智慧社区、智慧司法、智慧营地、智慧校园、智能建筑
2	实战成果	猎鹰已在 400+政法单位部署，破获案件 2500+起，预警重点人员 35000+名，广泛服务于侦查破案、反恐维稳、治安防控、综合治理等。

资料来源：公司官网，公司官方微信公众号，天风证券研究所

公司在数据可视化与视频融合等方面持续发力，提升行业竞争壁垒。在视频融合方面，公司具有视频监控及视频会议的完整的产品线，公司可利用视频领域技术优势提供各项产品组合及视频综合应用。在数据可视化方面，2018 年，公司研发出了精准贴合各行业应用的数据可视化平台，平台支持多源异构数据采集整合，并采用了探索式可视化设计，用户可自主修改界面模块、组件样式等。公司不断保持并扩大后端安防应用优势，建立公司业务护城河，预计公司后端产品市场份额将持续提升。

图 17：大数据可视化展示平台



资料来源：公司官方微信公众号，天风证券研究所

加速产品智能化升级，提升产品竞争力。公司紧跟视频监控行业智能化浪潮，大力发展“安防+AI”，公司加强结合应用场景的深度学习、人工智能、云平台、分布式云存储等技术研发，目前在前端及后端均推出多项贴合各细分市场应用的智能化产品。目前，公司在前端已具有智能识别摄像机、结构化分析摄像机等人工智能产品，后端海燕车辆二次分析系统、猎鹰人像大数据平台等产品亦不断更新升级，公司产品竞争力进一步提升。

图 18：公司结构化分析摄像机

图 19：公司感知型智能跟踪系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

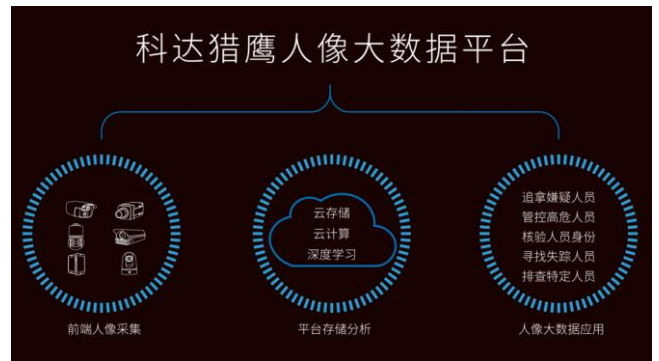
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 20：海燕车辆二次分析系统



资料来源：公司官方微信公众号，天风证券研究所

图 21：猎鹰人像大数据平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3. 聚焦行业解决方案，深度绑定行业需求保障利润率

公司聚焦行业解决方案，深度绑定行业需求。为深度挖掘各行业视频监控业务需求，公司聚焦于行业整体解决方案的提供。公司拥有专业的解决方案团队，通过标准产品和行业应用软件的组合，推出了一系列解决方案。目前公司已针对公安、检察院、法院、司法、教育等 11 个重点行业提供了行业解决方案，并针对平安城市、智能交通、移动应用、科技法庭、专递课堂、远程会诊等特定场景提供了共计 80 余种解决方案，产品及解决方案已覆盖 200 多个行业。

表 2：公司行业解决方案信息

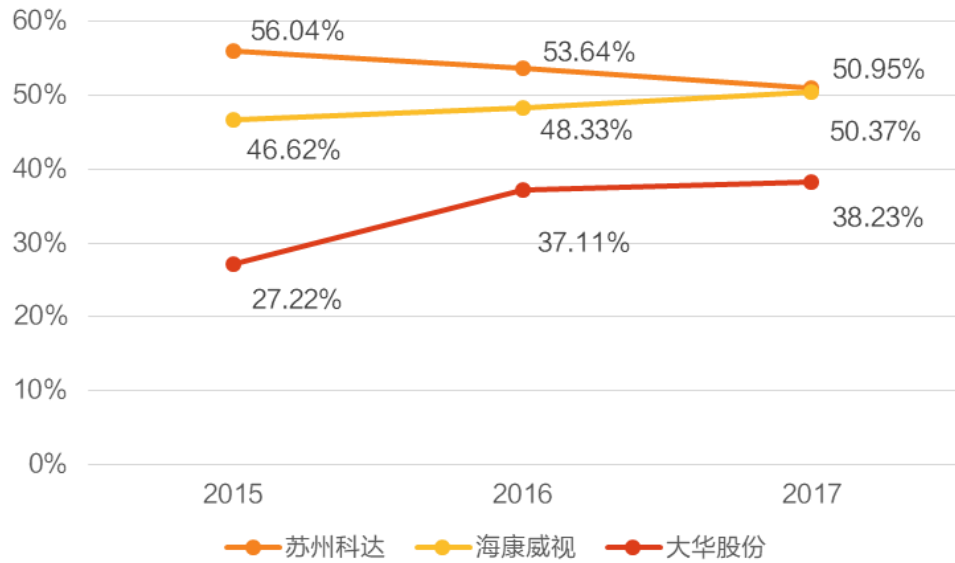
序号	行业	详细介绍
1	公安	近 20 种解决方案，覆盖公安各个警种，占有率位居前列
2	检察院	10 余种解决方案，覆盖最高检、全国 25 个省检院及 2000 多个基层检察
3	法院	近 10 种解决方案，17 个省法院视频信息化建设选择科达
4	纪委监委	融合大数据、人工智能、视频科技，应用于多个纪委监委部门
5	司法	产品覆盖司法部、全国 15 个省司法厅及多个基层司法所
6	应急	精准指挥、上下联动、秒级响应，以前沿科技力量为应急管理赋
7	教育	覆盖高校和普教，服务于 300 多所高校，2 万多间中小学教室
8	智能交通	截止目前，交付了 500 多个智能交通项目
9	医疗	情系雅安，远程医疗播种生命之花；携湘雅医院探“互联网+医疗”
10	监管	所内所外全覆盖，外出押解防脱逃系统被公安部监所局发文推荐
11	智能建筑	先进的物联网技术，实现大楼内人、车、物管控
12	其他	在金融、能源等领域，科达正积极探索新兴行业市场

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司视频监控业务毛利率水平持续处于行业领先水平。公司聚焦行业解决方案，深度绑定行业需求，保障了公司业务高利润率，公司视频监控业务毛利率持续保持超过 50%的较高

水平。2017 年，公司监控业务的毛利率为 50.95%，领先于同行业公司海康威视的 50.37% 及大华股份的 38.23%。

图 22：同行业视频监控业务毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所绘制

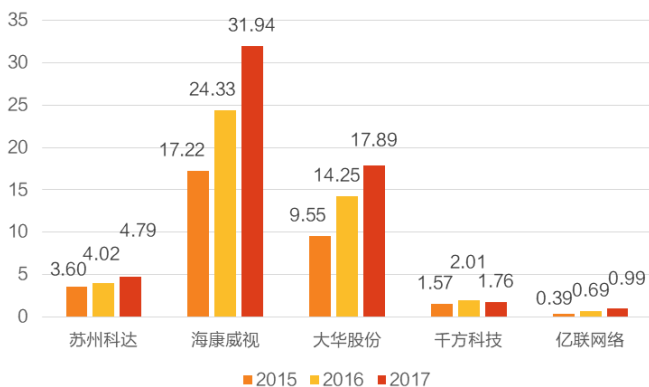
注：苏州科达取视频监控业务、海康威视取前端音视频业务及后端音视频业务之和、大华股份取公司整体业务

3. 人均创收、盈利有望持续提升，业绩弹性大

3.1. 高研发投入，不断升级产品线扩大收入规模

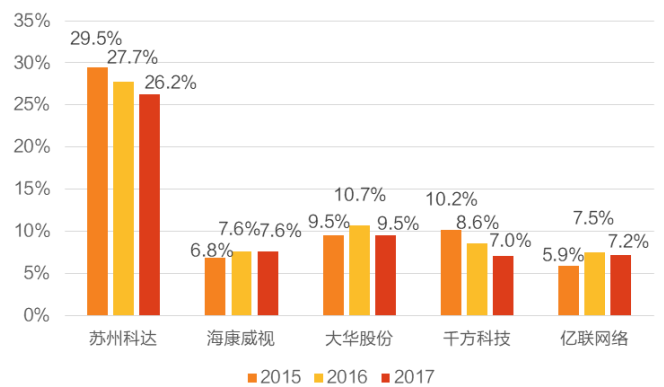
重视产品研发，公司研发投入力度远超同行业公司。2015 至 2017 年，公司研发投入逐年增加，由 3.60 亿元增长至 4.79 亿元，研发费用率持续保持在超过 20% 的较高水平，远超同行业内其他公司，2017 年，公司研发费用率达 26.2%。高研发投入助力公司不断完善并升级产品线，目前，公司拥有完善的视频会议及视频监控产品线，拥有平台、NVR、IPC、存储、编解码器、无线等十多个子产品线、近千款产品组合。

图 23：视频会议及视频监控同行业公司研发费用（单位：亿元）



资料来源：各公司年报及招股书，天风证券研究所

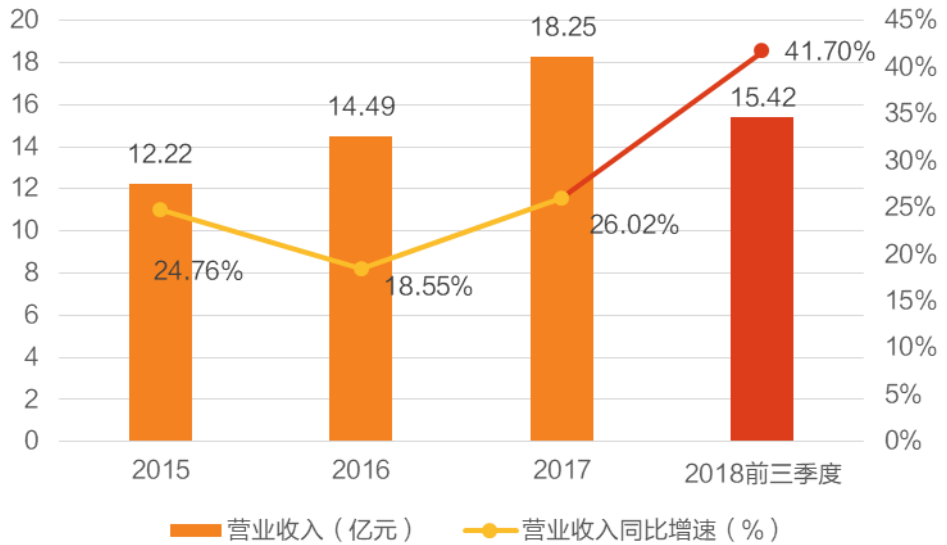
图 24：视频会议及视频监控同行业公司研发费用率



资料来源：各公司年报及招股书，天风证券研究所

公司营业收入规模不断扩大。2015 至 2017 年，公司整体营业收入由 12.22 亿元增长至 18.25 亿元。且收入增速不断提升，2018 年前三季度，公司营业收入同比增速达 41.70%，实现了 15.42 亿元的营收规模。

图 25：公司营收及净利润增速情况

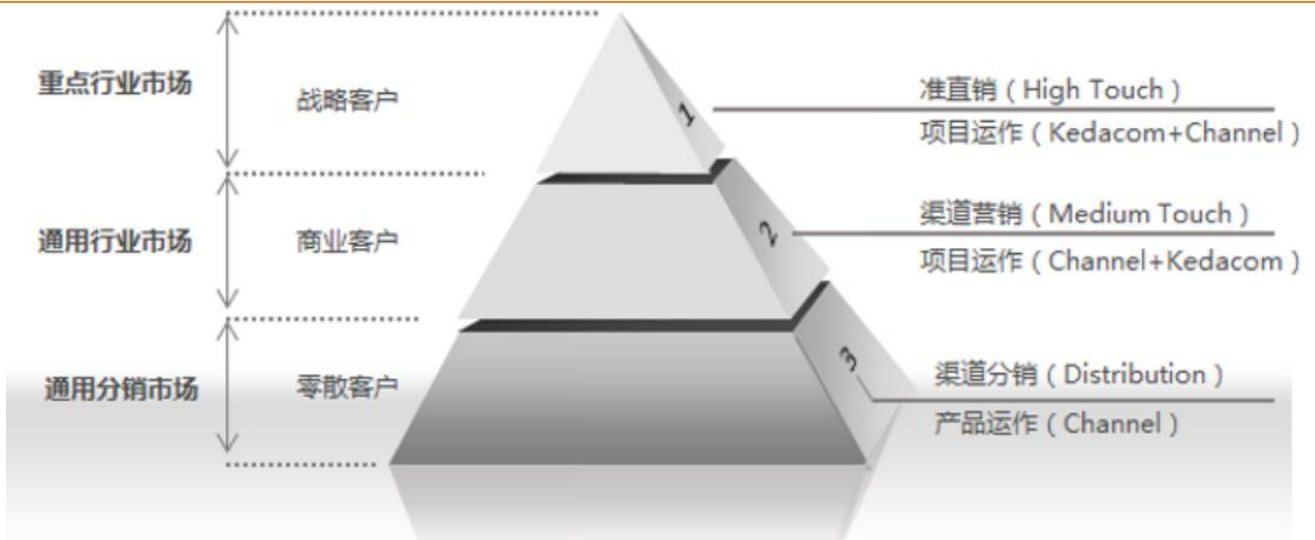


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 积极推进“做深行业、做强区域”战略，销售能力持续加强

公司不断改进销售短板，销售能力持续提升。除进一步提升公司在公、检、法、司等重点行业的营销能力，公司着重加强了通用行业市场的渠道建设。2017年，公司召开了首届全国合作伙伴大会，加大了通用类产品和解决方案在通用行业市场的宣传覆盖力度。目前，公司已与全国350多家核心渠道建立了价值合作伙伴关系。2018年，公司进一步加大行业渠道建设力度，将在全国二十多个城市开展巡回体验周活动。公司积极推进“做深行业、做强区域”的战略，推动与渠道合作伙伴关系由产品合作、短期利益合作向解决方案合作、可持续价值合作的转型，公司渠道竞争力的加强对公司业务规模效应的形成起到了重要的推动作用。

图 26：公司渠道模式

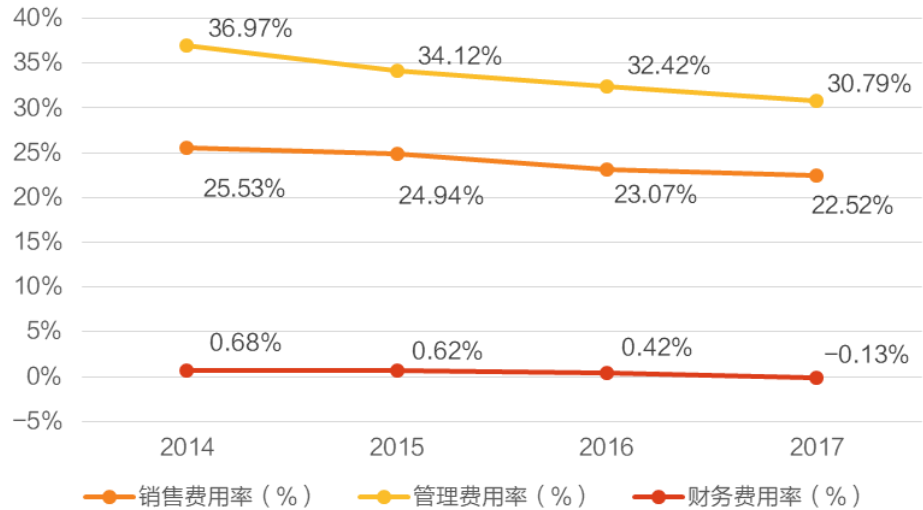


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 规模效应初步显现，三大费用率持续降低

公司规模效应逐年显现，三大费用率逐年走低。2014至2017年，公司三大费用率连续三年下降，管理费用由2014年的36.97%降低至2017年的30.79%，销售费用率由25.53%降低至22.52%，财务费用率由0.68%降低至-0.13%。由于公司在研发和销售上的投入较高，目前公司管理费用率及销售费用率在行业中仍处于较高的水平，随着未来几年公司收入的持续增长，公司费用率将持续被冲淡，公司管理费用率及销售费用率有望继续下降。

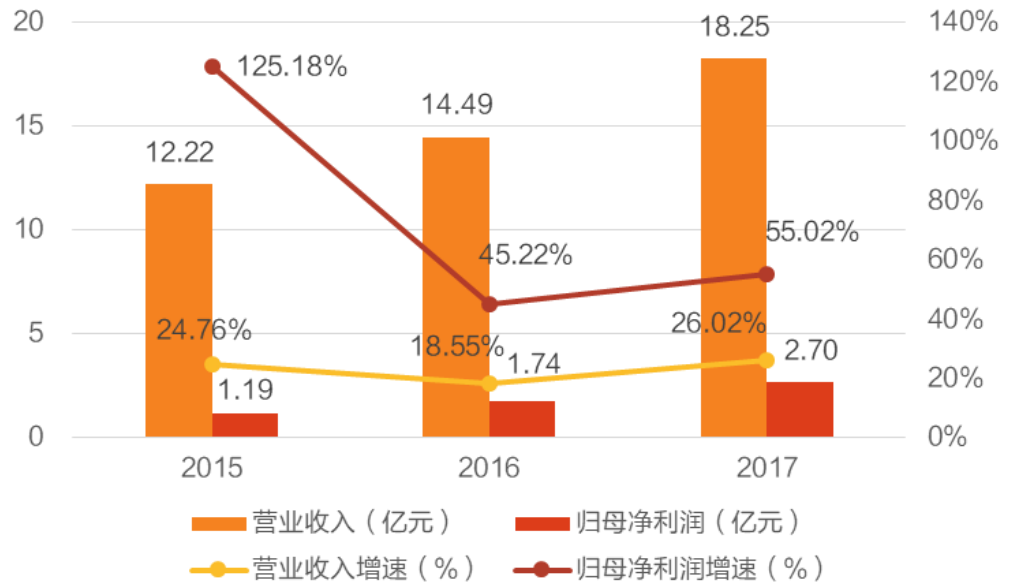
图 27：公司历年三大费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

净利润增速远超营收增速，且仍将长期保持。2015 年至 2017 年，公司营业收入同比增长 25%、19%、26%，在此期间，公司净利润同比增速达到 125%、45%、55%，远超同年营收增速。随着公司渠道的改善和产品竞争力的不断提升，预计公司规模效应将持续显现，未来几年，公司净利润增长步伐仍将快于营收增长步伐。

图 28：公司营收及净利润增速情况

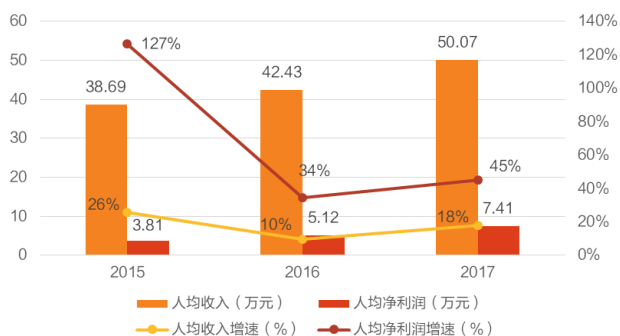


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 人均收入仍有较大增长空间，规模效应将持续显现

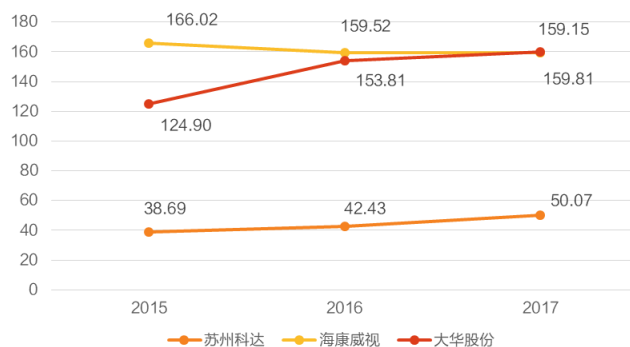
公司人均收入较快增长，但较海康威视、大华股份等行业龙头仍有较大的提升空间。随着近几年公司业务的拓展以及规模效应的初步显现，公司人均收入及人均净利润出现了较快的增长。2017 年，公司人均收入为 50.07 万元，同比增长 18%，人均净利润为 7.41 万元，同比增长 45%。尽管增长迅速，公司人均收入较海康威视、大华股份等仍然较低，2017 年，海康威视人均收入达 159.15 万元，大华股份人均收入达 159.81 万元，后续公司收入增长及规模效应仍有较大的发展空间。

图 29：公司人均收入及人均净利润情况



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

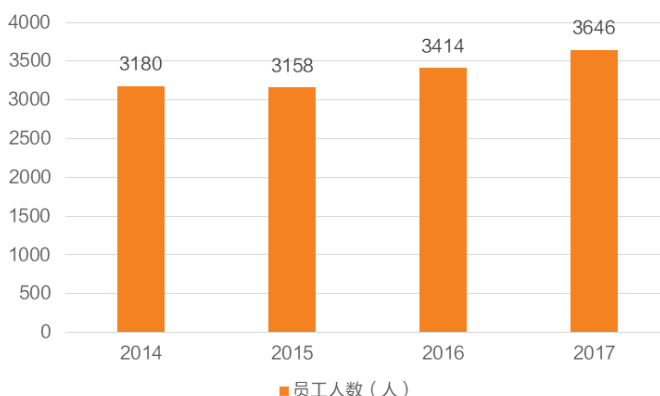
图 30：苏州科达、海康、大华人均收入情况 (单位：万元)



资料来源：wind，各公司年报，天风证券研究所

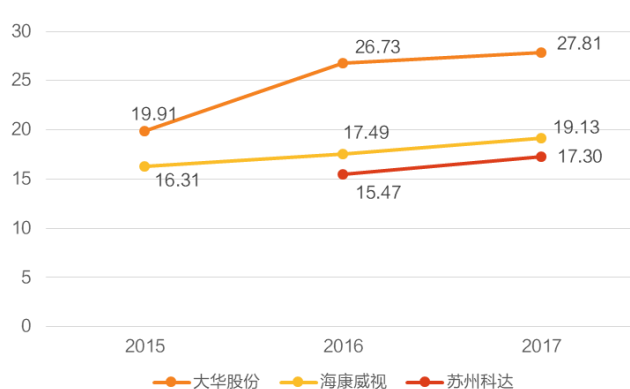
成本端员工薪酬预计将保持平稳，助力公司规模效应持续显现。公司近几年员工人数大致保持平稳，仅从 2014 年的 3180 人小幅增长至 2017 年 3646 人。为承接业务扩张的需求，公司于 2018 年在人员方面进行了扩张，预计后续公司员工总数将保持相对稳定。人均薪酬方面，2017 年公司人均薪酬为 17.30 万元，接近海康威视、大华股份的人均薪酬水平。公司位于苏州，目前员工待遇已设置得较高，预计未来公司人均薪酬将保持平稳，不会出现较大的增长。公司成本端稳定的员工成本支出也将助力公司规模效应持续显现。

图 31：公司历年员工人数



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 32：苏州科达、海康、大华人均薪酬情况 (单位：万元)



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

4. 盈利与估值

关键假设：1. 渠道改善市场推广顺利，公司视频监控及视频会议业务收入持续高增长；2. 研发投入产品转化顺利，公司在视频监控领域的壁垒增强；3. 视频会议国产化替代进展顺利，公司视频会议市场份额逐步提升。

表 3：业务收入拆分及预测 (单位：亿元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
视频监控	6.85	8.69	11.30	14.46	18.08
增速	13.72%	26.89%	30.00%	28.00%	25.00%
占比	47.28%	47.61%	46.68%	48.20%	49.21%
视频会议	7.37	9.37	12.71	15.68	18.87
增速	21.70%	27.00%	35.69%	23.41%	20.31%
占比	50.91%	51.30%	52.50%	51.69%	50.80%
其他业务	0.26	0.20	0.20	0.20	0.20
增速	91.75%	-24.51%	0%	0%	0%

占比	1.82%	1.09%	0.82%	0.65%	0.53%
合计	14.49	18.25	24.20	30.34	37.14

资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司产品综合竞争力强, 增长速度快, 渠道持续改善, 看好公司业务发展前景。预计公司 2018-2020 年分别将实现归属母公司净利润 3.46 亿、4.74 亿、6.50 亿, 对应 EPS 分别为 0.96 元、1.32 元、1.81 元。参考同类公司估值, 同类公司 2018 年平均估值为 28 倍, 我们给予公司 2018 年 28X P/E, 目标价 26.88 元, 维持“买入”评级。

表 4: 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			P/E		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
海康威视	002415.SZ	27.17	2465	1.24	1.53	1.88	21.98	17.77	14.42
千方科技	002373.SZ	11.91	177	0.57	0.73	0.92	20.85	16.21	12.97
亿联网络	300628.SZ	67.94	207	2.71	3.52	4.47	25.03	19.30	15.21
会畅通讯	300578.SZ	15.40	21	0.36	0.47	0.61	42.52	32.89	25.16
平均值							27.59	21.54	16.94

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

1. 渠道推进不及预期;
2. 安防订单进程不及预期;
3. 芯片等原材料成本有上行风险;
4. 新产品销售不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	473.53	248.84	549.15	900.83	1,214.15
应收账款	411.07	563.42	725.15	909.79	1,097.36
预付账款	27.85	34.81	42.93	63.40	94.91
存货	291.59	516.30	675.33	868.60	1,105.73
其他	118.20	332.26	335.96	344.69	349.74
流动资产合计	1,322.23	1,695.63	2,328.52	3,087.31	3,861.89
长期股权投资	0.00	31.99	31.99	31.99	31.99
固定资产	76.56	86.08	180.87	174.04	168.33
在建工程	22.17	49.32	0.00	80.00	130.00
无形资产	43.80	32.14	23.27	14.39	5.52
其他	40.80	51.45	47.05	46.06	46.06
非流动资产合计	183.33	250.98	283.19	346.49	381.90
资产总计	1,505.56	1,946.61	2,611.71	3,433.80	4,243.79
短期借款	0.00	0.00	25.67	208.27	215.07
应付账款	177.45	217.11	378.66	406.28	614.15
其他	188.45	330.98	320.24	414.43	412.69
流动负债合计	365.90	548.09	724.57	1,028.98	1,241.91
长期借款	0.00	0.00	33.57	78.17	26.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.79	10.38	10.38	10.38	10.38
非流动负债合计	3.79	10.38	43.95	88.55	36.65
负债合计	369.68	558.47	768.53	1,117.53	1,278.56
少数股东权益	0.44	0.00	(0.67)	(1.61)	(2.88)
股本	250.00	250.00	360.18	360.18	360.18
资本公积	335.48	335.48	335.48	335.48	335.48
留存收益	885.21	1,137.98	1,483.68	1,957.69	2,607.93
其他	(335.25)	(335.33)	(335.48)	(335.48)	(335.48)
股东权益合计	1,135.88	1,388.14	1,843.18	2,316.26	2,965.22
负债和股东权益总计	1,505.56	1,946.61	2,611.71	3,433.80	4,243.79

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	174.29	270.24	345.70	474.01	650.24
折旧摊销	30.33	31.48	17.89	18.01	18.19
财务费用	3.49	0.29	1.40	4.20	6.80
投资损失	0.00	(5.65)	(10.04)	(13.10)	(18.20)
营运资金变动	(172.18)	(412.46)	(177.36)	(284.31)	(255.12)
其它	96.96	197.83	(0.68)	(0.93)	(1.28)
经营活动现金流	132.91	81.74	176.91	197.88	400.62
资本支出	39.51	76.23	54.50	82.30	53.60
长期投资	0.00	31.99	0.00	0.00	0.00
其他	(203.50)	(396.46)	(98.96)	(151.50)	(89.00)
投资活动现金流	(163.99)	(288.23)	(44.46)	(69.20)	(35.40)
债权融资	0.00	0.00	59.25	286.44	241.34
股权融资	349.33	2.22	108.62	(4.20)	(6.80)
其他	(67.05)	(20.12)	0.00	(59.25)	(286.44)
筹资活动现金流	282.28	(17.90)	167.87	223.00	(51.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	251.19	(224.40)	300.32	351.67	313.32

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,448.58	1,825.44	2,420.35	3,034.22	3,714.25
营业成本	500.14	614.02	905.67	1,173.43	1,500.55
营业税金及附加	18.91	20.84	27.63	34.64	42.41
营业费用	334.19	411.10	498.87	588.67	665.19
管理费用	469.61	562.03	736.63	878.47	999.06
财务费用	6.06	(2.30)	1.40	4.20	6.80
资产减值损失	14.71	41.61	18.71	16.12	16.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	5.65	10.04	13.10	18.20
其他	0.00	(107.42)	(20.08)	(26.20)	(36.40)
营业利润	104.95	279.91	241.48	351.78	502.11
营业外收入	72.20	1.22	122.00	147.00	182.00
营业外支出	0.03	0.08	0.30	0.80	1.00
利润总额	177.12	281.05	363.18	497.98	683.11
所得税	2.83	10.81	18.16	24.90	34.16
净利润	174.29	270.24	345.02	473.08	648.96
少数股东损益	(0.38)	(0.53)	(0.68)	(0.93)	(1.28)
归属于母公司净利润	174.67	270.77	345.70	474.01	650.24
每股收益(元)	0.48	0.75	0.96	1.32	1.81

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	18.55%	26.02%	32.59%	25.36%	22.41%
营业利润	73.19%	166.70%	-13.73%	45.68%	42.73%
归属于母公司净利润	45.22%	55.02%	27.67%	37.12%	37.18%
获利能力					
毛利率	65.47%	66.36%	62.58%	61.33%	59.60%
净利率	12.06%	14.83%	14.28%	15.62%	17.51%
ROE	15.38%	19.51%	18.75%	20.45%	21.91%
ROIC	24.82%	42.18%	20.99%	25.67%	29.00%
偿债能力					
资产负债率	24.55%	28.69%	29.43%	32.55%	30.13%
净负债率	7.29%	-7.48%	16.80%	6.91%	-2.35%
流动比率	3.61	3.09	3.21	3.00	3.11
速动比率	2.82	2.15	2.28	2.16	2.22
营运能力					
应收账款周转率	3.80	3.75	3.76	3.71	3.70
存货周转率	5.61	4.52	4.06	3.93	3.76
总资产周转率	1.16	1.06	1.06	1.00	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.75	0.96	1.32	1.81
每股经营现金流	0.37	0.23	0.49	0.55	1.11
每股净资产	3.15	3.85	5.12	6.44	8.24
估值比率					
市盈率	37.74	24.34	19.07	13.91	10.14
市净率	5.81	4.75	3.57	2.84	2.22
EV/EBITDA	55.25	40.34	23.26	15.88	10.59
EV/EBIT	68.03	46.08	24.97	16.69	10.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com