

投资评级 优于大市 维持

2020年有望迎来业绩拐点

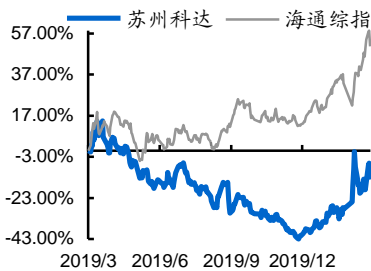
股票数据

02月28日收盘价(元)	13.98
52周股价波动(元)	9.42-28.15
总股本/流通A股(百万股)	504/494
总市值/流通市值(百万元)	7043/6908

相关研究

《营收加速增长，静待利润加速释放》
2019.03.22

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.8	26.6	41.2
相对涨幅(%)	17.4	28.7	39.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:杨林

Tel:(021)23154174

Email:yl11036@htsec.com

证书:S0850517080008

分析师:黄竞晶

Tel:(021)23154131

Email:hjj10361@htsec.com

证书:S0850518110001

分析师:洪琳

Tel:(021)23154137

Email:hl11570@htsec.com

证书:S0850519050002

投资要点:

- 2019年经营承压。**公司近日披露业绩快报，2019年全年营收25.32亿元，同比增长3.21%，归母净利润0.91亿元，同比下滑71.84%，从单季度来看，2019Q4营收8.08亿元，同比下滑11.43%，归母净利润0.68亿元，同比下滑62.74%。2019年公司业绩下滑比较明显，主要原因为公司加大了视频综合应用相关领域的战略投入，导致公司费用增速大幅超过了营业收入增速。同时，公司积极布局指挥中心、视频融合指挥系统等新兴业务，导致公司整体毛利率较上年同期有所下降。
- 研发投入到产出具有一定时滞。**自2018年开始，公司在人工智能、大数据、云计算等实战平台、中台和应用等方面加大了研发投入，同时，在业务需求多样化的背景下，加大了定制、交付力量，导致了公司研发费用同比上升较多。营销方面，推进区域下沉、服务增强等导致营销费用上升较多。这些费用的投入和产出之间有时滞性，投入对应的产出尚未完全释放。2019年，公司部分业务实施进度延缓，业务构成的类型中集成等低毛利率业务占总业务比重提升。我们认为，2020年公司经营有望迎来拐点。
- 云视频会议布局领先。**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、可靠性和用户体验要求严格，系统开发难度较大，技术壁垒较高，市场相对较为集中。随着各行业信息化建设的持续推进，视频会议系统的应用场景也越来越丰富，横向多功能延伸，纵向深层次渗透。从单纯的视频通信开始发展到远程教学和培训、远程医疗、可视指挥调度、交互协作、数据共享等多种形式。公司自2011年起做云视频会议，拥有成熟的云MUC和技术，公有云、私有云或者公私混合的混合云，可以由用户自由选择，软件云、硬件云或者软硬件结合的云，客户也可以灵活选择。2019年10月，公司发布了科达视讯6.0新品，融合智能、安全、云、国产化等新兴技术，通过开放、融合、协作、易用性等特性，逐步迈向满足全行业、全场业务需求的新征程。
- 盈利预测与投资建议。**公司历年研发投入较大，2019年前三季度研发投入已达4.99亿元，营收占比28.91%。我们认为公司在大数据、云计算及AI等领域布局较早，2020年有望迎来经营拐点。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.18元、0.50元和0.64元，给予公司2020年25-30倍PE估值，6个月合理价值区间为12.5-15元/股，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**市场竞争加剧、视频会议及视频监控行业发展低于预期、营销渠道改善低于预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1825	2454	2532	3043	3686
(+/-)YoY(%)	26.0%	34.4%	3.2%	20.2%	21.1%
净利润(百万元)	271	322	91	250	325
(+/-)YoY(%)	55.0%	18.9%	-71.6%	173.9%	29.8%
全面摊薄EPS(元)	0.54	0.64	0.18	0.50	0.64
毛利率(%)	66.4%	60.4%	53.1%	54.5%	54.0%
净资产收益率(%)	19.5%	18.6%	4.6%	11.3%	12.8%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
海康威视	002415.SZ	35.00	3,270.8	1.38	1.67	2.05	25.4	21.0	17.1
大华股份	002236.SZ	19.38	582.9	1.09	1.26	1.57	17.8	15.4	12.4
佳都科技	600728.SH	9.84	164.4	0.34	0.34	0.46	28.7	28.8	21.3
会畅通讯	300578.SZ	73.00	127.2	0.54	1.02	1.38	135.2	71.9	53.0
平均							51.8	34.3	25.9
苏州科达	603660.SH	13.98	70.4	0.18	0.50	0.64	77.1	28.2	21.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 苏州科达采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2020 年 2 月 28 日收盘价, 因“东方网力”无一致预测故更换为“会畅通讯”。

表 2 营业收入分拆预测 (百万元)

营业收入	2017	2018	2019E	2020E	2021E
视频会议	936.53	1254.69	1286.06	1607.57	1961.24
增长率	27.00%	33.97%	2.50%	25.00%	22.00%
视频监控	869.04	1161.15	1207.60	1388.74	1666.49
增长率	26.89%	33.61%	4.00%	15.00%	20.00%
其他业务	1.99	3.78	38.74	46.49	58.11
合计	1825.44	2453.64	2532.40	3042.80	3685.83

资料来源: 公司年报 (2017,2018), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	2454	2532	3043	3686
每股收益	0.64	0.18	0.50	0.64	营业成本	972	1187	1384	1694
每股净资产	3.44	3.90	4.40	5.04	毛利率%	60.4%	53.1%	54.5%	54.0%
每股经营现金流	0.04	0.65	0.15	0.32	营业税金及附加	26	27	33	40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	521	556	664	774
P/E	26.09	77.11	28.15	21.69	营业费用率%	21.2%	22.0%	21.8%	21.0%
P/B	4.85	3.58	3.18	2.77	管理费用	111	141	137	162
P/S	2.05	2.78	2.31	1.91	管理费用率%	4.5%	5.6%	4.5%	4.4%
EV/EBITDA	20.73	63.37	23.88	18.10	EBIT	244	100	262	338
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	3	3	3
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	60.4%	53.1%	54.5%	54.0%	资产减值损失	58	3	2	1
净利润率	13.1%	3.6%	8.2%	8.8%	投资收益	5	0	0	0
净资产收益率	18.6%	4.6%	11.3%	12.8%	营业利润	330	94	257	333
资产回报率	12.5%	3.2%	7.6%	8.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	15.8%	7.6%	17.5%	20.1%	利润总额	330	94	257	333
盈利增长 (%)					EBITDA	278	100	262	338
营业收入增长率	34.4%	3.2%	20.2%	21.1%	所得税	8	3	7	9
EBIT 增长率	12.4%	-59.1%	162.3%	28.7%	有效所得税率%	2.5%	2.8%	2.9%	2.8%
净利润增长率	18.9%	-71.6%	173.9%	29.8%	少数股东损益	-1	0	0	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	322	91	250	325
资产负债率	32.0%	31.0%	32.0%	32.7%					
流动比率	3.1	3.2	3.1	3.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	2.2	2.3	2.2	2.1	货币资金	324	787	858	1012
现金比率	0.4	1.0	0.9	0.9	应收账款及应收票据	927	655	826	1001
经营效率指标					存货	545	642	778	936
应收账款周转天数	108.7	94.4	99.1	99.1	其它流动资产	445	455	483	516
存货周转天数	199.2	197.4	205.1	201.6	流动资产合计	2240	2539	2945	3464
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	长期股权投资	23	23	23	23
固定资产周转率	17.2	12.6	15.0	18.1	固定资产	200	203	203	204
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	37	37	37	37
					非流动资产合计	343	344	344	345
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2583	2883	3289	3810
净利润	322	91	250	325	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-1	0	0	-1	应付票据及应付账款	294	306	368	444
非现金支出	92	3	2	1	预收账款	74	140	162	184
非经营收益	-15	3	3	3	其它流动负债	360	350	423	521
营运资金变动	-378	231	-178	-169	流动负债合计	728	796	952	1149
经营活动现金流	20	329	77	159	长期借款	80	80	80	80
资产	-70	-4	-2	-2	其它长期负债	18	18	18	18
投资	-43	0	0	0	非流动负债合计	98	98	98	98
其他	-32	0	0	0	负债总计	826	894	1051	1247
投资活动现金流	-145	-4	-2	-2	实收资本	360	504	504	504
债权募资	80	0	0	0	普通股股东权益	1733	1965	2215	2540
股权募资	151	141	0	0	少数股东权益	24	24	23	23
其他	-31	-3	-3	-3	负债和所有者权益合计	2583	2883	3289	3810
融资活动现金流	200	138	-3	-3					
现金净流量	75	463	72	154					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 28 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业
黄竞晶 计算机行业
洪琳 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 佳都科技,润和软件,四维图新,广联达,用友网络,航天信息,金山办公,启明星辰,海康威视,金蝶国际,美亚柏科,博思软件,淳中科技,浪潮信息,大华股份,科大讯飞,恒生电子,南威软件,宝信软件,苏州科达

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。