

淳中科技 (603516.SH) 显控龙头，拐点将至

2023年05月07日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

陈宝健（分析师）

刘逍遥（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

日期	2023/5/5
当前股价(元)	21.19
一年最高最低(元)	23.07/10.60
总市值(亿元)	39.24
流通市值(亿元)	39.24
总股本(亿股)	1.85
流通股本(亿股)	1.85
近3个月换手率(%)	210.04

● 国内领先的显控系统设备及解决方案提供商，维持“买入”评级

公司是国内领先的显控系统设备及解决方案提供商，产品主要适用于指挥控制室、会议室及展览展示厅等多媒体视讯场景，广泛应用于军事、政治、经济、科教、文化等领域。我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.51、2.14、2.89亿元，EPS分别为0.82、1.15、1.56元/股，当前股价对应PE分别25.9、18.4、13.6倍。公司估值低于同行可比公司平均估值，维持“买入”评级。

● 军队、武警等下游行业景气度回暖，需求有望快速恢复

2021-2022年受军队、武警下游需求的波动以及疫情的影响，公司收入和利润有所下滑。展望2023年，军队、武警行业景气度回暖，需求有望加速释放，同时政府、交通等行业的下游行业需求也逐渐恢复，公司收入和利润有望实现高速增长。

● 自研音视频ASIC芯片进展顺利，公司盈利能力与竞争力有望进一步提升

公司自研芯片项目稳步推进，一方面有利于大幅提高公司产品的性能、降低能耗、降低成本等，增强公司产品的竞争力；另一方面有利于多媒体视讯行业在部分关键组件降低对外依存度，符合国家关于自主可控的政策精神，亦是迎合下游行业或重点客户需求的必然举措。

● 发布新一期股权激励，绑定核心骨干

公司发布2023年员工持股及股票期权激励计划（草案），（1）员工持股计划的份数上限为4001.57万份，总人数不超过199人，参与对象为董事、监事、高级管理人员核心技术（业务）骨干，涉及的标的股票规模不超过334.30万股，占公司股本总额的1.81%，受让价格为11.97元/股。（2）股票期权激励计划拟授予的股票期权数量为324.40万份，占公司总股本的1.75%，行权价格为18.03元/股，涉及的激励对象共计221人，为公司核心技术（业务）骨干。激励计划有利于吸引和留住核心人才，调动员工积极性，保持公司竞争力。

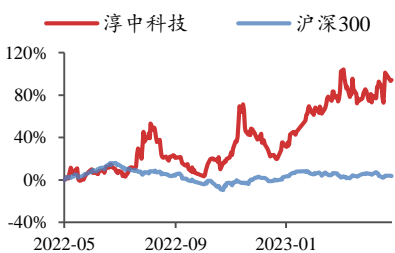
● 风险提示：原材料采购成本增加风险；行业竞争格局加剧；人才流失风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	468	381	572	759	981
YOY(%)	-3.0	-18.6	50.2	32.6	29.3
归母净利润(百万元)	83	29	151	214	289
YOY(%)	-35.2	-64.7	416.2	41.1	35.1
毛利率(%)	57.9	51.6	59.7	62.1	62.4
净利率(%)	17.8	7.7	26.5	28.2	29.4
ROE(%)	7.8	2.8	12.8	16.0	18.5
EPS(摊薄/元)	0.45	0.16	0.82	1.15	1.56
P/E(倍)	47.2	133.8	25.9	18.4	13.6
P/B(倍)	4.0	4.1	3.6	3.1	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

目 录

1、国内领先的显控系统设备及解决方案提供商.....	3
1.1、下游需求加速释放，2023 年收入和利润有望实现高速增长.....	4
1.2、高管团队年轻稳定，具备丰富行业经验.....	4
1.3、发布新一期员工持股计划，绑定核心骨干.....	5
2、专业音视频行业空间广阔，下游需求方兴未艾.....	6
2.1、行业驱动力之一：经济活动恢复，下游景气度上行.....	7
2.2、行业驱动力之二：超高清视频普及应用，推动行业发展.....	8
2.3、行业驱动力之三：国产化不断提速，自主品牌优势突出.....	9
3、公司竞争优势显著，处于行业第一梯队.....	9
4、盈利预测与投资建议.....	11
4.1、核心假设.....	11
4.2、盈利预测与投资建议.....	11
5、风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

图表目录

图 1：显控系统行业属于多媒体信息系统行业的一个细分领域.....	3
图 2：公司是国内领先的显控系统设备及解决方案提供商.....	3
图 3：公司显控设备产品下游应用广泛.....	4
图 4：2018-2022 年营业收入 CAGR 为 8.42%.....	4
图 5：2018-2022 年归母净利润 CAGR 为-23.35%.....	4
图 6：公司控股股东和实际控制人为何仕达（截至 2022 年底）.....	5
图 7：根据 AVIXA，2021-2026 年全球专业音视频市场的年均复合增长率为 7.24%（亿美元）.....	6
图 8：根据 AVIXA，2021-2026 年我国专业音视频市场的年均复合增长率为 8.34%（亿美元）.....	7
图 9：近几年国防支出预算的增长率仍保持 6%以上的增速.....	7
图 10：中央一般公共预算本级公安支出决算额较为稳定.....	8
图 11：公安部信息化支出决算额持续增长.....	8
图 12：2019-2022 年国内超高清视频产业规模复合增速预计达到 36.45%.....	9
图 13：2018-2022 年公司研发支出占收入比例保持较高水平.....	10
图 14：2018-2022 年公司研发人员数量不断增加.....	10
表 1：公司高级管理团队年轻稳定，具备资深的专业背景和丰富的管理经验.....	5
表 2：公司员工持股计划和股票期权激励计划设定了合理的业绩考核目标.....	6
表 3：行业竞争格局相对分散，公司属于第一梯队.....	9
表 4：公司自研芯片，提升盈利能力和竞争力.....	10
表 5：公司 PE 低于行业可比公司平均水平（截止 2023.5.4 收盘）.....	11

1、国内领先的显控系统设备及解决方案提供商

显控系统行业属于多媒体信息系统行业的一个细分领域，从产品上下游关系来划分，显控系统产业链的上游是电子元器件、音视频芯片、机箱结构件、液晶显示屏生产厂商，中游是显控产品、解决方案提供商以及系统集成商，下游用户主要包括国防军工、公安武警、应急管理、电力系统、轨道交通、大数据中心等行业，下游应用十分广泛。

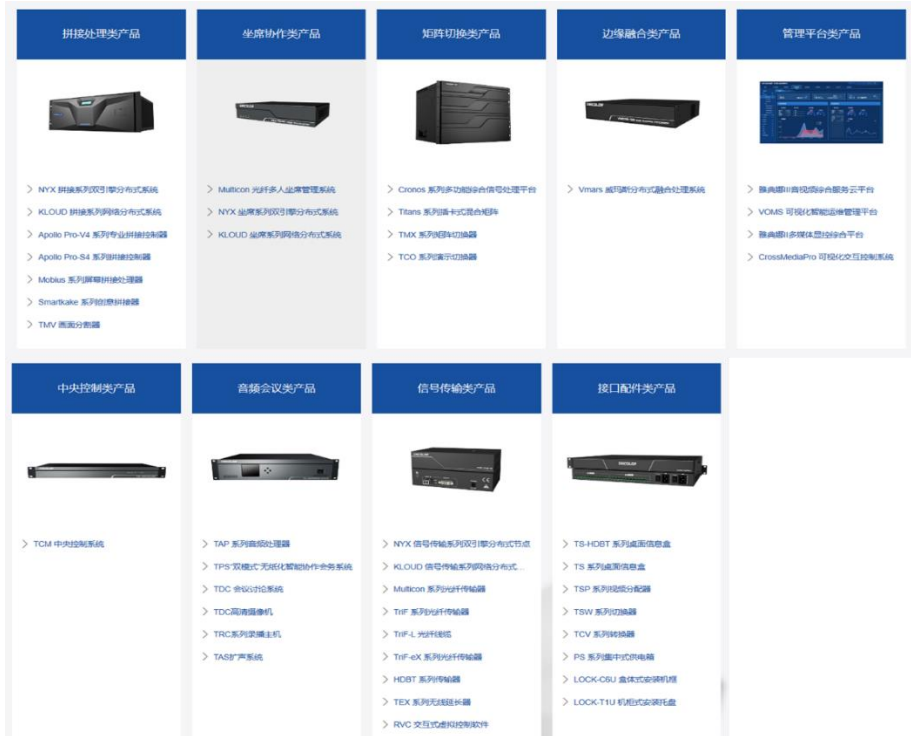
图1：显控系统行业属于多媒体信息系统行业的一个细分领域



资料来源：公司公告、各公司官网、开源证券研究所

淳中科技是国内领先的显控系统设备及解决方案提供商。公司涵盖的显示控制产品包括拼接处理类产品、坐席协作类产品、矩阵切换类产品、边缘融合类产品、管理平台类产品、中央控制类产品，音频会议类产品、信号传输类产品、接口配件类产品等系列。

图2：公司是国内领先的显控系统设备及解决方案提供商

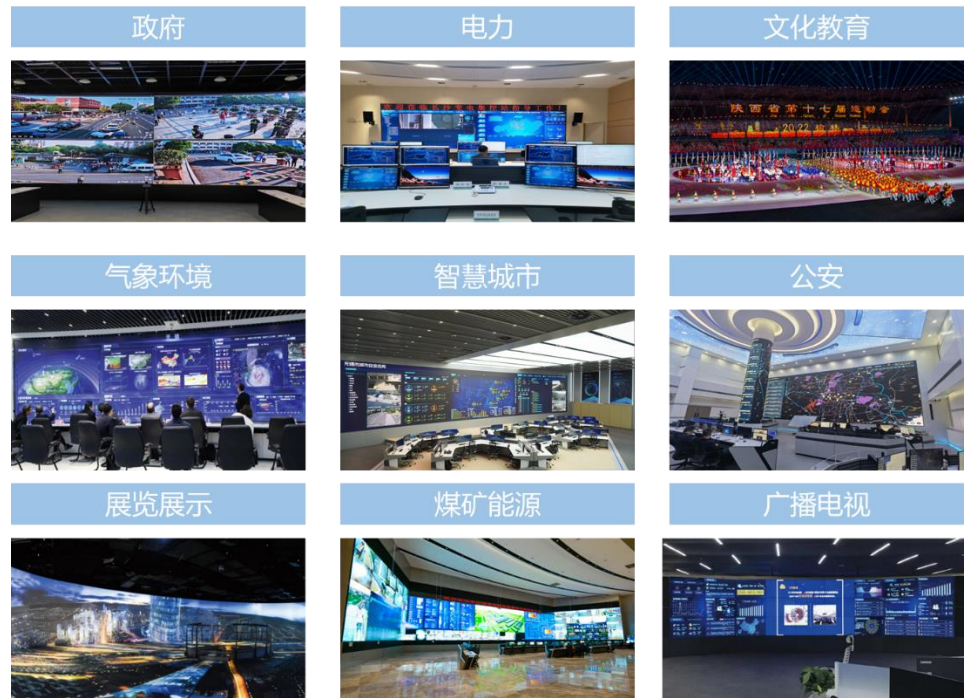


资料来源：公司官网

公司产品主要适用于指挥控制室、会议室及展览展示厅等多媒体视讯场景，广

泛应用于军事、政治、经济、科教、文化等领域。

图3：公司显控设备产品下游应用广泛

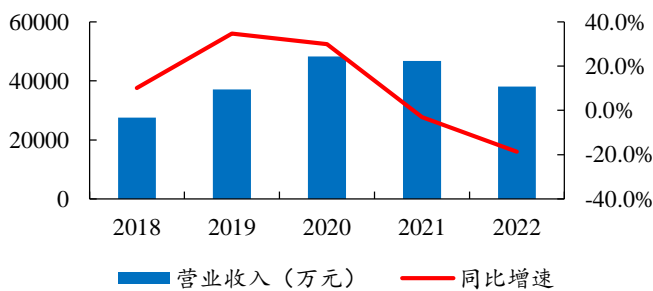


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、下游需求加速释放，2023 年收入和利润有望实现高速增长

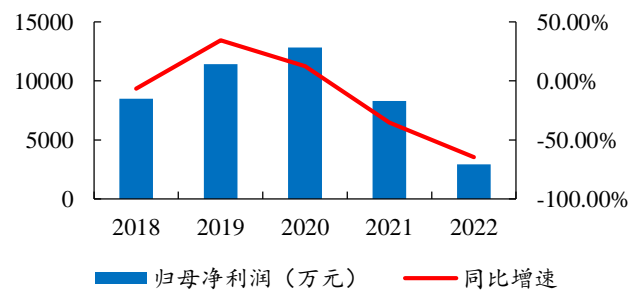
2021-2022 年受军队武警下游需求的波动，以及疫情的影响，公司收入和利润有所下滑。展望 2023 年，军队武警需求有望加速释放，同时政府、交通等行业的下游需求逐渐恢复，公司收入和利润有望实现高速增长。

图4：2018-2022 年营业收入 CAGR 为 8.42%



数据来源：Wind、开源证券研究所

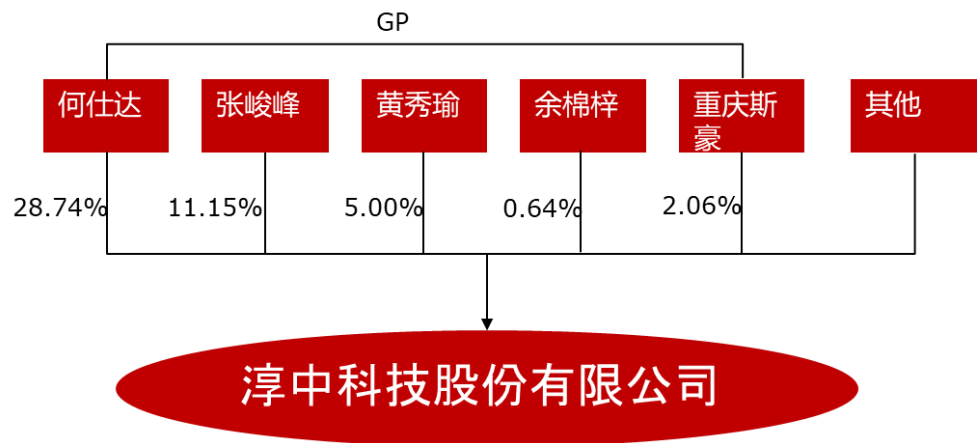
图5：2018-2022 年归母净利润 CAGR 为-23.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、高管团队年轻稳定，具备丰富行业经验

公司控股股东和实际控制人为何仕达，截至 2022 年底，其持有公司 28.74% 的股份，公司成立至今一直担任公司董事长、总经理。

图6：公司控股股东和实际控制人为何仕达（截至 2022 年底）


资料来源：Wind、开源证券研究所

表1：公司高级管理团队年轻稳定，具备资深的专业背景和丰富的管理经验

标题	标题
何仕达	1979 年出生，本科学历，清华大学 EMBA。历任北京亨达麦海科技发展有限公司技术支持、北京博睿联创科技发展有限公司销售经理、北京淳中科技发展有限公司总经理、北京铭软云视科技有限公司监事，2011 年 5 月至 2015 年 8 月担任淳中视讯执行董事，2015 年 8 月至今担任公司董事长、总经理
张峻峰	1982 年出生，大专学历。曾任职北京博睿联创科技发展有限公司，北京淳中科技发展有限公司生产部经理、采购部经理，淳中视讯生产部经理、采购部经理；2015 年 8 月至今，担任公司董事和副总经理
黄秀瑜	1979 年出生，本科学历。历任北京市博汇科技有限公司硬件设计工程师、华为海思半导体有限公司 IC 设计工程师、晶宝利(北京)微电子科技有限公司 IC 设计工程师、北京淳中科技发展有限公司研发部经理、淳中视讯副总经理；2015 年 8 月至今，担任公司董事、副总经理。黄秀瑜先生是公司技术中心负责人，主要承担了 HADES（哈迪斯）大屏拼接设备、TITANS（泰坦）混合矩阵等的开发工作
付国义	1980 年出生，本科学历。历任新华联集团会计、财务部副经理、财务部经理，北京吉野家快餐有限公司财务部副经理，淳中发展财务部经理，淳中视讯财务部经理；2015 年 8 月至今，担任公司董事、财务总监、董事会秘书
余棉梓	1979 年出生，本科学历。历任北京博汇科技有限公司工程师、北京博睿联创科技有限公司工程师、淳中视讯研发总监、杭州摇光科技有限公司执行董事；目前担任北京摇光智能科技有限公司执行董事、至简至通（北京）科技有限公司执行董事，美国淳中负责人

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、发布新一期员工持股计划，绑定核心骨干

公司发布 2023 年员工持股及股票期权激励计划（草案），（1）员工持股计划的份数上限为 4001.57 万份，总人数不超过 199 人，参与对象为董事、监事、高级管理

人员核心技术（业务）骨干，涉及的标的股票规模不超过 334.30 万股，占公司股本总额的 1.81%，受让价格为 11.97 元/股。（2）股票期权激励计划拟授予的股票期权数量为 324.40 万份，占公司总股本的 1.75%，行权价格为 18.03 元/股，涉及的激励对象共计 221 人，为公司核心技术（业务）骨干。激励计划有利于吸引和留住核心人才，调动员工积极性，保持公司竞争力。

表2：公司员工持股计划和股票期权激励计划设定了合理的业绩考核目标

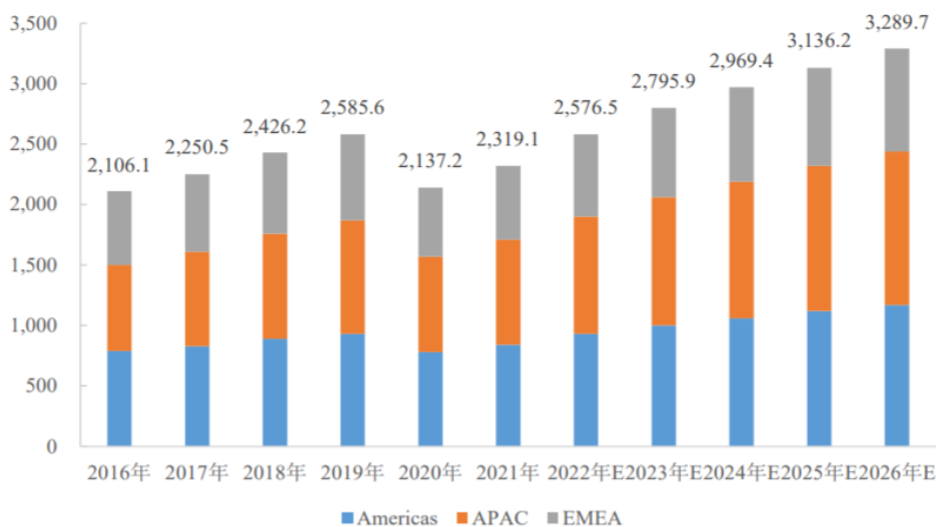
解锁期	考核年度	业绩考核目标
第一个解锁期	2023 年	满足以下两个条件之一： 1、以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 150%； 2、以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 50%。
		满足以下两个条件之一： 1、以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 200%； 2、以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 100%。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、专业音视频行业空间广阔，下游需求方兴未艾

全球专业音视频市场规模已远超千亿美元，未来仍有望保持稳定增长。根据 AVIXA(Audiovisual and Integrated Experience Association，视听和集成体验协会)的研究，2021 年全球专业音视频行业市场规模为 2,319.1 亿美元，预计 2026 年将达到 3,289.7 亿美元，2021-2026 年的年均复合增长率为 7.24%。其中，APAC(亚太地区)的专业音视频行业发展较快，2021 年市场规模约为 870 亿美元，预计 2026 年将达到约 1,270 亿美元，2021-2026 年的年均复合增长率达 7.86%。

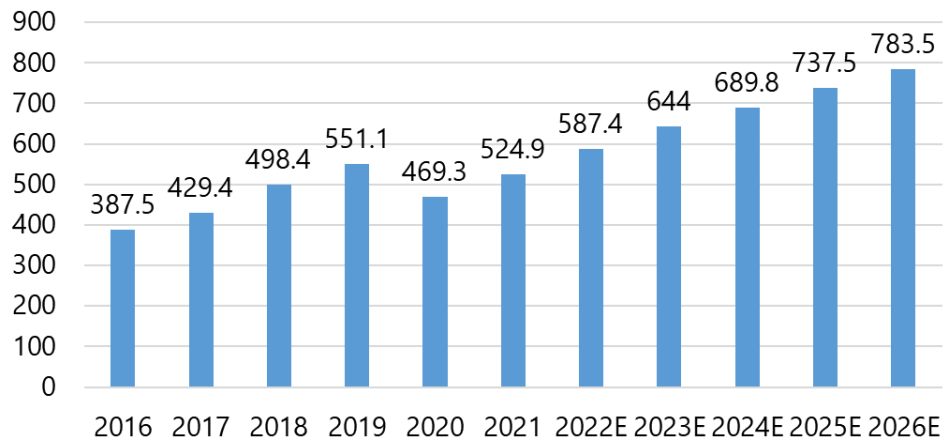
图7：根据 AVIXA, 2021-2026 年全球专业音视频市场的年均复合增长率为 7.24%(亿美元)



资料来源：易科声光招股说明书

我国专业音视频行业规模不断扩大，市场增速高于全球平均水平。我国信息技术飞速进步，专业音视频系统的应用领域不断扩展，进一步促进了本行业的发展。根据 AVIXA 数据，2021 年我国专业音视频行业市场规模为 524.9 亿美元，预计 2026 年将达到 783.5 亿美元，2021-2026 年的年均复合增长率为 8.34%。可见，我国作为全球最重要的非发达经济体之一，未来在专业音视频系统市场需求将呈现较快的增长态势，市场空间十分广阔。

图8：根据 AVIXA, 2021-2026 年我国专业音视频市场的年均复合增长率为 8.34% (亿美元)



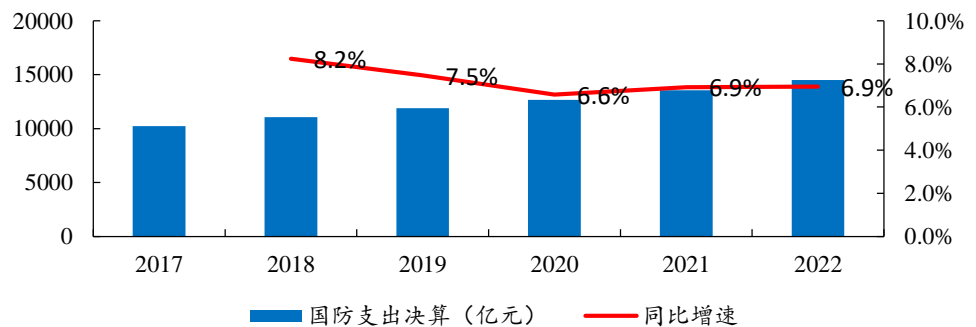
资料来源：易科声光招股说明书

2.1、行业驱动力之一：经济活动恢复，下游景气度上行

国防军工信息化高速发展、公安信息化快速普及、应急管理市场广阔、智慧城市快速建设，上述一系列政策的颁布实施及市场环境的日新月异将加大对显控行业涉及的各类显示控制与专业音视频产品的扶持力度和市场关注，为我国显控行业提供了良好的发展环境。

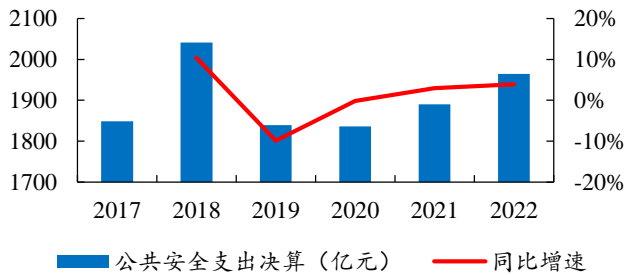
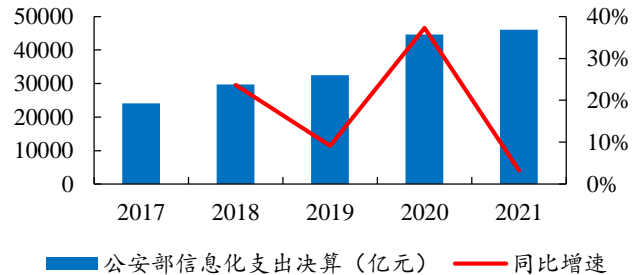
军队信息化建设也是国家强军战略的一部分，也是打赢现代信息化战争的关键，军队指挥的信息化与专业视听产品的应用密不可分。通过多媒体通信技术来进行战时指挥，能够提升指挥的及时性和准确性，是未来信息化战争的利器。中国国防支出预算逐年递增，近几年国防支出预算的增长率仍保持 6% 以上的增速。

图9：近几年国防支出预算的增长率仍保持 6% 以上的增速



数据来源：财政部、开源证券研究所

现打造集“接警服务、监测预警、力量调集、作战指挥”等多功能于一体的情指联勤一体化合成作战的“智慧警务”平台，已成为当前数据时代现代城市公共安全治理体系建设的趋势。据财政部数据显示，中央一般公共预算本级公安支出决算从2017年的1848.94亿元增长至2022年的1964.64亿元。同时，2017至2021年公安部年度决算中，信息化建设支出持续增加，公安部信息化建设呈现蓬勃发展的态势，将带动专业视听行业的快速发展。

图10：中央一般公共预算本级公安支出决算额较为稳定

图11：公安部信息化支出决算额持续增长


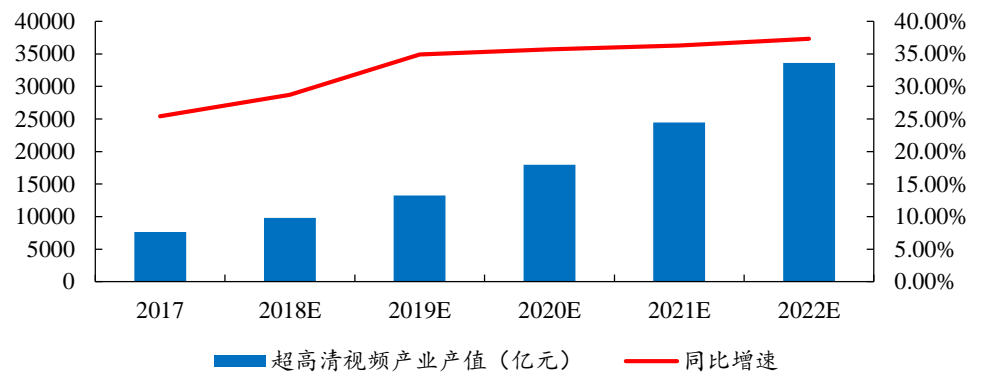
数据来源：财政部、开源证券研究所

数据来源：公安部、开源证券研究所

此外，应急产业是为突发事件预防与应急准备、监测与预警、处置与救援提供专用产品和服务的产业。近年来，我国应急产业快速兴起并不断发展，在突发事件应对中发挥重要作用，国家对应急体系建设的支持力度不断加大，先后出台了《关于加快应急产业发展的意见》、《国家突发事件应急体系建设“十三五”规划》、《应急产业培育与发展行动计划（2017-2019年）》、《“十三五”公共安全科技创新专项规划》等政策，大力推进应急产业发展。当前，城市突发事件的应急处置涉及的多个系统信息共享不足，“数据鸿沟”仍然存在。各级政府对于城市应急联动能力的提升越来越重视，全国各大城市均已建立应急联动系统。**应急管理数字化，是深化向综合性减灾发展的关键，是城市应急联动系统的保障，通过信息化建设，构建更强的应急处置机制，应急管理市场将保持快速增长。**

2.2、行业驱动力之二：超高清视频普及应用，推动行业发展

发展超高清视频产业已上升到国家政策层面，国家出台了一系列政策助推超高清视频技术及产业的发展。2019年3月，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台等相关部门联合发布了《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，明确提出：按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2020年5月工信部、国家广播电视总局《超高清视频标准体系建设指南（2020版）》提出：到2020年，初步形成超高清视频标准体系，制定急需标准20项以上，重点研制基础通用、内容制播、终端呈现、行业应用等关键技术标准及测试标准。到2022年，进一步完善超高清视频标准体系，制定标准50项以上，重点推进广播电视、文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等重点领域行业应用的标准化工作。

图12：2019-2022年国内超高清视频产业规模复合增速预计达到36.45%


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.3、行业驱动力之三：国产化不断提速，自主品牌优势突出

国家高度重视自主可控信息产业的发展，明确了计算机信息系统的自主、可控、安全需求，大力推进党、政、军及关系国家安全的关键行业的网络安全建设和自主可控信息系统建设，并相应出台了一系列政策支持文件而在专业视听领域，高质量的投影显示设备、传输及控制设备等的国产化进程不断提速，未来拥有自主品牌、掌握关键技术的设备厂商，将在政府机关、大型国企及军队相关的市场竞争中占据优势地位。

3、公司竞争优势显著，处于行业第一梯队

行业竞争格局相对分散，公司属于第一梯队。目前我国专业视听行业企业数量众多，产品种类丰富。对于专业视听设备如显示终端设备、信号传输设备、系统控制设备等，仅在尖端技术上存在优劣，而通用的技术和产品无明显差异，且市场份额上不存在巨头厂商或寡头垄断的情形，市场竞争较为充分。

表3：行业竞争格局相对分散，公司属于第一梯队

公司名称	简介	收入 (2022)	利润 (2022)	毛利率 (2022)	净利率 (2022)
兴图新科	一家基于网络通信的军队专用视频指挥控制系统提供商，专注于音视频领域的技术创新和产品创新，主要产品包括视频指挥控制系统、视频预警控制系统，重点应用于国防军队，并延伸至监狱、油田等行业	1.44 亿元	-7910.48 万元	50.29%	-56.91%
魅视科技	国内领先的分布式视听产品及解决方案提供商，致力于不断提升图像应用技术和视音频联结能力，为视音频信号的接入采集、传输交换、分析处理和调度呈现等提供软硬件相结合的专用视听产品。产品广泛应用于指挥中心、调度控制中心、会议室集群、监控中心、会商中心等业务场景，在应急管理、智慧城市、公安指挥、电力能源、轨道交通、司法监狱、气象三防等领域广泛使用	1.96 亿元	8478.54 万元	77.47%	43.30%
小鸟股份	一家专注于全球专业视听领域，为客户提供数字化解决方案的国家高新技术企业。陆续推出了一系列以传输、交换、处理、控制为主的设备及音视频解决方案平台，致力于通过以可视化管理系统、坐席管理系统、无损分布式、光纤矩阵、拼接处理器等产品	-	-	-	-

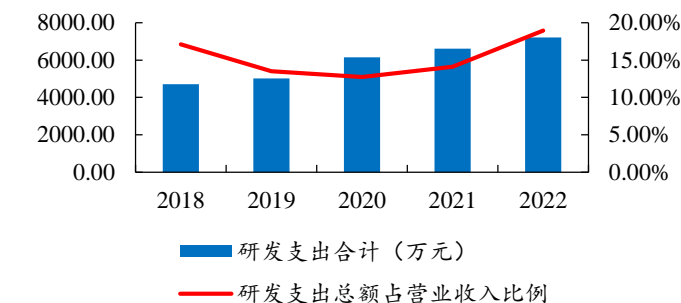
公司名称	简介	收入 (2022)	利润 (2022)	毛利率 (2022)	净利率 (2022)
淳中科技	国内领先的显控系统设备及解决方案提供商。公司涵盖的显示控制产品包括拼接处理类产品、坐席协作类产品、矩阵切换类产品、边缘融合类产品、管理平台类产品、中央控制类产品，音频会议类产品、信号传输类产品、接口配件类产品等系列。	3.81 亿	2932.07 万元	40.87%	-16.88%

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司技术能力业内领先，研发投入力度大。公司持续加大研发投入，促进公司科技创新能力和水平提升，在人才培养、研发投入等方面做了切实有效的措施。公司在北京、武汉设有软硬件研发中心，在合肥设有芯片研发基地。在显控领域有多项业内领先的技术，如数据预处理、数据后处理、图像融合处理、码流接入等核心技术，并已取得国家高新技术企业、北京市企业技术中心、北京市专精特新“小巨人”等资质。

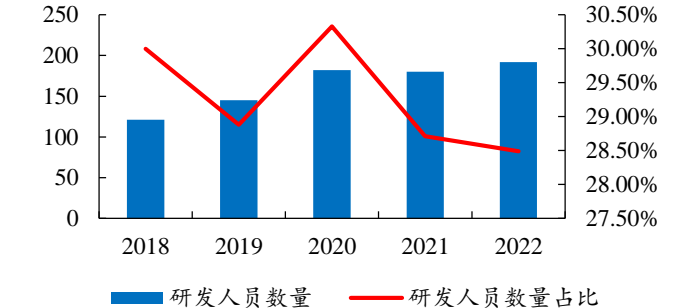
公司先后为 G20 峰会、博鳌论坛、厦门金砖会议、中国人民解放军 90 周年朱日和基地阅兵、内蒙古自治区成立 70 周年、青岛上合峰会、国家电力投资集团、国家气象局等一系列标志性项目提供了显控一体化解决方案，标杆案例丰富。

图13：2018-2022 年公司研发支出占收入比例保持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2018-2022 年公司研发人员数量不断增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司自研芯片项目稳步推进，公司将在自主可控音视频处理芯片方面继续加大投入。一方面，有利于大幅提高公司产品的性能、降低能耗、降低成本等，增强公司产品的竞争力；另一方面，有利于多媒体视讯行业在部分关键组件降低对外依存度，符合国家关于自主可控的政策精神，亦是迎合下游行业或重点客户需求的必然举措。

表4：公司自研芯片，提升盈利能力和竞争力

重点方向	主要内容
音视频接入与输出	替代现有音视频接口芯片，做到主要芯片自主可控
音视频处理	通过音视频处理的 ASIC 芯片，解决现有方案在功耗、处理能力方面的短板，提供更强大的音视频处理能力

重点方向	主要内容
高速信号处理	将音视频转换成高速 SERDES 信号，便于系统内多片互联，同时集成高速 DDR 控制器，用于音视频处理的数据缓存

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

(1) **收入端**：军队武警需求有望加速释放，同时政府、交通等行业的下游需求逐渐恢复，公司收入有望高速增长，预计 2023-2025 年收入增速分别为 50.2%、32.6%、29.3%；

(2) **毛利率**：未来几年公司毛利率有望保持较高水平，我们预计公司 2023-2025 年销售毛利率为 59.7%、62.1%、62.4%。

(3) **期间费用率**：我们预计公司 2023-2025 年销售费用率为 13.0%、12.7%、11.5%；管理费用率为 8.2%、8.0%、7.2%；研发费用率为 12.7%、12.0%、11.5%。

4.2、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.51、2.14、2.89 亿元，EPS 分别为 0.82、1.15、1.56 元/股，当前股价对应 PE 分别 25.9、18.4、13.6 倍。公司估值低于同行可比公司平均估值，考虑下游行业景气度恢复，公司收入和利润有望迎来拐点，维持“买入”评级。

表5：公司 PE 低于行业可比公司平均水平（截止 2023.5.5 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301391.SH	卡莱特	59	2.17	3.14	4.66	27.19	18.79	12.66
688066.SH	航天宏图	167	4.26	6.33	8.88	39.20	26.38	18.81
688568.SH	中科星图	193	3.44	4.78	6.63	56.10	40.38	29.11
301302.SZ	华如科技	59	1.85	2.48	3.20	31.89	23.79	18.44
	行业平均					38.60	27.33	19.75
603516.SH	淳中科技	39	1.51	2.14	2.89	25.93	18.37	13.60

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：卡莱特盈利预测来自 Wind 一致预期；航天宏图、中科星图、华如科技盈利预测来自开源证券研究所）

5、风险提示

- (1) 原材料采购成本增加风险。
- (2) 行业竞争格局加剧风险。
- (3) 人才流失风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1023	975	1335	1304	1926
现金	279	249	355	471	637
应收票据及应收账款	247	237	478	281	700
其他应收款	1	4	0	2	1
预付账款	3	9	7	14	14
存货	100	98	119	161	199
其他流动资产	394	379	376	375	376
非流动资产	439	431	549	670	807
长期投资	17	20	23	26	30
固定资产	302	289	416	531	665
无形资产	20	16	16	12	10
其他非流动资产	101	106	95	100	101
资产总计	1462	1406	1884	1974	2733
流动负债	135	103	482	469	1051
短期借款	0	0	139	345	608
应付票据及应付账款	52	58	198	15	280
其他流动负债	83	45	146	109	164
非流动负债	261	274	221	173	122
长期借款	236	251	200	150	100
其他非流动负债	25	23	20	22	22
负债合计	396	377	703	642	1174
少数股东权益	0	0	0	1	1
股本	187	185	185	185	185
资本公积	477	460	460	460	460
留存收益	355	348	275	134	-81
归属母公司股东权益	1066	1028	1180	1332	1559
负债和股东权益	1462	1406	1884	1974	2733

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	100	40	108	174	196
净利润	83	29	152	214	289
折旧摊销	20	27	28	38	42
财务费用	15	14	9	16	26
投资损失	-13	-14	-15	-17	-18
营运资金变动	-11	-22	-60	-73	-137
其他经营现金流	6	6	-6	-5	-6
投资活动现金流	-225	20	-126	-137	-155
资本支出	38	15	129	111	134
长期投资	-187	35	-4	-3	-3
其他投资现金流	-374	70	-1	-29	-24
筹资活动现金流	-56	-94	-16	-127	-138
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	14	15	-50	-50	-50
普通股增加	53	-1	0	0	0
资本公积增加	-55	-17	0	0	0
其他筹资现金流	-68	-90	34	-76	-88
现金净增加额	-182	-30	-33	-90	-98

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	468	381	572	759	981
营业成本	197	184	231	288	369
营业税金及附加	7	7	10	13	17
营业费用	68	61	74	96	113
管理费用	45	40	47	61	71
研发费用	66	72	73	91	113
财务费用	15	14	9	16	26
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	16	17	19	21	23
公允价值变动收益	3	4	5	5	6
投资净收益	13	14	15	17	18
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	98	38	167	236	319
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	98	39	168	238	321
所得税	15	10	17	24	32
净利润	83	29	152	214	289
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归属母公司净利润	83	29	151	214	289
EBITDA	126	75	199	283	380
EPS(元)	0.45	0.16	0.82	1.15	1.56

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-3.0	-18.6	50.2	32.6	29.3
营业利润(%)	-21.3	-61.3	338.6	41.3	35.2
归属于母公司净利润(%)	-35.2	-64.7	416.2	41.1	35.1
获利能力					
毛利率(%)	57.9	51.6	59.7	62.1	62.4
净利率(%)	17.8	7.7	26.5	28.2	29.4
ROE(%)	7.8	2.8	12.8	16.0	18.5
ROIC(%)	6.7	2.8	9.7	11.7	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	27.1	26.8	37.3	32.5	42.9
净负债比率(%)	-1.8	2.5	4.4	7.0	9.0
流动比率	7.6	9.4	2.8	2.8	1.8
速动比率	6.7	8.2	2.5	2.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.0	1.6	1.6	2.0	2.0
应付账款周转率	3.7	3.3	1.8	2.7	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.16	0.82	1.15	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.22	0.58	0.94	1.06
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.15	5.96	6.78	8.01
估值比率					
P/E	47.2	133.8	25.9	18.4	13.6
P/B	4.0	4.1	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	28.0	47.9	18.2	12.9	9.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn