

淳中科技：视频显示的大脑，高速增长不停歇

买入（首次）

2019年06月05日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	276	344	442	577
同比（%）	10.1%	24.9%	28.6%	30.5%
归母净利润（百万元）	85	130	173	226
同比（%）	-6.6%	53.2%	33.2%	30.3%
每股收益（元/股）	0.65	0.99	1.32	1.72
P/E（倍）	35.30	23.05	17.31	13.28

投资要点

- **投入持续加码，蓄力发展新动能：**淳中科技是国内领先的视频显控系统设备及解决方案提供商，也是我国显控行业的领航者，自上市以来，淳中科技不断加大对公司基础设施建设以及人才吸纳的投入，积极蓄力未来发展宏图。持续大量的研发投入帮助公司在高水平研发质量的基础上，不断扩大产品种类，促进软硬件深度结合，从而确保产品及服务能切实满足客户业务需求。
- **前沿技术领先，核心客户粘性高：**为保持行业领先优势，淳中科技在现有核心技术的基础上，积极关注行业发展的虚拟技术与新趋势，做好良好的技术储备。目前淳中科技凭借丰富的行业实施经验及成熟的行业解决方案已经赢得 2B2G 多媒体集成商等核心客户的信任，同时核心客户的粘性以及合作的可持续性也不断提高。
- **未来发展紧抓三条主线：**1、现有客户资源的基础上，不断丰富产品种类，满足客户需求；2、将现有产品通过销售以及推广覆盖更多的行业客户；3、目前公司主要通过集成商模式来服务 2G 和 2B 业务，最终的 2C 客户需求是淳中科技产品发展的指向标。
- **盈利预测与投资评级：**淳中科技将继续保持视频显示“大脑”定位，深耕显控行业，我们也持续看好公司显控业务，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 3.44 亿元、4.42 亿元及 5.77 亿元，EPS 分别为 0.99 元、1.32 元、1.72 元，对应 PE 分别为 23.05/17.31/13.28X，给予“买入”评级。
- **风险提示：**大额订单量不及预期；下游行业市场需求发展不及预期；显控行业市场规模扩展不及预期；市场产品自研项目进程不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.90
一年最低/最高价	17.79/39.19
市净率(倍)	3.87
流通 A 股市值(百万元)	2021.53

基础数据

每股净资产(元)	5.91
资产负债率(%)	4.91
总股本(百万股)	130.97
流通 A 股(百万股)	88.28

相关研究

内容目录

1. 淳中科技简介	4
2. 业绩增长稳健，研发投入持续加码	5
2.1. 财务指标健康，基本面扎实	5
2.2. 研发投入持续加码，储备发展新资源	6
3. 核心产品驱动业绩稳健增长	8
3.1. 主抓“设备类、产品类”两条主线，产品应用场景实现行业多元化	8
3.2. 视频显示业务拉动整体业绩稳健增长	9
4. 前沿技术领先，核心客户粘性高	11
4.1. 核心技术储备充足，前瞻性布局进行时	11
4.2. 2B2G 客户群体粘性高，合作可持续性高	12
5. 淳中科技未来发展三条主线	13
5.1. 基于产品优势，拓展更多客户资源	13
5.2. 基于客户需求驱动，丰富产品体系	14
5.3. 2C 客户将是客户拓展的重要方向	15
6. 盈利预测与投资评级	15
6.1. 关键假设	16
6.2. 盈利预测	16
6.3. 估值与评级	17
7. 风险提示	17

图表目录

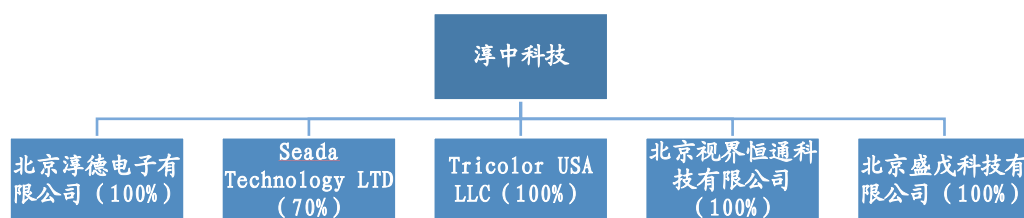
图 1: 淳中科技控股子公司.....	4
图 2: 淳中科技十大股东.....	4
图 3: 营业收入及同比增速.....	5
图 4: 归母净利润及同比增速.....	5
图 5: 淳中科技毛利率 (%)	6
图 6: 淳中科技资产负债率 (%)	6
图 7: 营业收入与现金流情况.....	6
图 8: 2014-2018 年末现金余额 (亿元)	6
图 9: 淳中科技研发支出情况.....	7
图 10: 淳中科技三大费用 (亿元)	7
图 11: 淳中科技产品框架.....	8
图 12: 淳中科技应用行业.....	9
图 13: 淳中科技收入情况.....	9
图 14: 设备类产品收入情况(亿元).....	10
图 15: 平台类产品收入情况 (百万元)	10
图 16: 淳中科技业务模式.....	13
图 17: 我国国防预算情况.....	14
图 18: 公安监控作战平台.....	15
图 19: 淳中科技销售模式.....	15
表 1: 淳中科技产品分类.....	8
表 2: 淳中科技核心技术.....	11
表 3: 淳中科技技术储备情况.....	12
表 4: 淳中科技研发内容情况.....	12
表 5: 淳中科技业务预测.....	16
表 6: 淳中科技可比公司估值.....	17

1. 淳中科技简介

淳中科技于 2011 年成立，并于 2018 年在沪市 A 股主板上市，淳中科技以图像处理设备及矩阵切换设备为市场切入口，逐步形成以图像处理设备、矩阵切换设备、数字视频综合平台及显控协作平台为主的产品系列，目前已成为国内领先的视频显控系统设备及解决方案提供商。

淳中科技在国内拥有北京淳德电子有限公司、北京视界恒通科技有限公司以及北京盛茂科技有限公司三家全资子公司，同时在美国拥有 Tricolor 全资子公司，英国拥有 Seada Technology 控股子公司。

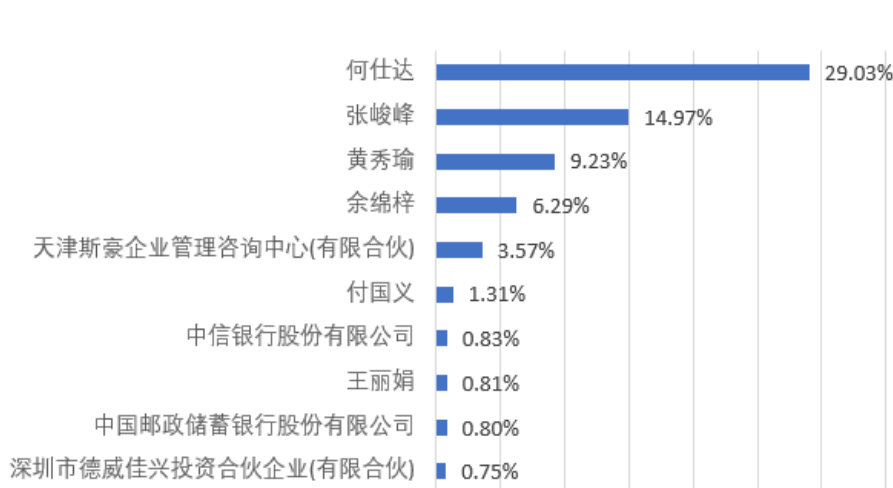
图 1：淳中科技控股子公司



数据来源：淳中科技年报，东吴证券研究所

淳中科技自成立以来，经历多次增资、增发之后，何仕达、张峻峰与黄秀瑜作为淳中科技的重要持股人基本保持持股稳定。

图 2：淳中科技十大股东



数据来源：淳中科技年报，东吴证券研究所

目前淳中科技已经成为视频显示控制行业的翘楚，在多年的发展过程中不断积累技术和现场项目的实践经验，服务于重大型国家会议，政府机关、公检法、能源、电力、气象等行业，先后为 G20 峰会、博鳌论坛、厦门金砖会议、中国人民解放军 90 周年阅

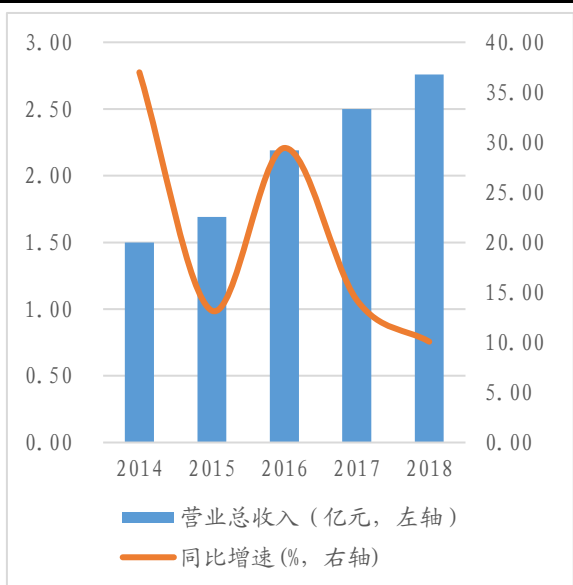
兵等重大事项提供显控一体化整体解决方案，丰富的项目经验提高了淳中科技的品牌的认可度以及影响力。

2. 业绩增长稳健，研发投入持续加码

2.1. 财务指标健康，基本面扎实

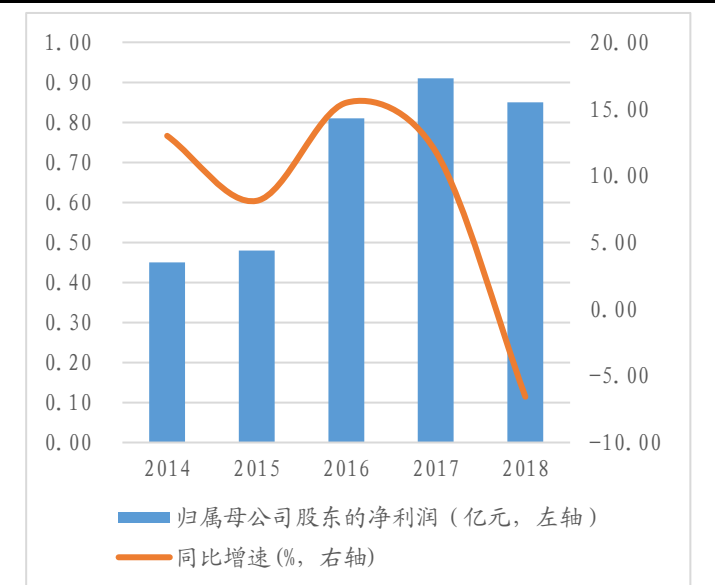
业务保持稳定增长：淳中科技不断推出行业内高端新产品，并且新产品的订单占比逐步提升，驱动营收稳健增加，2018 年实现营业总收入 2.76 亿元，较去年同期同比增长 10.08%。同时基于未来发展信心，淳中科技不断加大在人才以及研发等方面的支出，所以短时间内对利润会造成一定影响，因此 2018 年实现归母净利润 0.85 亿元，较去年同期同比下降 6.57%。

图 3：营业收入及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：归母净利润及同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

淳中科技近 5 年的毛利率，始终稳定维持较高水平，且稳中向好趋势明显，2018 年毛利率为 72.41%，较 2017 年保持相对稳定。

我们分析淳中科技高毛利率的主要原因为：

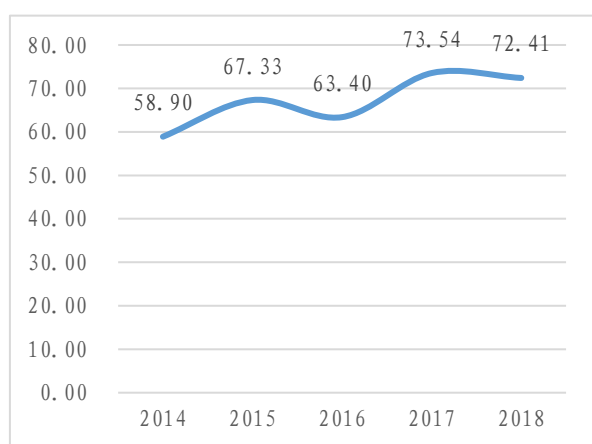
1、淳中科技属技术密集型行业，随着研发投入力度不断加大，产品结构优化程度大幅提升，边际效应明显。

2、毛利水平较高的自有产品的销售占比逐步提升，毛利较低的外购产品的销售占比逐步降低。

3、淳中科技硬件产品耦合软件的毛利，拉动硬件产品毛利提升。

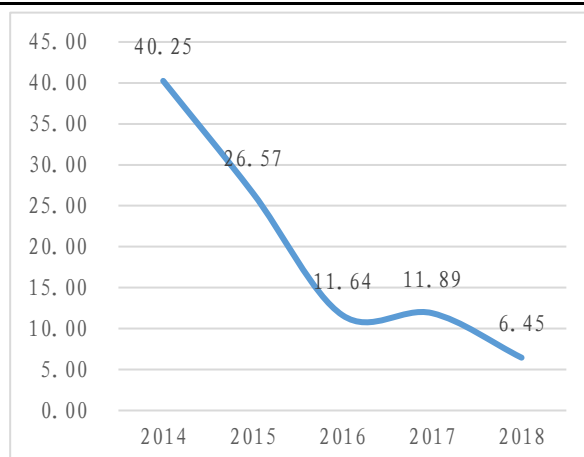
同时自 2015 年开始，淳中科技资产负债率不断下降，自 IPO 之后，资产负债率下降到个位数。

图 5：淳中科技毛利率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

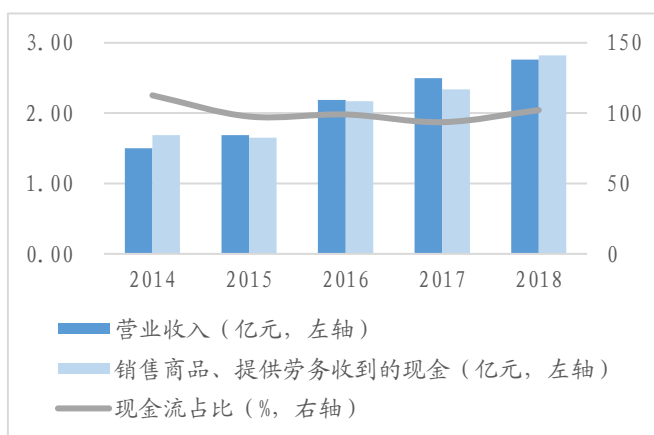
图 6：淳中科技资产负债率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

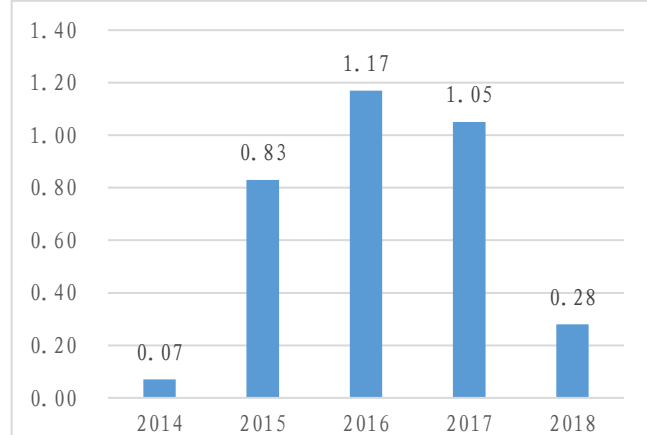
淳中科技资金链稳定，销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例稳定保持 90%以上，高质量的现金回收能力，得益于公司对客户进行严格的信用管理，在销售过程中形成客户信用等级表，防范日常回款风险，并且在销售合同签订时有产品技术部会计商务部分别审核技术条款和商务条款，从源头保证合同的可行性。最后在销售完成后，进行应收账款的账龄分析，及时对销售应收款进行催收。因此，严格的信用管理制度及账款管理制度，很大程度的提升淳中科技的现金流质量。

图 7：营业收入与现金流情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：2014-2018 年末现金余额（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

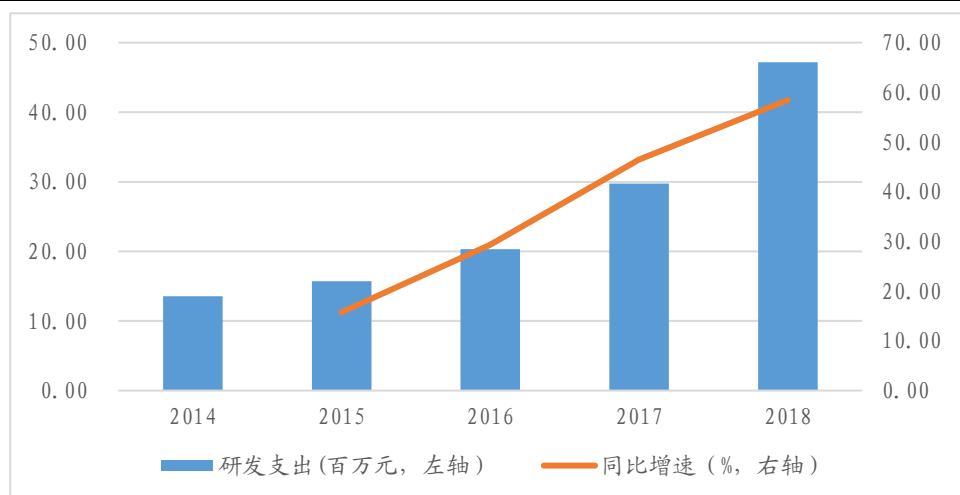
2.2. 研发投入持续加码，储备发展新资源

淳中科技自上市以来积极拓展公司规模，加大研发投入，吸纳高级人才，为公司未来的发展积蓄足够的动力。

首先淳中科技研发力度持续加大，2018 年度淳中科技研发支出总额为 0.47 亿元，占营业收入的 17.12%，同比增长 58.45%。持续大量的研发投入帮助公司在高水平研发

质量的基础上，不断扩大产品种类，促进软硬件深度结合，确保产品及服务能切实满足客户业务需求。

图 9：淳中科技研发支出情况



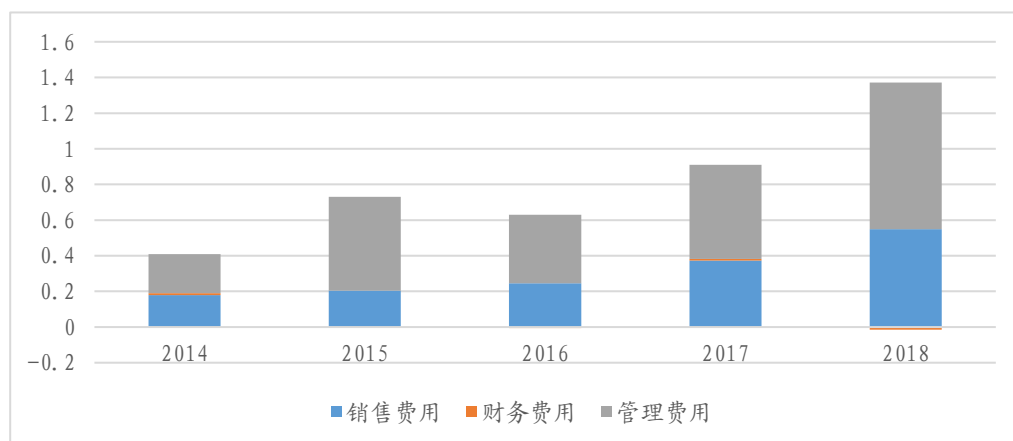
数据来源：wind，东吴证券研究所

淳中科技研发投入效果显著，2018 年新增专利申请 19 项，共获授权专利 29 项，目前在显控领域有多项国内领先的技术，如数据预处理、数据后处理、图像融合处理、码流接入等技术。

第二，淳中科技继续大力扩充研发队伍，2018 年淳中科技在武汉光谷成立第二研发中心，网罗高科技人才，为公司创新性研发项目做好人才储备。同时也不断加大销售人员的招聘力度，弥补销售人员短缺的短板，截止 2018 年年底员工总人数为 408 人，其中销售人员占比 31.86%，研发人员占比 30%。

2018 年管理费用与销售费用较去年同期均呈现不同程度的上涨，其中销售费用 0.55 亿元，较去年同期增加 47.13%，管理费用（含研发费用）为 0.82 亿元，较去年同期增加 54.72%。

图 10：淳中科技三大费用（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：管理费用含研发费用

第三，购置固定资产，扩大公司规模，2018年6月，淳中科技以1.99亿元购买绿地集团的部分房产及车位，截止2018年报告期末，淳中科技其他非流动资产账面价值为1.10亿元，较去年同期增加801.76%。

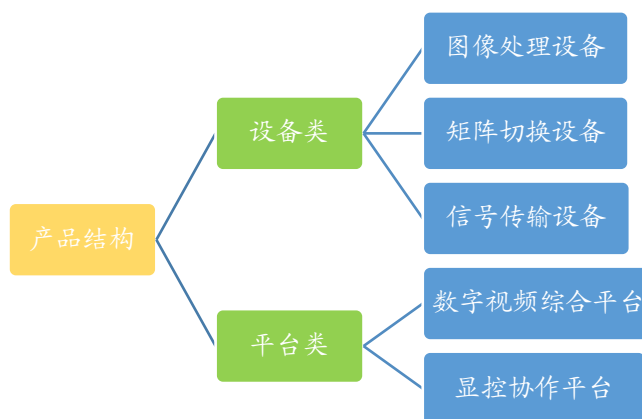
总的来看，淳中科技上市后，不断进行规模扩建以及人才队伍的组建，加大研发投入，保持领先优势，稳固显控行业领航者地位。

3. 核心产品驱动业绩稳健增长

3.1. 主抓“设备类、产品类”两条主线，产品应用场景实现行业多元化

淳中科技产品可分为设备类和平台类两大类，包括图像处理设备、矩阵切换设备、信号传输设备及数字视频综合平台、显控协作平台等，目前图像处理设备、矩阵切换设备是淳中科技的主要收入来源。

图 11：淳中科技产品框架



数据来源：淳中科技招股书，东吴证券研究所

显控设备产品主要是将设备接收到的本地信号、远程信号经过传输、转换、拼接、分割、以及融合处理，显示到设备为主的会议、录播等终端平台上，从而达到多种显示和操控效果。

表 1：淳中科技产品分类

功能分类	产品分类
图像处理设备	大屏拼接处理设备、图像边缘容和设备、图像分割器
矩阵切换设备	传统矩阵切换设备、混合矩阵切换设备
信号传输设备	光传输设备、双绞线传输设备、长线驱动设备、格式转换器、信号分配器、备份传输系统
数字视频综合平台	数字视频综合平台
显控协作平台	显控协作平台

数据来源：淳中科技招股书，东吴证券研究所

目前公司的显控设备产品主要应用于指挥控制中心、会议室以及多媒体视讯场景。目前已经广泛的应用于国防军队、政府、公安武警、交通、气象、广电、医疗以及通信等应用领域。

图 12：淳中科技应用行业

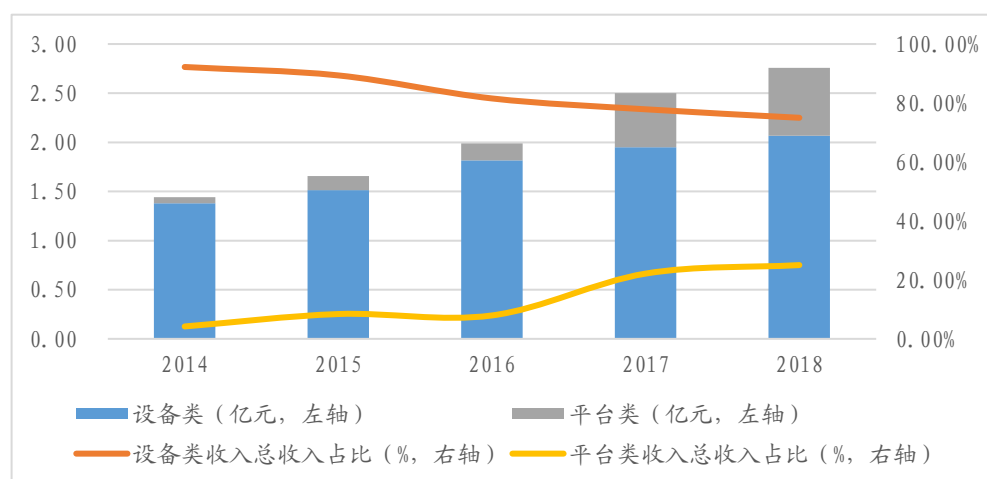


数据来源：淳中科技招股书，东吴证券研究所

3.2. 视频显示业务拉动整体业绩稳健增长

图像处理设备、矩阵切换设备等设备类产品为公司传统优势产品，是营业收入构成的主要组成部分，但随着平台类产品收入占比稳固增加，也逐步成为淳中科技的收入增长点。

图 13：淳中科技收入情况



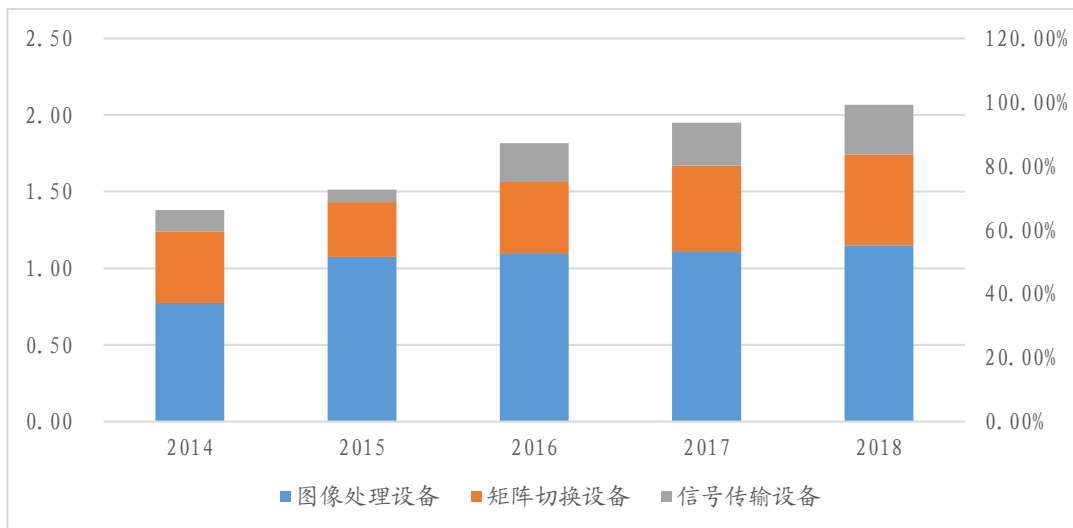
数据来源：淳中科技年报，东吴证券研究所

注：2017 年与 2018 年因业务划分调整没有披露明细业务数据，相关业务数据为估计数据。

图像处理设备收入占比保持稳定，截止 2017 年年中，图像处理设备实现销售收入 0.77 亿元，总收入占比 60.35%，根据测算，我们估计 2017 年全年收入为 1.11 亿元，

2018 年收入为 1.15 亿元。图像处理设备作为传统优势产品，可在复杂苛刻环境下稳定且不间断运行，具有良好的市场口碑，市场占有率高。我们预计图像处理设备收入将保持稳定，继续领跑淳中科技业绩。

图 14: 设备类产品收入情况(亿元)



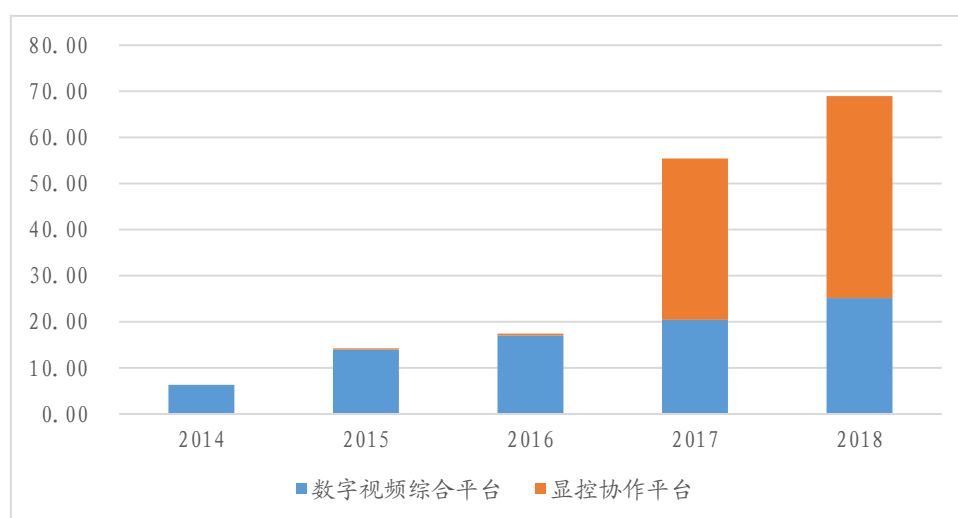
数据来源：淳中科技年报，东吴证券研究所

注：2017 年与 2018 年因业务划分调整没有披露明细业务数据，相关业务数据为估计数据。

矩阵切换设备与信号传输设备营业收入逐步趋稳，截止 2017 年年中，矩阵切换设备与信号传输设备分别实现营业收入 0.12 亿元与 0.11 亿元，总收入占比分别为 9.14% 与 8.37%，我们测算 2018 年收入分别为 0.59 亿元与 0.32 亿元，两项业务均实现稳定增长。

平台产品的推出和上市销售是淳中科技在显示控制领域综合实力的体现，是公司未来销售收入实现的重要增长点。

图 15: 平台类产品收入情况 (百万元)



数据来源：淳中科技年报，东吴证券研究所

注：2017 年与 2018 年因业务划分调整没有披露明细业务数据，相关业务数据为估计数据。

自 2013 年推出 ATHENA 数字综合平台后，淳中科技相继推出 KLOUD 分布式系统及 POSEIDON 分布式系统产品，2015 年显控协作平台产品正式上市销售，收入贡献也逐步显现，期间虽然数字视频综合平台产品收入不断提升，但收入占比有所下降。

2017 年推出显控类协作平台类 Cronos 综合指挥系统取得收入 0.16 亿元，是显控协作平台产品收入增加的主要原因，据招股书披露，截止 2017 年 6 月，显控协作平台收入超过数字视频综合平台，在当前投入与业务布局背景下，我们认为显控协作平台收入高速增长趋势将继续保持。

总的来说，对于传统优势产品，不断对其功能和性能进行研发投入以提升产品技术优势 and 市场份额，从而带动收入稳定增长。同时也积极拓展新业务，培养新的利润增长点。

4. 前沿技术领先，核心客户粘性高

4.1. 核心技术储备充足，前瞻性布局进行时

淳中科技的产品为“嵌入式软硬件”产品，产品的硬件形式是软件的载体，其核心价值来源于电子电路的设计及嵌入其中的控制软件，因此软件设计是公司的重要盈利点，目前软件相关的核心技术主要为：数据预处理、数据后处理、图像融合处理技术、码流接入技术等。

表 2：淳中科技核心技术

序号	核心技术	技术功能
1	数据预处理、数据后处理	数据预处理：完成输入音视频信号采集、编辑再输出。数据后处理：完成图像裁剪、漫游；将用户鼠标叠加在显示图形上；将多路输出图像进行合路输出，便于集中预览。
2	图像融合技术	几何校正功能、暗场补偿功能、色域校正功能、融合带衰减功能、亮度调整功能等。
3	码流接入技术	负责外围设备的接入

数据来源：淳中科技招股书，东吴证券研究所

为保持行业领先优势，在现有核心技术的基础上，淳中科技积极关注行业发展的虚拟技术与新趋势，做好良好的技术储备，目前核心技术储备主要包括同步信号传输技术、大屏 OSD 实现方法、几何校正算法、色域校正算法、暗场补偿算法以及几何校正辅助算法等。

表 3：淳中科技技术储备情况

核心技术	应用实例	技术概述
同步信号传输技术	大屏拼接处理设备如 HADES（哈迪斯）	将多个同步信号以脉冲的方式发送，使用单条物理链路即可以传输任意多个同步信号。
大屏 OSD 实现方法	大屏拼接处理设备如 APOLLO Pro（阿波罗 Pro）	通过 OSD 分屏截取技术，可以在大屏上整体呈现 OSD 菜单，滚动字幕等。使大屏操作更便捷，更直观。
几何校正算法	融合处理设备如 VMARS（威玛斯）	粗调、细调结合的调整校正技术，可以快速又精确地完成校正任务。
色域校正算法	融合处理设备如 VMARS（威玛斯）	根据颜色校正表生成技术，可以将色域中所有颜色值都校正一致，达到理想的色域校正效果。
暗场补偿算法	融合处理设备如 VMARS（威玛斯）	根据颜色补偿表生成技术，完美解决暗场漏光问题，且操作直观、便捷。
几何校正辅助方法	融合处理设备如 VMARS（威玛斯）	根据对应投影幕的片源及投影属性确定两组位置比对点，有效提高几何校正便捷性。

数据来源：淳中科技招股书，东吴证券研究所

通过雄厚的技术储备，开发预研产品，保持市场产品的前瞻性。目前淳中科技已经开展多项产品自研项目，目前将继续加大现有优势产品的研发投入，积极推动相关产品的升级换代，提高用户的操控体验，加大产品附加值，保持产品优势，深挖用户潜力。

表 4：淳中科技研发内容情况

研发项目	主要研发内容	拟达到的目标
智能坐席协作系统	开发大规模音视频控制和数据信息交叉切换功能	开拓坐席协作应用领域市场，保持国内领先水平
波塞冬云系统解决方案	开发波塞冬云视频显控一体化解决方案，根据客户定制化需求进行不断优化升级	达到并保持国内领先水平
无线视音频传输系统	音视频压缩算法及性能优化，无线传输硬件及技术协议，传输硬件相关功能研发	开拓无线传输产品应用市场，成为同类产品的领导者
显控产品升级	切换矩阵、屏幕拼接管理等全线显控产品功能升级及性能优化，商用创意、分布式显控管理等新领域产品的研发升级	将现有产品线在性能与功能上进行升级，以满足用户日益提高的使用需求

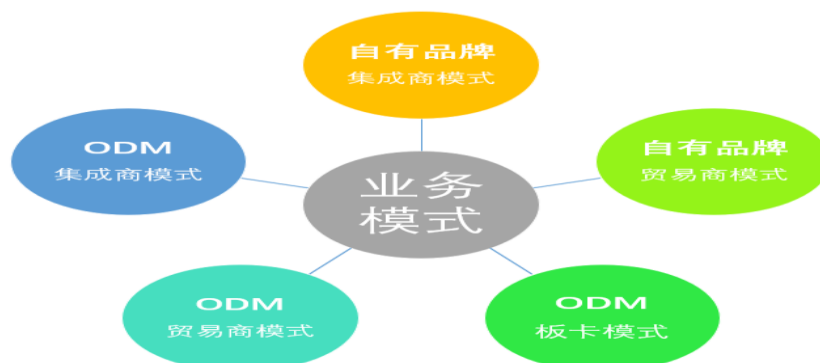
数据来源：淳中科技招股书，东吴证券研究所

淳中科技是软件、电子结合的软硬件组合体，目前通过预研产品的开发来验证可行性，进行充足的核心技术储备，保持市场产品的前瞻性。

4.2. 2B2G 客户群体粘性高，合作可持续性好

淳中科技业务模式主要通过自主品牌销售亦有少量通过非自主品牌销售，即自有品牌与 ODM 贴牌方式。

图 16：淳中科技业务模式



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

销售过程中，按照公司客户性质分为集成商以及最终用户。目前主要客户为集成商，因为多媒体系统的显控设备主要通过集成商参与最终多媒体系统项目的实施，同时通过系统集成商参与最终客户项目参与项目前期调研、技术交流、制定技术方案、提供产品、安装并调试自身产品、配合系统联调并提供自身产品的售后服务。

目前，淳中科技客户主要集中在 2B2G 多媒体集成商，该类核心客户具有较高的粘性，主要原因为：

第一：以政府、公安、军队等为代表的用户通常将技术沉淀、行业应用成功案例、业绩积累和品牌知名度等作为多媒体项目招标时的重要参考指标，行业新进入者往往无法取得投标的入围资格。

第二：显控行业对于系统兼容性有严格的要求，因此采购转换成本较高。

第三：出于可靠性和信息保密的考虑，该行业客户通常倾向于选择具有长期合作关系、产品质量稳定、售后服务响应及时的供应商。

显控行业是先发优势较为明显的行业，淳中科技丰富的行业实施经验及成熟的行业解决方案是显控解决方案提供商赢得客户信任的决定性因素。目前淳中科技的产品已经应用于国防军队、公安武警、展览展示等行业，其中军队、公安等客户是主要收入来源，据招股书披露，2017 年上半年，公司实现总营收 12691 万元，其中国防军队营收 3825 万元，占比 30.14%，公安武警营收 3378 万元，占比 26.62%，政府营收 1298 万元，占比 10.23%。

5. 淳中科技未来发展三条主线

5.1. 基于产品优势，拓展更多客户资源

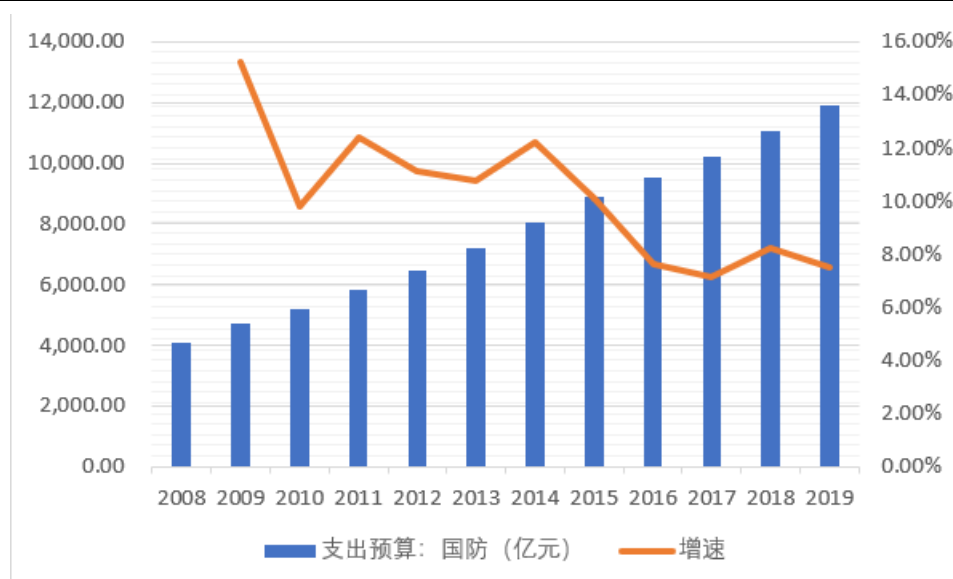
随着显控系统应用领域的不断扩大，显控设备的市场需求也稳步增加，据前瞻产业研究院预计，2016-2022 年行业增速将保持 6%-8% 左右，到 2021 年行业市场规模将超

过 15000 亿元，未来显控市场需求的增加，将推动淳中科技业绩稳增，因此为更好的把握市场机遇，淳中科技需要做好产品架构规划及客户资源储备。

淳中科技显控系统已经实现与监控、管理、调度等系统进行融合，以及监控、联动、指挥等多领域的应用，因此，丰富的应用场景，可以覆盖更多的客户，未来将持续聚焦需求最大及增长最快两类客户需求。

第一：从下游应用领域来看，国防军队、公安武警、能源以及安防等是显控系统设备的最大应用领域。根据 3 月 5 日全国人民代表大会年度会议上提交的预算草案，中国在 2019 年国防预算为 11899 亿元，同比增长约 7.5%。

图 17：我国国防预算情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

第二：展览展会、交通等是显控系统设备需求增长最快的领域，尤其高铁、地铁等领域，未来显控系统设备在智慧城市、金融、广电、气象等领域的应用也会不断增多。

因此淳中科技在关注军队及政府等重要客户的基础上，也应积极拓展智慧城市、金融等发展快速的行业客户。

5.2. 基于客户需求驱动，丰富产品体系

目前，社会公共安全领域的发展关注度日趋提高，公安部门的压力随着世界安全形势严峻不断加大，单一、片面的数据信息已无法满足公安系统办公需求，迫切需要信息技术为其深化改革提供强力支撑。

同时《2015 国防白皮书》强调，“增强基于信息系统作战能力”，“着眼建设信息化军队、打赢信息化战争”。军工信息化建设是“十三五”期间我国国防投入的重要方向。目前淳中科技也在不断加大研发投入，不断提升产品质量以满足军队对信息化的要求，因此国防建设的需求的增加，也将继续为公司带来稳定的业绩。

图 18: 公安监控作战平台



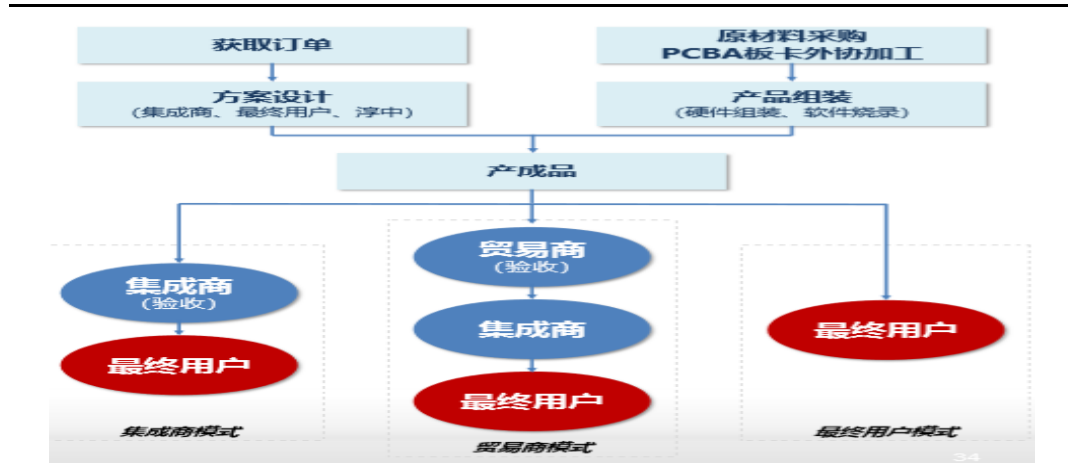
数据来源：淳中科技招股书，东吴证券研究所

目前淳中科技已参与完成全国数百个公安监控指挥中心的建设，预计未来，面对海量信息和信号源，采集、传输并且能相互推送，是公安和应急指挥系统的重要需求，因此要求淳中科技要适应需求的变化，适时推出相应的产品，满足市场需求，从而保持稳定的业务收入。

5.3. 2C 客户将是客户拓展的重要方向

目前淳中科技的收入主要来自产品的集成商，但是淳中科技的最终用户是通过 2B 以及 2G 代理商及集成商来间接的服务 2C 用户，因此未来 2C 客户的需求将成为公司产品发展的重要指向标，但是目前淳中科技很少直接通过最终用户模式服务方式来服务最终客户。所以，我们认为，为更好的抓住市场需求，淳中科技需要不断增加对客户了解与交流，甚至直接服务于最终客户，也就是说未来 2C 客户将是淳中科技客户拓展的重要方向之一。

图 19: 淳中科技销售模式



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 关键假设

淳中科技作为视频显示屏以及各视讯场景的控制“大脑”，将继续深耕视频显示控制行业，基于现有的技术以及品牌优势保持业绩稳健增加。

1、传统核心业务收入保持稳定增长，原因在于产业链上下游需求稳增，拉动显控系统设备市场需求稳步增加，其中设备类产品收入稳步增加，同时平台类产品在总收入占比中稳步增加。

2、实验产品与研发项目进度符合预期，基于雄厚的核心技术资源储备，积极进行前瞻性布局。

3、核心客户合作关系稳定，并随着产品应用场景的不断丰富和落地，产品将覆盖更多的客户与行业。

6.2. 盈利预测

2018 年因军改政策的影响，下游军工订单有所延迟，使得 2018 年营业虽然维持 10.08% 的增长，但是较 16 年与 17 年的业绩增速有所下降，随着公司研发投入的加大、销售团队的完善以及平台类产品的收入贡献的不断显现，因此我们持续看好淳中科技整体业绩发展情况，同时软硬件进一步深度耦合，提升公司盈利能力。

我们预计，淳中科技 2019-2021 年营业收入分别为 3.44 亿元、4.42 亿元及 5.77 亿元，同比增速分别为 24.9%、28.6% 及 30.5%。

表 5：淳中科技业务预测

业务类型		营收及毛利	2018	2019E	2020E	2021E
设备类	图像处理设备	营业收入（百万元）	115.01	143.76	182.58	233.70
		同比增速	4.05%	25.00%	27.00%	28.00%
		毛利率	73.00%	74.00%	75.00%	75.00%
	矩阵切换设备	营业收入（百万元）	59.37	68.28	79.20	91.87
		同比增速（%）	5.28%	15.00%	16.00%	16.00%
		毛利率	80.00%	82.00%	83.00%	83.00%
	信号传输设备	营业收入（百万元）	32.23	40.29	52.37	69.13
		同比增速	15.19%	25.00%	30.00%	32.00%
		毛利率	66.00%	67.00%	68.00%	69.00%
平台类	数字视频综合平台	营业收入（百万元）	25.17	32.72	43.19	58.31
		同比增速	23.08%	30.00%	32.00%	35.00%
		毛利率	84.00%	85.00%	86.00%	86.00%
	显控协作平台	营业收入（百万元）	43.79	59.12	85.13	124.29
		同比增速	25.22%	35.00%	44.00%	46.00%
		毛利率	58.00%	58.00%	60.00%	64.00%

数据来源：wind、年报等，东吴证券研究所

注：2018 年总体营业收入为披露数据，各业务细分数据为估计数据。

6.3. 估值与评级

淳中科技将继续保持视频显示“大脑”定位，深耕显控行业，我们也持续看好公司显控业务，预计 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.99 元、1.32 元、1.72 元，对应 PE 分别为 23.05/17.31/13.28X，给予“买入”评级。

表 6：淳中科技可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市 值(亿元)	市盈率 PE			EPS			市净率 PB (MRQ)
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603516.SH	淳中科技	29.99	29.99	23.05	17.31	13.28	0.99	1.32	1.72	3.87
002415.SZ	海康威视	2282.90	2282.90	17.07	13.97	11.70	1.43	1.75	2.09	5.82
002308.SZ	威创股份	44.06	44.06	22.48	18.59	15.46	0.22	0.26	0.31	1.23

数据来源：海康威视、威创股份估值数据均取自 wind 一致预期（截止至 2019.6.5），东吴证券研究所

7. 风险提示

- 1、军改政策影响持续存在，军工订单量不及预期，同时大额订单量增长不及预期，使得总体订单量不及预期。
- 2、随着市场竞争的加剧，产品更新换代的需求加快，产品快速的更迭使淳中科技相关产品的质量、研发进度以及价格，不能达到核心客户的需求，使得高粘性客户流失。
- 3、相关订单的收入确认周期较长，资金可能存在不能及时回流的风险，造成淳中科技资金链断裂，产生财务风险。
- 4、宏观经济环境发生较大不利变化，经济增长持续放缓，军工、政府以及企业等下游客户需求增长不达预期，设备类产品及平台类产品收入承压，使得业绩增长不及预期。
- 5、随着相关技术的发展，市场壁垒逐步减小，新进入者的数量不断增加，淳中科技面临市场份额萎缩的风险。

淳中科技三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	607	689	809	972	营业收入	276	344	442	577
现金	28	63	128	206	减:营业成本	76	93	116	148
应收账款	102	125	166	213	营业税金及附加	4	5	7	9
存货	46	58	73	95	营业费用	55	63	83	108
其他流动资产	431	442	442	458	管理费用	35	53	65	86
非流动资产	202	215	234	263	财务费用	-2	2	1	0
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
固定资产	78	92	112	141	加:投资净收益	12	8	10	9
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	86	137	180	236
其他非流动资产	123	122	122	122	加:营业外净收支	-0	0	-0	-0
资产总计	809	903	1,043	1,235	利润总额	86	137	180	236
流动负债	50	54	64	72	减:所得税费用	1	7	7	10
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	20	21	30	35	归属母公司净利润	85	130	173	226
其他流动负债	31	33	34	38	EBIT	85	136	177	231
非流动负债	2	2	2	3	EBITDA	93	141	184	238
长期借款	0	1	1	1					
其他非流动负债	2	2	2	2	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	52	56	66	75	每股收益(元)	0.65	0.99	1.32	1.72
少数股东权益	0	0	-0	-0	每股净资产(元)	5.77	6.47	7.46	8.86
					发行在外股份(百万 股)	131	131	131	131
归属母公司股东权益	756	847	977	1,160	ROIC(%)	11.1%	15.2%	17.4%	19.0%
负债和股东权益	809	903	1,043	1,235	ROE(%)	11.2%	15.3%	17.7%	19.4%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	72.4%	73.1%	73.8%	74.3%
	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	30.8%	37.8%	39.2%	39.1%
经营活动现金流	60	86	126	148	资产负债率(%)	6.5%	6.2%	6.3%	6.1%
投资活动现金流	-520	-10	-17	-27	收入增长率(%)	10.1%	24.9%	28.6%	30.5%
筹资活动现金流	382	-40	-45	-42	净利润增长率(%)	-6.6%	53.2%	33.2%	30.3%
现金净增加额	-77	35	64	78	P/E	35.30	23.05	17.31	13.28
折旧和摊销	7	6	7	8	P/B	3.97	3.54	3.07	2.58
资本开支	119	13	19	29	EV/EBITDA	32.09	20.80	15.59	11.72
营运资本变动	-22	-43	-46	-76					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

