

淳中科技（603516）：视频领域迎来新发展，显控龙头正逢新机遇

2019年07月26日

强烈推荐/首次

淳中科技 公司报告

报告摘要：

公司是业内领先的显示控制系统设备及解决方案提供商。公司营业收入持续稳定增长，盈利能力良好，2013年-2018年公司营业收入从1.09亿元增长到2.76亿元，年均复合增长率达20.34%；归母净利润从0.39亿元增长到0.85亿元，年均复合增长率为16.59%。

显控系统需求增加，行业潜力巨大。

► **大屏幕拼接市场规模扩大，带动显控系统市场规模上升。**显控系统很大一部分应用于大屏幕拼接产品中，随着LCD和小间距LED拼接需求不断增长，我们预估大屏幕拼接2020年整体市场规模将超过260亿元。

► **显控系统应用领域不断丰富，需求空间增大。**显控系统应用逐步发展到涉及国防军队、公安武警、展览展示、能源、交通、金融、广电、气象等众多行业。这些行业对显控系统设备及解决方案的需求不断增长，为显控行业提供了广阔的市场空间。

► **5G加速视频产业发展，显控行业迎来发展机遇。**《超高清视频产业发展行动计划》发布，推动整个视频行业加速向高清升级换代，5G商用加速助推产业发展。到2022年，我国超高清视频产业总体规模预计超过4万亿元，显控系统在超高清产业链中如同沙漏和哑铃结构的中间点，牢牢掌控全局应用的“调度”，未来有望充分受益于超高清视频产业的高速发展。

行业经验丰富，先发优势明显。公司积累了丰富的行业实施经验，拥有针对各行业不同需求提供成熟的行业解决方案能力。公司行业拓展、产品线扩充和海外市场开拓的发展战略，预计将使公司进一步巩固先发优势，丰富产品线，完善产品结构，有望大幅提升公司营收规模。

公司盈利预测及投资评级：公司是行业领先的显控产品及解决方案提供商，看好公司产品线扩充带来的业绩增长。我们预计公司2019-2021年归母净利润为1.03/1.26/1.54亿元，对应EPS分别为0.78/0.96/1.17元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为35/29/23倍。给予“强烈推荐”评级。

风险提示：显控市场需求发展不及预期风险；行业竞争加剧风险；公司新产品开发不及预期风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	250.33	275.56	362.36	456.93	574.36
增长率（%）	14.24%	10.08%	31.50%	26.10%	25.70%
净利润（百万元）	90.93	84.95	102.74	126.11	153.60
增长率（%）	11.79%	-6.57%	20.93%	22.75%	21.79%
净资产收益率（%）	31.18%	11.23%	12.63%	14.27%	15.85%
每股收益（元）	1.30	0.66	0.78	0.96	1.17
PE	21.15	41.65	35.04	28.55	23.44
PB	6.61	4.76	4.43	4.07	3.72

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

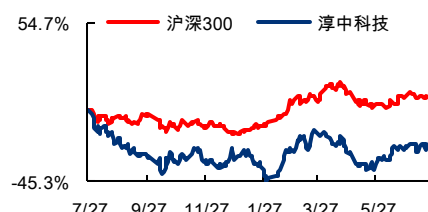
公司主要从事显控系统产品及解决方案的设计、研发、生产、销售及维护。产品主要适用于指挥控制中心、会议室及展览展示等多媒体视讯场景，主要有设备和平台两大类主要产品，具体包括图像处理设备、矩阵切换设备、信号传输设备及数字视频综合平台、显控协作平台等。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间（元）	27.49-35.97
总市值（亿元）	36
流通市值（亿元）	24.27
总股本/流通A股（万股）	13097/8828
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.91

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

研究助理：陈晓博

chenxb_yjs@dxzq.net.cn

目 录

1. 显控领域领先厂商，业务规模不断扩大	4
1.1 公司是行业领先的显控产品及解决方案提供商	4
1.2 公司营业规模持续增长，盈利能力良好	5
2. 显控系统需求增加，行业潜力巨大	7
2.1 大屏拼接市场不断扩张，显控需求水涨船高	7
2.2 显控系统应用场景不断丰富，市场空间巨大	11
2.2.1 国防信息化指挥控制中心	11
2.2.2 公安指挥监控中心	13
2.2.3 展览展示馆	14
2.2.4 能源行业指挥监控系统	17
2.2.5 轨道交通指挥监控中心	17
2.2.6 广电行业	18
2.2.7 其他场景	19
2.3 5G 加速，政策支持加码，显控行业迎来发展机遇	19
3. 公司先发优势明显，看好未来发展	20
3.1 公司产品应用广泛，竞争优势明显	20
3.2 行业拓展、产品线扩充和海外市场开拓战略，有望带来新成长	22
4. 可比公司估值与盈利预测比较	23
5. 投资评级	23
6. 风险提示	23

表格目录

表 1：多媒体信息系统组成及发展方向	7
表 2：显控行业主要公司	11
表 3：公司产品结构	20
表 4：可比公司盈利估值比较（流通市值截止到 2019 年 7 月 24 日，单位：百万元）	23

插图目录

图 1：显控系统项目系统结构	4
图 2：公司产品应用场景	4
图 3：公司股权结构	5
图 4：公司营业收入情况	5
图 5：公司归母净利润情况	5
图 6：公司分项收入情况	6
图 7：公司分行业收入情况	6
图 8：公司期间费用率情况	6

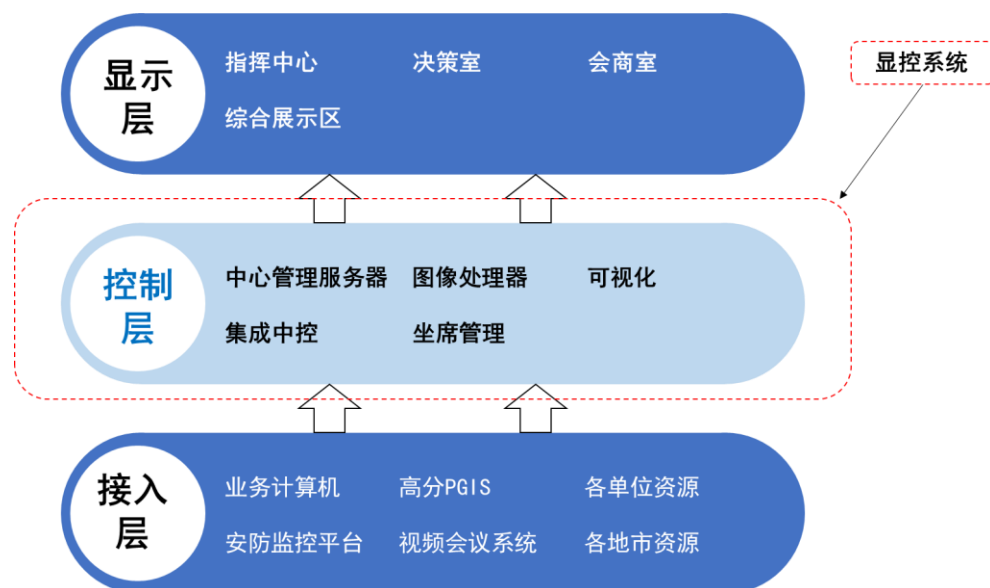
图 9：公司销售费用和管理费用情况.....	6
图 10：公司研发投入情况	7
图 11：公司销售毛利率情况.....	7
图 12：公司经营性现金流情况	7
图 13：公司资产负债率情况	7
图 14：公司产品多媒体系统拓扑图	8
图 15：显控行业产业链	9
图 16：显控系统应用机制示意	10
图 17：小间距 LED 市场规模	10
图 18：LCD 拼接市场规模	10
图 19：我国国防预算	12
图 20：淳中科技军队行业显控系统解决方案	13
图 21：淳中科技公安行业显控系统解决方案	14
图 22：城市规划馆案例	15
图 23：我国展会数量与面积情况	16
图 24：我国铁路里程	17
图 25：我国轨道交通运营长度	18
图 26：公司海外收入情况	23

1. 显控领域领先厂商，业务规模不断扩大

1.1 公司是行业领先的显控产品及解决方案提供商

淳中科技成立于 2011 年，2018 年 2 月在上交所主板上市，公司专注于多媒体行业细分领域显示控制行业，主要从事显控系统产品及解决方案的设计、研发、生产、销售及维护。产品主要适用于指挥控制中心、会议室及展览展示等多媒体视讯场景，广泛应用于军事、政治、经济、科教、文化等领域，下游行业主要涉及国防军队、公安武警、展览展示、能源、交通、金融、广电、气象等，是业内领先的显示控制系统设备及解决方案提供商。

图 1：显控系统项目系统结构



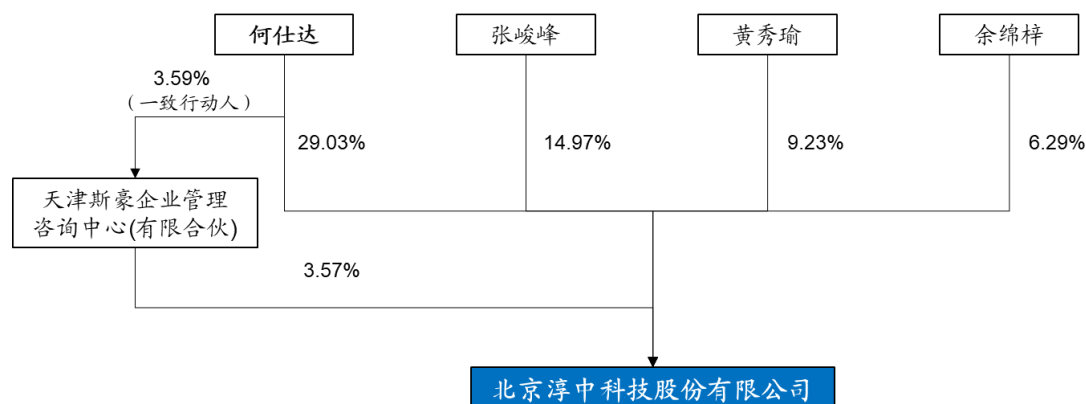
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司产品应用场景



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

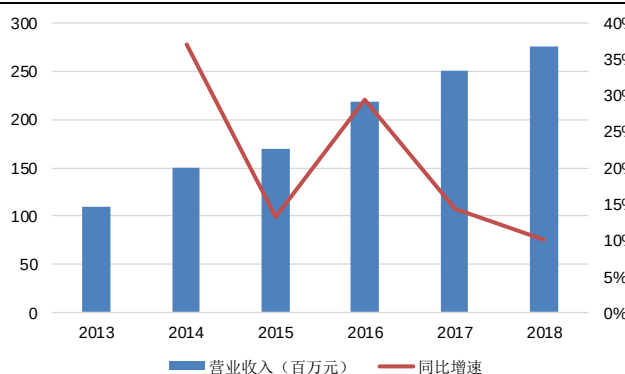
公司治理结构稳定。公司控股股东和实际控制人为何仕达, 目前直接持有公司 29.03% 的股份, 公司前四大股东何仕达、黄秀瑜、余绵梓、张峻峰为公司发起人, 合计持有公司股份 59.52%。自公司成立以来, 公司股权结构清晰, 基本保持稳定。

图 3: 公司股权结构


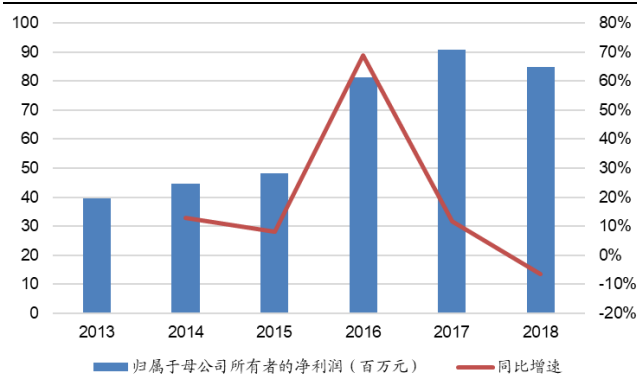
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 公司营业规模持续增长, 盈利能力良好

公司 2013 年-2018 年营业收入持续稳定增长, 从 1.09 亿元增长到 2.76 亿元, 年均复合增长率为 20.34%; 归母净利润从 0.39 亿元增长到 0.85 亿元, 年均复合增长率为 16.59%。公司 2018 年实现营业收入 2.76 亿元, 同比增长 10.08%。公司 2018 年实现归母净利润 0.85 亿元, 同比下滑 6.57%, 主要原因是公司人员规模扩大, 人工成本增长较多所致。

图 4: 公司营业收入情况


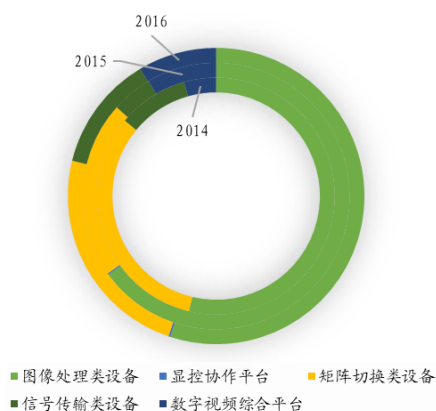
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 公司归母净利润情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

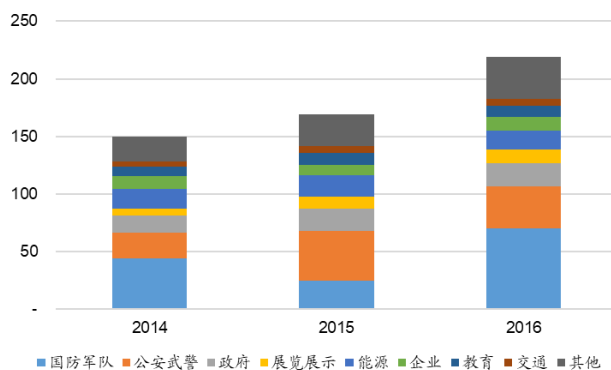
从 2014-2016 年公司公布的分项业务收入来看, 图像处理设备、矩阵切换设备等公司传统优势产品贡献了公司主要的收入。在原有业务基础上, 公司不断推出先后推出数字视频综合平台、显控协作平台等平台类产品, 在公司收入中占比不断提升, 2016 年数字视频综合平台收入已达到公司总收入的 8.55%。平台产品的推出、上市销售是公司在显示控制领域的综合实力的体现, 是公司销售收入的重要增长点。从产品最终应用行业收入情况看, 2016 年国防军队、公安武警、政府三个领域是公司收入的主要来源, 分别占营业收入的 32.05%, 16.50%, 9.37%, 合计达 57.92%。

图 6：公司分项收入情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

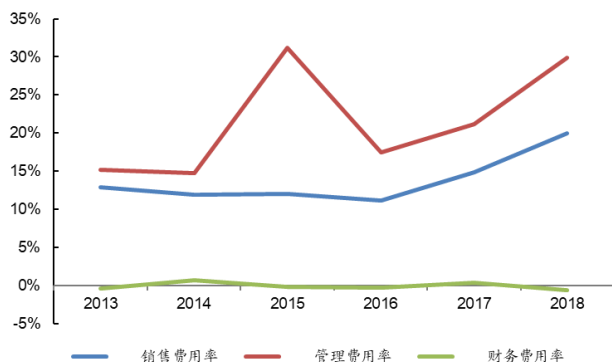
图 7：公司分行业收入情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

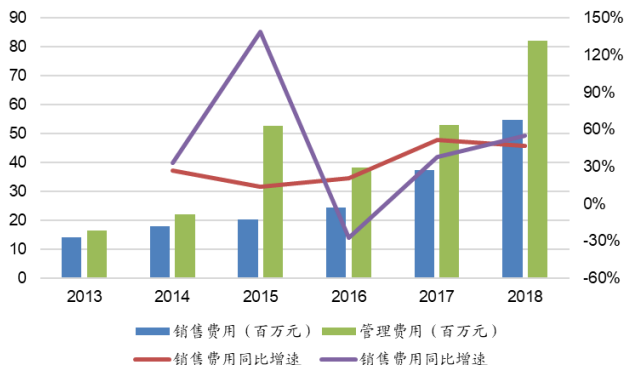
期间费用率整体保持稳定。2013-2018 年，除 2018 年公司人员规模扩大，导致销售费用率、管理费用率有所上升，2015 年因股份支付导致管理费用率显著上升外，公司期间费用率整体稳定，与营业收入稳步增长相匹配，占营业收入的比例变化不大。

图 8：公司期间费用率情况



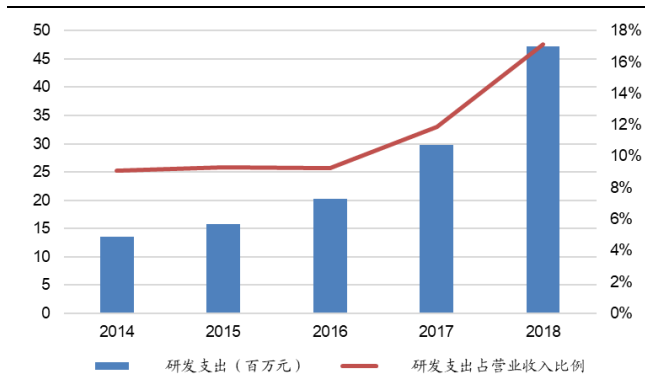
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9：公司销售费用和管理费用情况

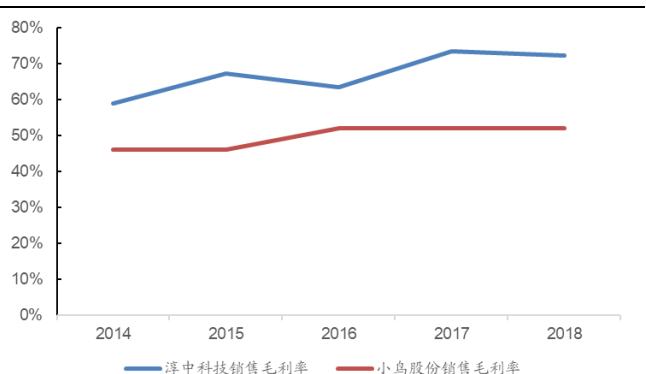


资料来源：wind，东兴证券研究所

公司不断加大研发投入，研发支出占营业收入比重持续上升。2014 年-2018 年，公司研发支出由 0.14 亿元增长到 0.47 亿元，年均复合增长率达 36.54%；研发支出占营业收入比例从 9.07% 上升到 17.12%。截至 2018 年底，公司已获授权专利 29 项，其中发明专利 13 项，在显控领域有多项处于国内领先的技术，如数据预处理、数据后处理、图像融合处理、码流接入等技术。持续的研发投入为公司产品筑起技术壁垒，保证了产品毛利水平。公司产品与新三板挂牌公司小鸟股份产品相近，可作为可比公司进行比较，2014-2018 年公司毛利率相较于小鸟股份始终维持在较高水平且稳定提升。

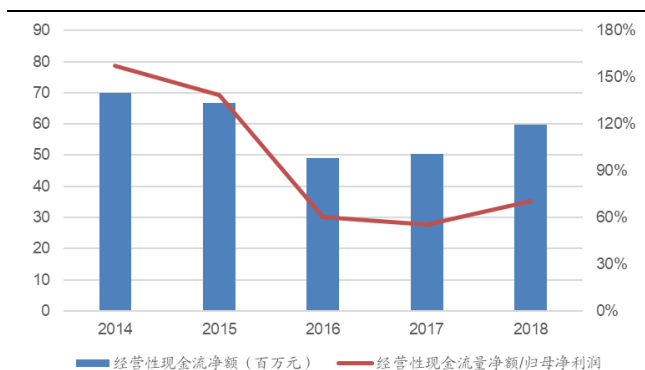
图 10: 公司研发投入情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

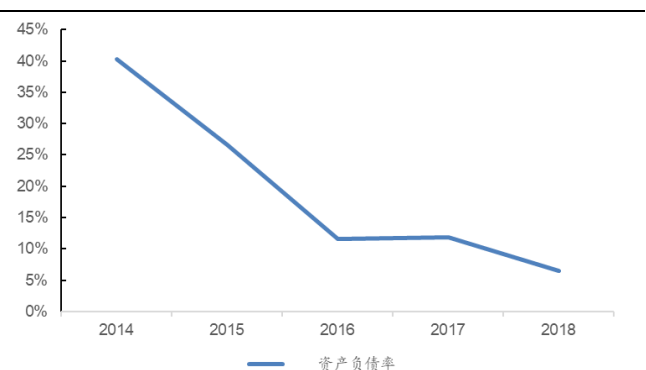
图 11: 公司销售毛利率情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

营业收入保持稳定增长的同时, 公司经营性现金流保持同步增长, 2016-2018 年经营性现金流与归母净利润的比值基本稳定, 收益质量较高; 同时, 公司保持较低资产负债率水平, 有较强长期偿债能力, 流动性良好。

图 12: 公司经营性现金流情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 13: 公司资产负债率情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 显控系统需求增加, 行业潜力巨大

2.1 大屏拼接市场不断扩张, 显控需求水涨船高

公司产品主要应用于多媒体场景, 起到显示控制及信号的收集转换作用, 属于多媒体信息系统的“呈现系统”——“显控系统”方向。

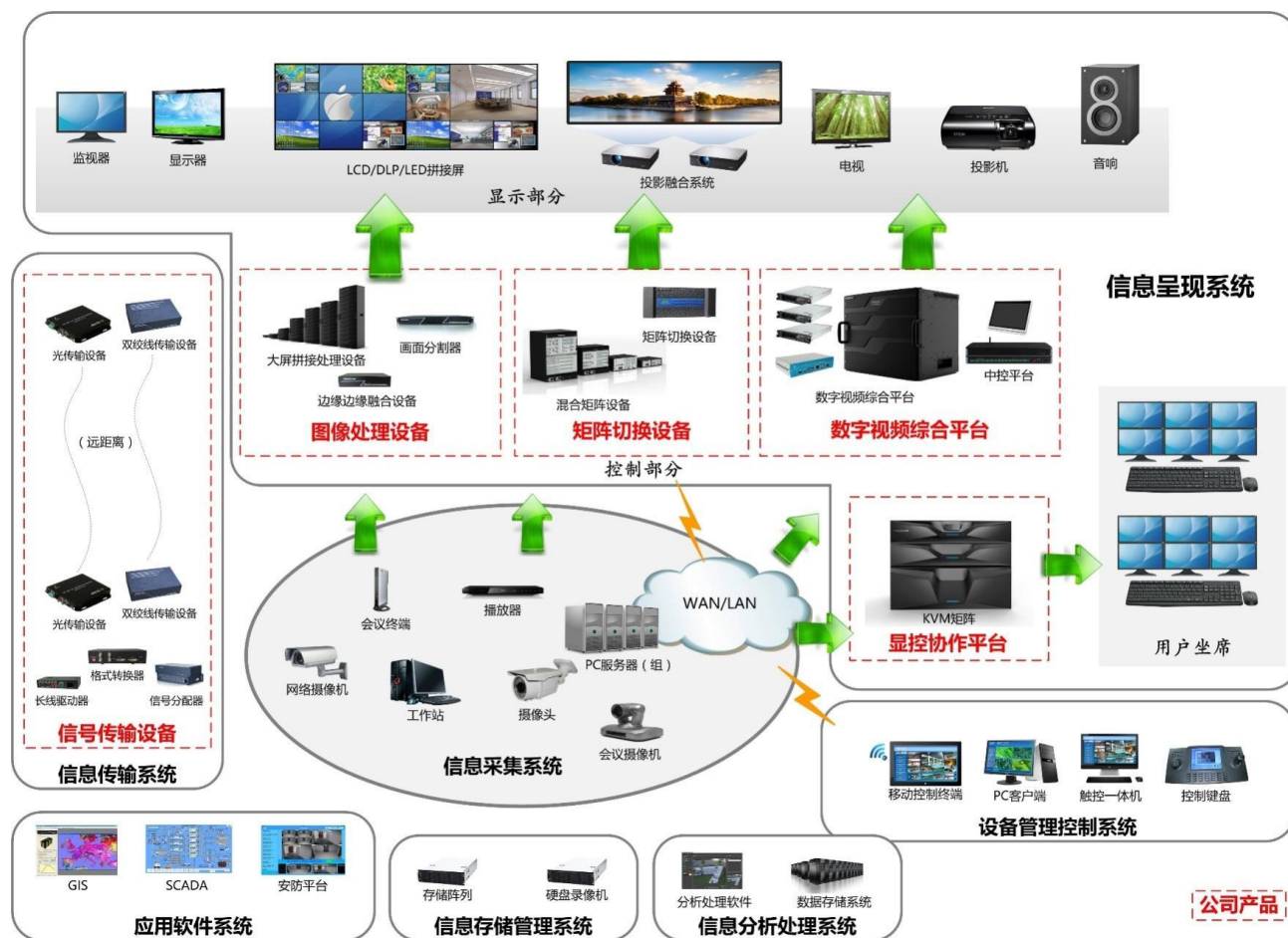
表 1: 多媒体信息系统组成及发展方向

类别	组成	发展方向
信息采集系统	由计算机、摄像机、话筒、传感器、音视频编解码器等各类信息的采集终端和采集软件等组成	向全面实现数字化、高清化和 IP 化方向发展
信息呈现系统	由投影机、显示器、图像处理设备、矩阵切换设备、数字视频综合平台、显控协作平台等显示设备和信息呈现软件等组成	向数据信息的可视化、图形化、音视频信息的高清晰化、高真实化、高实时化方向发展

类别	组成	发展方向
信息分析处理系统	由计算机及信息分析加工处理软件等组成，通过对信息的加工处理，使信息可供于查询、分析、统计、存储、管理及呈现等用途	向大数据化、智能分析化、云计算方向发展
信息存储管理系统	由服务器、数据库、数据存储设备及信息管理软件组成	向服务虚拟化、云存储化、管理一体化方向发展
信息传输系统	由 IP 网络及 IP 网络传输交换设备组成	向高速、无线、安全、融合方向发展
设备管理控制系统	由设备自带或外接的检查、管理、通讯功能或传感设备、中央控制设备及设备管理控制服务器组成	向集中控制化、集中管理化、监控智能化、信息可视化方向发展
应用软件系统	为满足不同行业及不同用户的不同业务需求、业务流程、管控方式等而制作的特定应用软件，通过该应用软件帮助用户更好地使用该系统来实现客户的需求	向着量身定制化、业务导向化、人机友好化方向发展

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

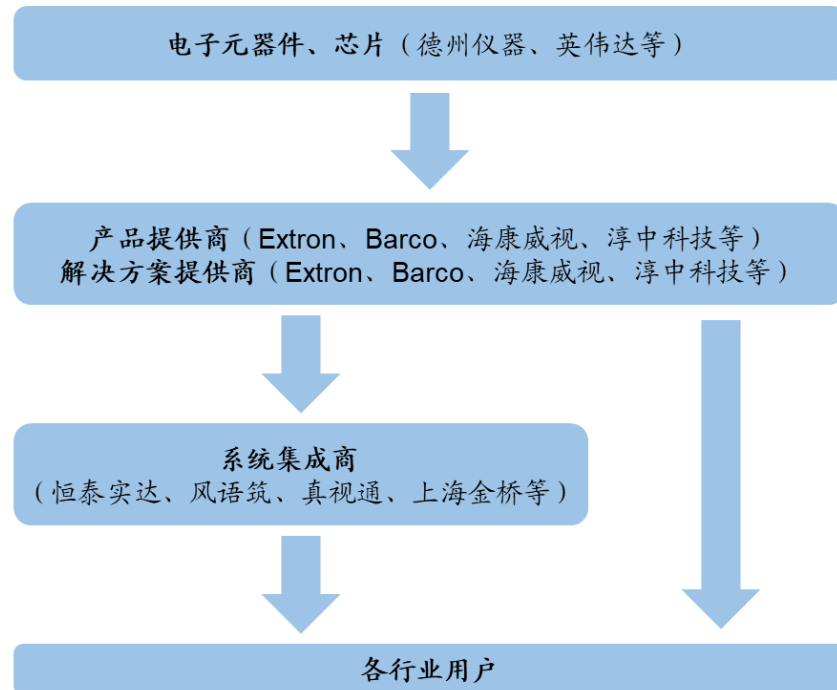
图 14：公司产品多媒体系统拓扑图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

显控系统的产业链上主要有电子元器件、芯片、视音频外设厂商，产品提供商和解决方案提供商，系统集成商，用户。目前，用户构建视音频系统的目的、需求呈现出显著的专业化、精细化、个性化和复杂化趋势，解决方案提供商成为市场的主角。

图 15：显控行业产业链

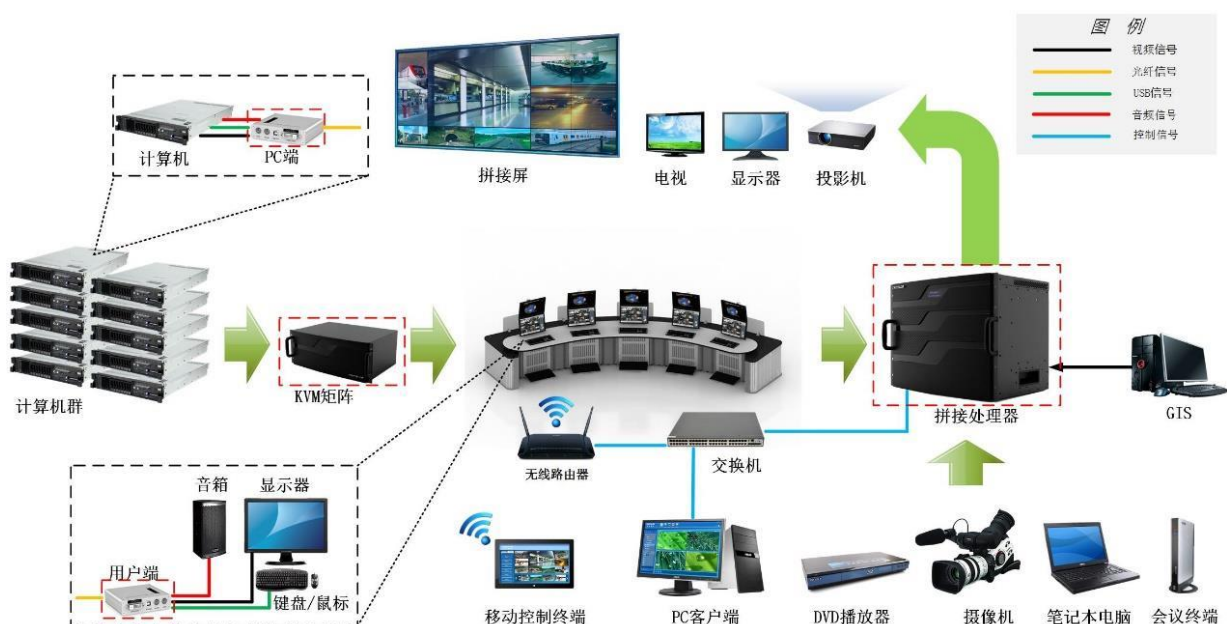


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前，显控系统很大一部分应用于大屏幕拼接产品中。随着社会信息化的高速增长，信息的可视化需求也急剧扩大，单台显示设备所能显示的信息已经远远不能满足市场需求，特别是一些监控中心，指挥中心，调度中心等重要场所。所以需要更大的显示图像尺寸，要求显示图像能提供更多的信息量，并希望在一个超大尺寸的屏幕上同时显示多个不同信息来源的图像和文字信息，且大屏幕的各个单元显示的图像能够实现无缝连接。

显控系统负责将接收到的本地信号、远程信号经过传输、转换、拼接/分割/融合处理，输出到以显示设备为主的会议、录播等终端上，从而达到多种显示、操控效果。通过大屏拼接，图像边缘融合，矩阵切换等设备和系统控制，显控系统可以实现多路各类视频信号输入、多台投影机输出的投影图像无缝拼接、各类不同格式之间信号的互相交叉切换，并通过图像缩放等处理，将图像传送至拼接显示单元进行显示。

图 16：显控系统应用机制示意

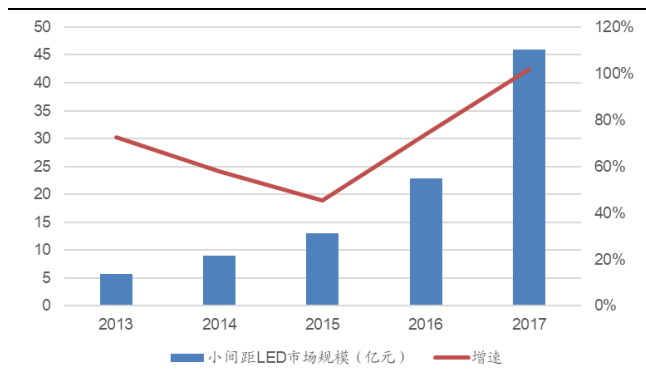


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

由于需求端的快速增长，大屏幕拼接市场规模不断扩大，带动显控系统市场规模的迅速上升。2017年上半年我国大屏幕拼接市场整体硬件销售额达到44.8亿元，同比增速高达34.9%。分产品来看，大屏幕拼接市场主要有液晶（LCD）拼接、DLP背投、LED小间距三种技术，LCD以价廉为优势扩大其应用范围，保持在低端市场的主导地位，占比48%；小间距LED将凭借更小的点距和更稳定的质量进一步抢占中、高端市场，占比35%；DLP市场占比不断下滑，2017年上半年下降8.6%，占比16%。预计未来大屏幕拼接市场主要是LCD拼接和LED小间距。

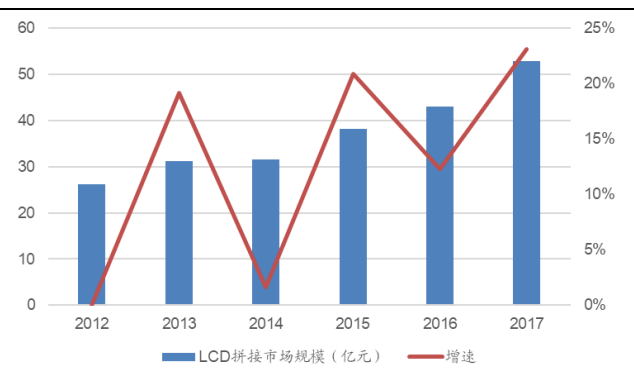
根据奥维云网数据，2017年，我国小间距LED显示行业市场规模达46亿元，同比增长101.75%；为52.8亿元，同比增长23.08%。到2020年，小间距LED显示屏市场规模有望达到170亿元，LCD拼接市场规模有望达到90亿元，我们预估大屏幕拼接2020年整体市场规模将超过260亿元。

图 17：小间距LED市场规模



资料来源：AVC，东兴证券研究所

图 18：LCD拼接市场规模



资料来源：AVC，东兴证券研究所

显控系统行业中，淳中科技的主要竞争对手有威创、小鸟股份、天誉创高、博睿维讯、Extron、Barco

等，每家公司的经营产品领域不尽相同，业务线较多，只有其中部分产品与淳中科技有竞争关系。与淳中科技产品结构和业务领域最为相似的是小鸟股份。

表 2：显控行业主要公司

公司名称	公司概况	主要产品
广东威创视讯科技股份有限公司	成立于 2002 年，深交所中小板上市公司，从事的主要业务之一是超高分辨率数字拼接墙系统的研发、制造、营销和服务，同时为拼接大屏显示系统用户提供富有应用呈现价值的信息可视化解决方案。	各型超高分辨率信号处理器
北京小鸟科技股份有限公司	成立于 2009 年，股转系统挂牌公司，是一家专注于视听领域，为客户提供数字化解决方案的国家高新技术企业，产品包括多屏幕拼接器、多画面分割器、边缘融合器、创意拼接器等，应用于交通、政府、教育、电力、能源、传媒等领域。	拼接处理器、混合矩阵、融合处理器、坐席管理系统、分布式拼接控制系统等
广州市天誉创高电子科技有限公司	成立于 1996 年，是一家集研发、生产、销售和服务于一体的音视频产品专业厂商，致力于音频、视频的整体解决方案。主要产品有中央控制系统、信号传输与管理系统、会议系统等。	信号传输与管理系统
北京博睿维讯科技有限公司	成立于 2009 年，是一家专注于图像处理领域的高新技术企业，专业生产液晶拼接墙、矩阵切换器、图像处理器、融合控制器、拼接控制器、矩阵传输等产品。	拼接处理器、边缘融合器、矩阵切换器及信号传输产品
Extron	1983 年成立，是一家世界领先的专业视音频系统集成产品的生产商。产品主要包括：拼接墙处理器、视音频控制系统、计算机视频接口、切换器、矩阵切换器、分配放大器、音频放大器、扬声器、双绞线和光纤设备、视频图像解析度转换器、视音频信号处理器、视音频流媒体产品、教室声场系统及高分辨率电缆。	拼接墙处理器、矩阵切换器
Barco	1934 年成立于比利时，是世界专业市场上领先的视频和显示解决方案供应商，主要经营领域为控制室系统、模拟仿真和虚拟现实系统、演出与会展系统、媒体与娱乐系统、数字电影系统、空中交通管制系统、国防与安全、医疗成像系统、航空电子设备、纺织品和食品分类市场。	视频墙处理器、图像处理等

资料来源：招股说明书、公开资料整理，东兴证券研究所

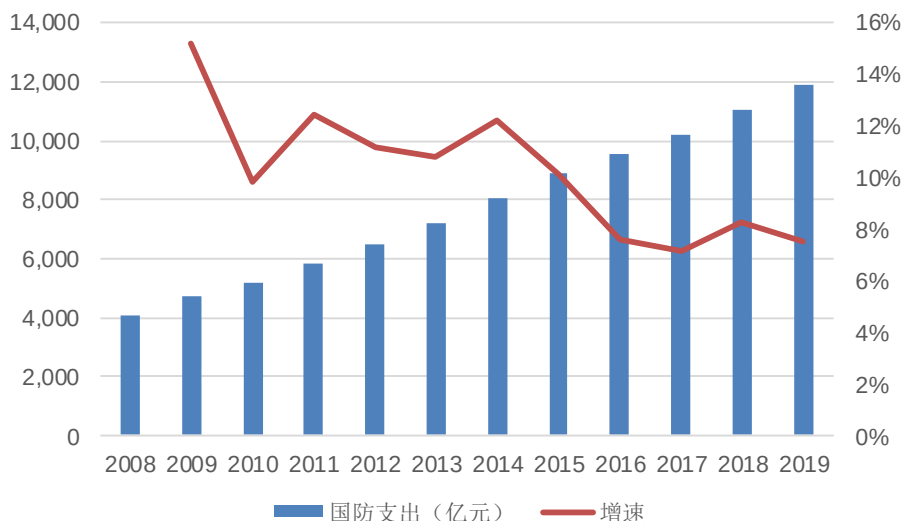
2.2 显控系统应用场景不断丰富，市场空间巨大

显控系统应用领域不断丰富，需求空间增大。随着视音频编解码技术、数据传输技术、控制技术的不断发展，显控系统的应用功能从实现会议、培训等基础功能，扩展到与监控、管理、调度等系统进行融合，实现监控、联动、指挥等多领域的应用。多媒体信息系统的应用也已经从早期主要面向政府机关行政会议的简单应用，逐步发展到涉及国防军队、公安武警、展览展示、能源、交通、金融、广电、气象等行业。随着我国经济的发展、人民生活水平的提高，这些行业亦在持续发展，其对显控系统设备及解决方案的需求不断增长，为显控行业提供了广阔的市场空间。

2.2.1 国防信息化指挥控制中心

2019 年两会期间，我国公布国防预算，预计支出为 11,899 亿元，同比增长约 7.5%，保持稳健增长，增速有所下降，但仍高于 GDP 增速。经历 20 年持续较高增长后，我国已跻身全球军费开支第二大国，并在 2017 年首次突破万亿大关。

图 19: 我国国防预算



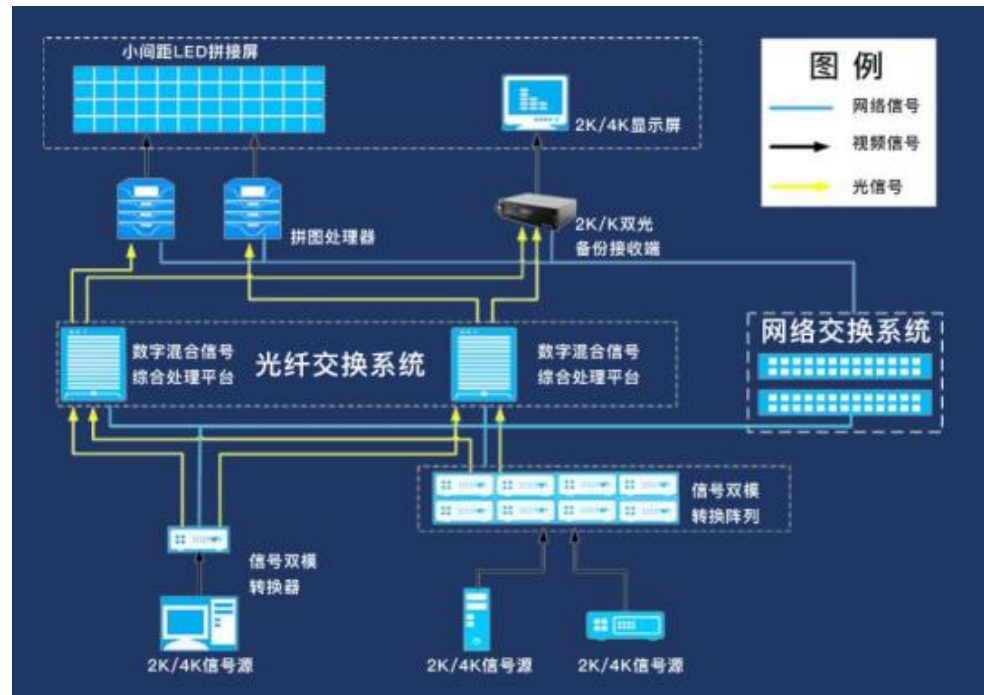
资料来源: wind, 东兴证券研究所

国防部 2015 年发布的《中国的军事战略》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。**中央军委颁发的《军队建设发展“十三五”规划纲要》提出到 2020 年,军队要如期实现国防和军队现代化建设“三步走”发展战略第二步目标,信息化建设取得重大进展;随着规划纲要的发布,预计未来军费结构中武器装备的占比,特别是信息化武器装备的占比,将会持续提升,**军工信息化在未来相当长时间内都将是我国国防投入的重点。**2017 年中央军委装备发展部制定了《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》,围绕创新制度机制、降低准入门槛、完善信息交互、培育竞争环境、强化监督管理等五个方面,提出 12 条举措和 45 项任务,推动武器装备建设军民融合在更广范围、更高层次、更深程度上发展。

军队指挥系统是军事信息化的首要表现形式。指挥系统需要将多媒体通讯平台、桌面会议系统、作战仿真系统、摄录系统和桌面协作系统进行计算机或视频处理系统传输至各个显示大屏幕及显示终端上。整套系统通常需要采用最新一代的音视频同步处理技术,所有设备均采用模块化的设计,具备良好的稳定性、可靠性、安全性,并具备良好的显示信号数量的扩展能力。

淳中科技军队行业显控系统解决方案经验丰富。公司推出的 Poseidon (波塞冬) 系统从功能上整合了混合矩阵、图像拼接、音视频同步传输、大屏幕图像时钟同步输出、中央控制系统、KVM 系统、网路编解码、OSD 字幕滚动等、远程基于 IP 或者高分辨率图像传输、4K 或更高分辨率图像处理等各类功能,满足了军队对图像信息一体化的要求。先后参与完成了某军事科学院、某空军机场调度指挥中心、某战时指挥部、某军分区指挥中心等大量国防项目的建设。

图 20：淳中科技军队行业显控系统解决方案



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

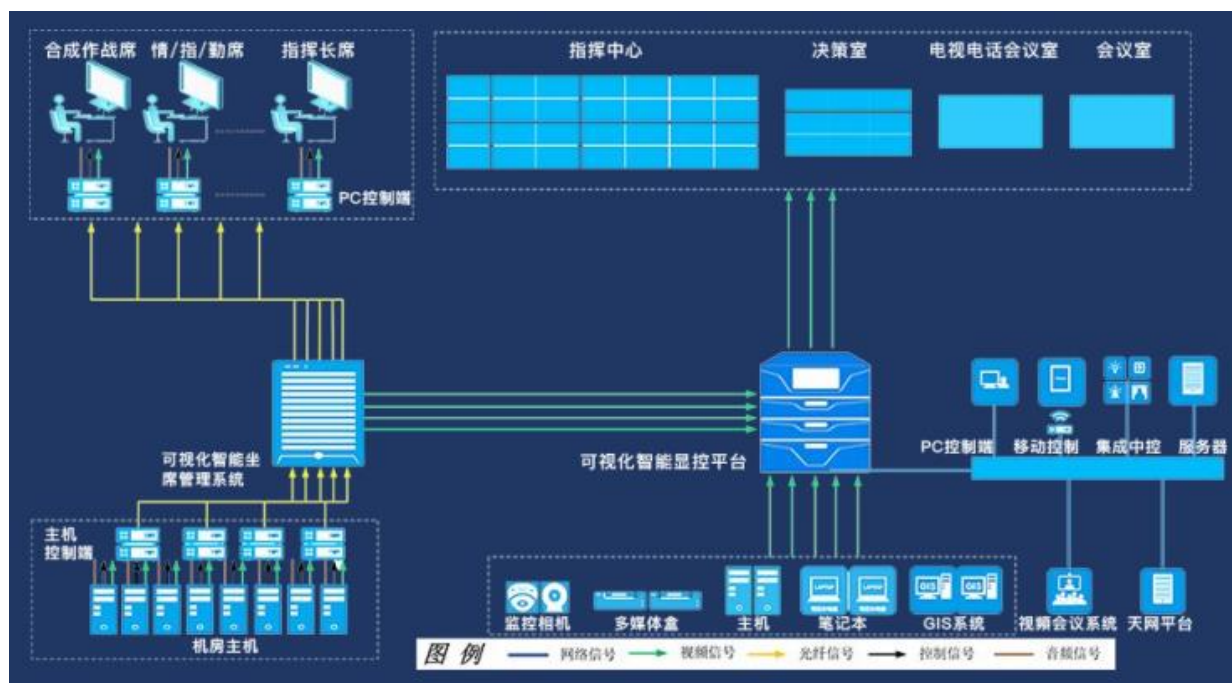
2.2.2 公安指挥监控中心

近几年，社会公共安全领域的发展受到越来越多的关注。公安部门迫切需要信息技术为其深化改革提供强力支撑，同时单一、片面的数据信息已无法满足公安系统办公需求。作为一个城市的治安维护和交通管理部门，必须涵盖整个辖区内的视频监控信息，同时要确保对视频监控信息的实时监控、调用、管理。作为统筹全局的指挥控制室亦对显控系统提出了更高的要求，需要能够收集各类信息指标，并能够引导系统做出判断。

公安系统内的国保、治安、刑侦、经侦、交巡警、网络、禁毒、监管、水警、边防、警卫、消防，需要其他行政或企事业单位如工商、电信运营商、环保、质检等的配合。在突发性重大案件或者事件发生时，各个原本独立的业务职能部门能够无缝的对接，信息互通，在碎片化信息汇总情况下通过大数据分析，做出及时趋势研判并且采取有效行动。面对海量信息和信号源，如何采集、传输并且能够互相推送，这是未来公安或者应急指挥系统必须解决的。

公司已经参与完成了包括全国数百个公安监控指挥中心的建设。公司推出的显控系统设备，包括编解码系统、KVM 矩阵、高清数字混合矩阵、录播系统等，能够满足公安领域的不同需求。

图 21：淳中科技公安行业显控系统解决方案



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2.3 展览展示馆

近年来，展览展示馆在数量增多的同时，呈现出展馆空间与展示内容的高度融合、展示手段不断更新、展馆类型不断丰富等特点，其中以数字展示手段的兴起最为突出。数字展示灵活使用声、光、电、影视等技术，多层次多维度的展示内容，逐步代替了传统展览展示以文字、图片、模型的静态展示，具有直观、形象、生动、趣味等特点；数字展示相比传统展示具有以下特征：

- **更节省物理空间，展示更有效率。**数字展示将重点内容高效地传播至参观者，不仅节省空间，也使参观者在较短时间内理解展览并留下深刻印象。
- **数字展示以高清影像为主，内容更丰富。**比如，利用数字沙盘可以将复杂的城市规划展现在巨幅屏幕上，并且可以放大需要详细了解的区域。
- **数字展示具有互动性，使展示更有体验性。**

图 22：城市规划馆案例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

数字展示通常都以大屏幕、大投影墙为显示终端并配以一定的声光效果，在内容和效果上都大大超越传统展示，应用领域也超越了传统展示，是未来展览展示馆中不可缺少的展示技术。显控系统在数字展示中发挥着重要作用。数字展示目前主要应用于城市馆及园区馆、博物馆、旅游景区、会展、主题馆、科技馆、企业馆、商业体验馆等，这些展馆市场前景非常广阔。

● 城市馆及园区馆前景

据国家统计局数据，2018 年我国的城镇化率已经达到 59.58%，但仍远低于发达国家 80% 的平均水平。随着我国城镇化率的提高，将会有越来越多的公民生活在中，将会推动城市基础设施建设，从而促进城市馆的建设需求。

根据国家发改委发布的《中国开发区审核公告目录》（2018 年版），我国共有各类国家级经济开发区 219 个、高新技术产业开发区 156 个、边境经济合作区 19 个以及数量众多的省级、市级、区级开发区。各级开发区为了发展经济招商引资，需要通过建造开发区展示馆以展示区域发展历程、区位优势、自然资源、建设成果以及未来蓝图、主导产业等。集招商、展示、交流、宣传等为一体的多功能、智能化、数字化园区展示馆前景非常广阔。

● 博物馆前景

我国《博物馆事业中长期发展规划纲要（2011-2020 年）》提出：到 2020 年，博物馆覆盖人群要从每 40 万人拥有 1 个博物馆发展到每 25 万人拥有 1 个博物馆。据国家统计局数据，2018 年年末我国总人口为

13.90 亿, 博物馆有 4,918 个。按每 25 万人拥有一个博物馆测算, 到 2020 年博物馆将达到 5,560 个。大部分新建博物馆以及老馆的多媒体化更新升级都将不同程度的采用数字化、智能化的显示手段, 以达到更形象、更准确的参观效果, 将为显控系统的应用带来市场空间的提升。

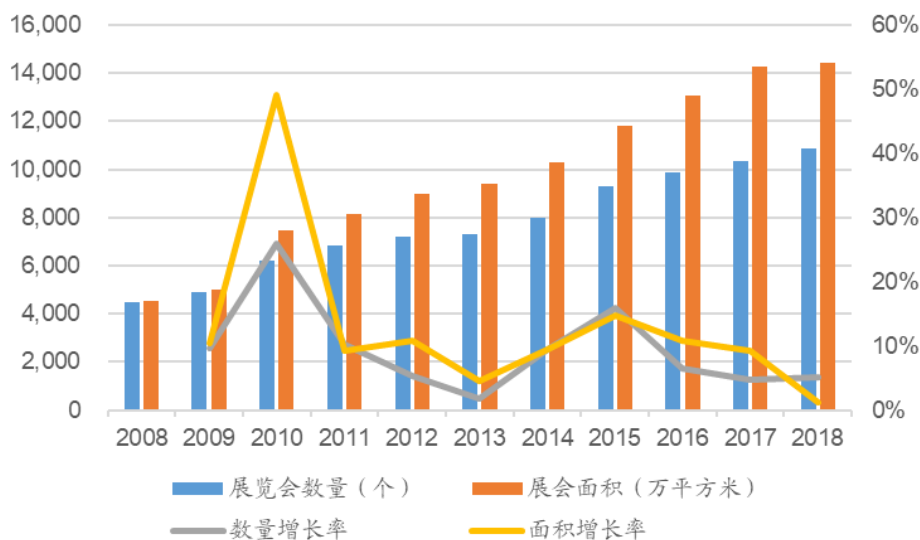
● 旅游景区前景

随着我国人民生活水平的提高, 旅游业越来越成为经济增长中的亮点。2018 年我国国内旅游收入达到 51,278.29 亿元, 同比增长 12.30%。国家旅游局《关于促进智慧旅游发展的指导意见》中指出, 到 2020 年我国智慧旅游服务能力明显提升, 智慧管理能力持续增强, 大数据挖掘和智慧营销能力明显提高, 移动电子商务、旅游大数据系统分析、人工智能技术等旅游业应用更加广泛, 培育若干实力雄厚的以智慧旅游为主营业务的企业, 形成系统化的智慧旅游价值链网络。这意味着将有众多景区迫切需要通过建设旅游景区展示体验中心, 创造性地运用多种数字科技手段, 构建内容充实, 表现力丰富的数字科技展示体验中心, 满足和提升游客对旅游景区数字文化展示技术创新体验服务的需求。

● 会展

近年来, 随着我国社会经济、文化的发展, 会展行业取得了快速发展。中国国际贸易促进委员会发布的《中国展览经济发展报告(2018)》中指出, 2018 年, 中国境内共举办经贸类展览 3,793 个, 较 2017 年增加 130 个, 同比增长 3.5%; 举办展览总面积为 12,949 万平方米, 较 2017 年增加 570 万平方米, 同比增长 4.6%。2018 国内展览馆数量为 164 个, 同比增长 7%; 室内可租用总面积约 983 万平方米, 同比增长 5%。同时, 随着数字技术、多媒体技术的发展, 展出机构越来越倾向于使用声、光、电、影像等科技手段向参观者进行宣传。在大型会展中, 由于参展者众多、展馆面积较大, 更加需要先进的多媒体技术向参观者进行展示。

图 23: 我国展会数量与面积情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

此外, 随着我国社会的高速发展, 国民文化水平的提升, 题材多且表现形式多样形象的主题馆、科技馆、企业馆、商业体验馆等展馆将成为人民休闲娱乐的重要途径, 数字展示将会有更广阔的发展空间。

针对展览展示这一发展快速的显控应用市场, 淳中科技在 2013 年正式推出了 VMARS (威玛斯) 融合系统, 从硬件系统架构、核心算法及人机界面上做了整合性的优化, 利用专业数码相机进行自动精细调试, 不会受到人为影响, 融合带效果平滑。迄今为止, 公司参与的典型案例有中国科学技术馆、北京奥林匹克公园、上海市浦东区外滩档案馆、深圳龙华新区规划馆、武汉市国际会展中心、西安城市规划馆等几百个展览展示项目。

2.2.4 能源行业指挥监控系统

能源企业因分支机构布局较为分散、偏远, 近年来在多媒体视音频技术、IP 网络技术和数字交换技术广泛应用的背景下, 利用信息化技术提高能源企业生产监控保障能力的应用需求得到了较好满足。特别是近年来, 多发的能源安全生产事故以及社会对能源安全的关注更加使能源行业对生产监控、应急指挥系统的需求愈加旺盛。

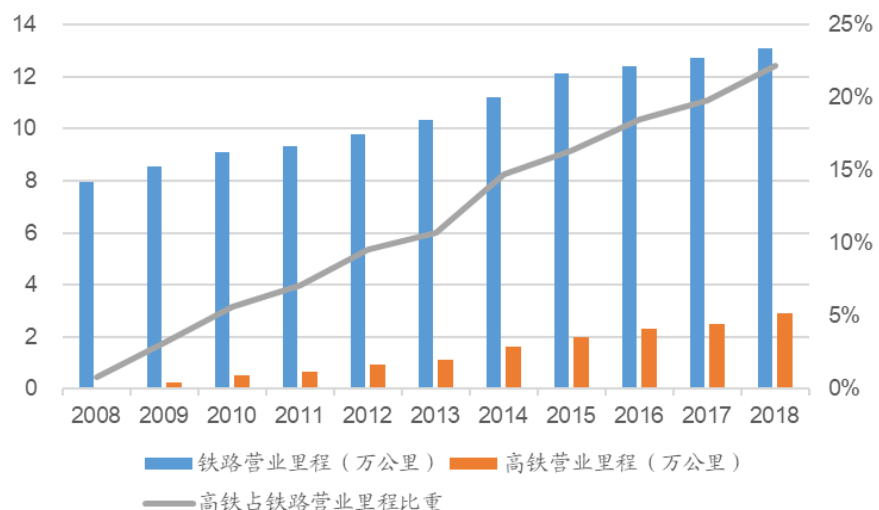
公司先后参与完成了北京热力集团指挥控制中心、中国石油昆仑燃气指挥控制中心等多个能源类项目的指挥控制中心建设。

2.2.5 轨道交通指挥控制中心

轨道交通包括铁路 (火车、高铁、动车) 和城市轨道交通 (地铁、轻轨、现代有轨电车、单轨、市域快轨、磁浮交通、旅客自动捷运系统七种)。铁路信息化包括列车运行控制系统、运输调度管理系统、铁路运输管理系统、防灾报警系统、安全监控系统、自动售检票系统、电力监控系统等; 城市轨道交通信息化则涵盖乘客资讯系统、综合安防系统、自动售检票系统、综合监控系统、信号系统及通信系统。

2018 年, 我国铁路运营里程超过 13.1 万公里, 2010 年开始, 我国加大了对高速铁路的投入, 高铁运营里程占铁路总运营里程比重逐年上升, 占 2018 年全国铁路运营里程的 22.14%。根据铁路“十三五”规划, 将新建铁路 3 万公里, 至 2020 年, 全国铁路将达到 15 万公里, 其中高速铁路 3 万公里; 将完成投资 3.8 万亿元, 其中信息化相关的投入为 0.8 万亿元。

图 24: 我国铁路里程

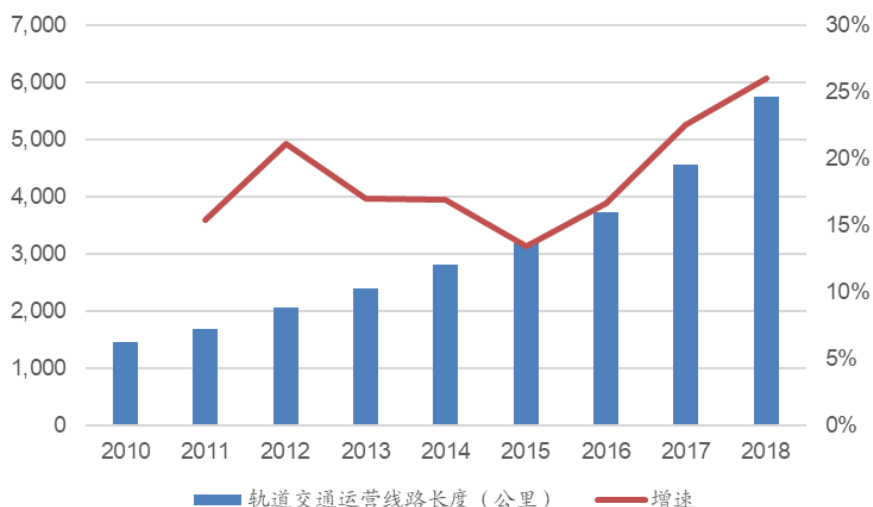


资料来源: wind, 东兴证券研究所

在铁路基础建设投入增长的同时，为满足铁路客运服务和安全监控需要，建设视频监控技术中心等信息化系统已是大势所趋。以铁路运输调度为例，随着铁路运通的高速增长和铁路网的日趋复杂化，传统的手工调度模式已经无法满足铁路发展的要求，需要借助更为先进的信息技术调度中心以提高铁路调度管理水平。这些调度、指挥、监控中心通常需要大屏幕作为各种信号的显示终端，这为显控行业提供了较大的市场空间。

另外，截至 2018 年年末，我国共有 36 个城市开通了共计 171 条城市轨道交通线路，运营总里程 5,761.4 公里，同比增长 26.1%，全年完成轨道交通投资 5,470.2 亿元，同比增长 14.9%。城市轨道交通保持增长的同时，其对信息化的投入亦持续增加。

图 25：我国轨道交通运营长度



资料来源：wind，东兴证券研究所

公司先后参与完成了北京市道路监控中心、北京西城区交通支队指挥中心、上海嘉定沪嘉高速管理中心、中山市交通运输局等数百个轨道交通项目指挥控制中心建设，行业解决方案经验丰富。

2.2.6 广电行业

在传统媒体大数据平台的构建中，数据结构存在天然缺陷。一方面，由于传统媒体在日常工作中积累了大量的历史新闻素材和内容产品，所以其内容数据库往往比较丰富。然而，由于不同媒体的内容资源彼此封闭，所以素材和内容库的“孤岛效应”也大量存在，资源共享、互换、协同开发的机制迟迟难以建立。这一短板也决定了传统媒体难以直接对接终端平台、面向多渠道客户进行内容生产。

重构采编发网络、再造采编发流程，是媒体深度融合最需要突破的难点。因此，融媒体指挥中心的建设要首先对采编流程进行制度化重构和优化，使得其能够不依附主要领导的协调而能够自动运作，否则，只能沦为花架子的形象工程。

公司针对广电行业提供了一套成熟的多媒体调度显控系统解决方案。公司显控系统提供了大规模的丰富的输入接口，为新媒体资源、网络资源、新闻素材等的数据集合采集提供了技术支持；同时系统具有极高的兼容性，兼容 H5 制作、网端小视频制作、VR 直播等新技术服务工作站，使平台成为了真正实用的

内容生产利器。同时，系统在显示端凭借淳中科技十余年的图像处理技术积累，图像动态同步技术、无黑场切换技术、4K 超高分显示技术、新一代信号源直控技术可以帮助新媒体中心内小间距 LED 指挥大屏完成舆论分析、热点分析、客户端用户分析、传播效果分析、传播渠道跟踪等大数据深度挖掘的可视化显示。

2.2.7 其他场景

除此以外，显控系统产品及解决方案还广泛应用于智慧城市、安防系统、金融、气象等领域，应用场景不断丰富。公司已为北京真视通科技股份有限公司、北京恒泰实达科技股份有限公司、华平信息技术股份有限公司、宁波 GQY 视讯股份有限公司等多家上市公司及知名公司提供了显控产品及系统解决方案。迄今为止，公司参与完成了上海民防、上海人防、广州人防、北京气象局、天津气象局、湖南省气象局、北京市东城区中国电信大厦、上海市中国电信信息园等多项显示控制系统项目。

2.3 5G 加速，政策支持加码，显控行业迎来发展机遇

近几年，国家相继出台了多项支持显控行业发展的产业政策。在显控系统具体应用领域，国家也制定了相应的政策和中长期发展规划。

2016 年 12 月，国务院发布《“十三五”国家信息化规划》，要求统筹实施网络强国战略、大数据战略、“互联网+”行动，整合集中资源力量，紧密结合大众创业万众创新、“中国制造 2025”，着力在引领创新驱动、促进均衡协调、支撑绿色低碳、深化开放合作、推动共建共享、主动防范风险等方面取得突破，为深化改革开放、推进国家治理体系和治理能力现代化提供数字动力引擎。

2019 年 3 月 1 日，工业与信息化部、国家广电总局、中央广播电台联合发布《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022）》，制定了“4K 先行，兼顾 8K”的总体技术路线，以大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。《行动计划》分为两步，到 2020 年，4K 摄像机、监视器、切换台等采编播专用设备形成产业化能力；到 2022 年，4K 频道供给能力大幅提升，有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善，在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用。《行动计划》的出台，有利于推动整个视频行业加速向高清升级换代，**信号层、传输层、控制层、显示层等多个产业链环节均会受益**，对广播电视领域、文教娱乐领域、安防监控领域、医疗健康领域、智能交通领域、工业制造领域等多个下游行业均会带来发展良机。

2019 年 6 月工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照。我国正式进入 5G 商用元年。5G 商用正加速。而**5G 网络是超高清系统应用的重要场景**。4K 超高清拍摄是整条产业链的起点，直接影响 4K 超高清节目的呈现效果。采用 4K 超高清技术拍摄，能够保证图像拍摄的清晰度和曝光准确，以及整个画面的层次性和对比度，最大限度地还原图像的真实色彩。高清晰图像包含着大数据量的内容信息，4G 时代受限于 5~6Mbps 的网络传输速率及用户集聚、链路拥塞等诸多问题困扰，拍摄信号回传更多地采用有线或者微波的方式。**5G 网络所具有的高带宽、低时延特点和扩展能力则有效补充了原有传输方式。**

超高清产业链是一个涉及硬件、软件，电子、半导体、信息与通信产业，从传感器到显示器的广大范畴。但是，这个巨大的产业链，却也有瓶颈式的“应用节点”：这就是信号的传输与处理。这一关键点，就如同沙漏和哑铃结构的中间点，牢牢掌控全局应用的“调度”。亦因如此，超高清产业的发展，必然成为信号传输与处理产业的一场“饕餮盛宴”，**为显控系统行业带来巨大的想象空间**。到 2022 年，我国超高清视频产业总体规模预计超过 4 万亿元。淳中科技作为业内领先的专业显控产品及解决方案提供商，

在该计划的项目系统中，发挥着连接显示单元和信号资源之间的核心传输、处理、控制的重要作用，未来有望充分受益于超高清视频产业的高速发展。

3. 公司先发优势明显，看好未来发展

3.1 公司产品应用广泛，竞争优势明显

公司以图像处理设备、矩阵切换设备为市场切入口，积累了客户资源、充实了研发实力、丰富了产品系列，逐步形成了设备和平台两大类主要产品，具体包括图像处理设备、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。

表 3：公司产品结构

类别	功能分类	产品分类	功能描述	产品型号系列	产品外形	适用场景	作用
设备类	图像处理设备	大屏拼接处理设备	实现多路各类视频信号输入，并通过图像缩放、倍频倍线等处理，将图像传送至 DLP、LCD、小间距 LED 等显示单元的图像处理系统。	HADES（哈迪斯）、MOBIUS（莫比乌斯）、APOLLOPro（阿波罗 Pro）		指挥控制中心	解决了大屏显示系统中信号的采集、处理、分配问题，是大屏拼接系统的核心设备
	图像边缘融合设备		在需要使用多台投影仪的场合中，利用几何校正、边缘羽化等图像处理手段，将多台投影机输出的投影图像无缝拼接成一幅超大图像的的视频处理系统。	VMARS（威玛斯）		展示、会议室	在展示、会议室等使用环境中，将多台投影机投放的画面整合成一个完整的大尺寸画面，大大提升了观赏性和实用性。通过独有的色域校正技术、暗场补偿技术，解决了各类投影机使用中的色差和漏光问题
	画面分割器		将多个视频信号显示在单一显示屏上的图像处理设备	SmartMoni、Talos（塔洛斯）		配套设备、适用范围较为广泛	将多个图像在一个显示屏上分窗口显示
	切换设备	混合矩阵切换设备	是在多媒体系统中，将数字或模拟音视频信号从任意一个输入通道切换到任意一个输出通道的硬件信号切换设备。其与传统矩阵切换器的区别是支持各类不同格式之间信号的互相交叉切换，具有格式转换的功能	TITANS（泰坦）、TITANSPro（泰坦 Pro）		会议室、指挥控制中心	解决了多媒体会议室、控制室等系统中，各类信号源与各种显示终端之间信号互相切换、共享的问题
	传统矩阵切换设备		用于对视频信号和音频信号进行切换和分配，可将多路信号从输入通道切换输送到输出通道中的任一通道上，并且输出通道间彼此独立	MUSE 矩阵切换器、Titans600SSDI 矩阵、Titans600F 光矩阵等		配套设备、适用范围较为广泛	解决了音视频系统中信号在多个输入、输出源之间的快速切换问题

类别	功能分类	产品分类	功能描述	产品型号系列	产品外形	适用场景	作用
	信号传输设备	光传输设备	将音视频信号转换为光纤信号以实现几十公里以上长距离传输的设备	TriF 系列光端机		配套设备、适用范围较为广泛	解决信号的长距离传输问题，避免传输过程中出现信号衰减、失真、干扰等情况
		双绞线传输设备	将音视频信号转换为双绞线信号以实现几十米以上中距离传输的设备	DVI-103、HD104			
		长线驱动器	将音视频信号转换为 RGB 信号以实现几十米以上中距离传输的设备	RGB105、RGB109			
		格式转换器	对信号格式进行转换的设备	VGA-DVI、DVI-V、VGA-RGB			
		信号分配器	将一路信号复制为多路完全相同的信号，进而送往不同子系统进行后续处理的设备	DVI-0102/04/08			
		备份传输系统	通过两种以上不同协议和物理链路，对同一路信号进行传输的系统，以实现链路冗余备份	TFE-01、TFE-16、TFL			
平台类	数字视频综合平台	数字视频综合平台	是在安防系统的指挥室等系统中，负责网络图像编解码、多种格式输入输出、拼接显示屏管理、信号分配、图像存储、摄像头控制、环境控制等功能的综合处理系统	ATHENA（雅典娜）、KLOUD（云节点）、POSEIDON（波塞冬）		指挥控制中心	解决了指挥控制中心中信号处理系统对海量的网络高清摄像头等信号的汇聚、解码、分配、显示、存储等问题
	显控协作平台	KVM 矩阵	主要用于使用一定数量的鼠标键盘，控制几十台至上百台计算机主机的切换器，从而使得操作人员大大简化桌面上使用的输入设备，实现更加灵活、高效的操作	MultiCon、FiO、Cronos 指挥中心综合平台		指挥控制中心	为指挥控制中心提供可视化坐席协作管理系统。操作人员可将桌面简化至一套键鼠，方便操作控制。同时可将控制内容推送至他人的坐席或者显示大屏，进行协作办公及内容共享

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

显控行业是先发优势较为明显的行业，涉及到显示技术、计算机技术、通信技术和拼接安装工艺等各种技术，对行业内企业的综合技术水平要求较高。显控系统解决方案提供商需要将自身积累的行业经验与客户需求相结合，在计算机通信、视音频编解码、信息安全等多项核心技术领域，针对不同客户需求提供从系统方案设计、软硬件研发定制、系统部署实施到持续运营、维护、产品升级在内的综合解决方案。

淳中科技为一系列标志性项目提供了设备及解决方案，如中国人民解放军 90 周年阅兵、神舟十一号发射任务、北京市公安局天安门分局指挥控制中心、国家气象局、人民日报多媒体中心、连云港智慧城市运营中心、国家电力投资集团等，积累了丰富的行业实施经验，拥有针对各行业不同需求提供成熟的行业解决方案能力，这些竞争优势是公司赢得客户信任的决定性因素。在长期业务发展和市场拓展中，公司的技术水平及服务能力得到了市场及客户的高度认可，使公司积累了大量优质客户资源。公司的客户

主要以多媒体集成商为主，最终应用于国防军队、公安武警、展览展示、能源、交通、金融、广电、气象等行业，这些行业客户通常都具有长期稳定的显控系统采购需求，保证了公司业务持续稳定的发展。

3.2 行业拓展、产品线扩充和海外市场开拓战略，有望带来新成长

基于公司的发展情况，公司制定了主要的业务发展战略，有望为公司带来新的成长空间。

现有产品继续保持市场领先。公司现有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和较为稳定的客户群。公司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。

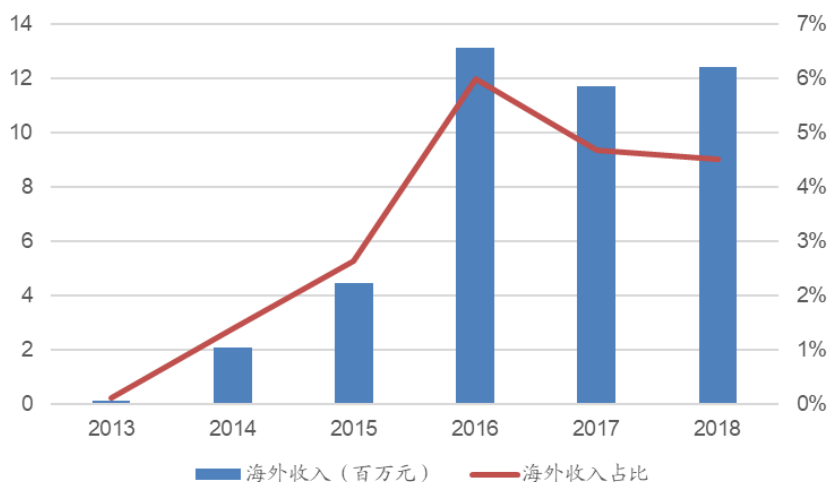
深耕优势领域，开拓潜在行业。公司在军队、公检法、交通、气象、电力等领域一直有积累和沉淀，但对于整个行业的渗透率来说还远远不够，在这些优势行业公司将继续做专做深。同时，在公司业务拓展的过程中，也涉及到医疗、广电、商业、教育等行业，但这些行业目前收入占比还很低，公司未来将加大对这些行业的投入。以医疗行业为例，随着医疗系统技术水平的高速发展，数字化手术室的需求越来越强烈，为了满足远程会诊、远程示教、手术影像资料存档等需求，基于高分辨率、高集成度、高端化需求的 PACS（影像归档与通信系统）逐渐发展起来，在内窥镜、数字化手术室等领域，PACS 具有极大的发展空间。针对 PACS 的显控部分，公司拟以 OEM/ODM 模式同国内知名医疗器械厂家进行合作，力争在医疗器械生态链占据一席之地。

丰富产品线扩大收入规模。公司现有产品线比较单一，目前产品仅覆盖了多媒体信息系统显示控制中信号传输、图像处理和矩阵切换等一小部分高毛利率产品，与国际一线品牌 Extron, Barco 等相比，产品线丰富程度的差距还很大。产品线不足很大程度上限制了公司的收入规模，因此公司将不断丰富公司产品线，完善产品结构，有望大幅提升公司营收规模。

公司 2019 年新推出了 NYX 无延时分布式系统和 TCM 会议解决方案产品。NYX 无延时分布式系统可同时实现高质量的音视频传输、无缝矩阵切换、KVM 坐席权限管理与大屏拼接管理功能。以其独有的无损压缩算法、延时控制技术与高品质图像处理芯片，可实现视频信号的无损传输，在保障视频的全高清无损显示的同时，大幅度降低音视频编解码传输所产生的延时，可广泛应用于多种不同场景。公司推出的 TCM 会议解决方案，是由显示系统、音频系统、会议系统、控制系统以及会议录制设备组成专业会议解决方案。该会议解决方案将多媒体环境的各个系统有机地整合起来，从而呈现给用户一个完整的、可靠的、个性化的、经济性的整体会议解决方案，可广泛应用于多种会议场所。

新产品的推出，为公司未来的业绩增长提供了基础，在日趋激烈的市场竞争环境下，有望为公司赢得更多的市场空间。

积极拓展海外市场。海外市场也有着巨大的显控产品需求，公司目前已在英国和美国分别设有子公司，并有部分产品应用在发达国家的机场、商业显示、军队指挥作战室等项目中。但目前公司业务基本都来源于国内市场，海外市场占比还非常低。与 Extron、Barco 等行业巨头相比，公司的国际销售经验及人才还非常欠缺，未来公司将进一步加大海外市场投入，引进国际人才和技术，策划并开展公司海外展会，宣传公司形象，策划设立海外分支机构，加强海外分支机构的管理，组织公司生产以及产品的海外销售。力争海外市场也能形成一定的收入规模。

图 26: 公司海外收入情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

4. 可比公司估值与盈利预测比较

表 4: 可比公司盈利估值比较 (流通市值截止到 2019 年 7 月 25 日, 单位: 百万元)

公司	证券代码	流通市值	总收入	净利润	PE			EPS			PB
			18A	18A	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A
淳中科技	603516.SH	2,426.72	275.56	84.82	41.65	35.04	28.55	0.66	0.78	0.96	4.76
海康威视	002415.SZ	244,238.71	49,837.13	11,381.69	24.91	21.56	17.68	1.23	1.40	1.71	7.52
威创股份	002308.SZ	4,297.57	1,169.51	169.78	27.22	22.11	18.28	0.17	0.22	0.26	1.21
苏州科达	603660.SH	4,608.95	2,453.64	321.38	21.69	16.64	13.11	0.89	0.83	1.06	4.03

资料来源: 招股说明书、东兴证券研究所

5. 投资评级

公司盈利预测及投资评级: 公司是行业领先的显控产品及解决方案提供商, 看好公司产品线扩充带来的业绩增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.03/1.26/1.54 亿元, 对应 EPS 分别为 0.78/0.96/1.17 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 35/29/23 倍。给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

风险提示: 显控市场需求发展不及预期风险; 行业竞争格局的不确定性; 公司新产品开发不及预期风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	241	607	523	678	714	营业收入	250	276	362	457	574
货币资金		105	93	274	303	营业成本	66	76	108	144	187
应收账款	80	102	119	150	189	营业税金及附加	4	4	5	7	9
其他应收款	0	0	1	1	1	营业费用	37	55	62	69	92
预付款项	6	3	4	5	7	管理费用	53	35	46	58	73
存货	40	46	55	73	95	财务费用	1	-2	-1	-4	-6
其他流动资产	0	417	6	6	6	资产减值损失	3.39	1.90	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	90	202	351	276	338	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.69	11.88	11.88	11.88	11.88
固定资产	69	78	123	241	300	营业利润	103	86	116	143	174
无形资产	0	0	1	1	1	营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	12	110	208	12	12	营业外支出	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
资产总计	331	809	873	954	1053	利润总额	103	86	116	143	174
流动负债合计	38	50	60	71	84	所得税	12	1	14	17	20
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	91	85	103	126	153
应付账款	13	20	28	37	47	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	4	5	6	8	11	归属母公司净利润	91	85	103	126	154
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	109	91	125	159	201
非流动负债合计	2	2	0	0	0	EPS (元)	1.30	0.66	0.78	0.96	1.17
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	39	52	60	71	84	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	14.24%	10.08%	31.50%	26.10%	25.70%
实收资本 (或股本)	70	131	131	131	131	营业利润增长	37.40%	-16.23%	34.56%	22.75%	21.79%
资本公积	107	463	463	463	463	归属于母公司净利	11.79%	-6.57%	20.93%	22.75%	21.79%
未分配利润	97	142	192	254	329	获利能力					
归属母公司股东权益	292	756	813	884	969	毛利率 (%)	73.54%	72.41%	70.10%	68.40%	67.50%
负债和所有者权益	331	809	873	954	1053	净利率 (%)	36.35%	30.78%	28.31%	27.56%	26.70%
现金流量表						总资产净利润 (%)	27.44%	10.50%	11.76%	13.21%	14.59%
单位: 百万元						ROE (%)	31.18%	11.23%	12.63%	14.27%	15.85%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	50	60	490	88	116	资产负债率 (%)	12%	6%	7%	7%	8%
净利润	91	85	103	126	153	流动比率	6.41	12.03	8.73	9.56	8.50
折旧摊销	4.94	6.10	9.91	21.43	34.12	速动比率	5.36	11.12	7.81	8.53	7.38
财务费用	1	-2	-1	-4	-6	营运能力					
应收账款减少	0	0	-18	-31	-39	总资产周转率	0.83	0.48	0.43	0.50	0.57
预收账款增加	0	0	1	2	2	应收账款周转率	4.15	3.04	3.28	3.39	3.39
投资活动现金流	-22	-520	-378	145	-24	应付账款周转率	19.61	16.72	15.36	14.21	13.64
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	1.30	0.66	0.78	0.96	1.17
投资收益	2	12	12	12	12	每股净现金流 (最新	-0.17	-0.60	0.50	1.38	0.22
筹资活动现金流	-41	382	-46	-52	-63	每股净资产 (最新摊	4.16	5.77	6.21	6.75	7.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	21.15	41.65	35.04	28.55	23.44
普通股增加	0	61	0	0	0	P/B	6.61	4.76	4.43	4.07	3.72
资本公积增加	0	356	0	0	0	EV/EBITDA	16.77	39.33	28.10	20.86	16.39
现金净增加额	-12	-78	66	180	29						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

研究助理简介

研究助理：陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。