

勤练内功、业绩向上拐点或已现，受益于视频显示需求、持续高增长可期

买入（维持）

2019 年 07 月 30 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）	43.41	28.34	21.28	16.34

投资要点

- **事件：**2019 年上半年公司营业收入为 178.37 百万元，同比增长 31.42%，归属于母公司净利润为 58.72 百万元，同比增长 32.17%，基本 EPS 为 0.45 元，平均 ROE 为 7.67%
- **收入利润“双增长”，毛利持续稳中向好：**随着前期投入逐步进入回报期，同时国家利好政策不断，军队行业订单逐步复苏，拉动整体业绩稳步上涨，2019 年上半年公司的营业收入及净利润较去年同期增长均超过 30%。同时 2019Q2 实现毛利率 69.47%，较一季度提高 1.17 个 PC，毛利率稳中向好态势将继续保持。
- **持续加大研发投入，保持行业领先优势：**公司研发投入持续加大，2019 年 Q2 公司研发支出总额为 10.67 百万元，较一季度增加 14.98%。持续大量的研发投入能够保证公司在高水平研发质量的基础上扩大产品种类，软硬件深度结合，从而整体提升用户体验，多方位齐头并进，确保公司产品及服务能切实满足客户业务需求。
- **视频显示市场持续景气，作为视频显示的“大脑”将持续受益：**我国超高清视频产业即将进入爆发式增长阶段，随着 4K/8K 终端产品普及以及超高清视频用户规模的扩大，前端设备以及核心器件将逐步产业化，淳中科技作为显示控制设备行业的龙头将率先受益。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好淳中科技业务，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 344 百万元、442 百万元、577 百万元，归母净利润分别为 130 百万元、173 百万元、226 百万元，EPS 分别为 0.99 元、1.32 元、1.72 元，对应 PE 分别为 28/21/16X。我们看好公司在超高清视频领域盈利前景，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，下游需求减少风险；行业壁垒崩塌，市场竞争加剧风险；新产品开发不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.16
一年最低/最高价	17.79/36.67
市净率(倍)	4.75
流通 A 股市值(百万元)	2485.87

基础数据

每股净资产(元)	5.92
资产负债率(%)	8.98
总股本(百万股)	130.97
流通 A 股(百万股)	88.28

相关研究

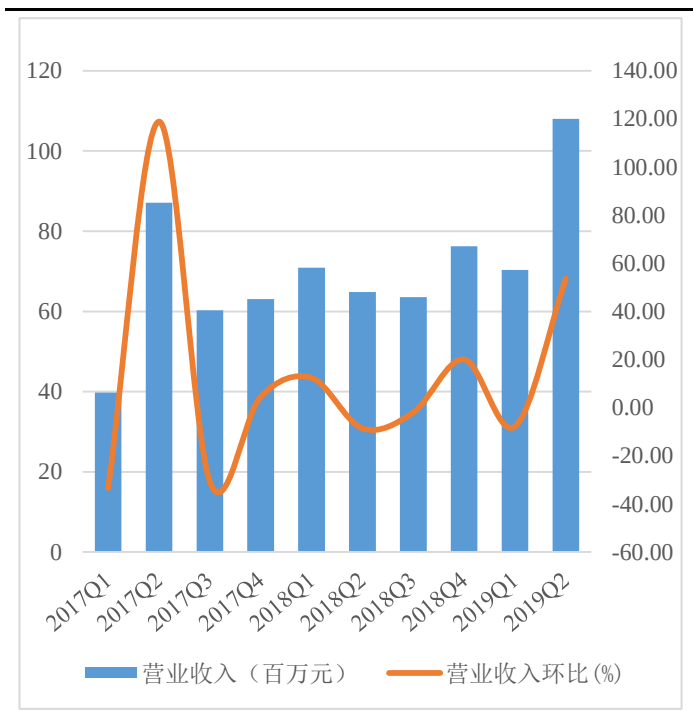
- 1、《淳中科技 (603516)：淳中科技：视频显示的大脑，高速增长不停歇》2019-06-06

1. 收入利润“双增长”，毛利持续稳中向好

盈利能力方面，2019 年 H1 实现营收 178.37 百万元，同比增长 31.42%，其中 2019 年 Q2 营收为 108.02 百万元，同比增长 66.6%；2019 年 H1 实现归母净利润 58.72 百万元，同比增长 32.17%，其中 2019Q2 归母净利润为 40.31 百万元，同比增长 87.14%。每股收益 0.45 元，同比增长 28.57%。

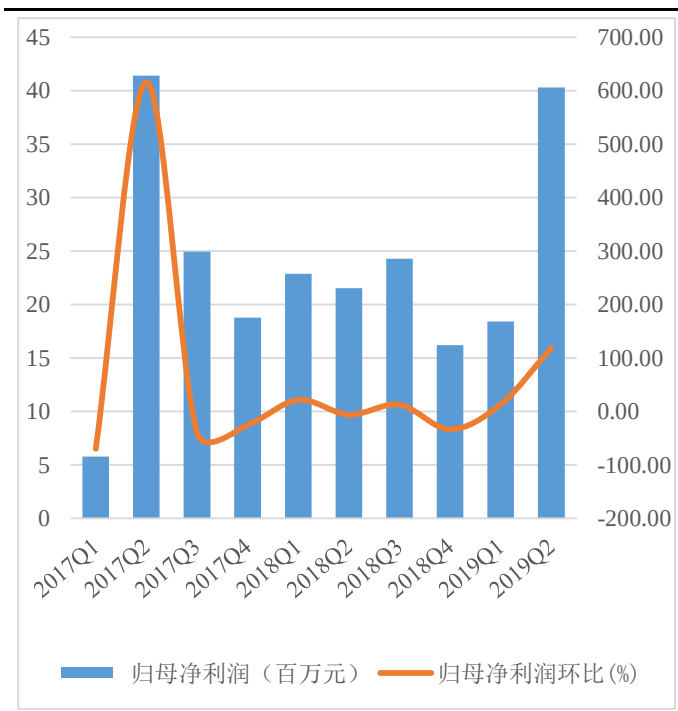
第二季度较第一季度业绩提升明显，营收再创新高，归母净利润接近最近三年最高点，较去年同期增长均超过 30%，主要原因为：营销网络、信息系统建设效用显现，研发团队扩军、培训计划落地保障公司可持续发展；“十三五规划”的落地执行，宏观经济催使军队行业需求激增；公司产品的应用场景拓展初见成效，公司原有业务依托成功案例维持良好客户粘性。

图 1：淳中科技单季度营业收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

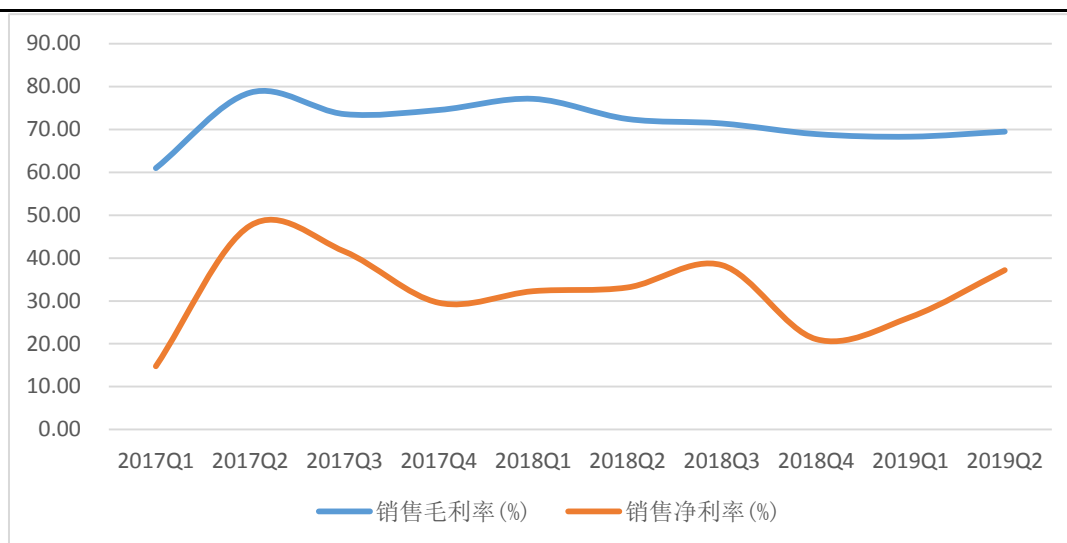
图 2：淳中科技单季度归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

淳中科技 2019 年 Q2 销售毛利率 69.47%，较上一季度增加 1.17 个 PC；2019 年 Q2 销售净利率 37.18%，较一季度增加 10.95 个 PC。主要因为本期销售规模扩大，销售商品收到的现金增加所致。

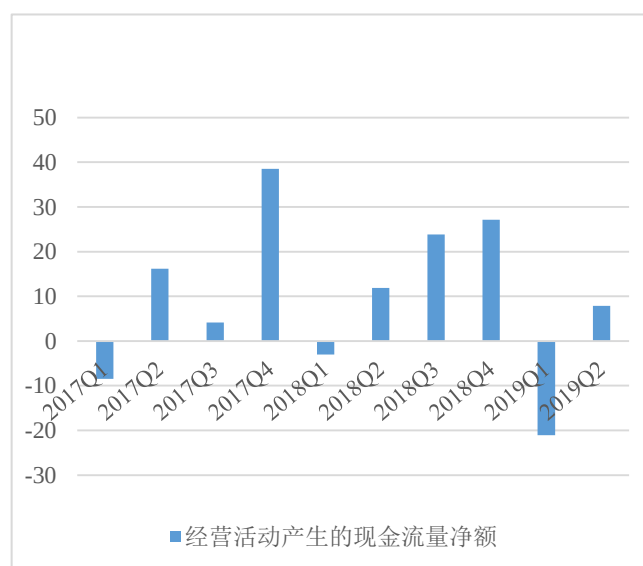
图 3：淳中科技销售毛利率和净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

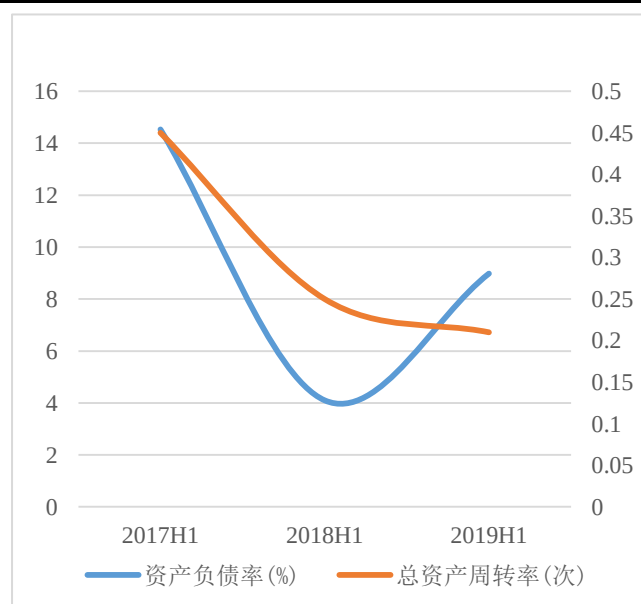
现金流方面，2019H1 淳中科技经营活动产生的现金净流量为-13.25 百万元，同比下降-250.57%，主要是本期加大原材料采购及货款未及时回收所致。其中 2019 年 Q2 经营活动产生的现金净流量为 7.83 百万元。偿债能力方面，2019 年 H1 公司资产负债率 8.98%，同比上升 4.88 个 PC，总资产周转率 0.21 次，同比下降 0.04 次，财务状况总体良好。

图 4：淳中科技单季度现金净流（百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 5：淳中科技资产负债率和总资产周转率



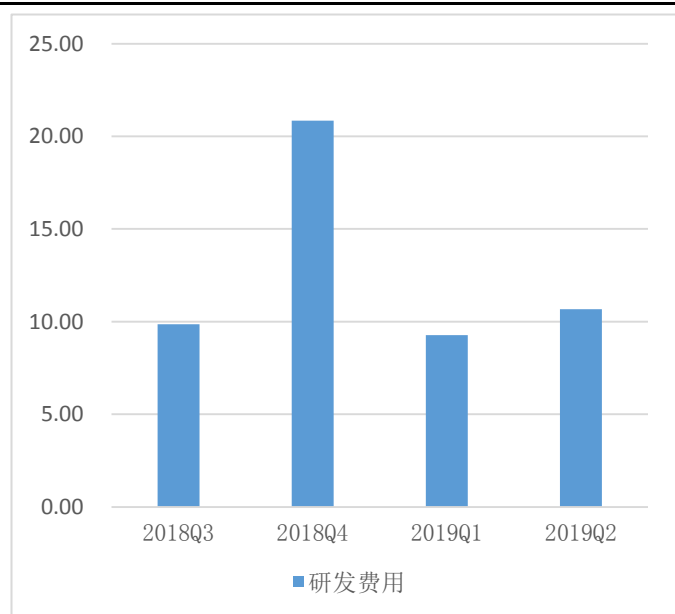
数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 持续加大研发投入，保持行业领先优势

2019 年 Q2 淳中科技研发费用 10.67 百万元，较一季度增加 14.98%，继续保持在高

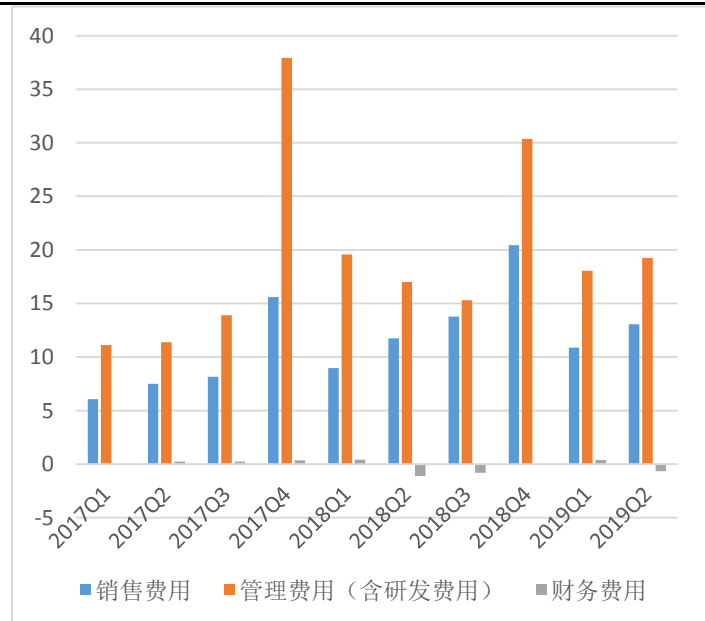
端核心技术方面的研发力度，持续优化产品和技术布局，推动纵向产业链整合，确保产品竞争力不断提升。公司 2019 年 Q2 销售费用、财务费用、管理费用（含研发费用）总和为 31.64 百万元，较 2019 年 Q1 增长 2.31 百万元，主要源于公司研发及销售人员的队伍逐渐扩大。

图 6：淳中科技研发费用（百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

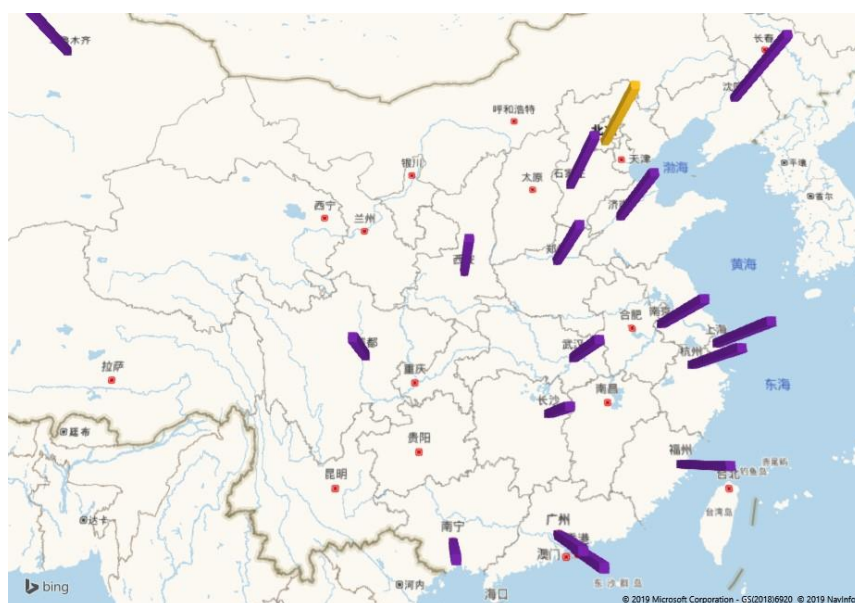
图 7：淳中科技单季度三费（百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司建立了一支具备为客户提供标准响应、7*24 响应和定期主动巡检的能力的营销和运维队伍，同时制定了科学灵活的销售政策、具有竞争力的薪酬等方法，确保销售骨干人员的稳定性和积极性，更好地满足客户的使用体验。

图 8：淳中科技营销和运维服务网络



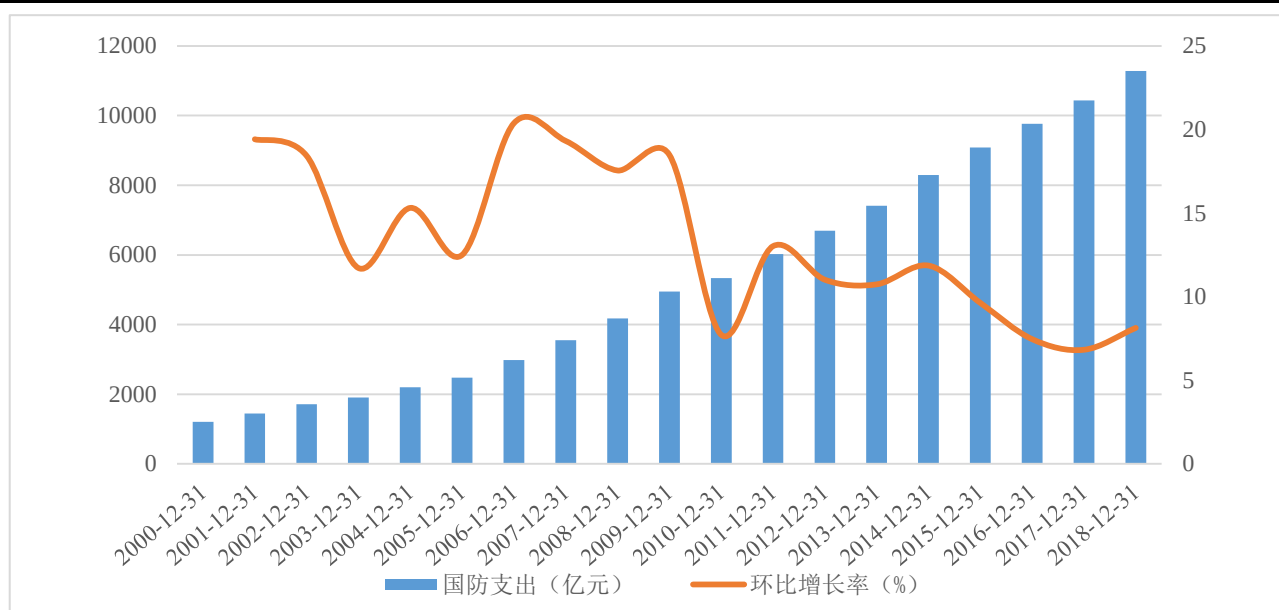
数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

3. 视频显示市场持续景气，作为视频显示的“大脑”将持续受益

首先，业内资深研究团队看好超高清市场前景。赛迪顾问发布的超高清视频产业白皮书中指出，到 2022 年，电视机、高清面板等硬件产业、宽带建设、视频制作及有关应用和服务产业总产值将达 3 万亿元。

其次，2019 年显控行业利好政策频出，《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022)》的出台、军改边际预期修复带来的显控系统设备订单量回暖、《5G+8K 技术白皮书》的颁布进一步明确行业加速趋势，公司未来将受益于超高清视频产业的快速发展和国防支出的稳步增长。

图 9：国防支出及环比增长率



数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们持续看好淳中科技业务，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 344 百万元、442 百万元、577 百万元，归母净利润分别为 130 百万元、173 百万元、226 百万元，EPS 分别为 0.99 元、1.32 元、1.72 元，对应 PE 分别为 28/21/16X。我们看好公司在超高清视频领域盈利前景，给予“买入”评级。

5. 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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	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					
负债合计	52	56	66	75	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	-0	-0	每股收益(元)	0.65	0.99	1.32	1.72
					每股净资产(元)	5.77	6.47	7.46	8.86
归属母公司股东权益	756	847	977	1,160	发行在外股份(百万股)	131	131	131	131
负债和股东权益	809	903	1,043	1,235	ROIC (%)	11.1%	15.2%	17.4%	19.0%
					ROE (%)	11.2%	15.3%	17.7%	19.4%
					毛利率 (%)	72.4%	73.1%	73.8%	74.3%
现金流量表 (百万元)	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	43.41	28.34	21.28	16.34
折旧和摊销	7	6	7	8	P/B	4.88	4.35	3.78	3.18
资本开支	119	13	19	29	EV/EBITDA	39.53	25.68	19.33	14.61
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>