

安全可控、进口替代带来业绩持续高增长， 5G 高清视频显示赋能者成长空间更广 买入（维持）

2019 年 08 月 12 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）	54.96	35.88	26.94	20.68

投资要点

■ **安全可控、进口替代助推业绩持续高增长**：在国家安全应用领域，对设备性能及可靠性方面要求极高，在安全方面更要求设备安全可控，因此政策红利以及安全市场需求已经逐步打开安全可控市场。目前淳中科技安全可控产品已经在政府、军队等领域广泛应用，同时 NYX 等新产品的顺利推出，也将推动业绩实现高速增长。其次，淳中科技的技术先进性、产品前瞻性以及应用场景落地等方面比肩行业巨头 Extron 及 Braco，是进口替代的最好选择。最后淳中科技不断扩大销售及研发团队规模，完善销售体系，实现更广的市场覆盖；保持研发的领先优势，塑造核心竞争力。

■ **下游需求更多，应用场景更丰富，业绩将持续受益 5G 高清视频显示与交互需求**：首先 5G 将至，4K/8K 高清视频逐步兴起，产值规模不断扩大，预计 2022 年，我国超高清视频产业总体规模将超过 4 万亿元。淳中科技位于视频显示行业的中游，是视频显示的控制中枢与赋能者，是实现视频显示的必要环节。因此存在视频显示及交互的需求，就会产生对视频显示控制的需求，且需求程度不受应用行业、显示屏幕以及应用场景的限制。从客户需求角度来讲，党政军等核心客户基于行业谨慎性与可靠性要求，较其他行业，对高清视频的需求释放更早且更大。从应用场景角度来讲，淳中科技也在积极部署餐厅、婚庆等 2C 类应用，未来更有可能拓展到 AR/VR 领域，因此，我们认为 5G 高清视频产业的发展，将为淳中科技业绩带来新的一波助推。

■ **盈利预测与投资评级**：我们持续看好淳中科技业务，我们预计公司 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 35.88/26.94/20.68X，我们维持“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)	35.65
一年最低/最高价	17.79/36.28
市净率(倍)	6.02
流通 A 股市值(百万元)	3147.06

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)：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》2019-07-31

2、《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

内容目录

1. 安全可控助推业绩高速增长	4
1.1. 政策红利打开安全可控市场空间	4
1.2. 新产品推出顺利，业绩有望实现稳步增长	5
2. 对标行业巨头，实现“进口替代”定位	8
2.1. 比肩行业标杆，是进口替代的最好选择	8
2.2. 扩大研发与销售团队，加深市场覆盖，巩固核心优势	10
3. 受益 5G 高清视频产业发展，业绩高增长趋势有望保持	11
3.1. 5G 将至，5G 高清视频产业迎大发展	11
3.2. 5G 高清视频显示赋能者角色，持续受益 5G 高清视频显示与交互	13
3.3. 客户及应用双向驱动业绩大发展	14
3.3.1. 党政军将是视频会议的第一大需求体	14
3.3.2. 逐步拓展 2C 应用场景	14
4. 盈利预测与评级	15
4.1. 关键假设：	15
4.2. 淳中科技业务预测	15
4.3. 估值与评级	16
5. 风险提示	17

图表目录

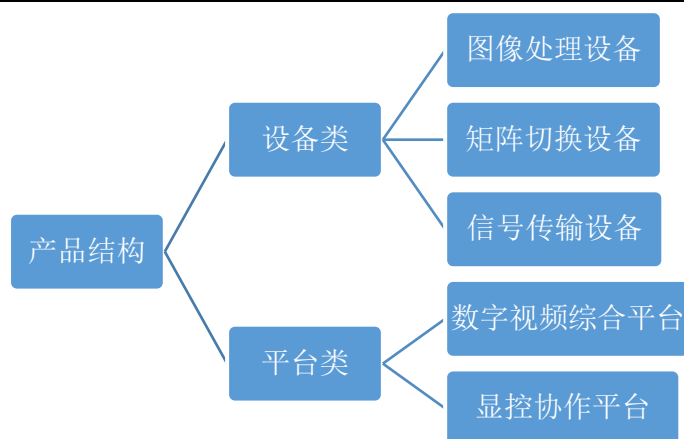
图 1: 淳中科技产品架构	4
图 2: 安全可控国家政策全景图	5
图 3: 安全可控“四段路径”	5
图 4: 淳中科技 2019 年 1-4 月案例数统计 (个)	6
图 5: Poseidon (波塞冬) 系统分布式网络架构	6
图 6: Poseidon (波塞冬) 系统处理效果	6
图 7: Cronos™ 多功能综合信号处理平台	7
图 8: NYX 无延时分布式系统	7
图 9: 淳中科技销售人员数量及占比	10
图 10: 淳中科技销售费用及同比增速	10
图 11: 淳中科技研发支出及同比增速	10
图 12: 淳中科技技术人员数量及占比	10
图 13: 超高清视频产业链环节一览	11
图 14: 中国超高清视频产业产值及预测情况 (亿元)	12
图 15: 中国 4K 电视出货量及预测情况 (万台)	12
图 16: 全球液晶电视面板平均尺寸走势 (英寸)	13
图 17: 4K/8K 面板的市场占比 (%)	13
图 18: 淳中科技在视频显示环节的地位	13
图 19: 2017 年我国国内视频会议行业需求份额占比	14
图 20: 麦当劳餐厅显示屏	15
图 21: 智能餐厅实现饭桌点菜	15
表 1: 淳中科技、Extron、Barco 业务、产品及应用场景对比	8
表 2: 淳中科技、Extron、Barco 收入、市场定位及产品线对比	8
表 3: 淳中科技、Extron、Barco 图像处理类设备对比	9
表 4: 淳中科技、Extron、Barco 费用占收比及专利数对比	10
表 5: 淳中科技业务预测	16
表 6: 淳中科技可比公司估值 (截止至 2019.8.12)	17

1. 安全可控助推业绩高速增长

淳中科技于 2011 年成立，并于 2018 年上市，目前是国内领先的视频显控系统设备及解决方案提供商。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。

产品的应用场景主要包括指挥控制室、会议室、展览展示等其他应用场景，未来也会拓展到餐厅、宴会等 2C 类场景。

图 1：淳中科技产品架构



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

1.1. 政策红利打开安全可控市场空间

国家安全应用领域，对于显示设备的要求严格，要求设备能精准、清晰、迅速地作出画面响应，支持 7×24 小时无故障稳定运行，更要求设备安全可控。目前淳中科技主要服务于党、政、军等 2G 客户，因此要求淳中科技的产品实现更高层次度的安全可控，很多政府项目甚至要求实现 100% 的完全安全可控。

从国家安全需求的角度来讲，加强顶层设计，建立健全我国网络和信息安全的法律体系，是保障国家安全的重要一环。自 1994 年起，我国就不断发布相关法律法规及相关规定，强调加强我国网络信息安全的建设，实现网络安全的安全可控。因此，不断落地的政策红利，将进一步打开安全可控领域的市场空间。

图 2：安全可控国家政策全景图



数据来源：C114、通信网等，东吴证券研究所

我国安全可控发展主要分为从无到有的草根发展、区域试点、试点扩大逐步放量以及全面推行四个阶段。目前我国正处于试点阶段，我国的党政以及军队部门，会率先利用行政命令的方式，推行采用国产化方案，进而拓展到涉及国家安全的重点行业。

图 3：安全可控“四段路径”

自主可控“四段路径”		
2013 年以前	从无到有，草根发展	缺乏统筹规划，刚刚起步
2013-2016	区域试点	试点现行，边试边改进
2017-2020	试点扩大，逐步放量	思路已经清晰，多省订单落地
2020 年以后	全面推行、市场成熟	重点行业跟进，民用跟随

数据来源：观研天下，东吴证券研究所

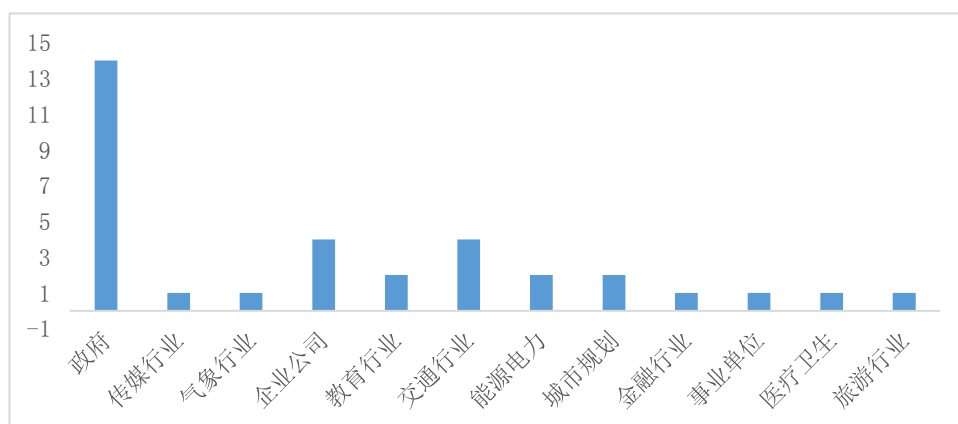
因此实现安全可控的意义和 market 价值不容忽视，实现从信息终端到应用软件的安全可控是保障网络安全、信息安全的前提。

1.2. 新产品推出顺利，业绩有望实现稳步增长

针对 2G 及 2B 类客户需求的不断增多，淳中科技在积极推出新的产品，2019 年 1-4

月份，淳中对外公布 34 个案例，其中，服务于政府行业的案例数为 14 个，其次是企业公司及交通行业。

图 4：淳中科技 2019 年 1-4 月案例数统计（个）



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

公司产品从功能上整合混合矩阵、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，满足军队对图像信息一体化的要求。

图 5：Poseidon（波塞冬）系统分布式网络架构



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

图 6：Poseidon（波塞冬）系统处理效果



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

目前淳中科技先后参与完成某军事科学院、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项目的建设。

淳中科技的安全可控产品已经广泛应用到各个行业领域，同时基于自身核心技术优势，持续推出新产品，在“前沿科技走进南部战区”科技成果展上，重点展出公司技术先进稳定性高的 Cronos™ 多功能综合信号处理平台以及 NYX 无延时分布式系统。

图 7: Cronos™多功能综合信号处理平台



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

图 8: NYX 无延时分布式系统



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

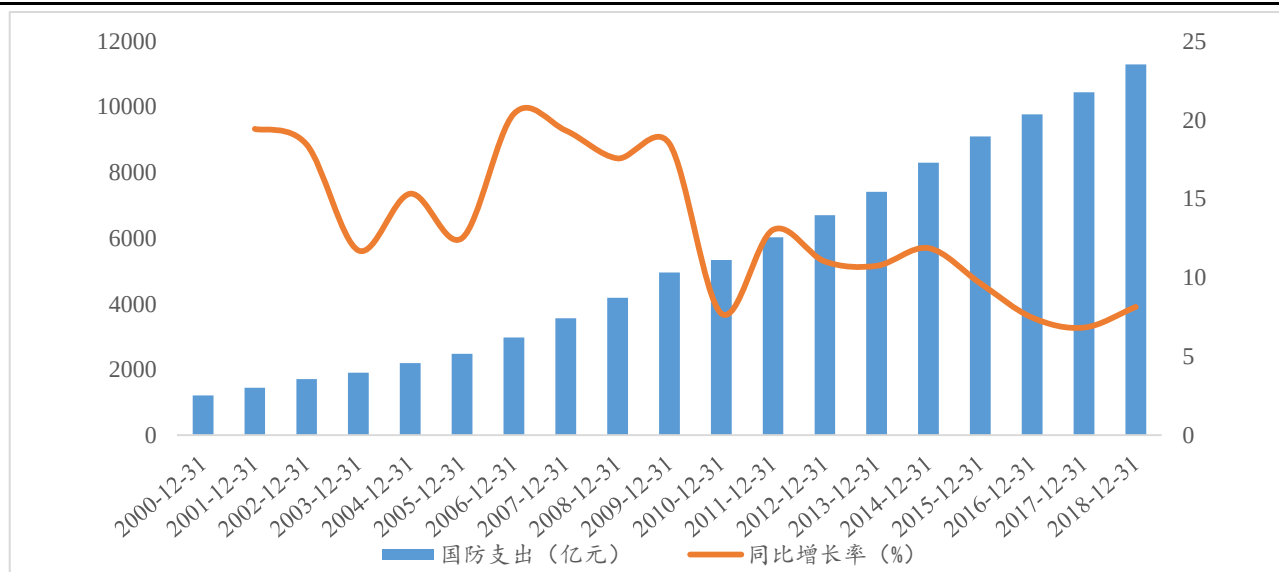
Cronos™ 多功能综合信号处理平台实现颠覆性的一体化控制，有效降低设备链路的复杂性，实现系统内资源共享，降低操作复杂度，支持双控制卡备份功能，广泛应用在作战、训练、会议、培训、协同指挥等多种应用场景。

NYX 无延时分布式系统集成音视频远距离传输、矩阵切换、KVM 坐席管理以及大屏幕组管理等实用功能，配合完善的可视化管理软件，可为用户提供无延时、高清无损的极致音视频体验。目前产品可广泛应用于联合指挥、机场空管、会议通讯、楼宇间信息共享等多种场景。

在政策红利、市场需求等多项驱动下，安全可控的市场逐步打开，淳中科技也将基于现有的技术、客户资源以及产品优势，持续进击安全可控领域。

2019 年显控行业利好政策频出，《5G+8K 技术白皮书》的颁布进一步明确行业加速趋势，未来公司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，据 wind 数据统计，2018 年国防支出将达到 11281.06 亿元，较 2017 年同比增加 8.14%。我们认为，随着政策利好不断以及市场需求的增加，产品订单量将稳步增加。

图 9: 国防支出及同比增长率



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 对标行业巨头，实现“进口替代”定位

2.1. 比肩行业标杆，是进口替代的最好选择

淳中科技是国内视频显示行业的龙头，技术与产品是国内的先驱者，目前已经基本实现进口的替代，我们将淳中科技与国外的 Barco 和 Extron 进行应用场景、主要竞争产品等方面的对比：

表 1：淳中科技、Extron、Barco 业务、产品及应用场景对比

公司	市场	应用场景	主要竞争产品
淳中科技	政府、军队、公安、交通、金融、能源等。	会议室、展览展示、指挥控制中心等。	音视频处理、音视频切换矩阵、数字视频综合平台、线控协作平台、信号传输。
Extron	公司、工业、政府、法院、中小学校、高等院校、医疗、教堂、零售/娱乐、酒店/会议等。	会议室、培训室、公园、餐厅、指挥控制中心、教堂、政府、法庭、教室等。	协作式系统、控制系统、矩阵切换器、图像解析度转换器和信号处理设备、切换器、视频信号处理器、拼接墙处理器。
Barco	汽车、控制室、数字影院、企业影音、国防和航空航天等。	医疗、高端住宅、安全与运输、公用事业&流程控制。	拼接显示系统、图像加工、网络解决方案、传感器等。

数据来源：淳中科技官网、Extron 官网及 Barco 官网等，东吴证券研究所

基于以上对比，淳中科技的客户群体以及应用更多地聚焦于 2G 及 2B 类客户，Extron 及 Barco 服务于 2G 类客户也拓展 2B 及 2C 类客户，但是应用场景的实现，三家公司不受客户群体的限制，均通过多个应用场景服务于多个行业。

表 2：淳中科技、Extron、Barco 收入、市场定位及产品线对比

公司	2018 年收入	产品收入明细	面向的市场
淳中科技	2.76 亿元	指挥控制室约 2/3； 其他约 1/3；	主要面向国内市场，国外市场较少
Extron	-	-	全球市场
Barco	80.71 亿元	娱乐 43%； 企业 33%； 医疗保健 24%；	全球市场

数据来源：淳中科技官网、Extron 官网及 Barco 官网等，东吴证券研究所

从公司营业收入、市场定位及产品线数量上来看，差距仍然存在。

首先从收入规模角度来讲，2018 年 Extron 营业收入为 80.71 亿元，淳中科技目前仅为 2.76 亿元，淳中科技与行业巨头的收入差距仍然较大。

从产品收入占比的角度来讲，淳中科技的收入主要来自于 2G 以及 2B 客户的指挥控制室收入，Barco 主要来自于 2C 及 2B 类客户，其中娱乐类收入为 43%，企业类收入为 33%。

从市场定位角度来讲,Extron 及 Barco 面向全球市场,淳中科技主要面向国内市场,国外市场收入很少,每年约为 2000 万元左右收入。并且 Extron 及 Barco 市场拓展不断加快,其中 Barco 为了成为中国市场的具有吸引力的厂家,在医疗保健部门扩大其商业团队,并在苏州设立研发中心和工厂,设计和制造中国市场的医疗显示器。目前淳中科技将拓展海外市场作为战略目标,未来必将会进军海外市场,但目前海外市场拓展收入为公司带来的业绩贡献尚微,有待进一步提升。

从产品线的角度来讲,淳中科技与 Extron 差距仍然较大,但是目前二者的产品线存在交叉,也进一步为“进口替代”定位的实现提供基础。Barco 也逐步整合新技术并引入新的工作方式,通过更智能的工作,实现高生产力,高产品质量和可持续性。

对比分析三家图像处理设备类产品,从产品的输入和输出、处理速度、切换场景的衔接等多个方面,我们认为,淳中科技是进口产品的最好替代者。

表 3: 淳中科技、Extron、Barco 图像处理类设备对比

	产品	产品特性
淳中科技	图像处理器	1、支持包括 DL-DVI, HDMI 1.4 以及 DP 等 4K 信号的采集和输出, 兼容 Nvidia Mosaic 与 AMD Eyefinity 技术, 实现 GIS, SCADA 等超大分辨率数据可视化显示的方案。 2、支持用户在控制软件中对所有输入信号进行实时预览。 3、毫秒级信号切换调取真正的全信号无黑场切换体验。 4、可达 64 组融合优化曲线。 5、可更加贴合投影机自身颜色特性确保每个颜色图像都能实现平滑过渡。 6、对任意信号源的任意位置进行裁剪显示, 满足客户对视频重点区域的突出显示观察需求。
Barco	图像解析度转换演示矩阵切换器	1、具有多个输入和输出, 提供全屏幕控制。 2、高处理速度实现高清像素。 3、扩展到单个设备的能力, 无需额外的外部处理和矩阵路由来分配信号。
Extron	拼接墙处理器	1 用于各种规模的显示系统的可扩展 4K/60 拼接墙处理器。 2、模块化结构可容纳多种输入和输出组合。 3、适用于未来的 400 Gbps HyperLane™ 视频总线提供很好实时性能表现。 4、支持一路、两路或四路连接的 4K 信号。 5、通过单个处理器同时管理多种输出分辨率和屏幕布局。 6、通过 RS-232 和以太网直接进行控制。

数据来源: 淳中科技官网、Extron 官网及 Barco 官网等, 东吴证券研究所

我们认为对比 Extron 及 Barco, 淳中科技具备很好的竞争优势:

- 1、军队、公安以及武警等行业, 安全可控要求严格, 外资企业难以进入。
- 2、淳中科技目前约 95%左右的收入来自国内, 在国内具备好的品牌知名度及优质客户基础。
- 3、从产品的定价来说, 由于国外厂家成本价格的原因, Extron 的产品单价高于淳中科技。

4、目前淳中科技的产品从技术先进性以及产品柔性等方面,比肩 Extron 及 Barco。

综上,淳中科技作为视频显示控制行业的龙头,产品在处理速度、衔接技术以及输入输出等多个方面均具备很好的竞争力,虽然在产品种类及生产线的部署存在差距,但仍是替代进口设备的不二选择。

2.2. 扩大研发与销售团队,加深市场覆盖,巩固核心优势

我们对分析淳中科技、Extron 及 Barco 的费用情况:

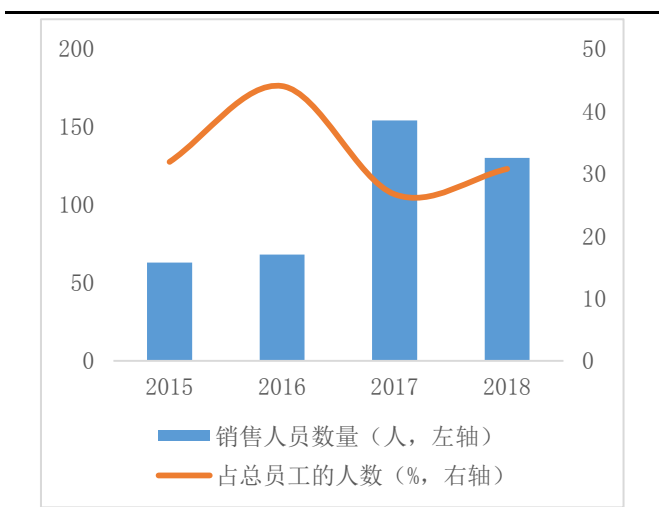
表 4: 淳中科技、Extron、Barco 费用占收比及专利数对比

公司	研发支出占收入比 (%)	销售费用占收入比 (%)	管理费用占收入比 (%)	专利数 (项)
淳中科技	17.12%	19.93%	12.72%	64 项
Extron	-	-	-	100 多项
Barco	11.7%	14.4%	5.6%	-

数据来源: 淳中科技年报、Extron 官网及 Barco 年报等, 东吴证券研究所

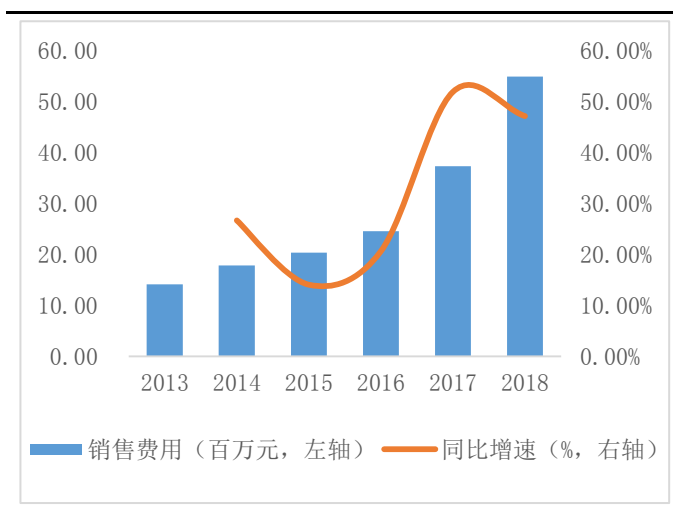
淳中科技 2018 年销售费用为 54.91 百万元, 同比增长 47.13%, 主要为销售人员薪酬、业务费、差旅费等费用增加所致。

图 9: 淳中科技销售人员数量及占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 10: 淳中科技销售费用及同比增速



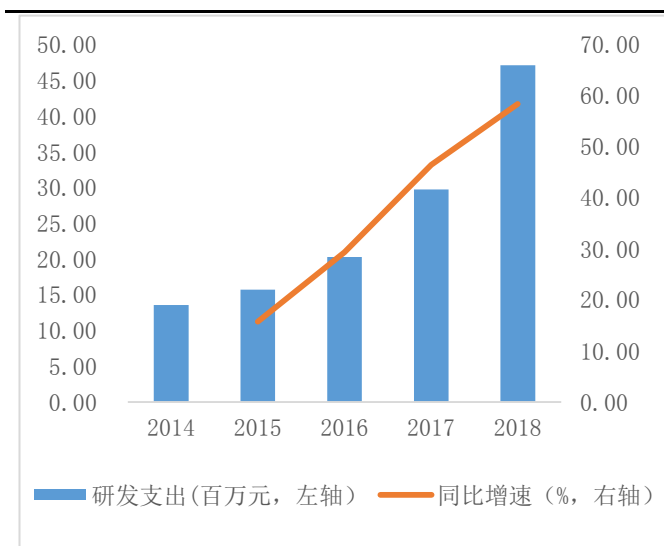
数据来源: wind, 东吴证券研究所

上市以来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, 同比增长 58.45%, 占营业收入的比例为 17.12%。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。

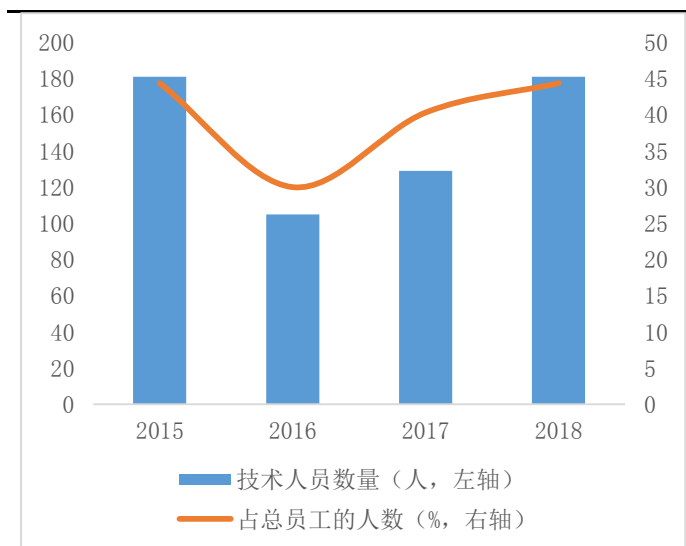
从技术人员的占比来看, 2018 年淳中科技技术人员为 181 人, 同比增加 40.31%, 占员工总人数的比例为 44.36%。

图 11: 淳中科技研发支出及同比增速

图 12: 淳中科技技术人员数量及占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2018 年 Barco 研发费用占收入比约为 11.7%，销售费用占比约为 14.4%，销售费用占收比为 5.6%，销售费用增长的主要原因为 Barco 相关技术的商业化以及中国建设的支出。

2018 年，Barco 主要推进业务拓展能力，在通过建造研发中心，在中国拓展医疗保健的业务开发和制造能力，以及 Pro AV 和 ClickShare 解决方案的本地销售业务。

总的来看，从费用占比的角度来讲，淳中科技均高于 Barco，但是我们认为目前销售人员及研发人员仍是淳中科技规模扩大、市场拓展、场景实现以及市场覆盖的主要原因，虽然公司在全国各省会城市设置办事处，但是各省区营销网点人均不足 5 人，营销网络覆盖程度不高。

2018 年公司加大销售人员的招聘力度，弥补销售人员短缺的短板，正在逐渐完善营销管理体系，从行业和区域的两个方向上搭建矩阵式销售架构，淳中科技初步目标为将销售人员增加到每个省 10 人，后续持续大量的研发投入将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。

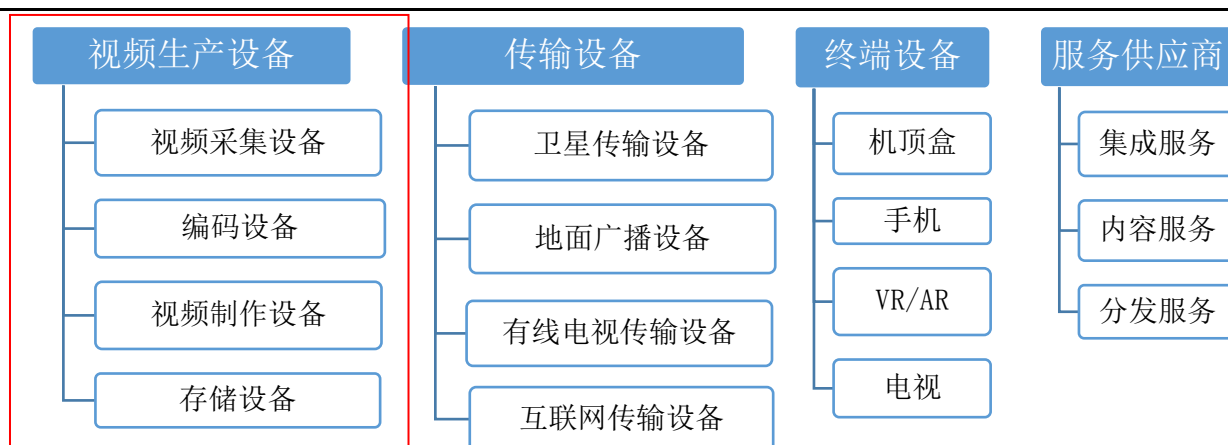
3. 受益 5G 高清视频产业发展，业绩高增长趋势有望保持

3.1. 5G 将至，5G 高清视频产业迎大发展

目前 5G 产业加速前行，4K/8K 高清视频逐步兴起，“5G+4K/8K”的应用不仅仅局限于电视大屏显示效果的升级，更是为视觉的发展提供延伸，并且将逐步渗透到医疗、安防、监控等更多行业。

超高清产业的产业链主要分为设备层、服务层以及应用层，其中设备层是超高清视频生产、传输和应用设备，主要包括视频的生产设备、传输设备以及终端设备，淳中科技处于视频生产设备一环。

图 13: 超高清视频产业链环节一览

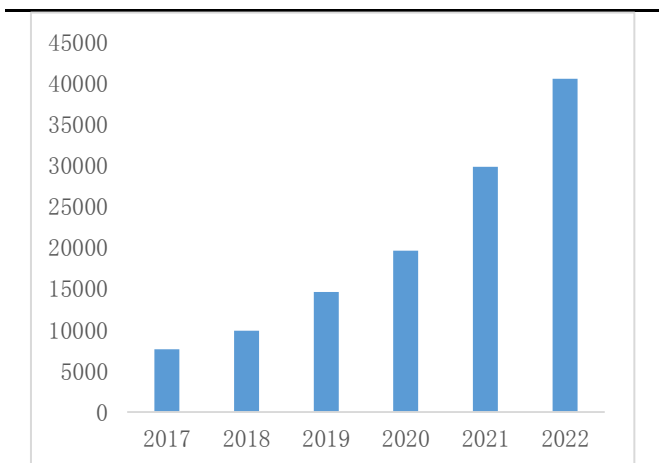


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

2019年2月工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划》，相关政策及网络基础设施的完善，推动以4K为代表的超高清视频产业将进入快速发展期。近几年我国超高清视频产业快速发展，产值规模不断扩大，据中商产业研究院统计，2018年中国超高清视频产业总值为9880亿元，预计2022年，我国超高清视频产业总体规模将超过4万亿元，超高清视频内容也将推动网络承载能力快速提升，传输及监管系统建设协同推进。

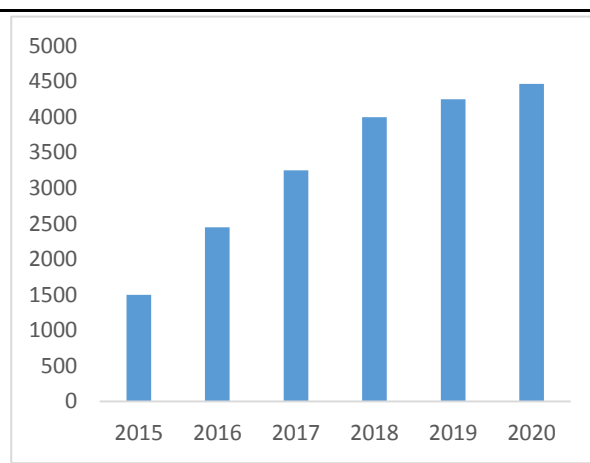
从出货量的角度来看，全球4K电视出货量持续增加，据中商产业研究院统计，预计2020年全球4K电视的出货量接近1.23亿台。目前我国4K出货量突破3000万台，占全球比重的42%左右，未来我国4K电视的出货量将进一步提升，预计2020年我国4K电视的出货量将接近4500万台。

图 14：中国超高清视频产业产值及预测情况（亿元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图 15：中国 4K 电视出货量及预测情况（万台）



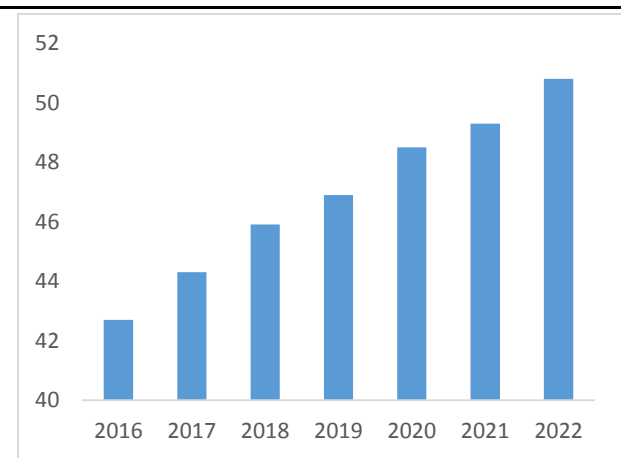
数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

目前全球液晶电视面板的平均尺寸在逐步提高，据 Sigmaintell 预计，到 2022 年，全球液晶电视面板的平均尺寸将达到 50.8 英寸，屏幕尺寸的变大，将进一步推动超高分辨率的面板市占率的快速提升。

根据 IHS 统计，2014 年全球 4K 与 8K 占整个电视面板比重只有 8%，2016 年已快

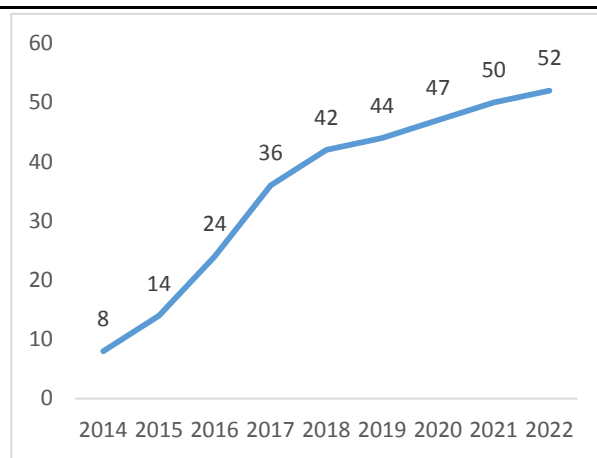
速提升到 24%，2017 年将上升到 36%，预计 2021 年将达到 50%。

图 16：全球液晶电视面板平均尺寸走势（英寸）



数据来源：Sigmaintell，东吴证券研究所

图 17：4K/8K 面板的市场占比（%）



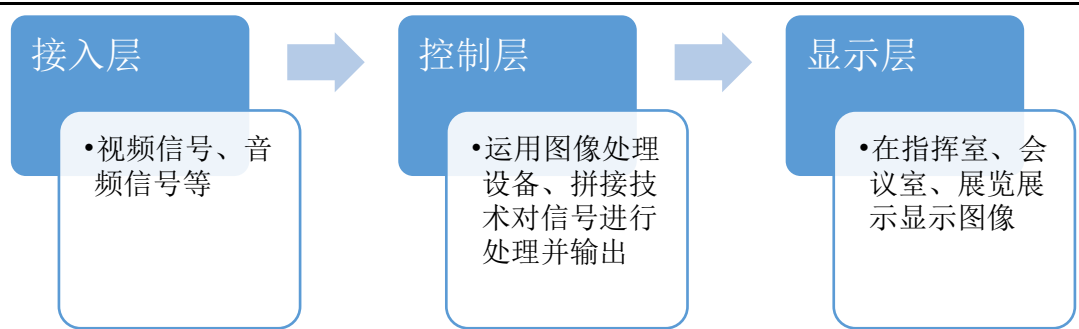
数据来源：IHS，东吴证券研究所

综上，随着 5G 产业的不断推进，4K/8K 超高清视频产业正逐步成熟，也将拉动产业链上游和下游相关环节的需求增加。

3.2. 5G 高清视频显示赋能者角色，持续受益 5G 高清视频显示与交互

从视频显示的技术路线来看，淳中科技处于控制层，上游为信号的接入层，下游为视频显示层，接入信号在控制层进行处理与控制，实现信号的输出，最终实现信号的显示。

图 18：淳中科技在视频显示环节的地位



数据来源：wind，东吴证券研究所

从下游的显示层角度来看，淳中产品应用行业没有特定的限制。目前淳中科技的产品广泛应用到气象局指挥中心、交通指挥中心、电力总公司会议室、地质勘探局会议室、人电厂调度指挥中心等多个行业的不同的应用场景。

屏幕显示需求与视频显示控制需求紧密相连，从淳中科技的产品特性来说，作为视频显示的控制中枢，不能独自运行，需要与下游视频显示协同工作，所以有视频显示需求，就有视频显示控制需求。

综上，淳中科技作为屏幕图像显示的控制中枢，是各行业视频显示需求的赋能者，

是实现显示控制的必经者，因此 5G 时期随着视频显示需求的增加，淳中科技的业绩也将实现稳步提升。

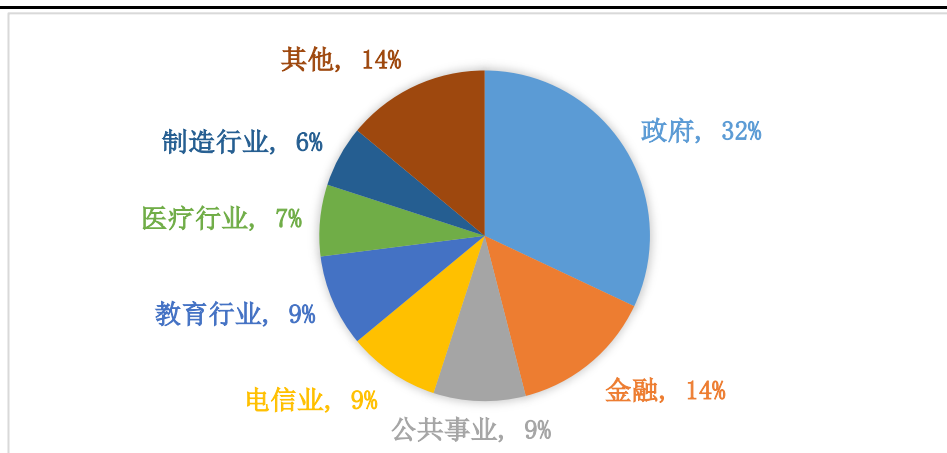
3.3. 客户及应用双向驱动业绩大发展

3.3.1. 党政军将是视频会议的第一大需求体

随着 5G 高清视频产业大发展，政府、军队以及公安等部门的需求也将呈现稳步增加，我们认为主要原因有以下几点：

- 1、出于工作的严谨性，和金融行业、能源行业以及旅游行业等市场相比，政府、军队及公安等部门的视频会议、监控的要求更为严格。因此对于高清视频有更大的诉求。
- 2、社会对政府、公安等工作效率、社会服务能力提出更高的要求，因此就要求各级政府及相关部门要加强信息建设，利用信息视频会议进行信息交互与协作，能提升部门工作效率。据前瞻产业研究院统计 2017 年我国国内视频会议市场中政府需求最大，占比达到 32%。

图 19：2017 年我国国内视频会议行业需求份额占比



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

基于政府及公安部门工作要求的谨慎性以及可靠性，我们认为随着 5G 高清视频产业的发展，相对于其他行业，对于高清视频的需求释放最早且最大。

3.3.2. 逐步拓展 2C 应用场景

淳中科技由于销售团队的限制，只专注于 2B 与 2G 类客户需求，随着销售体系的不断完善，未来也将积极拓展 2C 类应用，积极布局餐厅、宴会厅等 2C 类市场需求。

目前 2C 类应用对视频显示需求逐步增加，以餐饮行业为例，麦当劳英国店在测试和推广面向顾客的数字菜单系统发现，快餐业巨头寻求创新来增加客流量和更多样的餐单选择方式，来推动顾客平均消费，并且已经显示出对销售额的积极影响，据麦当劳数据统计，使用数字标牌平均提升 11% 的销售量。

图 20：麦当劳餐厅显示屏



数据来源：八方资源网，东吴证券研究所

图 21：智能餐厅实现饭桌点菜



数据来源：财富网，东吴证券研究所

淳中科技协同餐厅致力于打造“智慧餐厅”，在未来，智慧餐厅将实现餐桌触屏点单以及离座自动支付功能。目前也在积极拓展婚宴、婚庆类的应用市场，在未来将会拓展到 AR/VR 等领域。

4. 盈利预测与评级

4.1. 关键假设：

- 1、受益于 5G 高清视频产业的快速发展，视频显示需求的快速增加，我们认为，淳中科技作为视频显示控制的大脑将持续受益，在未来只要有视频显示需求，就会有对视频显示控制的需求，并且不受应用行业、显示屏幕以及应用场景的限制。
- 2、实现安全可控是实现国家信息安全的关键一环，近年来政策红利的频繁落地，打开我国安全可控市场，因此安全可控的市场空间值得我们重点关注，我们认为，2G 业务将极大受益于未来安全可控市场成长。
- 3、相对于 Extron 及 Braco 等行业巨头，淳中科技核心产品及技术先进性的领先优势继续保持，“进口替代”的收入拉动效应进一步加大。
- 4、在现有产品种类的基础上，逐步拓展婚庆、以及餐厅等 2C 类应用，进一步挖掘 2C 客户市场。
- 5、增加新的产品线，目前与行业巨头的产品线配置仍存在一定差距，未来产品线配置进度加速，提高产品生产效率。

4.2. 淳中科技业务预测

淳中科技将继续保持视频显示“大脑”定位，深耕显控行业：

首先对于设备类产品：设备类产品作为淳中科技的核心驱动力，我们预计未来主要将受益于以下几点：

1、“进口替代”进一步加深，在国内的市场份额将进一步加大，目前淳中科技在图像处理设备方面的产品已经能与国外巨头 Extron 及 Barco 相媲美。

2、淳中科技更具产品价格优势。

3、受益于安全可控政策的不断助推，淳中科技的 2G 及 2B 类客户的订单也将稳步增加。

总的来说，设备类产品的增速是比较具备确定性的，我们认为各项业务增速均将超过 2018 年的营收增速，实现快速发展。

2、平台类产品作为淳中科技的另一主要业务，也将协同主业，推进淳中科技的整体业务的快速发展，我们认为，未来平台类业务的收入占比也将稳步提升。

因此我们也持续看好公司显控业务，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。

4.3. 估值与评级

我们预计 2019-2021 年，淳中科技的 EPS 分别为 0.99 元、1.32 元、1.72 元，对应 PE 分别为 35.88/26.94/20.68X，维持“买入”评级。

可比公司估值如下表所示：

表 6：淳中科技可比公司估值（截止至 2019.8.12）

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	46.69	31.47	35.88	26.94	20.68	0.99	1.32	1.72	6.02
002415.SZ	海康威视	2784.76	2405.25	21.23	17.43	14.32	1.40	1.71	2.08	7.63
002308.SZ	视源股份	480.08	49.91	34.41	26.45	21.91	2.10	2.73	3.29	13.28

数据来源：海康威视估值数据取自 wind 一致预期，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1、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。
- 2、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。
- 3、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。
- 4、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	54.96	35.88	26.94	20.68
折旧和摊销	7	6	7	8	P/B	6.17	5.51	4.78	4.02
资本开支	119	13	19	29	EV/EBITDA	50.13	32.63	24.66	18.73
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>