

淳中科技持续推荐：募资加码视频大脑“芯”自主研发，借势专业音视频行业景气持续提升、剑指更广空间 买入（维持）

2019 年 09 月 29 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）	48.56	31.71	23.81	18.27

投资要点

■ **事件：**2019 年 9 月 28 日，淳中科技发布发行可转换公司债券预案，预案中公告，淳中科技本次公开发行可转换公司债券募集资金总额预计不超过 30,000 万元（含 30,000 万元），募集的资金将主要用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目、营销网络建设项目以及补充流动资金项目三个主要项目。

■ **募资加码视频“芯”自主研发，推动“双”进口替代：**芯片作为显控设备实现功能的核心部件，采购金额占生产产品原材料采购金额比例 50% 以上，是淳中科技生产成本中最主要的组成部分。但是淳中科技所需的 FPGA 芯片的核心技术主要集中在赛思灵、阿尔特拉等国外企业手中，因此专业音视频处理芯片的研发是推动芯片实现进口替代的关键布局，也有利于大幅提高公司产品的性能、降低能耗、降低成本等。淳中科技产品及技术领先程度比肩国外巨头 Extron 与 Barco，目前淳中科技已经顺利实现在军队以及政府领域应用的进口替代，未来随着产品线的丰富预计销售资源的进一步拓展，淳中科技将是国内显控设备进口替代的不二选择。

■ **专业音视频行业景气度持续提升，市场空间极大：**据中商产业研究院统计，2017 年中国超高清视频产业总值为 7614.8 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，同时据中国 AV 产业论坛数据显示，2019 年我国专业 AV 产业市场空间将达到 2000-2400 亿元，淳中科技作为视频显示控制的大脑，是高清视频的赋能者，未来将持续受益于 5G 高清视频以及专业 AV 产业发展。据新思界统计，2016 年，中国显控系统设备的需求规模为 54.78 亿元。并且随着下游行业的快速发展，中国显控系统设备的市场需求增长也较快，年均增速在 10% 以上，我们认为，未来我国显控行业有望迎百亿市场空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们持续看好淳中科技显控业务，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 3.44 亿元、4.42 亿元、5.77 亿元，归母净利润分别为 1.30 亿元、1.73 亿元、2.26 亿元，EPS 分别为 0.99 元、1.32 元、1.72 元，对应 PE 分别为 31.71/23.81/18.27X，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)	31.50
一年最低/最高价	17.79/39.00
市净率(倍)	5.32
流通 A 股市值(百万元)	2780.71

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)：5G 高清视频产业加速前行，高清视频赋能者将率先且持续受益》

2019-09-08

2、《淳中科技 (603516)：安全可控、进口替代带来业绩持续高速增长，5G 高清视频显示赋能者成长空间更广》2019-08-14

3、《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、持续高速增长可期》2019-07-31

1. 事件

2019年9月28日，淳中科技发布发行可转换公司债券预案，预案中公告，淳中科技本次公开发行可转换公司债券募集资金总额预计不超过30,000万元（含30,000万元），募集的资金将主要用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目、营销网络建设项目以及补充流动资金项目三个主要项目。

表 1：募集资金使用情况

序号	项目名称	预计投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	资金占比 (%)
1	专业音视频处理芯片研发及产业化项目	22,150.25	20,000.00	66.67%
2	营销网络建设项目	6,155.06	4,635.00	15.45%
3	补充流动资金	5,365.00	5,365.00	17.88%
	合计	33,670.31	30,000.00	100.00%

数据来源：淳中科技，东吴证券研究所

其中淳中科技预计将66.67%的资金用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目，15.45%的资金用于网络营销网络项目建设，剩余17.88%用于补充流动资金。

2. 基于核心优势，巩固核心竞争护城河

淳中科技作为视频显示控制行业的龙头企业，技术优势与销售优势兼备，因此巩固技术优势及销售优势是稳固龙头的关键布局。

图 1：淳中科技的技术优势与销售优势



1. 基于FPGA图像处理；
2. 背板高速传输；
3. 帧率SYNC专利；
4. Any Signals over IP；
5. 集中+分布式；



1. 显控领域专业知识背景；
2. 行业特定场景需求把控；
3. 产品应用环节关键、可靠、保密；
4. 解决方案定制化。

数据来源：淳中科技，东吴证券研究所

2.1. 加大芯片研发力度，实现“双”进口替代

2.1.1. 加大芯片研发力度，加速实现芯片进口替代

淳中科技生产所需主要原材料包括各种电路板、芯片、机箱以及组装材料等。其中，芯片作为实现产品功能的核心部件，采购金额占生产产品原材料采购金额比例 50%以上，是淳中科技生产成本中最主要的组成部分。

表 2：淳中科技采购成本占比（%）

原料种类	2017H1	2016	2015	2014
芯片	49.22	56.41	51.66	57.29
其他电子元器件	22.61	15.51	18.43	17.15
印刷电路板	8.81	7.19	7.8	8.27
机箱架构件	9.06	12.09	12.46	7.67
其他辅助材料	10.29	8.79	9.65	9.62

数据来源：淳中科技，东吴证券研究所

淳中科技目前采购的芯片主要为通用型或半定制型芯片，公司将自主研发的软件代码烧录进贴片在的 PCB 板卡的芯片中，使产品实现显示控制及信号的收集转换的功能。虽然采购芯片能够满足现有产品的需求，但与专业音视频处理芯片相比在性能上仍存在差距。

而且政府、军队、交通等行业或客户在音视频产品方面的需求快速增长，同时随着国家对安全生产重视程度的不断提高以及相关加强安全生产的政策法规出台，安全生产监控与应急指挥系统的需求亦快速增长。下游客户基于国家安全、数据安全或安全生产，对音视频等产品硬件的自主可控的要求逐渐提高。

目前淳中科技所需的 FPGA 芯片的核心技术主要集中在赛思灵、阿尔特拉等国外企业手中，因此专业音视频处理芯片的研发有利于大幅提高公司产品的性能、降低能耗、降低成本等，增强产品的竞争力。

专业音视频处理芯片研发及产业化项目实施主体为公司全资子公司，项目建设期 3 年，项目成功实施后，含建设期的投资回收期（税后）为 7.31 年，项目全部投资的内部收益率（税后）为 16.94%。

2.1.2. 基于核心技术优势，实现显控设备进口替代

目前淳中科技主要竞争对手主要为国外巨头公司 Extron 以及 Barco，我们认为基于技术优势以及市场优势，淳中科技实现显控产品的进口替代不二选择。

1、进口替代是必然趋势：军队以及政府对安全可控要求的相比于其他行业更高，并且外资企业更难进入，国产替代进口是必然趋势。

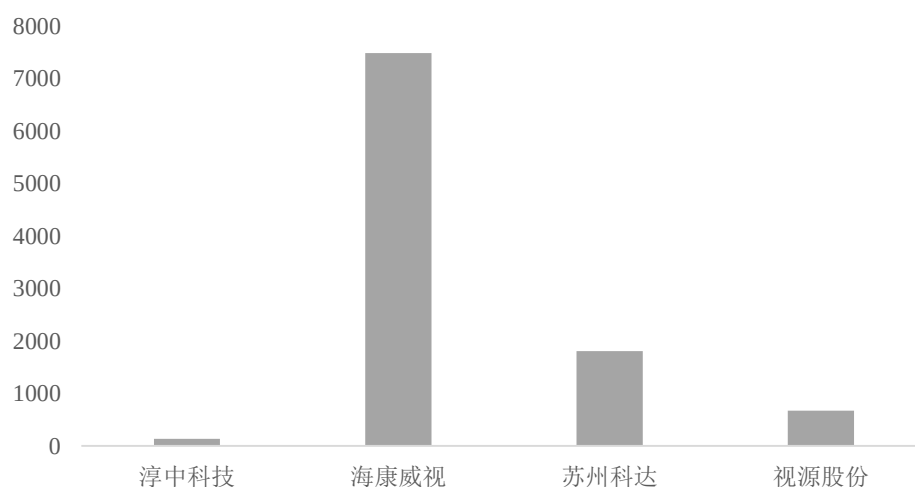
2、进口替代的可行性：

- (1) 技术水平逐渐超越甚至领先：淳中科技对标 Extron 与 Barco，差距主要为海外渠道的拓展以及产品线的丰富程度，目前淳中科技主要以国内市场为主，Extron 与 Barco 定位于全球市场，相比于淳中科技海外市场拓展渠道及资源丰富且宽广。在产品线角度来说，淳中科技产品线相对 Extron 与 Barco 仍略显单薄，但是淳中科技现有的产品技术水平已经逐渐超预 Extron 与 Barco。
- (2) 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。
- (3) 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。

2.2. 拓展销售网络，纵横双向深入拓展行业覆盖

为更好的在全国范围内拓展业务，淳中科技在重点区域逐步建立一些营销和服务网点，但与国内同行业公司相比，现有的营销网点布局还相对不够完善，在项目招标与市场开发中相对处于劣势。2018 年末，淳中科技销售人员 130 人，而海康威视 7482 人、苏州科达 1805 人、视源股份 672 人。

图 2：淳中科技及相关公司销售人员情况（人）



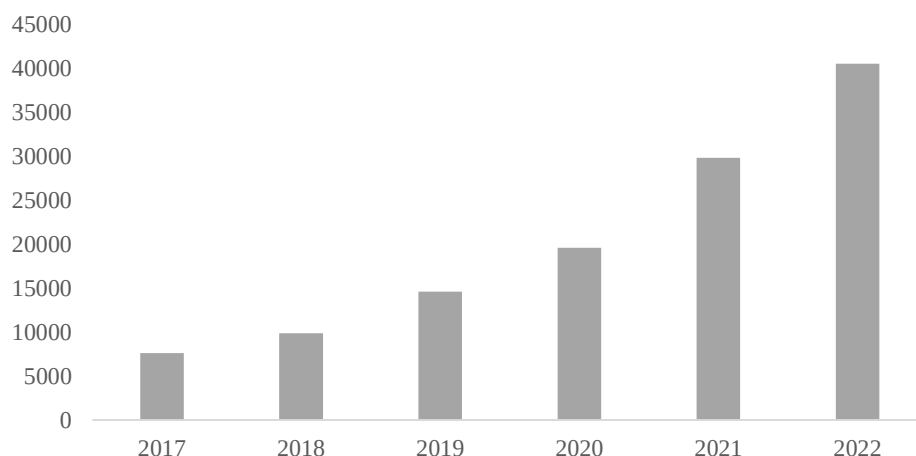
数据来源：wind，东吴证券研究所

营销网络建设项目建设目标是，在现有营销网点基础上，整合营销资源，加大城市布局。通过搭建覆盖全国重点城市的营销网络，为公司扩大运营和服务范围、深度挖掘地区客户价值奠定基础。

3. 专业音视频行业景气度持续提升，显控视频行业将迎三百亿市场空间

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,2017年中国超高清视频产业总值为7614.8亿元,预计2022年,我国超高清视频产业总体规模将超过4万亿元,淳中科技作为视频显示控制的大脑,是5G高清视频的赋能者,未来将持续受益于5G高清视频产业发展。

图3: 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

同时专业音视频产业需求的快速增长也将助力显示控制行业市场稳步提升。据AVIXA统计,2018年北美地区仍然是专业AV产值最高的地区,亚洲地区位列第二,但是主要提升动力来自于中国的专业AV产业的不断发展。在IT大环境与用户端内容驱动下,中国专业AV市场继续扩大,以方案增值市场计算,2017年,中国专业AV产业产值达到1700亿元。

从专业AV产业的细分内容占比来看,其中企业发生的视频需求占比达到21%,赛事直播以及事件占比为15%,媒体以及娱乐占比为13%。

图4: 各地区VA产业产值情况

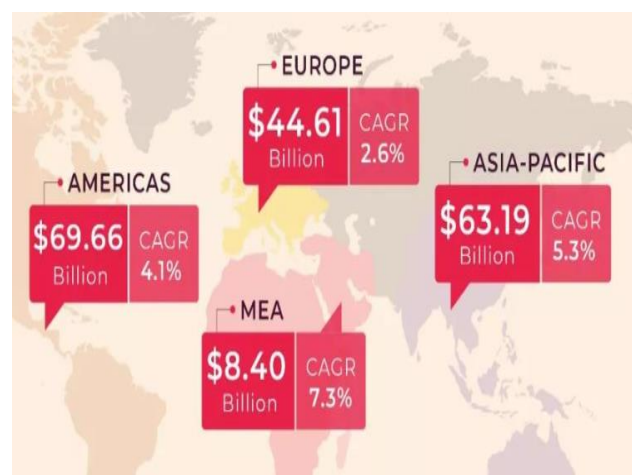


图5: 2018专业AV细分内容产值占比

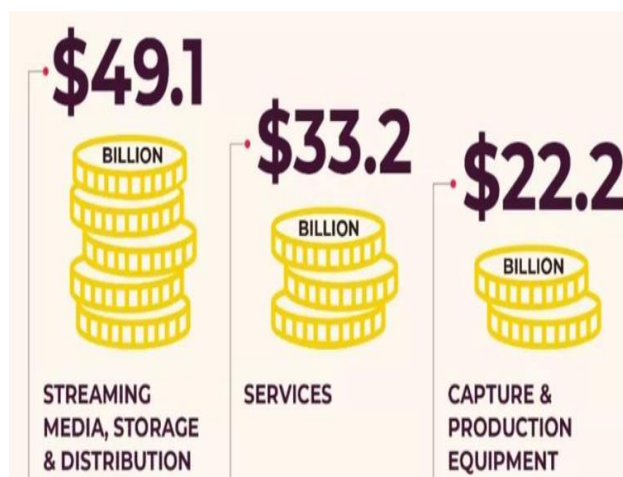


数据来源：AVIXA，东吴证券研究所

数据来源：AVIXA，东吴证券研究所

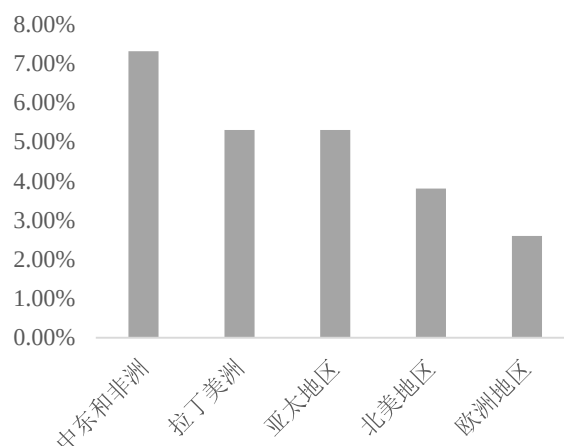
从产品角度来看，据 AVIXA 统计，2018 年流媒体、媒体、存储以及分发产品的收入为 49.1 亿美元，服务产品收入为 33.2 亿美元，设备产品收入为 22.2 亿美元。

图 6：2018 年专业 AV 细分产品产值



数据来源：AVIXA，东吴证券研究所

图 7：各地区专业 AV 产业增速 (%)



数据来源：中国 AV 产业论坛，东吴证券研究所

据中国 AV 产业论坛数据统计，在未来 5 年，全球专业 AV 产业将以每年 5%-6% 的增速增长，预计 2019 年全球专业 AV 产业产值将达到 1850 亿美元。其中中国专业 AV 市场规模将达到 2000-2400 亿元，其中产品端约为 800-900 亿元，方案端约为 1200-1500 亿元。

我们认为随着 5G 高清视频产业以及专业 AV 产业的稳步发展，视频显示控制设备作为视频显示的控制中枢，市场空间也将稳步提升。

据新思界发布的《2017-2021 年中国显控系统设备行业市场深度调研与发展趋势预测报告》显示，2016 年，中国显控系统设备的需求规模为 54.78 亿元。并且随着下游行业的快速发展，中国显控系统设备的市场需求增长也较快，年均增速在 10% 以上，未来有望迎几百亿市场空间。

4. 盈利预测与评级

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，我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.99 元、1.32 元、1.72 元，对应 PE 分别为 31.71/23.81/18.27X，维持“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	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%
					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	48.56	31.71	23.81	18.27
折旧和摊销	7	6	7	8	P/B	5.45	4.87	4.22	3.56
资本开支	119	13	19	29	EV/EBITDA	44.26	28.78	21.71	16.45
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>