

淳中科技：三季报业绩继续大超预期，加码芯片研发，国产替代助推公司加速成长 买入（维持）

2019 年 10 月 27 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）	53.86	35.17	26.41	20.27

投资要点

■ **事件：**淳中科技前三季度实现营业总收入 2.81 亿元，同比增长 40.84%，实现扣非后归母净利润 0.87 亿元，同比增长 43.46%。其中 2019 年第三季度实现营业收入 1.02 亿元，同比增长 60.96%，实现扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比增长 69.12%。

■ **二季度拐点向上，三季度继续高增长：**淳中科技 2019 年前三季度营业收入以及扣非后归母净利润均已经超过 2018 年全年，业绩表现靓丽。同时未来业绩信心十足，加大生产原料储备力度：前三季度预付账款为 0.2 亿元，占总资产的比例较上期期末提升 1.81pp，存货为 1.00 亿元，占总资产的比例较上期期末提升 5.20pp。我们认为，当前各维度财务数据转好，综合预示未来公司基本面有望继续加速向上。

■ **加码芯片研发，把握国产替代历史性机遇：**国内显控市场空间在 200-300 亿，外企占据一半以上市场空间，随着国家自主可控的需求日益提升，国内企业迎来产品与市场大发展的历史性机遇。淳中科技募资实施专业音视频 SoC 芯片研发，加快实现核心元器件的进口替代，在国内企业中遥遥领先，弯道超车把握国产替代历史性机遇。当前百亿市场，但年收入仅 3 亿多，通过拓展客户、丰富产品体系以及拓展 2C 类应用三条发展路径，助推收入持续高速增长。

■ **下游应用场景更丰富，5G 和高清视频产业趋势下受益越发显著：**随着 5G 高清视频以及专业音视频产业的迅速的崛起，下游行业对高清视频会议、视频直播等需求快速增加，淳中科技作为视频显示控制大脑，直接受益于下游需求的快速提升，并且不受下游应用场景以及应用行业的限制。

■ **盈利预测与投资评级：**淳中科技作为优质显控龙头，前瞻布局，锐意进取，有望尽享国产替代红利，预计 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 35.17/26.41/20.27X，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)	34.94
一年最低/最高价	17.79/39.00
市净率(倍)	5.62
流通 A 股市值(百万元)	3084.38

基础数据

每股净资产(元)	6.21
资产负债率(%)	10.75
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》2019-09-29

2、《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

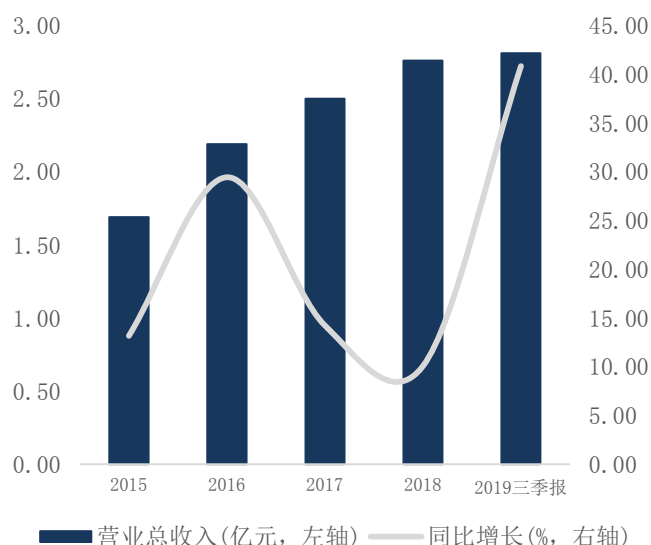
3、《淳中科技 (603516)：安全可控、进口替代带来业绩持续高速增长，5G 高清视频显示赋能者成长空间更广》2019-08-14

1. 三季度业绩超预期，盈利能力稳步提升

淳中科技 2019 年前三季度实现营业总收入 2.81 亿元，同比增长 40.84%，实现扣非后归母净利润 0.87 亿元，同比增长 43.46%。其中 2019 年第三季度实现营业收入 1.02 亿元，同比增长 60.96%，实现扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比增长 69.12%。我们认为三季度业绩超预期的主要原因为：

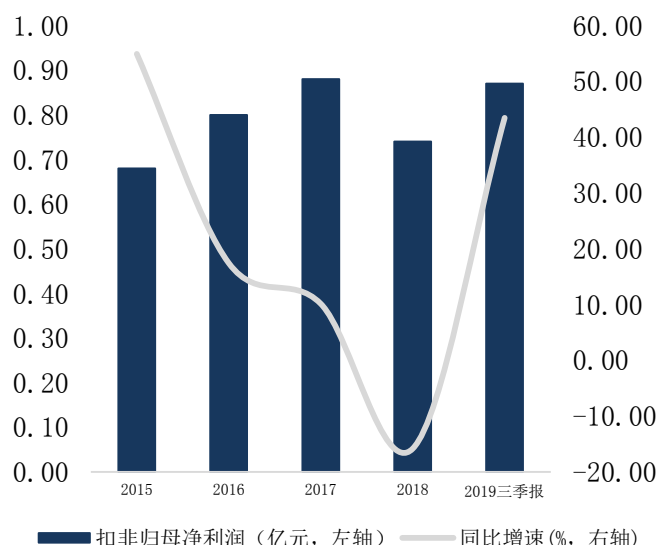
- 1、内部销售架构不断完善，为各省地区配备更多销售资源，横向拓展更多的客户与市场，纵向加深行业覆盖深度。
- 2、2B 及 2G 客户订单稳步提升：首先企业客户对于高清视频以及专业音视频需求稳步提升；其次随着军改完成，军工订单不断落地。
- 3、NYX 等新产品推出顺利，依靠国内的品牌优势，迅速打开市场。

图 1：淳中科技营业总收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

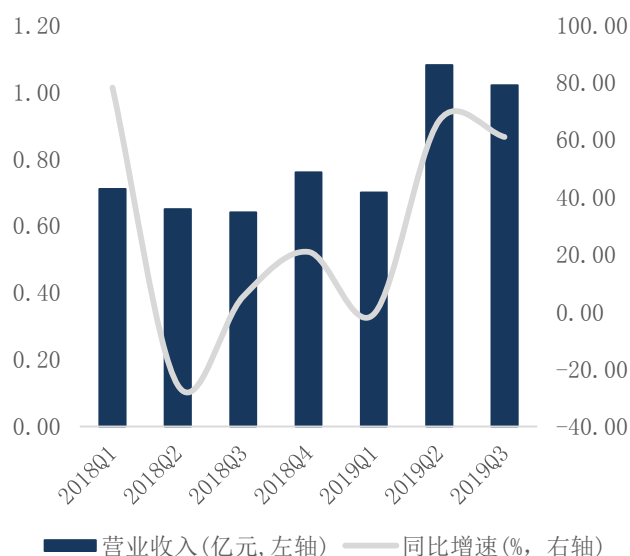
图 2：淳中科技扣非净利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

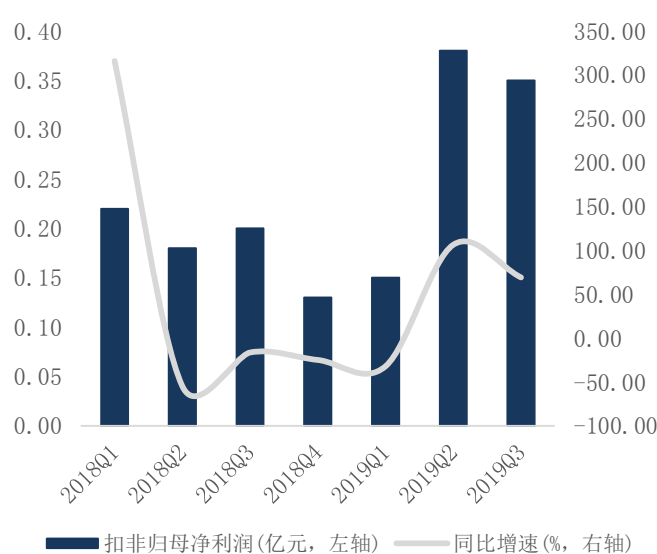
盈利能力稳步提升，扣非后归母净利润增速更快。淳中科技扣非后归母净利润已经超过 2018 年全年，同比增速达到 43.46%。第三季度较去年同期增加 0.15 亿元，同比增速达 69.12%。

图 3：淳中科技单季度营业总收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：淳中科技单季度扣非净利润情况

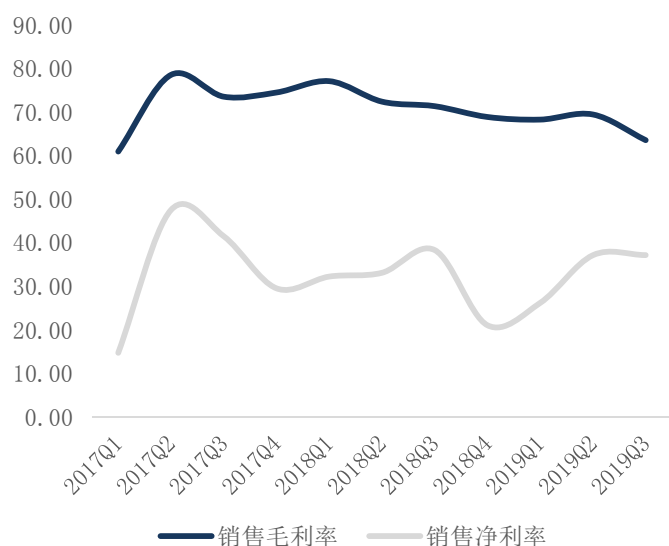


数据来源：wind，东吴证券研究所

高毛利水平持续稳定向好，2019 年第三季度实现毛利率 63.57%，实现销售净利润 37.19%；前三季度实现毛利率 67.03%，实现销售净利率 34.44%。第三季度销售毛利率较第二季度下降 5.9pp，主要原因为销售结构发生改变，同时低毛利产品的比重略有提升。

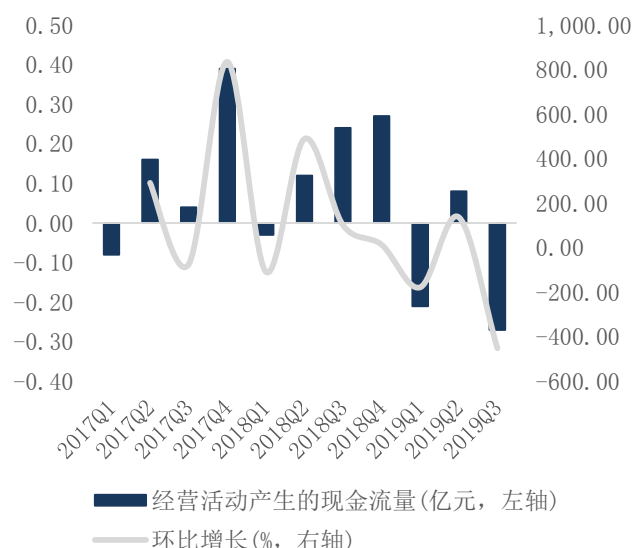
2019 年第三季度经营活动现金流为-0.27 亿元，环比下滑 451.22%，主要原因为军工以及企业订单增加，加大对产品材料的采购。

图 5：淳中科技毛利率与净利率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：淳中科技经营活动现金流情况

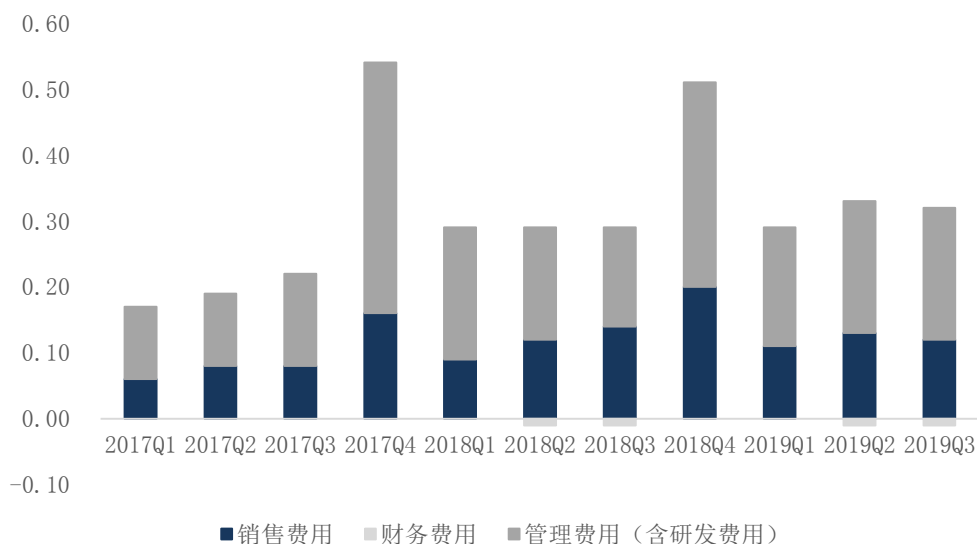


数据来源：wind，东吴证券研究所

2019 年前三季度发生销售费用 0.36 亿元，同比增长 5.22%，管理费用 0.26 亿元（不

含研发费用), 同比增长 2.54%, 发生研发费用 0.31 亿元, 同比增长 16.02%。研发费用提升显著, 主要原因为不断加大对核心技术及产品的研发投入。从第三季度费用情况来看, 管理费用(含研发费用)以及研发费用与第二季度基本持平, 销售费用减少 0.01 亿元, 整体费用较第二季度略有减少。

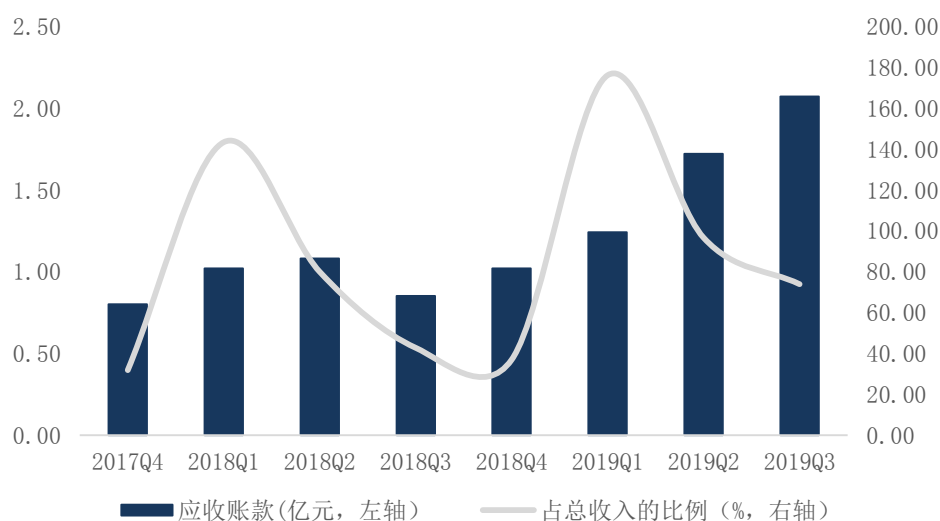
图 7: 淳中科技费用明细 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

淳中科技前三季度应收账款为 2.07 亿元, 较去年同比增长 143.49%, 占营业总收入的比例为 73.82%, 应收账款周转天数为 148.51 天 (2018 三季度为 111.53 天)。业绩超预期高增拉动应收账款新高, 应收账款以及占营业收入的比例均有所提升, 主要为政府及订单增加, 拉长回款天数 (政府的回款周期约为 3-6 个月), 同时政府可信度好, 计提坏账的概率很低, 因此财务风险小。

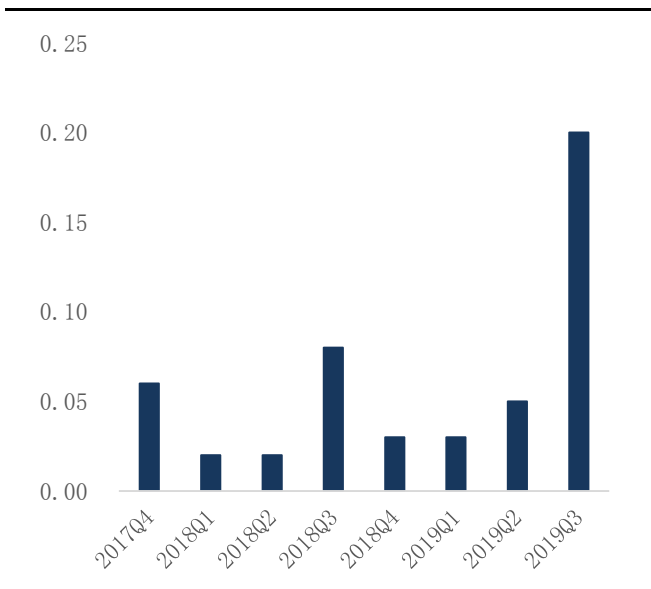
图 8: 淳中科技应收账款 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

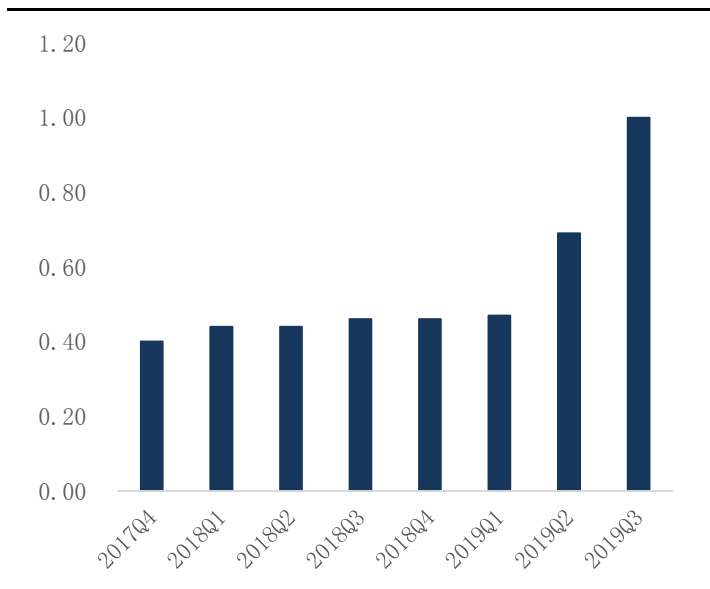
前三季度预付账款为 0.2 亿元，占总资产的比例为 2.15%，较上期期末提升 1.81pp，主要原因为订单持续稳增，公司加大对原材的备货，因此前三季度存货为 1.00 亿元，占总资产的比例为 10.92%，较上期期末提升 5.20pp。

图 9：淳中科技各报告期预付账款情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 10：淳中科技各报告期存货情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 加强核心优势，高速增长趋势有望继续保持

我们认为，淳中科技作为视频显示控制大脑，高速增长的趋势仍有望继续保持，主要原因为：

1、主要面向 2B2G 客户，客户粘性高，保证订单量稳步增加以及市场份额稳定。

国家对于安全自主可控的需求逐步加大，提升外企进入壁垒，保证淳中科技在国内市场份额稳定。同时随着军改的完成，2G 类客户订单逐步释放，同时专业音视频以及高清视频共同推动下游行业需求稳定。

2、加强核心竞争优势，实现“双进口替代”。

在产品方面，淳中科技对标 Extron 与 Barco，差距主要为产品线的丰富程度，产品线相对 Extron 与 Barco 仍略显单薄，图像处理器等核心产品方面已经不输巨头 Extron 以及 Barco，目前在军工领域已经实现进口替代。

在芯片方面，募资实施专业音视频 SoC 芯片研发，加快实现核心器件的进口替代。2019 年 9 月淳中科技发布发行可转换公司债券预案中公告，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。

3、受益于 5G 高清视频以及专业音视频发展，下游需求增量可观。

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。

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。

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研究报告》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。

我们认为，淳中科技基于客户需求与战略布局，主要有三条发展主线：

1、深入挖掘现有客户需求，拓展产品线布局，丰富现有产品架构。

未来面对海量信息和信号源，采集、传输并且能相互推送，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。

2、其次，利用现有产品的技术领先与品牌优势，拓展和覆盖更多的行业客户。

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。

首先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。其次：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。

3、2C 客户需求是淳中科技产品发展最终的指向标，并且 2C 类市场空间更大，加快 2C 类产品布局与客户拓展，是淳中科技发展的重要方向。

3. 盈利预测与评级

淳中科技作为优质显控龙头，前瞻布局，锐意进取，有望尽享国产替代红利，预计 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 35.17/26.41/20.27X，维持“买入”评级。

4. 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	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	2	2	2	2	每股收益(元)	0.65	0.99	1.32	1.72
负债合计	52	56	66	75	每股净资产(元)	5.77	6.47	7.46	8.86
少数股东权益	0	0	-0	-0	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%
经营活动现金流	60	86	126	148	销售净利率(%)	30.8%	37.8%	39.2%	39.1%
投资活动现金流	-520	-10	-17	-27	资产负债率(%)	6.5%	6.2%	6.3%	6.1%
筹资活动现金流	382	-40	-45	-42	收入增长率(%)	10.1%	24.9%	28.6%	30.5%
现金净增加额	-77	35	64	78	净利润增长率(%)	-6.6%	53.2%	33.2%	30.3%
折旧和摊销	7	6	7	8	P/E	53.86	35.17	26.41	20.27
资本开支	119	13	19	29	P/B	6.05	5.40	4.68	3.94
营运资本变动	-22	-43	-46	-76	EV/EBITDA	49.12	31.97	24.15	18.34

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>