

# 淳中科技：高清视频大行业小公司，业绩持续高增长

买入（维持）

2020 年 03 月 29 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 371   | 502   | 648   | 822   |
| 同比（%）      | 34.7% | 35.1% | 29.1% | 27.0% |
| 归母净利润（百万元） | 114   | 169   | 233   | 301   |
| 同比（%）      | 34.4% | 48.0% | 37.7% | 29.4% |
| 每股收益（元/股）  | 0.86  | 1.27  | 1.75  | 2.26  |
| P/E（倍）     | 50.30 | 34.60 | 25.12 | 19.41 |

## 投资要点

- **事件：**淳中科技 2019 年实现营业总收入 3.71 亿元，同比增长 34.73%，实现扣非后归母净利润 1.03 亿元，同比增长 38.53%。其中 2019 年第四季度实现营业收入 0.91 亿元，同比增长 18.76%，实现扣非后归母净利润 0.15 亿元，同比增长 15.93%。
- **全年业绩实现稳健，高毛利持续稳定向好：**2019 年积极进行产品线扩展，加深营销网络覆盖，同时产品运行的稳定性和稳定的客户群体保证业绩持续提升；高毛利持续稳定向好，2019 年度实现毛利率 68.3%，实现销售净利率 30.75%。其中第四季度实现毛利率 72.23%，较第三季度上升 8.66pp。
- **加码研发投入，巩固核心竞争护城河：**持续高研发投入保持产品竞争优势，2019 年公司研发投入 5012.44 万元，占营业收入的比例为 13.48%。同时公司也加大募资力度用于显控产品升级及改扩建以及智能音频管控系统产业化等项目，截止到 20 年 3 月，公司募集资金专户存款余额为 20192.93 万元；2019 年研发效果显著，新增专利申请 21 项，截至 2019 年底，已获授权专利 33 项，其中发明专利 15 项。
- **丰富产品线，深耕优势领域，业绩将持续稳健增长：**现有产品线比较单一，相对于国际标杆企业而言差距还很大，因此公司**不断丰富产品线，扩大收入规模**，2019 年以来，陆续推出基于分布式编解码视频技术的 NYX 双引擎系统、支持海量数据信号接入的高性能 Cronos 多功能综合处理平台、可视化交互控制系统 CrossMediaPro 及 VOMS 运维管理平台等，重量级新产品将为公司业绩增长提供重要保障。其次**加快重点城市业务拓展速度，打造人员覆盖和业务资源匹配的有效联动机制，提高市场覆盖率和渗透率**。2019 年，销售人员人数为 186 人，占比为 37%，较 2018 年提升 5pp。**最后深耕优势领域，开拓潜在行业**，持续深耕军队、公检法、交通、气象、电力等优势领域同时也积极部署应急管理、智慧电力、数字医疗、广电融媒体中心、餐饮娱乐、教育等行业。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好淳中科技未来业绩增长，预计 2020-2022 年营业收入分别为 5.02 亿元、6.48 亿元以及 8.22 亿元，归母净利润分别为 1.69 亿元、2.33 亿元以及 3.01 亿元，EPS 分别为 1.27 元、1.75 元以及 2.26 元，对应的 PE 分别为 35X/25X/19X，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；

## 股价走势



## 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 43.87       |
| 一年最低/最高价      | 20.09/54.98 |
| 市净率(倍)        | 6.90        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3872.69     |

## 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 6.36   |
| 资产负债率(%)    | 11.50  |
| 总股本(百万股)    | 133.30 |
| 流通 A 股(百万股) | 88.28  |

## 相关研究

- 1、《淳中科技 (603516)：专业音视频显示控制龙头，尽享国产替代及 5G 高清视频产业红利》2020-03-09
- 2、《淳中科技 (603516)：淳中科技：股权激励强化业绩高增长确定性，高激励提升公司凝聚力和积极性，迎接国产替代大时代》2019-12-05
- 3、《淳中科技 (603516)：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》2019-10-27

## 1. 全年业绩稳健增长，高毛利水平稳定向好

淳中科技 2019 年实现营业总收入 3.71 亿元，同比增长 34.73%，实现扣非后归母净利润 1.03 亿元，同比增长 38.53%。其中 2019 年第四季度实现营业收入 0.91 亿元，同比增长 18.76%，实现扣非后归母净利润 0.15 亿元，同比增长 15.93%。

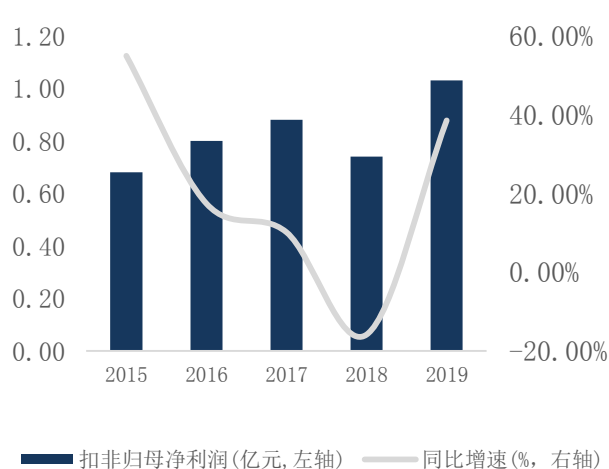
业绩增长的主要原因为：产品运行的稳定性和稳定的客户群体保证业绩持续提升；产品线的拓展、营销网络覆盖度的提升及军工订单的复苏增加企业营收；管理效率提升和组织结构优化取得一定成效。

图 1：淳中科技营业总收入情况



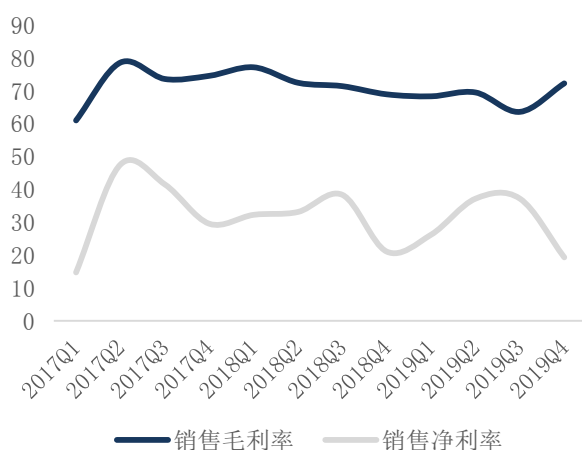
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：淳中科技扣非归母净利润情况



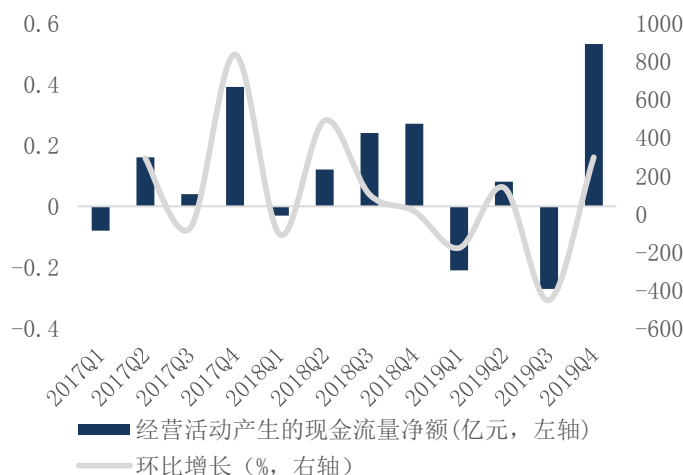
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：淳中科技毛利率与净利率 (%)



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：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

**高毛利水平持续稳定向好**，2019 年度实现毛利率 68.3%，实现销售净利率 30.75%。其中第四季度实现毛利率 72.23%，实现销售净利润 19.33%；第四季度销售毛利率较第

三季度上升 8.66pp，主要原因为销售结构发生改变，同时高毛利产品的比重有较大提升。

2019 年经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降 79.01%，主要是因为公司为了保障订单交付及防范进口芯片不确定风险而主动增加原材料备货。第四季度经营活动现金流为 0.53 亿元，环比上升 296.3%。

## 2. 募资加码研发投入，巩固核心竞争护城河

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 30000 万元(含 30000 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<br>(万元) | 拟使用募集资金<br>(万元) | 资金占比<br>(%) |
|----|-------------------|----------------|-----------------|-------------|
| 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

截至 2020 年 3 月 27 日，公司募集资金专户存款余额为 20192.93 万元,主要用于显控产品升级及改扩建以及智能音频管控系统产业化等项目。

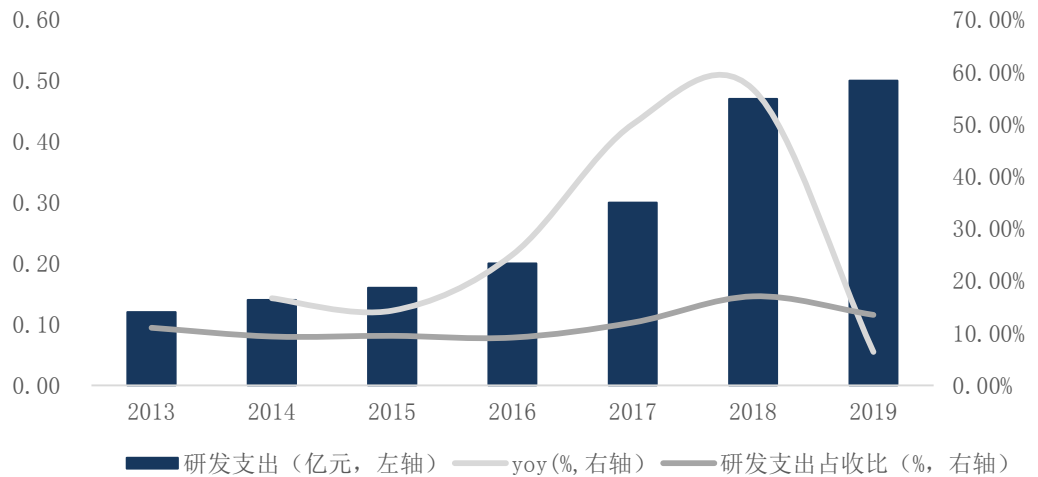
表 2：2019 年募集资金使用情况（万元）

| 序号 | 项目名称            | 项目总投资预计金额 | 使用募集资金预计投入金额 | 已累计投资金额   | 进度 (%) |
|----|-----------------|-----------|--------------|-----------|--------|
| 1  | 显控产品升级及改扩建项目    | 27,614.36 | 19,274.03    | 9,800.91  | 50.85  |
| 2  | 智能视音频管控系统产业化项目  | 13,321.99 | 9,298.37     | 4,550.78  | 48.94  |
| 3  | 研发中心建设项目        | 9,735.68  | 6,795.22     | 4,183.20  | 61.56  |
| 4  | 市场营销和技术服务体系建设项目 | 9,076.35  | 6,334.95     | 4,022.26  | 63.49  |
|    | 合计              | 59,748.38 | 41,702.57    | 22,557.15 | 54.09  |

数据来源：淳中科技，东吴证券研究所

**持续高研发投入保持产品竞争优势：**2019 年公司研发投入 5012.44 万元，占营业收入的比例为 13.48%。2019 年公司新增专利申请 21 项，截至 2019 年底，公司已获授权专利 33 项，其中发明专利 15 项。

图 5：淳中科技研发支出情况



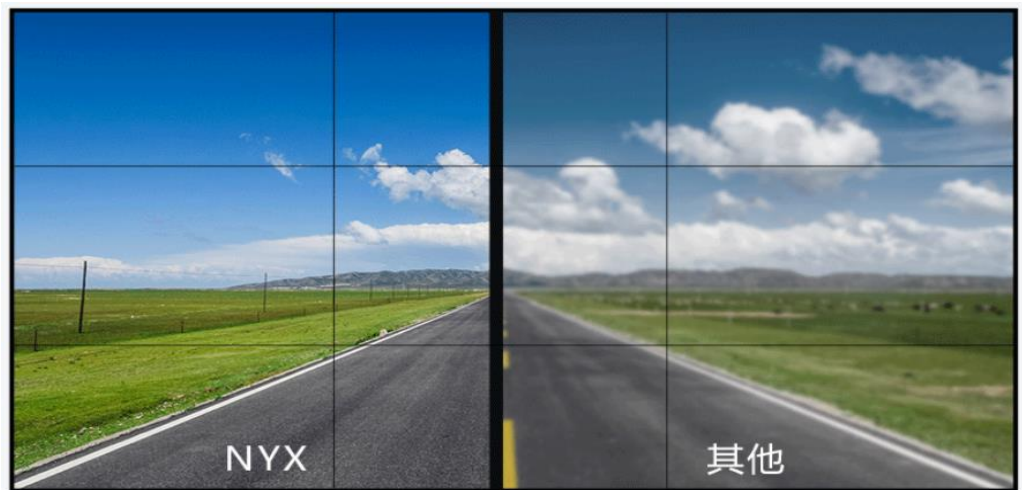
数据来源：wind，东吴证券研究所

### 3. 丰富产品线，深耕优势领域，业绩将持续稳健增长

**丰富产品线，扩大收入规模：**公司现有产品线比较单一，相对于国际标杆企业而言差距还很大，产品线不足很大程度上限制了公司的收入规模。

2019年以来，公司陆续推出了基于分布式编解码视频技术的 NYX 双引擎系统、支持海量数据信号接入的高性能 Cronos 多功能综合处理平台、可视化交互控制系统 CrossMediaPro 及 VOMS 运维管理平台等，这些重量级新产品将为公司业绩增长提供重要保障。

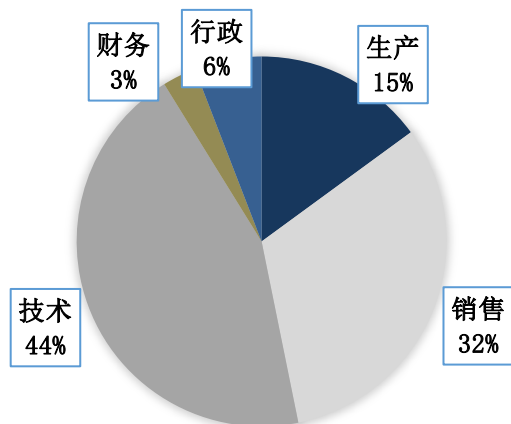
图 6：NYX 画质对比



数据来源：淳中科技官网，东吴证券研究所

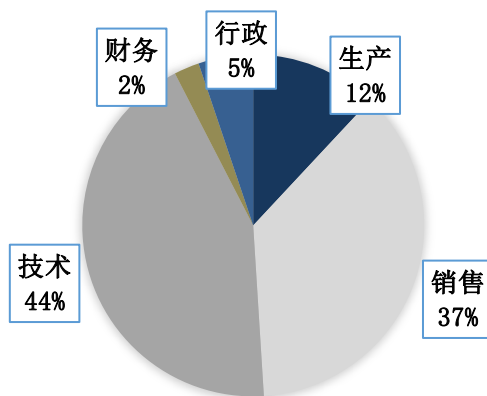
**销售人员占比稳步提升：**公司目前的业务重点还是在省会城市及一些标杆类的项目，将会在人才资源扩充、重点城市业务拓展等方面加快速度，打造人员覆盖和业务资源匹配的有效联动机制，以此来提高市场覆盖率和渗透率。**2019 年，销售人员人数为 186 人，占比为 37%，较 2018 年提升 5pp。**

图 7：2018 年人员架构



数据来源：wind，东吴证券研究所

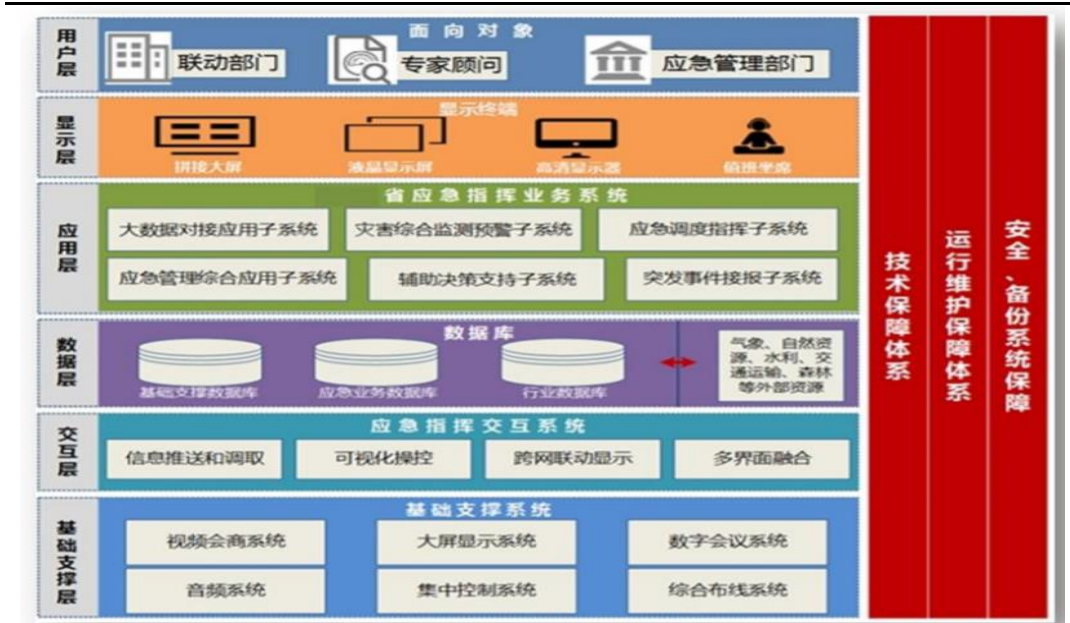
图 8：2019 年人员架构



数据来源：wind，东吴证券研究所

**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，在公司业务拓展的过程中，也涉及到应急管理、智慧电力、数字医疗、广电融媒体中心、餐饮娱乐、教育等行业。

图 9：淳中科技应急行业解决方案



数据来源：淳中科技年报，东吴证券研究所

**积极拓展海外市场：**通过参加国际性展会及前期市场开拓，目前已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。

#### 4. 盈利预测与投资评级

我们持续看好淳中科技未来业绩增长，预计 2020-2022 年营业收入分别为 5.02 亿元、6.48 亿元以及 8.22 亿元，归母净利润分别为 1.69 亿元、2.33 亿元以及 3.01 亿元，EPS

分别为 1.27 元、1.75 元以及 2.26 元，对应的 PE 分别为 35X/25X/19X，维持“买入”评级。

## 5. 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。

淳中科技三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表(百万元)         | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | <b>618</b>   | <b>686</b>   | <b>872</b>   | <b>1,047</b> | <b>营业收入</b>      | <b>371</b>   | <b>502</b>   | <b>648</b>   | <b>822</b>   |
| 现金                | 260          | 311          | 338          | 467          | 减:营业成本           | 118          | 155          | 194          | 234          |
| 应收账款              | 229          | 218          | 360          | 374          | 营业税金及附加          | 5            | 7            | 9            | 12           |
| 存货                | 67           | 83           | 105          | 121          | 营业费用             | 57           | 89           | 107          | 141          |
| 其他流动资产            | 61           | 74           | 69           | 85           | 管理费用             | 36           | 77           | 92           | 114          |
| <b>非流动资产</b>      | <b>323</b>   | <b>366</b>   | <b>415</b>   | <b>475</b>   | 财务费用             | -1           | -3           | -2           | -3           |
| 长期股权投资            | 8            | 11           | 15           | 19           | 资产减值损失           | 0            | 2            | 4            | 5            |
| 固定资产              | 88           | 158          | 223          | 288          | 加:投资净收益          | 11           | 11           | 11           | 11           |
| 在建工程              | 209          | 179          | 159          | 150          | 其他收益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产              | 5            | 5            | 5            | 6            | <b>营业利润</b>      | <b>124</b>   | <b>185</b>   | <b>255</b>   | <b>331</b>   |
| 其他非流动资产           | 14           | 13           | 13           | 13           | 加:营业外净收支         | 2            | 1            | 2            | 1            |
| <b>资产总计</b>       | <b>941</b>   | <b>1,052</b> | <b>1,287</b> | <b>1,522</b> | <b>利润总额</b>      | <b>126</b>   | <b>186</b>   | <b>256</b>   | <b>332</b>   |
| <b>流动负债</b>       | <b>106</b>   | <b>85</b>    | <b>140</b>   | <b>120</b>   | 减:所得税费用          | 12           | 17           | 24           | 31           |
| 短期借款              | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益           | -0           | -0           | -0           | -0           |
| 应付账款              | 67           | 47           | 96           | 77           | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>114</b>   | <b>169</b>   | <b>233</b>   | <b>301</b>   |
| 其他流动负债            | 39           | 38           | 44           | 43           | EBIT             | 118          | 178          | 247          | 320          |
| <b>非流动负债</b>      | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | EBITDA           | 126          | 187          | 261          | 339          |
| 长期借款              | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债           | 2            | 2            | 2            | 2            | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>108</b>   | <b>87</b>    | <b>142</b>   | <b>122</b>   | 每股收益(元)          | 0.87         | 1.27         | 1.75         | 2.26         |
| 少数股东权益            | 0            | 0            | 0            | -0           | 每股净资产(元)         | 6.36         | 7.24         | 8.59         | 10.50        |
|                   |              |              |              |              | 发行在外股份(百万股)      | 131          | 133          | 133          | 133          |
| 归属母公司股东权益         | 833          | 965          | 1,145        | 1,400        | ROIC(%)          | 12.9%        | 16.7%        | 19.5%        | 20.7%        |
| <b>负债和股东权益</b>    | <b>941</b>   | <b>1,052</b> | <b>1,287</b> | <b>1,522</b> | ROE(%)           | 13.7%        | 17.5%        | 20.3%        | 21.5%        |
|                   |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 68.3%        | 69.0%        | 70.0%        | 71.5%        |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 销售净利率(%)         | 30.8%        | 33.7%        | 35.9%        | 36.6%        |
| 经营活动现金流           | 13           | 127          | 129          | 241          | 资产负债率(%)         | 11.5%        | 8.3%         | 11.0%        | 8.0%         |
| 投资活动现金流           | 260          | -41          | -52          | -69          | 收入增长率(%)         | 34.7%        | 35.1%        | 29.1%        | 27.0%        |
| 筹资活动现金流           | -41          | -34          | -50          | -44          | 净利润增长率(%)        | 34.4%        | 48.0%        | 37.7%        | 29.4%        |
| 现金净增加额            | 232          | 51           | 27           | 129          | P/E              | 50.30        | 34.60        | 25.12        | 19.41        |
| 折旧和摊销             | 8            | 10           | 14           | 20           | P/B              | 6.90         | 6.06         | 5.11         | 4.18         |
| 资本开支              | 132          | 40           | 45           | 56           | EV/EBITDA        | 44.01        | 29.44        | 21.04        | 15.79        |
| 营运资本变动            | -106         | -38          | -104         | -66          |                  |              |              |              |              |

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>

