

淳中科技 (603516)

二季度业绩稳步回升，股权激励彰显未来成长信心

买入 (维持)

2020 年 08 月 20 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	514	694	937
同比 (%)	34.7%	38.4%	35.0%	35.0%
归母净利润 (百万元)	114	161	228	324
同比 (%)	34.4%	41.2%	41.1%	42.4%
每股收益 (元/股)	0.86	1.21	1.71	2.43
P/E (倍)	47.86	33.89	24.02	16.87

投资要点

■ **事件:** 淳中科技 2020 年 H1 实现营业总收入 1.61 亿元 (YOY-9.57%), 实现扣非后归母净利润 0.38 亿元 (YOY-28.44%), 主要系营业收入下降以及确认股权激励费用 1,537 万元所致。其中, 2020 年 Q2 度实现营业收入 1.11 亿元 (YOY +2.69%), 实现归母净利润 0.38 亿元 (YOY-5.64%)。

■ **二季度业绩回暖, 高毛利率稳定向好: 随国内疫情得到有效控制, 二季度公司经营情况恢复良好:** 2020H1 公司实现营业总收入 1.61 亿元 (YOY-9.57%), 经调整后的加回股权激励费用后的 2020 年 H1 扣非净利润同比上升 0.7%, 整体略有回升; 其中, Q2 营业收入同比增长 2.69%, 环比增长 122%, 归母净利润同比下降 5.64%, 环比增长 1800%, 公司盈利能力稳步回升。高毛利优势保持延续: H1 实现毛利率 66.13%, 实现销售净利率 24.97%。我们认为, 随着下半年疫情影响进一步消退, 同时“新基建”、超高清视频规划等政策落地, 国防、应急管理、医疗、大数据中心等行业需求旺盛, 公司业绩有望打开新一轮上升空间。

■ **募资加码芯片研发, 增强核心优势:** 公司 2020 年 H1 发行 3 亿元可转债目前已进入发行与上市阶段, 其中, 投入约 2 亿元用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目, 约 0.46 亿元用于营销网络建设项目。可转债项目的落地能够显著提升淳中科技技术优势以及市场拓展能力, 进一步加速芯片的国产替代进度、降低成本、强化产品核心竞争力; 其次, 加强营销网络建设, 帮助公司改善当前营销网络布局不完善的现状, 深度挖掘客户价值、助推业绩实现稳定增长。

■ **未来坚持三条发展路径, 成长空间更广:** 淳中科技主要面向 2G2B 客户, 目前逐步拓展到 2C 客户, 未来主要坚持三条发展路径: 1、现有客户资源的基础上, 不断丰富产品种类, 满足客户需求; 2、将现有产品通过销售以及推广覆盖更多的行业客户; 3、目前公司主要通过集成商模式来服务 2G 和 2B 业务, 最终的 2C 客户需求是淳中科技产品发展的指向标。我们认为, 2C 类客户应用需求空间更广, 将进一步拓宽淳中科技未来业绩成长空间。

■ **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 2020-2022 年的营业收入分别为 5.14 亿元、6.94 亿元和 9.37 亿元, 归母净利润分别为 1.61 亿元、2.28 亿元和 3.24 亿元, EPS 分别为 1.21 元、1.71 元和 2.43 元, 对应 PE 分别为 33.89/24.02/16.87X, 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)	41.01
一年最低/最高价	29.99/54.55
市净率(倍)	6.45
流通 A 股市值(百万元)	3620.22

基础数据

每股净资产(元)	6.36
资产负债率(%)	9.60
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): 3 亿可转债落地, 助力 5G 高清视频赋能者再腾飞》2020-07-17
- 2、《淳中科技 (603516): 淳中科技: 疫情扰动影响逐步减小, 未来高增长趋势不减》2020-04-21
- 3、《淳中科技 (603516): 淳中科技: 高清视频大行业小公司, 业绩持续高增长》2020-03-29

内容目录

1. 二季度业绩回暖，盈利能力稳步提升	3
2. 加强核心竞争力，未来业绩仍具备充足上升空间	6
3. 盈利预测与评级	7
4. 风险提示	7

图表目录

图 1: 淳中科技营业收入情况	3
图 2: 淳中科技归母净利润情况	3
图 3: 淳中科技单季度营业收入情况	3
图 4: 淳中科技单季度归母净利润情况	3
图 5: 淳中科技销售毛利率及销售净利率变化情况	4
图 6: 淳中科技研发支出及同比变化	5
图 7: 淳中科技经营活动现金流情况	5
图 8: 淳中科技费用明细	6
图 9: 中国超高清视频产值变化	6

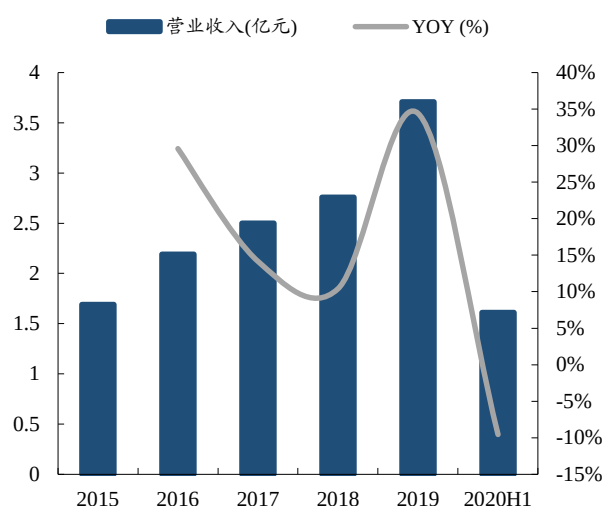
1. 二季度业绩回暖，盈利能力稳步提升

淳中科技 2020H1 实现营业总收入 1.61 亿元 (YOY-9.57%)，主要系受到新冠疫情对项目招投标、合同签署、项目实施等负面影响所致；公司归母净利润同比下降 28.44%，主要系营业收入下降和确认股权激励费用 1,537 万元；经调整加回股权激励费用，公司 2020 年 H1 净利率同比增长 0.7%。

股权激励调动骨干积极性，彰显未来成长信心：2020 年 2 月，公司完成 2019 年度股权激励限制性股票授予登记工作，本次激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术骨干人 69 人。

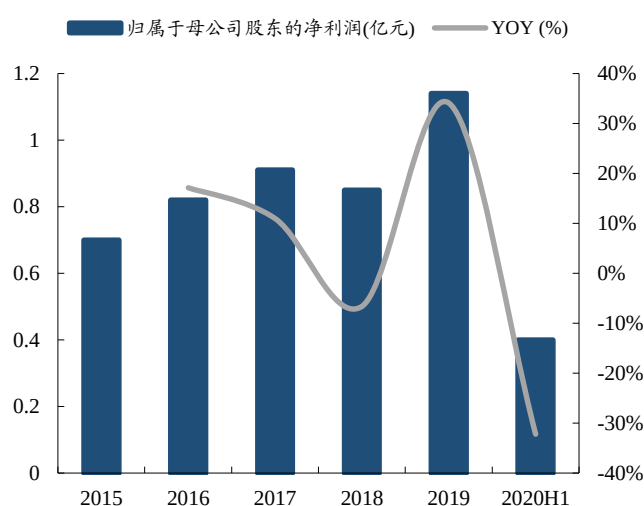
此次股权激励，一方面，充分调动公司骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。另一方面，彰显了公司未来业绩高增长的信心和决心。

图 1：淳中科技营业收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：淳中科技归母净利润情况



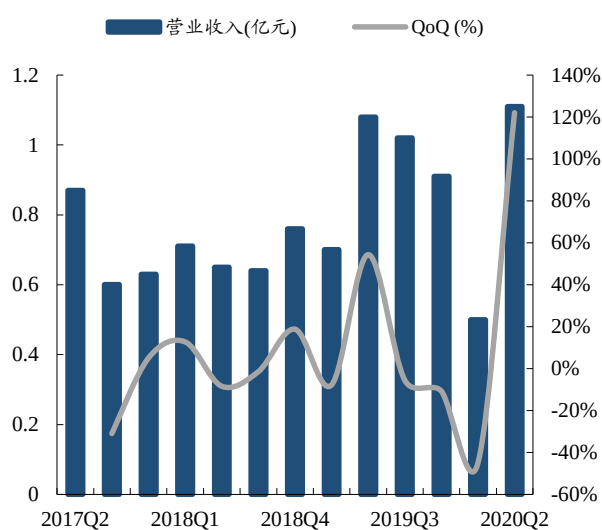
数据来源：wind，东吴证券研究所

随国内疫情得到有效控制，二季度公司经营情况恢复良好，Q2 营业收入环比增长 122%，归母净利润环比增长 1800%，疫情影响逐渐减弱。

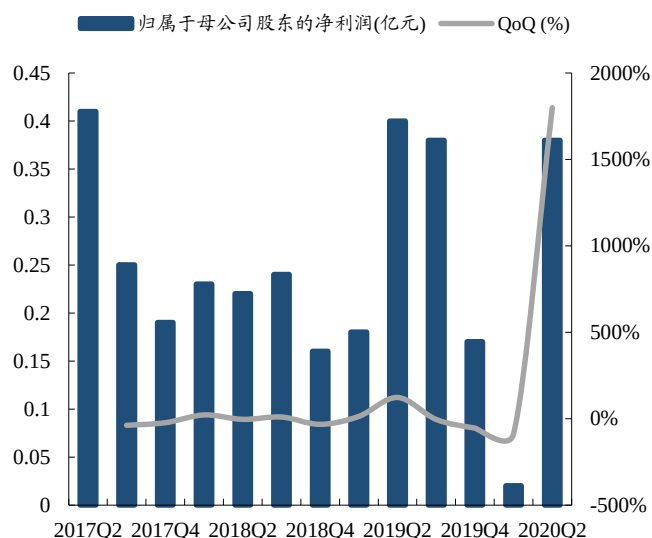
我们认为，随着下半年疫情影响进一步消退，同时“新基建”、超高清视频规划等政策落地，国防、应急管理、医疗、大数据中心等行业需求旺盛，公司业绩有望打开新一轮上升空间。

图 3：淳中科技单季度营业收入情况

图 4：淳中科技单季度归母净利润情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

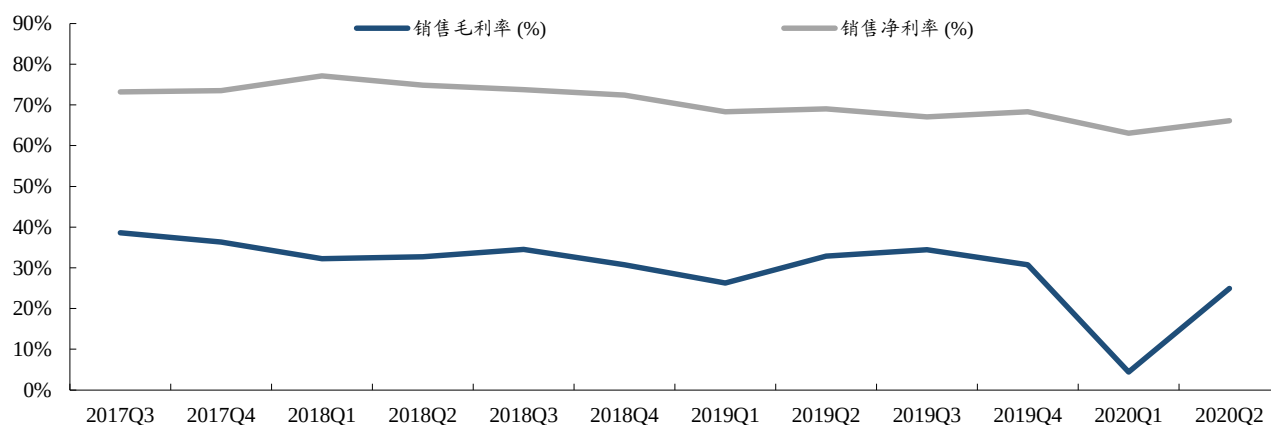


数据来源: wind, 东吴证券研究所

高毛利优势维持延续:公司 Q1 实现毛利率 63.04%(较 2019 年 Q1 下降 5.26pp), H1 实现毛利率 66.13%(较 2019 年 H1 下降 2.88pp), **降幅收窄**; Q1 实现销售净利率 4.45%(较 2019 年 Q1 下降 21.78pp), H1 实现销售净利率 24.97%(较 2019 年 H1 下降 7.9pp), **降幅显著收窄**。

我们认为,随着下半年疫情影响进一步消退,及公司进一步投入研发支出及销售人员的招聘力度,毛利率有望企稳回升。

图 5: 淳中科技销售毛利率及销售净利率变化情况

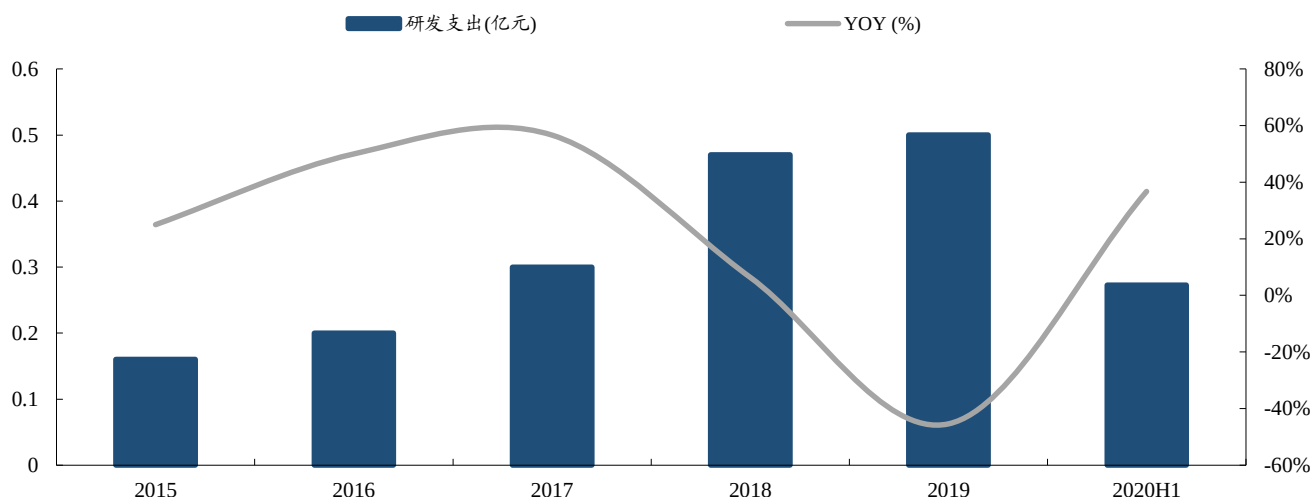


数据来源: wind, 东吴证券研究所

募资加码芯片研发,增强核心优势:淳中科技 2020 年 H1 公开发行 3 亿元可转换公司债券项目获得证监会核准、已进入发行上市阶段。资金将进一步激活专业音视频芯片的研发进度,帮助公司保持技术领先优势和提升市场竞争能力。

同时，公司持续加大研发投入，2020 年 H1 公司研发支出同比增长 36.7%，随着公司新产品的不断推出和导入，有利于公司不断丰富产品线、提升平均订单金额、带动公司整体营业收入增长。2020H1 公司新增专利申请 9 项。

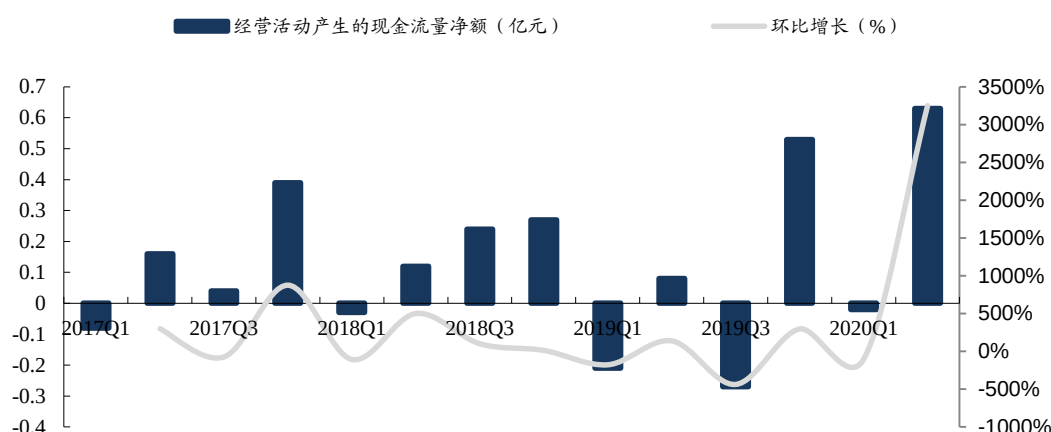
图 6：淳中科技研发支出及同比变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

2020 年 H1 公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期上涨 563.81%，环比增长 3250%，现金流状况大幅改善，主要系销售回款同比大幅增加。我们认为，充足现金流将帮助公司下半年进行业务拓展，进一步改善经营情况，

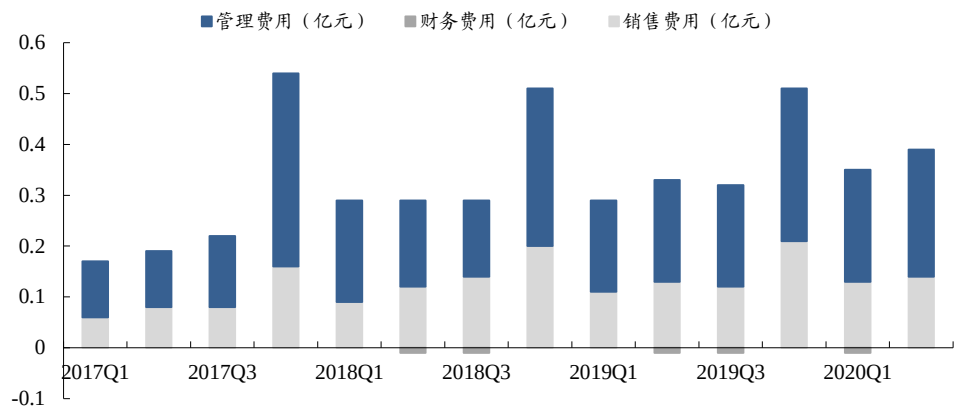
图 7：淳中科技经营活动现金流情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2020 年 H1 公司财务费用降幅较大 (YOY-215.89%)，主要系汇率变动原因。销售费用略有提升，同比增长 14.10%，主要系销售人员增加及确认股权激励费用所致。管理费用同比增长 7.97%，主要由于确认股权激励费用导致。

图 8: 淳中科技费用明细



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 加强核心竞争力，未来业绩仍具备充足上升空间

我们认为，淳中科技作为视频显示控制大脑，未来业绩仍具备充足上升空间，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。

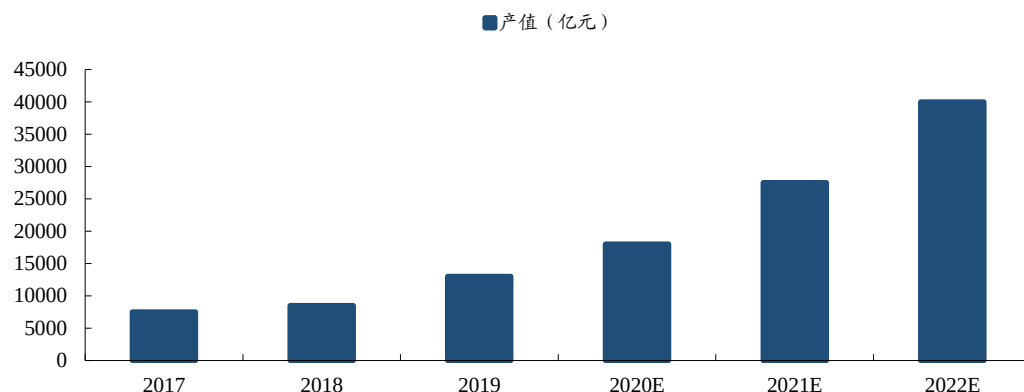
2、加强核心竞争优势，实现“双进口替代”。

在芯片方面，公司 2020 年 H1 拟募资 3 亿元，投入约 2 亿元用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目。可转债项目的落地能够显著提升淳中科技技术优势以及市场拓展能力：芯片作为显控设备实现功能的核心部件，核心技术主要集中在赛思灵等国外厂商手中，淳中科技本次加大芯片的研发进度，将进一步加速芯片的国产替代进度、降低成本、强化产品核心竞争力。

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 7500 亿元，预计 2022 年，我国超高清视频产业总体规模将达到 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 9: 中国超高清视频产值变化



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

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 2020-2022 年的营业收入分别为 5.14 亿元、6.94 亿元和 9.37 亿元，归母净利润分别为 1.61 亿元、2.28 亿元和 3.24 亿元，EPS 分别为 1.21 元、1.71 元和 2.43 元，对应 PE 分别为 33.89/24.02/16.87X，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。

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
流动资产	618	675	845	1,038	营业收入	371	514	694	937
现金	260	280	267	339	减:营业成本	118	164	215	290
应收账款	229	229	390	445	营业税金及附加	5	7	10	13
存货	67	91	116	164	营业费用	57	87	114	155
其他流动资产	61	75	72	89	管理费用	36	93	118	141
非流动资产	323	375	441	533	财务费用	-1	-2	-0	1
长期股权投资	8	16	24	32	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	88	161	235	320	加:投资净收益	11	7	8	9
在建工程	209	180	163	162	其他收益	0	0	0	0
无形资产	5	5	5	6	营业利润	124	172	245	346
其他非流动资产	14	13	13	13	加:营业外净收支	2	5	2	2
资产总计	941	1,050	1,286	1,571	利润总额	126	177	247	348
流动负债	106	91	152	159	减:所得税费用	12	15	19	24
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-0	0	-0	-0
应付账款	67	54	104	110	归属母公司净利润	114	161	228	324
其他流动负债	39	37	47	49	EBIT	118	169	239	339
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	126	178	253	360
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	2	2	2	2	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	108	93	154	161	每股收益(元)	0.86	1.21	1.71	2.43
少数股东权益	0	0	0	-0	每股净资产(元)	6.25	7.18	8.49	10.57
					发行在外股份(百万股)	131	133	133	133
归属母公司股东权益	833	957	1,132	1,410	ROIC(%)	12.9%	16.1%	19.4%	22.4%
负债和股东权益	941	1,050	1,286	1,571	ROE(%)	13.7%	16.9%	20.1%	23.0%
					毛利率(%)	68.3%	68.0%	69.0%	69.0%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	30.8%	31.4%	32.8%	34.6%
经营活动现金流	13	110	112	223	资产负债率(%)	11.5%	8.9%	12.0%	10.3%
投资活动现金流	260	-55	-73	-103	收入增长率(%)	34.7%	38.4%	35.0%	35.0%
筹资活动现金流	-41	-35	-52	-48	净利润增长率(%)	34.4%	41.2%	41.1%	42.4%
现金净增加额	232	20	-13	72	P/E	47.86	33.89	24.02	16.87
折旧和摊销	8	10	15	21	P/B	6.57	5.71	4.83	3.88
资本开支	132	44	58	84	EV/EBITDA	41.00	28.96	20.44	14.19
营运资本变动	-106	-52	-122	-114					

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>