

# 自研芯片发布在即，静待业绩拐点出现

## 淳中科技（603516.SH）深度报告

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024年03月29日

- 分析师：宝幼琛
- SAC编号：S1050521110002
- 分析师：任春阳
- SAC编号：S1050521110006

研 究 创 造 价 值

- 1、公司是国内领先的专业音视频显示控制设备及解决方案提供商，产品广泛应用于社会各行业的指挥控制中心、会议室及商业应用等多媒体视讯场景，最终应用于政府、国防军工、应急管理、能源、交通等行业。2020之前公司业绩稳步提升，2021年开始因为疫情及军队需求波动等影响，业绩有所下滑。
- 2、5G+超高清视频的政策助推显示控制设备行业加速发展，估计2025年国内市场规模超过100亿元，过去市场被海外Barco、Extron等企业主导，近几年诺瓦星云、卡莱特、淳中科技等国内公司发展迅速，国产替代稳步推进。展望未来，军队武警等下游行业景气度有所回升。
- 3、自研芯片发布在即。根据官网信息公司计划在4.17-18日召开淳中科技2024年新品发布会，预计将会发布寒烁、雷神、宙斯三款自研芯片，有望凭借自研芯片稀缺性夯实行业龙头地位。同时自研芯片：1) 降低采购成本；2) 满足下游党政军自主可控的需求；3) 对外销售增加收入。
- 4、公司业绩拐点有望出现：1) 下游军队+武警营收占比高达50%，受益于这些下游行业复苏；2) 自研芯片助推业绩回升。2023第1/2/3季度的毛利率分别为40.87%/44.72%/51.36%，呈现逐季度递增的趋势，业绩拐点有望出现。
- 5、我们看好公司下游需求复苏同时叠加自研芯片成功后的业绩回升，预测公司2023-2025年净利润分别为0.48/0.93/1.15亿元，对应PE分别为104/54/43倍，维持“买入”评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	381	515	796	1,019
增长率（%）	-18.6%	35.1%	54.7%	28.0%
归母净利润（百万元）	29	48	93	115
增长率（%）	-64.7%	63.4%	94.9%	23.4%
摊薄每股收益（元）	0.16	0.26	0.50	0.62
ROE（%）	2.9%	4.5%	8.3%	9.5%

资料来源：wind、华鑫证券研究

- 1) 宏观经济波动风险;
- 2) 自研芯片进展及销售不及预期的风险;
- 3) 行业竞争加剧风险;
- 4) 下游需求不及预期风险;
- 5) 原材料价格波动风险等。

# 目录

## CONTENTS

- 1.国内领先的音视频控制设备及解决方案服务商
2. 下游应用领域广泛，下游需求有望复苏
3. 公司优势明显，自研芯片提升竞争力

# 1、国内领先的音视频控制设备及解决方案服务商

研究创造价值

# 1.1 国内领先的音视频控制设备及解决方案服务商

- ▶ 淳中科技成立于2011年，2016年在新三板挂牌，2018年在上交所主板上市，自成立以来，公司始终专注于专业音视频显控设备的设计、研发、生产和销售。目前已经成为国内领先的专业音视频控制设备及解决方案提供商。
- ▶ 2020年公司发行可转债，募集资金3亿元其中2亿元用于研发专业视音频处理 ASIC 芯片，自研芯片一方面能更好地满足党政军对于国产化自主可控的要求，另一方面大幅降低公司的芯片采购成本，提升公司毛利率水平，公司自研的 ASIC 芯片已于2023年底顺利收到流片的样片。

图1: 淳中科技发展历程



资料来源：公司官网、Wind、华鑫证券研究

# 1.1 国内领先的音视频控制设备及解决方案服务商

➤ 公司主营业务所涵盖的产品主要分为专业视听（包括信号处理、音频会议、平台管理、中央控制、传输接口）、虚拟现实、人工智能以及自研的专业芯片（寒烁、雷神、宙斯）4大类的多款产品。并且随着技术的演进以及应用场景的变化，不断推出新的产品。

图2: 公司主营4大类产品

<p>信号处理类产品</p>	<p>平台管理类产品</p>	<p>Pandora沉浸式交互系统</p>	<p>AR投影控制系统</p>	<p>虚拟显示类产品</p>		
						
<p>中央控制类产品</p>	<p>音频会议类产品</p>	<p>Plato AI智能识别系统</p>	<p>HES音视频记录仪</p>	<p>人工智能类产品</p>		
						
<p>传输接口类产品</p>	<p>专业视听类产品</p>		<p>寒烁LDV4045</p>	<p>雷神UCL32A</p>	<p>宙斯0108</p>	<p>专业芯片类产品</p>
						

资料来源：公司官网、华鑫证券研究



# 1.1 国内领先的音视频控制设备及解决方案服务商

- ▶ 公司产品广泛应用于社会各行业的指挥控制中心、会议室及商业应用等多媒体视讯场景：
  - ①指挥控制中心：指挥控制中心开始向跨区域、跨部门和跨系统的应急联动方向发展，主要运用于军队信息化指挥中心、应急管理指挥中心、城市大数据中心等；
  - ②会议室：主要运用于政府大型会议室、企业会议室、视频会议室等；
  - ③商业应用：除可用于博物馆、展览馆、规划馆等传统应用场景外，还可用于新型数字消费业态，如沉浸式餐厅、游戏互动、全景 KTV 等智能化沉浸式服务体验。

图3：公司显示控制设备应用领域



资料来源：公司年报、华鑫证券研究

## 1.2 业绩受疫情影响有所波动，静待业绩拐点出现

- 受益于下游行业信息化的发展，公司营收从2018年的2.76亿元增长到2020年的4.83亿元，CAGR为32.33%，对应的归母净利润也从8495万元增长到1.28亿元，CAGR为22.86%。2021年之后受疫情及军队反腐等影响，原材料价格及用工成本持续走高同时进口芯片采购成本上升，导致毛利率下滑，公司业绩有所下滑。
- 随着经济恢复，业绩开始改善，2023年前三季度营收3.37亿元，同比增长24.56%，归母净利润1159万元，同比下降46.28%，营收增加净利润下滑主要是因为毛利率下降的缘故，前三季度公司毛利率为46.25%，同比下降3.89pct。其中第三季度实现营收1.19亿元，同比增长18.92%，实现归母净利润498.18万元，同比增长74.45%，业绩恢复明显。2023公司第1/2/3季度的毛利率分别为40.87%/44.72%/51.36%，呈现逐季度递增的趋势，随着军队反腐进入尾声，以及公司自研芯片流片回来，业绩拐点有望出现。

图4：公司营收及其增速（百万元）

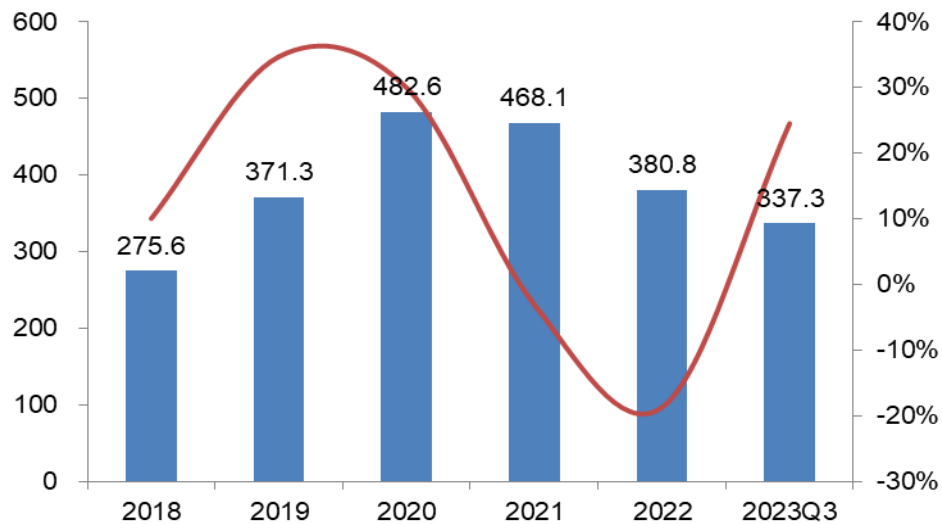
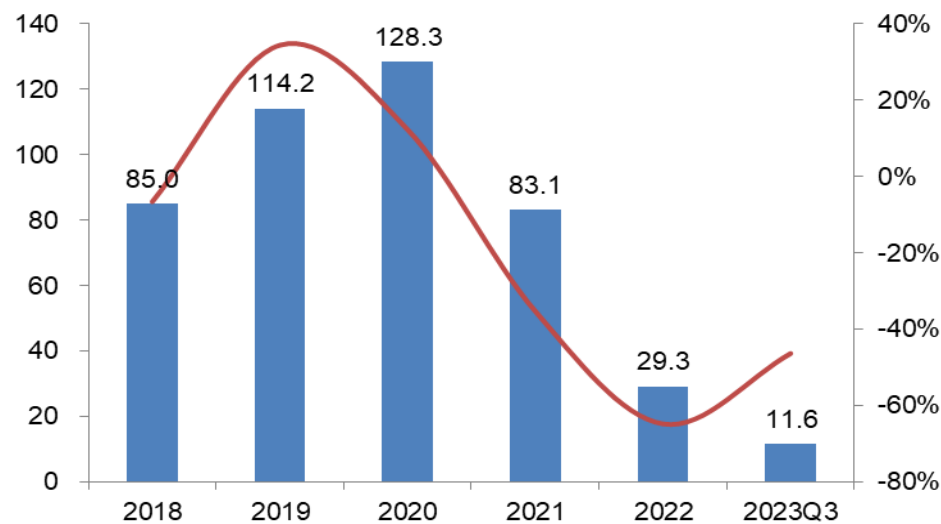


图5：公司归母净利润及其增速



## 1.2 显控产品贡献觉得大部分营收，公司毛利率有所下降

- 从营收构成来看，显示控制产品贡献了绝大部分的营收，占比90%以上。其他业务为公司暂时闲置的房屋对外出租形成的租赁收入和产品租赁收入。
- 毛利率方面：显示控制行业毛利率近几年呈现下降趋势，一方面是因为军工行业（毛利率高）营收占比下降，另一方面是采购成本上升的缘故。
- 2022年公司毛利构成中，显示控制产品贡献了96%的毛利。

图6：公司营收构成

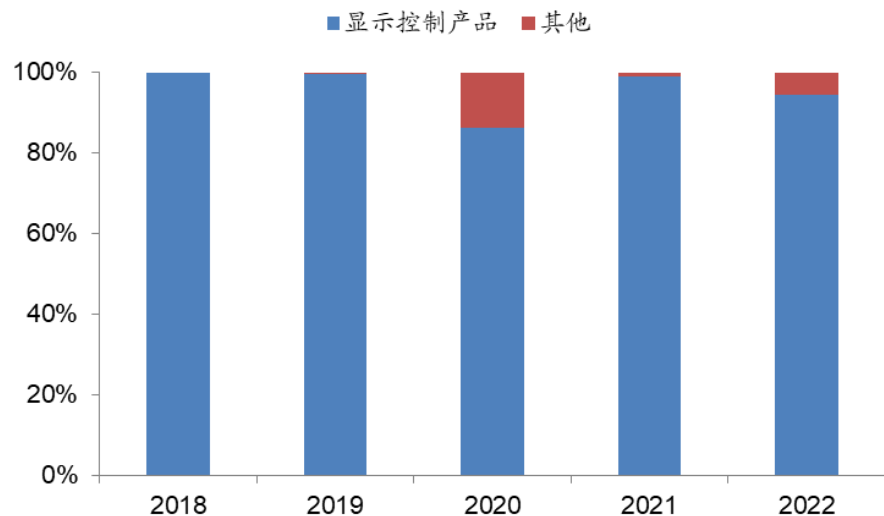


图7：公司分业务毛利率情况

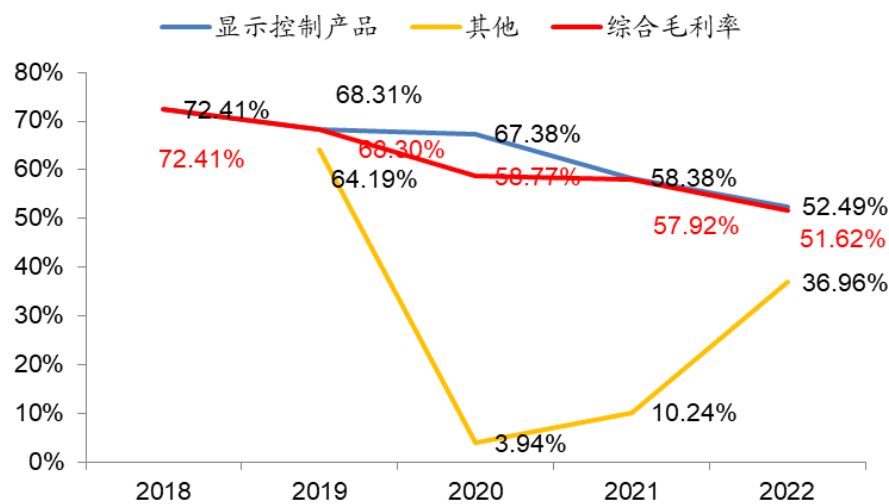
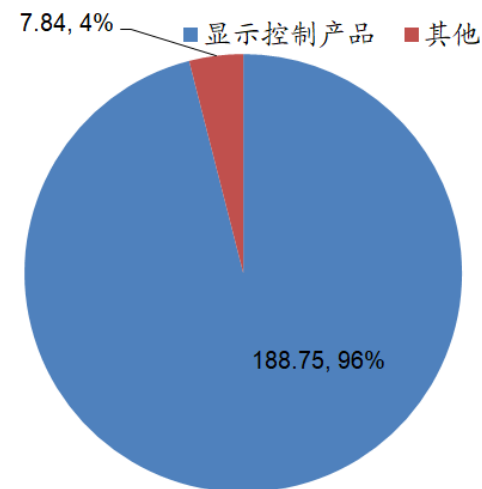


图8：公司2022年毛利构成



资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 1.3 期间费用率上升，资产负债率较低

- ▶ 期间费用方面：销售费用率较低，近几年维持在1.5%上下；管理/财务费用率均呈现先下降后上升的趋势，2018-2022年公司研发费用分别为4717/5012/6160/6611/7216万元，研发费用逐年增长，研发费用率维持在10%左右。公司总的期间费用率呈现先下降后上升的趋势，2022年期间费用率为47.27%。
- ▶ 虽然近几年公司的资产负债率虽然有所上升，但均维持在27%以下的低位水平。

图9：公司期间费用率情况

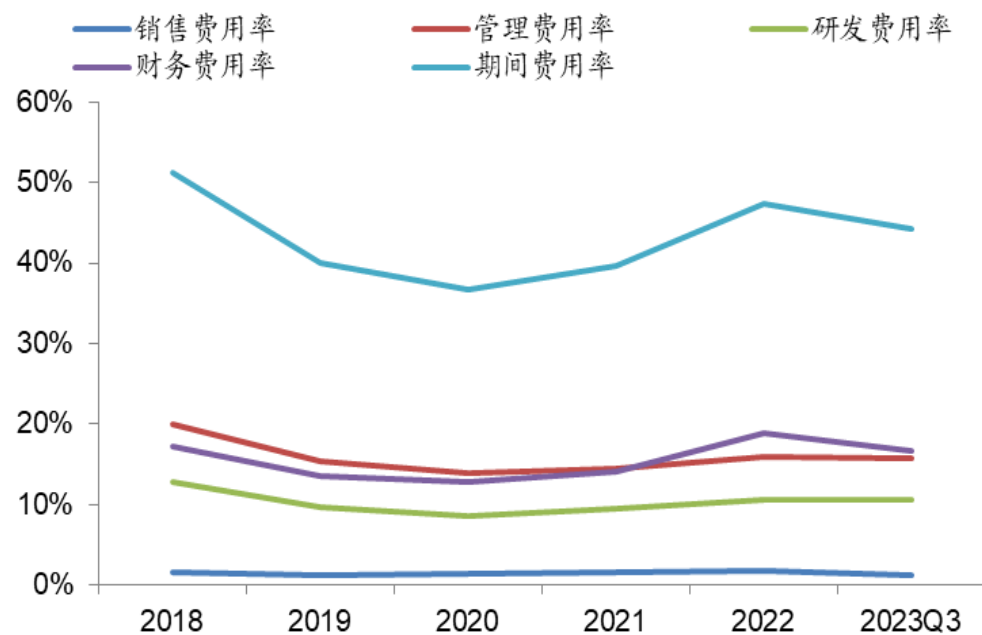
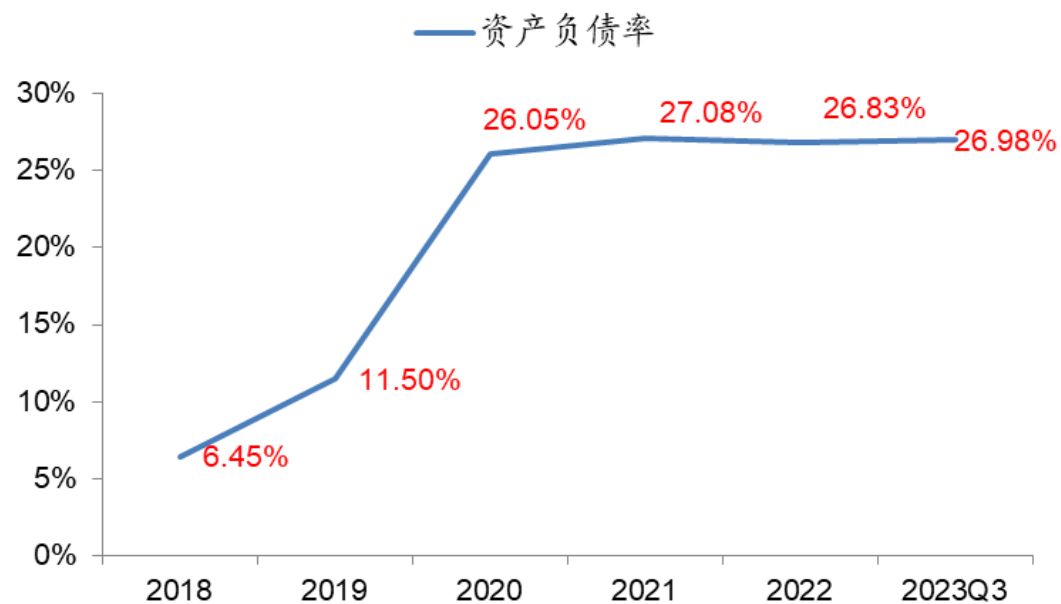


图10：公司资产负债率低

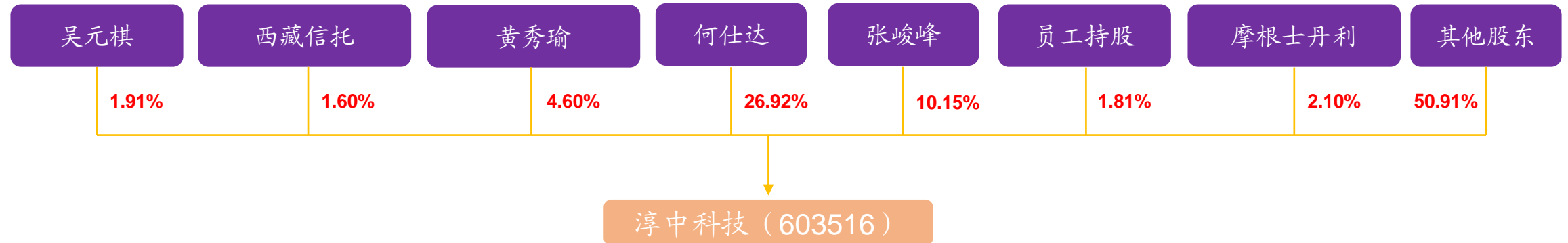


资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 1.4 股权集中度相对较高，股权激励绑定员工利益

- ▶ 截至2024年1月31日，公司第一大股东为何仕达，持股比例为26.92%，为公司的实际控制人。第二三大股东为张俊峰、黄秀瑜，两者分别持有10.15%、4.60%股权，何仕达、张峻峰、黄秀瑜、余绵梓、付国义为公司的发起人。公司的前十大股东持有公司53.17%股权，股权集中度相对较高。
- ▶ 公司核心管理层董事长兼总经理何仕达、副总经理张俊峰、副总兼董秘付国义均来自创始团队，具备专业技术背景和丰富管理经验。

图11：淳中科技股权结构（截至2024.1.31）



资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 1.4 股权集中度相对较高，股权激励绑定员工利益

- 2023年5月，公司推出了员工持股计划和股票期权计划方案，其中1) 员工持股计划参与对象为董监高技术骨干等不超过199人，股票来源为回购的股票，不超过334.30万股，价格为11.97元/股；2) 股票期权授予对象为技术骨干221人，股票来源为定向发行，股票期权数量为324.40万份，行权价格为18.03元/股。
- 两个方案的业绩考核一样，其中2023年业绩考核为以 2022 年营收或者净利润为基数，2023年营收或净利润增长率不低于50%/或150%，两个条件满足一个即可。2024年业绩考核为 2022 年营收或者净利润为基数，2024 年营收或净利润增长率不低于100%/或200%，两个条件满足一个即可。员工持股和股票期权绑定公司核心员工利益，利于公司长期发展，同时业绩考核高增长彰显出对公司未来发展充满信心。
- 2024.1.31日，基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的认可，公司公告拟回购2000-4000万元用于股权激励或者员工持股计划，截至2024.2.29日，公司已回购719.60万元。

图12: 公司员工持股和股票期权业绩考核目标

解锁期	考核年度	业绩考核目标
第一个考核期	2023	满足以下两个条件之一： 1、以 2022 年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于150%； 2、以 2022 年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于50%。
第二个考核期	2024	满足以下两个条件之一： 1、以2022年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于200%； 2、以2022年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于100%。

资料来源：公司公告、华鑫证券研究

# 02

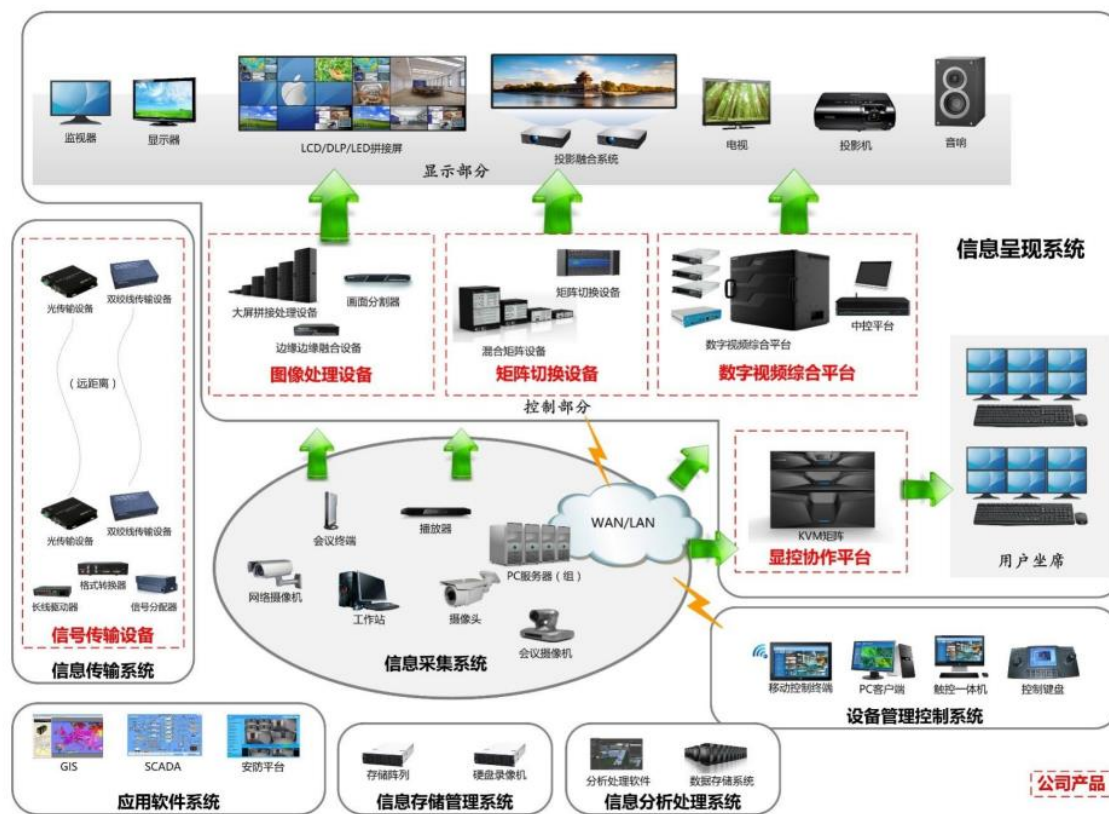
显控设备行业市场空间广阔，下游需求有望复苏

研究创造价值

## 2.1 显示控制设备市场空间广阔

- **显示控制设备多媒体系统的一个细分方向。**随着技术的不断提高以及信息化的持续推进，多媒体信息系统已经信息传递的主要手段之一。多媒体信息系统主要包括：信息采集系统、信息呈现系统、信息分析处理系统、信息存储管理系统、信息传输系统、设备管理控制系统及应用软件系统等。公司显控设备产品主要应用于多媒体场景，起到显示控制及信号的收集转换作用，属于信息分析处理系统的一部分。

图13: 多媒体系统的组成

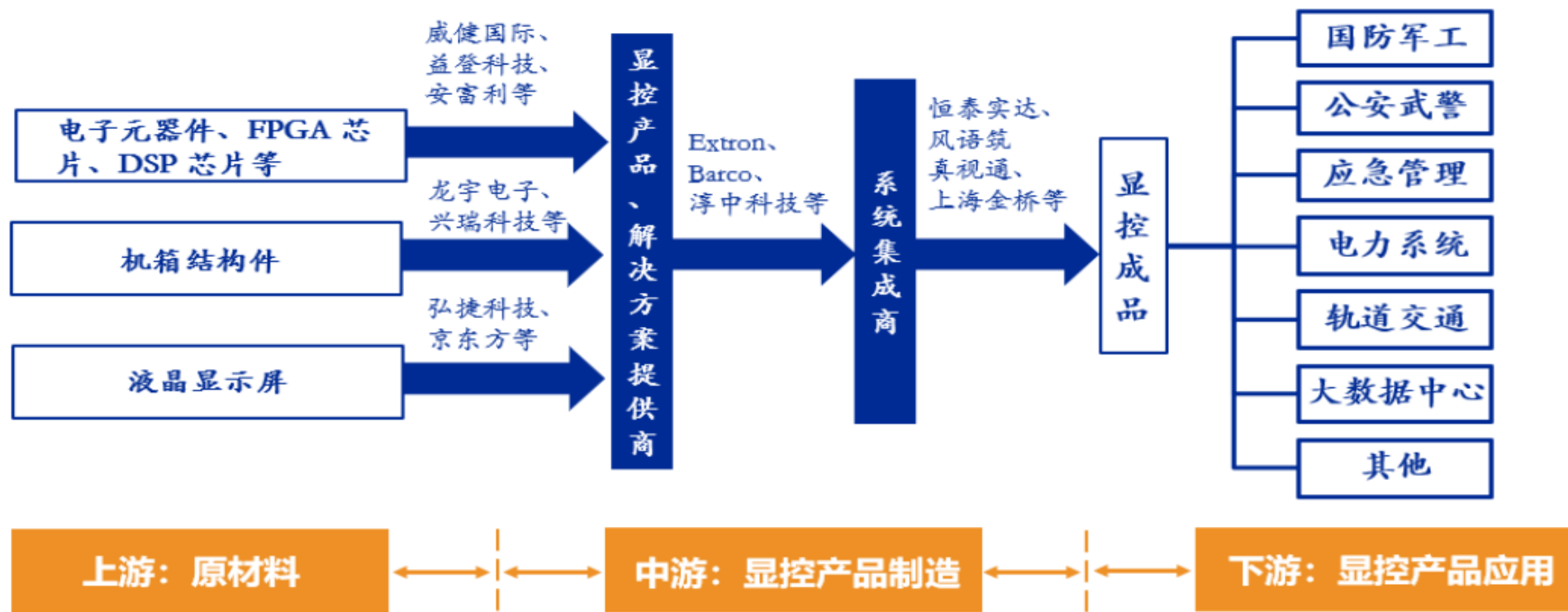




## 2.1 显示控制设备市场空间广阔

- **显控设备下游应用领域广泛。**显控设备主要包括图像处理设备、矩阵切换设备、信号传输设备、数字视频综合平台、显控协作平台等。显控系统产业链包括上游电子元器件、芯片等产品供应商，中游显控产品、解决方案提供商和系统集成商，以及下游显控成品行业用户，其中行业客户主要为信息化程度较高的政府部门及大中型企事业单位，如国防军工、公安武警、应急管理、电力系统、轨道交通、大数据中心等。

图14：显示控制行业产业链



资料来源：2023债券跟踪评级报告、华鑫证券研究

## 2.1 显示控制设备市场空间广阔

显示控制设备下游以LED、LCD、OLED及激光投影等显示屏生产商为主。疫情后下游行业需求回暖，叠加小间距LED/XR/5G+超高清视频等技术的发展，带动LED行业发展，进而驱动显控设备行业发展。我们以LED行业为例，来测算显控设备的市场空间。

- **2025年LED显示屏市场规模825亿元。**根据高工产研的数据，国内LED显示屏的市场规模由2015年的334亿元增长到2019年的659亿元，CAGR高达18.52%，2020年由于疫情下降至532亿元，2021年恢复至576亿元，预计2025年将增长至825亿元。
- **2025年显示控制设备市场超100亿元。**根据诺瓦星云招股书的数据，LED显示控制及视频处理产品在LED整机的成本构成占比平均不足10%，我们假设以10%来计算，2025年仅LED行业显示控制设备的市场空间就高达82.5亿元，如果再考虑LCD/OLED等细分行业，则显示控制设备市场空间超100亿元。

图15：国内LED显示屏市场规模（亿元）

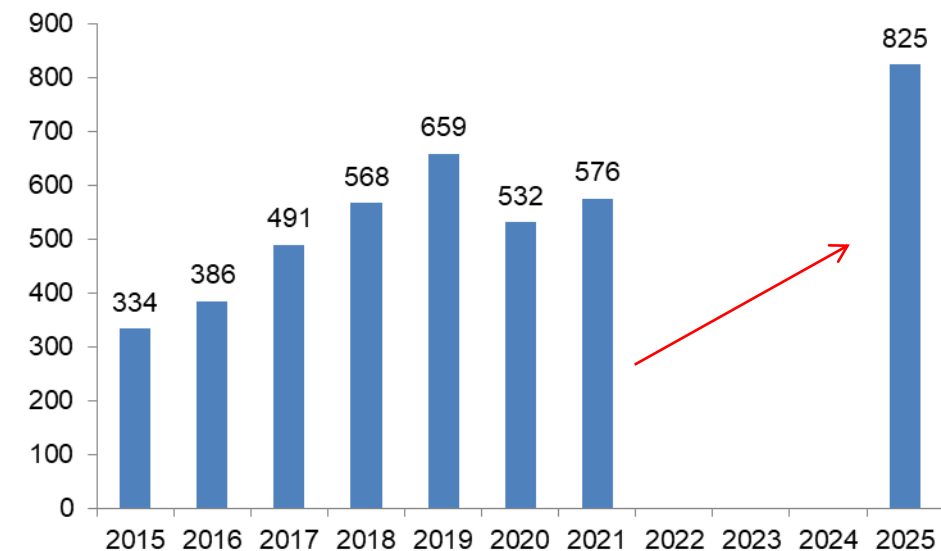
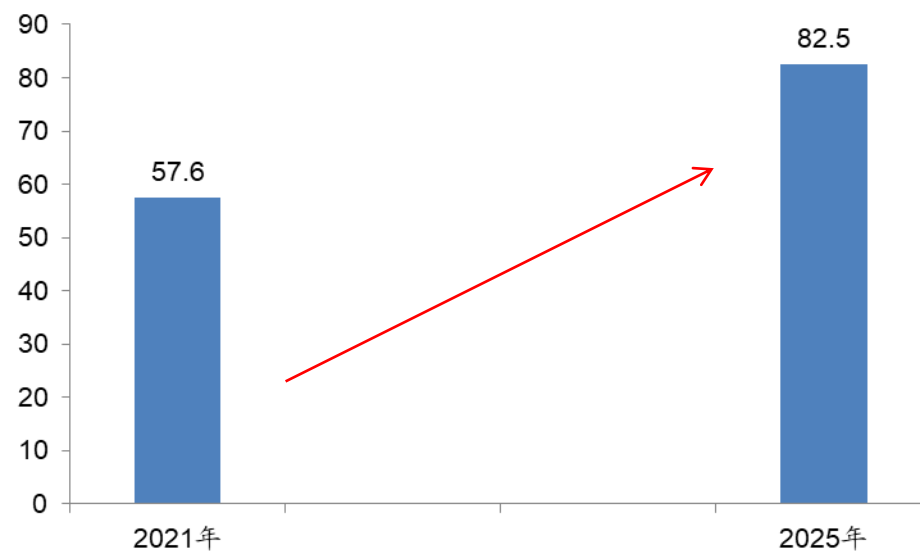


图16：LED行业显示控制设备市场规模（亿元）



资料来源：高工产研，华鑫证券研究

## 2.2 5G+超高清视频助推显控行业加速发展

- **超高清视频是发展趋势。**当前“信息视频化、视频超高清化”已成为全球信息产业发展的趋势。超高清视频是具有 4K或 8K分辨率，符合高比特、高动态、高帧率、广色域等技术要求的新一代视频技术。视频已经从传统的标清、高清发展为 4K、8K、AR/VR 方向发展。而5G相比4G所拥有的高带宽、低时延特点可以保证超高清视频的清晰度，最大限度地还原图像的真实色彩，将为超高清视频技术的快速发展提供动力。
- **国家持续出台政策支持超高清视频产业发展。**近几年国家出台了系列政策来支持超高清视频产业的发展。包括《关于开展“百城千屏”超高清视频落地推广活动的通知》、《广播电视技术迭代实施方案（2020-2022 年）》、《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》以及各省市出来的支持政策等。2023世界超高清视频产业发展大会上，工信部总工程师表示谋划出台新一轮视频产业高质量发展的接续政策，同时要深化关键领域的融合应用，加快超高清视频赋能千行百业。

图17：国家出台的超高清视频的部分政策

时间	颁布机构	文件名称	主要内容
2023.7	发改委、工信部等七部门	《关于促进电子产品消费的若干措施》	依托虚拟现实、超高清视频等新一代信息技术，提升电子产品创新能力，培育电子产品消费新增长点
2021.10	工信部等留部门	关于开展“百城千屏”超高清视频落地推广活动的通知	以“点亮百城千屏 炫彩超清视界”为主题，支持有条件的城市设立超高清公共大屏，通过展播社会主义核心价值观、党的建设、北京冬奥会、文化旅游等优质超高清4K/8K内容，提升超高清视频产业的渗透性。
2020.12	国家广播电视总局	广播电视技术迭代实施方案（2020-2022）	促进 4K/8K 超高清视频产业迭代创新和融合发展，同时指出在 5G 趋势下，大力推出 5G 高新视频新产品、新应用、新业态。
2020.5	工信部 国家广播电视总局	《超高清视频标准体系建设指南（2020版）》	到 2022 年，进一步完善超高清视频标准体系，制定标准 50 项以上，重点推进广播电视、文 教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等重点领域行业应用的标准化工作。
2019.3	工信部、广电总局、中央广电总台	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022年，我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元

资料来源：政府官网、华鑫证券研究

## 2.2 5G+超高清视频助推显控行业加速发展

- 我国超高清视频发展迅速。根据中国电子信息产业发展研究院发布的数据：我国超高清视频产业规模由2017年的0.72万亿元增长到2022年的3万亿元，CAGR为33.03%，预计2023年将达到4万亿元。
- 5G+超高清视频助推显控行业加速发展。超高清产业的产业链主要分为元器件、设备层、服务层以及应用层，其中设备层是超高清视频的采集、编码、制作、传输、存储等设备，显示控制设备即属于超高清产业链中设备层的一环。5G+超高清视频将有效推动广播电视、文教娱乐、安防监控、智能交通、视频会议以及AR/VR领域的发展，在很大程度上拓宽了显示控制设备下游应用市场，助推显控设备行业加速发展。

图18：2023年我国超高清视频产业规模将达到4万亿元

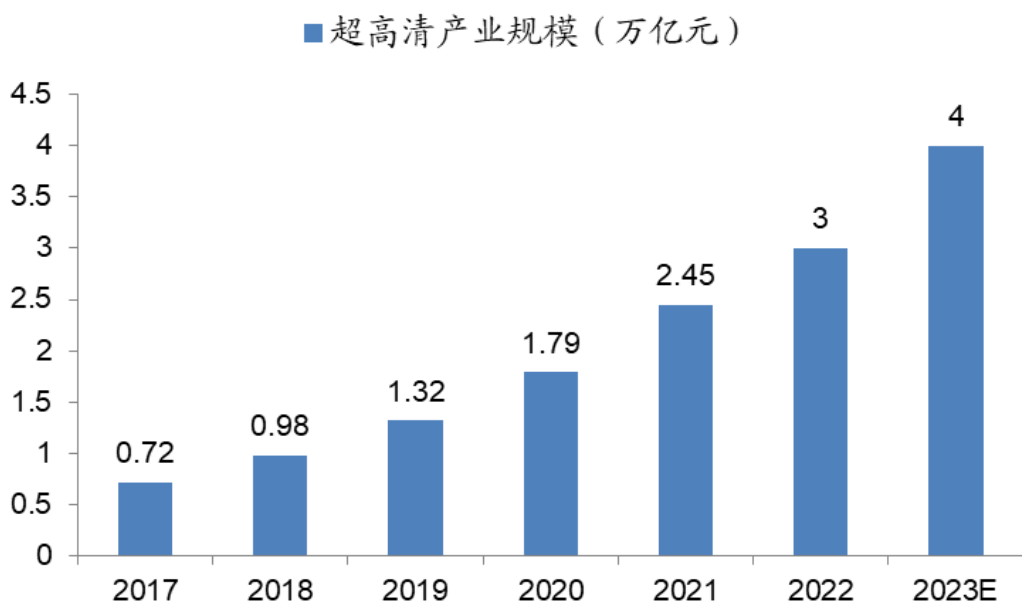


图19：超高清视频产业链



资料来源：《超高清视频产业发展白皮书》、中商情报网、华鑫证券研究

## 2.3 下游行业景气度提升，军队需求有望复苏

国防军工信息化高速发展、公安武警信息化快速普及等下游行业景气度回升，为显示控制设备提供了良好发展环境。

- **国防信息化建设加速推进。** 面对如今复杂的国际环境，国防信息化已成为国防军工产业的发展重点。国家也出台了多种政策支持国防信息化的发展。2021年3月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中指出：加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。
- **国防支出预算稳定增长带来军工信息化空间广阔。** 国防支出预算从2018年的1.13万亿元增到2023年的1.56万亿元，近些年仍保持稳步增长，为国防信息化建设提供了资金保障。根据智研咨询的数据显示，2020年我国军工信息化市场规模达到了1029亿元，预计2027年将达到1637亿元，CAGR为6.86%。

图20：财政部国防支出预算（亿元）

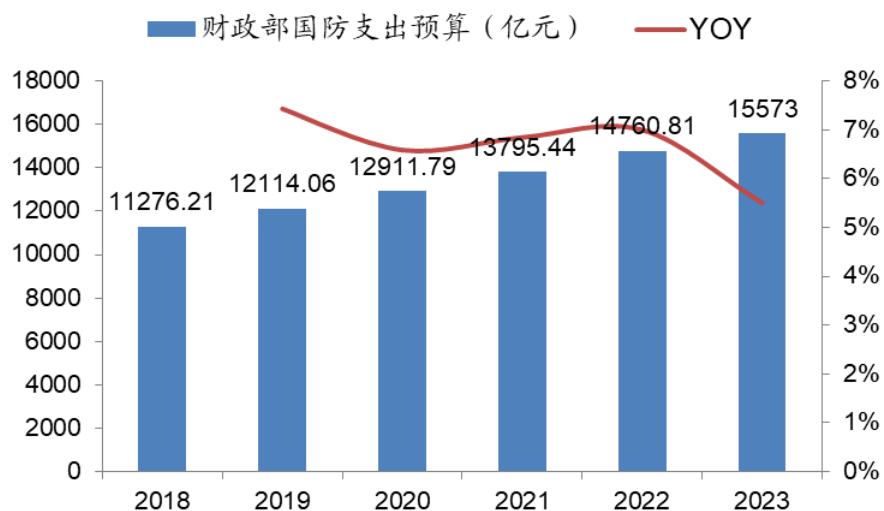
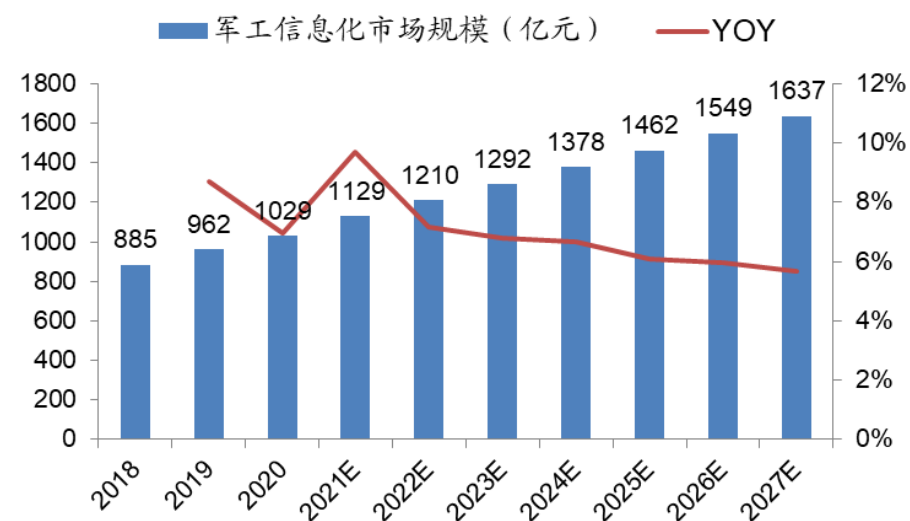


图21：军工信息化市场规模（亿元）



资料来源：财政部、智研咨询、华鑫证券研究

## 2.3 下游行业景气度提升，军队需求有望复苏

- **军队指挥系统是军事信息化的首要表现形式**，能够提高军事指挥的准确性和及时性。指挥系统需要将多媒体通讯平台、桌面会议系统、作战仿真系统、摄录系统和桌面协作系统进行计算机或视频处理系统传输至各个显示大屏幕及显示终端上。整套系统通常采用模块化的设计，具备良好的稳定性、可靠性、安全性，并具备良好的显示信号数量的扩展能力。
- **新任国防部长就位，军队需求有望复苏**。2023年由于军队反腐，军工信息化项目招投标有所推迟或放缓，随着新任国防部长就位（2023年12月29日），预计前期积压的一些军工信息化项目会逐步释放，军队需求有望复苏。
- **淳中科技具备项目经验**。公司推出的波塞冬系统从功能上整合了混合矩阵、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、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，满足了军队对图像信息一体化的要求。公司先后参与完成了某军事科学院、某空军机场调度指挥中心等大量国防项目的建设。

图22：军队指挥中心显控系统解决方案



图23：公司某市公安局合成作战指挥中心项目



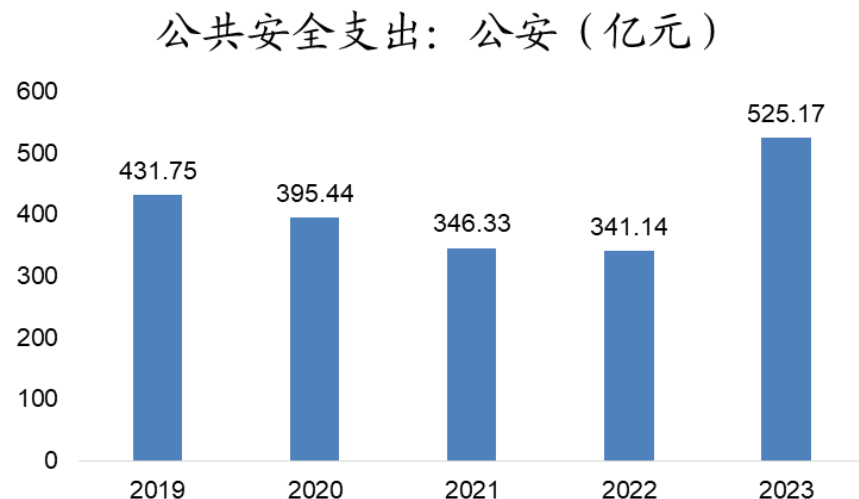
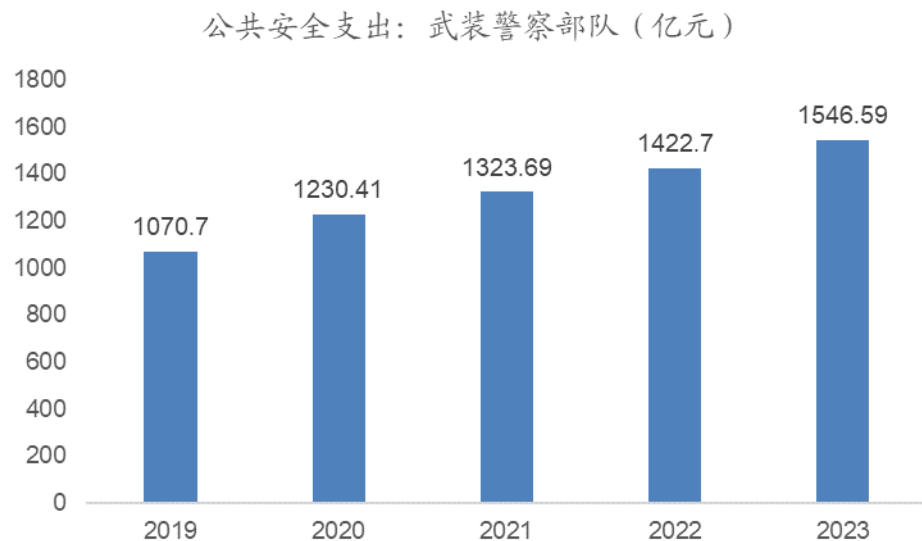
资料来源：淳中科技招股说明书、华鑫证券研究

## 2.4 武警和公安信息化快速普及

- **武警和公安部门积极推进信息化。**上海外滩踩踏、俄罗斯音乐厅枪击等带动社会公共安全关注度提高，倒逼公安部门信息化提升。新社会治安防控体系对传统公安业务提出了更高的要求。在突发性重大事件发生时，需要公安系统内的治安、刑侦、交巡警、网络、警卫、消防等部门以及其他单位如工商、电信、质检等的配合，需要实现各个部门之间信息互通，并能及时做出决策并采取有效行动。武警和公安部门作为维护国家安全和保障社会治安的核心力量，信息化建设显得尤为重要
- **武警部队支出预算稳定增长，公安支出预算回暖明显。**财政部数据显示，中央一般公共预算本级武警部队支出预算从 2019 年的 1070.70 亿元增长至 2023 年的 1546.59 亿元，呈现逐年增长的趋势，公安支出预算在连续4年下滑之后，2023年迅速回暖至525.17亿元。武警和公安充足预算为信息化建设提供了保障。
- 随着音视频编码、数据传输等技术的不断升级，以及经济水平的提升，显控系统的应用需求也从实现展示、监控等基础功能扩展到与管理、调度等需求相融合，实现监控、联动、指挥等多功能应用，应用场景也拓展至交通、能源、医疗、广电、气象等行业，在新基建、超高清视频规划、百城千屏的带动下，显控设备的需求也将进一步提升。

图24: 公共安全支出预算: 武警部队 (亿元)

图25: 公共安全支出预算: 公安 (亿元)



资料来源: 财政部 华鑫证券研究

## 2.5 市场竞争格局：国内企业快速发展

- 随着LED显示屏技术不断提升、制造成本不断下降，LED显示屏的应用场景持续丰富，与之对应的视频图像显示控制行业得以保持规模增长和良性竞争的格局。基于不同应用场景对显示效果的精细程度要求不同和对价格敏感程度不同，形成了高、中、低端多层次协同发展的态势，因此行业内企业主要根据自身技术水平聚焦于不同层次的目标市场与客户群体。
- 目前Barco、Extron等欧美厂商具备多年的信号数据处理经验，产品技术含量较高，种类较多，曾在该领域占据主要市场份额。国内厂商相对于国外厂商起步较晚，1990年代末才陆续出现以实现基本功能为主的国产化产品。近年来，国内厂商基于产业链优势和人才优势，技术实力和销售规模呈现快速增长态势，国内企业主要有诺瓦星云、卡莱特、淳中科技等。

图26：显示控制行业主要企业基本情况

公司名称	国家	基本简介	2022年 营收	2022年 净利润
Barco	比利时	是一家专业设计并开发可视化解决方案的公司，产品多应用于医疗影像、媒体与娱乐、基建与公用事业、交通与运输、国防与安全、教育与培训以及智能显示等专业领域。	10.58亿欧元	1.265亿欧元 (EBITDA)
Extron	美国	是一家专业视听设备制造商，主要生产计算机视频接口、切换器、可配置的控制系統、分配放大器、计算机视频扫描转换器、图像解析度转换器、信号处理设备和高分辨率电缆等专业产品，上述产品可将计算机、视频和音频信号集成到显示设备上。		
诺瓦星云	中国	公司是一家聚焦于视频和显示控制核心算法研究及应用，为用户提供专业化软硬件综合解决方案的供应商。主要产品包括LED显示控制系统、视频处理系统和基于云的信息发布与管理系統三大类	21.74亿元	3.08亿元
卡莱特	中国	公司是一家提供视频图像领域综合化解决方案的高科技公司，产品主要分为LED显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器三大类。	6.79亿元	1.31亿元
淳中科技	中国	公司是一家音视频控制设备及解决方案提供商，产品主要包括拼接处理类产品、坐席协作类产品、矩阵切换类产品、边缘融合类产品、中央控制类产品、音频会议类产品、信号传输类产品、接口配件类产品以及管理平台类产品等	3.81亿元	0.29亿元

资料来源：诺瓦星云招股说明书、wind、华鑫证券研究



# 03

公司竞争优势明显，自研芯片提升竞争力

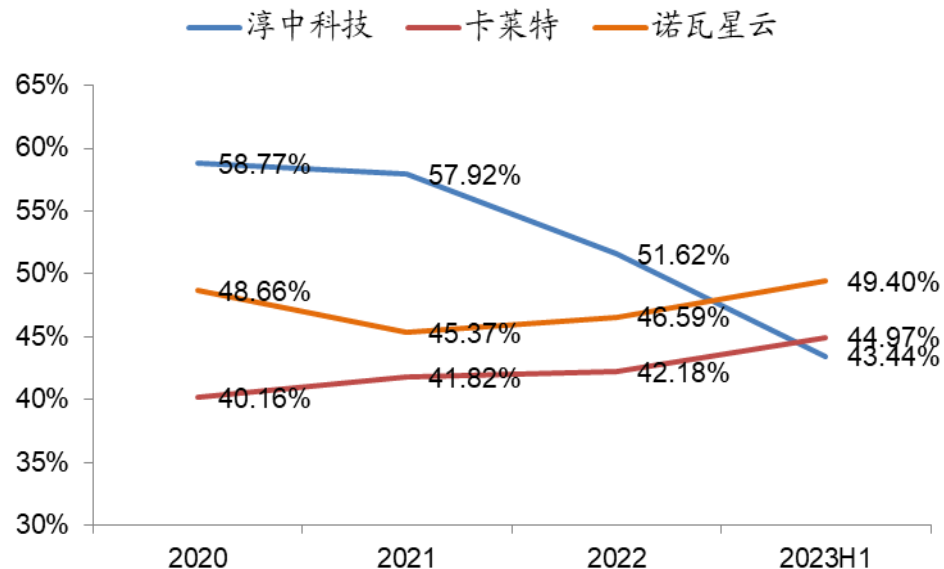
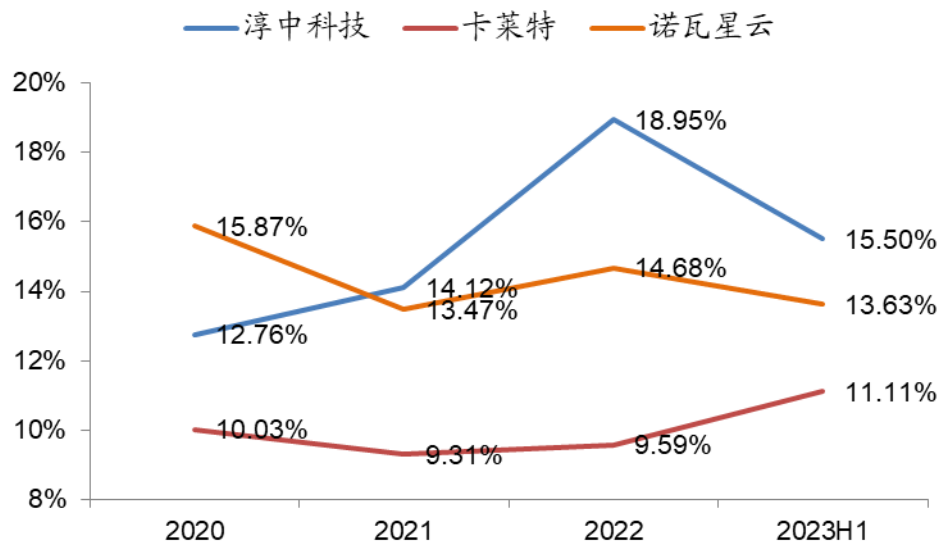
研究创造价值

### 3.1 公司重视研发投入，项目毛利率相对较高

- 研发费用率处于行业领先水平。**公司技术优势明显，利用五大核心技术——数字交互技术、AVoIP编解码技术、芯片半导体（集成电路）技术、云服务技术、巨量数据处理显示控制技术等一系列标志性项目提供了设备及解决方案，如G20峰会、朱日和军演、“神州系列”航天发射、博鳌亚洲论坛、人民大会堂、天安门指挥控制中心、北京大兴国际机场、北京冬奥会等。公司十分重视研发，研发费用逐年增加，2020-2023H1研发费用率分别为12.76%/14.12%/18.95%/15.50%，处于行业领先水平。
- 产品毛利率较高。**由于公司下游客户是军工行业，所以产品毛利率高于同行公司，但近几年呈现下降趋势，一方面是因为军工行业（毛利率高）营收占比下降，另一方面是采购成本上升的缘故。

图27：公司研发费用率处于行业领先水平

图28：公司产品毛利率相对较高



资料来源：wind、华鑫证券研究

资料来源：wind、华鑫证券研究

## 3.2 下游行业复苏，业绩拐点有望出现

- **军工+武警占比50%左右。**由于公司近几年没有披露最新的营收按细分行业构成情况，但公司营收构成比例变化不大，我们从2014-2017年的数据来看，国防军队+公安武警营收占比最高，两者合计占比在40-50%左右，其次为政府占比10%左右，其他行业相对比较分散。近几年由于军队反腐等原因，造成部分项目招投标推迟，随着反腐结束，预计前期推迟的军工信息化需求将会在明年集中释放，预计公司业绩拐点将会出现。

图29：公司营收按细分行业划分（万元）

行业	2017年1-6月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国防军队	3,824.61	30.14%	7,024.10	32.05%	2,469.76	14.59%	4,411.07	29.49%
公安武警	3,378.35	26.62%	3,616.08	16.50%	4,273.80	25.25%	2,246.03	15.02%
政府	1,298.44	10.23%	2,052.94	9.37%	1,948.13	11.51%	1,473.12	9.85%
展览展示	877.73	6.92%	1,185.50	5.41%	1,096.63	6.48%	609.14	4.07%
能源	849.64	6.69%	1,647.03	7.52%	1,828.81	10.80%	1,655.02	11.07%
企业	822.19	6.48%	1,164.97	5.32%	866.85	5.12%	1,134.96	7.59%
教育	343.45	2.71%	964.18	4.40%	1091.05	6.44%	872.1	5.83%
交通	247.98	1.95%	579.5	2.64%	585.04	3.46%	401.51	2.68%
其他	1,048.55	8.26%	3,678.39	16.79%	2769.06	16.36%	2,154.21	14.40%
合计	12,690.92	100.00%	21,912.69	100.00%	16,929.13	100.00%	14,957.15	100.00%

资料来源：淳中科技招股说明书、华鑫证券研究

### 3.3 自研ASIC芯片降本增效，提升市场竞争力

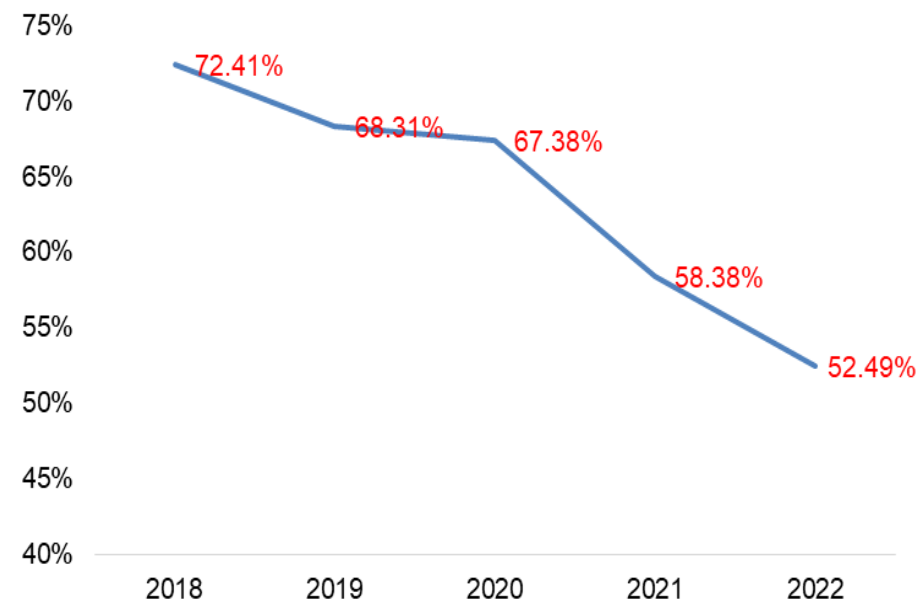
- ▶ **芯片成本占采购成本40%以上。**公司主要原材料包括各种芯片、印刷电路板、机箱以及其他辅助材料等，其中芯片采购金额占比最高。由于上游FPGA、DSP等芯片技术主要由外企掌握，近几年由于贸易环境影响，芯片价格上涨、供应链不稳定等因素压制公司产品利润空间，公司显控产品毛利率呈现下降的趋势。虽然公司优化调整，芯片采购金额占比有下降的趋势，但2022年仍高达40%以上，芯片不稳定因素依然制约着公司的长期发展。

图30：公司主要原材料采购金额及占比（万元）

原材料	2018		2019		2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
芯片	3505	51.73%	4978.03	52.55%	5368.58	45.89%	9144.60	49.51%	6541.38	43.33%
其他电子元器件	1349.41	19.91%	1987.91	20.99%	1701.16	14.54%	1425.70	7.72%	1191.09	7.89%
印刷电路板	610	9%	987.18	10.42%	680.32	5.82%	900.67	4.88%	602.29	3.99%
机箱结构件	712.77	10.52%	729.28	7.70%	1009.89	8.63%	1084.46	5.87%	666.82	4.42%
其他辅助材料	598.72	8.84%	790.17	8.34%	2939.22	25.12%	5913.73	32.02%	6093.40	40.37%
合计	6775.90	100%	9472.47	100%	11699.18	100%	18469.16	100%	15094.99	100%

资料来源：可转债信用评级报告、华鑫证券研究

图31：公司显控产品毛利率呈现逐年下降趋势



资料来源：wind、华鑫证券研究

### 3.3 自研ASIC芯片降本增效，提升市场竞争力

- **自研ASIC芯片已经开始流片。**2020年8月公司发行可转债募集3亿元，其中2亿元用于专业音视频处理芯片研发及产业化项目。历时3年公司自主研发的 ASIC 芯片已于2023年底顺利收到样片，预计将会在2024年4月17-18日的新品发布会上发布自研芯片。自研芯片成功后：
- 1) 可以有效降低公司的采购成本，保持原材料的稳定性，提高公司产品毛利率；
  - 2) 自研芯片能更好地满足下游党政军用户对于国产化自主可控的要求，提高公司产品的市场竞争力；
  - 3) 该芯片还可投放市场，增加新的收入渠道。

图32: 公司可转债募投项目（万元）

募投项目名称	预计投资总额	拟使用募集资金
专业音视频处理芯片研发及产业化项目	22150.25	20000
营销网络建设项目	6155.06	4635
补充流动资金	5365	5365
合计	33670.31	30000

资料来源：公司公告、华鑫证券研究

### 3.4 自研ASIC芯片发布在即,静待业绩拐点出现

- 根据公司官网信息,公司计划在4.17-18日召开淳中科技2024年新品发布会,预计将会发布寒烁、雷神、宙斯三款自研芯片,公司有望凭借自研芯片的稀缺性夯实行业龙头地位。
- 2020-2022年公司芯片对外采购金额为5368.58/9144.60/6541.38万元(图30),自研芯片成功后,对外采购的芯片将逐步转为自己生产,降低采购成本,助推公司业绩回升。

图33: 公司2024新品发布会



图34: 公司三款专用芯片



资料来源: 公司官网、华鑫证券研究

# 04

## 盈利预测

研究创造价值

## 4 盈利预测

我们看好公司下游需求复苏同时叠加自研芯片成功后的业绩回升。预测公司 2023-2025 年净利润分别为 0.48、0.93、1.15 亿元，EPS 分别为 0.26、0.50、0.62 元，当前股价对应 PE 分别为 104、54、43 倍，维持公司“买入”投资评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	381	515	796	1,019
增长率 (%)	-18.6%	35.1%	54.7%	28.0%
归母净利润 (百万元)	29	48	93	115
增长率 (%)	-64.7%	63.4%	94.9%	23.4%
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.26	0.50	0.62
ROE (%)	2.9%	4.5%	8.3%	9.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究



05

风险提示

研究创造价值

- 1) 宏观经济波动风险;
- 2) 自研芯片进展及销售不及预期的风险;
- 3) 行业竞争加剧风险;
- 4) 下游需求不及预期风险;
- 5) 原材料价格波动风险等。

# 盈利预测表

资产负债 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股数据(元/股)	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	249	455	567	622	营业收入	381	515	796	1,019	EPS	0.16	0.26	0.50	0.62
应收款	241	233	253	274	营业成本	184	251	359	460	P/E	170.7	104.4	53.6	43.4
存货	98	97	99	105	营业税金及附加	7	6	10	12	P/S	13.1	9.7	6.3	4.9
其他流动资产	388	277	249	279	销售费用	61	81	123	156	P/B	4.9	4.7	4.4	4.1
流动资产合计	975	1,062	1,168	1,279	管理费用	40	54	83	105	财务指标				
固定资产	289	278	266	253	财务费用	14	8	8	8	成长性				
在建工程	0	0	0	0	研发费用	72	86	131	166	营业收入增长率	-18.6%	35.1%	54.7%	28.0%
无形资产	16	15	14	13	营业利润	38	55	110	136	归母净利润增长率	-64.7%	63.4%	94.9%	23.4%
长期股权投资	20	12	14	18	利润总额	39	56	111	137	盈利能力				
资产总计	1,406	1,473	1,568	1,669	所得税费用	10	8	18	22	毛利率	51.6%	51.2%	54.9%	54.9%
短期借款	0	0	0	0	净利润	29	48	93	115	四项费用/营收	49.1%	44.4%	43.4%	42.7%
应付账款、票据	58	78	81	85	少数股东损益	0	0	0	0	净利率	7.7%	9.3%	11.7%	11.3%
其他流动负债	34	34	34	34	归母净利润	29	48	93	115	ROE	2.9%	4.5%	8.3%	9.5%
流动负债合计	103	127	132	139	现金流量表 (百万元)					偿债能力				
长期借款	251	261	285	299	净利润	29	48	93	115	资产负债率	26.8%	27.9%	28.1%	27.6%
其他非流动负债	23	23	23	23	少数股东权益	0	0	0	0	营运能力				
非流动负债合计	274	284	308	322	折旧摊销	24	30	29	27	总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.6
负债合计	377	411	440	461	公允价值变动	4	4	4	4	应收账款周转率	1.6	2.2	3.1	3.7
股本	185	185	185	185	营运资金变动	-17	28	-21	-26	存货周转率	1.9	2.6	3.7	4.5
股东权益	1,029	1,062	1,128	1,208	经营活动现金净流量	40	110	106	121					
负债和所有者权益	1,406	1,473	1,568	1,669	投资活动现金净流量	20	134	43	-15					
					筹资活动现金净流量	146	-4	-4	-21					
					现金流量净额	206	239	144	85					

资料来源：wind、华鑫证券研究

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

许思琪：澳大利亚国立大学硕士。

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

张敏：清华大学理学博士

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值