

淳中科技(603516)

报告日期: 2024 年 11 月 13 日

显控龙头自研芯片巩固地位, 进军 AI 算力检测成长可期

——淳中科技覆盖报告

投资要点

□ 业内领先的专业音视频控制设备及解决方案提供商, 显控传统业务行业拐点将至, 自研专业 ASIC 芯片有望进一步提升领先优势; 与全球 AI 领导者 N 公司合作并已开始贡献收入, 有望打造第二增长曲线。

□ 超高清+5G 等技术进步, 使专业音视频下游应用场景不断拓宽, 供需两方面共同推动行业规模不断增长。国产厂商快速成长, 壁垒较高。
供给侧: 政策鼓励 4K/8K 超高清产品入户, 超高清视频产业步入发展快车道, 5G 网络建设、无线通信宽带升级, 使专业音视频行业应用范围扩大成为可能。
需求侧: 音视频系统加速由商业向指挥中心、监控调度、重大活动保障等重要领域拓展, 同时商业领域有望在娱乐消费、在线教育、协同办公、金融、医疗、工业巡检、自动驾驶等场景深化应用。据 QYResearch 预测 2029 年全球专业音视频系统市场规模将达到 3632.7 亿美元, 2022-2029 年复合增长率为 5.0%。

公司未来核心看点

1、国家提振应急通信以及军工行业修复, 专业视听产品业务有望受益

23 年多次重要讲话及相关产业政策突出强调应急管理工作, 增发 1 万亿元国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力, 公司多款产品应用于应急管理指挥中心, 并积极参与其项目建设, 有望受益于应急管理建设加速。24 年国防支出预算增长 7.2%, 国防信息化加速, 有望拉动公司相关专业视听显控产品需求。

2、自研专业 ASIC 芯片发布, 有望进一步提升技术领先优势

2020 年公司公开发行人可转换债券, 募集资金重点投资于研发专业音视频处理 ASIC 芯片, 并于 23 年底完成流片。24 年 4 月公司推出三款自研专业芯片, 突破关键领域卡脖子问题, 有望增强市场竞争力, 同时提升产品毛利率。

3、抓住 XR 等行业机会前瞻布局, 有望贡献增长新动力

2024 年苹果推出 AR 眼镜 Vision Pro 引爆 XR 市场, 公司依托显控领域技术积累, 已研发 Pandora 沉浸式交互娱乐系统、Xshadow AR 投影控制系统等产品, 看好新兴领域产品未来需求, 产品放量有望贡献业绩弹性。

4、携手全球 AI 领导者 N 公司, 有望获取持续订单、打造第二成长曲线

公司已与国际知名图形技术和人工智能计算领域的领导者 N 公司达成业务合作, 获得其直接供货资格, 已对接液冷测试平台、基于 AI 的检测平台、各种测试板卡等产品并实现供货, 24H1 人工智能收入 0.15 亿元, 24Q3 N 公司相关业务环比递增。由于 N 公司供应商认证周期长、难度高, 因此供货资格稀缺性强, 预计公司将持续受益于 N 公司产品需求增长及更新迭代, 未来也有望进一步拓展新业务合作, 打造公司第二成长曲线。

盈利预测与估值

公司为业内领先的专业音视频控制设备及解决方案提供商, 业绩持续修复; 自研 ASIC 芯片发布, 积极拓展布局 XR、AI 等新兴领域业务, 有望贡献新增量; 与 AI 领军 N 公司合作, 或将实现更大业绩弹性以及估值提升。24-26 年公司实现营收 6.55/8.74/12.20 亿元, 归母净利润分别 1.07/1.53/2.33 亿元, YOY 分别 +514%/42%/52%, 对应 PE 分别 66/46/31 倍 (截至 24 年 11 月 12 日收盘价), 给予“买入”评级。

风险提示

行业需求复苏不及预期的风险; 行业竞争加剧超预期; 公司业务拓展不及预期等风险。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 张建民

执业证书号: S1230518060001

zhangjianmin1@stocke.com.cn

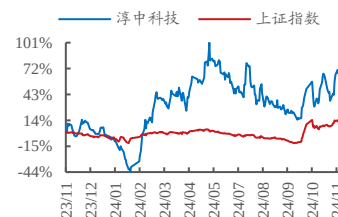
研究助理: 邢艺凡

xingyifan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 35.22
总市值(百万元)	7,108.87
总股本(百万股)	201.84

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	498.99	654.93	874.25	1220.13
(+/-) (%)	31.03%	31.25%	33.49%	39.56%
归母净利润	17.48	107.42	153.00	232.54
(+/-) (%)	-41.50%	514.41%	42.44%	51.98%
每股收益(元)	0.09	0.53	0.76	1.15
P/E	406.61	66.18	46.46	30.57

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 显控龙头，稳健增长	6
1.1 业内领先的专业音视频厂商，积极布局 XR、AI 等新兴领域	6
1.2 股权结构相对集中，持续进行股权激励	9
1.3 盈利拐点将至，新业务有望贡献增长新动力	9
2 技术发展+场景拓宽，供需驱动国内音视频市场规模扩张	10
2.1 专业视听行业集中度较高，国产厂商有望弯道超车	10
2.2 4K/8K 超高清+5G 等技术进步，使下游应用场景不断拓宽	12
2.2.1 供给端：超高清技术成熟落地，5G 网络建设及无线通信宽带升级	12
2.2.2 需求侧：技术突破使下游需求扩大，应用场景推陈出新	13
2.2.3 供需共驱专业音视频行业增长，年均复合增速达 8%	14
3 自研显控芯片构筑核心竞争力，XR、AI 有望贡献新弹性	14
3.1 自研专业 ASIC 芯片发布，有望进一步提升技术领先优势	14
3.2 国家提振应急通信以及军工行业修复，专业视听产品业务有望受益	16
3.3 XR 有望进入高速发展期，公司已有多款产品布局	18
4 与 N 公司合作拓展 AI 业务，有望打造第二成长曲线	19
4.1 AI 应用发展驱动算力投入，AI 芯片需求持续高速增长	19
4.2 公司与 N 公司在液冷、检测领域实现合作，成长空间广阔	20
4.3 积极拥抱 AI 浪潮，布局 AI 技术赋能行业客户	21
5 盈利预测及估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值分析	23
5.3 风险提示	23

图表目录

图 1: 逐步拓展形成专业视听、虚拟现实、人工智能和专业芯片四大产品系列	6
图 2: 公司专业试听产品广泛应用于各行业	7
图 3: 公司积极拓展新业务	8
图 4: 研发支出占总收入比重整体呈上升趋势	8
图 5: 研发人员数量占员工人数比重保持较高水平	8
图 6: 公司股权结构	9
图 7: 2017 年至 2024 Q1-Q3 公司营业收入及同比增速	9
图 8: 2017 年至 2024 Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速	9
图 9: 2022Q1-2024Q3 营收 YOY 及归母净利润 YOY 季度变化	10
图 10: 2017 年至 2024Q1-Q3 公司费用率水平	10
图 11: 2024H1 公司收入结构	10
图 12: 2024H1 公司毛利结构	10
图 13: 显控系统产业链	11
图 14: 中国超高清视频产业规模快速增长	13
图 15: 实时音视频行业应用场景	13
图 16: 全球专业音视频行业市场规模预测	14
图 17: 我国专业音视频行业市场规模预测	14
图 18: 公司专业芯片产品	14
图 19: 小间距 LED 显示产品比重逐步提升	15
图 20: 2021 年全球 LED 显示驱动芯片竞争格局	15
图 21: Coollights 寒烁 LDV4045 芯片参数	16
图 22: Thor 雷神 ULC32A 芯片特征	16
图 23: 中国自然灾害直接经济损失金额 (亿元)	16
图 24: 中国应急管理部部门预算总支出 (亿元)	16
图 25: 2017-2023 年实际国防支出稳步增长	17
图 26: 2024 年国防支出预算增长 7.2%	17
图 27: 元宇宙的两个发展路径	18
图 28: XR 市场规模按技术应用份额 (2020 年)	18
图 29: XR 发展阶段	18
图 30: Pandora 沉浸式交互系统	19
图 31: Xshadow AR 投影控制系统	19
图 32: 云厂商季度资本开支 (单位: 亿美元)	19
图 33: 预计 24 年全球 AI 芯片市场规模同比增速接近 30%	20
图 34: 预计 2024 年 AI 服务器英伟达芯片份额达 64%	20
图 35: GB200 NVL72 机柜采用液冷方案	21
图 36: AOI 工作原理图	21
图 37: Plato AI 智能识别管理系统	21
图 38: HES 音视频记录仪	21
表 1: 公司为专业显控设备产品及解决方案提供商	6
表 2: 视频处理系统领域主要玩家	11
表 3: 政策推动超高清视频行业发展	12

表 4: 公司自研芯片业务同业可比公司	15
表 5: 公司积极参与应急管理指挥中心建设项目	17
表 6: 业务拆分及预测 (单位: 百万元)	22
表 7: 公司及同业可比公司估值水平对比	23
表附录: 三大报表预测值	24

1 显控龙头，稳健增长

1.1 业内领先的专业音视频厂商，积极布局 XR、AI 等新兴领域

公司专注于显控系统十余年，已成为业内领先的专业音视频控制设备及解决方案提供商。公司成立于 2011 年，2016 年新三板挂牌登陆资本市场，2018 年主板上市。经过几年的产品规划和持续投入，公司产品品类已拓展为专业视听、虚拟现实、人工智能和专业芯片四大系列，新业务导入有望带来新增长动能。

图1：逐步拓展形成专业视听、虚拟现实、人工智能和专业芯片四大产品系列



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

在主营业务专业视听领域，公司已经拥有品类丰富的显示控制产品，包括信号处理类产品、音频会议类产品、平台管理类产品、中央控制类产品、传输接口类产品等系列。

表1：公司为专业显控设备产品及解决方案提供商

类别	图例	产品
信号处理		NYX 分布式系统 KLOUD 分布式系统 Multicon 光纤坐席管理系统 Cronos 多功能综合信号处理平台 Titans 混合矩阵 Apollo Pro 拼接控制器 Mobius 拼接处理器 Pontus 拼接处理器 Vmars 分布式融合处理器
音频会议		Bacchus 无纸化 TCD 会议平板一体机 Chaos 系列会议综合处理平台 TDC 会议讨论系统 TAS 扩声系统 TRC 录播主机 TAP 音频处理器 TDC 摄像机
平台管理		Athena III 音视频综合服务云平台 Voms 可视化智能运维管理平台 Andes 云桌面
中央控制		TCM 中央控制系统
传输接口		HDBaseT 双绞线传输器 TMV 画面分割器 TMX 一体化矩阵 TSP 分配器



TSW 切换器
TriF 光纤传输器
TEX 无线投屏器

TS 桌插

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

显控产品广泛应用于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，下游行业主要涉及特定行业、应急管理、政府、展览展示、能源、交通、金融、广电、气象等。①**指挥控制中心**：向跨区域、跨部门、跨系统的应急联动方向发展，要求充分利用计算机技术、网络编解码技术、图像技术和通信技术达到合成作战、数据可视化、智能控制目标。主要运用于特定行业信息化指挥中心、指挥监控中心、应急管理指挥中心、城市大数据中心、城市智慧大脑、生产调度中心等。②**智能会议室**：通过传输线路及多媒体设备，实现声音、影像及文件资料及时互传，主要运用于政府大型会议室、企业会议室、视频会议室等会议中心，还可以应用于培训报告厅等相关应用场景。③**商业应用**：通过多媒体技术提高观赏性及互动体验，可以运用于博物馆、展览馆、规划馆等传统应用场景，以及沉浸式餐厅、游戏互动、全景 KTV 等智能化沉浸式服务体验。

图2：公司专业视听产品广泛应用于各行业



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

基于专业视听领域相关技术积累，公司还顺应市场发展趋势，积极拓展虚拟现实、人工智能、专业芯片等新赛道。虚拟现实领域，公司已经研发出 Pandora 沉浸式交互系统、X-shadow AR 投影控制系统、Medusa 空间定位处理系统、融媒体影音系统四款产品，实现产品应用场景的拓展。人工智能领域，产品目前包括 Plato AI 智能识别管理系统、HES 音视频记录仪以及 AI 检测测试平台，赋能行业用户，有望持续拓。专业芯片领域，公司在 24 年 4 月新品发布会上推出寒烁、宙斯、雷神三款芯片。

图3: 公司积极拓展新业务

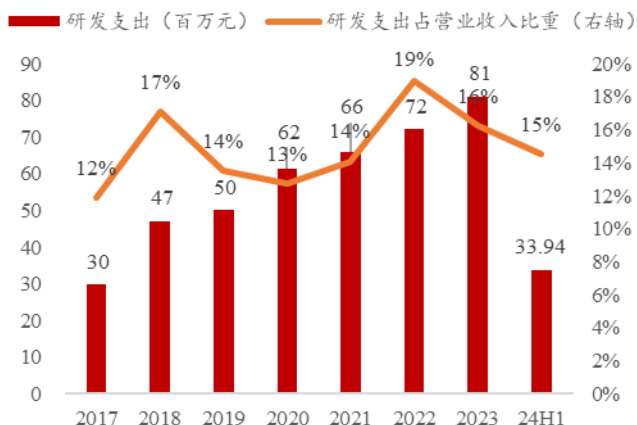


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

海外重要合作取得突破性进展，与 AI 领导者 N 公司业务合作。公司与国际知名图形技术和人工智能计算领域的领导者 N 公司建立了业务合作关系，已经取得 N 公司 Vendor Code，即获得资格向其直接供货并持续拓展新业务。目前公司与 N 公司对接产品包括液冷测试平台、基于 AI 的检测平台、各种测试板卡等，业务拓展逐步落地，实现了从 0 到 1 的突破，24Q3 与 N 公司相关业务收入环比递增。

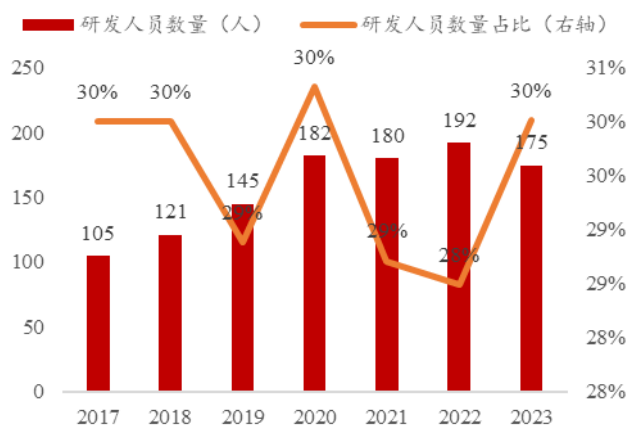
注重研发投入，具备专业的技术水平。公司先后成立 3 个研发中心，1 个生产中心，1 个 PCC 技术服务中心，28 个全国办事处，覆盖 40 多个行业，并保持行业领先的研发投入水平，2019 年-2024H1 研发支出占总收入比重分别为 14%/13%/14%/19%/16%/15%，2019 年-2023 年研发人员数量占员工人数比重分别为 29%/30%/29%/28%/30%。截至 2024 年 6 月底，公司已累计获授权专利 110 项，其中发明专利 61 项。

图4: 研发支出占总收入比重整体呈上升趋势



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

图5: 研发人员数量占员工人数比重保持较高水平

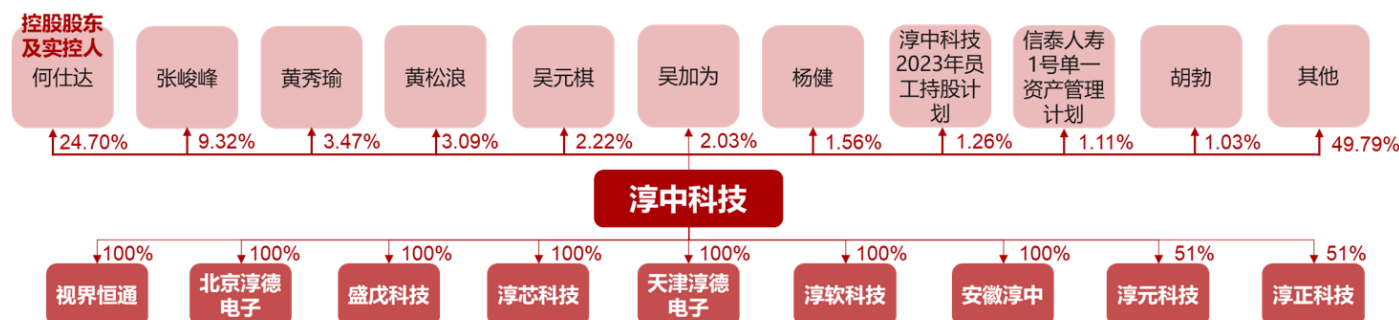


资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2 股权结构相对集中，持续进行股权激励

股权结构集中，高管合计持股约四成。公司由何仕达、黄秀瑜、余绵梓、张峻峰出资成立，控股股东兼实控人为何仕达，截至 2024 年 9 月 30 日，公司董事长兼总经理何仕达、董事兼副总经理张峻峰合计持股 34.02%，有利于公司治理稳定及保持经营与股东利益一致。

图6：公司股权结构



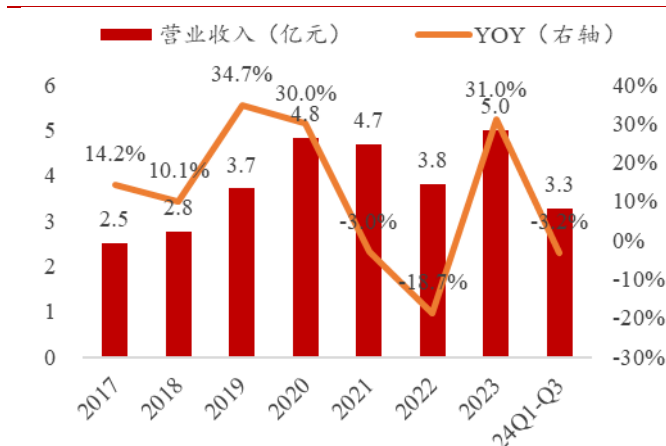
资料来源：公司财报，浙商证券研究所（截至 2024 年 9 月 30 日）

股权激励机制完善，彰显长期发展信心。2023 年 6 月 19 日，公司完成 2023 年股票期权激励计划授予登记，授予 320.6 万份价格为 17.93 元/份的股票期权，占总股本的 1.73%，考核目标为以 2022 年营收或净利润为基数，2023 年营收增长不低于 50%或净利润增长不低于 150%，2024 年营收增长不低于 100%或净利润增长不低于 200%。2024 年 1 月 31 日公司通过回购公司股份方案议案，拟通过集中竞价交易方式以自有资金回购部分股份，用于股权激励或员工持股计划，充分调动管理人员、核心骨干积极性，彰显公司未来长期发展信心。截至 2024 年 4 月 19 日，公司已累计回购公司股份 105.95 万股，占公司总股本比例为 0.52%，价格为 11.37-28.68 元/股。

1.3 盈利拐点将至，新业务有望贡献增长新动力

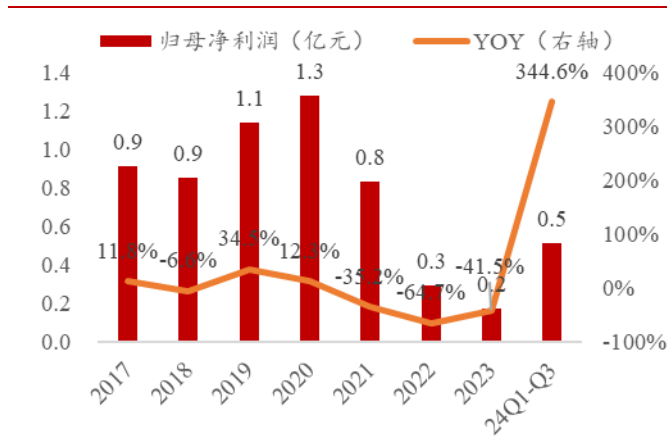
营收规模持续增长，短期受宏观不利因素影响，整体看具备成长性。2021 年前公司营收及利润持续快速增长，尤其是 2019 和 2020 年增速表现突出，营收 YOY 分别为 34.7%和 30.0%，归母净利润 YOY 分别为 34.5%和 12.3%，主要得益于公司产品线和销售渠道的持续拓展，表现出强劲增长潜力，说明公司产品及技术得到验证。2021 年和 2022 年受外部需求阶段性回落和供应链不稳定等宏观因素影响，营收和利润有所下滑。

图7：2017 年至 2024 Q1-Q3 公司营业收入及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

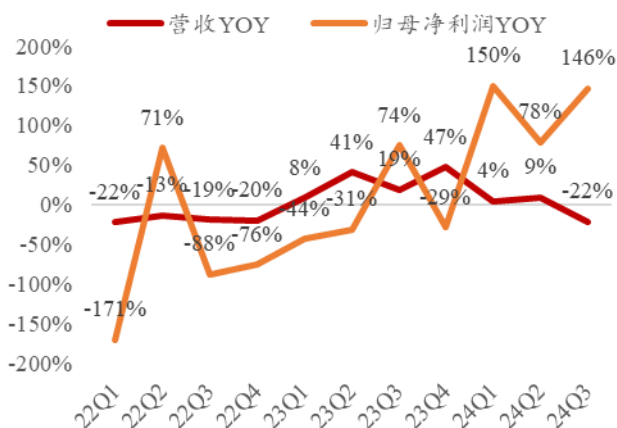
图8：2017 年至 2024 Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

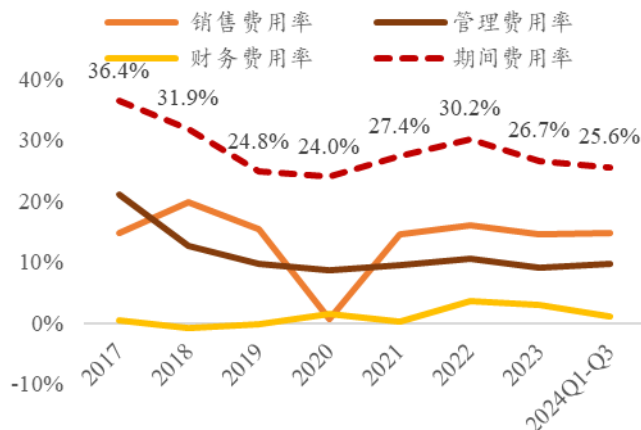
营收及盈利拐点将至，N公司业务开始贡献收入且 Q3 环比递增。2023 年公司营收修复，实现增长，YOY 高达 31.03%；归母净利润 YOY -41.5%，主要系公司前瞻布局新产品、新赛道、新业务加大费用投入所致。2024 年前三季度营收 3.27 亿元，YOY 为-3.21%；归母净利润 0.52 亿元，同比 YOY+344.55%，24 年以来归母净利润逐季同比大幅提升，主要得益于重点行业客户需求复苏及拓展 AI 板块增量业务，N 公司业务实现 0 到 1 的突破，24Q3 N 公司业务收入环比递增。

图9：2022Q1-2024Q3 营收 YOY 及归母净利润 YOY 季度变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

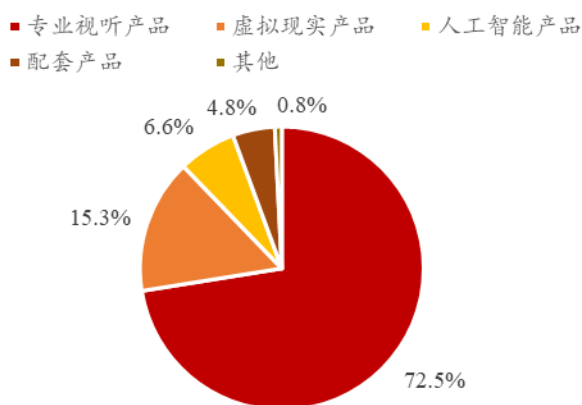
图10：2017 年至 2024Q1-Q3 公司费用率水平



资料来源：wind，浙商证券研究所

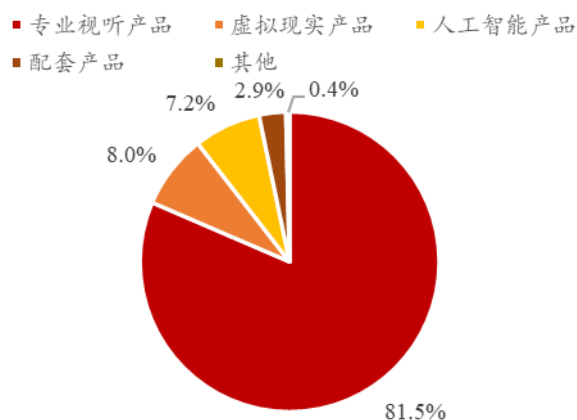
拓展人工智能新业务，有望带来增长新动能。2024H1 公司专业视听产品、虚拟现实产品、人工智能产品及配套产品的收入占比分别为 72.5%/15.3%/6.6%/4.8%，毛利占比分别为 81.5%/8.0%/7.2%/2.9%，其中专业视听产品盈利水平较高，毛利率为 60.0%，贡献主要收入及利润；其次为人工智能产品，毛利率为 58.6%。在 AI 及 XR 行业快速发展趋势下，公司前瞻布局相关技术及产品，有望抓住风口，贡献业绩弹性。

图11：2024H1 公司收入结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

图12：2024H1 公司毛利结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

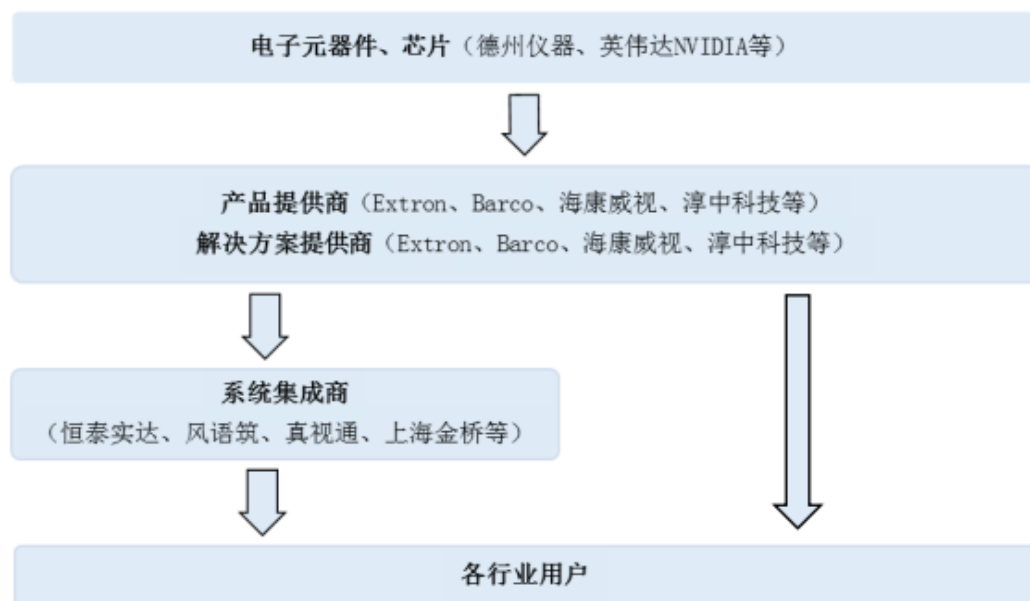
2 技术发展+场景拓宽，供需驱动国内音视频市场规模扩张

2.1 专业视听行业集中度较高，国产厂商有望弯道超车

专业视听集成多种技术，产品广泛应用于众多领域。视听信息技术是指对视频、音频等信息进行采集、处理、传输、呈现的一系列技术，综合集成了编解码技术、音视频采集

及处理技术、组网交换技术、软硬件设计技术等多种计算机通信技术，目前专业视听产品已经广泛应用于政府服务、监控指挥、会议交流、智能家居、交通调度、国防军工等众多领域。

图13: 显控系统产业链



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

国内厂商起步较晚，有望实现弯道超车。来自欧美国家的厂商具备多年的信号数据处理经验，产品布局面广，销售渠道覆盖全球。国内厂商起步较晚，上世纪九十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。视频处理系统领域技术壁垒较高，主要公司包括 Barco、Extron、淳中科技、卡莱特和诺瓦星云，产品业务在细分领域各有所侧重。

表2: 视频处理系统领域主要玩家

公司名称	成立时间	简介	2024H1 专业音视频产品营收及占比		专业音视频产品布局
淳中科技	2011 年	专注于视音频显控解决方案的创新性高科技公司，产品广泛应用于指挥控制中心、会议室、大数据中心及展览展示等多媒体视讯场景。	1.69 亿元	72%	包括拼接处理类、坐席协作类、管理平台类等显示控制产品，音频会议类产品，信号传输类产品、接口配件类产品
卡莱特	2012 年	提供视频图像领域综合化解决方案的高科技公司。	2.42 亿元	92%	LED 显示控制系统、视频处理设备、云联网播放器三大类
诺瓦星云	2008 年	专业 LED 显示解决方案服务商，提供从视频处理到显示控制全链路解决方案，产品应用于会议小间距、广告传媒、舞台演艺、虚拟影棚、交通诱导、商业显示、广电系统、高端消费显示等市场。	14.56 亿元	93%	LED 显示控制系统、视频处理系统、基于云的信息发布与管理系统三大类
Braco	1934 年	公司本部位于比利时，是一家专业设计并开发可视化与合作技术的公司，产品多应用于医疗健康、企业和娱乐产业等。	4.35 亿欧元		医疗显示器、数字化手术室、无线会议和写作、放映机、拼接显示系统等
Extron	1983 年	公司本部位于美国，是一家提供多种全方位技术，协助部署完全集成的 AV 解决方案的公司，用于协作、教育、医学工程、指挥控制、酒店与娱乐、公共场所等多个应用场景。	-	-	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、高分辨率电缆等

资料来源：wind，各公司官网，浙商证券研究所

2.2 4K/8K 超高清+5G 等技术进步，使下游应用场景不断拓宽

技术支持和应用场景分别从供需两方面共同推动专业音视频行业规模不断增长。据 QYResearch 最新报告《全球专业音视频系统市场研究报告 2023-2029》，预计 2029 年全球专业音视频系统市场规模将达到 3632.7 亿美元，2022-2029 年复合增长率为 5.0%。

2.2.1 供给端：超高清技术成熟落地，5G 网络建设及无线通信宽带升级

专业音视频系统是实现音视频信号采集、处理、传输、存储、控制、呈现等功能的一种信息系统，涉及多种计算机通信技术，包括计算机软硬件技术、网络技术、音视频处理技术、自动化控制技术及云计算云存储技术等等，因此技术的突破与进步是行业发展的主要驱动力。

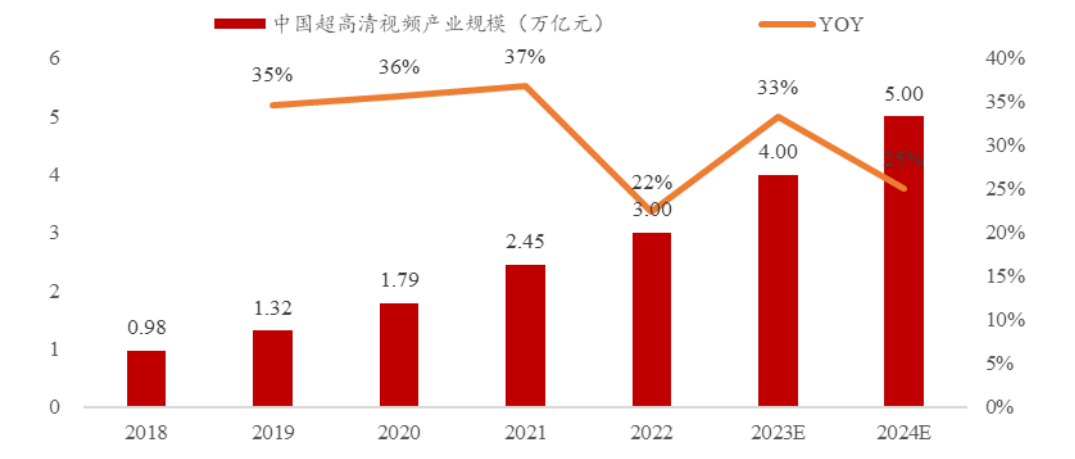
超高清视频产业步入发展快车道，引发视听产业技术创新。超高清视频是具有 4K 或 8K 分辨率，符合高帧率、高位深、广色域、高动态范围等技术要求的新一代视频，当前已经成为各行各业的数据采集、传输、处理和呈现的主要形式。2023 年 12 月，工业和信息化部等七部门印发《关于加快推进视听电子产业高质量发展的指导意见》，提出实施 4K/8K 超高清入户行动，加快推进 4K/8K 超高清技术成熟落地，鼓励 4K/8K 电视机、投影机、激光电视、高品质音响、虚拟现实终端、裸眼 3D 显示终端等产品入户。中商产业研究院发布报告显示，2022 年我国超高清视频产业规模约 3 万亿元，预计 2023 年将达到 4 万亿元，2025 年将进一步增至 5 万亿元。

表3：政策推动超高清视频行业发展

时间	部门	文件	核心内容
2019 年 2 月	工信部、广电总局、中央广播电视总台	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	提出了到 2022 年我国超高清视频产业的发展目标，分 2020 年和 2022 年两个阶段提出了我国超高清视频产业发展的具体目标，包括前端设备和核心器件的产业化、4K/8K 终端产品普及、标准体系建设、4K 频道和内容供给、超高清视频用户规模、行业应用推广等目标。
2020 年 5 月	工信部、广电总局	《超高清视频标准体系建设指南（2020 版）》	到 2020 年，初步形成超高清视频标准体系，制定急需标准 20 项以上，重点研制基础通用、内容制播、终端呈现、行业应用等关键技术标准及测试标准。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。
2020 年 11 月	广电总局	《广播电视技术迭代实施方案（2020-2022 年）》	利用 3 年左右时间，通过实施广播电视技术迭代，加快重塑广电媒体新业态加速重构现代传播新格局。加快发展高清/超高清视频和 5G 高新视频，推动标清同播向高清化发展，逐步关停标清频道。完善/8K 超高清视频技术标准体系，推进 5G 高新视频落地应用，推出高新视频新产品和新应用。
2021 年 3 月	工信部	《“双千兆”网络协同发展行动计划（2021-2023 年）》	增强现实/虚拟现实（AR/VR）、超高清视频等高带宽应用进一步融入生产生活，典型行业千兆应用模式形成示范。
2021 年 12 月	国家发改委、工信部	《关于振作工业经济运行 推动工业高质量发展的实施方案的通知》	面向北京冬奥会转播等重大场景促进超高清视频落地推广。推动传统线下业态供应链和运营管理数字化改造，发展新型信息消费。
2022 年 6 月	广电总局	《关于进一步加快推进超高清电视发展的意见》	提出到 2023 年底省级电视台应实现全部频道高清播出；到 2025 年底地市级有条件的县级电视台全面完成标清电视向高清电视的转化，省级电视台基本具备超高清电视制播能力。
2022 年 12 月	国家发改委	《“十四五”扩大内需战略实施方案》	丰富 5G 网络和千兆光网应用场景，加快研发超高清视频、虚拟现实、可穿戴设备、智能家居、智能教学助手、医疗机器人等智能化产品。
2023 年 7 月	国家发改委、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。
2023 年 12 月	工业和信息化部等七部门	《关于加快推进视听电子产业高质量发展的指导意见》	提出到 2030 年，我国视听电子产业整体实力进入全球前列，技术创新达到国际先进水平，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，把握产业生态主导权，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡发展局面，构建现代化视听电子产业体系。

资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

图14: 中国超高清视频产业规模快速增长



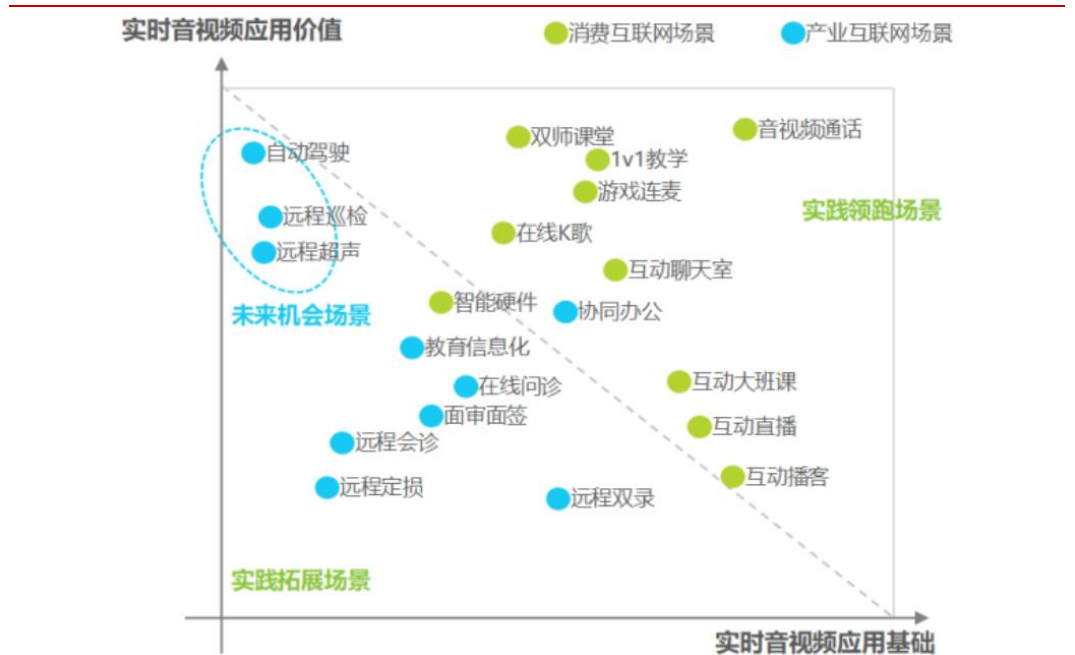
资料来源: 中商产业研究院,《超高清视频产业发展白皮书(2023年)》, 浙商证券研究所

5G 网络建设及无线通信宽带升级, 使专业音视频行业应用广化和深化成为可能。移动通信技术的进步提高了信息传输的质量和速度, 5G 网络可处理的数据吞吐量比 4G 网络提升 1000 倍, 为涉及大量数据交互的专业音视频显控行业的发展提供了保障和支持, 宽带升级也降低了其使用成本, 除此之外, 5G 网络无需布线的特点有利于终端硬件产品的普及推广。

2.2.2 需求侧: 技术突破使下游需求扩大, 应用场景推陈出新

得益于技术的突破, 音视频产品的下游应用领域不断扩大。一方面, 由商用向专业行业拓展, 音视频系统最早主要应用于会议、广播、娱乐领域, 实现信息在显示屏上的基础呈现, 但随着音视频技术、软件及相关算法、控制手段不断进步, 音视频产品向着专业化方向发展, 应用领域进一步拓展到指挥中心、监控调度、重大活动保障等重要领域, 涉及到的下游行业包括交通运输、电力电网、煤矿能源、国防军工、智慧城市等。另一方面, 商用领域与 VR、4K/8K、5G 等技术相结合, 持续推陈出新, 如娱乐消费、在线教育、协同办公、金融、医疗、工业巡检、自动驾驶等场景, 均有望释放音视频行业增长空间。

图15: 实时音视频行业应用场景

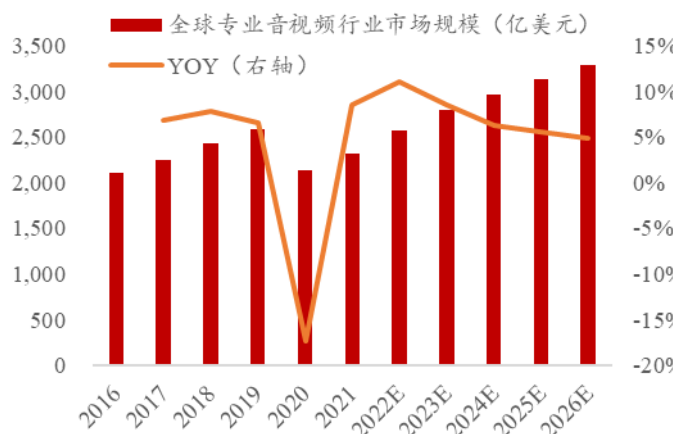


资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

2.2.3 供需共驱专业音视频行业增长，年均复合增速达 8%

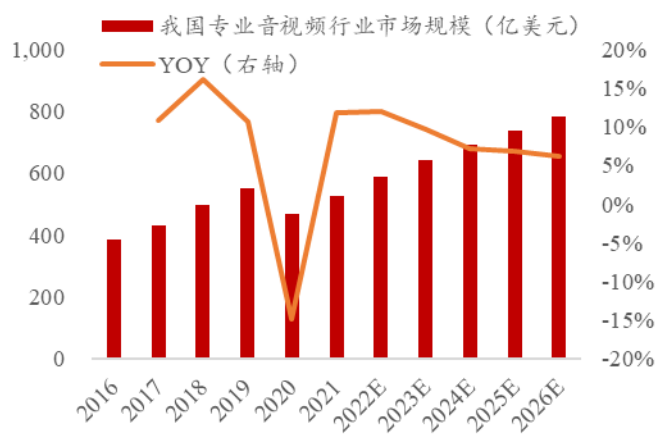
全球专业音视频行业稳步增长，亚太地区增长较快。根据 AVIXA 的研究，2021 年全球专业音视频行业市场规模为 2,319.1 亿美元，预计 2026 年将达到 3,289.7 亿美元，2021-2026 年的年均复合增长率为 7.24%。我国专业音视频行业规模不断扩大，市场增速高于全球平均水平。根据 AVIXA 数据，2021 年我国专业音视频行业市场规模为 524.9 亿美元，预计 2026 年将达到 783.5 亿美元，2021-2026 年的年均复合增长率为 8.34%。我国未来在专业音视频系统市场需求将呈现较快的增长态势，市场空间广阔。

图16：全球专业音视频行业市场规模预测



资料来源：易科声光招股书，浙商证券研究所

图17：我国专业音视频行业市场规模预测



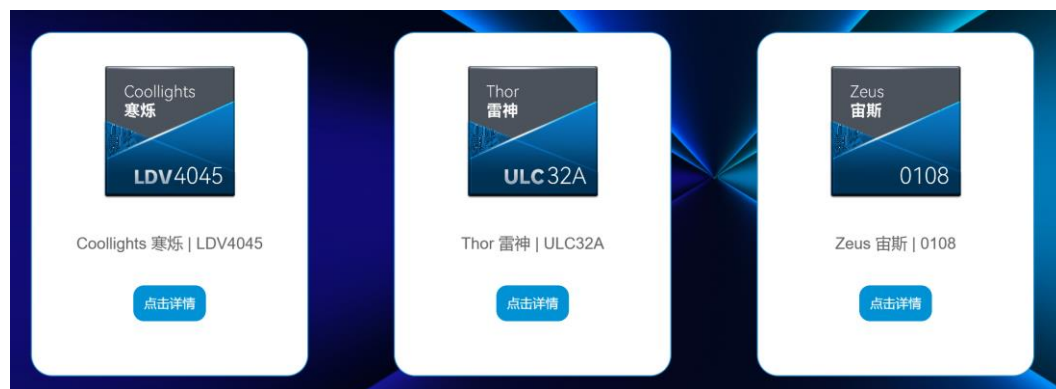
资料来源：易科声光招股书，浙商证券研究所

3 自研显控芯片构筑核心竞争力，XR、AI有望贡献新弹性

3.1 自研专业 ASIC 芯片发布，有望进一步提升技术领先优势

公司募集资金大力投入芯片自主研发，成功发布自研 ASIC 芯片产品。2020 年公司公开发行人可转换债券，募集资金重点投资于研发专业视音频处理 ASIC 芯片，于 2023 年 8 月上旬交付晶圆厂流片。国产芯片不仅可以更好满足党政军用户对于国产化自主可控的要求，利于进一步提升产品竞争力，同时还可以大幅降低公司芯片采购成本，提升产品毛利率。2024 年 4 月 17 日-18 日，公司举办新品发布会，推出 Coollights 寒烁 LDV4045、Thor 雷神 ULC32A、Zeus 宙斯 0108 三款自研芯片。

图18：公司专业芯片产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

“Coolights 寒烁 LDV4045 芯片”为全球首发 LED“ALL IN ONE”一体化芯片，为行扫+恒流源+逻辑三合一，通过高集成实现提质增效，为 LED 显控系统提供颠覆性创新芯片解决方案，告别传统采用发送卡/接收卡、网线和高功耗的时代，让小间距 LED 变成和 LCD 一样标准化接口和节能的产品，使小间距 LED 变得更加易于安装和使用，使用场景更为广阔。

LED 显示驱动芯片需求呈持续增长态势，市场集中度较高。随着分辨率提升带动显示屏主流间距持续微缩，小间距 LED 显示产品以及 P1.0 以下的 Mini/Micro LED 显示产品比重逐渐增大，进一步推动了 LED 显示驱动芯片的用量；另一方面，随着终端用户对显示产品性能的要求不断提高，使得高规格、高单价的显示驱动芯片比重持续上升。预计到 2025 年全球 LED 显示驱动芯片市场规模将达到 10.38 亿美元，发展前景广阔。从竞争格局上看，LED 显示驱动芯片市场高度集中，根据 TrendForce 数据，2021 年全球 LED 显示驱动芯片 CR6 近 95%。

图19：小间距 LED 显示产品比重逐步提升



资料来源：视芯科技招股说明书，TrendForce，浙商证券研究所

图20：2021 年全球 LED 显示驱动芯片竞争格局

排名	公司名称	所属国家/地区	2021 年度	
			营业收入 (亿美元)	市场占有率
1	集创北方	中国大陆	2.69	37.1%
2	聚积科技	中国台湾	1.06	14.6%
3	明微电子	中国大陆	1.03	14.2%
4	富满微	中国大陆	1.00	13.8%
5	德普微	中国大陆	0.69	9.5%
6	视芯科技	中国大陆	0.40	5.5%
7	其他企业	-	0.38	5.3%
合计			7.25	100%

资料来源：视芯科技招股说明书，TrendForce，浙商证券研究所

表4：公司自研芯片业务同业可比公司

领域	公司名称	24H1 收入	24H1 净利率	24H1 毛利率	成立时间	公司介绍
LED 驱动 IC	集创北方	(21 年为 56.74 亿元)	(21 年为 15%)	(21 年为 43%)	2008 年	显示芯片设计企业，致力于为各类显示面板、显示屏提供显示芯片整体解决方案，现已拥有丰富的显示芯片产品系列，主要包括面板显示驱动芯片、电源管理芯片、LED 显示驱动芯片、控制芯片等，覆盖 LCD、LED、OLED、AR/VR 等主流显示技术。
	聚积科技	10.21 亿新台币	3%	39%	1999 年	专注于电源管理与光电应用之开发与芯片设计公司，致力于混合讯号芯片设计，以提供解决方案于光电应用领域，产品已成功推广至全世界，并获得超过 500 家客户采用。
显控系统	诺瓦星云	15.63 亿元	21%	56%	2008 年	LED 显示解决方案服务商，以算法为核心、软硬件为载体，围绕 LED 显示屏应用，为超 4000 客户提供从视频处理到显示控制全链路解决方案，在会议小间距、广告某、舞台演艺、虚拟影棚、交通诱导、商业显示、广电系统、高端消费显示等市场得到广泛应用。
	卡莱特	2.62 亿元	5%	44%	2012 年	以视频处理算法为核心、硬件设备为载体，为客户提供视频图像领域综合化解决方案的高科技公司。依托先进核心技术，卡莱特产品被广泛应用于 XR 虚拟拍摄、智慧城市、

重要庆典活动、大型赛事、演艺舞台、电视演播厅、商业中心等场合，为全球用户提供全链路的视频图像综合解决方案。

资料来源：各公司官网，wind，浙商证券研究所

“Zeus 宙斯 Zeus0108 芯片”为国产首颗自主可控的专业音视频处理 ASIC 芯片，致力于突破海外芯片“卡脖子”的问题，切实提高国产音视频控制产品的竞争优势。Zeus0108 芯片采用 28nm 工艺，拥有 HDMI 2.0 输入输出接口、DDR4 3200BPS 超高带宽、12GBPS 芯片间互联高速接口，具备高集成、高性能、低功耗等特点，可用于拼接、矩阵、坐席、分割器、多屏宝等多产品。

“Thor 雷神 ULC32A 芯片”为人机交互显示芯片，可以应用于工业控制、美容仪器、医疗器械、充电桩、智能家居等众多领域。

图21: Coollights 寒烁 LDV4045 芯片参数

型号	LDV4045
支持LED阵列	共阴极
PWM通道	40*3
行扫通道	45
支持行扫扩展	最高64
灰阶	18bit
接收卡功能	√*
环通方式	芯片

图22: Thor 雷神 ULC32A 芯片特征



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.2 国家提振应急通信以及军工行业修复，专业视听产品业务有望受益

近年自然灾害多发，对更高水平的应急管理需求紧迫。根据中国应急管理部数据，2023 年我国自然灾害形势复杂严峻，以洪涝、干旱、台风、风雹和地质灾害为主，低温冷冻和雪灾、地震、沙尘暴、森林草原火灾等也有不同程度发生，直接经济损失高达 3455 亿元，同比增长 45%，24H1 直接经济损失 931 亿元，同比大增 144%。近两年应急管理部预算总支出比以往大幅提升并维持较高水平。根据中国应急管理部数据，2018-2023 年中国应急管理部预算总支出呈波动上升状态，2022 年同比大幅增长 55%至 96 亿元，2023 年为 97 亿元，2024 年为 83 亿元。

图23: 中国自然灾害直接经济损失金额（亿元）

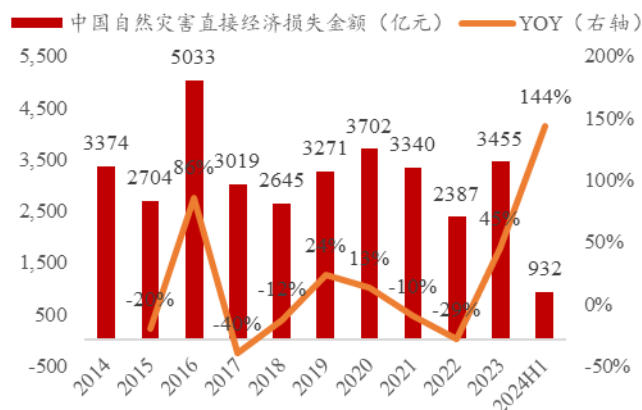
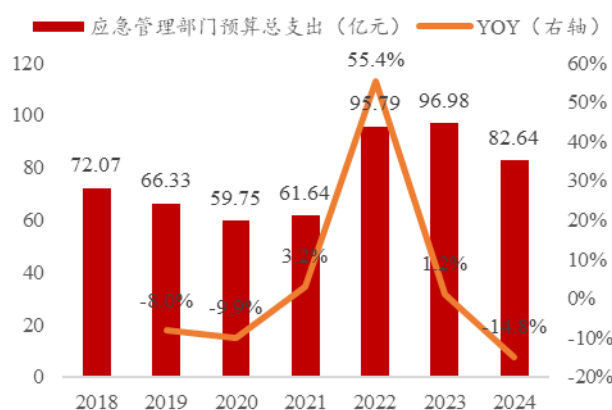


图24: 中国应急管理部门预算总支出（亿元）



资料来源：中智科博研究院，中国应急管理部，浙商证券研究所

资料来源：中国应急管理部，浙商证券研究所

相关产业政策突出强调应急管理工作，增发1万亿元国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，助推产业进入发展快车道。国家层面多次出台应急产业相关政策规划，并突出强调应急通信相关工作。10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议审议通过了国务院关于增加发行国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的议案，决定在2023年四季度增加发行2023年国债1万亿元，主要投资于8个方向，其中自然灾害应急能力提升工程方面具体提出加强各级应急指挥部体系，提升防灾避险能力。

公司产品应用于应急管理指挥中心，并积极参与其项目建设，有望受益于应急管理建设加速。公司应急行业相关产品主要有软件产品，包括应急资源管理系统、应急管理一张图系统、应急物资管理与调度系统、应急演练与培训平台、移动应急平台等等，主要应用于指挥控制中心，助力应急管理体系朝可视化、现代化、数字化方向发展。

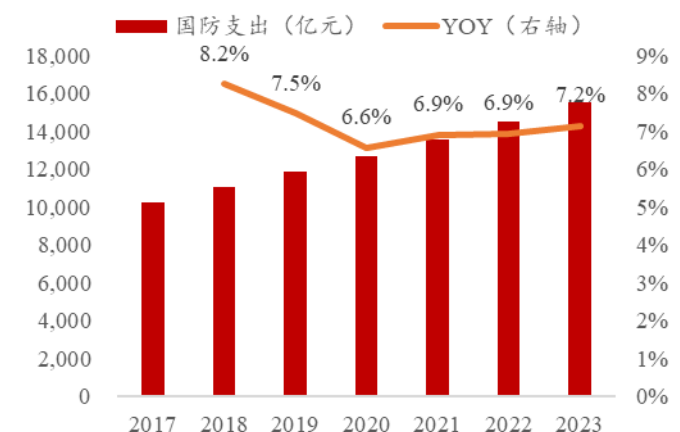
表5：公司积极参与应急管理指挥中心建设项目

单位	公司参与内容	相关图片
河南信阳罗山县应急管理局	助力用户打通应急管理信息渠道，从而为后续救援现场风险研判、应急指挥、应急响应、关键应急任务开展打好基础。	
湖北恩施利川市应急管理局	助力用户从传统的语音指挥、层级指挥、部门指挥向视频指挥、扁平指挥、综合指挥转变，有力地支撑了灾情研判和指挥决策。	
河南新乡封丘县应急管理局	依托应急管理大数据应用平台，快速提供灾情速报、趋势判定和灾情实时动态信息，将地震应急响应辅助决策信息和应急处置流程等可视化呈现，推进当地防震减灾事业高质量发展。	
河南洛阳县级应急指挥中心	以整体化的解决方案助力用户朝前谋划部署，持续做好会商研判，加强信息融合与力量聚合，全力应对可能发生的险情，提高区域安全治理水平。	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

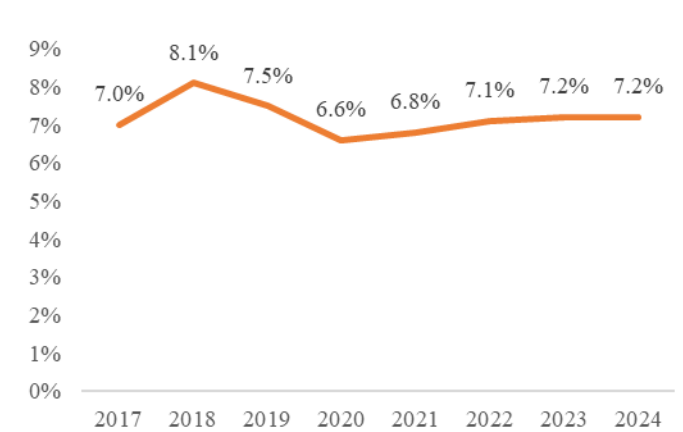
特种行业持续修复，24年国防支出预算比23年执行数增长7.2%。根据公开数据，2017-2023年中国国防预算增幅分别为7%、8.1%、7.5%、6.6%、6.8%、7.1%和7.2%，2024年全国一般公共预算安排国防支出1.69万亿元，比上年执行数增长7.2%，积极推进军队建设“十四五”规划执行。

图25：2017-2023年实际国防支出稳步增长



资料来源：财政部官网，浙商证券研究所

图26：2024年国防支出预算增长7.2%



资料来源：中国国防部，浙商证券研究所

国防信息化为未来国家国防投入重点，有望拉动公司相关专业视听显控产品需求。根据预测前瞻研究院预测，到2025年我国国防信息化开支将达到2513亿元，2015-2025年复合增长率为11.6%，占2025年国防装备费用（6284亿元）比例达到40%。公司专业视听线控设备应用于国防军工领域，有望受益于国防信息化投入增长。

3.3 XR有望进入高速发展期，公司已有多款产品布局

XR扩展现实技术是指通过计算机技术和可穿戴设备产生的一个真实与虚拟组合、可人机交互的环境，是AR、VR、MR等多种形式的统称。三者视觉交互技术融合，实现虚拟世界与现实世界之间无缝转换的“沉浸感”体验。展望XR远景应用，涉及工作、教育、生活、医疗等大量场景，带来全新体验。

图27：元宇宙的两个发展路径

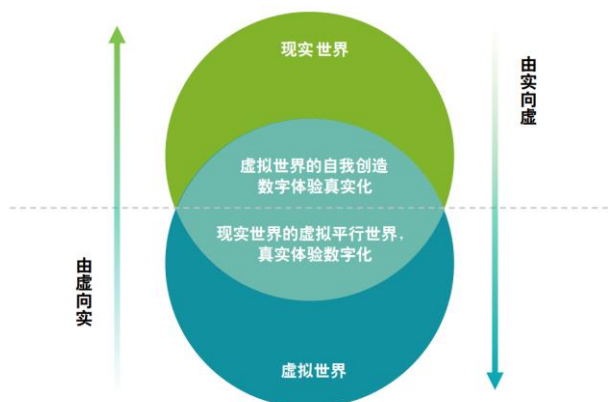
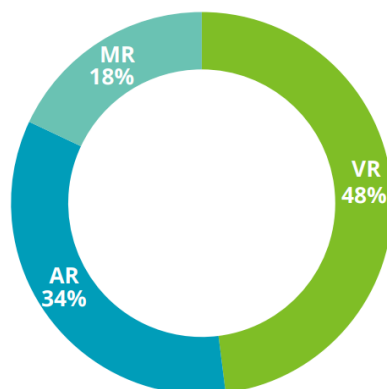


图28：XR市场规模按技术应用份额（2020年）

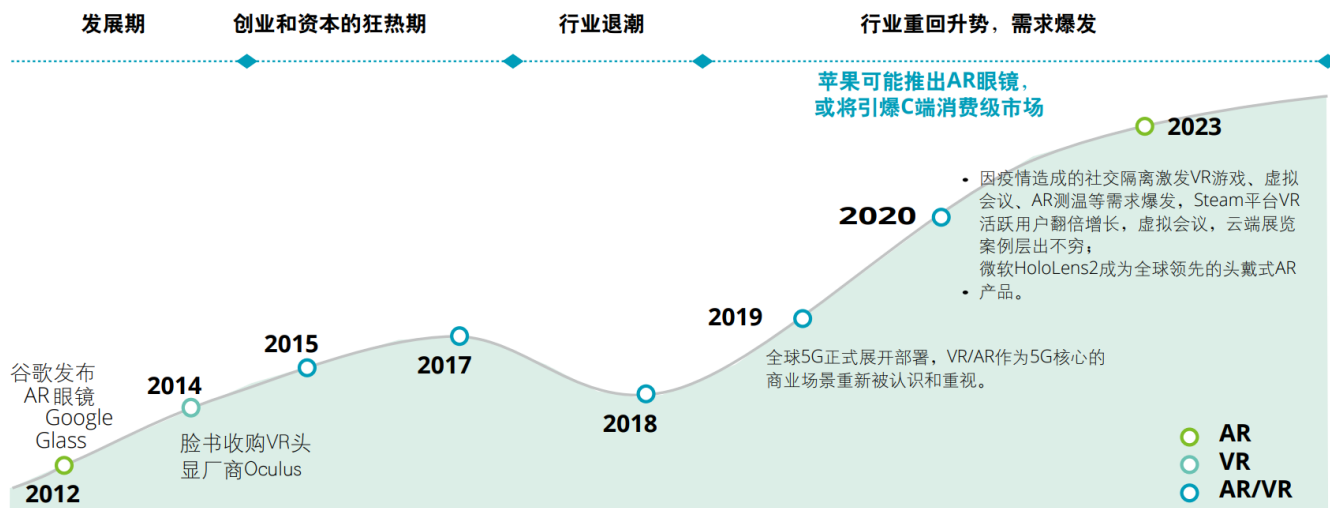


资料来源：德勤《元宇宙系列白皮书》，浙商证券研究所

资料来源：德勤《元宇宙系列白皮书》，浙商证券研究所

当前XR发展已进入复苏酝酿期，Meta、苹果、微软、华为等科技知名企业持续布局，苹果发布Vision Pro引爆市场，预计未来5年将迎高速发展期。XR起源可追溯至20世纪50年代；2017年左右，XR行业出现投资过热现象而硬件、软件等技术不匹配；2019年以来随着5G高速网络部署、VR专用芯片引入、元宇宙兴起，XR产品体验不断提升，且消费者居家娱乐需求提升、远程办公场景爆发，助推XR行业站上风口。2024年苹果推出硬件终端AR眼镜Vision Pro，刺激XR关注度及需求度提升，行业有望进入与人工智能手机类似的爆发式增长轨道。

图29：XR发展阶段



资料来源：德勤《元宇宙系列白皮书》，浙商证券研究所

公司依托在显控领域多年的技术研发积累，积极开发 XR 数字交互等新赛道。公司重点研究包括 AR 现实增强在内的多技术综合应用方案，依托多年的技术积累，突破了新一代 XR 数字交互、增强现实（AR）等核心技术，已研发出括 Xshadow AR 投影控制系统、Pandora 沉浸式交互系统和 Medusa 空间定位处理系统和融媒体影音系统等产品，于第二届世界元宇宙生态博览会中进行展览，并荣获多个奖项。Pandora 是一款沉浸式影音互动娱乐系统，采用标准化的音视频显示及三维动作捕捉技术相结合，为用户创造内容和种类丰富的沉浸式互动体验，可广泛应用于教育培训、运动健康、游戏娱乐、展览展示、心理健康等多场景领域。Xshadow 为 AR 投影类产品，可对现实世界物体进行增强投影，可广泛应用于室内外装饰、艺术展览、商品展示以及特定效果呈现场景等。

图30： Pandora 沉浸式交互系统



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图31： Xshadow AR 投影控制系统



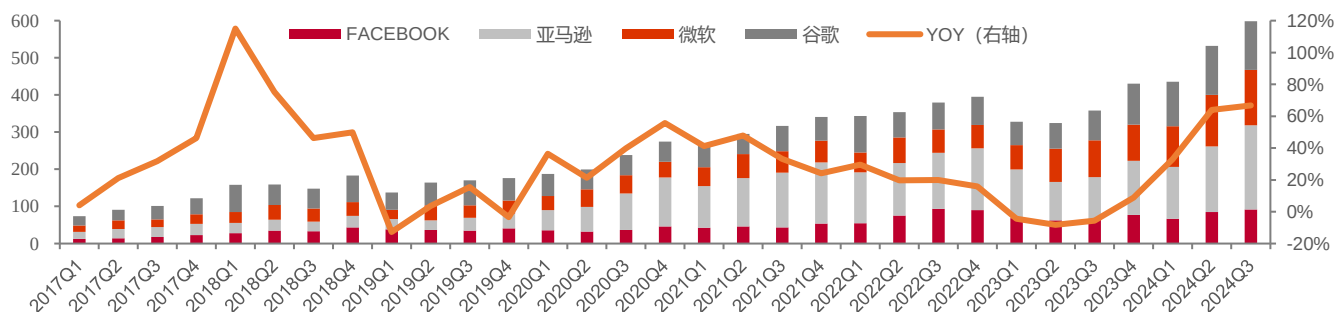
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 与 N 公司合作拓展 AI 业务，有望打造第二成长曲线

4.1 AI 应用发展驱动算力投入，AI 芯片需求持续高速增长

AI 产业链有望开始进入 AI 应用发展驱动算力投入的正反馈循环周期，海外大厂 AI 资本开支表现乐观。AI 应用方面，AI 已经成为大厂业绩的新增长点，AI 训练/推理需求驱动云业务持续高增，同时 AI 赋能搜索、广告等传统业务增长，并且开辟 AI PC、AI 手机等端侧 AI 发展机遇。算力投入方面，海外四家云厂商（微软、谷歌、meta、亚马逊）24Q3 整体资本性支出达 598 亿美元，同比增长 67%，环比增长 12%。根据彭博一致预期，海外云厂商 24 年资本开支 1990 亿美元，同比+42%，较 8 月预期上调 4%；25 年资本开支 2348 亿美元，同比+18%，较 8 月预期上调 4%。

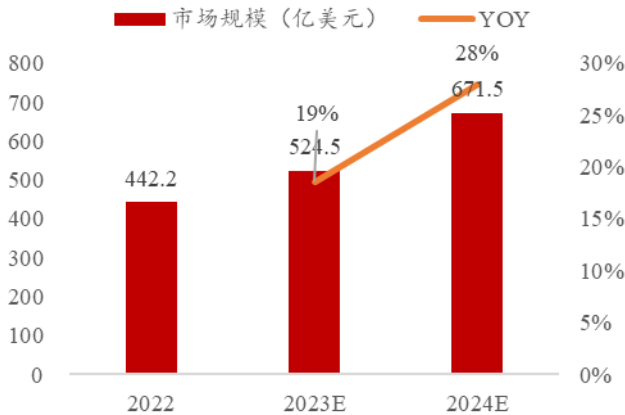
图32： 云厂商季度资本开支（单位：亿美元）



资料来源：wind，各公司财报，浙商证券研究所

作为 AI 智能计算的载体，AI 芯片市场受益于海外大厂资本开支持续增长。据 Gartner，2023 年全球 AI 芯片市场规模 534 亿美元，预计 2024 年将同比增长 25.6%，达到 671 亿美元，预计 2027 年 AI 芯片市场规模预计将是 2023 年规模的两倍以上，达到 1194 亿美元。根据 TrendForce，预计 2024 年 AI 服务器出货量 167 万台，同比增长达 41.5%，产值将达 1870 亿美元，同比增长达 69%，产值占整体服务器高达 65%。

图33： 预计 24 年全球 AI 芯片市场规模同比增速接近 30%



资料来源：Gartner，浙商证券研究所

图34： 预计 2024 年 AI 服务器英伟达芯片份额达 64%

Company	2022	2023	2024F
NVIDIA	67.6%	65.5%	63.6%
AMD (incl. Xilinx)	5.7%	7.3%	8.1%
Intel (incl. Altela)	3.1%	3.0%	2.9%
Others	23.6%	24.1%	25.3%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：TrendForce，浙商证券研究所

4.2 公司与 N 公司在液冷、检测领域实现合作，成长空间广阔

公司进入 AI 领军 N 公司供应链，液冷等业务拓展取得实质性突破。公司与国际知名图形技术和人工智能计算领域的领导者 N 公司建立了业务合作关系，已经取得 N 公司 Vendor Code，即获得资格向其直接供货并持续拓展新业务。目前公司与 N 公司对接产品主要包括三类，供应液冷测试平台实现向液冷领域进军，并基于原有业务基础供应 AI 检测平台以及各种测试板卡等。24H1 N 公司业务已实现从 0 到 1 的突破，人工智能产品收入 1539 万元，毛利率高达 58.6%，24Q3 N 公司业务收入环比递增。

随着芯片性能升级，散热问题愈加突出，液冷必要性增强。芯片工作温度会显著影响性能，功率密度的增加使芯片的热流密度显著升高使芯片温度升高。超微电脑在财报交流时提出，风冷可以满足 600-700W 功率的 GPU 散热，而到了 1000W 以上时，芯片散热问题将突显。24 年 3 月 18-21 日举办的 GTC 2024 大会上，英伟达发布 GB200 超级芯片，单芯片功耗预计将高达千瓦量级，并推出液冷机柜 GB200 NVL72。预计随着 AI 芯片进入千瓦时代，芯片检测时散热方式采用液冷的必要性也相应提升。

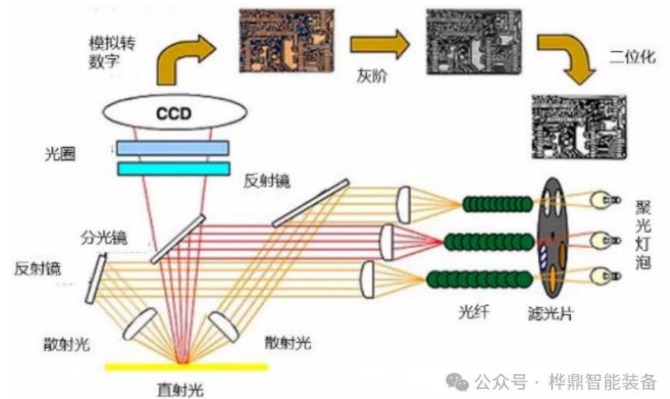
AOI 技术快速发展，AI 开启机器视觉检测智能时代。在芯片的各个制造阶段，都需要进行严格的检验以确保没有缺陷，尤其是封装环节，为了确保封装质量，通常需要进行多次光学检测。AOI 检测可以克服人工检测的不足，具有高效、准确、可靠、节约成本等优势。AOI 设备主要由照明光源（包括荧光灯、卤素灯和 LED 灯）、镜头、工业摄像机、视觉分析软件构成。AOI 设备工作时，被测目标首先在光源的照射下，反射光进入特定的镜头和摄像机，内部的 CCD/CMOS 图像传感器向图像采集卡输入信息流，并加工为数字图像，通过机器视觉软件对数字图像加以解析，最终反馈到决策模块和控制执行模块，并对被测目标执行程序操作。当前 AOI 已经成为 PCB 制程中检测制造缺陷以及进行工艺质量反馈不可或缺的关键设备和工艺环节。

图35: GB200 NVL72 机柜采用液冷方案



资料来源: 英伟达, 浙商证券研究所

图36: AOI 工作原理图



资料来源: 桦鼎智能装备, 浙商证券研究所

我们认为, 公司与 N 公司合作关系稳定、供应资格稀缺性强、业务成长空间大, 有望形成公司第二成长曲线。我们高度看好公司该业务发展前景, 原因如下: (1) 公司目前与 N 公司合作的业务量与 N 公司自身销售产品的出货量高度相关, 当前 AI 计算高速发展, N 公司作为该领域全球领军, 产品需求量大, 业务空间广阔。(2) 由于 N 公司供应商认证周期长、难度高, 因此供货资格稀缺, 公司进入 N 公司供应链后将保持稳定长期的合作供货关系, 预计公司将持续受益于 N 公司产品需求增长及更新迭代。(3) 除了目前已对接的三类产品以外, 基于公司自身技术水平、交付能力、业务经验, 未来也有望进一步拓展新业务合作, 实现收入体量的逐步扩大, 打造公司第二成长曲线。

4.3 积极拥抱 AI 浪潮, 布局 AI 技术赋能行业客户

公司拓展 AI 相关技术储备及产品规划, 为客户提供更加多样的产品及服务。公司在人工智能领域已推出 Plato AI 智能识别管理系统、HES 音视频记录仪和 AI 检测测试平台。Plato AI 边缘节点智能识别管理系统通过 AI 赋能无人化巡检, 有效提升运维效率, 大幅降低人力巡检强度, 实现查确率 95%、查全率 95%、AI 算力在 6Tops 以上, 可应用于交通、能源、电力、金融等行业及政企单位、博物馆。HES 音视频记录仪结合 5G+AI 技术, 可实现 5G/4G 全频段超高清视频回传、PTK 高精度定位、可视化全局触控等, 算力高达 3.5Tops, 满足电网电力维修、建筑安全施工、行车记录管理、铁路巡查监测等多场景远程调度需求。

图37: Plato AI 智能识别管理系统



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图38: HES 音视频记录仪



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

根据公司 24 年中报，公司主营产品为显示控制产品，经过几年的产品规划和持续投入，公司业务已拓展为专业视听、虚拟现实、人工智能。业务拆分及关键假设如下：

- 专业视听产品：**公司营收持续修复，2023 年公司营收实现增长，YOY 高达 31.03%，我们判断行业及公司经营拐点已至，公司发布自研专业芯片有望提升毛利率，假设显示控制业务 24-26 年营收同比增速分别 20%/20%/20%，毛利率分别 60%/61%/62%。
- 虚拟现实产品：**公司积极拓展 XR 新兴领域，有望充分享受行业快速增长长期带来的红利。由于虚拟业务为 23 年新业务，体量较小，处于起步阶段，假设增速较高且明年加速增长，因此假设虚拟现实产品业务 24-26 年营收同比增速分别为 20%/30%/30%，毛利率保持为 27%。
- 人工智能产品：**公司与 N 公司达成业务合作，有望持续获取订单，实现配套产品业务快速增长。24H1 人工智能产品收入 0.15 亿元，毛利率 58.6%，假设 24 年人工智能业务收入为 1.0 亿元，25-26 年营收同比增速均为 100%，毛利率 60%。

综上，测算得 24-26 年公司实现营收 6.55/8.74/12.20 亿元，归母净利润分别 1.07/1.53/2.33 亿元，YOY 分别+514%/42%/52%。

表6：业务拆分及预测（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	498.99	654.93	874.25	1220.14
专业视听产品	358.83	430.60	516.72	620.06
虚拟现实产品	75.09	90.11	117.14	152.28
人工智能产品	-	100.00	200.00	400.00
配套产品	61.66	30.83	37.00	44.40
其他业务	3.40	3.40	3.40	3.40
YOY	31.03%	31.25%	33.49%	39.56%
专业视听产品	3.85%	20.00%	20.00%	20.00%
虚拟现实产品	-	20.00%	30.00%	30.00%
人工智能产品	-	-	100.00%	100.00%
配套产品	99.25%	-50.00%	20.00%	20.00%
其他产品	-21.29%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	43.52%	53.84%	54.74%	55.69%
专业视听产品	52.25%	60.00%	61.00%	62.00%
虚拟现实产品	17.75%	27.00%	27.00%	27.00%
人工智能产品	-	60.00%	60.00%	60.00%
配套产品	25.44%	30.00%	30.00%	30.00%
其他产品	19.06%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：wind，浙商证券研究所

（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）

5.2 估值分析

取诺瓦星云、海康威视、索辰科技为可比公司。诺瓦星云聚焦于视频和显示控制核心算法研究及应用，与公司专业视听业务相似；海康威视产品覆盖视频监控系统的的核心设备，与公司专业视听业务相似；索辰科技专注于 CAE 软件研发，与公司的 N 公司基于 AI 的检测平台业务具有一定相似性。

公司 24-26 年 PE 为 66/46/31 倍，可比公司的 PE 均值为 46/34/25 倍，考虑公司拓展 XR、AI 等成长型新业务，同时与 N 公司合作业务壁垒较高、稀缺性强，我们认为公司估值水平当前被低估。

表7：公司及同业可比公司估值水平对比

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润 YOY			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
603516.SH	淳中科技	71	1.07	1.53	2.33	514%	42%	52%	66	46	31
301589.SZ	诺瓦星云	182	7.80	10.77	14.58	-28%	38%	35%	23	17	12
002415.SZ	海康威视	2,970	143.55	165.62	191.62	2%	15%	16%	21	18	16
688507.SH	索辰科技	67	0.71	1.00	1.47	24%	41%	46%	95	67	46
	平均	1,073	50.69	59.13	69.22	3%	17%	17%	46	34	25

资料来源：wind（2024 年 11 月 12 日收盘价，除淳中科技以外归母净利润来自 wind 一致预期），浙商证券研究所

5.3 风险提示

- （1）行业需求复苏不及预期的风险。**公司专业视听产品主要应用于指挥控制中心、智能会议室、AI 应用及商业应用等多媒体视讯场景，下游行业主要涉及政府、特定行业、展览展示、能源、交通、金融、广电、气象等，如果我国宏观经济环境发生较大的不利变化，经济增长持续放缓，将抑制公司产品下游行业与客户的需求，影响公司收入利润增长。
- （2）行业竞争加剧超预期的风险。**若行业竞争加剧，将对公司显控产品市场份额及毛利率水平产生不利影响。
- （3）公司业务拓展不及预期的风险。**公司基于多年技术积累，除传统专业视听产品外拓展虚拟现实、人工智能等新赛道业务，业务属于较早期阶段，如果客户及市场拓展不及预期，对公司收入利润增长造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1142.48	1314.95	1546.55	1888.27
现金	556.03	750.72	952.45	1192.88
交易性金融资产	232.60	200.00	180.00	160.00
应收账款	245.57	210.74	235.96	286.55
其它应收款	3.54	4.07	6.75	8.55
预付账款	9.49	10.00	15.23	18.97
存货	82.83	124.50	139.61	206.69
其他	12.41	14.92	16.55	14.63
非流动资产	401.52	366.87	329.97	294.07
金融资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	11.90	15.98	15.79	14.56
固定资产	271.61	239.55	206.12	173.37
无形资产	13.82	11.02	5.53	0.91
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	104.18	100.31	102.53	105.22
资产总计	1544.00	1681.81	1876.52	2182.34
流动负债	181.43	198.17	242.06	323.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	122.90	123.08	166.52	227.78
预收账款	0.00	0.16	0.07	0.14
其他	58.53	74.93	75.46	95.24
非流动负债	288.85	294.17	303.81	313.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	288.85	294.17	303.81	313.98
负债合计	470.28	492.34	545.87	637.13
少数股东权益	0.62	(7.68)	(19.52)	(37.50)
归属母公司股东权	1073.09	1197.16	1350.16	1582.71
负债和股东权益	1544.00	1681.81	1876.52	2182.34

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	119.99	126.82	149.25	183.79
净利润	16.13	99.11	141.17	214.56
折旧摊销	26.79	24.87	25.20	25.00
财务费用	14.71	2.88	(0.34)	(3.17)
投资损失	(7.01)	(10.41)	(8.71)	(9.56)
营运资金变动	79.25	52.16	7.76	21.76
其它	(9.89)	(41.78)	(15.82)	(64.79)
投资活动现金流	139.47	51.63	41.22	43.19
资本支出	17.83	15.08	16.46	15.77
长期投资	6.43	(1.38)	(1.23)	1.28
其他	115.21	37.93	25.99	26.15
筹资活动现金流	45.75	16.23	11.26	13.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.75	16.23	11.26	13.45
现金净增加额	305.21	194.68	201.73	240.43

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	498.99	654.93	874.25	1220.13
营业成本	281.84	302.32	395.65	540.58
营业税金及附加	5.77	9.64	12.79	16.64
营业费用	72.85	94.97	122.39	164.72
管理费用	45.46	62.22	78.68	103.71
研发费用	81.16	98.24	126.77	170.82
财务费用	14.71	2.88	(0.34)	(3.17)
资产减值损失	7.86	1.41	5.04	9.63
公允价值变动损益	4.40	4.40	4.40	4.40
投资净收益	7.01	10.41	8.71	9.56
其他经营收益	14.94	16.18	16.21	15.78
营业利润	15.68	114.26	162.60	246.95
营业外收支	(0.33)	(0.33)	(0.33)	(0.33)
利润总额	15.34	113.92	162.26	246.62
所得税	(0.79)	14.81	21.09	32.06
净利润	16.13	99.11	141.17	214.56
少数股东损益	(1.35)	(8.31)	(11.83)	(17.99)
归属母公司净利润	17.48	107.42	153.00	232.54
EBITDA	33.80	142.74	188.82	269.91
EPS（最新摊薄）	0.09	0.53	0.76	1.15

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	31.03%	31.25%	33.49%	39.56%
营业利润	(59.40%)	628.75%	42.31%	51.88%
归属母公司净利润	(41.31%)	514.41%	42.44%	51.98%
获利能力				
毛利率	43.52%	53.84%	54.74%	55.69%
净利率	3.23%	15.13%	16.15%	17.58%
ROE	1.66%	9.49%	12.14%	16.17%
ROIC	0.67%	8.41%	10.37%	13.27%
偿债能力				
资产负债率	30.46%	29.27%	29.09%	29.20%
净负债比率	1.36%	0.76%	0.85%	0.77%
流动比率	6.30	6.64	6.39	5.84
速动比率	5.84	6.01	5.81	5.20
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.41	0.49	0.60
应收账款周转率	2.14	3.02	4.21	5.01
应付账款周转率	3.69	3.24	3.62	3.62
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.53	0.76	1.15
每股经营现金	0.59	0.63	0.74	0.91
每股净资产	5.79	5.93	6.69	7.84
估值比率				
P/E	406.61	66.18	46.46	30.57
P/B	6.08	5.94	5.27	4.49
EV/EBITDA	100.51	43.24	31.67	21.27

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>