

公司为业内领先的专业音视频解决方案提供商。公司产品连接信息采集和显示系统，适用于指挥控制中心、智能会议室商业娱乐及 AI 应用等多媒体视讯场景，广泛应用于特定行业/应急管理/电力/能源/党政机关/教育/商业等领域，核心下游主要集中在特定行业信息化部署中。公司于 2011 年在北京成立，2018 年在上海证券交易所主板挂牌上市，是 星闪联盟成员。

特定行业订单延迟落地致近年业绩承压，预计 24 年下游景气度加速反转。预计 25 年国内显控设备行业规模超过 100 亿元，且 5G 建设持续推进，超高清视频助力显控行业发展。特定行业等下游行业景气度回暖，24 年主业恢复确定性加大。1) 随着十三五军队机械化转向十四五的智能化，预计十四五最后两年 24、25 年军工信息化预算加速落地；2) 中央财政于 23Q4 增发万亿元国债，重点投向包含应急能力提升工程，将加强各级应急智慧部体系建设，公司有望受益。预计随着传统业务下游需求恢复及新拓展业务成效显现，业绩增长有望提速；费用较为刚性，规模效应将带动利润加速释放。

突破音视频领域专业芯片、夯实核心竞争力&贡献业绩增量。自研音视频处理 ASIC 芯片于 23 年完成流片，目标是自用+外销，有望提升整体公司毛利率并增厚业绩。基于十余年音视频算法积累，24 年 4 月一次性推出三款芯片：1) 寒烁：全球首发 LED “ALL IN ONE” 一体化芯片，告别传统采用发送卡/接收卡、网线和高功耗的时代，使用场景更为广阔；2) 宙斯：国产首颗自主可控的专业音视频处理 ASIC 芯片，突破海外芯片“卡脖子”的问题，自用有望提高公司毛利率，高清音视频 ASIC 芯片领域存在较大的 空间，未来外销贡献业绩增量；3) 雷神：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/智能家居等领域。

取得 N 公司供应商代码，测试及检测平台业务有望打开成长空间。取得了 N 公司的 Vendor Code，业务含各类产品的测试与检测平台，目前正在对接的产品包括：液冷测试平台、基于 AI 的检测平台、各种测试板卡等，与 N 公司对接的业务实现了从“0”到“1”的突破，海外业务收入 同比显著增长；随着 N 公司产品的快速迭代，公司适配的产品系列也在持续增加。预计订单将逐季加速落地，PO 订单的稳步增长将为公司业绩提升注入新动能。

投资建议：公司持续拓展音视频系统产品线和下游；自研芯片实现突破，有望提升毛利率、夯实核心竞争力；与 N 公司合作的测试及检测平台今年起逐步贡献业绩增量。预测公司 2024-2026 年归母净利润为 0.9/1.3/2.0 亿元，对应 PE 为 58/39/26x。结合公司壁垒及增速，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动，技术迭代不及预期，原材料成本增加，N 公司合作不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	499	634	811	1,075
增长率 (%)	31.0	27.1	27.8	32.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	17	91	134	200
增长率 (%)	-41.5	420.0	47.1	49.9
每股收益 (元)	0.09	0.45	0.66	0.99
PE	300	58	39	26
PB	4.9	4.2	3.9	3.5

资料 : Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 09 月 06 日收盘价)

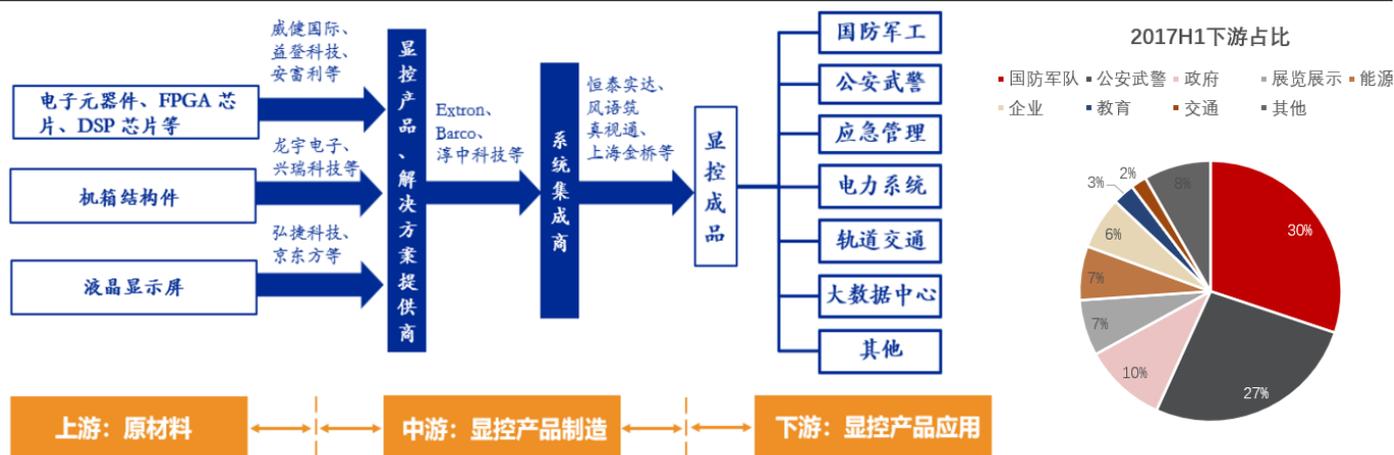
推荐
首次评级
当前价格:
26.02 元

目录

1 淳中科技：领先的专业音视频解决方案提供商	3
1.1 国内领先显控企业，下游主要为特定行业	3
1.2 营收主要 于显控产品，业绩拐点已现	4
1.3 股权结构稳定，股权激励彰显发展信心	6
2 横向拓展前沿新品，下游需求反转夯实基本盘	8
2.1 预计 24 年特定行业需求景气度反转，超高清趋势推动行业持续增长	8
2.2 推出 AR、AI 等新产品，有望贡献业绩增量	10
3 纵向自研显控芯片，有望降本并增强核心竞争力	13
4 取得 N 公司供应商代码，进军算力检测业务打开成长空间	15
5 盈利预测与投资建议	17
5.1 盈利预测假设与业务拆分	17
5.2 估值分析	18
5.3 投资建议	19
6 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

下游行业中特定行业占比接近 60%。公司显控产品广泛应用于社会各行业的指挥控制中心、智能会议室及商业应用等多媒体视讯场景：①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。② 智能会议室：政府大型会议室、企业会议室、视频会议室、培训报告厅等相关应用场景。③商业应用：博物馆、展览馆、规划馆等传统应用场景；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。据招股说明书，公司特定行业营收占比最高，2017H1 占比接近 60%，政府约占 10%左右，其余行业占比较低。

图3：显控行业产业链



资料：淳中科技招股说明书，民生证券研究院整理

1.2 营收主要 于显控产品，业绩拐点已现

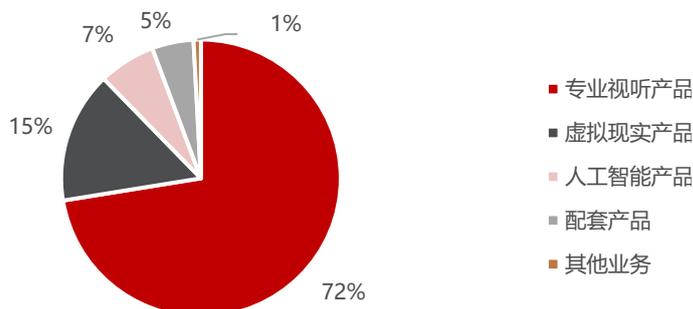
公司产品品类已拓展为专业视听、虚拟现实、人工智能和专业芯片四大系列。其中，专业视听产品（信号处理、音频会议、平台管理、中央控制、传输接口）24 年上半年收入占比超过 7 成，虚拟现实产品占 15.32%。

图4：公司四大产品线



资料：公司官网，民生证券研究院

图5：公司 24H1 收入结构

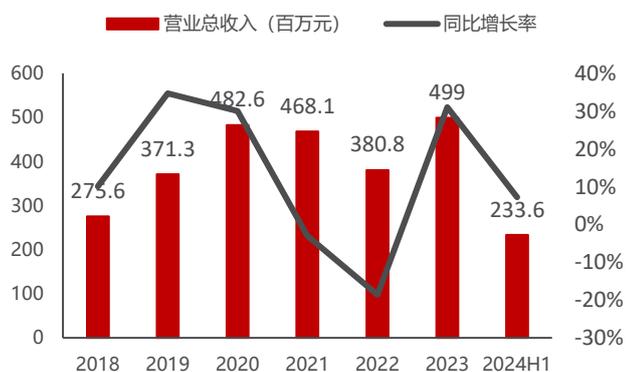


资料：ifind, 民生证券研究院整理

特定行业订单延迟落地致近年业绩承压，23 年业绩拐点已现。受益于下游行业信息化的发展，18-20 年公司总营收持续攀高，从 2.76 亿元增至 4.83 亿元，CAGR 为 32.33%，归母净利润也从 18 年的 0.85 亿元增至 20 年的 1.28 亿元，CAGR 为 22.86%。21-22 年下游需求疲软致产品订单额下降，叠加芯片供应链紧张，公司业绩承压，22 年特定行业订单延迟影响凸显，营收同比下降 18.6%，归母净利润同比下降 64.7%。23 年公司营收 4.99 亿元，同比增长 31%，收入快速增长主要由于下游需求逐步恢复且公司不断丰富产品系列，新推出了虚拟现实产品，对收入增长贡献较大。23 年归母净利润为 0.18 亿元，同比下降 40.27%，利润承压主因 1) 公司毛利率因收入结构变动和芯片涨价承压，非特定行业毛利率相对较低、新产品毛利率较低；2) 前瞻布局新产品加大费用投入所致，且股份支付费用同比增加。

24H1 实现收入 2.34 亿元，同比增长 7.22%，主因公司重点行业客户业务需求逐步复苏，公司产品品类拓展前瞻布局新赛道 AI 板块从“0”到“1”带来业务增量；归母净利润为 0.39 亿元，同比增长 494%，利润显著增加的原因主要在于 1) 公司注重提高签约合同质量，综合毛利率较上年同期回升 9.87 个百分点；2) 公司对内提高运营效率，降本增效，期间费用同比略有下降 3) “淳中转债”于 2024 年 4 月完成转股和强赎，相应减少了债券利息费用。

图6：2018-2024H1 公司营收及同比增长率



资料：ifind, 民生证券研究院

图7：2018-2024H1 归母净利润及同比增长率

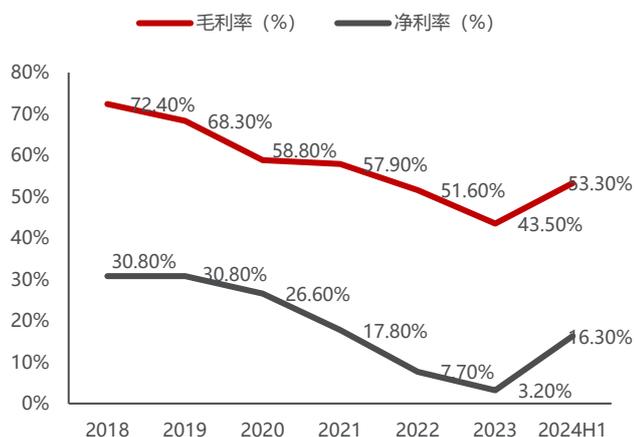


资料：ifind, 民生证券研究院

研发费用逐年增高，18-22 年公司研发费用分别为 0.47/0.5/0.62/0.66/0.72

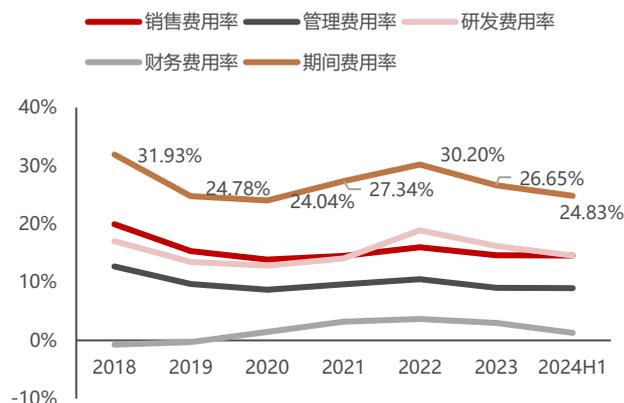
亿元；23 年公司总的期间费用率为 26.65%，同比下降 3.55pct，呈向好趋势。公司前置投入已初步成效，多款新品、芯片面世；规模效应下，费用较为刚性、趋于稳定，公司净利润有望随收入增长逐步释放。

图8：2018-2024H1 毛利率和净利率情况



资料：ifind, 民生证券研究院

图9：2018-2024H1 年公司费用率情况

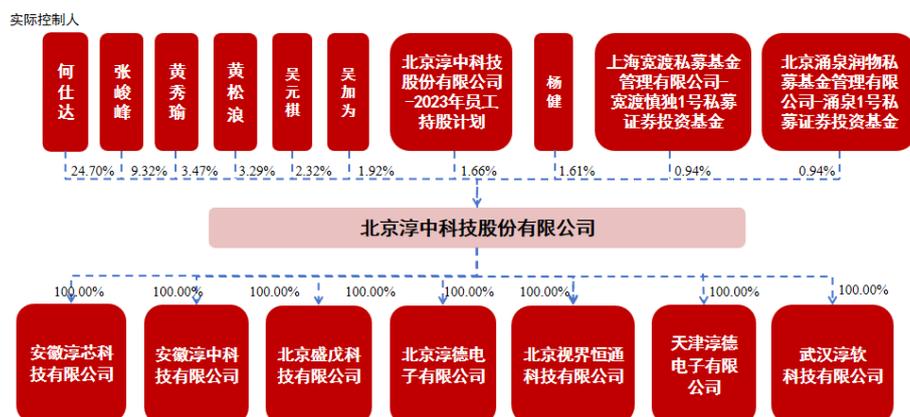


资料：ifind, 民生证券研究院

1.3 股权结构稳定，股权激励彰显发展信心

公司股权结构相对集中，高管持股近四成。截至 2024 年 8 月 20 日，公司董事长何仕达持股比例为 24.7%，为公司的实际控制人，副总经理张峻峰持股 9.3%，研发中心负责人黄秀瑜持股 3.5%。三位高层合计持股 37.5%，股权结构较为集中。此外，公司 2023 年员工持股计划持股占比 1.66%。

图10：公司股权结构图（截至 2024H1）



资料：ifind, 民生证券研究院整理

23 年发布股权激励计划，彰显公司发展信心。23 年 5 月公司发布 2023 年股票期权激励计划，授予 221 位技术核心骨干共 324 万份股票期权，授予价为 17.93 元/份。考核年度为 2023-2024 年两个会计年度，以公司 2022 年营业收入或净利润为基数，授予股票期权各年度业绩考核方式为满足以下两个条件之一：

1、以 22 年净利润为基数，23 年净利润增长率不低于 150%，24 年净利润增长率不低于 200%；2、以 22 年营收为基数，23 年营收增长率不低于 50%，24 年营收增长率不低于 100%。

2024 年 2 月 1 日公司发布股份回购公告，公司以集中竞价交易方式回购公司股份，本次回购股份价格不超过 30 元/股，回购股份的资金总额为不低于人民币 2000 万元且不超过人民币 4000 万元，回购期限自第三届董事会第二十五次会议审议通过回购股份方案之日起 12 个月。回购资金 为公司自有资金。

表1：公司股权激励计划解锁条件（对应业绩）

	2022 年	2023 年	2024 年
营收（百万元）	380.8	571.2	761.6
营收 yoy（以 22 年为基数）		50%	100%
净利润（百万元）	29.3	73.3	88.0
净利润 yoy（以 22 年为基数）		150%	200%

资料：公司股权激励计划授予公告，民生证券研究院预测

2 横向拓展前沿新品，下游需求反转夯实基本盘

2.1 预计 24 年特定行业需求景气度反转，超高清趋势推动

行业持续增长

军队信息化建设有望加速。《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》明确指出要加快国防和军队现代化，加快机械化信息化智能化融合发展。23 年特定行业订单延迟落地，24、25 年是十四五最后两年，军队信息化预算有望加速落地。国防支出预算从 2016 年的 0.95 亿元增加到 2024 年的 1.67 亿元，为加快国防信息化建设进程做了良好保障。**军队指挥系统是军事信息化的首要表现形式。**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。整套系统通常需要采用最新一代的音视频同步处理技术，所有设备均采用模块化的设计，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。

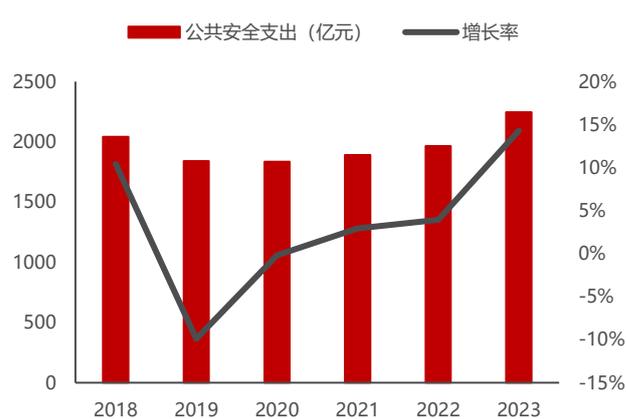
公安部门迫切需要推进信息化建设，公安支出预算增长。作为一个城市的治安维护和交通管理部门，必须涵盖整个辖区内的视频监控信息，同时要确保对视频监控信息的实时监控、调用、管理。作为统筹全局的指挥控制室亦对显控系统提出了更高的要求，需要能够收集各类信息指标，并能够引导系统做出判断。据财政部消息，中国 2023 年公共安全支出为 2245.58 亿元，同比增长 14.3%，近年来我国公共安全支出呈上升态势，为全力建设信息化社会安防体系提供保障。

图11：2016-2024 年财政部国防支出预算



资料：财政部，民生证券研究院

图12：2018-2023 年公共安全支出



资料：财政部，民生证券研究院

公司在特定行业经验丰富、优势凸显。公司推出的 Poseidon（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、OSD 字幕滚动等、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、某战时指挥部、某军分区指挥中心等大量国防项目的建设，为我国的国防

信息化建设贡献了自己的力量。且公司推出的显控系统设备，包括编解码系统、KVM矩阵、高清数字混合矩阵、录播系统等，能够满足公安领域的不同需求。公司已经参与完成了全国数百个公安监控指挥中心的建设。

图13: KVM 系统现场展示

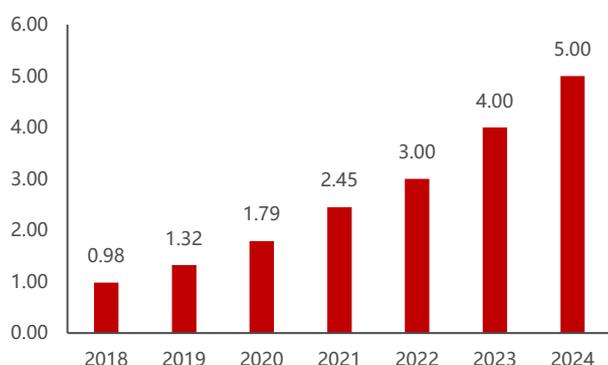


资料：公司招股说明书，民生证券研究院整理

5G 建设持续推进，超高清视频助力显控行业发展。超高清视频是继视频数字化、高清化之后的新一轮重大技术革新。22 年我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元，4K 产业生态体系基本完善，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。截至 22 年年底，我国超高清视频产业规模约 3 万亿元，25 年将进一步增至 5 万亿元，市场空间广阔。

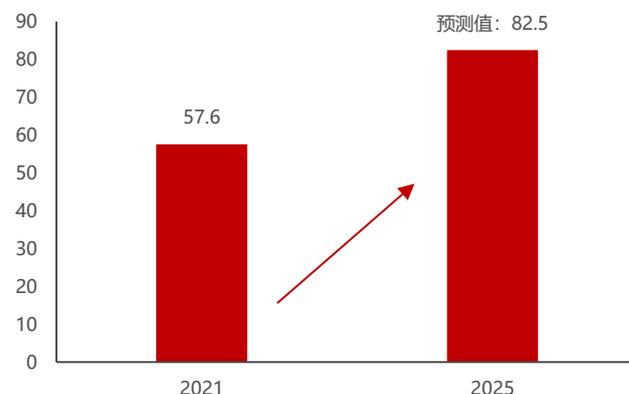
LED 显示控制及视频处理产品在 LED 整机的成本构成占比约 10%，显示控制设备下游以 LED、LCD、OLED 及激光投影等显示屏生产商为主。22 年后下游行业需求回暖，叠加小间距 LED/XR/5G+超高清视频等技术的发展，带动 LED 行业发展，进而驱动显控设备行业发展。据诺瓦星云招股说明书，25 年国内显控设备行业规模超过 800 亿元。

图14: 18-24 年中国超高清视频产业规模预测(万亿元)



资料：，民生证券研究院

图15: 25 年预计显示控制设备市场超 800 亿元 (单位: 十亿元)



资料：诺瓦星云招股说明书，民生证券研究院

竞争对手包括老牌欧美设备厂、国内视频解决方案厂。目前以 Extron、Barco 等欧美国家的专业设备厂商为第一梯队，这些公司具备多年信号数据处理

经验，产品覆盖面广，销售渠道完善。国内在该领域起步较晚，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品牌，但发展初期都不具备核心技术研发实力，产业以进口引入和加工生产为主。国内同行业上市公司包括小鸟股份、卡莱特、诺瓦星云等，其中卡莱特和诺瓦星云主要做二合一的视频处理设备（将显示控制系统发送器集成在视频处理设备），淳中科技和小鸟股份主要侧重视频处理设备。

表2：国内可比公司介绍

	淳中科技	小鸟股份	卡莱特	诺瓦星云
主营业务	集中式产品，整体音视频解决方案	分布式产品	LED 显示控制及视频处理设备龙头，赶上了 LED 的间距变小趋势	从发射接收卡龙头，切入显控行业，LED 显示控制及视频处理设备龙头，赶上了 LED 的间距变小趋势
下游客户	党政军公安指挥中心、应急管理厅等	智慧城市，全球安防龙头公司、国家机关、事业单位	LED 显示屏生产商	利亚德、洲明科技、艾比森、强力巨彩、联建光电等 LED 行业龙头，大华股份等安防行业龙头
21 年市占率	/	/	12%	34%
23 年营收 (亿元)	4.99	/	10.20	30.54

资料：诺瓦星云招股书、卡莱特招股书，民生证券研究院整理

2.2 推出 AR、AI 等新产品，有望贡献业绩增量

海外苹果推出 Vision Pro 促进 XR 应用落地场景打开。24 年 2 月苹果推出 Vision Pro，是一款融合了 AR 与 VR 技术的面部穿戴式计算机，实现更智能的交互和对现实世界的广泛感知，旨在为用户提供沉浸式的体验，同时保持与真实世界的连通性。随着苹果打通 MR 整个产业链，国内外 MR 相关厂商有望快速跟上，形成产业生态，从而推动产业更快发展，颠覆智能手机生态。

国内虚拟现实政策加速落地。工信部于 20 年 3 月在《关于推动工业互联网加快发展的通知》中提出要引导平台增强现实/虚拟现实等新技术支撑能力，强化全流程数字化功能集成；21 年国务院在《十四五规划》中明确提出，要推进沉浸式视频应用、推进人机交互技术应用；22 年工信部、教育部等五个部门联合印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》发展目标，到 26 年虚拟现实产业总体规模力争超过 3500 亿元，虚拟现实终端销量超过 2500 万台，培育 100 家具有较强创新能力和行业影响力的骨干企业。有望加速国内虚拟现实产业加速发展。

AR 增强现实产品的市场规模持续成长，相关硬件技术仍在不断成熟，特别是 AR 增强现实与 AI 技术结合的潜力，吸引了众多行业头部企业的持续关注和投入。据 IDC 预测，至 28 年全球 AR 增强现实设备出货量有望达到 1,090 万部，自 24 年至 28 年的市场规模 CAGR 有望达到约 87.1%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/788050051127006124>