

2022年04月23日

淳中科技 (603516.SH)

# 显控解决方案龙头，自研芯片提升公司综合竞争力

■显控设备及解决方案专业供应商，军队领域应用突出。公司专注于多媒体行业细分领域显示控制行业，核心产品为显示控制系统设备，包括拼接处理类、矩阵切换类、坐席协助类、信号传输设备类、中央控制类等。产品主要适用于指挥控制中心、会议室及展示等多媒体视讯场景，下游行业主要涉及国防军队、公安武警、应急管理，其中军工、公安武警信息化为公司核心业务。

■下游景气带来广阔市场空间，显控行业迎来发展机遇。国防领域投入力度持续加大，2022年国防支出预算为14504.5亿元，同比增长7.1%，增幅较2021年的6.8%上调0.3个百分点。根据智研咨询，2020年军工信息化市场规模1029亿元，同比+7.0%，预计2025年我国军工信息化市场规模有望达到1462亿元。公安大数据智能化建设应用积极推进，根据中研普华研究院，2020年公安信息化市场规模916.3亿元，同比+13.1%，2015~2020年CAGR达13.7%。随着国家应急管理体系逐步完善，应急管理市场规模有望快速扩大，根据前瞻产业研究院预测，2021~2025年应急管理市场规模GAGR达13%，2025年应急管理市场规模有望达到3.3万亿元。

■自研芯片持续推进，车载业务有望成为新增长点。2020年8月公司发行了3亿元的可转换公司债券用于营销渠道建设及专业音视频处理芯片开发。实现显控芯片自主可控一方面将充分满足下游军工、公安等行业的保密性要求，另一方面有助于节约成本提升产品毛利率。同时公司入股车载光学影像解决方案供应商瞰瞰科技，未来有望加大在车载领域投入力度，车载显控市场有望成为公司新增长点。

■投资建议：公司下游应用市场景气发展，信息化程度提升带动显控设备需求。自研芯片持续推进有望满足下游自主可控需求并带动产品毛利率提升。积极拓展车载领域应用有望打开公司新增长空间。我们预计公司2022/23/24年营业收入6.2/8.5/11.6亿元，预计净利润1.3/2.0/2.7亿元。考虑到公司成长性突出，结合可比公司估值及公司净利润增速我们给予公司2022年25倍PE，对应目标市值32.8亿元，对应目标价14.00元。首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

■风险提示：芯片流片失败风险，下游需求不及预期，车载业务拓展进程不及预期

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	482.6	468.1	622.6	852.9	1,160.0
净利润	128.3	83.1	131.3	203.5	274.1

## 公司深度分析

证券研究报告

系统设备

投资评级 **增持-A**

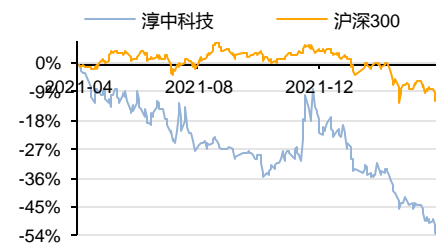
首次评级

6个月目标价：**14.00元**  
 股价(2022-04-22) **11.49元**

### 交易数据

总市值(百万元)	2,141.00
流通市值(百万元)	2,127.78
总股本(百万股)	186.34
流通股本(百万股)	185.19
12个月价格区间	11.49/24.75元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.49	-26.09	-43.47
绝对收益	-18.8	-38.46	-54.39

张真楨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001  
 zhangzz2@essence.com.cn

刘浩天

报告联系人

liuht1@essence.com.cn

### 相关报告

每股收益(元)	0.69	0.45	0.70	1.09	1.47
每股净资产(元)	5.51	5.72	6.03	6.79	7.82

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	17.1	26.4	16.7	10.8	8.0
市净率(倍)	2.1	2.1	2.0	1.7	1.5
净利润率	26.6%	17.8%	21.1%	23.9%	23.6%
净资产收益率	12.5%	7.8%	11.7%	16.1%	18.8%
股息收益率	2.4%	0.0%	1.2%	2.8%	3.7%
ROIC	25.3%	17.4%	25.3%	29.8%	31.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 显控设备及解决方案专业供应商，军队领域应用突出</b> .....	<b>5</b>
1.1. 深耕显示控制领域，产品应用领域广泛.....	5
1.2. 股权集中度较高，核心管理团队稳定.....	6
1.3. 业绩短期承压，毛利率保持较高水平.....	7
<b>2. 显控产品应用领域广泛，下游高景气带来广阔增量空间</b> .....	<b>8</b>
2.1. 显控产品下游应用广泛，应用场景丰富.....	8
2.2. 下游高景气带来广阔市场空间，显控行业迎来发展机遇.....	9
2.2.1. 国防军工信息化高速发展.....	9
2.2.2. 公安信息化快速普及.....	11
2.2.3. 应急管理万亿级市场空间.....	11
2.2.4. 智慧城市快速建设.....	12
2.3. 5G+超高清政策支持，显控行业迎来发展新机遇.....	13
<b>3. 产品竞争优势显著，业务拓展有望开辟新增长点</b> .....	<b>14</b>
3.1. 产品矩阵完善，竞争优势显著.....	14
3.2. 自研芯片持续推进，布局车载业务有望成为新增长点.....	17
<b>4. 盈利预测及估值</b> .....	<b>17</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展路线图.....	5
图 2: 公司产品品类丰富.....	5
图 3: 公司产品应用领域广泛.....	6
图 4: 公司股权架构图.....	6
图 5: 公司营业收入增速下滑（单位：亿元）.....	7
图 6: 2021~2022Q1 归母净利润负增长（单位：亿元）.....	7
图 7: 军工、公安武警业务占比近 1/2（单位：亿元）.....	7
图 8: 积极开拓国内市场（单位：亿元）.....	7
图 9: 毛利率保持较高水平，净利率下降.....	8
图 10: 研发费用稳定提升（单位：亿元）.....	8
图 11: 期间费用率短期上升.....	8
图 12: 显控产品产业链.....	9
图 13: 显控项目系统结构.....	9
图 14: 国家财政国防支出稳定提升（单位：亿元）.....	10
图 15: 预计 2025 年军工信息化市场规模超 1400 亿元（单位：亿元）.....	10
图 16: 军队指挥中心显控系统解决方案.....	10
图 17: 某基地导调控制大厅多功能综合信号处理平台.....	10
图 18: 国家财政公共安全支出保持稳定（单位：亿元）.....	11
图 19: 公安信息化市场空间广阔（单位：亿元）.....	11
图 20: 公安指挥中心显控系统解决方案.....	11
图 21: 上海市某公安分局情指一体化实战平台建设项目.....	11
图 22: 应急管理拥有万亿级市场空间（单位：万亿元）.....	12

图 23: 某省应急管理中心图像处理与可视化控制解决方案.....	12
图 24: 应急指挥调度综合管控平台.....	12
图 25: 中国智慧城市试点数量逐年增加 (单位: 个) .....	13
图 26: 智慧城市市场支出规模快速增长 (单位: 亿美元) .....	13
图 27: 呼和浩特城市大脑.....	13
图 28: 江苏省某市城市运行管理中心.....	13
图 29: 超高清无损画质传输.....	14
图 30: 超高清超低延迟显示.....	14
图 31: 预计 2023 年显控市场规模超过 200 亿元 (单位: 亿元) .....	14
图 32: 中华人民共和国 70 周年大庆活动信息化保障工作.....	16
图 33: 某基地导调控制大厅多功能信号综合处理平台.....	16
图 34: 公司不断拓展新产品.....	17
表 1: 核心管理团队人员简介.....	6
表 2: 显控产品矩阵完善, 应用场景丰富.....	15
表 3: 可转债募投项目说明.....	17
表 4: 可比公司估值情况.....	18

## 1. 显控设备及解决方案专业供应商，军队领域应用突出

### 1.1. 深耕显示控制领域，产品应用领域广泛

行业领先的显控设备系统及解决方案提供商，专注显示控制行业。北京淳中科技股份有限公司成立于2011年，2018年2月在沪市A股主板上市。公司自成立以来，始终专注于多媒体行业细分领域显示控制行业，主要从事显控系统产品及解决方案的设计、研发、生产、销售及维护。公司根据发展规划，在2013-2021年分别成立视界恒通、英国海达、美国淳中、淳德电子、盛茂科技、安徽淳芯、安徽淳中和武汉淳软等多家子公司，分别负责销售市场开拓、软件开发、芯片研发等业务。经过多年发展，公司已经成长为行业领先的显控设备系统及解决方案提供商。

图 1：公司发展路线图



资料来源：公司年报，招股说明书，安信证券研究中心

核心产品为显示控制系统设备，应用领域广泛。公司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，属于多媒体信息系统的“信息呈现系统”-“显控系统”方向。公司产品具体包括拼接处理类、矩阵切换类、坐席协助类、信号传输设备类、中央控制类等。产品主要适用于指挥控制中心、会议室及展示等多媒体视讯场景，广泛应用于军事、政治、经济、科教、文化等领域，下游行业主要涉及国防军队、公安武警、应急管理、展览展示、能源、交通、金融、广电、气象等。

图 2：公司产品品类丰富



资料来源：公司官网，安信证券研究中心



图 3：公司产品应用领域广泛

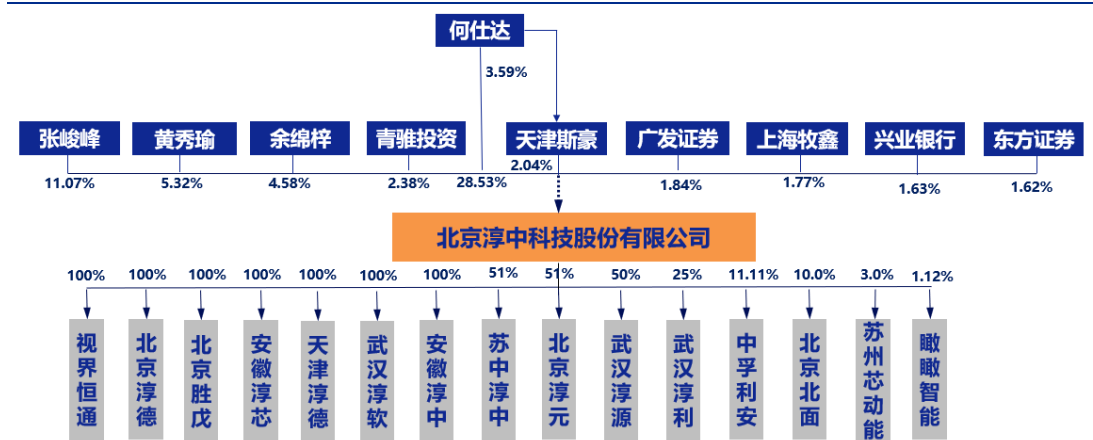


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 1.2. 股权集中度较高，核心管理团队稳定

根据公司 2021 年三季度报告，何仕达直接持有公司 28.53% 的股份，并通过天津斯豪企业管理咨询中心员工持股平台间接持有公司 2.04% 的股份，共直接和间接控制公司总股本的 30.57%，为公司实际控制人。公司前四大股东何仕达、张峻峰、黄秀瑜、余绵梓为公司发起人，合计持有公司股份 49.5%。自公司成立以来，公司股权结构清晰，基本保持稳定。公司核心管理团队大多于公司上市之前便加入，团队人员稳定，经验丰富，有一位董事深耕监控设备技术研发，让公司保持较强的研发创新能力。

图 4：公司股权架构图



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：核心管理团队人员简介

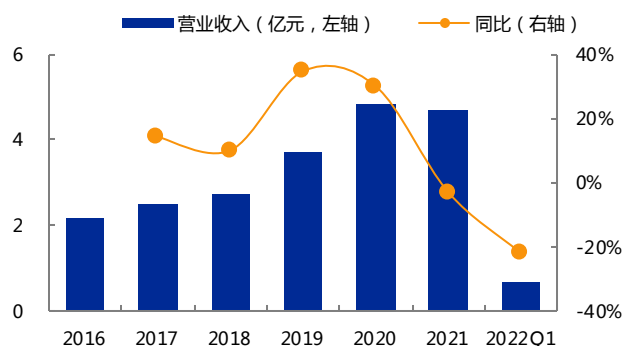
姓名	职位及背景
何仕达	董事长、总经理。本科毕业，清华大学 EMBA。历任北京亨达麦海科技发展有限公司技术支持、北京博睿联创科技发展有限公司销售经理、北京淳中科技发展有限公司总经理、北京铭软云视科技有限公司监事，2011 年 5 月至 2015 年 8 月担任淳中视讯执行董事，2015 年 8 月至今担任公司董事长、总经理。
张峻峰	董事、副总经理。曾任职北京博睿联创科技发展有限公司，北京淳中科技发展有限公司生产部经理、采购部经理，淳中视讯生产部经理、采购部经理；2015 年 8 月至今，担任公司董事和副总经理。
付国义	董事、副总经理、董事会秘书。历任新华联集团会计、财务部副经理、财务部经理，北京吉野家快餐有限公司财务部副经理，淳中发展财务部经理，淳中视讯财务部经理；2015 年 8 月至今，担任公司董事、副总经理、董事会秘书。
王志涛	董事。硕士研究生学历。历任北京智趣科技有限公司工程师、普天信息技术研究院有限公司高级工程师、淳中视讯研发项目组组长；2015 年 8 月至今，担任公司董事。主导研发了公司 APOLLOPro（阿波罗 Pro）拼接处理设备，国内首次提出在传统拼接器基础上增加大屏直控、级联开窗、源端控制等新技术。
程锐	财务总监。硕士研究生学历，注册会计师，高级会计师。历任北京通达耐火技术股份有限公司财务部经理助理，北京全路通信信号研究设计院有限公司资产财务部副部长，东方网力科技股份有限公司财务部经理，中非发展基金有限公司外派财务总监；2019 年 2 月起任公司财务部总监。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

### 1.3. 业绩短期承压，毛利率保持较高水平

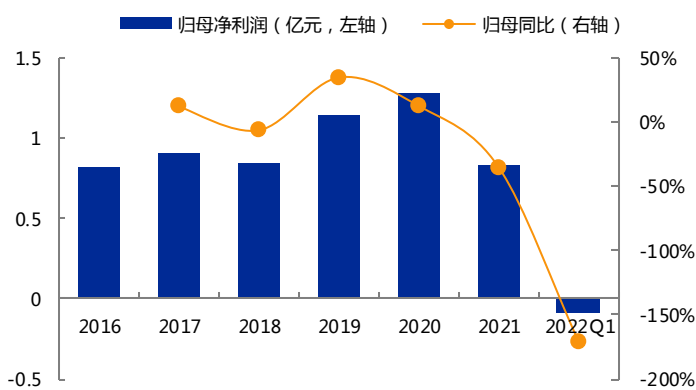
营收增速下滑，归母净利润负增长。2021 公司营业收入 4.7 亿元，同比-3.01%，2022Q1 公司营业收入 0.7 亿元，同比-22%，增速较 2020 年下降 93pct，主要因甲方项目实施节奏等原因大订单占比有所下滑；2021 归母净利润 0.83 亿元，同比-35.2%，2022Q1 归母净利润-0.08 亿元，同比-171%，主要系确认可转债利息、企业所得税汇算清缴补税所致。2021 确认可转债利息费用同比增长 938.07 万元，2020 年度企业所得税汇算清缴补记所得税费用 562 万元也计入本报告期。此外，部分芯片价格上涨导致产品毛利率略有下滑、研发及销售人员增加也是净利润下降的重要因素。预计随着行业需求的增长和大订单的落地，公司营收有望恢复增长。

图 5：公司营业收入增速下滑（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

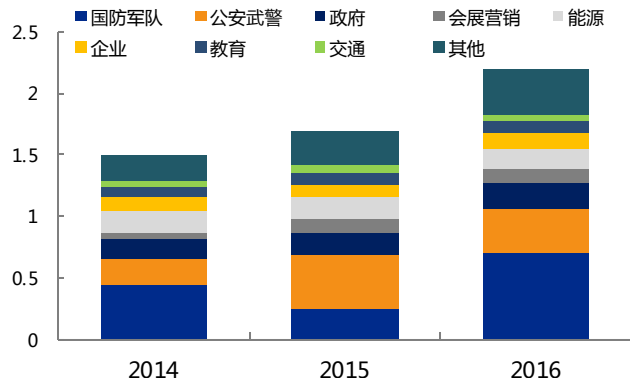
图 6：2021~2022Q1 归母净利润负增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

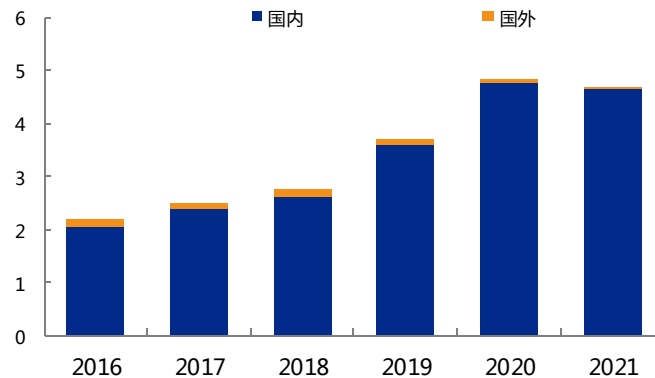
军工、公安武警信息化为公司核心业务，国内业务规模快速扩张。公司的核心业务为军工、公安武警信息化，2014~2016 年占收入的比重超过 40%；公司深耕国内市场，2021 年国内业务营收 4.63 亿元，同比-3.01%，占营业收入 98.72%；国外业务营收 0.06 亿元，同比-3.05%。

图 7：军工、公安武警业务占比近 1/2（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心（注：公司 2016 年后不再披露分行业营业收入）

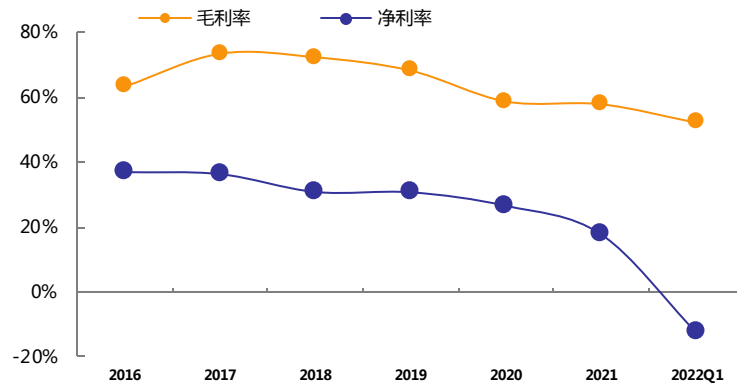
图 8：积极开拓国内市场（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

毛利率维持高位，净利率有所下滑。2021 年公司毛利率为 58%，2022Q1 公司毛利率为 52%，较 2021 年同期下降 10.1pct，维持较高水平；2021 年公司净利率为 17.6%，2022Q1 公司净利率为-15.3%，较 2021 年同期下降 26.39pct，主要由于确认可转债利息、企业所得税汇算清缴补税、芯片采购成本及人工费用上升等因素导致净利润负增长。

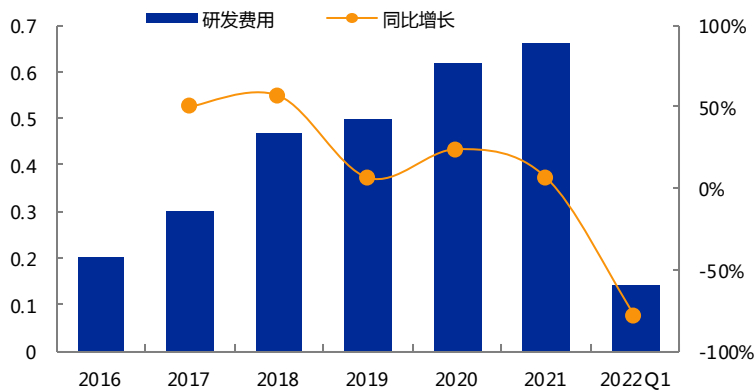
图 9：毛利率保持较高水平，净利率下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

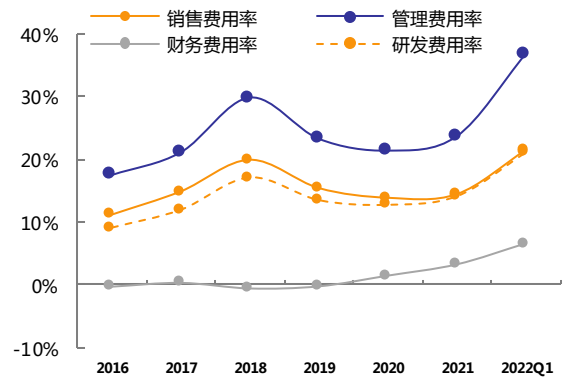
研发费用稳定提升，期间费用率短期上升。2021 公司研发费用 0.66 亿元，同比+6.45%，主要由于公司增加芯片研发投入，同时加大引进研发人员所致；期间费用率方面，销售费用率 14.46%，较 2020 年上升 0.58pct，主要由于销售人员增长所致。管理费用率 23.68%，较 2020 年上升 2.3pct，主要是新办公楼投入使用房屋折旧及装修摊销增加所致。财务费用率 3.28%，较 2020 年上升 1.79pct，主要是按实际利率法确认可转债利息费用所致。研发费用率 14.12%，较 2020 年上升 1.36pct，主要是研发人员增加及自研芯片投入等所致。预期未来可转债转股率上升以及自研芯片落地，期间费用率有望下降。

图 10：研发费用稳定提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：期间费用率短期上升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

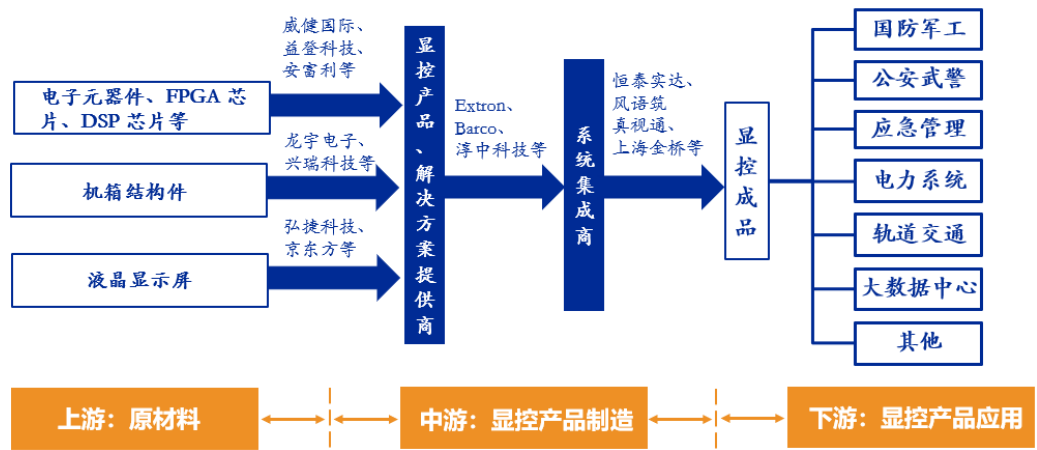
## 2. 显控产品应用领域广泛，下游高景气带来广阔增量空间

### 2.1. 显控产品下游应用广泛，应用场景丰富

显控产品下游应用广泛。从产品上下游关系上来划分，显控系统产业链的上游是电子元器件、音视频芯片、机箱结构件、液晶显示屏生产厂商，中游是显控产品、解决方案提供商以及系统集成商，下游用户主要包括国防军工、公安武警、应急管理、电力系统、轨道交通、大数据中心等行业，下游应用十分广泛。目前，用户构建视音频系统的目的、需求呈现出显著的专业化、精细化、个性化和复杂化趋势，显控产品及解决方案提供商市场地位有望提升。



图 12: 显控产品产业链



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

**显控产品应用场景丰富。**显控系统及设备主要应用于指挥控制中心、会议室及展示等多媒体视讯场景。各场所的应用情况为：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，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。主要运用于军队信息化指挥中心、公安武警指挥监控中心、应急管理指挥中心等。②会议室：会议市场开始向电信网、广播电视网和计算机通信网融合方向发展，通过传输线路及多媒体设备，将声音、影像及文件资料互传，实现即时互动沟通。主要运用于政府大型会议室、企业会议室等③展示：近年来开始以多媒体技术来增加参观人员的观赏性和参与性，将声、光、电技术大量应用到内容的呈现。主要运用于博物馆、展览馆等。

图 13: 显控项目系统结构



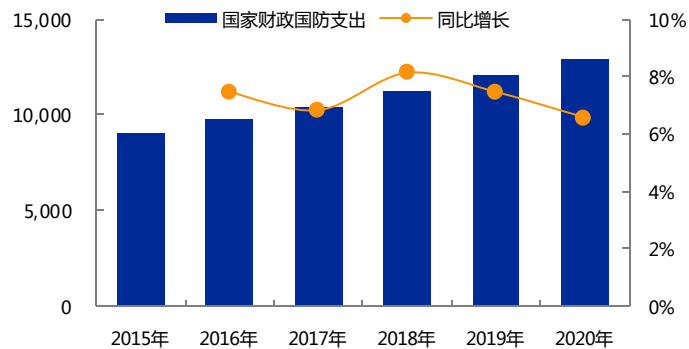
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

## 2.2. 下游高景气带来广阔市场空间，显控行业迎来发展机遇

### 2.2.1. 国防军工信息化高速发展

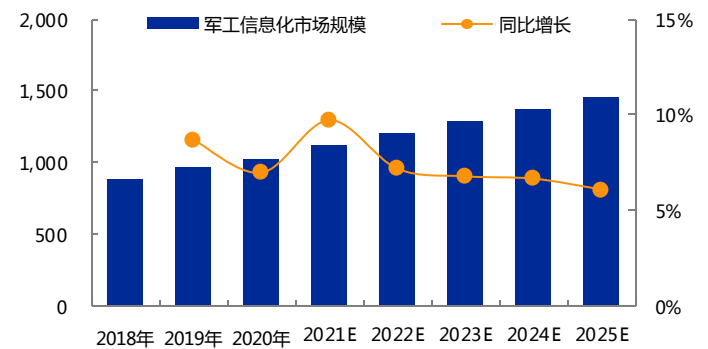
国防信息化是现代战争的发展方向。2019年7月，国务院新闻办公室发表《新时代的中国国防》白皮书，提到：新时代中国国防和军队建设的战略目标是，到2020年基本实现机械化，信息化建设。2021年3月发布的“十四五”规划指出：加快机械化信息化智能化融合发展。随着规划纲要的发布，未来国防支出中信息化武器装备及战略设备的占比有望持续提升。3月5日，根据财政部在全国人大会议上提交的政府预算草案报告，中国2022年国防支出预算为14504.5亿元人民币(折合成美元计算约为2295亿美元)，同比增长7.1%，增幅较2021年的6.8%上调0.3个百分点。根据智研咨询,2020年军工信息化市场规模1029亿元，同比+7.0%，预计2025年我国军工信息化市场规模有望达到1462亿元。

图 14：国家财政国防支出稳定提升（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 15：预计 2025 年军工信息化市场规模超 1400 亿元（单位：亿元）



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

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。

图 16：军队指挥中心显控系统解决方案



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 17：某基地导调控制大厅多功能综合信号处理平台



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

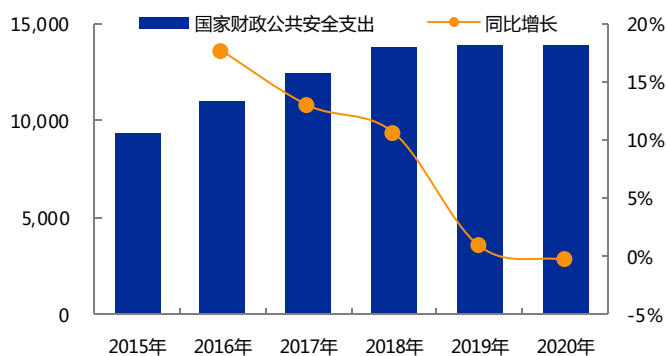
军工元宇宙兴起，带动军工显控需求。2021年12月，北京电子工程总体研究所发布“虚拟孪生-元宇宙协同建模仿真方法研究”的军工需求公告。根据公告，上述项目的研究目标为：针对元宇宙、虚拟孪生等新型虚拟环境交互理念对作战训练带来的新理念新启示，开展支撑虚拟孪生复杂性/动态性的元宇宙体系描述方法等技术研究，形成作战任务想定虚拟空间协同编辑平台，探索将装备数字化接入元宇宙场景的建模仿真方法，为军事训练等应用多人协同

场景编辑提供技术基础。随着我国国防政策方针从“强军稳步推进”转变为“全面练兵备战”，数字孪生、AR/VR、仿真等技术在国防军工领域的应用将越来越多，公司有望从中受益。

### 2.2.2. 公安信息化快速普及

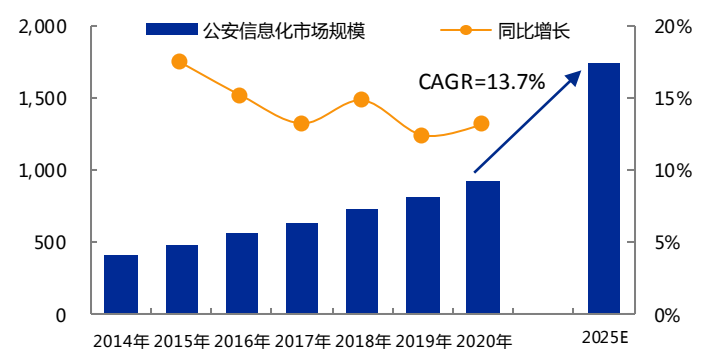
公安部门作为一个城市的治安维护和交通管理部门，必须涵盖整个辖区内的视频监控信息，同时要确保对视频监控信息的实时监控、调用、管理，而且目前我国疫情防控工作仍要继续进行，需要购置大批显控产品。2020年1月全国公安厅局长会议指出：要积极推进公安大数据智能化建设应用。2021年3月发布的“十四五”规划也提到要编织全方位、立体化、智能化社会安全网。2020年，国家财政公共安全支出13862.9亿元，与2019年基本持平。根据中研普华研究院，2020年公安信息化市场规模916.3亿元，同比+13.1%，2015~2020年CAGR达13.7%，预计2025年公安信息化市场规模有望达到1742.3亿元。

图 18：国家财政公共安全支出保持稳定（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

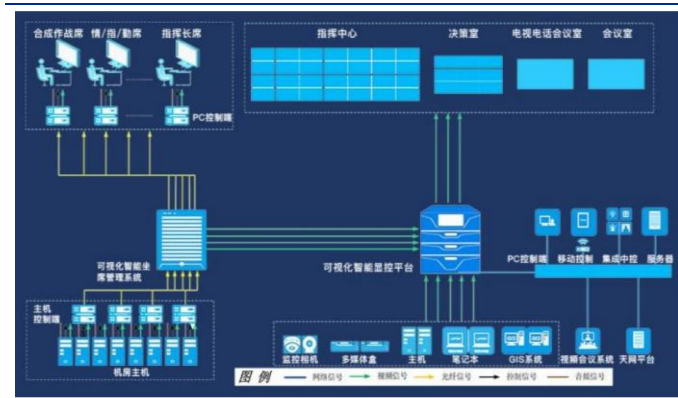
图 19：公安信息化市场空间广阔（单位：亿元）



资料来源：中研普华研究院，安信证券研究中心

信息化社会治安防控体系的建设要求公安系统内的国保、治安、刑侦、经侦、交巡警、网络等职能部门在面对突发性重大案件或者事件需要其他行政或企事业单位如工商、电信运营商、环保、质检等的配合时，各个原本独立的业务职能部门能够无缝的对接，信息互通，在碎片化信息汇总情况下通过大数据分析，做出及时趋势研判并且采取有效行动。显控系统和设备能够解决海量信息和信号源的采集、传输和互相推送，大大提高公安工作效率。公共安全信息化的迅速普及有望拉动显控市场规模增长。

图 20：公安指挥中心显控系统解决方案



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 21：上海市某公安分局情指一体化实战平台建设项目



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

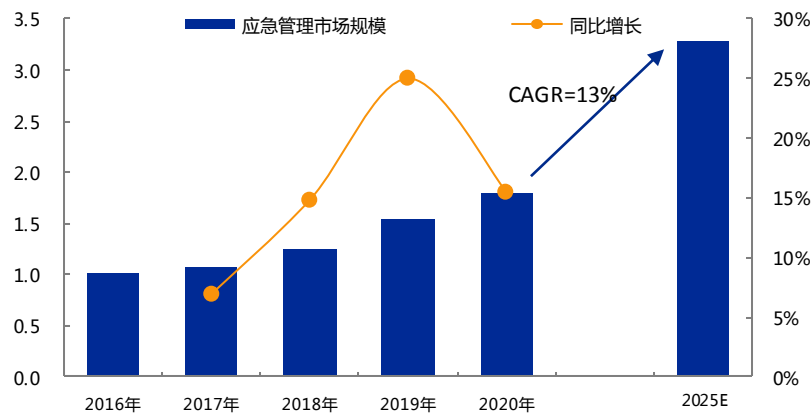
### 2.2.3. 应急管理万亿级市场空间

应急管理是指政府及其他公共机构在地震、洪水、火灾等突发事件的事前预防、事发应对、



事中处置和善后恢复过程中，通过建立必要的应对机制，采取一系列措施，保障公众安全，近年来全球极端天气及自然灾害频发，席卷全球的新冠疫情更是让各国看到建设更高效的现代化应急管理机制的重要性。2018年，我国成立应急管理部，着力建设现代化应急管理平台，2019年11月，中共中央政治局第十九次集体学习强调以信息化推进应急管理现代化，我国“十四五”规划也提出要完善国家应急管理体系。自应急管理部成立以来，各省市开始积极建设信息化应急管理中心，应急管理市场规模快速扩大，2020年应急管理市场规模1.8万亿元，同比+15.4%。根据前瞻产业研究院预测，2021~2025年CAGR达13%，2025年应急管理市场规模有望达到3.3万亿元。

图 22：应急管理拥有万亿级市场空间（单位：万亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

现代化应急管理体系需要建设信息化、智能化应急管理指挥中心，对显控系统及设备提出了更高的要求，需要能够收集各类信息指标，进行信号传输、图像管理与可视化控制，并能够引导系统做出判断。我们认为，应急管理正向信息化智能化发展，未来会广泛运用大数据、AI、人工智能等手段，现代化应急管理系统的建设会对显控设备及系统产生巨大需求。

图 23：某省应急管理中心图像处理与可视化控制解决方案



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 24：应急指挥调度综合管控平台



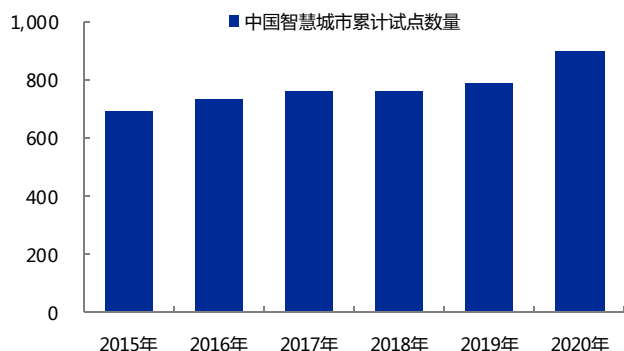
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

#### 2.2.4. 智慧城市快速建设

在“双碳”目标和“数字中国”愿景的驱动下，绿色化、数字化、智能化的协同成为了“十四五”阶段的重要发展方向。智慧城市将城市的系统和服务打通、集成，可以提升资源运用的效率，优化城市管理和公共服务，以及改善市民生活质量。目前，中国各省市抢抓数字时代的战略机遇，将新型智慧城市建设上升为城市发展战略。根据住建部，截止2020年中国智慧城市试点数量达到900个，占全球智慧城市数量的50%。根据IDC中国，2020年中国智慧

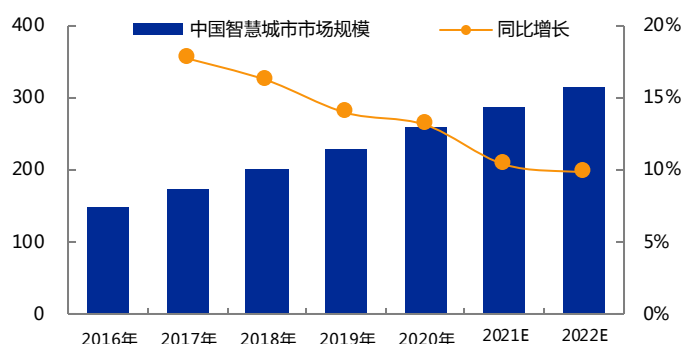
市场支出规模 259 亿美元，同比+12.7%，高于全球平均水平，为仅次于美国的支出第二大的国家，预计 2022 年我国中国智慧城市市场支出规模有望达到 313.8 亿美元。

图 25：中国智慧城市试点数量逐年增加（单位：个）



资料来源：住建局，安信证券研究中心

图 26：智慧城市市场支出规模快速增长（单位：亿美元）



资料来源：IDC 中国，安信证券研究中心

显控系统及产品可以将城市大脑的网络监控摄像机、超高分服务器、会议终端等设备的信号全部集中接入，综合控制管理，最终输出给 LED 大屏以及电视、投影等显示设备，实现完整系统传输处理与应用，满足视频、图像、态势图形、文字等多种信息的显示、控制、交互等功能实现，实现了指挥中心、研判室、会议室的全域共享以及实时信息展示、多维信息动态发布、多人协同办公、一键指挥调度管控等先进功能，打破了智慧城市建设中难以消除的数据壁垒与信息孤岛，实现了城市信息的共建共享与综合应用。新型智慧城市将成为城市建设的趋势，智慧城市的建设将会为显控产品带来广阔增量空间。

图 27：呼和浩特城市大脑



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 28：江苏省某市城市运行管理中心



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 2.3. 5G+超高清政策支持，显控行业迎来发展新机遇

**5G+超高清产业发展，带来万亿市场空间。**2019 年 3 月，工业和信息化部、国家广电总局、中央广播电台联合发布《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022）》，制定了“4K 先行，兼顾 8K”的总体技术路线，以大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。《行动计划》提出 2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元。而 2019 年 6 月，工信部正式发放 5G 商用牌照。5G 网络是超高清系统应用的重要场景，5G 相比 4G 网络所拥有的高带宽、低时延特点可以保证 4K 超高清图像和视频的清晰度，最大限度地还原图像的真实色彩，对广播电视、文教娱乐、安防监控、智能交通等多个下游行业均会带来发展良机。



图 29：超高清无损画质传输



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

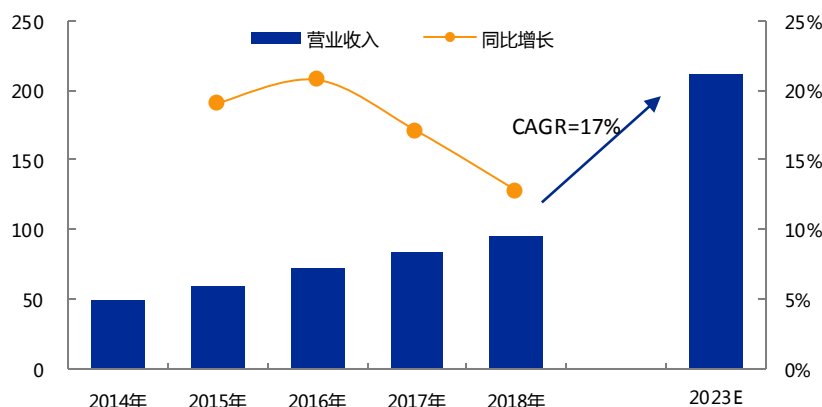
图 30：超高清超低延迟显示



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

**超高清政策支持、下游行业高景气，显控行业迎来发展机遇。**超高清产业的发展必然会对信号传输与处理产生巨大需求，显控产品发挥着连接显示单元和信号资源之间的核心传输、处理、控制的重要作用，未来有望充分收益于超高清视频产业的高速发展。而且军工信息化、公安信息化、应急管理、智慧城市等下游行业高景气，对显控产品产生巨大需求。根据智研咨询预测，2023 年显控市场规模有望达到 211.5 亿元，显控行业未来市场空间广阔，迎来发展机遇。

图 31：预计 2023 年显控市场规模超过 200 亿元（单位：亿元）



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

### 3. 产品竞争优势显著，业务拓展有望开辟新增长点

#### 3.1. 产品矩阵完善，竞争优势显著

**公司产品矩阵完善，应用场景丰富。**公司是业内领先的专业音视频（ProAudio&Visual）控制设备及解决方案提供商，以图像处理设备和矩阵切换设备为市场切入点，经过多年的研发和拓展，逐步形成了设备和平台两大类主要产品，具体包括拼接处理类、坐席协助类、矩阵切换类、信号传输类、边缘融合类、中央控制类、音频会议类设备以及管理平台、显控协助平台等，产品矩阵完善。公司产品广泛应用于社会各行业的指挥控制中心、会议室及展览展示等多媒体视讯场景，目前客户涵盖国防军工、政府部门、应急管理、交通、电力、金融、广电、展览展示、气象、航空航天等行业，为各层级的大数据中心、智慧城市、智慧交通、超高清应用、智能电网、智能政务、智慧气象等业务提供产品及服务。

**表 2: 显控产品矩阵完善, 应用场景丰富**

功能分类	产品分类	产品型号	产品外形	功能	应用场景
<b>设备类</b>					
拼接处理类	大屏拼接处理设备	Kloud、MOBIUS 系列、 APOLLOPro-V4 系列		实现多路各类视频信号输入, 并通过图像缩放、倍频倍线等处理, 将图像传送至 DLP、LCD、小间距 LED 等显示单元的图像处理系统	军队、公安武警、应急管理指挥控制中心
	画面分割器	TMV 系列		将多个图像在一个显示屏上分窗口显示	多媒体广告宣传, 大屏幕显示工程等
坐席协助类	光纤坐席管理设备	Multico 系列		支持超高清视频信号采集与传输, 可提供高品质的图像还原和图像细节	坐席协助
	分布式坐席管理设备	Kloud 系列		远距离音视频传输功能, 分布式坐席管理功能与分布式大屏拼接管理功能, 支持鼠标滑屏, 图像抓取推送等实用功能	机场空管、广播电视、银行金融、能源建设、教育教学
矩阵切换类	混合矩阵切换设备	TITANS 系列		将数字或模拟音视频信号从任意一个输入通道切换到任意一个输出通道的硬件信号切换	大屏幕显示工程、电视教学、安防监控、指挥控制中心
	传统矩阵切换设备	MUSE 矩阵切换器、Titans600S SDI 矩阵		用于对视频信号和音频信号进行切换和分配	指挥控制中心
信号传输类	编解码传输设备	NYX 信号传输系列 双引擎分布式节点		超低延时、高清无损画质的音视频远距离传输服务	联合指挥、机场空管、会议通讯、楼宇间信息共享
	光传输设备	TriF 系列、Multicon 系列		将音视频信号转换为光纤信号以实现几十公里以上长距离传输的设备	指挥控制中心
	双绞线传输设备	HDBT 系列		将音视频信号转换为双绞线信号以实现几十米以上中距离传输	指挥控制中心
	无线传输设备	TEX 系列		把 2 路 HDMI 高清信号无损、低延时通过无线传输到 HDMI 接收器上实现单屏 (PIP/POP) 显示	会议室、教育领域
	网络传输软件	RVC 交互式虚拟控制软件		将 PC 电脑上各类应用程序的窗口和屏幕画面, 以及音频和键鼠信号进行抓取和编码, 实现在 TCP/IP 网络上进行传输和远程控制	坐席会议
边缘融合类	图像边缘融合设备	VMARS 系列		将多台投影机输出的投影图像无缝拼接成一幅超大图像的视频处理系统	博物馆、展览馆展示; 政府、公司会议室
中央控制类	中央控制设备	TCM 系列		将多媒体环境的各个系统有机地整合起来, 从而呈现给用户一个完整的、可靠的、个性化的、经济性的整体解决方案	会议室、家居自动化、楼宇自控、多功能厅、培训中心、指挥控制中心、展示中心、特种车辆、工业自动化
音频会议类	无纸化智能协作会务系统	TPS 系列		企事业单位无纸化会议室设计的全功能高稳定性方案, 可提供一键共享、一键同屏/投影、一键切换自主浏览、控制升降器和话筒的升降	会议室、培训室、多功能厅、指挥大厅
	会议讨论系统	TDC 系列		将全数字技术和传输技术引入会议系统, 将先进的数字技术、网络技术和音频技术很好地结合在一起, 实现了会议的实时链路	大型会议室、多功能厅
	音频处理器	TAP 系列		支持回声消除, 反馈抑制, 噪声消除、DANTE 网络互联等功能	会议室、多功能厅、培训中心、展厅、指挥控制中心
	分布式录播设备	TRC 系列		集录制、直播、导播、编解码和画面合成等功能于一体, 满足多场所多路视音频信号的录制需求	会议室、多功能厅、培训室、数字法庭、远程医疗
<b>平台类</b>					
管理平台	数字视频综合平台	ATHENA、KLOUD		可实现对信号节点和设备节点的统一接入、统一管理、统一控制。	指挥控制中心

可视化智能运维管  
理平台

VOMS



形成统一的资源、拓扑、性能、告警监测；建立从问题监测、故障告警、工单下发、到现场解决与问题反馈的标准闭环运维流程。

指挥控制中心

显控协作平台

多功能综合信号处  
理平台

Cronos 系列



同时具备矩阵切换、大屏拼接控制、KVM 坐席系统管理等功能

会议室、指挥控制中心

资料来源：公司官网，招股说明书，安信证券研究中心

**提供多场景显控解决方案，完成多个大型项目经验丰富。**针对不同行业的各种专业音视频项目，公司将各类显示控制产品融入到用户的应用场景中，结合用户的实际业务需求，提供先进可靠的可视化音视频传输处理等解决方案。公司为一系列标志性项目提供了设备及解决方案，如中华人民共和国 70 周年大庆活动、武汉军运会、中国国际进口博览会、中国人民解放军 90 周年大庆和北京大兴国际机场等。公司为建国 70 周年庆祝活动中提供了多套超高清图像信号处理与可视化控制系统，实现了指挥中心相关视频信号、监控信号、图文信息等多种内容的显示、控制、共享、交互等功能，为圆满完成庆祝活动提供了有力保障。公司在一系列标志性活动中积累了丰富的行业实施经验，拥有针对各行业不同需求提供成熟的行业解决方案能力。

图 32: 中华人民共和国 70 周年大庆活动信息化保障工作



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 33: 某基地导调控制大厅多功能信号综合处理平台



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

**拓展研发新产品，持续提升竞争力。**显控行业是先发优势较为明显的行业，对企业的综合技术水平要求较高。公司自成立以来始终从事显控系统设备及解决方案业务，一直处于行业领先地位，并且重视新产品研发拓展，持续提升公司竞争力。目前，公司拥有两个研发中心，一个芯片研发基地。根据公司 2021 半年报，2021H1 公司研发投入 3,130 万元，营业收入占比为 15%。公司新增专利申请 5 项，累计已获授权专利 49 项，其中发明专利 22 项，占中国业内 60%以上，在显控领域有多项业内领先的技术，如数据预处理、数据后处理、图像融合处理、码流接入等核心技术。公司产品品类不断丰富，分布式产品相较去年同期增长 144%，成为公司主力产品之一。新产品的推出，为公司未来的业绩增长提供了基础，在日趋激烈的市场竞争环境下，有望为公司赢得更多的市场空间。



图 34：公司不断拓展新产品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 3.2. 自研芯片持续推进，布局车载业务有望成为新增长点

显控芯片亟需国产替代，自研芯片落地有望提高公司毛利率。根据公司招股说明书，公司芯片采购金额占公司生产产品原材料采购金额比例高于 50%。同时，军工行业是公司的重要下游应用场景，对信息保密、安全可控要求高，显控产品亟需国产芯片替代。2020 年 8 月，公司发行了 3 亿元的可转换公司债券，其中 2 亿元用于专业音视频处理芯片的项目研发，项目由子公司安徽淳芯负责。我们预计自主可控的音视频芯片流片有望降低公司采购成本，进一步提高毛利率，更好地满足客户对安全可控的需求。

表 3：可转债募投项目说明

项目名称	实施地点	实施主体	主要内容	战略意义	预计投资总额 (亿元)
专业音视频处理芯片研发及产业化项目	安徽省合肥市高新区中安创谷科技园	淳芯科技	基于当前公司多款产品的功能特性，设计音视频处理 ASIC 芯片	替代公司现有产品的技术方案，在成本、功耗、面积、性能和自主可控等方面，做出全面的提升	2.2
营销网络建设项目	兰州、深圳、太原、昆明、桂林等 5 座城市	淳中科技	继续布局营销网络	现有营销网点基础上，整合营销资源，加大城市布局	0.6

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

布局车载视频应用领域，有望打开新的成长空间。根据瞰瞰科技官网，2021 年 10 月瞰瞰科技完成近亿元人民币 A 轮融资，由芯动能领投，淳中科技、盛约电子跟投。本轮融资后，瞰瞰科技将进一步加大核心光学影像技术和产品的研发投入，加速全栈光学影像解决方案和产品在智能汽车、IoT 等领域落地。随着汽车智能化延伸，多屏有望成为趋势，随着汽车智能座舱的不断普及，有望增加音视频的采集和显示模块。公司有望通过与瞰瞰科技合作，深度布局车载视频领域应用。

## 4. 盈利预测及估值

### 核心假设：

公司下游应用于军工、公安、电力、应急管理、智慧城市等多个领域，其中：

- 1) 军工领域受益于十四五期间军费开支提升及军队信息化程度提升，军工相关收入有望贡献公司主要业务增量。
- 2) 电力行业有望受益于电网信息化改造建设，公安、应急管理、智慧城市等领域有望受益

于城市综合治理能力提升，信息化需求稳步增长。

3) 自研芯片落地有望提升公司在信创项目中的产品竞争力，同时有望提升产品综合毛利率。基于以上假设我们预计公司 2022/23/24 年营业收入 6.2/8.5/11.6 亿元，预计净利润 1.3/2.0/2.7 亿元。

我们选取智能安防解决方案供应商海康威视、云视讯办公整体方案供应商齐心集团、云视频会议供应商会畅通讯作为可比公司。根据 wind 一致预期，可比公司 2021 年平均 PE25 倍 2022 年平均 PE16 倍。结合公司自研芯片进展及公司净利润增速我们给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应 6 个月目标市值 32.8 亿元，对应目标价 14.00 元。首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

表 4：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	最新市值 (亿元)	净利润 3 年复合增速	归母净利润 (亿元)				PE		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002415.SZ	海康威视	3,849	20%	133.9	168.4	196.9	234.2	23	20	16
002301.SZ	齐心集团	45	22%	2.0	2.0	2.8	3.7	23	16	12
300578.SZ	会畅通讯	32	34%	1.2	1.1	2.5	2.9	29	13	11
平均			26%	45.7	57.2	67.4	80.2	25	16	13
603516.SH	淳中科技	21	17%	1.3	0.8	1.3	2.0	26	16	11

资料来源：Wind，安信证券研究中心 注：市值日期为 2022 年 4 月 22 日

## 5. 风险提示

**芯片流片失败风险：**芯片流片存在风险，若流片结果不及预期可能导致公司自主可控产品推出晚于预期并可能需要追加相关投入

**下游需求不及预期：**公司产品销售与下游需求密切相关，同时下游需求由多方面因素共同影响，存在需求不及预期的风险。若下游需求不及预期可能导致公司盈利低于我们的预期。

**车载业务拓展进程不及预期：**车载业务拓展需要通过主机厂认证，认证进程存在不确定性。



**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	482.6	468.1	622.6	852.9	1,160.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	199.0	197.0	229.1	283.2	382.8	营业收入增长率	30.0%	-3.0%	33.0%	37.0%	36.0%
营业税费	6.6	7.0	9.3	12.8	17.4	营业利润增长率	1.1%	-21.3%	56.8%	55.0%	34.7%
销售费用	67.0	67.7	90.3	121.1	162.4	净利润增长率	12.3%	-35.2%	58.0%	55.0%	34.7%
管理费用	41.6	44.7	59.1	85.3	121.8	EBITDA 增长率	2.2%	-5.2%	49.5%	50.9%	33.5%
研发费用	61.6	66.1	84.0	115.1	156.6	EBIT 增长率	0.9%	-13.3%	57.8%	52.7%	34.1%
财务费用	7.2	15.4	6.2	6.0	6.5	NOPLAT 增长率	21.4%	-29.1%	42.2%	52.7%	34.1%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.9%	-2.0%	29.5%	25.7%	14.2%
加:公允价值变动收益	0.5	3.0	-	-	-	净资产增长率	23.2%	3.9%	5.4%	12.7%	15.2%
投资和汇兑收益	10.1	13.2	10.0	10.0	10.0	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	125.1	98.5	154.5	239.4	322.5	毛利率	58.8%	57.9%	63.2%	66.8%	67.0%
加:营业外净收支	0.0	0.0	-	-	-	营业利润率	25.9%	21.0%	24.8%	28.1%	27.8%
<b>利润总额</b>	125.2	98.5	154.5	239.4	322.5	净利润率	26.6%	17.8%	21.1%	23.9%	23.6%
减:所得税	-3.1	15.4	23.2	35.9	48.4	EBITDA/营业收入	26.2%	25.6%	28.8%	31.7%	31.1%
<b>净利润</b>	128.3	83.1	131.3	203.5	274.1	EBIT/营业收入	24.3%	21.8%	25.8%	28.8%	28.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	72	157	197	174	150
货币资金	459.9	278.6	256.9	327.4	384.1	流动营业资本周转天数	160	165	140	130	118
交易性金融资产	208.7	384.1	260.0	200.0	200.0	流动资产周转天数	606	781	568	424	359
应收账款	222.9	224.8	328.6	382.2	520.0	应收账款周转天数	169	172	160	150	140
应收票据	-	22.7	-	-	-	存货周转天数	54	68	46	40	36
预付账款	7.5	3.3	13.7	5.8	19.5	总资产周转天数	869	1,096	843	658	557
存货	77.8	99.7	59.4	129.4	104.6	投资资本周转天数	405	419	358	333	292
其他流动资产	30.6	10.0	23.2	21.3	18.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.5%	7.8%	11.7%	16.1%	18.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	5.7%	9.0%	12.2%	14.2%
长期股权投资	12.9	16.5	16.5	16.5	16.5	ROIC	25.3%	17.4%	25.3%	29.8%	31.8%
投资性房地产	4.3	24.0	24.0	24.0	24.0	<b>费用率</b>					
固定资产	105.5	301.8	378.2	448.0	520.6	销售费用率	13.9%	14.5%	14.5%	14.2%	14.0%
在建工程	222.6	0.6	40.3	60.2	70.1	管理费用率	8.6%	9.6%	9.5%	10.0%	10.5%
无形资产	10.7	19.6	15.0	10.3	5.7	研发费用率	12.8%	14.1%	13.5%	13.5%	13.5%
其他非流动资产	24.1	76.5	36.2	39.7	44.2	财务费用率	1.5%	3.3%	1.0%	0.7%	0.6%
<b>资产总额</b>	1,387.6	1,462.3	1,452.0	1,664.7	1,927.4	四费/营业收入	36.8%	41.4%	38.5%	38.4%	38.6%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	96.9	81.7	113.3	132.1	202.7	资产负债率	26.0%	27.1%	22.6%	24.0%	24.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	35.2%	37.1%	29.3%	31.5%	32.2%
其他流动负债	40.3	53.4	52.8	50.8	53.8	流动比率	7.34	7.58	5.67	5.83	4.86
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	6.78	6.84	5.31	5.12	4.45
其他非流动负债	224.3	261.0	162.5	215.9	213.1	利息保障倍数	16.31	6.63	25.91	40.90	50.61
<b>负债总额</b>	361.5	396.0	328.6	398.8	469.7	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.29	-	0.14	0.33	0.44
股本	133.3	186.6	186.3	186.3	186.3	分红比率	41.5%	0.0%	20.0%	30.0%	30.0%
留存收益	857.7	832.0	937.0	1,079.5	1,271.4	股息收益率	2.4%	0.0%	1.2%	2.8%	3.7%
<b>股东权益</b>	1,026.2	1,066.2	1,123.4	1,265.8	1,457.7						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.69	0.45	0.70	1.09	1.47
净利润	128.2	83.1	131.3	203.5	274.1	BVPS(元)	5.51	5.72	6.03	6.79	7.82
加:折旧和摊销	10.1	21.4	18.6	25.0	32.1	PE(X)	17.1	26.4	16.7	10.8	8.0
资产减值准备	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	2.1	2.0	1.7	1.5
公允价值变动损失	-0.5	-3.0	-	-	-	P/FCF	6.6	20.1	-19.6	29.2	15.3
财务费用	7.3	17.4	6.2	6.0	6.5	P/S	4.5	4.7	3.5	2.6	1.9
投资损失	-10.1	-13.2	-10.0	-10.0	-10.0	EV/EBITDA	30.3	27.2	9.9	6.7	4.8
少数股东损益	-0.1	-	-	-	-	CAGR(%)	16.6%	48.9%	4.8%	16.6%	48.9%
营运资金的变动	-23.5	0.8	-7.6	-97.9	-51.3	PEG	1.0	0.5	3.5	0.6	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	144.6	100.1	138.5	126.6	251.4	ROIC/WACC	2.5	1.7	2.5	2.9	3.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-236.1	-225.1	4.1	-40.0	-100.0	REP	2.8	3.5	1.0	0.7	0.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	291.6	-56.2	-164.2	-16.1	-94.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034