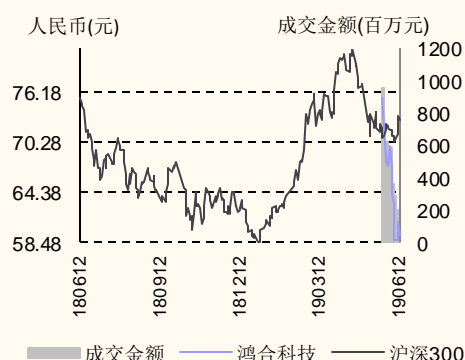


市场价格 (人民币): 59.20 元

目标价格 (人民币): 74.80 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	34.31
总市值(百万元)	8,124.25
年内股价最高最低(元)	75.47/58.69
沪深 300 指数	3691.10
中小板综	8623.17



## 受益教育信息化，引领 IWB 赛道

### 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.985	3.267	2.990	3.655	4.403
每股净资产(元)	7.22	8.83	12.62	17.19	22.66
每股经营性现金流(元)	0.21	4.27	4.01	3.93	5.30
市盈率(倍)	0.00	0.00	19.80	16.20	13.45
净利润增长率(%)	230.84%	64.55%	22.05%	22.23%	20.46%
净资产收益率(%)	27.50%	36.99%	31.59%	28.35%	25.90%
总股本(百万股)	102.92	102.92	137.23	137.23	137.23

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **智能交互显示行业龙头企业**：公司的核心产品智能交互显示产品主要面向教育信息化领域，同时向办公、会议会展、传媒等商用市场拓展，产品涵盖智能交互平板、电子交互白板、投影机、视频展台等，2015-2017 年公司 IWB（电子交互白板和智能交互平板）销量在全球市场连续三年位列第一。
- **“5 年内学龄人数增长+小班化教育+教育信息化”共同推进 IWB 行业持续增长**：1) 从出生人口数来看，至 2023 年学龄人数整体将保持小幅增长，进而带动对新增教室的需求；2) 我国中小学班级平均人数仍远高于发达国家，随着小班化教育逐渐在我国开始推行，教室需要量将会进一步增长；3) 智慧课堂/同步课堂将配备智能交互平板、投影机、电子互动白板等相关 IWB 硬件，预计未来五年 IWB 行业仍将维持 10% 左右的增速。
- **IWB 大尺寸趋势+原材料降价保证产品盈利能力**：公司 2018 年 75 寸以上销量占比 52.3%，随着行业 75 寸、86 寸产品份额不断提升，高阶产品仍将保证公司产品价格维持小幅上扬；公司原材料成本超 50% 来自于 LCD 面板，预计随着国内高世代线产能的不断投入和释放，大尺寸液晶面板短期内价格仍有下行空间，主要原材料价格下降有助于公司提高毛利率。
- **对比行业龙头，公司依靠产品性价比走差异化竞争路线**：相较行业龙头公司视源公司，公司 IWB 的产品价格低于对手 15-20%，具备一定的性价比优势；同时，公司依靠为海外知名品牌做 ODM/OEM 代工，利用海外品牌、渠道与教育资源快速开拓国际市场，这一模式在过去两年实现了巨大成功。

### 估值与投资建议

- 预计公司 2019-2021 年实现营收 51.72、62.85、76.75 亿元，实现归母净利润 4.10、5.02、6.04，对应 PE 分别为 19.8x、16.2x、13.5x 倍，给予公司 25x 合理目标估值，目标价为 74.8 元，首次覆盖“买入”评级。

### 风险提示

- 竞争对手诉讼的风险；财政性教育经费波动的风险；技术迭代过快的风险。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
(8621)61038318

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

鲁洋洋

联系人

luyangyang@gjzq.com.cn

张纯

联系人

zhang\_chun@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、鸿合科技：智能交互显示龙头企业.....	4
二、多维度看鸿合科技未来的成长性.....	5
2.1 下游需求增速如何? .....	5
2.2 原材料成本是否能够继续下行? .....	8
2.3 产品升级是否可持续? .....	10
2.4 中美贸易战对公司业务有多大影响? .....	12
三、智能交互显示行业竞争格局分析.....	12
四、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议.....	17
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: 公司新产品演进过程.....	4
图表 2: 公司营业收入.....	4
图表 3: 公司归母净利润.....	4
图表 4: 公司利润率.....	5
图表 5: 公司费用率.....	5
图表 6: 公司各业务营收占比.....	5
图表 7: 公司主要业务毛利率.....	5
图表 8: 鸿合科技同步课堂/智慧课堂模型.....	6
图表 9: 我国学龄儿童人数 (万人) .....	6
图表 10: 新出生人数 (万人) .....	6
图表 11: 中国教育经费开支 (亿元) .....	7
图表 12: 2018 年中国大陆 IWB 市场细分行业结构.....	7
图表 13: 2018 年中国大陆 IWB 市场细分行业结构.....	7
图表 14: 2012-2020 年教育信息化支出.....	8
图表 15: 2018 年公司原材料成本结构.....	8
图表 16: 公司液晶显示材料成本占比 .....	8
图表 17: 大尺寸液晶面板价格走势 (美元) .....	9
图表 18: 全球 10.5/11 代线投资规划 .....	9
图表 19: 全球液晶电视销量 (亿台) .....	10
图表 20: 液晶电视平均尺寸 .....	10
图表 21: 公司各尺寸智能交互平板销量.....	10
图表 22: 公司各尺寸智能交互平板毛利率 .....	10
图表 23: Promethean 营收 (亿元) .....	11
图表 24: Promethean 净利润 (亿元) .....	11

图表 25: 公司来自 Promethean 的营收.....	11
图表 26: 公司 Promethean 产品分类.....	11
图表 27: 公司按地区营收占比.....	12
图表 28: 网龙 2018 年各地区营收占比.....	12
图表 29: 2017 年 IWB 市场格局.....	13
图表 30: 2017 年国内传统投影机市场格局.....	13
图表 31: 总营收对比 (亿元) .....	13
图表 32: 智能交互平板营收对比 (亿元) .....	13
图表 33: 智能交互平板销量 (万台) .....	13
图表 34: 智能交互平板毛利率对比.....	13
图表 35: 存货周转天数 .....	14
图表 36: 应收账款周转天数 .....	14
图表 37: 经营性净现金流对比.....	14
图表 38: 经营性净现金流/净利润对比 .....	14
图表 39: ROE 对比.....	15
图表 40: ROA 对比 .....	15
图表 41: 研发支出对比 (亿元) .....	15
图表 42: 研发支出占比营收对比 .....	15
图表 43: 产品单价对比 .....	16
图表 44: 公司业务拆分 .....	16

## 一、鸿合科技：智能交互显示龙头企业

- 公司主营业务：**公司主要从事智能交互显示产品及智能视听解决方案的设计、研发、生产与销售，主要面向教育信息化领域，同时向办公、会议会展、传媒等商用市场拓展，形成了以智能交互平板、电子交互白板、投影机、视频展台等智能交互显示产品为基础，智能视听解决方案为拓展和延伸的多媒体电子产品业务。公司在过去接近 20 年，基于教学领域，针对不同应用场景，不断开拓各类新型产品。

图表 1：公司新产品演进过程

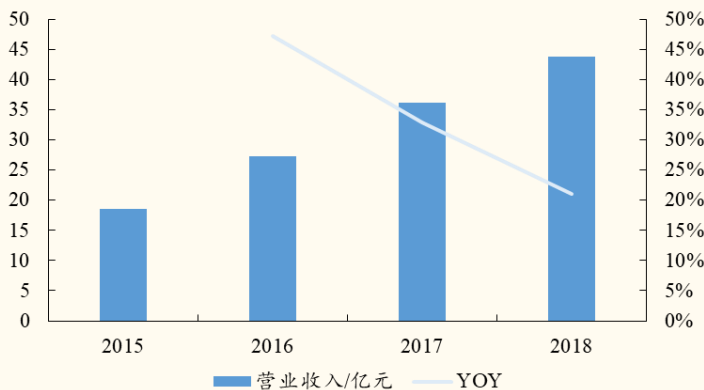


来源：招股说明书，国金证券研究所

- 快速成长的公司业绩：**2014-2018 年，公司业绩快速增长，营收 CAGR 为 33.3%，归母净利润 CAGR 为 83.9%，利润增速要显著快于营收增速。公司快速成长的业绩主要来源于公司业务毛利率的提升，整体毛利率从 2014 年的 19.6% 提升至 2018 年的 24.5%，提高 4.9 pct；净利率从 3.0% 提升至 2018 年的 7.7%，提高 4.7 pct。

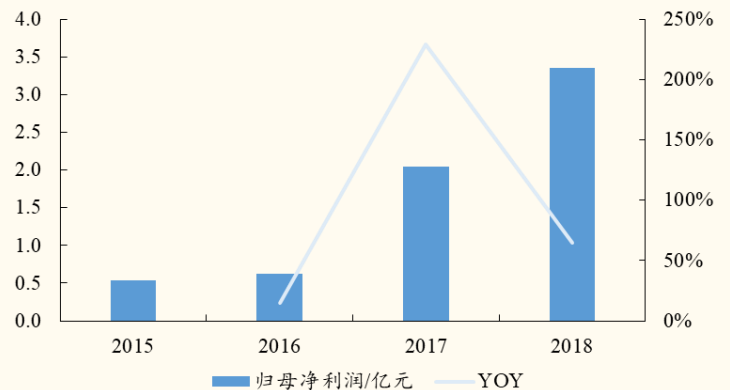
2019 年 Q1，公司整体业绩增速有一定放缓，实现营收 6.13 亿元，同比增长 6.48%，实现归母净利润和扣非后归母净利润分别为 0.18、0.06 亿元，同比增长-10.16%和 3032.00%。从 2018 年的季度业绩来看，公司 Q1 是公司的销售淡季，18Q1 营收占比全年仅为 13.2%，因此 Q1 业绩波动相对会比较剧烈。

图表 2：公司营业收入



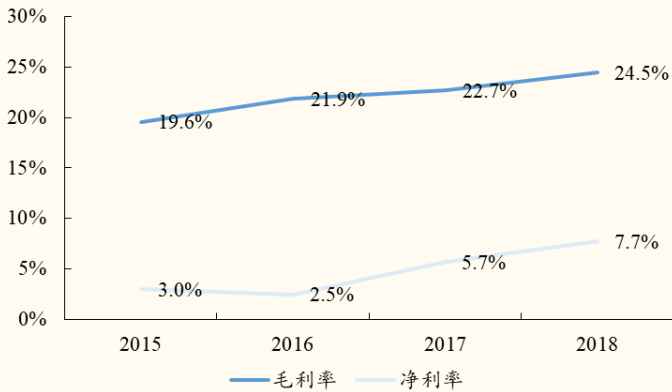
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利润



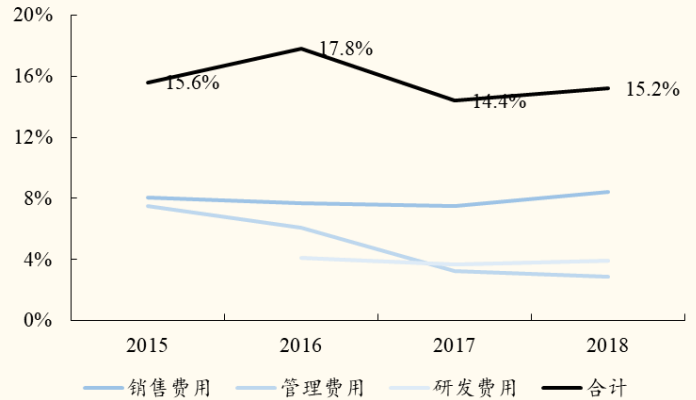
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司利润率



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：公司费用率

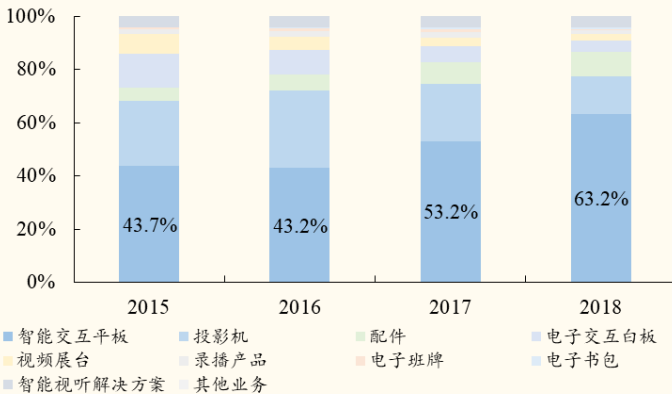


来源：wind，国金证券研究所

## 二、多维度看鸿合科技未来的成长性

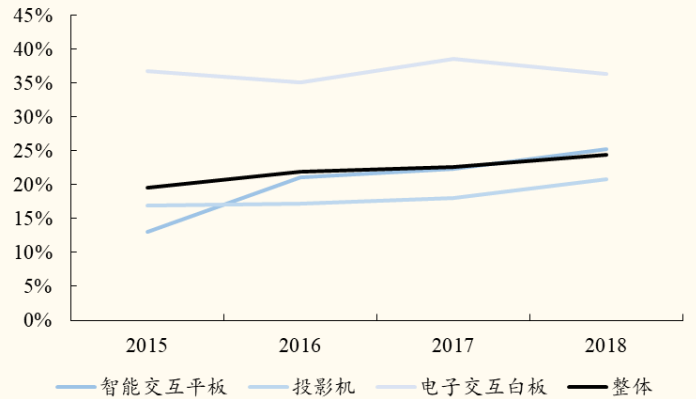
- 从业务层面来看，公司主要产品为智能交互平板和投影机，2018 年两者的营收占比分别为 63.2%、13.2%，其中智能交互平板在过去四年成为公司业绩成长的主要驱动力。从各块业务的毛利率曲线来看，公司整体毛利率变化趋势和智能交互平板毛利率趋势基本一致。

图表 6：公司各业务营收占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：公司主要业务毛利率



来源：wind，国金证券研究所

2015-2018 年，公司智能交互平板和智能视听解决方案业务营收快速提升，智能交互平板的毛利率逐渐上升，毛利率提升主要是受益于原材料大尺寸面板价格下降，规模效应、高毛利产品占比提升。本节分析了几大驱动因素，判断公司未来业绩增长的可持续。

### 2.1 下游需求增速如何？

- 信息化是全球教育发展的确定性方向。

教育信息化自上世纪 90 年代开始，对教育发展产生了革命性影响，已逐渐成为全球趋势。无论是美国、英国、日本等发达国家，还是土耳其、俄罗斯、印度等新兴市场国家，都提出本国的教育信息化发展战略。如美国，自 1996 年就通过国家教育技术计划指导教育信息化工作，鼓励学校利用智能交互显示产品进行互动式教育，以技术改进教育。我国在 1999 年发布的《关于深化教育改革，全面推进素质教育的决定》中要求“大力提高教育技术手段的现代化水平和教育信息化程度”，首次将教育信息化列为一项教育



方面的重要方针政策。新世纪以来，我国出台了一系列推进教育信息化快速发展的政策和规划，并不断加大教育经费的财政支出力度。

- **同步课堂/智慧课堂将是教育信息化的重要载体。**“同步课堂”将帮助缺乏师资的边远贫困地区学校利用信息化手段提高教学质量，“同步课堂”需要一套具有同步信息传输、可视化、录播功能的同步教室设备，包括智能交互平板、数据的传输系统、录播主机、跟踪摄像头、音频处理器等交互显示和音视频采集设备。“智慧课堂”是对教育信息化设备的多产品整合应用，是智能交互显示行业的发展方向，将教育硬件、软件和多终端设备深度整合、对接，实现“互联网+教育”课堂的新兴教学模式，“智慧课堂”涉及智能交互平板、激光投影机、电子交互白板、电子书包、视频展台、录播系统等硬件和提供备课、移动授课、智能测评和互联网教学等功能的交互式教学软件。

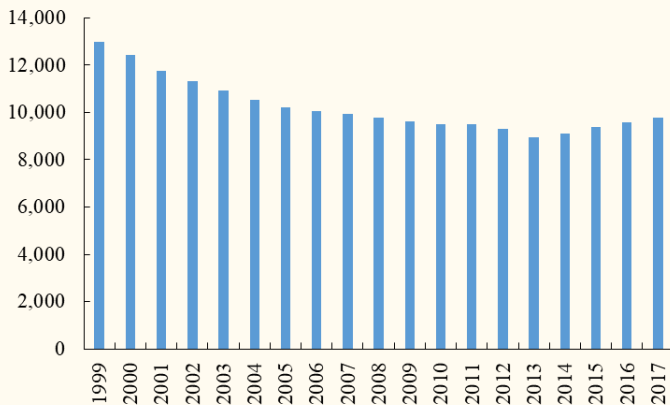
图表 8：鸿合科技同步课堂/智慧课堂模型



来源：招股说明书，国金证券研究所

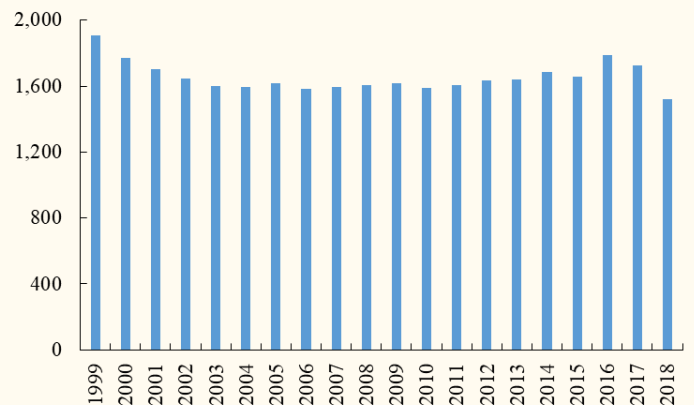
- **至 2023 年，学龄儿童人数将持续增长。**从新出生人口数来看，2007-2016 年，新出生人口数整体呈现小幅增长趋势，2015 年 10 月，国家开放二胎政策，次年新出生人口同比增长 7.91%。相应地，以新出生人口+7 年为基准，2014 年学龄儿童人数恢复增长，预计至 2023 年，学龄儿童人数整体将呈现增长趋势。但是，随着 2017-2018 年新出生人口断崖式下滑，预计至 2024 年，学龄儿童人数将会相应地同比减少。

图表 9：我国学龄儿童人数（万人）



来源：教育部，国金证券研究所

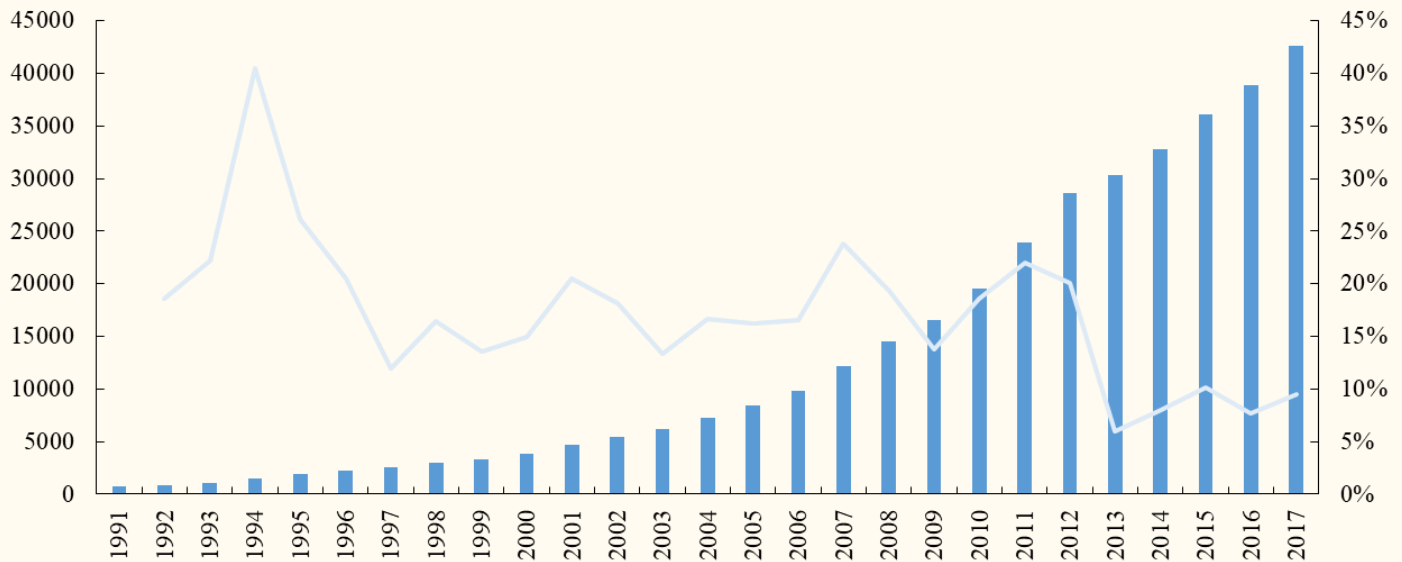
图表 10：新出生人数（万人）



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **小班化教育趋势推进教室需求量增长。**小班化教学是在学生数量控制在 30 人以下的教学单位中面向学生个体，围绕学生个体发展而开展的教学活动。世界课程改革的趋势是倡导学生自主学习、合作学习、探索学习，小班化教学是国内外教育改革的必然趋势。根据 OECD 的数据，中国中小学平均人数在 40 人左右，而欧洲发达国家则是在 25-30 人左右，预计随着中国中小学小班化教育的推行，各阶段教室的需求量将会持续增长。
- 2017 年，中国教育经费支出 42562 亿元，同比增长 9.4%。过去 30 年，公司教育经费开支保持快速稳健增长，近五年同样维持在 8% 以上的增速。

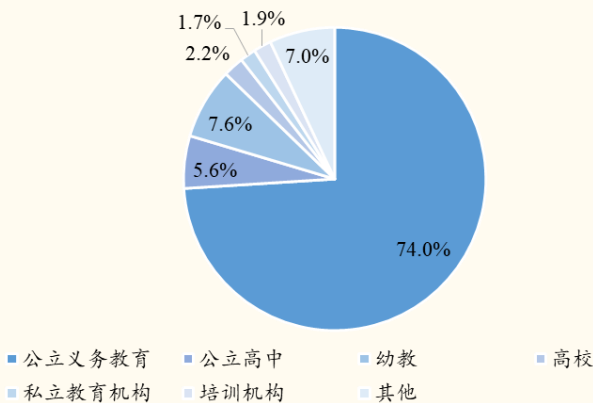
图表 11：中国教育经费开支（亿元）



来源：国家统计局，国金证券研究所

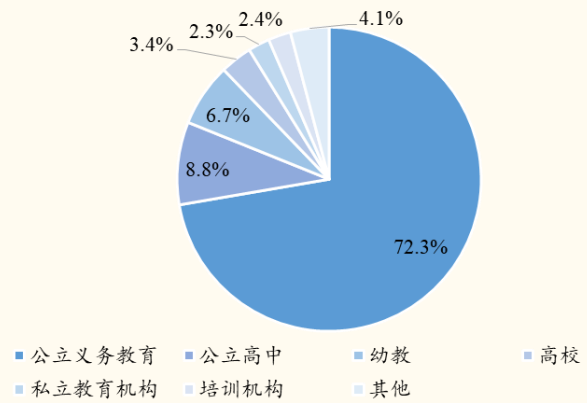
具体细分行业，公立义务教育仍然占据智能交互显示产品的主要下游应用市场，2018 年市场占比达到 72.3%，公立高中、幼教、高校市场分列二至四位。

图表 12：2018 年中国大陆 IWB 市场细分行业结构



来源：AVC，国金证券研究所

图表 13：2018 年中国大陆 IWB 市场细分行业结构



来源：AVC，国金证券研究所

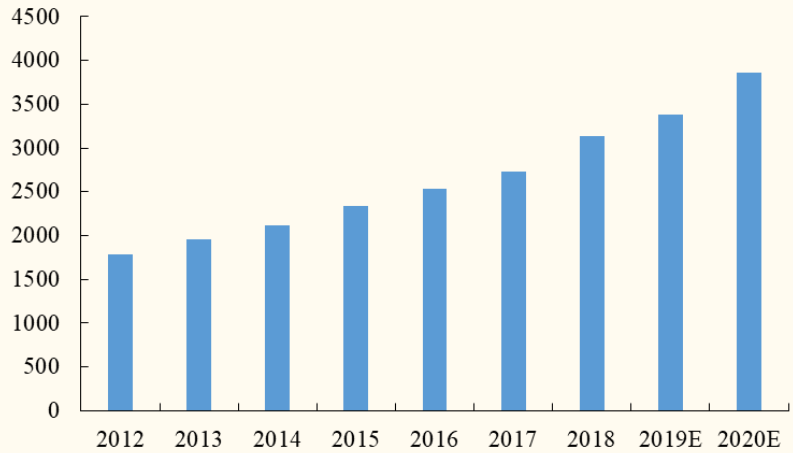
- **结论一：教育信息化行业每年将以约 10% 的增速保持稳定成长。**

细分至教育信息化，中国 2018 年支出 3132 亿元，同比增长 14.7%。根据中国产业信息网的统计，预计 2019-2020 年，中国教育信息化支出仍将以每年 10% 左右的增速成长。

从中长期来看，1) 人机交互将会是 AI 时代的核心技术；2) 大幅面展示方案将会是智能交互显示产品的首要特点；3) 物联网将为智能交互显示产品

提供更多应用场景。受益于教育信息化的高速发展，全球智能交互显示产业也保持不断增长势头。

图表 14：2012-2020 年教育信息化支出



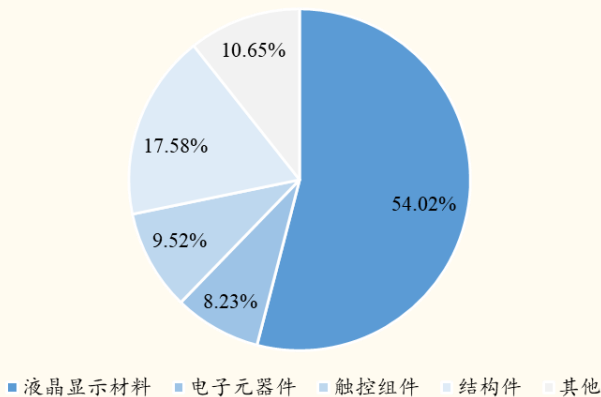
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

## 2.2 原材料成本是否能够继续下行？

### ■ 液晶显示材料是公司主要原材料之一。

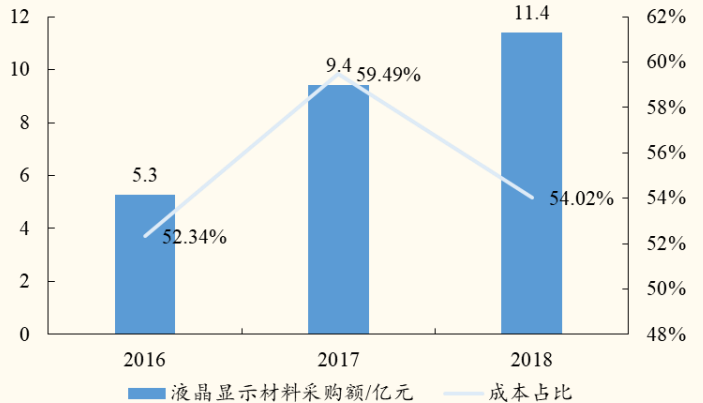
公司的原材料包括液晶显示材料、电子元器件、触控组件、结构件，2018 年成本占比分别为 54.02%、8.23%、9.52%、17.58%。液晶显示材料是其中成本占比最高的一项，且过去三年的成本占比均超过 50%，具体包括液晶模组、背光材料、液晶面板。电子元器件主要用于制作触控组件、智能交互平板和电子交换板，电子元器件成本占比逐年下滑，主要是公司将触控组件逐渐由自制模式转自外购模式，触控组件成本占比从 2016 年的 2.09% 快速提升至 2018 年的 9.52%。结构件则主要包括玻璃、背板、边框、螺丝等外型零部件。因此，从公司的原材料成本结构来看，液晶显示材料的价格波动对公司盈利能力影响最大。

图表 15：2018 年公司原材料成本结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 16：公司液晶显示材料成本占比



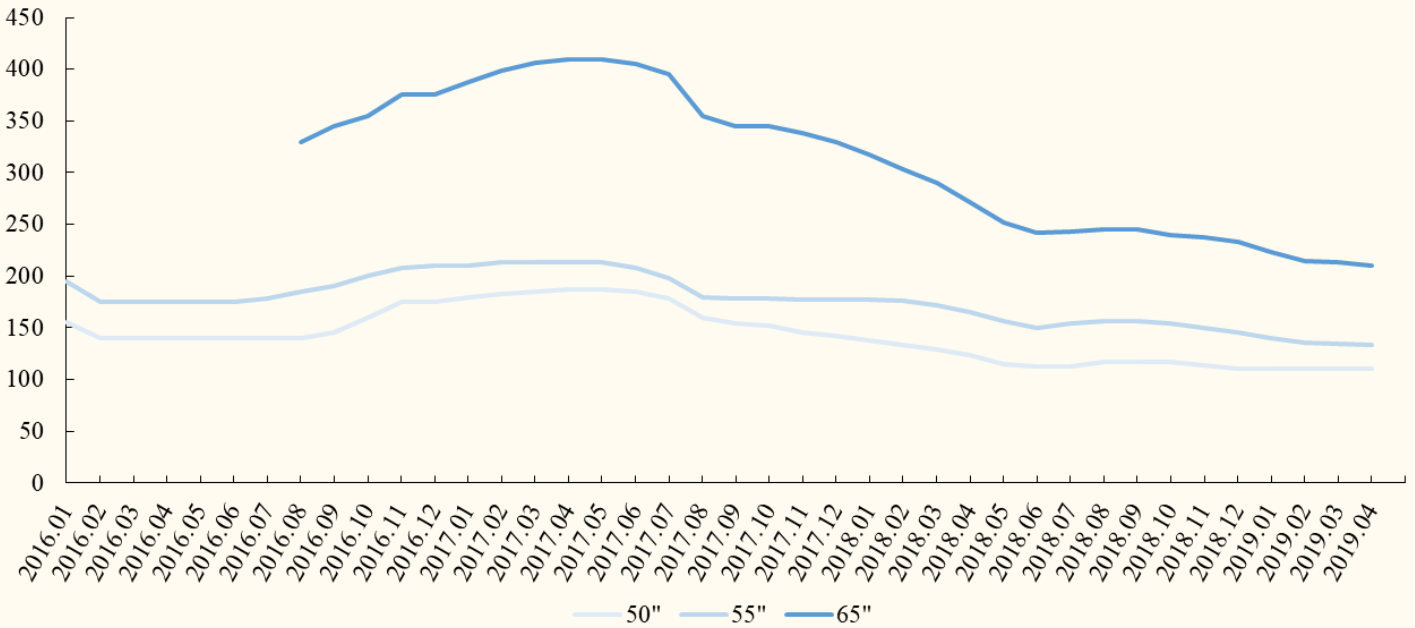
来源：招股说明书，国金证券研究所

### ■ 大尺寸液晶面板价格保持下跌。

2018 年，各尺寸液晶面板单价大幅下降，32、40、43、49、50、55、65 寸液晶面板价格全年变动分别为 -37.3%、-28.3%、-24.1%、-24.1%、-24.0%、-17.5%、-29.4%。2019 年 1-4 月，各类液晶面板单价变动分别为 7.1%、-1.4%、3.5%、-2.9%、-2.7%、-8.2%、-9.9%。2019 年，50 寸以下液晶面板价格跌幅收窄，32 寸和 42 寸产品更是实现了小幅上涨，但是 55 寸以上产品仍然快速下跌。



图表 17：大尺寸液晶面板价格走势（美元）



来源：群智咨询，国金证券研究所

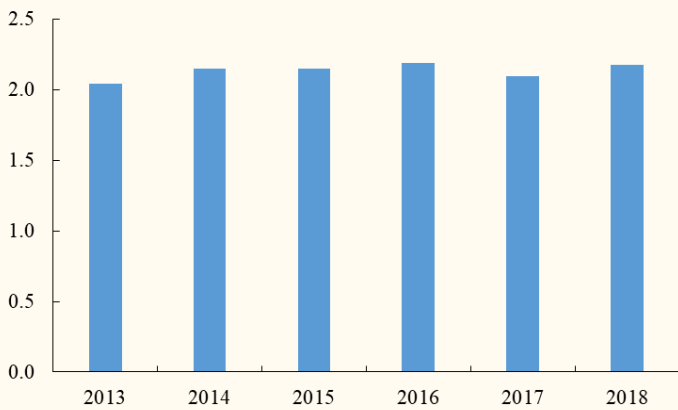
大尺寸液晶面板价格难回升。1) 2019 年 Q2 面板产能环比增长 6.4%，同比增长 15.1%，主要是京东方（合肥 10.5 代线）满产以及华星光电（11 代线）、惠科（8.6 代线）持续爬坡导致，同期下游需求仍在衰退，进而大尺寸面板价格持续下跌。2) 从最新几大面板厂的规划来看，虽然长期的面板价格下跌导致如惠科、中电等厂商放缓了 10.5/11 代线的投资，但是如京东方，华星光电、富士康的 10.5 代线以及 LGD 的 10.5 代 OLED 线都在建设之中，未来 2-3 年大尺寸面板的产能将会持续释放。因此，虽然电视尺寸平均面积逐年提升，但是由于电视需求量的增速相对较慢，除非电视的属性出现显著变化引起换机周期的变化，中短期我们认为高世代线的产能消化仍需要时间。

图表 18：全球 10.5/11 代线投资规划

	地点	世代线	投资额/亿元	量产时间	产能(万片/月)
京东方	武汉	10.5	460	2020	12
京东方	合肥	10.5	460	2018	12
华星光电	深圳	11	462.8	2019.03	14
华星光电	深圳	11	462.8	2020	10.5
富士康	广州	10.5	610	2019.10	9
惠科	郑州	11	400	-	-
LGD	坡州	10.5 OLED	-	2020-2021	-

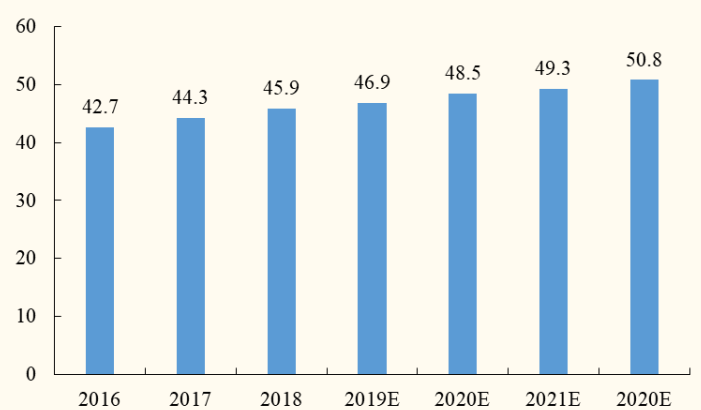
来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 19: 全球液晶电视销量 (亿台)



来源: Witviews, 国金证券研究所

图表 20: 液晶电视平均尺寸



来源: 群智咨询, 国金证券研究所

- **大尺寸智能交互平板趋势明朗。**根据奥维云网的数据,从国内上游面板季度出货看,主要需求尺寸为65英寸产品,75英寸产品近期不断的成长中,而86英寸产品销量份额增长,大尺寸化产品趋势明朗。2018年三季度,86英寸产品成为第二主需尺寸,销量份额占比增至21.9%。而75英寸份额增速次之,增长4.3个百分点,比重为14.6%。

- **结论二:大尺寸液晶面板价格下滑利好公司盈利能力。**

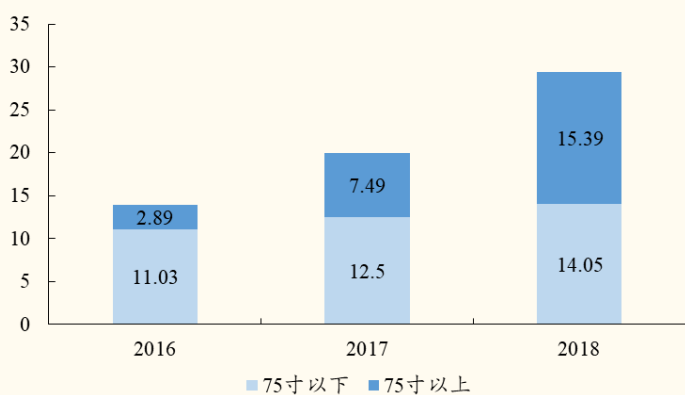
以2018年数据为例,2018年公司智能交互平板单位成本下降5.97%(原材料下降幅度应该更快,主要由于产品规格升级产生一定对冲),对毛利率产生4.64%正向影响,而产品单位售价下降2.36%,对毛利率产生1.76%负向影响。整体来看,面板价格下滑有助于公司提升产品毛利率。

### 2.3 产品升级是否可持续?

- **高毛利率产品出货量增速快于整体出货量增速。**

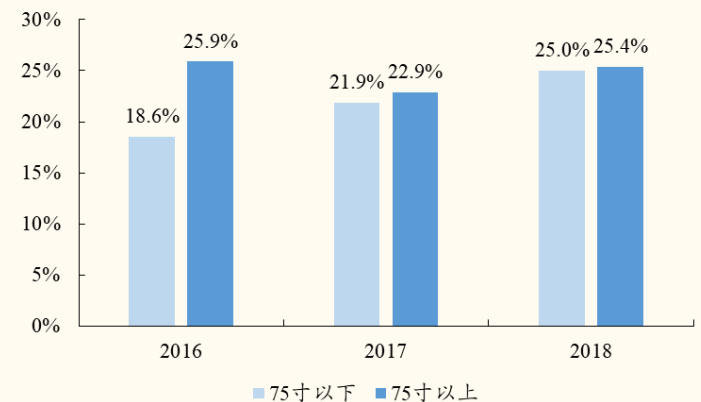
一般来说,智能交互平板的利润率,呈现尺寸越大利润率越高的特点。过去3年,公司75寸以上的智能交互产品销量保持快速增长,2017和2018年的增速分别达到了159%和105%,远远高于整体的43.6%和47.3%。2018年,75寸以上智能交互产品销量占比达到52.3%,营收占比达到67.8%。从毛利率来看,整体而言随着75寸以上高毛利率产品占比的提升,公司智能交互平板毛利率逐年提升;75寸以下的产品受益于生产效率的提升和原材料成本的下滑,毛利率呈现快速提升状态。

图表 21: 公司各尺寸智能交互平板销量



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 22: 公司各尺寸智能交互平板毛利率

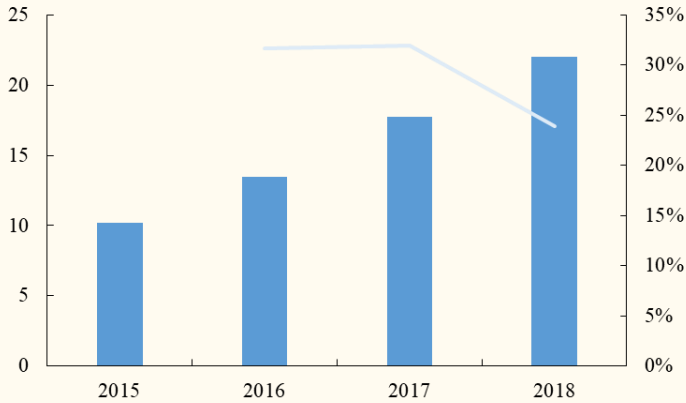


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- **大客户 Promethean 导致 75 寸以上产品毛利率提高速度放缓。**

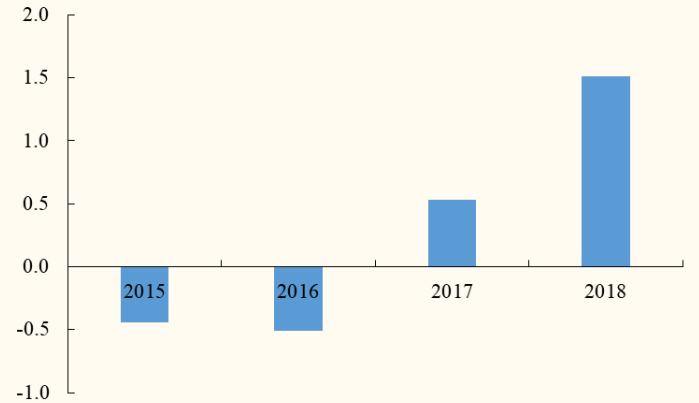
2017年，公司客户引入全球互动学习科技的领导者 Promethean。Promethean 是一家英国企业，于2016年被中国企业网龙网络科技有限公司以1.3亿美元的价格全资收购。在中国资本的帮助下，Promethean 扭转过去连年亏损的颓势，2017-2018年分别实现营收17.76和22.00亿元，净利润0.53和1.52亿元。

图表 23: Promethean 营收 (亿元)



来源: 网龙年报, 国金证券研究所

图表 24: Promethean 净利润 (亿元)



来源: 网龙年报, 国金证券研究所

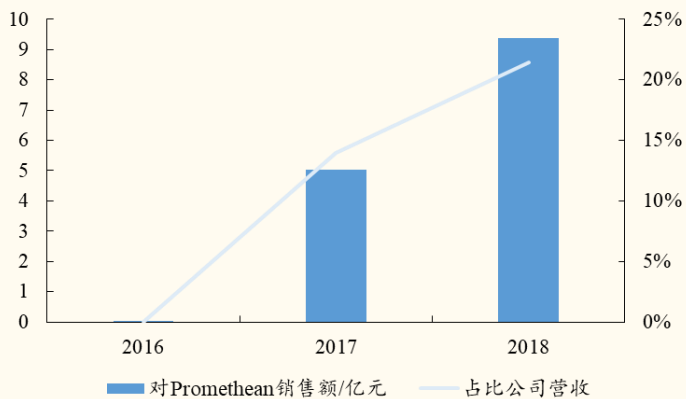
**Promethean 为什么要采取外包模式?** 2016年7月，鸿海集团与其他策略投资者公开收购 Promethean 公司在国际市场上最大的竞争对手 Smart 公司100%股权，Promethean 为摆脱主要供应商受控于主要竞争对手，同时优化供应商结构，引入新的智能交互平板 ODM/OEM 厂商实施供货。

公司与 Promethean 的合作采用 ODM/OEM 方式，Promethean 的产品毛利率通常较其他客户低，原因有二：1) Promethean 属于国际大客户，公司在争取订单时会给予相对低毛利率的价格；2) Promethean 具备软件研发能力，无需购买配套的操作系统和应用软件，因此同样拉低了毛利率。

2018年，公司对 Promethean 实现营收 9.38 亿元，同比增长 86.2%（公司2018年整体营收增长 21.0%，扣除 Promethean 之后营收增长 10.5%），占比公司整体营收 21.4%，占比 Promethean 成本约为 55%，可以看到，Promethean 是公司业绩增长最为主要的驱动力。

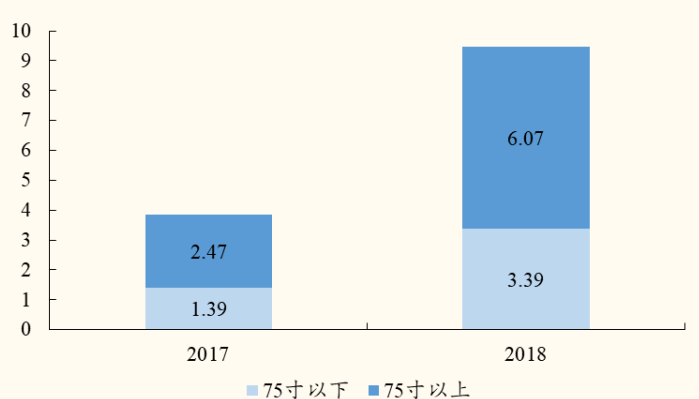
**Promethean 的产品尺寸面积更大，单价更高。** 2017-2018年，公司在 Promethean 的销售产品中，75寸以上的产品占比达到 64%，而整体则分别为 37.5%和 52.3%，Promethean 的产品更为高端，单价更高。

图表 25: 公司来自 Promethean 的营收



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 26: 公司 Promethean 产品分类



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

■ 结论三：产品升级仍将提升公司营收和盈利能力。

总结来讲，1) 2018 年，公司 75 寸以上产品出货量占比达到 52.3%，未来仍将继续保持提升；2) 公司出货量增长主要驱动力来自 Promethean，但是公司在 Promethean 的市占率已经超 50%，未来出货量增速会有一定的放缓。

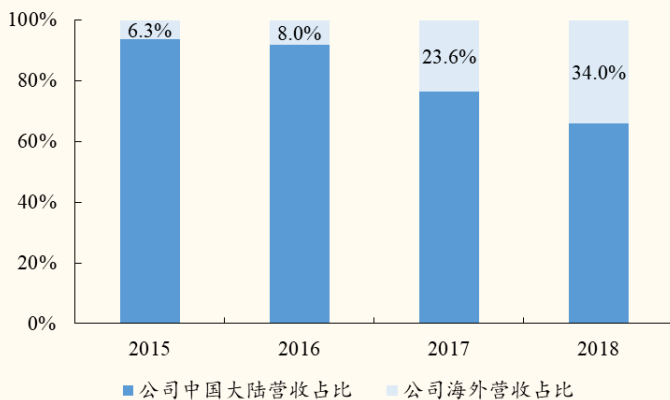
## 2.4 中美贸易战对公司业务有多大影响？

### ■ 测算公司间接销往美国的比例大约为 10-15%。

2018 年，公司实现营收 43.78 亿元，其中大陆地区营收 28.89 亿元，占比 66.0%，海外营收 14.89 亿元，占比 34%，海外营收占比在过去两年快速提升，主要是由于 Promethean 相关业务营收快速增长，2018 年 Promethean 占比公司海外营收达到 63.0%。

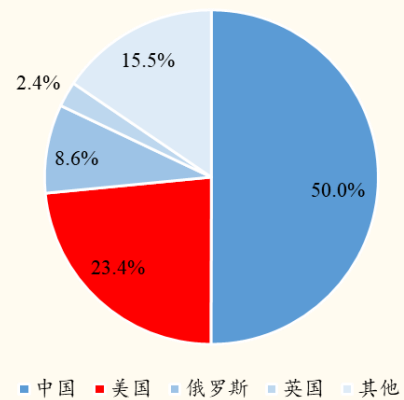
由于 Promethean 被中国企业网龙网络科技有限公司收购后不公布年报，我们假设网龙各地区营收占比与 Promethean 相同（实际 Promethean 海外收入占比应该更高），2018 年 Promethean 销售往美国的收入占比约为 23.4%，测算公司整体产品销往美国的比例大约为 10-15%。

图表 27：公司按地区营收占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 28：网龙 2018 年各地区营收占比



来源：网龙年报，国金证券研究所

### ■ 结论四：中美贸易战对公司直接影响较小。

虽然公司 34% 营收来自于海外，但是主要是来自于英国的 Promethean，Promethean 超过 23.4% 的营收来自于美国。但是，公司直接销往美国的产品营收占比很小，因此即使美国对剩余 3250 亿美元进行征税，对于公司的直接影响很小。

## 三、智能交互显示行业竞争格局分析

### ■ 智能交互显示行业集中度较高。

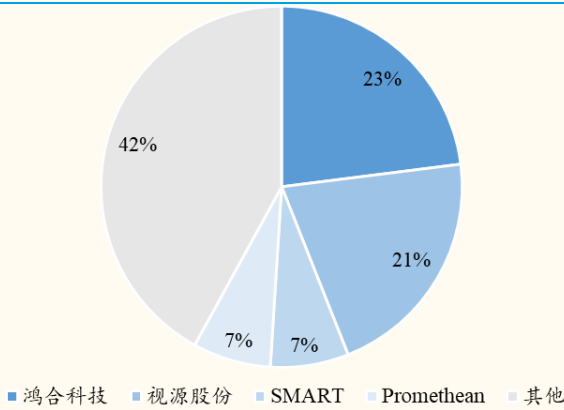
智能交互显示行业市场集中度较高，公司与视源股份等优势企业占据了国内较大的市场份额，且竞争格局基本稳定；境外企业 SMART、Promethean 在境外市场占据较大份额。近年来，公司以及视源股份积极参与国际竞争，逐步提升境外市场份额。

2015 年至 2017 年，公司的智能交互平板和电子交互白板销量在全球市场所占份额分别为 19%、23%、23%，2017 年 IWB 产品全球市占率第二到四名的公司为视源股份、SMART 和 Promethean，其占有率分别为 21%、7%、7%。但是，单从智能交互平板业务来看，视源股份市占率为全球第一。

公司 2017 年度自主品牌激光投影机销量在国内传统激光投影机市场份额为 44.5%，位列第一；中强光电占率 7.5%，位列第二，小米科技市占率 6.4%，位列第三。

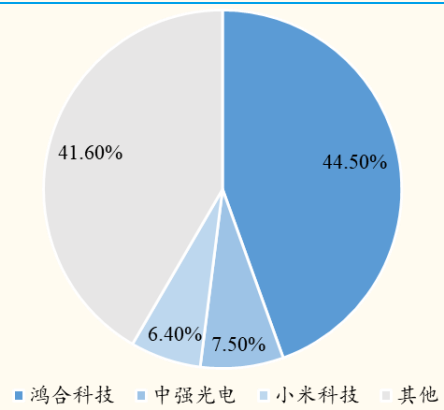
从公司主要业务的竞争格局来看，公司对标的行业龙头公司视源股份，本节将详细分析公司和视源股份在智能交互平板业务上的行业地位，以及各自的优劣势。

图表 29：2017 年 IWB 市场格局



来源：Futuresource, 国金证券研究所

图表 30：2017 年国内传统投影机市场格局

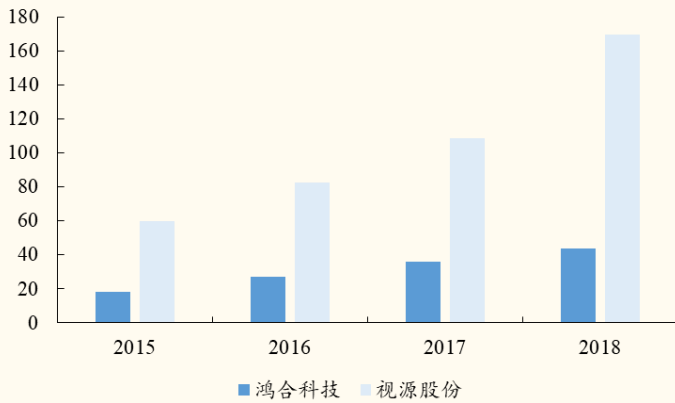


来源：IDC, 国金证券研究所

■ 1) 收入体量视源股份相对鸿合科技更具优势。

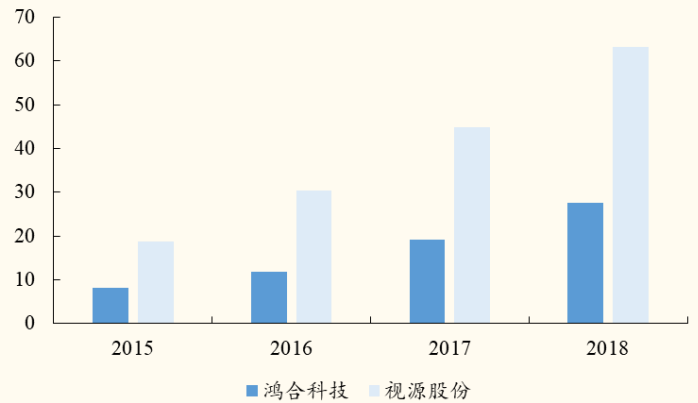
2018 年，视源股份总营收 169.84 亿元，主要包括显示部件业务、教育业务、企业业务等，其中和鸿合科技直接同业竞争的智能交互平板营收 63.23 亿元；同期鸿合科技总营收 43.78 亿元，主要是教育业务，其中智能交互平板营收 27.65 亿元。从销售量来看，2016-2018 年鸿合科技智能交互平板销量为 13.9、20.0、29.4 万台，视源股份销量则为 28.8、40.0、56.2 万台，视源的销量几乎是鸿合的两倍。

图表 31：总营收对比 (亿元)



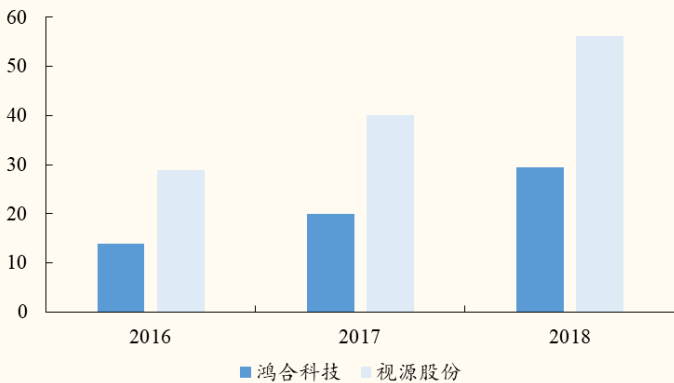
来源：wind, 国金证券研究所

图表 32：智能交互平板营收对比 (亿元)



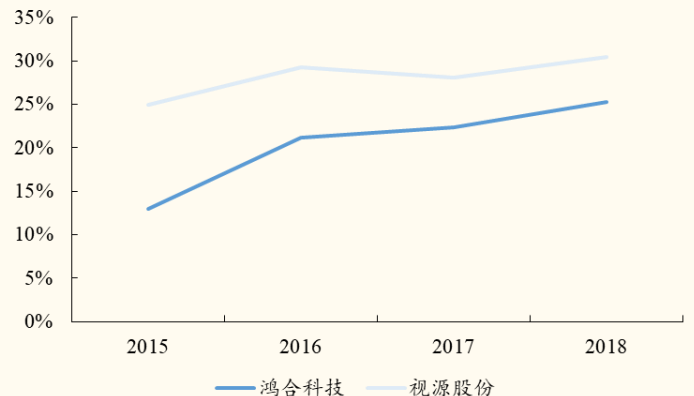
来源：wind, 国金证券研究所

图表 33：智能交互平板销量 (万台)



来源：各公司年报, 国金证券研究所

图表 34：智能交互平板毛利率对比



来源：招股说明书, wind, 国金证券研究所



■ 2) 营运指标有较大的差异。

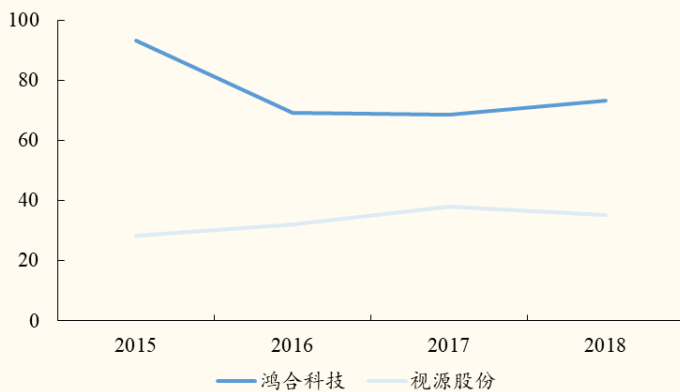
从存货周转天数来看，2016-2018 年，鸿合科技存货周转天数保持在 70 天左右，而视源股份仅为 35 天左右。视源在产品流转上的原因主要有两方面：

(1) 视源的电视机主控板卡业务采购、生产、销售周期都较短；(2) 公司智能交互设备以自产为主，而视源股份的产品完全委托加工生产，自产模式下的存货水平要高于委托加工。

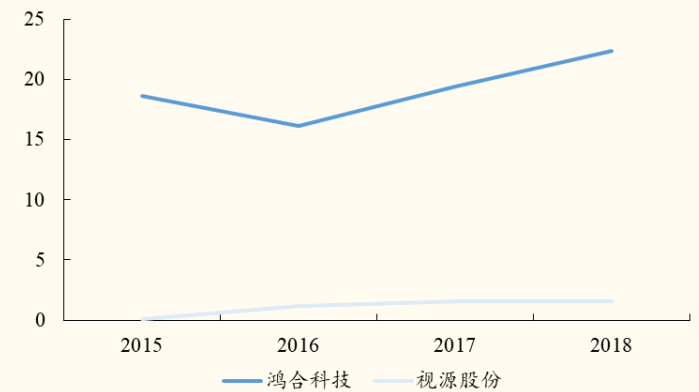
从应收账款周转天数来看，2016-2018 年，鸿合科技应收账款天数在 20 天左右，而视源股份仅为 1.5 天左右，视源的货款几乎没有任何账期。

从经营性现金流来看，视源股份的盈利质量非常高，2016-2018 年每年经营性净现金均高于净利润，而同期鸿合股份则波动相对较大。

图表 35：存货周转天数



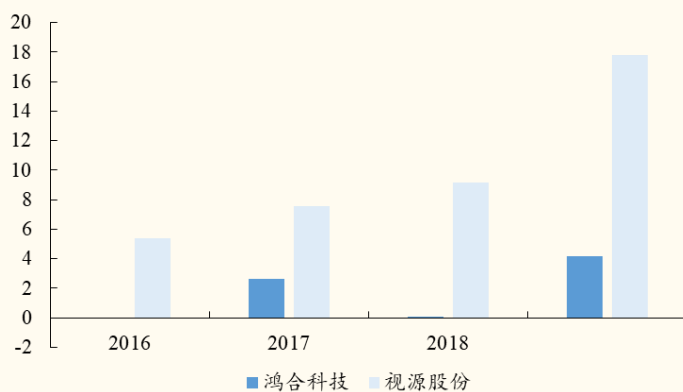
图表 36：应收账款周转天数



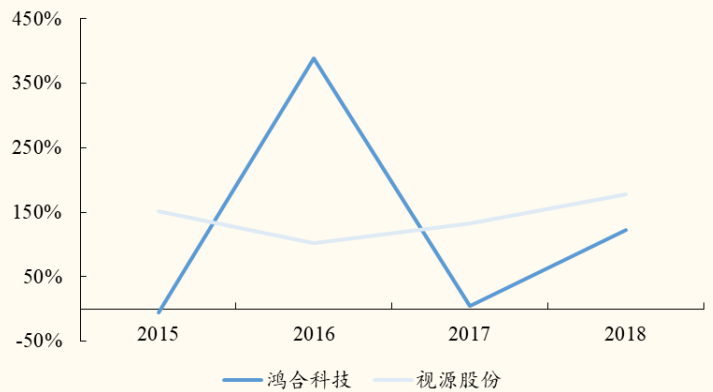
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表 37：经营性净现金流对比



图表 38：经营性净现金流/净利润对比



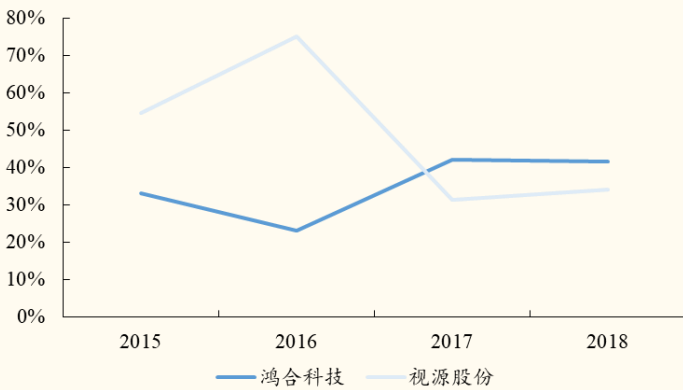
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

■ 3) 资产回报率鸿合略有优势。

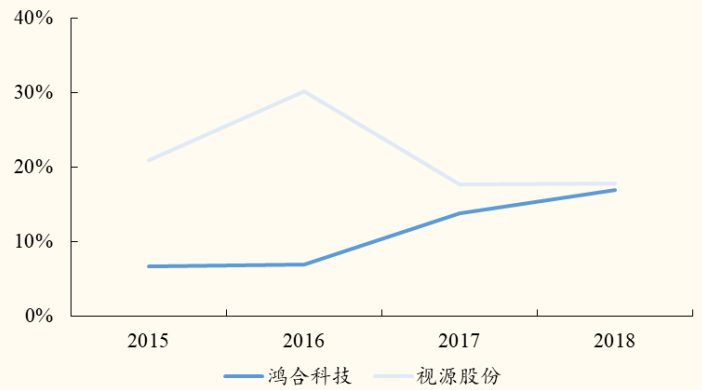
ROE 和 ROA 维度上，鸿合科技在过去四年稳步提升，2018 年 ROE 和 ROA 分别为 41.64%、34.10%，视源股份于 2017 年实现上市，2018 年 ROE 和 ROA 分别为 34.10%、17.76%。因此，鸿合在 2017-2018 年 ROE 反超视源股份，主要原因是视源股份上市融资导致 ROE 下滑，预计随着 2019 年鸿合科技上市，视源股份今年 ROE 将会超过鸿合科技。

图表 39: ROE 对比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 40: ROA 对比



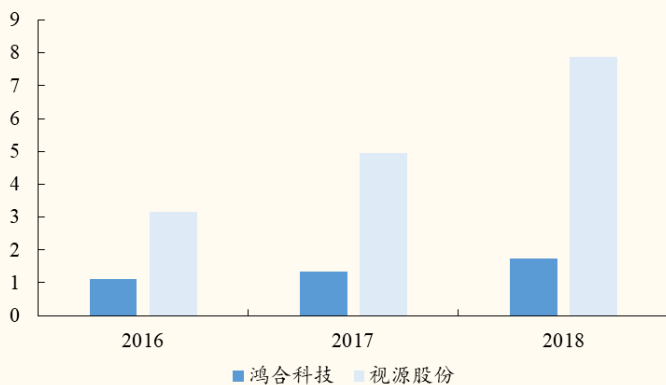
来源: wind, 国金证券研究所

■ 4) 视源股份的研发投入积极性更高。

2016-2018 年, 鸿合科技的研发投入分别为 1.12、1.33、1.73 亿元, 占比营收 4.10%、3.68%、3.95%; 同期视源股份的研发投入分别为 3.16、4.94、7.88 亿元, 占比营收 3.84%、4.54%、4.64%。截止 2018 年, 鸿合科技拥有研发人员 625 人, 占比总员工人数为 23.56%; 视源股份拥有研发人员 1768 人, 占比总员工人数为 53.11%, 研发人员占比的差异主要是由于商业模式的差异所决定(视源股份的智能交互平板采用外包代工模式, 并没有生产工厂)。

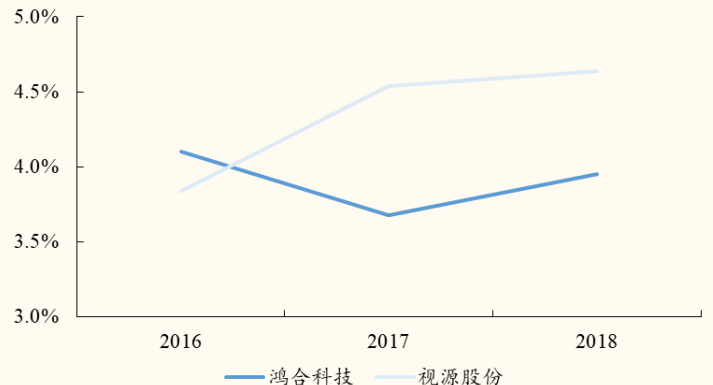
截止 2018 年, 鸿合科技共取得专利 388 项, 其中发明专利 34 项、实用新型专利 150 项、外观专利 204 项, 同时取得计算机软件著作权共 175 项。视源股份则拥有超过 3000 项专利, 其中发明专利 405 项, 拥有计算机软件著作权、作品著作权超过 900 项, 视源股份在专利布局上更为全面和完整。

图表 41: 研发支出对比 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 42: 研发支出占比营收对比



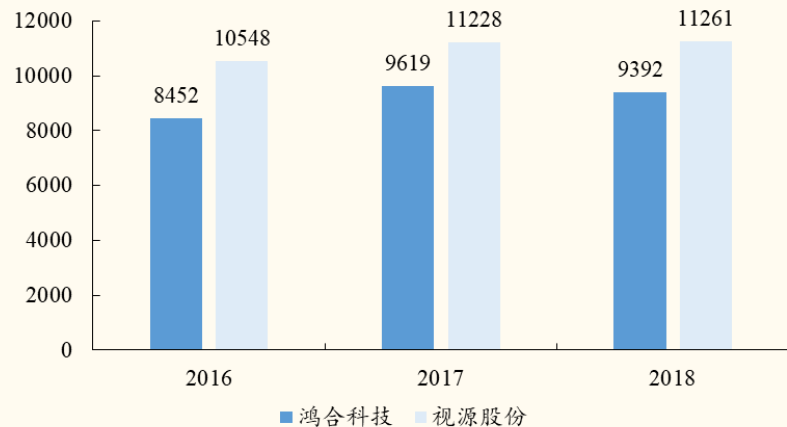
来源: wind, 国金证券研究所

■ 5) 产品单价上鸿合科技更具备竞争力。

从产品单价来看, 鸿合科技更具备市场竞争, 2016-2018 年鸿合的智能交互平板的单价分别为 8452、9619、9392 元, 同期视源股份的智能交互平板的单价分别为 10548、11228、11261 元, 鸿合的产品相对便宜 19.9%、14.3 和 16.6%。

在龙头企业视源股份的同台竞争下, 公司过去两年销量实现翻倍, 其中重要原因之一即公司产品相对更具性价比。

图表 43：产品单价对比



来源：招股说明书，视源股份年报，国金证券研究所

■ **总结：鸿合科技另辟蹊径寻求成长动力。**

从收入体量、盈利能力、研发投入等领域，公司相较于龙头企业视源股份仍有一定差距。但是，公司依靠差异化的商业模式以及领先的产品性价比，公司在过去三年同样保持了快速增长的态势。

公司为了加快发展，与海外智能交互显示产品品牌以 ODM/OEM 模式合作，与海外品牌合作可以充分理解教育资源及内容在不同文化、不同国家、不同民族之间的差异，利用海外品牌、渠道与教育资源快速开拓国际市场，这一模式在过去两年实现了巨大成功。

**四、盈利预测与投资建议**

**4.1 盈利预测**

■ **智能交互平板业务仍将保持快速增长。**

受益于教育信息化的不断推进，智能交互平板业务销量预计将保持稳健增长，预计 2019-2021 年销量增速分别为 25%、20%、20%；另外随着大屏化的推进以及原材料价格的企稳，同时考虑到产品每年的 Cost Down 需求，预计价格将小幅提升，但是毛利率趋于稳定。

■ **“智慧课堂”配套产品同样保持稳健增长。**

“智慧课堂”配套的投影机、电子交互白板、电子书包等产品将继续保持稳健增长，过去几年公司整体毛利率提升较快，但是我们认为公司目前与行业龙头企业毛利率相差无几，未来公司传统主营业务整体毛利率提升有限。

■ 预计公司 2019-2021 年实现营收 51.72、62.85、76.75 亿元，同比增长 18.1%、21.5%、22.1%；实现归母净利润 4.10、5.02、6.04，同比增长 22.1%、22.2%、20.5%。

图表 44：公司业务拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能交互平板销量/万台	13.92	19.99	29.44	36.80	44.16	52.99
智能交互平板单价/元	8451	9620	9392	9204	9664	10147
智能交互平板营收/百万元	1176	1923	2765	3387	4268	5377
毛利率	21.1%	22.4%	25.3%	26.0%	26.2%	26.0%
毛利/百万元	249	431	699	881	1118	1398
投影机销量/万台	9.59	16.52	18.09	19.90	21.89	24.08
投影机单价/元	8192	4699	3427	3085	2930	2784

投影机营收/百万元	786	776	620	614	641	670
毛利率	17.2%	18.0%	20.8%	21.50%	21.80%	22%
毛利/百万元	135	140	129	132	140	147
配件营收/百万元	163	296	411	535	668	835
毛利率	14.5%	11.7%	14.3%	14%	14%	14%
毛利/百万元	24	34	59	75	94	117
电子交互白板销量/万台	12.08	14.60	17.93	21.52	25.82	30.98
电子交互白板单价/元	2089	1481	1062	903	858	815
电子交互白板营收/百万元	252	216	190	194	221	252
毛利率	35.2%	38.5%	36.4%	36.0%	37.0%	38.0%
毛利/百万元	89	83	69	70	82	96
智能视听解决方案营收/百万元	116	155	185	222	267	320
毛利率	17.3%	26.1%	22.1%	21%	21.50%	22%
毛利/百万元	20	41	41	47	57	70
其他业务营收/百万元	227	250	206	220	220	220
毛利率	35.0%	36.4%	35.6%	36%	36%	36%
毛利/百万元	79.45	91.09	73.39	79.2	79.2	79.2
总营收/百万元	2721	3617	4378	5172	6285	7675
总营收增速	47.1%	32.9%	21.0%	18.1%	21.5%	22.1%
合计毛利率	21.9%	22.7%	24.4%	24.8%	25.0%	24.9%
总毛利/百万元	595	820	1070	1283	1570	1908
总毛利增速	64.4%	37.7%	30.5%	19.9%	22.3%	21.5%

来源：wind，国金证券研究所

#### 4.2 投资建议

- 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.99、3.66、4.40 元，对应 PE 分别为 19.8x、16.2x、13.5x 倍，基于公司 2019-2021 年净利润复合增速为 21.6%，龙头企业视源股份 2019 年 PE 为 35.06x，给予公司 25x 合理目标估值，目标价为 74.8 元，首次覆盖“买入”评级。

#### 风险提示

- **竞争对手诉讼的风险。**2018 年 12 月，视源股份在境内以鸿合科技侵犯专利为由提起诉讼，共计 5 项专利诉讼案；2019 年 4 月，视源股份在美国同样以鸿合科技侵犯专利为由提起诉讼，共计 1 项专利诉讼案。假如鸿合科技全面败诉，须赔偿视源股份 1.43 亿元，将对公司当年业绩存在明显影响。截止目前，相关案件尚未开庭，审理结果存在一定不确定性。2019 年 6 月 10 日，公司公告“2019 年 4 月 22 日、23 日，国家知识产权局对涉案 4 项专利的无效宣告请求进行了口头审理”以及“实际控制人王京、邢修青、邢正作出承诺：若公司及其子公司根据上述诉讼案件的判决结果需要支付任何赔偿金、相关诉讼费用，或因上述诉讼导致公司及其子公司的生产、经营遭受损失，本人将承担公司及其子公司因上述诉讼产生的赔偿金、案件费用及生产、经营损失，以保证不因上述费用致使公司和公司未来上市后的公众股东遭受任何损失”。
- **财政性教育经费波动的风险。**公司产品下游需求易受宏观经济表现、教育产业政策等诸多因素的影响，教育信息化的实现也将受国家整体经济发展进程、各级政府经济实力、各地区经济发展规划及教育基础设施的利用状况等多种因素影响。综上，国家财政性教育经费投入的波动可能影响公司经营业绩。

- **技术迭代过快的风险。**未来智能交互显示行业将深度融合人工智能技术、物联网技术以及大数据分析技术，技术及产品的快速更新换代可能会对公司现有的技术和产品造成冲击，如果公司不能建立高效、快速的产品研发体系，公司的持续竞争力和盈利能力都将受到不利影响。
- **业绩增速放缓的风险。**公司在经历了过去的高增长之后，近三年营收增速逐渐放缓。2019年Q1，公司营收同比增长6.48%，相较于过去三年增速有明显放缓，且随着公司在国内以及海外客户 Promethean 中市场份额的提升，未来公司的增速或将继续面临压力。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,721	3,617	4,378	5,172	6,285	7,675
增长率		32.9%	21.0%	18.1%	21.5%	22.1%
主营业务成本	-2,125	-2,797	-3,308	-3,889	-4,715	-5,767
% 销售收入	78.1%	77.3%	75.6%	75.2%	75.0%	75.1%
毛利	595	820	1,070	1,283	1,570	1,908
% 销售收入	21.9%	22.7%	24.4%	24.8%	25.0%	24.9%
营业税金及附加	-13	-22	-16	-23	-26	-31
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
营业费用	-208	-271	-368	-424	-503	-599
% 销售收入	7.7%	7.5%	8.4%	8.2%	8.0%	7.8%
管理费用	-277	-250	-298	-349	-424	-514
% 销售收入	10.2%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	97	277	387	487	616	764
% 销售收入	3.6%	7.7%	8.8%	9.4%	9.8%	10.0%
财务费用	-1	-26	23	21	13	14
% 销售收入	0.0%	0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-19	-28	-55	-53	-70	-102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	1	5	6	8
% 税前利润	1.8%	1.1%	0.3%	1.1%	1.0%	1.1%
营业利润	88	236	375	460	565	683
营业利润率	3.2%	6.5%	8.6%	8.9%	9.0%	8.9%
营业外收支	2	1	14	15	15	15
税前利润	90	237	390	475	580	698
利润率	3.3%	6.6%	8.9%	9.2%	9.2%	9.1%
所得税	-22	-32	-52	-62	-75	-91
所得税率	24.5%	13.6%	13.3%	13.1%	13.0%	13.0%
净利润	68	205	338	412	505	607
少数股东损益	6	1	2	2	3	3
归属于母公司的净利润	62	204	336	410	502	604
净利率	2.3%	5.6%	7.7%	7.9%	8.0%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	68	205	338	412	505	607
少数股东损益	6	1	2	2	3	3
非现金支出	33	45	76	72	93	128
非经营收益	-3	6	-12	-20	-22	-23
营运资金变动	167	-234	38	-52	-171	-166
经营活动现金净流	264	21	439	412	405	545
资本开支	-9	-20	-86	-38	-22	-23
投资	-2	3	-141	-100	-100	-200
其他	1	4	1	5	6	8
投资活动现金净流	-10	-14	-225	-133	-116	-215
股权募资	1	226	39	0	0	0
债权募资	-46	61	-80	-93	0	0
其他	-48	-84	-205	-23	-31	-41
筹资活动现金净流	-92	203	-247	-116	-31	-41
现金净流量	162	210	-33	162	258	289

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	306	595	579	742	1,000	1,289
应收款项	153	244	322	442	571	760
存货	431	636	712	906	1,105	1,276
其他流动资产	97	220	339	248	389	631
流动资产	986	1,695	1,952	2,337	3,064	3,956
% 总资产	89.0%	92.9%	90.6%	90.7%	92.4%	93.7%
长期投资	4	0	0	0	0	0
固定资产	93	93	100	112	130	142
% 总资产	8.4%	5.1%	4.7%	4.4%	3.9%	3.4%
无形资产	13	11	65	72	65	59
非流动资产	121	130	203	238	252	265
% 总资产	11.0%	7.1%	9.4%	9.3%	7.6%	6.3%
资产总计	1,107	1,825	2,155	2,575	3,317	4,221
短期借款	104	168	87	0	0	0
应付款项	50	815	995	1,110	1,347	1,647
其他流动负债	60	69	87	95	115	139
流动负债	213	1,052	1,170	1,205	1,462	1,786
长期贷款	3	0	0	0	0	0
其他长期负债	32	42	59	52	63	77
负债	248	1,094	1,229	1,257	1,524	1,863
普通股股东权益	343	743	909	1,299	1,770	2,333
少数股东权益	17	1	18	20	23	26
负债股东权益合计	608	1,838	2,155	2,575	3,317	4,221

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	#DIV/0!	1.985	3.267	2.990	3.655	4.403
每股净资产	6.858	7.218	8.832	12.619	17.193	22.663
每股经营现金净流	5.280	0.206	4.270	4.005	3.933	5.297
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.300	0.400
回报率						
净资产收益率	18.01%	27.50%	36.99%	31.59%	28.35%	25.90%
总资产收益率	10.16%	11.12%	15.60%	15.93%	15.12%	14.31%
投入资本收益率	15.65%	26.19%	33.08%	32.08%	29.93%	28.20%
增长率						
主营业务收入增长率	47.13%	32.94%	21.04%	18.14%	21.53%	22.11%
EBIT 增长率	48.15%	185.34%	39.85%	25.65%	26.65%	24.00%
净利润增长率	13.35%	230.84%	64.55%	22.05%	22.23%	20.46%
总资产增长率	-27.19%	202.39%	17.25%	19.49%	28.78%	27.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.4	19.7	22.7	30.0	32.0	35.0
存货周转天数	70.0	69.6	74.4	90.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	16.2	28.1	52.9	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	12.5	9.4	8.1	7.4	6.9	6.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.32%	-57.43%	-53.07%	-56.24%	-55.79%	-54.67%
EBIT 利息保障倍数	103.2	10.6	-16.6	-23.4	-47.3	-55.8
资产负债率	40.77%	59.50%	57.00%	48.80%	45.96%	44.14%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH