

被低估的交互巨头

——公司深度覆盖报告

报告要点:

● 公司深耕教育显示 20+ 年，管理层稳定，共享股权

公司创始人团队从 90 年代开始紧密合作，持续深耕于教育市场，产品从最早投影机、视频展台开始，到后来自研自产自销电子白板、交互平板，产品迭代更新能力较强。公司核心团队稳定，管理层+员工合计持有公司 61.99% 股权，公司无实际控制人，王京等四位核心管理层为一致行动人。

● 公司引领教育显示行业的更新换代，行业 5 年左右一个周期

从 2000 年左右第一代教室显示设备投影机和视频展台向学校渗透开始，2014/15 年第三代设备交互平板实现行业超越，由于技术的进步和设备折旧，教育显示行业每 5 年形成一个更换升级周期。鸿合的教育设备始终处于领先地位，电子白板市占率超过 30% 并且多年行业第一，交互平板市占率超过 20%，现市占率第二。新一轮教育显示更换升级周期将至，鸿合智慧黑板有望再次引领。

● 交互平板的成长空间：海外和商用

从实际情况来看，国内教育显示设备在政府采购模式下已经实现高渗透率，教育领域交互平板的渗透率约为 36%，未来增长源自替代需求。1) 海外教育领域的交互平板需求旺盛，特别是印度等新兴大市场，鸿合近两年剔除普米后的外销交互平板增速超过 70%，公司较早布局海外市场，已到收获期；2) 商用市场规模超过 2000 亿，目前交互平板渗透率不足 2%，鸿合自有海外成熟品牌 Newline 2019 年 4 月进入国内市场，有望带动商用产品出货爆发。

● 投资建议与盈利预测

公司 5 月成功上市，募集资金近 18 亿，资本实力得到大幅提升。公司教育交互平板未来两年有望依托智慧黑板实现再次爆发；商用领域基数低，Newline 有望实现高速增长。公司研产销一体化利于产品的前沿开发和产品升级换代，下沉至县级市场的全国经销商服务网络是公司隐形竞争力。保守估测公司 2019-2021 年的营收分别为 51.15 亿、60.04 亿、70.74 亿，净利润分别为 4.09 亿、5 亿、5.85 亿，EPS 分别为 2.98 元、3.63 元、4.26 元，对应目前股价的 PE 分别为 20 倍、16 倍、14 倍。未来 2-3 年业务有望爆发，我们对公司业绩持乐观预期，给予公司 30 倍 PE，首次深度覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

知识产权诉讼败诉；智慧黑板和商用交互平板出货不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3616.95	4377.96	5115.52	6004.01	7073.53
收入同比 (%)	32.94	21.04	16.85	17.37	17.81
归母净利润(百万元)	204.33	336.23	409.36	498.68	584.74
归母净利润同比 (%)	230.84	64.55	21.75	21.82	17.26
ROE (%)	27.50	36.99	13.58	14.19	14.27
每股收益 (元)	1.49	2.45	2.98	3.63	4.26
市盈率(P/E)	41.04	24.94	20.48	16.81	14.34

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|首次推荐

当前价/目标价：58.84 元/87.96 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：75.47 / 58.2

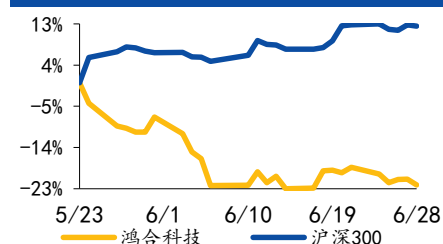
A 股流通股 (百万股)：34.31

A 股总股本 (百万股)：137.23

流通市值 (百万元)：2018.80

总市值 (百万元)：8074.85

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020115080058

电话 021-51097188-1936

邮箱 Changqihui@gyzq.com.cn

联系人 易永坚

电话 021-51097188

邮箱 yiyongjian@gyzq.com.cn

目 录

1.公司介绍.....	4
1.1 产品专注于教育显示，更新迭代能力强.....	4
1.2 管理层沉淀于教育行业，共享股权.....	4
1.3 财务分析.....	5
2.公司引领教育显示设备更新换代.....	8
2.1 显示设备是教室信息化的核心，五年更新升级周期的千亿市场.....	8
2.2 鸿合深耕并引领行业超过 20 年.....	11
2.3 鸿合互动平板高速出货.....	13
3.交互平板的成长空间：海外和商用.....	15
3.1 不能忽视的海外大市场.....	15
3.2 商用市场蔚蓝大海，等待好产品.....	16
4.公司两大优势：研产销一体化+全国经销服务网络.....	18
4.1 研产销一体化是特色.....	18
4.2 全国经销服务网络是隐形竞争力.....	20
5 盈利预测及估值.....	20

图表目录

图 1 第一代教育显示设备：视频展台.....	4
图 2 第二代教育显示设备：电子白板.....	4
图 3 第三代教育显示设备：智能交互平板.....	4
图 4 新一代教育显示设备：智慧黑板.....	4
图 5 公司股权结构.....	5
图 6 公司营收及净利润.....	6
图 7 各业务 2018 年营收占比.....	6
图 8 期间费用稳定.....	6
图 9 毛利率和净利率向上.....	6
图 10 公司主营业务成本构成.....	7
图 11 公司经营性现金流和企业自由现金流情况.....	8
图 12 显示设备是教师信息化的核心.....	8
图 13 教育显示设备的历史演变.....	9
图 14 现阶段教育显示产品三大类和新产品智慧黑板.....	9
图 15 投影机在教育市场的关注度急速下降.....	10
图 16 教育交互大屏出货量.....	10
图 17 教育显示设备渗透率（近 8 年累计出货渗透）.....	10
图 18 教育交互平板市场格局（不含投影式）.....	11
图 19 公司产品发展历程.....	12
图 20 2011-2015 年鸿合电子白板（第二代教育显示设备）市占率持续第一.....	12

图 21 2013-2015 年交互平板（第三代）鸿合市占率第一	13
图 22 2018 年鸿合交互平板市占率第二	13
图 23 近三年公司各项业务营收及增速	13
图 24 各项业务毛利率情况	13
图 25 普米营收及增速	14
图 26 公司 75 寸以上大屏营收增长明显	15
图 27 公司 75 寸以上大屏单价和毛利率更高	15
图 28 鸿合外销交互平板数量	15
图 29 剔除普米后的外销交互平板数量	15
图 30 鸿合业务全球分布	16
图 31 国内大陆会议平板市场规模超 2000 亿	16
图 32 互动平板会议市场渗透率不足 2%	16
图 33 2017 年会议交互平板市场格局	17
图 34 鸿合商用交互平板品牌 Newline	18
图 35 Newline 开启全国推广	18
图 36 鸿合四大研发中心	19
图 37 鸿合工厂 SMT 产线	19
图 38 鸿合工厂产品调试	19
图 39 公司全国下沉式经销商和客服网络	20
表 1 公司创始人团队	4
表 2 外购材料量价情况	7
表 3 国内普通学校教育显示设备市场规模测算	10
表 4 公司为普米代工业务情况	14
表 5 鸿合代工占比超七成	14
表 6 鸿合商用交互平板 2016-2018 年出货情况	18
表 7 公司研发费用情况	19
表 8 公司业务拆分	20
表 9 A 股教育信息化或设备公司业绩及估值	22

1. 公司介绍

1.1 产品专注于教育显示，更新迭代能力强

公司主营智能交互显示产品和智能视听解决方案，拥有自己的研发和生产工厂，产品主要面向教育市场，现逐步向办公会议、政法等领域拓展。产品主要是智慧黑板、智能交互平板（下文称“交互平板”）、电子交互白板、投影机、视频展台等。

图 1 第一代教育显示设备：视频展台



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 2 第二代教育显示设备：电子白板



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 3 第三代教育显示设备：智能交互平板



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 4 新一代教育显示设备：智慧黑板



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.2 管理层沉淀于教育行业，共享股权

公司创始人及管理团队长期稳定，公司四大创始人分别是王京、邢正、张树江和赵红婵，目前依然是公司最高管理层，团队保持稳定，团队深耕教育市场的战略没有改变。

表 1 公司创始人团队

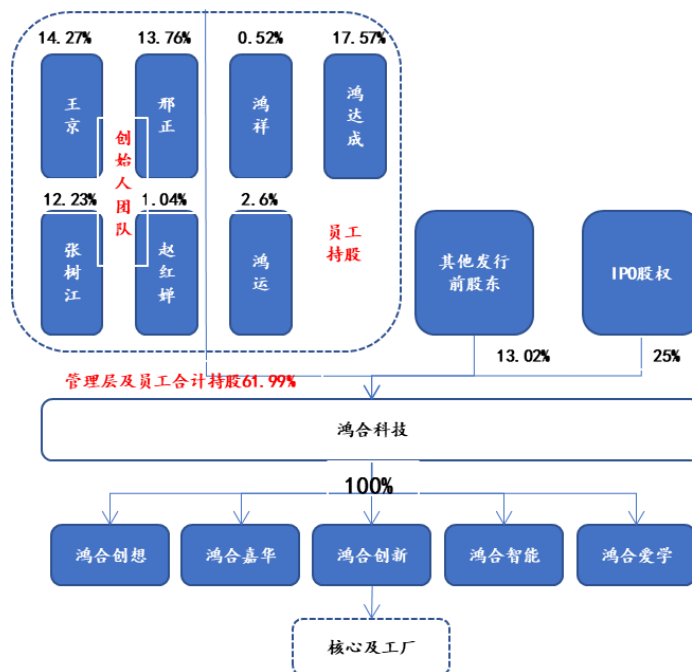
管理层	职位	履历
王京	联合创始人兼董事长	1969 年生，北京航空航天大学电子工程专业工学学士，中欧国际工商学院 EMBA。曾任中国科理高技术有限公司软件工程师。自 2000 年起，一直在鸿合。

邢正	联合创始人（已退休）	1954年生，曾任华北电力大学教师，海南四通公司总工程师，自2000年起，先后担任鸿合董事长、董事、监事会主席，2017年5月起未在公司任职，处于退休状态。
张树江	联合创始人兼总经理	1964年生，南京大学大气科学理学学士。曾任北京气象科学研究所助理工程师，中国科理高技术有限公司软件工程师。自2000年起，一直在鸿合
赵红婵	联合创始人兼监事会主席	1966年生，南开大学数学系计算数学专业学士，中国注册会计师协会非执业会员。曾任中国科理高技术企业集团软件工程师，北京鸿合科技公司工程师，鸿合世纪监事、工程师。自2000年起，一直在鸿合。

资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

管理层和员工合计持有公司 61.99% 股权，公司无实际控制人，其中王京、邢正、张树江及鸿达成（控制人邢修青）四人为一致行动人，鸿祥和鸿运员工持股平台合计持有公司 3.12% 股权。单个股东持股比例相对有限，管理层和员工分享股权。

图 5 公司股权结构

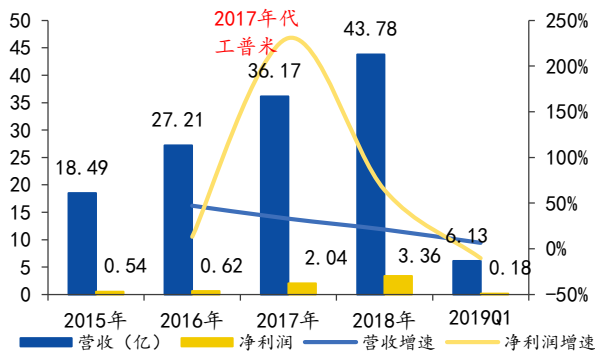


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.3 财务分析

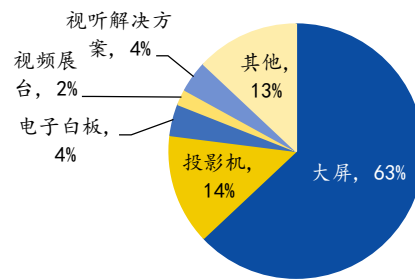
公司业绩方面，近三年营收和净利润 CAGR 分别为 33% 和 84%，2018 年营收 43.78 亿和净利润 3.36 亿。2017 年公司业绩同比市场大幅增长（净利润翻两倍），主要原因是公司工厂 2017 年 4 月开始全面代工普米（Promethean），其交互平板出口海外，量大毛利相对高，加上公司海外品牌 Newline 发展快速，对交互平板业务带动作用较大。

图 6 公司营收及净利润



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

图 7 各业务 2018 年营收占比

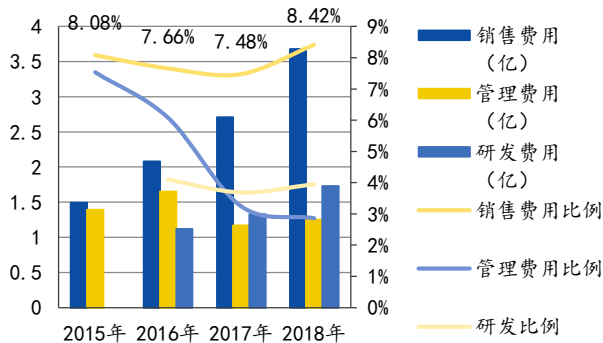


资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

期间费用趋稳，公司期间费用主要是销售费用，由于公司的销售模式是经销商模式，加上公司在教育领域深耕超 20 年，品牌价值稳定，市场推广费用没有激增的基础，销售费用长期趋稳；研发费用占比稳定在 4% 左右，保持产品的持续迭代更新。

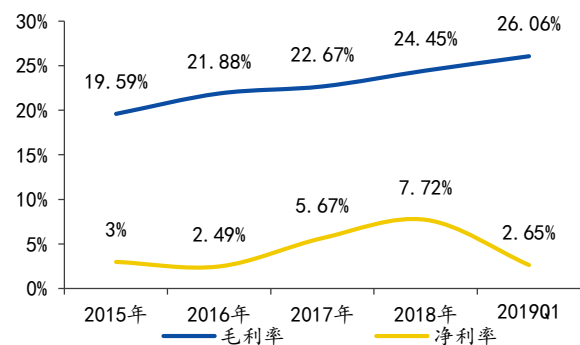
毛利率和净利率持续向上，公司交互平板业务大尺寸化和出口比率上升带来毛利持续提升，2018 年毛利率为 24.45%，加上期间费用趋稳，由此带来公司净利率稳步向上。

图 8 期间费用稳定



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

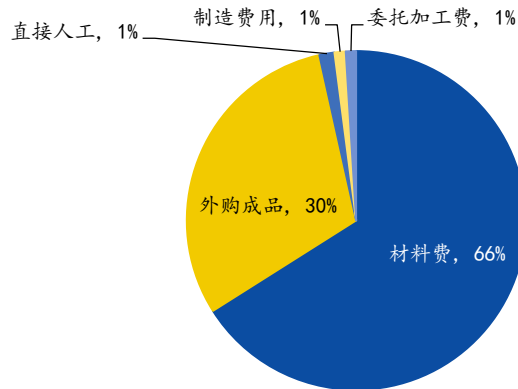
图 9 毛利率和净利率向上



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

拆解公司主营业务成本，毛利率有持续优化的空间，由于公司产品以自产为主，其营业成本构成中外购材料费用占比最高（为 66%），而其中占比最高的是液晶面板，约占整个采购材料的 48%，现阶段采购来源以 LG、夏普和三星为主；部分 JDM 和代理产品有外购成品成本。整体来看，随着面板市场大尺寸量产扩大化，外购材料中面板的价格未来有望降低，加上公司出货量的不断增加，采购规模提升，公司毛利有持续优化的空间。

图 10 公司主营业务成本构成



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

表 2 外购材料量价情况

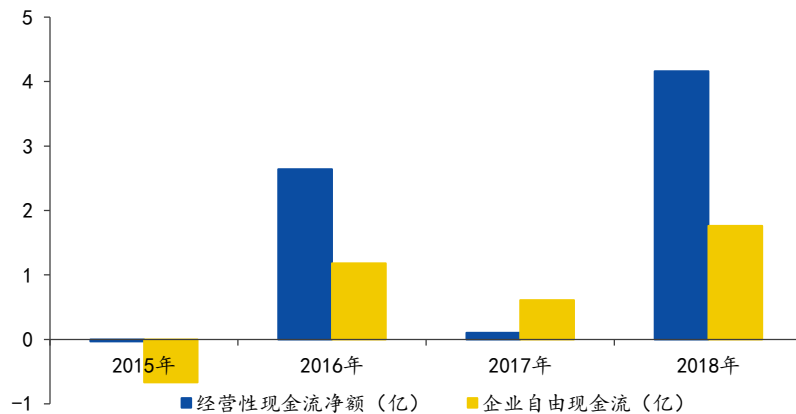
采购材料	2016 年	2017 年	2018 年	占比
采购 (万元)	6,323.46	862.46	1,393.41	
液晶模组				
采购量 (万片)	0.74	0.08	0.14	1%
单价 (元)	8,545.22	10,780.75	9,952.93	
背光材料				
采购 (万元)	2,804.41	6,729.46	12,324.56	
采购量 (万片)	26.89	14.70	6.05	6%
单价 (元)	104.29	457.79	2037.12	
液晶面板				
采购 (万元)	43,470.09	86,436.05	100,211.99	
采购量 (万片)	13.97	22.67	30.97	48%
单价 (元)	3111.67	3812.79	3235.78	
电子元器件				
采购 (万元)	14,540.56	14,208.65	17,357.11	
采购量 (万片)	74,848.08	68,880.46	54,948.68	8%
单价 (元)	0.19	0.21	0.32	
触控组件				
采购 (万元)	2,102.95	10,367.34	20,075.36	
采购量 (万片)	4.23	6.87	22.59	10%
单价 (元)	497.15	1509.07	888.68	
结构件				
采购 (万元)	15,371.56	19,692.23	37,075.56	
采购量 (万片)	8,310.82	9,734.41	14,426.10	18%
单价 (元)	1.85	2.02	2.57	
白板面板				
采购 (万元)	3,362.31	3,021.36	31.68	
采购量 (万片)	18.12	16.04	0.18	0%
单价 (元)	185.56	188.36	176.00	

资料来源：国元证券研究中心

ROE 和现金流情况，IPO 之前公司 2018 年的 ROE 为 40.71%，IPO 融资后 2019

年的 ROE 预计为 13.58%；公司国内业务以“款到发货”为主，这部分业务的经营性现金流较好，海外业务（主要是普米）存在 90 天左右的信用账期，对公司整体现金流有一定的影响（2017 年经营性现金流回落的主因），但是普米作为海外交互屏巨头，跟公司业务合作紧密，90 天账期属于合理范围，预计公司未来现金流平稳向好。

图 11 公司经营性现金流和企业自由现金流情况



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

2. 公司引领教育显示设备更新换代

2.1 显示设备是教室信息化的核心，五年更新升级周期的千亿市场

显示设备是教室信息化的核心，1) 高频使用，形成刚需，无论是早期的视频展台还是现在的互动平板，教育显示设备都是教室内使用频率最高的教育信息化产品，已经是教室内信息化的必配硬件；2) 教师教学输出端口，解决实际痛点，教师的教学内容和知识点的集散通过显示设备展示，解决手动教学过程的低效和粉尘危害，解决教师的实际痛点；3) 整个教育信息化的流量出入口，教育信息化升级的两个基础是数据收集和成果展示，两个基础都依赖显示设备(互动平板有视频收集功能)。

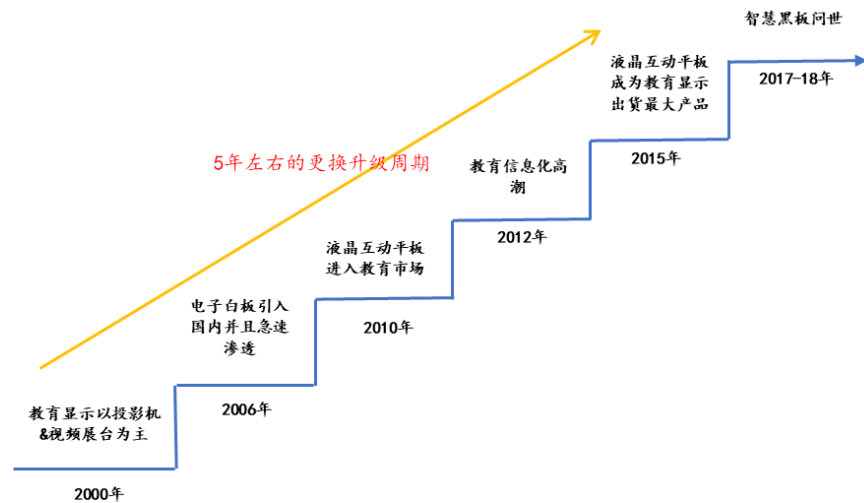
图 12 显示设备是教师信息化的核心



资料来源：国元证券研究中心

教育显示设备演化历程，五年左右一次更新或升级，1) 2000 年投影机和视频展台开始进入国内教室，以日系投影机为代表，功能相对简单，纯教学内容展示为主；2) 2006 年左右电子白板(或与投影机结合)引入国内，改变传统黑板的粉尘问题，受到政府部门的大力支持，随后几年内出货量剧增；3) 2010 年左右互动平台开始进入教育显示市场；4) 2014-2015 年交互平板升级，互动属性更强，其教育市场出货量超越投影机和电子白板，成为教育显示首选产品；5) 2017 年鸿合开始研发智慧黑板，提供整套黑板解决方案，解决互动平板与传统黑板分割的痛点，2018 年开始向市场推广。回溯国内教育显示设备的更新升级过程，可以较为清晰的看出其五年左右的更换周期，技术是推动，设备老化折旧是升级的必然趋势。

图 13 教育显示设备的历史演变



资料来源：国元证券研究中心

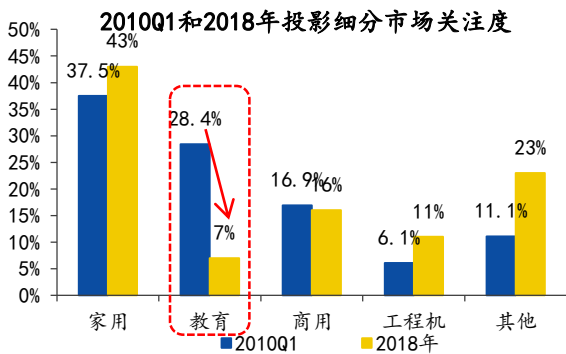
图 14 现阶段教育显示产品三大类和新产品智慧黑板



资料来源：国元证券研究中心

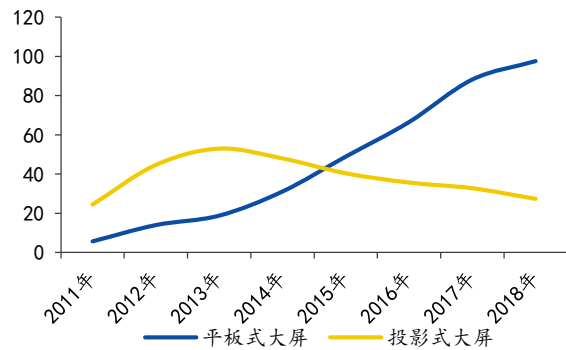
现阶段教育显示设备出货量情况，平板式大屏（液晶交互平板）主力驱动，投影机在教育显示行业的地位明显收缩，根据 ZDC 调研的投影市场关注度数据，投影在教育领域的关注度比例从 2010Q1 的 28.4% 降至 2018 年的 7%，投影机被交互大屏挤压，2018 年出货量预计在 40 万台左右（15 万台左右是极光投影）。2010 年左右兴起的交互大屏成为教育显示的主力，2010 至 2015 年之间以投影式大屏为主（短焦投影+电子白板），但是平板式大屏（液晶交互平板）的功能性更强，成本持续下降，出货量也持续攀升，2018 年平板式大屏的出货量为 97.6 万台，投影式大屏的出货量仅为 27.3 万台。

图 15 投影机在教育市场的关注度急速下降



资料来源：ZDC，国元证券研究中心

图 16 教育交互大屏出货量



资料来源：AVC，国元证券研究中心

教育显示设备市场规模可达 1016 亿，根据教育部《2017 年教育统计数据》，教育体系内学校教室规模约为 1016 万间，教育显示设备是教育信息化中必备产品，未来装备渗透率理论可达 100%，按照目前教育显示设备单价 1 万元假设测算，国内普通学校教育显示设备市场规模可达 1016 亿元。

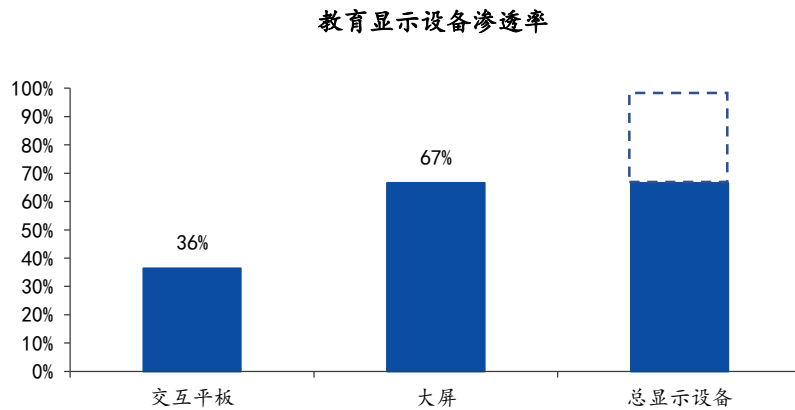
表 3 国内普通学校教育显示设备市场规模测算

普通学校	幼儿园	小学	初中	高中	中职	高校	其他
教室规模 (万间)	161	389	181	106	44	78	57
显示设备单机 (万元)				1.00			
市场规模预测 (亿元)				1016			

资料来源：教育部，国元证券研究中心

教育显示设备市场成熟，新产品接受能力较强，考虑普通投影&视频展台&投影式大屏&平板式大屏持续的出货，特别是 2010 年开始的“薄改”推动，整个教育显示设备的渗透率应该接近 100%，市场对显示设备的接纳度很高；2010 年左右投影机与电子白板的结合产品（交互投影）开始替代纯投影机或视频展台，交互平板 2015 年左右开始爆发（替代上几代产品），我们以 2010 年之后大屏出货累计数（近 8 年累计出货）测算交互大屏渗透率约为 67%，而交互平板的累计渗透率约为 36%，一代新设备替代旧设备已形成行业常态规律。

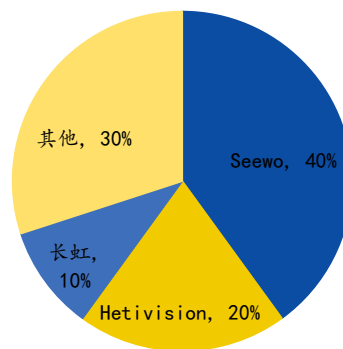
图 17 教育显示设备渗透率（近 8 年累计出货渗透）



资料来源：AVC，国元证券研究中心测算，备注：交互平板<大屏（交互平板+交互投影）<总显示设备（含普通投影和视频展

第三代教育显示设备交互平板 TO3 品牌市占率超过 70%， 1) 单论交互平板市场，其在教育行业的品牌洗礼早已完成，市场竞争基本形成“3+n”局面，“3”代表视源股份（Seewo）&鸿合科技（Hetivision）&长虹，市占格局大致为 4:2:1，剩余中小品牌市占率较低。2) 如果考虑交互平板+投影式大屏的总出货量（仅限于大陆地区），由于投影式大屏的出货量鸿合占优，则视源股份的整体市占率将回落至 35% 左右，鸿合科技的市占率上升至 27% 左右。

图 18 教育交互平板市场格局（不含投影式）



资料来源：AVC，国元证券研究中心

新一代教育显示设备的格局尚未定格，新的一个五年更换周期将至，新一代的教育显示设备智慧黑板已出现，产品正处于优化阶段，目前仅在小部分地区初步渗透，鸿合的智慧黑板采用超薄钢化全贴合技术，产品性能较为领先，2018 年已经小批量渗透，市场反馈良好，有望在未来 2 年左右迎来出货高峰期。

2.2 鸿合深耕并引领行业超过 20 年

公司 90 年代就开始从事显示设备行业，1992 年首先在国内引入“液晶投影”概念，1997 年开始代理日立投影机，将投影设备引入教育行业，2000 年左右开始研发生产自己的投影机和视频展台，2005 年推出电子白板，2012 年推出交互平板，2017 年推出智慧黑板，深耕教育显示设备行业超过 20 年，并且持续处于领先地位。

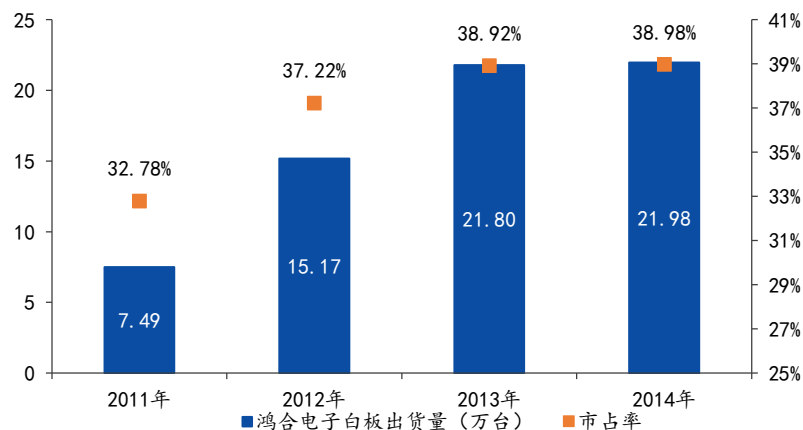
图 19 公司产品发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

第二代教育显示设备（电子白板）鸿合出货量持续第一，电子白板行业在 2010 年完成洗牌，鸿合出货量保持高位数增长，市占率超过 30%，地位始终没有被撼动。在此过程中建立起了渗透全国范围内的超过 2000+家经销商网络，带动一大批经销商的成长。

图 20 2011-2015 年鸿合电子白板（第二代教育显示设备）市占率持续第一

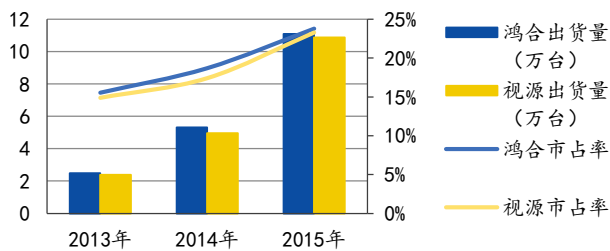


资料来源：中国市场调查研究中心，国元证券研究中心

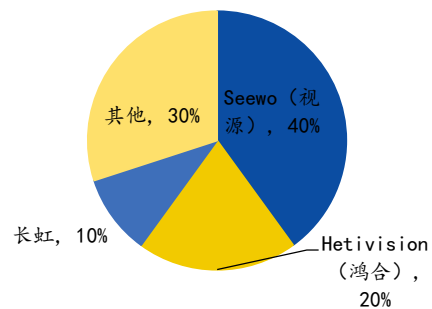
第三代教育显示设备（交互平板）出货量始终 TOP2，2014/15 年交互平板行业经历重大产品升级（交互设备由电视显示升级为液晶 OC），产品性能得到跨越式提升，在教育显示行业中的出货量开始超越电子白板，鸿合和视源在此期间几乎同时起步，并与白电厂商品牌的差距拉大，两家公司的出货量和市占率相当。2017 年年初视源完成 A 股上市，依靠强大的资金实力，其市场推广能力短期内超越鸿合，并且完成市占率的超越，2018 年视源的交互平板市占率约为 40%，鸿合维持在 20% 出头，短期内落后于视源维持市占第二的位置。

图 21 2013-2015 年交互平板（第三代）鸿合市占率第一 图 22 2018 年鸿合交互平板市占率第二

2013-2015 交互平板鸿合与视源出货量及市占率



资料来源：中国市场调查研究中心，国元证券研究中心

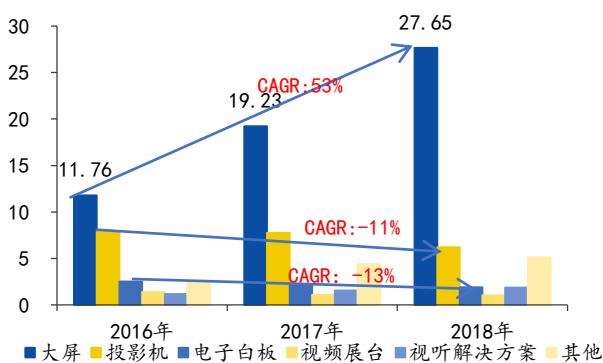


资料来源：AVC，国元证券研究中心

2.3 鸿合互动平板高速出货

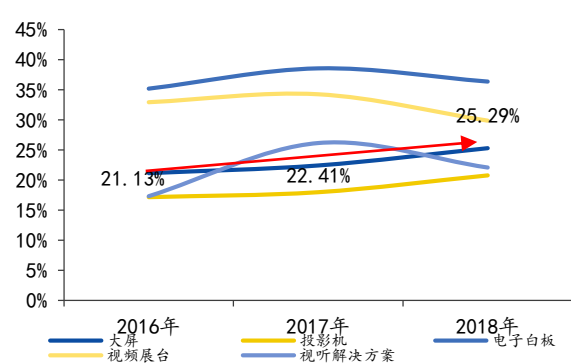
交互平板是公司业绩主力，分拆公司各项业务，交互平板营收约占公司总营收的 63%，近三年 CAGR 为 53%，主要因素为行业带动和普米代工增量，投影机、电子白板等业务成熟度较高，增速趋缓；从毛利率的角度来看，交互平板的毛利率从 2016 年的 21.13% 提升至 25.29%，带动整个公司业绩的增长，上游面板等材料费用下降和面板大尺寸化是其毛利提升的主要原因。

图 23 近三年公司各项业务营收及增速



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心，其他业务包括录播、电子班牌等

图 24 各项业务毛利率情况



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

代工普米（Promethean）促进交互平板业务爆发，2017 年 4 月，公司正式开始为国际智能交互屏品牌普米代工（ODM/OEM），代工大屏全由普米销往海外市场，2017、2018 年公司分别为普米代工交互屏 3.86 万台、9.45 万台，销售金额占当年

海外业务的 64%、67%，占整个交互平板业务的 26%、34%，占公司总营收的 13.93%、21.43%，剔除普米后公司营收增速为 14.42%和 10.48%，代工普米为公司带来业绩爆发。

表 4 公司为普米代工业务情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
为普米代工（万台）		3.86	9.45
对普米销售（亿元）		5.04	9.38
占公司外销比例		64%	67%
占公司交互平板营收比	小批量实验	26%	34%
占公司总营收比		13.93%	21.43%
剔除普米后公司营收增速		14.42%	10.48%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

普米代工业务的未来增长有赖于其海外市场的持续开拓，普米本身没有工厂，目前主要有鸿合和富士康代工，2016 年富士康收购海外交互设备品牌 SMART，在海外的业务与普米形成竞争，代工向鸿合转移，目前在鸿合代工的普米基本为其中高端系列；2018H1 普米在鸿合的代工销量占其总销量的 73%，主要代工由鸿合完成。

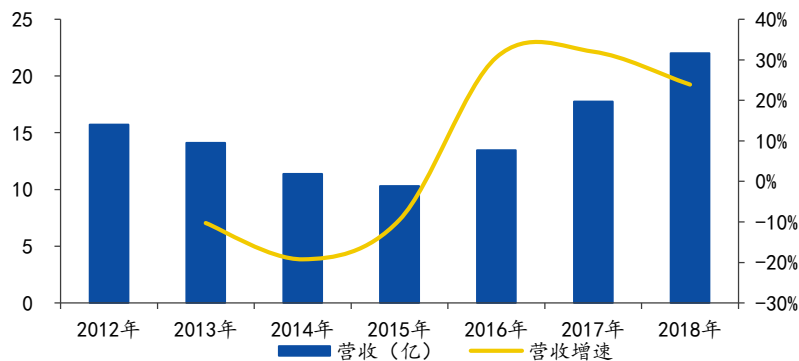
2015 年 11 月普米被国内游戏公司网龙收购，收购价格 82 亿元，根据网龙 2017 和 2018 年报数据，普米营收分别为 17.8 亿和 22 亿元，2018 年同比增长 25.9%。普米传统的销售地区是北美和欧洲，被网龙收购之后市场向新兴国家拓展，2017 年普米实现扭亏为盈（盈利 500 万），2018 年莫斯科大单对其业务拉动较大，全年净利润为 1.52 亿。

表 5 鸿合代工占比超七成

普米大屏	2017 年	2018H1
鸿合代工（万台）	3.86	3.78
普米全年总销量	6.75	5.2
鸿合代工占比	57%	73%

资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

图 25 普米营收及增速

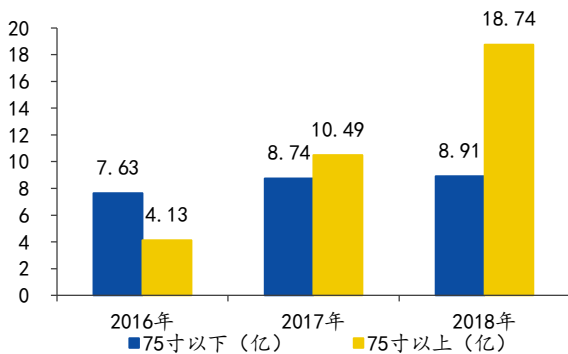


资料来源：网龙公告，国元证券研究中心

交互平板大尺寸化，随着面板技术的不断成熟以及教育行业对交互屏的不断认可，大尺寸交互平板在行业出货量占比不断提升，根据 AVC2018Q3 统计的 IWB（交互白板）数据，交互平板出货增长为 5.9%（39 万台），其中 86 寸大屏出货占比增速最快，份额提升至 21.9%，75 寸大屏占比增速次之（提升 4.3 个百分点），份额提升至 14.6%。

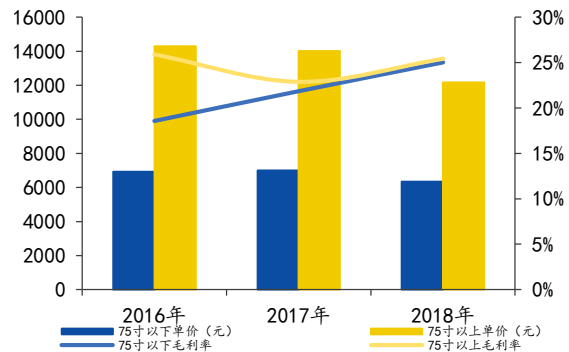
公司 75 寸以上交互平板占比持续提升，2016 年 75 寸以上交互平板是 75 寸以下的 54%，2018 年增至 210%，交互平板出货主要依赖 75 寸以上产品增长，而且 75 寸以上交互平板的单价和毛利率都略高于 75 寸以下交互平板。

图 26 公司 75 寸以上大屏营收增长明显



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

图 27 公司 75 寸以上大屏单价和毛利率更高



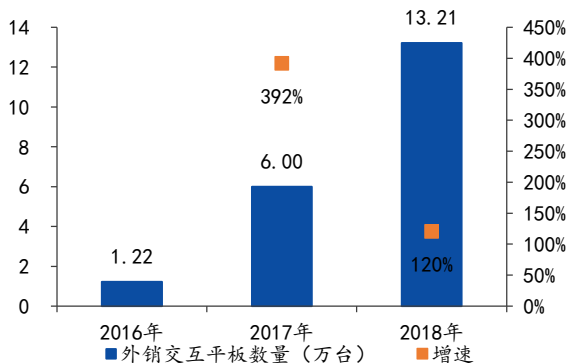
资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

3. 交互平板的成长空间：海外和商用

3.1 不能忽视的海外大市场

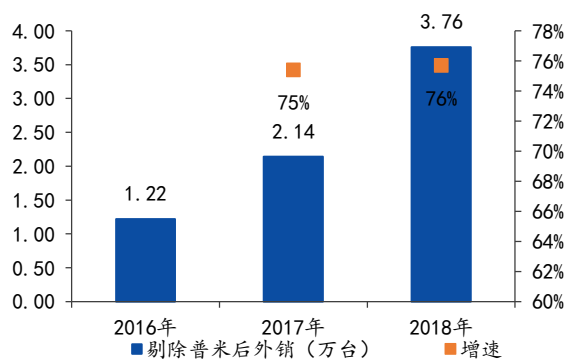
交互平板外销出货量高速增长，2018 年公司交互平板外销出货量 13.21 万台，增速 120%，2017 年外销出货 6 万台，增速 392%，其中普米带动出货是其中重要原因，但是剔除普米后外销出货量依然保持较快增速，2017 年、2018 年剔除普米后出货量分别为 2.14 万台 3.76 万台，增速分别 75% 和 76%。

图 28 鸿合外销交互平板数量



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

图 29 剔除普米后的外销交互平板数量



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

海外教育市场交互平板渗透率低，与国内政府批量采购主动换代升级不同，海外教

育领域的显示设备渗透依靠市场推动，市场分散，渗透率远低于国内水平，根据我们的调研交流结果，海外教育交互显示设备的渗透率不足 30%，在印度、东南亚等地的渗透率更低，市场前景广阔。

鸿合 2009 年就开始发展海外业务，已经建起了面向北美、南美、欧洲、澳洲、泛亚太地区等海外区域的业务管理框架。目前，在美国、英国、德国、芬兰、印度等地区品牌知名度和市占率快速提升。

图 30 鸿合业务全球分布



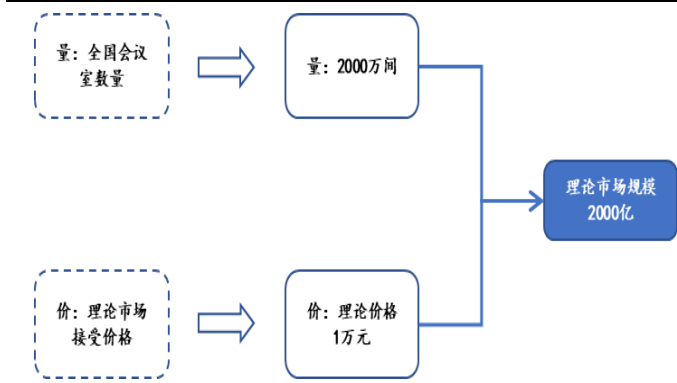
资料来源：鸿合科技微信公众号，国元证券研究中心

3.2 商用市场蔚蓝大海，等待好产品

商用交互平板市场规模 2000 亿，全国会议室约 2000 万间，全球约 1 亿间，假设交互平板市场价格降至 1 万元/台（设备具有一定的价格敏感度），则市场规模可达 2000 亿。随着交互平板产品性能的不不断提升和价格的不断优化，市场需求有望爆发。

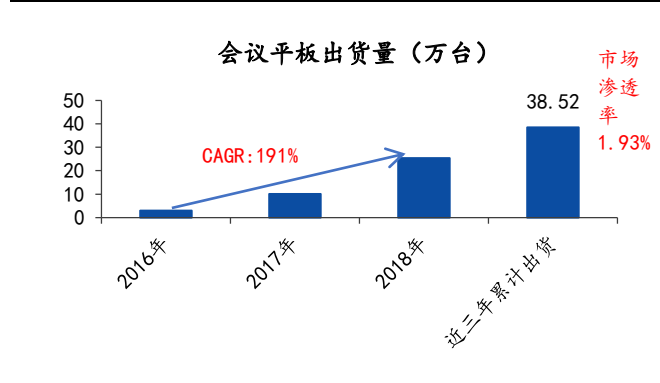
交互平板市场开始于 2015 年，近几年增长迅猛，2016 年出货量不足 3 万台，2018 年的出货量达 25.4 万台，复合增速 191%，近三年累计出货量为 38.52 万台，市场渗透率不足 2%（仅有 1.93%）。

图 31 国内大陆会议平板市场规模超 2000 亿



资料来源：国元证券研究中心测算

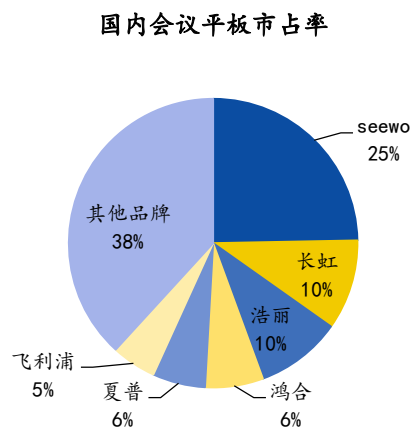
图 32 互动平板会议市场渗透率不足 2%



资料来源：AVC, 国元证券研究中心

交互平板最早由微软 2015 年推出 (Surface Hub)，售价 8999.99 美元，2016 年 Google 推出一款 G Suit，售价 5000 美元，两款产品售价均偏高。国内平板厂商跟随海外脚步推出商务交互平板，其中视源、鸿合、长虹都是较早涉足该领域的品牌商，2017 年视源推出 Maxhub，在国内商务市场取得暂时领先，根据 AVC 数据，2017 年、2018 年视源的市占率分别为 24.7% 和 25.4%，鸿合的商务交互平板主力出货在海外，国内市场份额暂时落后。

图 33 2017 年会议交互平板市场格局



资料来源：AVC, 国元证券研究中心

鸿合商用品牌 Newline 回归国内市场，2019 年 4 月 11 日，鸿合海外商用交互品牌 Newline 在北京发布新产品并宣布进入国内市场，并且开启全国经销商产品巡展，加速在全国布局渗透。**Newline 是鸿合 2012 年培育的商用交互品牌，前期主攻市场较为成熟的市场，根据 2017 年 FutureSource 研究报告，Newline 品牌在美国地区市场占有率排名第六，产品打磨相对成熟。**

Newline 从国外向国内回归，优点在于产品性能成熟和品牌高度，而缺点在于落后竞争对手约 2 年的市场推广时间，但是随着鸿合 IPO 成功，资金端相对丰富，市场推广的资金实力变强，加上原有遍布全国超过 2000 家的经销商渠道，对于其

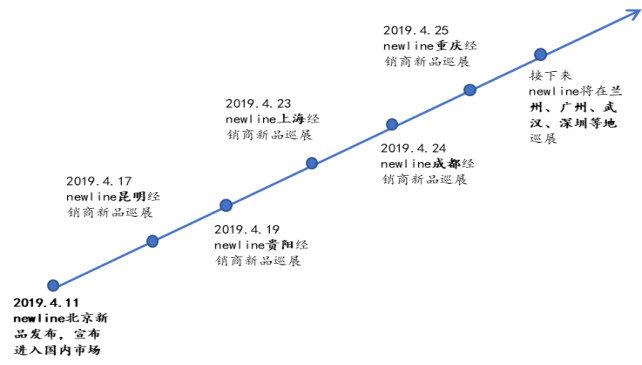
未来在国内的渗透发展我们持乐观预期。

图 34 鸿合商用交互平板品牌 Newline



资料来源：鸿合科技官网，国元证券研究中心测算

图 35 Newline 开启全国推广



资料来源：鸿合科技官网，国元证券研究中心

鸿合商用产品基数低，毛利率高，公司商用交互屏出货量 2018 年 1.16 万台，营收不足 2 亿（1.62 亿元），基数相对较低，2019 年是 Newline 进入国内市场元年，营收增速爆发的概率较高，另外商用交互平板的毛利率比教育市场更高，2018 年商用交互平板的毛利率为 44.82%（教育交互平板 2018 年毛利率为 24.06%）。

表 6 鸿合商用交互平板 2016-2018 年出货情况

商用交互平板	2016 年	2017 年	2018 年
营收（万元）	2222.32	5387.39	16283.94
销量（万台）	0.07	0.22	1.16
单价	31747.42	24488.14	14037.88
毛利率	60.22%	59.37%	44.82%

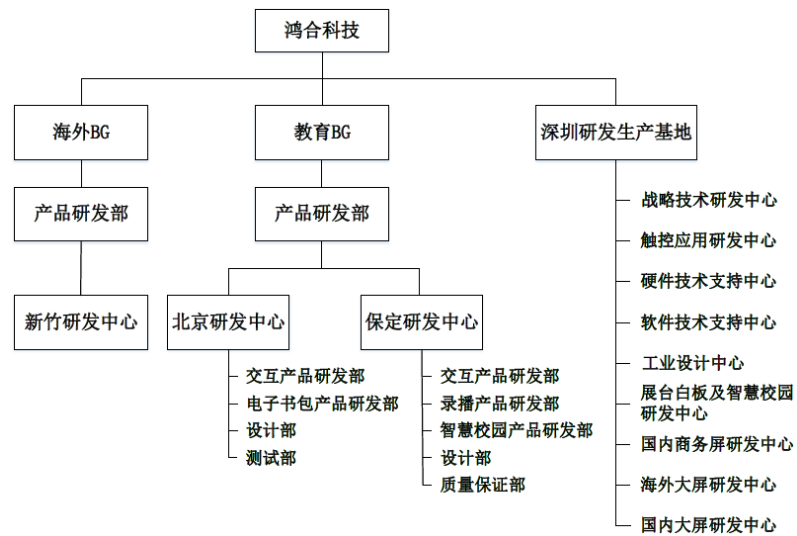
资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

4. 公司两大优势：研产销一体化+全国经销服务网络

4.1 研产销一体化是特色

四大研发中心，公司在台湾新竹、北京、保定、深圳均设有研发中心，产品核心技术包括红外触控技术、电容触控技术、书写交互技术、手势识别交互技术等，核心技术产权基本为自主研发所有。

图 36 鸿合四大研发中心



资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

研发费用占比 4%，截止到 2018 年，公司研发人员规模 625 人，占全体员工（含 833 个生产员工）的比例为 23.56%，2018 年研发费用投入 1.73 亿，占营收比例为 3.95%（2017 年为 3.68%、2016 年为 4.1%）。

表 7 公司研发费用情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
研发费用（亿）	1.12	1.33	1.73
营收（亿）	27.21	36.17	43.78
研发占比	4.12%	3.68%	3.95%

资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

自有生产基地，公司在深圳坪山设有 6 万平米的生产基地，生产人员 833 人，占公司员工比例 31.4%，现有厂房租赁获得。此次公司上市募集资金共计 18.74 亿元，其中 8.87 亿用于建设全新生产基地，新基地已“打桩”开建。

图 37 鸿合工厂 SMT 产线



资料来源：鸿合科技官网，国元证券研究中心测算

图 38 鸿合工厂产品调试



资料来源：鸿合科技官网，国元证券研究中心

4.2 全国经销服务网络是隐形竞争力

公司深耕教育行业 20+ 年，经销商和客服体系完整，布局全国 35 个直属客服网点，近 2000 家代理服务网络，渗透三四级城市。下沉式经销商和服务网络是公司在教育和商用交互平板市场的强大隐形核心竞争力。

图 39 公司全国下沉式经销商和客服网络



资料来源：鸿合官网，国元证券研究中心

5 盈利预测及估值

从拆分公司各项产品业务的情况来看，电子白板&视频展台&投影机业务相对饱和，未来预计维持低幅波动表现，公司业务增长核心来自于两块，1) 交互平板，60% 以上的营收来自于交互平板，教育领域，公司 2018 年推出的智慧黑板市场反响较好，有望迎来爆发；商务领域，依托自有海外成熟品牌 Newline 开拓国内市场，2019 年 4 月进入国内，随着市场渠道的迅速铺设，未来两年有望成为出货爆发期。2) 智能视听解决方案，该业务面向 2B 市场，对企业、高校、党政机关的音频会议进行改造升级，目前已进入微软、思科等大型企业，已做好典型示范效果，该业务基数低，爆发性强。

表 8 公司业务拆分

	2016 年	2017 年	2018 年	
智能交互平板	营收 (万元)	117642.81	192294.55	276494.57
	yoy		63.46%	43.79%
	销量 (万台)	13.92	19.99	29.44
	yoy		43.61%	47.27%
	单价	8451.35	9619.54	9391.80
	毛利率	21.13%	22.41%	25.29%
投影机	营收 (万元)	78556.98	77634.06	62001.67
	yoy		-1.17%	-20.14%

	销量	18.09	16.52	9.59
	yoy		-8.68%	-41.95%
	单价	4342.56	4699.40	6465.24
	毛利率	17.16%	17.98%	20.76%
	营收(万元)	25240.54	21628.17	19040.75
	yoy		-14.31%	-11.96%
电子白板	销量	17.93	14.60	12.08
	yoy		-18.57%	-17.26%
	单价	1407.73	1481.38	1576.22
	毛利率	35.18%	38.53%	36.35%
	营收(万元)	13830.34	10852.25	10289.87
	yoy		-21.53%	-5.18%
视频展台	销量	16.33	13.97	14.77
	yoy		-14.45%	5.73%
	单价	846.93	776.83	696.67
	毛利率	32.92%	34.24%	29.85%
	营收(万元)	5456.80	8271.39	5445.42
	yoy		51.58%	-34.17%
	毛利率	40.51%	40.55%	45.88%
其他产品	营收(万元)	19677.07	35427.01	45903.47
智能视听解决方案	营收(万元)	11647.38	15514.12	18516.79
	yoy		33.20%	19.35%
	毛利率	17.32%	26.14%	22.08%
合计	营收(万元)	272051.92	361621.55	437692.54
	yoy		32.92%	21.04%
	毛利率	21.88%	22.67%	24.45%

资料来源：公司招股书，国元证券研究中心

根据我们的假设预测，保守估测公司 2019-2021 年的营收分别为 51.15 亿、60.04 亿、70.74 亿，净利润分别为 4.09 亿、5 亿、5.85 亿，EPS 分别为 2.98 元、3.63 元、4.26 元，对应目前股价的 PE 分别为 20 倍、16 倍、14 倍。

同行业对比，从行业领域来看，公司主业目前集中于教育领域，同属于教育信息化，行业周期属性相近，同业中，业绩增速较快的视源和佳发 2019 年 PE 均超过 30 倍；但是就产品形态来看，视源股份短期内更具可比性，二者交互产品在教育和商用领域直面竞争，是行业两大龙头。

短期来看，公司教育交互平板出货量增速趋缓，但下行风险较小；业务增长点智慧黑板和商用产品 2019 年正处于起步早期，依托公司研产销一体化能力和上市助力，未来 2-3 年业务有望爆发，我们对公司业绩持乐观预期，给予公司 30 倍 PE，首次深度覆盖给予“买入”评级。

表 9 A 股教育信息化或设备公司业绩及估值

公司	市值 (亿)	营收 (亿)			净利润 (亿)			PE (倍)		
		2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	TTM	2019 年	2020 年
视源股份	500	169.21	210.5	261.5	10.04	13.7	18.48	47	37	27
yoy		56.32%	23.94%	24.30%	45.32%	36.42%	234.85%			
三爱富(含化工)	49	16.63	19.73	22.02	5.43	2.29	2.7	10	21	18
yoy		-68.27%	18.57%	11.64%	1036%	-57.76%	17.77%			
佳发教育	63	3.9	6.43	10	1.24	1.94	2.87	47	32	21
yoy		103.13%	64.66%	54.83%	69.43%	56.35%	48.26%			
鸿合科技	80	43.78	51.16	60.04	3.36	4.09	5	24	20	16
yoy		21.04%	16.85%	17.37%	64.55%	21.75%	21.82%			

资料来源: wind, 视源、三爱富、佳发为 wind 一致预测, 国元证券研究中心

风险提示: 知识产权诉讼完败; 智慧黑板和商用交互平板出货不及预期

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1708.16	1952.17	3993.28	4211.84	4572.40
现金	595.24	579.14	1665.51	2169.91	2269.82
应收账款	243.62	303.18	319.46	374.95	441.74
其他应收款	13.29	19.06	18.10	21.72	25.31
预付账款	128.58	110.58	152.83	164.60	202.32
存货	636.04	712.07	759.23	902.53	1055.08
其他流动资产	91.38	228.14	1078.14	578.14	578.14
非流动资产	130.04	203.19	203.19	697.19	1141.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	93.11	97.03	97.03	97.03	547.03
无形资产	1.07	48.11	48.11	342.11	336.11
其他非流动资产	35.85	58.05	58.05	258.05	258.05
资产总计	1838.20	2155.36	4196.47	4909.03	5713.59
流动负债	1051.95	1169.65	1104.81	1318.69	1538.51
短期借款	167.74	87.31	0.00	0.00	0.00
应付账款	728.44	917.16	899.46	1085.72	1259.67
其他流动负债	155.77	165.18	205.35	232.97	278.84
非流动负债	41.86	58.95	58.95	58.95	58.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	41.86	58.95	58.95	58.95	58.95
负债合计	1093.81	1228.61	1163.77	1377.65	1597.47
少数股东权益	1.46	17.70	17.70	17.70	17.70
股本	102.92	102.92	137.23	137.23	137.23
资本公积	326.06	354.90	2018.37	2018.37	2018.37
留存收益	313.95	451.23	859.40	1358.08	1942.82
归属母公司股东权益	742.93	909.05	3015.00	3513.68	4098.43
负债和股东权益	1838.20	2155.36	4196.47	4909.03	5713.59

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	9.68	416.08	458.36	1483.10	578.61
净利润	205.00	337.90	409.36	498.68	584.74
折旧摊销	16.38	20.43	0.00	6.00	56.00
财务费用	14.55	1.99	2.62	0.00	0.00
投资损失	-2.69	-1.34	-1.50	-1.50	-1.50
营运资金变动	-234.41	37.75	-15.73	900.84	-156.67
其他经营现金流	10.86	19.36	63.62	79.08	96.03
投资活动现金流	-13.56	-225.44	-978.65	-978.70	-478.70
资本支出	-20.30	-85.70	19.85	-480.20	-480.20
长期投资	3.15	-141.08	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	3.59	1.34	-998.50	-498.50	1.50
筹资活动现金流	208.83	-260.37	1606.66	0.00	0.00
短期借款	65.66	-80.43	-87.31	0.00	0.00
长期借款	-2.63	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	52.92	0.00	34.31	0.00	0.00
资本公积增加	207.85	28.83	1663.47	0.00	0.00
其他筹资现金流	-114.98	-208.77	-3.81	0.00	0.00
现金净增加额	204.95	-69.73	1086.37	504.40	99.91

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3616.95	4377.96	5115.52	6004.01	7073.53
营业成本	2796.98	3307.72	3849.51	4501.28	5305.45
营业税金及附加	22.35	16.28	23.22	25.61	30.82
营业费用	270.51	368.11	406.36	490.89	570.11
管理费用	117.09	125.31	153.47	180.12	212.21
研发费用	133.01	173.14	204.62	240.16	282.94
财务费用	26.05	-23.27	-36.66	-67.12	-77.70
资产减值损失	28.31	55.40	83.47	98.88	115.83
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.69	1.34	1.50	1.50	1.50
营业利润	236.21	375.30	453.10	555.71	655.36
营业外收入	1.22	14.60	20.00	20.00	20.00
营业外支出	0.13	0.34	0.20	0.20	0.20
利润总额	237.30	389.57	472.90	575.51	675.16
所得税	32.29	51.67	63.54	76.82	90.42
净利润	205.00	337.90	409.36	498.68	584.74
少数股东损益	0.67	1.67	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	204.33	336.23	409.36	498.68	584.74
EBITDA	293.39	407.82	478.35	571.96	728.00
EPS (元)					

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	32.94	21.04	16.85	17.37	17.81
营业利润(%)	167.82	58.88	20.73	22.65	17.93
归属母公司净利润(%)	230.84	64.55	21.75	21.82	17.26
获利能力					
毛利率(%)	22.67	24.45	24.75	25.03	25.00
净利率(%)	5.65	7.68	8.00	8.31	8.27
ROE(%)	27.50	36.99	13.58	14.19	14.27
ROIC(%)	75.52	77.26	30.29	36.02	31.52
偿债能力					
资产负债率(%)	59.50	57.00	27.73	28.06	27.96
净负债比率(%)	9.13	4.05	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.62	1.67	3.61	3.19	2.97
速动比率	0.90	0.97	2.79	2.38	2.15
营运能力					
总资产周转率	2.45	2.19	1.61	1.32	1.33
应收账款周转率	18.26	16.01	16.43	17.29	17.32
应付账款周转率	4.58	4.02	4.24	4.53	2.82
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.49	2.45	2.98	3.63	4.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	3.03	3.34	10.81	4.22
每股净资产(最新摊薄)	5.41	6.62	21.97	25.60	29.86
估值比率					
P/E	41.04	24.94	20.48	16.81	14.34
P/B	11.29	9.22	2.78	2.39	2.05
EV/EBITDA					

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188