

2019年08月15日

鸿合科技 (002955.SZ)

商用业务快速增长，市场推广致销售费用提升

事件：公司发布2019年半年报，上半年实现营收20.25亿元，同比增长11.67%；归母净利润1.13亿元，同比增长6.58%，扣除非经常性损益后的净利润0.93亿元，同比增长6.73%。

■教育类业务稳步增长，商用业务提速明显：上半年公司教育类业务实现营收16.33亿元，同比增长4.79%。随着国家对于教育信息化建设由以“三通两平台”为核心的1.0升级至以教育内容数字化建设为核心的2.0方针，未来学校对于教学内容数字化以及相关设备的投入有望得到有效增长，智能屏幕作为教育内容呈现以及传输的重要载体将在学校市场进一步渗透。另一方面，公司商用类业务实现营收3.92亿元，同比增长53.70%，其中智能视听解决方案营收规模1.23亿元，同比增长99.6%。随着视频会议以及信息共享在国内企业市场的盛行，商用领域有望为公司产品打开更大应用空间。

■产品推广致销售费用提升，研发投入持续增长：报告期内，公司为提升Newline商显产品的品牌影响力以及开拓商用市场，进而导致销售费用达到1.96亿元，同比增长30%。除此之外，公司持续加大云计算、人工智能等方面的技术投入，并在人机交互等领域取得持续进展，报告期内公司研发费用同比增长13.25%，占营收比重由期初的3.95%提升至4.16%。

■携手人民日报，探索业务新方向：公司于日前和人民日报数字传播有限公司签订战略合作协议，双方将在“媒体+产业”方面携手探索新模式，包括打造联合实验室、以“电子阅报栏”等形式拓展人工智能等技术的新应用、合作加强党的声音在教育行业的传播力和影响力等。未来随着双方合作的加深，公司产品有望在更多应用领域实现落地。

■投资建议：公司是国内智能交互显示设备龙头企业，产品广泛应用于教育等关键行业，随着公司产品在学校市场的持续渗透以及向商用领域的进一步拓展，业务增长空间有望得到有效提升。预计公司2019-2020年EPS分别为2.93和3.46元，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6个月目标价68元。

公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级 **增持-A**

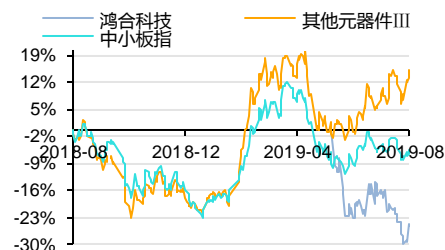
首次评级

6个月目标价：**68元**
 股价(2019-08-15) **56.54元**

交易数据

总市值(百万元)	7,759.21
流通市值(百万元)	1,939.89
总股本(百万股)	137.23
流通股本(百万股)	34.31
12个月价格区间	53.14/75.47元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.47	-1.0	5.08
绝对收益	-10.47		

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
 huyw@essence.com.cn
 021-35082010

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
 jiaojuan@essence.com.cn
 021-35082012

陈冠呈

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080004
 chengc@essence.com.cn

相关报告

■风险提示：商用市场开拓不达预期；市场竞争加剧。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,616.9	4,378.0	5,081.2	5,978.8	7,081.8
净利润	204.3	336.2	402.1	475.3	556.8
每股收益(元)	1.49	2.45	2.93	3.46	4.06
每股净资产(元)	5.41	6.62	8.05	9.46	11.10
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	38.0	23.1	19.3	16.3	13.9
市净率(倍)	10.4	8.5	7.0	6.0	5.1
净利润率	5.6%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
净资产收益率	27.5%	36.5%	36.6%	36.1%	36.1%
股息收益率	0.0%	2.6%	3.1%	3.6%	4.3%
ROIC	155.3%	105.4%	97.8%	75.8%	71.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,616.9	4,378.0	5,081.2	5,978.8	7,081.8	成长性					
减:营业成本	2,797.0	3,307.7	3,806.8	4,497.0	5,334.9	营业收入增长率	32.9%	21.0%	16.1%	17.7%	18.4%
营业税费	22.3	16.3	18.9	22.2	26.3	营业利润增长率	167.8%	58.9%	8.7%	15.4%	18.3%
销售费用	270.5	368.1	427.2	502.7	595.5	净利润增长率	230.8%	64.5%	19.6%	18.2%	17.2%
管理费用	117.1	125.3	381.1	448.4	531.1	EBITDA 增长率	97.2%	31.5%	-22.6%	15.3%	18.6%
财务费用	26.0	-23.3	-14.0	-16.1	-16.6	EBIT 增长率	100.8%	31.8%	-22.2%	15.5%	18.9%
资产减值损失	28.3	55.4	55.4	55.4	55.4	NOPLAT 增长率	236.3%	36.2%	27.6%	16.0%	18.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	100.6%	37.5%	49.7%	25.6%	25.3%
投资和汇兑收益	2.7	1.3	2.0	1.7	1.9	净资产增长率	106.7%	24.5%	22.6%	17.5%	17.6%
营业利润	236.2	375.3	407.8	470.8	557.1	利润率					
加:营业外净收支	1.1	14.3	7.7	11.0	9.3	毛利率	22.7%	24.4%	25.1%	24.8%	24.7%
利润总额	237.3	389.6	415.5	481.8	566.4	营业利润率	6.5%	8.6%	8.0%	7.9%	7.9%
减:所得税	32.3	51.7	-	-	-	净利润率	5.6%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
净利润	204.3	336.2	402.1	475.3	556.8	EBITDA/营业收入	10.9%	11.9%	7.9%	7.8%	7.8%
						EBIT/营业收入	10.6%	11.6%	7.8%	7.6%	7.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	9	8	7	6	6
						流动资产周转天数	135	150	152	153	151
货币资金	595.2	579.1	628.0	636.0	674.8	应收账款周转天数	21	24	25	25	25
交易性金融资产	-	-	-	-	-	存货周转天数	55	59	59	58	58
应收账款	255.4	320.7	391.8	461.0	546.1	总资产周转天数	147	164	167	165	162
应收票据	1.5	1.5	1.7	2.0	2.4	投资资本周转天数	22	29	36	42	44
预付账款	128.6	110.6	89.9	65.4	36.4	投资回报率					
存货	636.0	712.1	884.7	1,045.1	1,239.8	ROE	27.5%	36.5%	36.6%	36.1%	36.1%
其他流动资产	91.4	228.1	354.5	515.8	714.1	ROA	11.2%	15.7%	16.3%	16.4%	16.5%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROIC	155.3%	105.4%	97.8%	75.8%	71.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	费用率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	销售费用率	7.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	管理费用率	3.2%	2.9%	7.5%	7.5%	7.5%
固定资产	93.1	97.0	102.3	107.7	111.2	财务费用率	0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
在建工程	-	3.2	2.6	1.3	1.1	三费/营业收入	11.4%	10.7%	15.6%	15.6%	15.7%
无形资产	1.1	48.1	44.9	41.9	39.1	偿债能力					
其他非流动资产	35.9	54.8	47.1	53.5	59.5	资产负债率	59.5%	57.0%	55.4%	54.4%	54.1%
资产总额	1,838.2	2,155.4	2,547.6	2,929.9	3,424.6	负债权益比	146.9%	132.6%	124.2%	119.4%	118.1%
短期债务	167.7	87.3	132.0	100.0	100.0	流动比率	1.62	1.67	1.76	1.82	1.86
应付账款	445.2	538.9	620.2	732.6	869.1	速动比率	0.99	1.01	1.10	1.12	1.14
应付票据	298.3	388.8	447.5	528.6	627.1	利息保障倍数	14.76	-21.76	-28.08	-28.26	-32.47
其他流动负债	140.2	153.8	134.1	133.6	129.8	分红指标					
长期借款	-	-	1.0	3.0	6.0	DPS(元)	-	1.46	1.74	2.06	2.41
其他非流动负债	41.9	59.0	74.9	95.1	120.0	分红比率	0.0%	59.5%	59.5%	59.5%	59.5%
负债总额	1,093.8	1,228.6	1,411.4	1,594.6	1,854.2	股息收益率	0.0%	2.6%	3.1%	3.6%	4.3%
少数股东权益	1.5	17.7	31.1	37.6	47.1						
股本	102.9	102.9	137.2	137.2	137.2						
留存收益	639.9	804.9	967.9	1,160.4	1,386.0						
股东权益	744.4	926.8	1,136.2	1,335.2	1,570.4						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	205.0	337.9	402.1	475.3	556.8	EPS(元)	1.49	2.45	2.93	3.46	4.06
加:折旧和摊销	16.4	20.4	8.5	9.0	9.4	BVPS(元)	5.41	6.62	8.05	9.46	11.10
资产减值准备	16.8	32.0	55.4	55.4	55.4	PE(X)	38.0	23.1	19.3	16.3	13.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.4	8.5	7.0	6.0	5.1
财务费用	14.5	2.0	-14.0	-16.1	-16.6	P/FCF	67.1	53.9	31.7	27.0	21.3
投资损失	-2.7	-1.3	-2.0	-1.7	-1.9	P/S	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
少数股东损益	0.7	1.7	13.4	6.5	9.6	EV/EBITDA	-	-	18.1	15.6	13.1
营运资金的变动	-203.2	-56.3	-133.1	-161.0	-200.6	CAGR(%)	33.0%	18.8%	56.9%	82.5%	183.2%
经营活动产生现金流量	9.7	416.1	330.3	367.4	412.1	PEG	1.2	1.2	0.3	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	-13.6	-225.4	-8.0	-8.3	-8.1	ROIC/WACC	15.7	10.6	9.9	7.6	7.2
融资活动产生现金流量	208.8	-260.4	-144.5	-297.1	-311.5	REP	-	-	1.2	1.2	1.0

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

胡又文、焦娟、陈冠呈声明, 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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

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