

鸿合科技 (002955)

证券研究报告

2019年08月18日

19H1 收入+11.7%至 20 亿，诉讼和解消除短期压制

营收同比增加 11.67%，归母净利同比增加 6.58%。

8月15日公司发布半年报，19H1 实现营收 20.25 亿元，同比增长 11.67% (19Q1、19Q2 同比增速分别为 6.48%、14.08%)；实现归母净利 1.13 亿元，同比增长 6.58% (19Q1、19Q2 同比增速分别为-10.16%、10.47%)；实现扣非后归母净利 0.93 亿元，同比增长 6.73%。EPS 为 1.04 元。本期业绩增长的原因系市场需求稳定增长，加大业务拓展力度，营业收入随之增长。

与视源股份诉讼和解，8月14日，公司公告，公司 IPO 期间公司收到视源股份提起的境内五件诉讼案件所涉的 4 项专利侵权纠纷的《民事应诉通知书》及相关《民事起诉状》，截止公告日上述五件诉讼案，法院尚未审理。

19年4月国家知识产权局对涉案 4 项专利的无效宣告请求进行口头审，19年7月公司收到广州知识产权法院通知，将于 19年9月就本案进行开庭审理。

8月12日公司已与视源股份经友好协商签订《和解协议》，视源应针对所有境内外对公司及关联公司知识产权诉讼、无效申请均全部提交撤诉申请或撤回申请。

鸿合此前带诉 IPO 过会体现其坚持创新驱动、技术引领的发展战略及自有品牌为主的竞争策略。

维持盈利预测，给予买入评级。

公司自 2000 年开始培育“鸿合 Hitevision”品牌产品，掌握着行业内的关键技术和庞大的市场销售渠道，在国内占有较大的市场份额。公司自 2012 年开始培育国际品牌“Newline”，积极参与国际竞争，逐步提升境外市场份额，已经具备较强的国际竞争实力。我们预计 2019-2020 净利为 4.09 亿、4.87 亿，PE 分别为 19x、16x。

风险提示：教育交互大屏渗透率提升，销量增速下滑，核心人才流失风险

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	56.17 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	137.23
流通 A 股股本(百万股)	34.31
A 股总市值(百万元)	7,708.43
流通 A 股市值(百万元)	1,927.19
每股净资产(元)	19.77
资产负债率(%)	33.89
一年内最高/最低(元)	83.02/52.50

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《鸿合科技-首次覆盖报告:创新驱动技术领先，教育信息化标兵启航》
2019-06-15

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,616.95	4,377.96	5,599.61	7,117.05	9,066.57
增长率(%)	32.94	21.04	27.90	27.10	27.39
EBITDA(百万元)	395.14	519.47	488.30	561.08	682.09
净利润(百万元)	204.33	336.23	408.52	486.54	590.99
增长率(%)	230.84	64.55	21.50	19.10	21.47
EPS(元/股)	1.49	2.45	2.98	3.55	4.31
市盈率(P/E)	37.97	23.08	18.99	15.95	13.13
市净率(P/B)	10.44	8.54	5.74	4.22	3.20
市销率(P/S)	2.15	1.77	1.39	1.09	0.86
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.02	10.58	8.53

资料来源：wind，天风证券研究所



营收同比增加 11.67%，归母净利同比增加 6.58%。8月15日公司发布半年报，19H1 实现营收 20.25 亿元，同比增长 11.67%（19Q1、19Q2 同比增速分别为 6.48%、14.08%）；实现归母净利 1.13 亿元，同比增长 6.58%（19Q1、19Q2 同比增速分别为 -10.16%、10.47%）；实现扣非后归母净利 0.93 亿元，同比增长 6.73%。EPS 为 1.04 元。本期业绩增长的原因系市场需求稳定增长，加大业务拓展力度，营业收入随之增长。

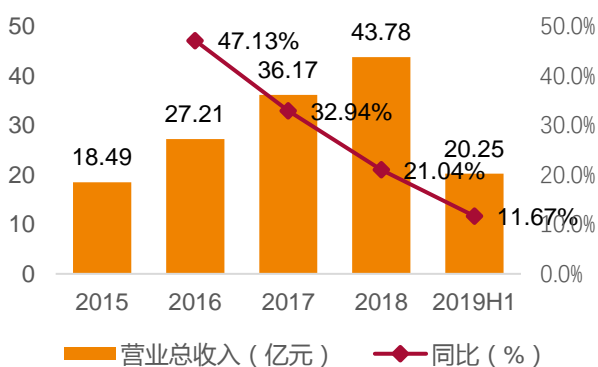
与视源股份诉讼和解，8月14日，公司公告，公司IPO期间公司收到视源股份提起的境内五件诉讼案件所涉的4项专利侵权纠纷的《民事应诉通知书》及相关《民事起诉状》，截止公告日上述五件诉讼案，法院尚未审理。

19年4月国家知识产权局对涉案4项专利的无效宣告请求进行口头审理，19年7月公司收到广州知识产权法院通知，将于19年9月就本案进行开庭审理。

8月12日公司已与视源股份经友好协商签订《和解协议》，视源应针对所有境内外对公司及关联公司知识产权诉讼、无效申请均全部提交撤诉申请或撤回申请。

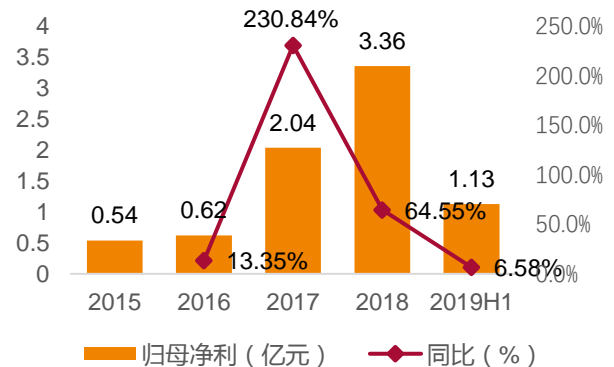
鸿合此前带诉IPO过会体现其坚持创新驱动、技术引领的发展战略及自有品牌为主的竞争策略。

图 1：2015-19H1 营业总收入及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2015-19H1 归母净利及增长率

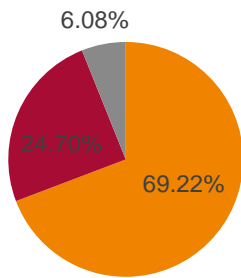


资料来源：wind，天风证券研究所

分业务来看，教育行业占主体。报告期内教育行业实现收入 16.33 亿元（占比 80.63%），同比增长 4.97%；商用及其他行业收入 3.92 亿元（占比 19.37%），同比增长 53.7%。**分产品来看，IWB 产品占主体。**报告期内 IWB 产品实现收入 14.02 亿元（占比 69.22%），同比增长 12.78%；其他智能交互产品实现收入 5 亿元（占比 24.7%），同比减少 1.71%；智能试听解决方案实现收入 1.23 亿元（占比 6.08%），同比增长 99.6%。**分地区来看，境内市场占主体。**报告期内境内实现收入 13.38 亿元（占比 66.06%），同比增长 24.33%；境外实现收入 6.87 亿元（占比 33.94%），同比减少 6.8%。

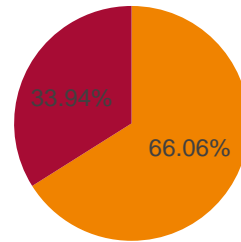
图 3：19H1 分产品营收占比

图 4：19H1 分地区营收占比



■ IWB产品 ■ 其他智能交互产品 ■ 智能试听解决方案

资料来源：公司公告，天风证券研究所

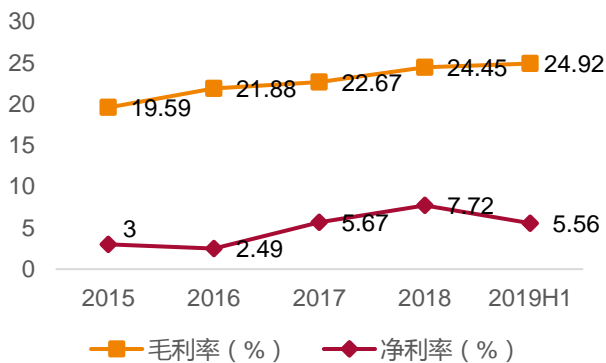


■ 境内 ■ 境外

资料来源：公司公告，天风证券研究所

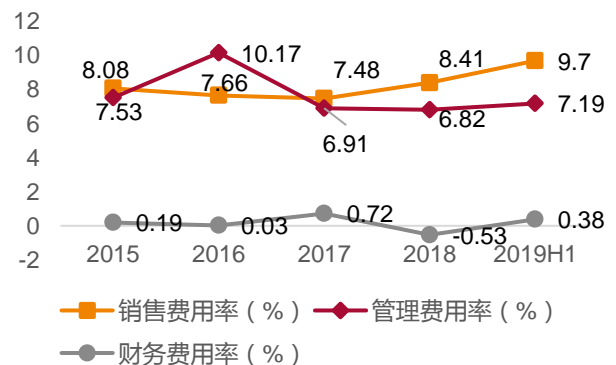
毛利率 24.92%，同比增加 2.22 个百分点，19H1 研发投入 8416.55 万元，占营业总收入 4.16%。19H1 综合毛利率为 24.92%，其中教育行业的毛利率为 24.9%，同比增长 3.7 个百分点；商用及其他行业毛利率为 25.02%，同比减少 6.84 个百分点。报告期内期间费用率为 17.27%，同比增加 2.21 个百分点。其中，销售费用率为 9.7%，同比增长 1.37 个百分点，主要系公司增加对 Newline 品牌和开拓商用市场的布局投入所致；管理费用率为 7.19%，同比减少 0.1 个百分点；财务费用率为 0.38%，同比增长 0.94 个百分点，主要系汇兑收益减少所致。报告期内净利率为 5.56%，同比减少 0.28 个百分点。

图 5：2015-19H1 毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2015-19H1 期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

始终坚持创新驱动技术引领的发展战略。公司设立北京、深圳、保定和台湾新竹四个研发中心，截至 2019 年 6 月 30 日，公司及其控股子公司共取得专利 418 项，取得计算机软件著作权共 186 项，形成了完整的研发体系，具有较为坚实的技术基础和技术储备。公司在信息捕获与感知技术、复杂内容理解和智能交互技术、基于机器视觉的智能分析技术、大数据智能分析与推荐技术等智能交互显示的关键性技术方面处于行业内领先地位。在核心技术的支撑下，公司具备持续推出创新型产品的能力，多年来在硬件和软件方面不断创新，推出了一系列引领市场的产品。如全贴合技术、第四代交互式教学软件——鸿合 π 等等。

公司市场优势体现在品牌优势、渠道优势、服务优势。在发展过程中始终坚持自有品牌为主的竞争策略，公司国内自有教育品牌 HiteVision 产品销售范围遍布全国各个省、市、自治区。海外及商用的自有品牌 Newline 在美国、欧洲等地区的教育和国内外商用市场销

量增长迅速，积累了良好的客户基础与口碑。经过多年发展，公司根据行业特点确定了以经销模式为主、直销模式为辅的销售模式，截至 2019 年 6 月 30 日，已在全国范围内设置了 14 个销售大区，44 家下属分支机构，并在美国、西班牙、印度、中国香港、中国台湾等国家和地区设立了境外分支机构。

公司通过各地的销售业务团队发展经销商，已与超过 4000 家经销商建立了良好的合作关系，销售网点覆盖全国各级市县。庞大的销售网络有力支持了产品的推广、销售及售后技术支持与服务，带来了良好的用户基础和体验。公司拥有完善的客户服务体系，建立了超过百人的培训讲师队伍以及客户服务团队，可及时为全国各地的客户提供售前产品宣传、售中产品调试和使用培训以及售后服务等。通过提供培训和服务扩大与用户接触范围，公司可以更有效地获取用户产品信息，更直接地了解用户的需求与痛点，并及时为客户提供更适合的产品和服务。

坚持自主研发和自主生产的产研一体化布局，一方面可以及时响应市场需求，快速将研发成果转化为产品投放市场，另一方面可以在生产过程中持续进行工艺改进。2019 年 7 月 11 日，公司在广东东莞的超大尺寸薄玻璃物理钢化炉产线成功实现量产。作为公司 2019 年重点投入，联合攻关，反复试验的关键部件高端制造项目，超大尺寸薄玻璃物理钢化炉产线是通过高端制造提高产品性能和品质，保持行业领先地位的标志之一。

维持盈利预测，给予买入评级。公司主营业务为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，自设立以来一直专注于多媒体电子产品文字、图像、音频、视频等信息交流和处理技术的研发与应用，在光电显示和成像、触控、信息传输和处理、电子电路、人机交互、云计算和大数据、智能视听解决方案等软硬件技术领域积累了丰富的成果和经验，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，以智能视听解决方案为拓展和延伸的多媒体电子产品业务线，是智能交互显示行业的龙头企业之一。

公司自 2000 年开始培育“鸿合 Hitevision”品牌产品，掌握着行业内的关键技术和庞大的市场销售渠道，在国内占有较大的市场份额。公司自 2012 年开始培育国际品牌“Newline”，积极参与国际竞争，逐步提升境外市场份额，已经具备较强的国际竞争实力。我们预计 2019-2020 净利润为 4.09 亿、4.87 亿，PE 分别为 19x、16x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	595.24	579.14	911.77	1,833.57	1,955.97
应收票据及应收账款	243.62	303.18	309.70	110.74	424.87
预付账款	128.58	110.58	140.10	209.50	238.74
存货	636.04	712.07	923.82	1,169.81	1,489.71
其他	104.67	247.20	144.35	175.22	204.07
流动资产合计	1,708.16	1,952.17	2,429.75	3,498.83	4,313.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	93.11	97.03	94.82	92.74	90.65
在建工程	0.00	3.22	3.87	4.26	4.49
无形资产	1.07	48.11	45.44	42.76	40.09
其他	35.85	54.82	32.31	29.65	30.95
非流动资产合计	130.04	203.19	176.44	169.40	166.19
资产总计	1,838.20	2,155.36	2,606.19	3,668.24	4,479.54
短期借款	167.74	87.31	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	728.44	917.16	928.17	1,512.84	1,651.63
其他	155.77	165.18	251.87	231.91	301.14
流动负债合计	1,051.95	1,169.65	1,180.04	1,744.75	1,952.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.86	58.95	44.17	48.33	50.48
非流动负债合计	41.86	58.95	44.17	48.33	50.48
负债合计	1,093.81	1,228.61	1,224.21	1,793.08	2,003.25
少数股东权益	1.46	17.70	31.29	37.94	48.08
股本	102.92	102.92	137.23	137.23	137.23
资本公积	326.06	354.90	354.90	354.90	354.90
留存收益	639.87	804.93	1,213.45	1,699.99	2,290.98
其他	(325.92)	(353.70)	(354.90)	(354.90)	(354.90)
股东权益合计	744.39	926.75	1,381.98	1,875.16	2,476.29
负债和股东权益总	1,838.20	2,155.36	2,606.19	3,668.24	4,479.54

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	205.00	337.90	408.52	486.54	590.99
折旧摊销	16.38	20.43	7.46	7.60	7.75
财务费用	14.55	1.99	(0.20)	(9.53)	(13.16)
投资损失	(2.69)	(1.34)	(1.90)	(1.90)	(1.90)
营运资金变动	(200.18)	(38.91)	(40.20)	424.70	(483.34)
其它	(23.38)	96.02	13.60	6.64	10.14
经营活动现金流	9.68	416.08	387.28	914.05	110.49
资本支出	(3.69)	50.08	18.01	(0.93)	1.07
长期投资	(4.39)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5.48)	(275.52)	(19.34)	(0.40)	(2.40)
投资活动现金流	(13.56)	(225.44)	(1.33)	(1.33)	(1.33)
债权融资	167.74	87.31	0.68	0.23	0.30
股权融资	234.69	53.17	33.31	9.53	13.16
其他	(193.61)	(400.85)	(87.31)	(0.68)	(0.23)
筹资活动现金流	208.83	(260.37)	(53.32)	9.08	13.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	204.95	(69.73)	332.63	921.80	122.40

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,616.95	4,377.96	5,599.61	7,117.05	9,066.57
营业成本	2,796.98	3,307.72	4,185.44	5,323.84	6,796.05
营业税金及附加	22.35	16.28	27.49	35.13	40.99
营业费用	270.51	368.11	475.97	654.77	861.32
管理费用	117.09	125.31	173.59	227.75	290.13
研发费用	133.01	173.14	223.98	284.68	362.66
财务费用	26.05	(23.27)	(0.20)	(9.53)	(13.16)
资产减值损失	28.31	55.40	34.20	39.30	42.97
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	1.90	1.90	1.90
其他	(16.26)	(21.37)	(3.79)	(3.79)	(3.79)
营业利润	236.21	375.30	481.04	563.01	687.49
营业外收入	1.22	14.60	5.80	5.80	5.80
营业外支出	0.13	0.34	0.18	0.22	0.25
利润总额	237.30	389.57	486.66	568.59	693.05
所得税	32.29	51.67	64.54	75.41	91.92
净利润	205.00	337.90	422.12	493.18	601.13
少数股东损益	0.67	1.67	13.60	6.64	10.14
归属于母公司净利润	204.33	336.23	408.52	486.54	590.99
每股收益(元)	1.49	2.45	2.98	3.55	4.31

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	32.94%	21.04%	27.90%	27.10%	27.39%
营业利润	167.82%	58.88%	28.18%	17.04%	22.11%
归属于母公司净利润	230.84%	64.55%	21.50%	19.10%	21.47%
获利能力					
毛利率	22.67%	24.45%	25.25%	25.20%	25.04%
净利率	5.65%	7.68%	7.30%	6.84%	6.52%
ROE	27.50%	36.99%	30.25%	26.48%	24.34%
ROIC	164.30%	108.65%	109.73%	109.46%	480.81%
偿债能力					
资产负债率	59.50%	57.00%	46.97%	48.88%	44.72%
净负债率	-57.43%	-53.07%	-65.93%	-97.77%	-78.98%
流动比率	1.62	1.67	2.06	2.01	2.21
速动比率	1.02	1.06	1.28	1.33	1.45
营运能力					
应收账款周转率	18.26	16.01	18.27	33.86	33.86
存货周转率	6.78	6.49	6.85	6.80	6.82
总资产周转率	2.45	2.19	2.35	2.27	2.23
每股指标(元)					
每股收益	1.49	2.45	2.98	3.55	4.31
每股经营现金流	0.07	3.03	2.82	6.66	0.81
每股净资产	5.41	6.62	9.84	13.39	17.69
估值比率					
市盈率	37.97	23.08	18.99	15.95	13.13
市净率	10.44	8.54	5.74	4.22	3.20
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.02	10.58	8.53
EV/EBIT	0.00	0.00	14.24	10.72	8.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com