

鸿合科技 (002955.SZ)

双品牌战略，加速布局教育、党建及会议市场

核心观点:

● **再看教育场景及会议场景，党建教育推进或加速会议市场渗透，龙头受益**
 (1) 在教育信息化政策及经费支持下以及“改薄”项目推动，公立校目前的交互智能平板渗透率已经超过 60%，教育场景驱动力转变为“高幼培”市场及软件内容市场以及公立校剩余需求的持续释放。

(2) 而会议场景的需求本质是实现分散会议室的工作协同，虽然云视频会议系统的便捷性以及成本优势在过去一定程度上影响了会议市场交互智能平板的渗透。但我们认为在稳定性以及安全性上硬件会议有云视频会议系统无法超越的优势，对于会议稳定性及安全性要求较高的政府机构以及中大型企业将会逐渐开始装配硬件视频会议装备。同时随着党建教育的推进，会议智能交互平板市场有望迎来快速起量。

鸿合科技作为行业领先品牌，双品牌推进布局，将持续受益行业增长。

● **双品牌推进教育及会议市场持续增长，党建合作或带来会议市场快速起量。**
 鸿合科技主营业务包括智能交互显示产品以及智能视听解决方案，交互智能平板以 HiteVision 及 Newline 双品牌运行，教育&会议、国内&境外同时发力。

(1) 国内市场，受益教育信息化，依托优质产品性能+广泛销售渠道，教育用交互智能平板销量持续增长。教育市场之外，公司与人民日报数字传媒签署战略合作协议，推出党建教育屏，依托党建教育，人民日报与鸿合科技相互借力，有望借党建教育的推动力度带来会议市场快速起量。

(2) 除了国内市场外，公司通过自有品牌 Newline 开拓欧美等海外市场，在美国市场份额排名第六；同时公司通过 OEM/ODM 模式为 promethean 等全球领先品牌供货，海外成熟自有品牌+借力全球领先品牌，鸿合科技将持续享受全球教育信息化以及会议信息化发展浪潮。

投资建议

业务方面，鸿合科技作为智能交互显示领先品牌，将持续受益教育以及会议市场的需求增长，与人民日报数字传媒的战略合作有望推进会议场景的快速起量。财务方面，公司现金回流有效且稳定，现金流健康，ROE 显著高于同行平均水平。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.96/3.57/3.98 元，最新收盘价对应 PE 为 18.6/15.4/13.8 倍。考虑鸿合科技全球 IWB 领域龙头地位以及教育用以及会议用智能交互平板行业未来需求增长的空间，给予 2019 年 25 倍 PE，对应合理价值 74.0 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

(1) 专利诉讼问题；(2) 中美贸易战或会影响公司在软件系统以及硬件商的采购；(3) 国内行业渗透率过高。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,617	4,378	4,946	5,717	6,597
增长率(%)	32.9	21.0	13.0	15.6	15.4
EBITDA(百万元)	293	408	459	537	606
净利润(百万元)	204	336	406	489	546
增长率(%)	230.8	64.5	20.7	20.5	11.6
EPS(元/股)	1.49	2.45	2.96	3.57	3.98
市盈率(P/E)	36.86	22.40	18.56	15.39	13.79
市净率(P/B)	10.14	8.28	2.42	2.09	1.82
EV/EBITDA	1035.45	690.30	10.98	8.63	6.93

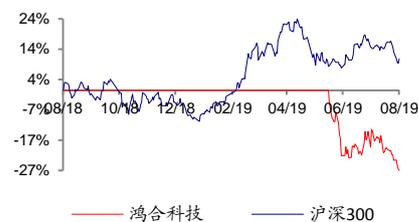
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（注：公司于 2019/5/23 上市，此前 EPS 以上市后的股本为基数计算）

公司评级	买入
当前价格	54.88 元
合理价值	74 元
报告日期	2019-08-09

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	137.23/34.31
总市值/流通市值(百万元)	7531.40/1883
一年内最高/最低(元)	75.47/54.88
30 日日均成交量/成交额(百万)	2.49/152.47
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	-27.28/-27.28

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002

SFC CE No. BOI544



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 王帅 0755-23953620

wshuai@gf.com.cn

联系人: 叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

目录索引

一、鸿合科技：智能交互领域龙头品牌.....	5
二、教育和会议场景下对交互显示产品的需求.....	9
2.1 教育及会议场景本质需求：人与屏的互动以及人与人通过屏进行互动.....	9
2.2 教育场景：改薄之下渗透明显提升，“高幼培”及软件是未来增长点.....	10
2.3 会议场景：党建教育推进或会带来会议市场快速渗透.....	13
三、双品牌战略推进教育及商用领域布局，境内海外同时发力.....	16
3.1 产品体系：双品牌推进，教育市场推进渗透，党建合作推进会议场景渗透.....	16
3.2 经营模式：自产+委托加工+JDM，经销+ODM/OEM+直销.....	24
四、财务对比：鸿合科技 VS 视源股份.....	27
4.1 收入及净利情况：教育及会议场景持续渗透带来营收快速增长.....	27
4.2 现金流角度：回笼资金速度较快，营业收入收现能力强且稳定.....	30
4.3 研发投入：技术领先，研发持续投入.....	32
五、盈利预测与投资评级.....	34
5.1 营收拆分.....	34
5.2 估值情况.....	35
风险提示.....	37

图表索引

图 1: 鸿合科技产品及业务发展历史概览.....	5
图 2: 鸿合科技股权架构.....	6
图 3: 鸿合科技营业收入.....	6
图 4: 鸿合科技归母净利.....	6
图 5: 鸿合科技现阶段主营产品结构.....	7
图 6: 鸿合科技各项业务营收占比.....	7
图 7: 鸿合科技各业务毛利率情况.....	7
图 8: 鸿合科技历年营业收入按地区划分情况.....	8
图 9: 交互智能平板不同场景下的本质需求.....	9
图 10: 教育场景下电子白板与交互智能平板的销售情况.....	11
图 11: 全球 2009-2014 年 K12 教育领域各类交互显示产品销量情况.....	11
图 12: 2016-2018H1 中国大陆电子黑板在教育市场渗透率情况.....	12
图 13: 美国交互智能平板在 K12 阶段的销量.....	12
图 14: 2018 年中国大陆会议交互智能平板销量.....	13
图 15: 硬件视频会议网络.....	14
图 16: 2018 年中国大陆会议平板分行业销量结构.....	14
图 17: 从党公报去看结构.....	15
图 18: 鸿合智慧产品体系.....	16
图 19: 鸿合科技营收结构.....	17
图 20: 鸿合科技 Hitevision.....	17
图 21: 鸿合科技 Newline.....	17
图 22: 鸿合科技交互智能平板销量.....	18
图 23: 鸿合科技交互智能平板单价.....	18
图 24: 鸿合科技交互智能平板教育场景销量及售价.....	18
图 25: 鸿合科技交互智能平板会议场景销量及售价.....	18
图 26: 人民日报数字传播与鸿合科技打造的党建会议屏.....	19
图 27: 鸿合科技国内交互智能平板销售情况.....	20
图 28: 鸿合科技海外交互智能平板销售情况.....	20
图 29: 鸿合科技营收结构-按区域.....	20
图 30: 视源股份营收结构-按区域.....	20
图 31: 鸿合科技交互智能平板 75 寸以下销售情况.....	21
图 32: 鸿合科技交互智能平板 75 寸以上销售情况.....	21
图 33: 鸿合科技电子白板销量结构.....	21
图 34: 鸿合科技电子白板单价.....	21
图 35: 鸿合科技投影机销量结构.....	22
图 36: 鸿合科技投影机单价.....	22
图 37: 鸿合科技智能视听解决方案营收.....	24
图 38: 智能交互平板自有产量及委托加工产量比例.....	25
图 39: 各销售模式销售收入占比.....	26

图 40: 智能交互平板各销售模式销售收入占比.....	26
图 41: 电子交互白板各销售模式销售收入占比.....	26
图 42: 鸿合科技收入.....	27
图 43: 鸿合科技营收结构.....	27
图 44: 鸿合科技归母净利润.....	28
图 45: 鸿合科技 2016-2018 年各季度营收占比.....	28
图 46: 鸿合科技 2017-2018 年各季度营收同比增速.....	29
图 47: 鸿合科技费用率.....	29
图 48: 鸿合科技毛利率及净利率.....	30
图 49: 鸿合科技分业务毛利率.....	30
图 50: 鸿合科技 ROA 及 ROE.....	30
图 51: 鸿合科技销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入.....	31
图 52: 鸿合科技应收账款及应收票据/营业收入.....	31
图 53: 鸿合科技研发机构设置.....	32
图 54: 鸿合科技研发人员数量.....	33
图 55: 鸿合科技研发投入.....	33

表 1: 鸿合科技募集资金用途.....	8
表 2: 鸿合科技其他产品.....	22
表 3: 鸿合科技智能视听解决方案收入前五大项目.....	23
表 4: 鸿合科技生产模式.....	24
表 5: 鸿合科技自产与委托加工成本对比.....	25
表 6: 鸿合科技盈利预测 (万元).....	35
表 7: 鸿合科技可比公司估值情况 (市值统计截止 2019.8.7 收盘).....	36

一、鸿合科技：智能交互领域龙头品牌

鸿合科技股份有限公司成立于2010年5月28日，总部位于北京，2019年5月23日在深交所中小板发行上市。鸿合科技主营智能交互显示产品和智能视听解决方案，专注于多媒体电子产品文字、图像、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。公司主营产品主要销往学历教育机构、非学历教育机构等教育市场，以及办公、会议会展等商用市场。

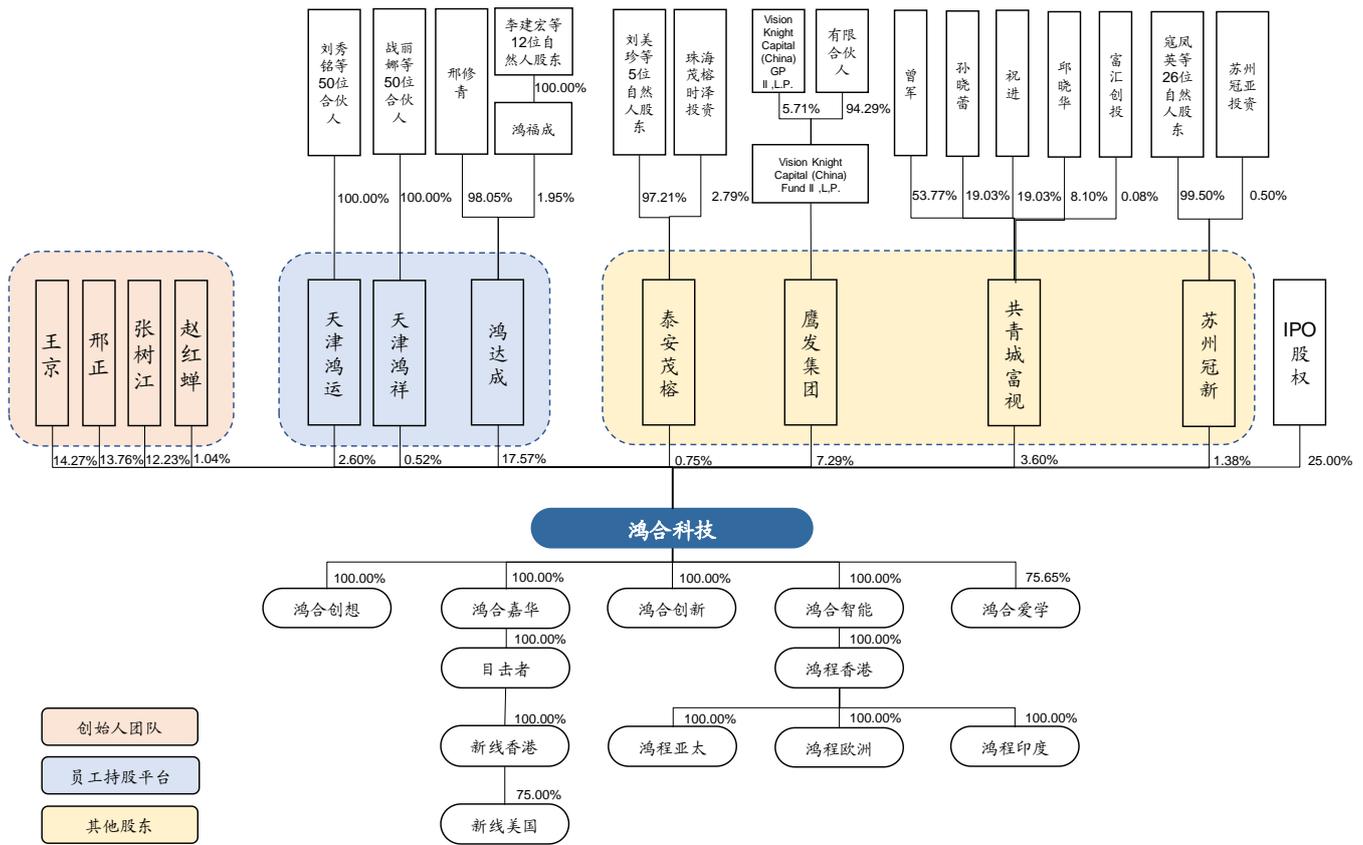
图 1：鸿合科技产品及业务发展历史概览



数据来源：鸿合科技公司官网，鸿合科技招股说明书，广发证券发展研究中心

股权架构来看，上市之后公司第一大股东为鸿达成有限公司，持股比例为17.57%；邢修青先生持有鸿达成98.05%的股权，通过鸿达成间接持有鸿合科技17.23%的股份。公司创始人王京先生、邢正先生、张树江先生、赵红婵女士分别持有公司14.27%、13.76%、12.23%以及1.04%的股权。邢修青先生、王京先生、邢正先生、张树江先生为一致行动人，合计持有鸿合科技57.49%的股权。鸿合科技共设有三个员工持股平台，其中天津鸿运、天津鸿祥为公司境内平台持股平台，鸿达成的股东鸿福成为公司境外员工持股平台。

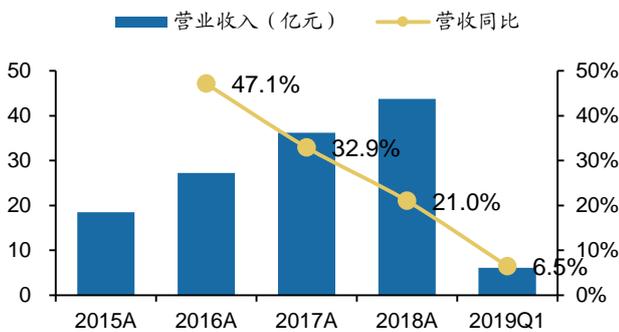
图 2：鸿合科技股权架构



数据来源：鸿合科技公司官网，鸿合科技招股说明书，广发证券发展研究中心

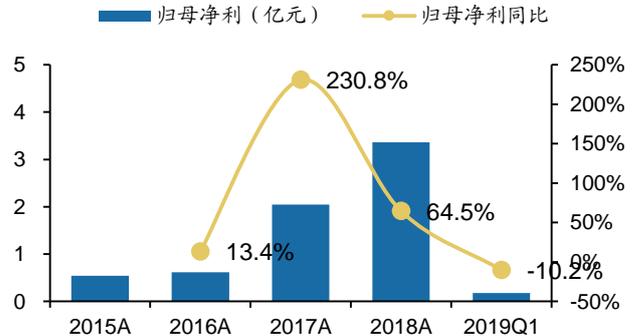
收入方面，公司2018年实现营业收入43.78亿元，2016-2018年营收复合增速高达26.85%。利润方面，2018年实现归母净利3.36亿元，公司2016-2018年归母净利润复合增速高达133.3%。鸿合科技近几年营收及净利增长迅速，主要是因为智能交互平板产品销量的持续增长，国内市场以及海外市场产品销售规模扩大，带动营收规模的增长。根据公司在首次公开发行A股股票上市公告书中给的业绩预计，2019H1公司预计实现扣非归母净利8,916.8~9,616.2万元，同比增长2%~10%。考虑公司业务存在明显季节性，Q3通常为旺季，下半年增速有望回升。

图 3：鸿合科技营业收入



数据来源：鸿合科技招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

图 4：鸿合科技归母净利润



数据来源：鸿合科技招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

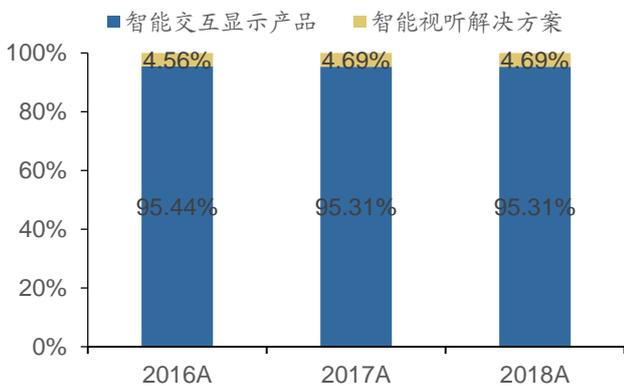
公司主营业务包括智能交互显示产品、智能视听解决方案两大板块，其中以智能交互显示产品为主。2017-2018年智能交互显示产品合计收入占总营收比分别达95.7%、95.8%。公司智能交互显示产品包含智能交互平板，电子交互白板，投影机，视频展台，录播产品，电子班牌，电子书包，配件等产品类别，其中智能交互平板营收占比最大。2018年鸿合科技智能交互平板销售收入为27.65亿元，同比增长43.8%，在智能交互显示产品体系中营收占比为65.96%。智能交互平板营收增长稳定主要来自量价双重驱动。智能视听解决方案主要是指通过为客户进行方案设计、咨询、线路铺设、设备安装、系统调试、保养维修等服务，为客户建立满足其对多媒体视讯个性化需求的智能会议、控制室及展览展示系统。方案主要应用于会议、控制室、展览展示等场景。2018年公司智能视听解决方案业务板块实现营收1.85亿，营收占比为4.2%。

图 5：鸿合科技现阶段主营产品结构



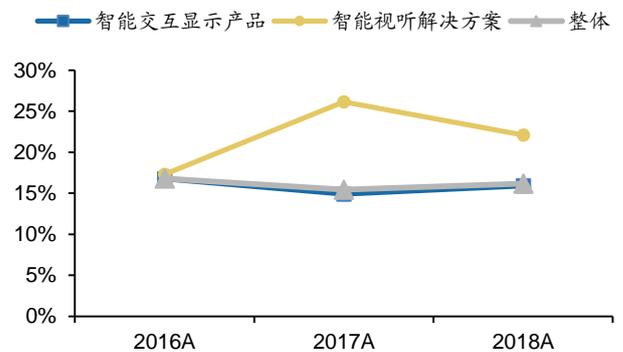
数据来源：鸿合科技公司官网，鸿合科技招股说明书，广发证券发展研究中心

图 6：鸿合科技各项业务营收占比



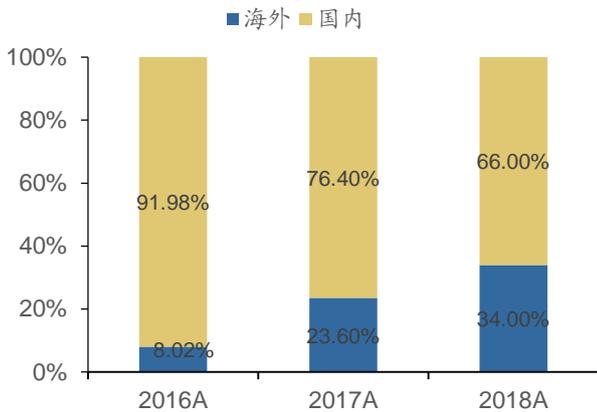
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：鸿合科技各业务毛利率情况



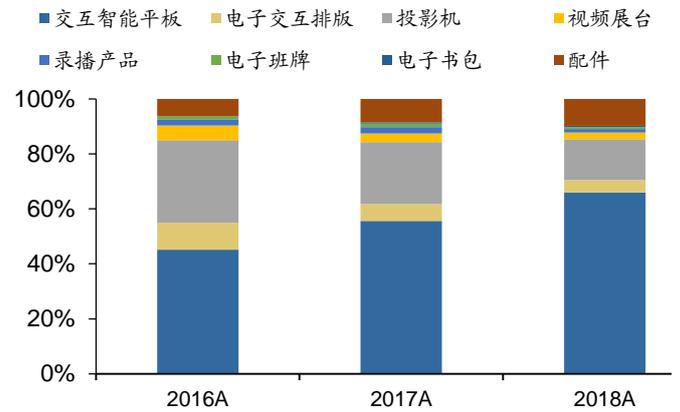
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8: 鸿合科技历年营业收入按地区划分情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 鸿合科技智能交互显示产品营收结构



数据来源: Wind, 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

鸿合科技上市募集资金净额16.9亿元, 其中8.87亿元拟用于交互显示产品生产基地项目, 建成后用于智能交互平板、电子交互白板等智能交互显示产品的研发与生产1.56亿元拟用于研发中心系统建设项目, 拟升级、建设北京和深圳两处研发中心, 提升公司整体技术水平。3.11亿元拟用于信息化系统建设, 以提高公司系统综合运行能力。0.68亿元拟用于营销服务网络建设, 进一步加强公司的营销网络。2.7亿拟作补充流动资金用。

表 1: 鸿合科技募集资金用途

序号	项目	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
1	交互显示产品生产基地项目	88,650.00	88,650.00
2	研发中心系统建设项目	25,603.00	15,603.03
3	营销服务网络建设项目	6,771.37	6,771.37
4	信息化系统建设项目	39,380.84	31,133.98
5	补充流动资金	27,000.00	27,000.00
合计		187,405.21	169,158.38

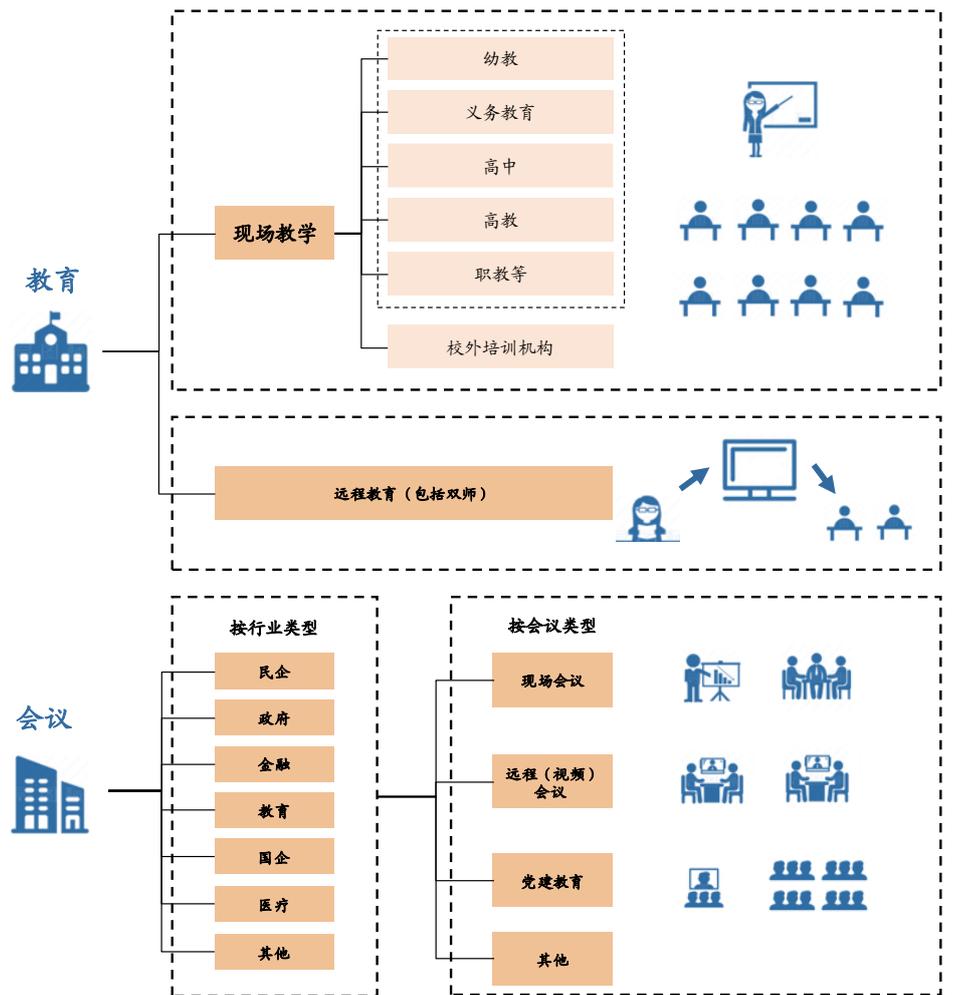
数据来源: 鸿合科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

二、教育和会议场景下对交互显示产品的需求

2.1 教育及会议场景本质需求：人与屏的互动以及人与人通过屏进行互动

我们在先前的研究中重点分析了教育场景以及会议场景下交互智能平板的市场空间以及目前的竞争格局。而在本部分我们将重点分析两个场景对于交互显示产品的本质需求是什么，以探究交互显示硬件产品在相应场景下是否是刚需，未来渗透率是否能够进一步提升，以及产品未来的发展趋势。

图 9：交互智能平板不同场景下的本质需求



数据来源：广发证券发展研究中心

教育场景：本质是教师与屏的互动，以实现教学内容的传递，需求是“智能显示硬件+操作系统+教学应用+教学内容+管理”。教育场景可进一步细分为现场教学场景以及远程教育场景。现场教育场景下通常的模式是“老师讲，学生听”，更多体现的是教师与屏之间的互动，以实现教学内容的传递。远程教育场景下也类似，只是教师和学生在不同的地理区域，通过屏以及网络实现教学内容的传递。不同的是，远程教育场景下还需要硬件对学生课堂表现进行抓取，以让另一端的教师能够实时掌握学生学习情况，对于系统稳定性的需求会高于现场教学场景。总结来看，

教育场景下对于交互智能平板的本质需求在于教师体验+内含的教学资源。

会议场景：更多是不同区域会议场景下参会者通过屏实现互动，以实现信息沟通共享，实现工作协同，需求是智能显示硬件+操作系统+视频会议系统+管理。在办公场景下，对于硬件+系统的功能需求主要包括触摸展示、无线投屏、语音及视频通话以实现远程会议、文件共享、会议纪要等。相比教育场景，会议更加注重协同，而不是单向的信息输出。按照会议类型划分，会议可分为现场会议、远程会议（视频会议）以及党建会议等。其中现场会议一定程度上类似现场教学场景，会议发生在个体会议室中。而远程会议是一种分散式的场景，参会的人分散在不同区域。而我们将党建会议单独列出分析，主要是因为党建会议虽然发生在政府部门或企事业单位内，但与传统会议有较明显的区别。党建会议对于智能显示产品的本质需求与教育场景下的远程教育类似。

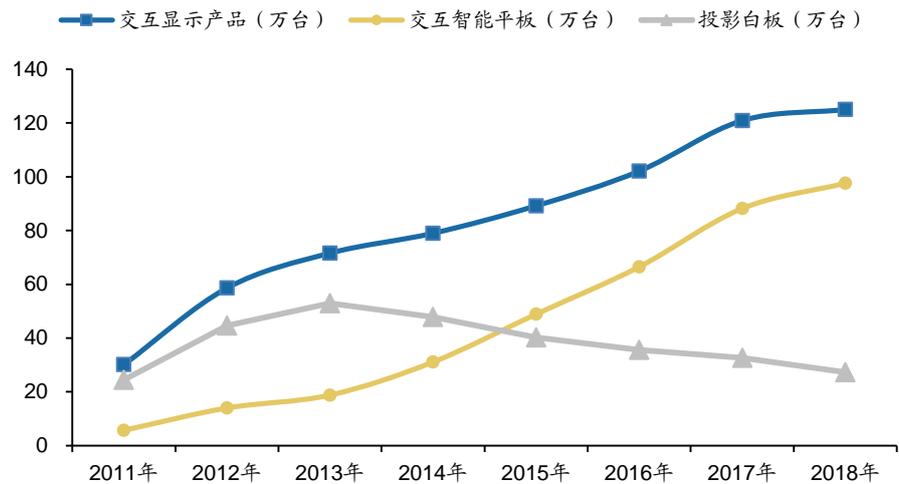
2.2 教育场景：改薄之下渗透明显提升，“高幼培”及软件是未来增长点

教育信息化以及“改薄”项目下交互智能平板迅速起量，渗透率逐渐提高，增速开始放缓。教育智能交互显示产品主要销往校内以及校外，按照学习阶段不同校内场景可以划分为从幼教到义务教育阶段到高中再到高教和职业教育。以大陆地区销售来看，交互智能平板从2012-2013年开始起量。从2011年以来每年电子白板与交互智能平板的销售数据可以看到，行业整体交互智能产品的配置比例不断提升，结构来看交互智能平板份额持续增加。各教育阶段份额来看目前义务教育阶段是交互智能平板配置份额最高的阶段。交互智能平板的起量主要原因在于教育财政性支出的支撑。教育信息化推进以及2013年开始的“改薄”项目直接驱动交互智能平板的渗透。

2013年底，全面改善贫困地区义务教育薄弱学校基本办学条件工作启动，2016年1月，国务院印发《全面改善贫困地区义务教育薄弱学校基本办学条件专项督导办法》，从2016年起至2019年，在全国开展全面改善贫困地区义务教育薄弱学校基本办学条件专项督导工作，改薄工作进一步加快。按照各地规划，全国有77%的县（2656个县）纳入到了全面改薄实施范围，覆盖学校达到21.8万所。计划投入资金5226亿元，其中校舍建设4160亿元，设施设备采购1066亿元。

截止2018年年底，中央财政共投入专项补助资金1699亿元，带动地方投入3727亿元，合计投入5426亿元，超过规划投入金额。其中设施设备采购完成比例达99.7%，超过规划规定的2018年底“过九成”的目标。期间全国教学仪器设备新采购2.99亿台件套，共购置数字教育资源1428万GB，计算机510多万台。在改薄项目的推进下，我们预计在2019年教学装备已经能够从上到下覆盖到全国80%以上的县级地区。教学多媒体装备在义务教育阶段的渗透率已经达到一个较高水平。

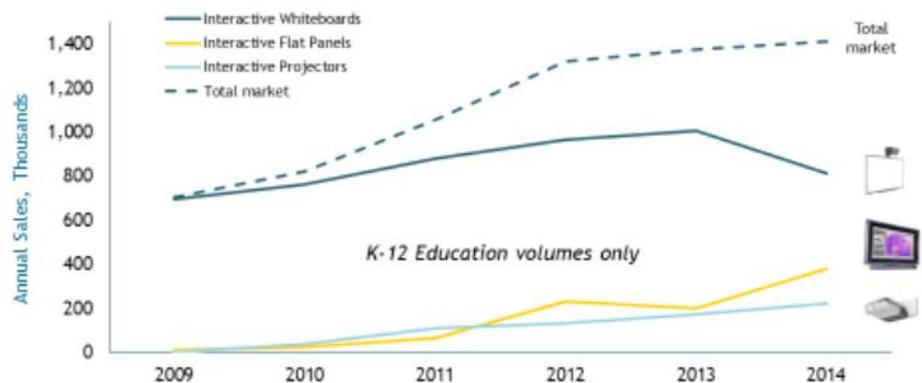
图 10: 教育场景下电子白板与交互智能平板的销售情况



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

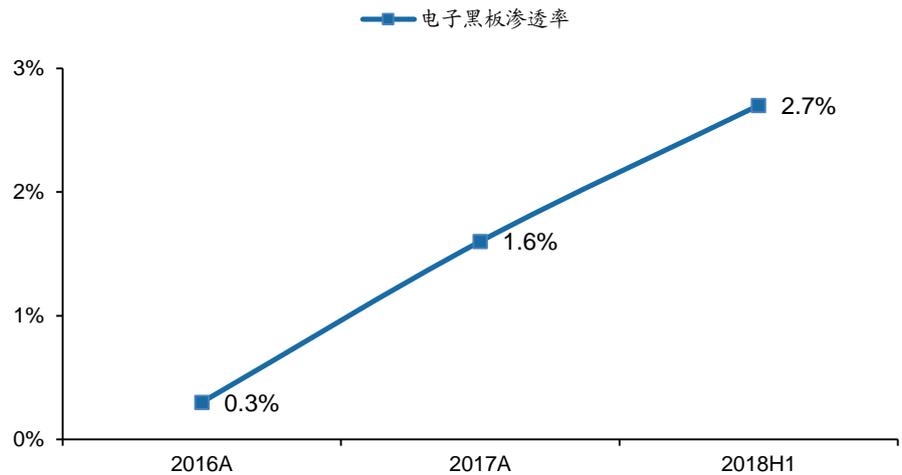
新旧产品更新换代, 智慧黑板或成为下一个主流产品。从历史销量来看, 交互智能平板有明显的替代投影白板的趋势。进入2013年之后电子白板每年销量在持续下滑。全球来看, 趋势亦是如此。根据Future Source的数据, 2013年开始全球电子白板销量开始下滑, 交互智能平板销量持续提升, 在2014年全球K12教育领域交互显示产品合计销量达130万台, 其中超过三分之一的销量来自交互智能平板。在教育场景, 交互显示硬件产品有明显的新旧产品系列替代的过程。随着硬件不断升级以及市场对于系统及软件应用的需求不断提高, 我们认为教育场景下主流产品更迭仍将会继续。智慧黑板(或称电子黑板)或成为下一个主流产品, 新建校以及原有设备的替换将驱动智慧黑板销量逐渐提升。根据奥维云网的数据, 从2016年到2018年上半年电子黑板在教育市场的渗透率从0.3%提升到了2.7%。鸿合科技将有望受益于这一趋势。

图 11: 全球2009-2014年K12教育领域各类交互显示产品销量情况



数据来源: Future source, 广发证券发展研究中心

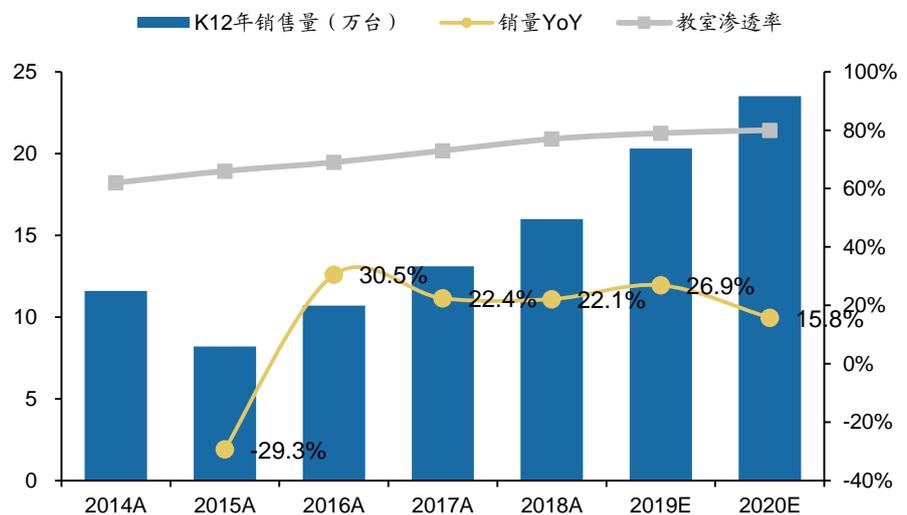
图 12: 2016-2018H1中国大陆电子黑板在教育市场渗透率情况



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

全球来看, 教育发展领先区域教育信息化的渗透率均比较高, 高渗透率之下市场仍将保持一定增速。从美国交互智能平板的渗透来看, K12阶段也占据了最主要的销量份额, 在2014年交互智能平板在K12阶段的教室渗透率就已经超过60%。除了2015年受“one-to-one learning programs”带来的采购资金流失的影响之外, 2016-2018年销量同比增速都在20%以上。

图 13: 美国交互智能平板在K12阶段的销量



数据来源: Future source, 广发证券发展研究中心

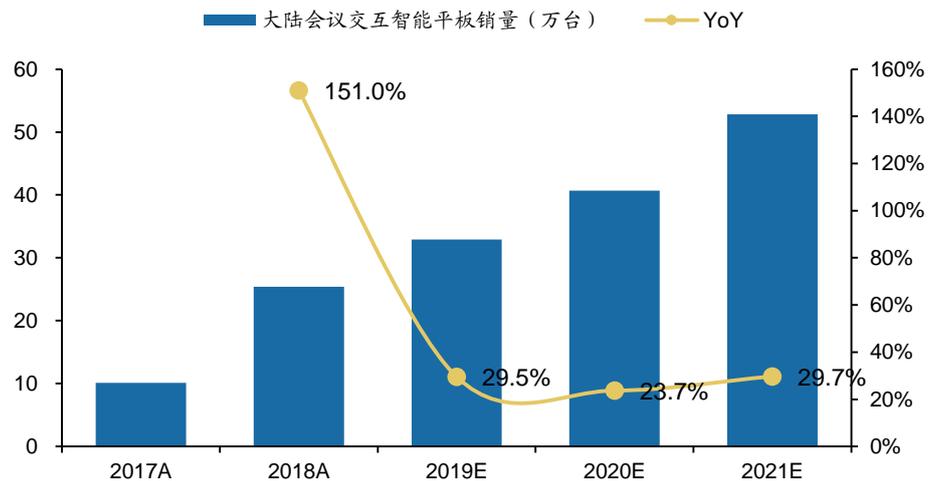
结合海外经验, 我们总结教育场景下交互智能显示产品的需求情况。在整体渗透率达到70%以上的水平时, 行业整体仍能保持20%左右的增速, 而这一部分增速主要是由以下几点趋同: 1) 未装配教室的新增装配; 2) 新建校; 3) 更新换代 (交互智能平板替代原先配置的电子白板, 交互智能平板替代报废的交互智能平板; 当然也有更高端的智慧黑板替代交互智能平板带来的销量下滑); 4) K12之外的高教及幼教以及培训机构 (“高幼培”) 的渗透。

软件应用以及内容角度来看，教育场景下更多是教师与屏之间的互动。硬件需要给教师提供的是教学准备以及操作的方便性以及丰富的教学资源。目前来看，行业参与者对于教育场景下系统、软件应用以及教学资源并未开展广泛的收费，我们认为未来硬件之外的“软件+内容”将会成为主要的付费点之一。

2.3 会议场景：党建教育推进或会带来会议市场快速渗透

会议场景来看，以全球会议室间数来计算的话会议信息化市场规模将超万亿。我们也曾经分析过ZOOM的业务情况，从ZOOM的增长情况可以看到，会议场景对于会议视频的需求是非常旺盛的，并且会议视频系统的引进确实也能带来会议效率的大幅提升。但为什么目前会议场景下硬件的销售并未明显起量，渗透率仍低？我们认为可以按照承载方式将会议划分为硬件视频会议和云视频会议来看。硬件视频会议的要素包括硬件显示产品、会议系统等，云视频会议的要素包括云视频会议系统。前者通常需要通过专网进行信号传输；云视频会议多通过互联网传输。

图 14：2018年中国大陆会议交互智能平板销量



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

云视频会议有一定成本优势；硬件视频会议可覆盖范围更广，专网传输信号更稳定安全。会议场景的本质是分散会议室通过屏实现互联互通，实现信息的沟通以及工作的协同。那交互智能显示硬件在会议场景是不是刚需？我们认为在某些场景下确实不是，在这些场景下云视频系统能够满足这类会议场景的大部分需求。我们认为，在会议场景下，因为采购资金多是来源于企事业单位自有资金。产品使用方需要综合考虑会议需求和资金成本选择合适的会议室配置方式。在中小型企业或一些小规模的项目组内商务会议，激光投影机能够满足展示的需求，而云视频会议能够满足远程会议的需求，这种组合方式相比交互智能平板成本优势明显。但对于体系更庞大的中大型企业，以及对于会议安全要求更高的政府以及银行、金融、证券等机构来说，会议的稳定性以及安全性相比采购成本来说更为重要，在进行会议室装配时，智能交互硬件产品更能满足需求。

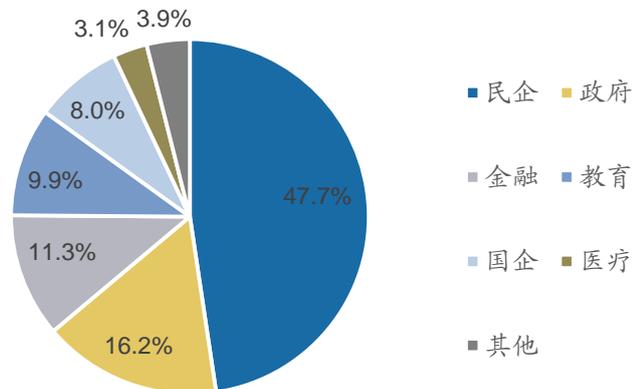
图 15: 硬件视频会议网络



数据来源：鸿合科技官网，广发证券发展研究中心

民企及政府目前贡献主要会议平板份额，党建教育持续推进或带来会议场景平板渗透率的快速提升。据奥维睿沃(AVC Revo)数据，2019年第一季度中国大陆商用平板出货来看，来自企业的需求相对旺盛，占比超过一半（2018年民企销量占比47.7%，国企8.0%）；医疗行业应用相对较少，但同比增长最快，销量增长接近64%；政府和金融的增长也超30%以上。我们认为各场景会议平板的销量都将有明显增长。除了本行业自发的需求之外，另一个驱动力来自党建教育的推进。

图 16: 2018年中国大陆会议平板分行业销量结构



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

党建教育会议市场与商务会议以及政府、企事业单位的会议市场并非完全独立，一家公司装配了一个会议室，能够同时满足会议需求以及党建教育需求的。但是党建教育的推进，能够提高原本较低的装配意愿。

图 17: 从党公报去看结构



数据来源:《2018年中国共产党党内统计公报》,广发证券发展研究中心

三、双品牌战略推进教育及商用领域布局，境内海外同时发力

3.1 产品体系：双品牌推进，教育市场推进渗透，党建合作推进会议场景渗透

鸿合科技主营业务为智能交互显示产品以及智能视听解决方案的设计、研发、生产以及销售，产品主要面向教育场景以及商用会议场景。智能交互显示产品体系包括智能交互平板、电子交互白板、投影机、视频展台、录播主机、电子书包以及电子班牌和相关智能交互显示产品配件等。智能视听解决方案则是指公司为客户多媒体可视化场所的建设提供的视讯系统集成方案设计、项目协调管理、软件开发、设备安装调试以及用户培训及设备维护等服务。

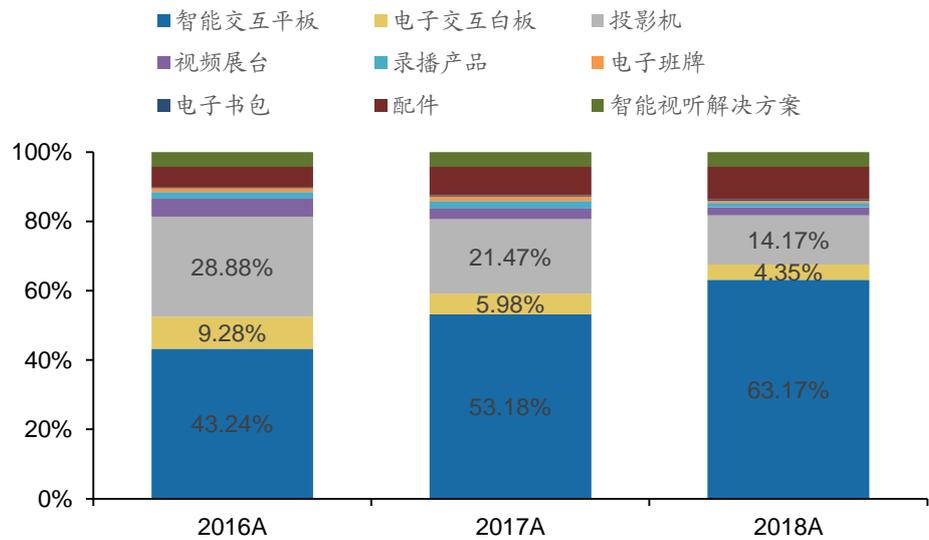
图 18：鸿合智慧产品体系



数据来源：鸿合科技官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

智能交互显示产品是公司最主要的营收来源，2016-2018年智能交互显示产品营收分别为26.04、34.61、41.92亿元，占主营业务收入比重分别为95.72%、95.71%、95.77%。其中又以智能交互平板的销售为主。智能视听解决方案2016-2018年营收分别为1.16、1.55、1.85亿元，占主营业务收入比重分别为4.28%、4.29%以及4.23%。目前鸿合科技智能视听解决方案已经应用于教育、办公、会议会展、传媒等场景。根据Future source的研究，2015-2017年鸿合科技IWB产品（智能交互平板+电子交互白板）在全球范围内市场份额排名第一。

图 19: 鸿合科技营收结构



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

交互智能平板: 教育及会议应用持续推进, 党建教育合作或带来会议市场快速渗透

鸿合科技2012年推出交互智能平板产品, 目前生产销售HiteVision以及Newline双品牌。2019年之前国内主要运营HiteVision品牌, 深耕国内教育信息化市场。Newline则是公司进入交互智能平板领域之初在海外单独培育的自有品牌, 在美国地区建立了专业本地化的团队并取得了一定的品牌知名度和市场占有率。根据2017年FutureSource的报告, Newline在美国地区的市场排名第六, 2019年正式引入中国市场, 重点面向国内商用市场。除了自主品牌之外, 公司2017年起还开始为Promethean等海外智能交互显示品牌以ODM/OEM业务模式大规模生产智能交互平板, 通过Promethean来拓展海外市场, 跟踪国际需求。

图 20: 鸿合科技Hitevision



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 21: 鸿合科技Newline

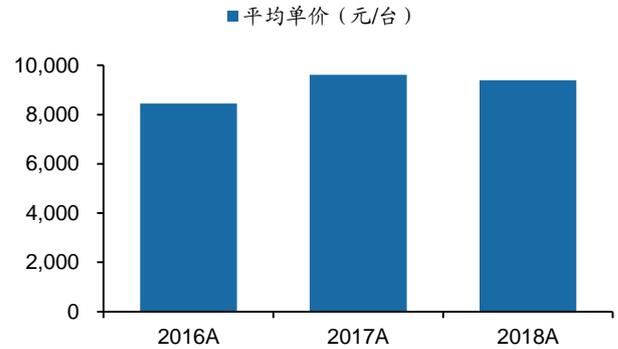
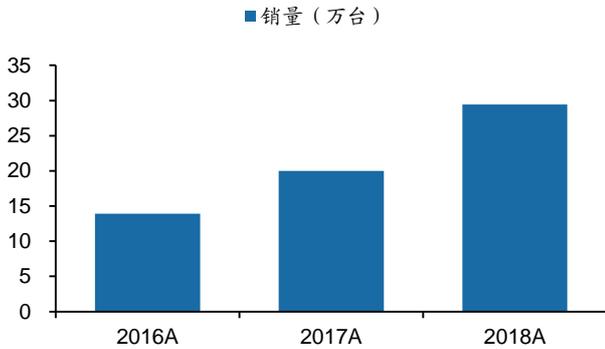


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

整体来看，公司2018年交互智能平板销量为29.44万台，同比增长47.27%。近几年公司交互智能平板销量不断增长一是在于教育信息化的政策引导及资金扶持下，国内教育市场对于交互智能平板的增量以及存量迭代的需求；二是在于公司海外ODM/OEM需求的迅速提升。我们从公司交互智能平板分场景、分区域以及分尺寸几个角度解析交互智能平板目前的销售趋势。

图 22: 鸿合科技交互智能平板销量

图 23: 鸿合科技交互智能平板单价



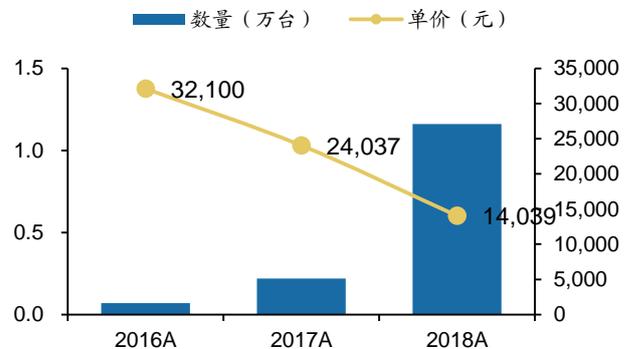
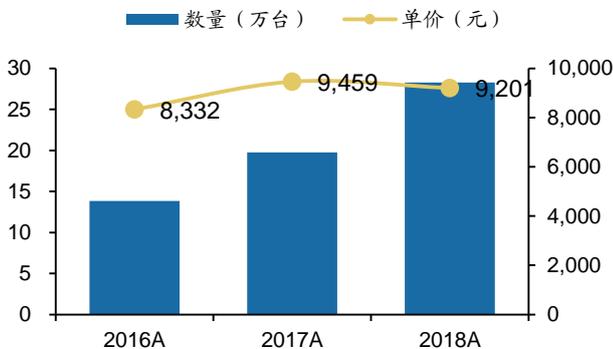
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

分应用场景来看，政策及经费支持下教育场景需求增长，未来商用会议场景需求将成为行业主要驱动力。从鸿合科技交互智能平板在不同应用场景的销售来看，教育场景的需求是过去几年最主要的驱动。2018年公司教育用交互智能平板的销量为28.28万台，收入占比达94.11%；而商用场景的销量为1.16万台，收入占比仅为5.89%。随着公立校的交互智能平板的渗透率不断提升，我们认为公司教育场景的销量增速将会有所回落进入稳定区间。而在商业会议的需求以及党建教育的需求驱动之下，商用交互智能平板的需求将会接棒教育信息化，成为交互智能平板销售最主要的驱动力。鸿合科技于2019年4月正式将海外自有品牌Newline引入中国市场，将在美国等地区建立的国际化优势赋能本土化运营，重点布局国内的会议市场，有望受益会议平板市场扩张。

图 24: 鸿合科技交互智能平板教育场景销量及售价

图 25: 鸿合科技交互智能平板会议场景销量及售价



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

与人民日报数字传媒合作，党建教育推进有望带来会议场景渗透率提升。2019年7

月1日公司与人民日报数字传播有限公司签署战略合作协议。双方合作的内容一是要打造联合实验室，在“媒体+产业”方面合作开展前瞻性研究；二是要将鸿合科技在硬件和系统方面的优势赋能人民日报“电子阅报栏”，双方合作共拓拓展人工智能等技术的新应用；三是双方将资源共享，一起探讨党的声音在教育行业的传播力和影响力；同时人民日报还可以发挥自身在文化产业的资源优势，共同提高双方竞争力和影响力。鸿合科技与人民日报数字传播并合作推出党建会议屏，未来计划合作推出“人民日报数字阅报栏+互联网党建+智能会议”解决方案。据最新中国共产党统计公报，当前全国党员9059w人，基层组织461w个，党建会议信息化市场需求巨大。鸿合科技凭借技术以及渠道优势有望持续受益。

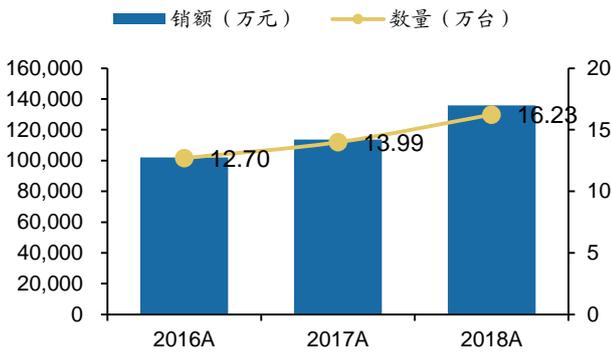
图 26: 人民日报数字传播与鸿合科技打造的党建会议屏



数据来源：鸿合科技官网，广发证券发展研究中心

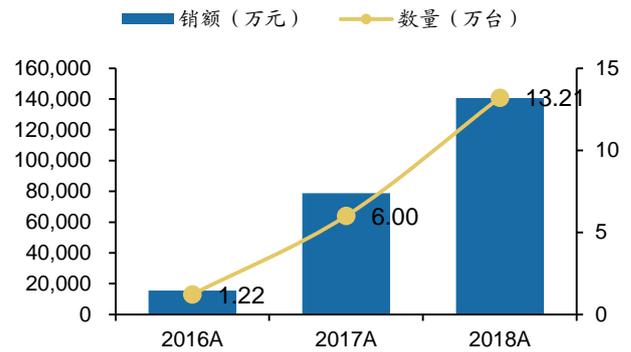
从销售区域来看，渠道资源决定区域营收结构，鸿合海外销量不断增长，**OEM/ODM模式为鸿合迅速提升境外收入**。按照海内外划分，鸿合科技2018年国内交互智能平板的销量为16.23万台，销售收入占比为49.2%；海外销量为13.21万台，销售收入占比为50.8%。从单价来看，2018年境内销售的交互智能平板平均单价为8373元，销往境外的交互智能平板平均单价为10642元。境外平均单价高于境内主要原因在于海外专属品牌Newline主要面向高端市场，定价较高。公司境外的销售由两部分构成，一是自有品牌Newline的销售，二是为Promethean等海外智能交互显示品牌以ODM/OEM业务模式生产的智能交互平板。

图 27: 鸿合科技国内交互智能平板销售情况



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

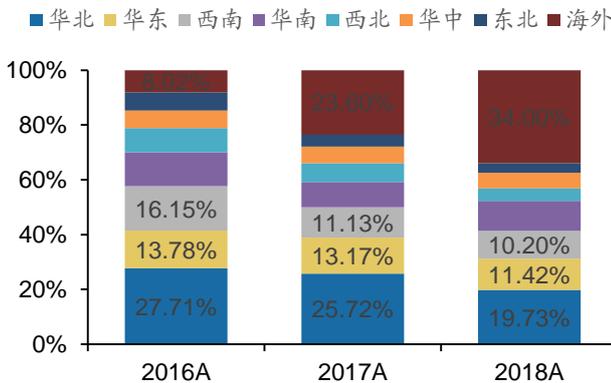
图 28: 鸿合科技海外交互智能平板销售情况



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

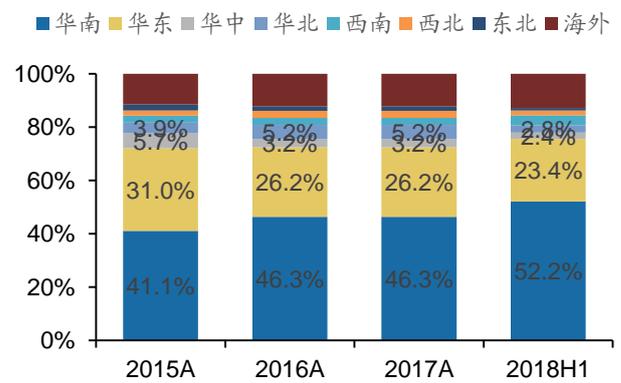
从整体营收的区域划分来看, 鸿合科技海外的营收占比明显高于视源股份, 后者更加侧重于国内销售。境内来看, 视源股份华南的销售份额最高, 其次是华东地区。而鸿合科技华北的销售份额最高, 其次是华东以及西南及华南地区。从国内的区域划分来看, 造成两家公司区域分布差异的原因除了产品结构差异, 还有各自经销商渠道的区域侧重。

图 29: 鸿合科技营收结构-按区域



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

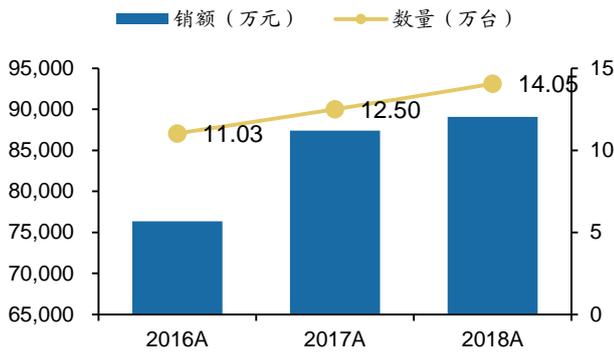
图 30: 视源股份营收结构-按区域



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

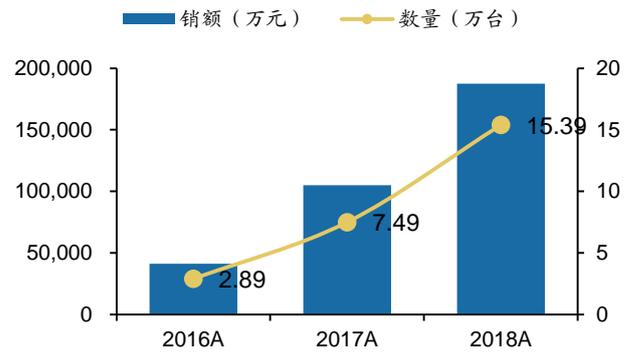
按交互智能平板的尺寸来看, 大尺寸是趋势, 产品结构的优化升级带来平均单价的提升。从产品尺寸来看, 75寸以上的交互智能平板销量在持续提升, 而75寸以下交互智能平板的销量增幅有所下滑。我们认为鸿合科技交互智能平板销售结构的变化也反映客户需求在不断往大尺寸发展。大尺寸产品的单价通常高于小尺寸产品, 公司产品结构中大尺寸平板占比的提升也能带来平均销售单价提升的趋势。

图 31: 鸿合科技交互智能平板75寸以下销售情况



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

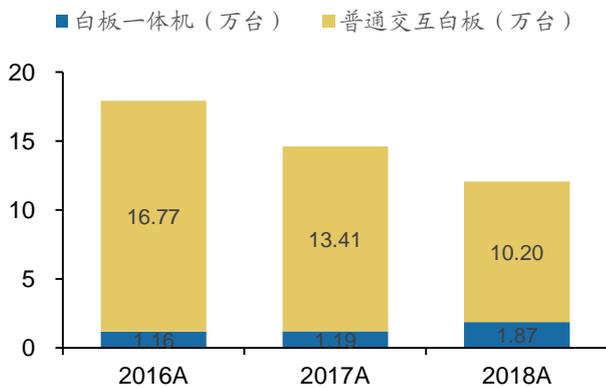
图 32: 鸿合科技交互智能平板75寸以上销售情况



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

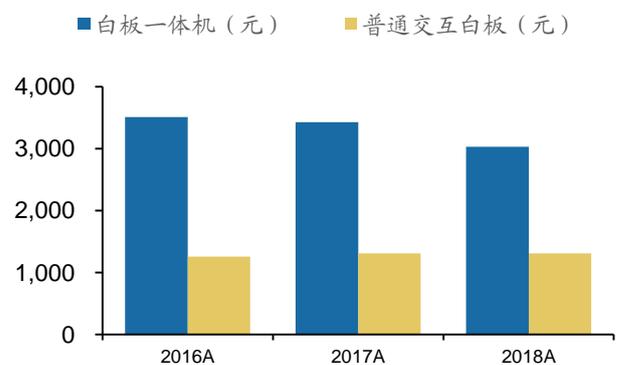
电子白板: 销量逐年下降, 未来交互智能平板将会逐步替代。鸿合科技白板产品包括白板一体机以及普通交互白板, 其中白板一体机集成了OPS、麦克风、音响等装置。2018年白板整体销量为12.08万台, 近几年销量呈现逐年下降。一是因为电子白板作为成熟产品, 目前市场渗透率已经较高, 二是因为交互智能平板作为白板的替代品, 近几年的推广客观上也挤占了电子白板的市場。从白板的销量结构来看, 目前普通交互白板仍占据主要份额, 但客单价较高的白板一体机的销量占比在提升, 也会带动公司电子白板整体的平均单价。但作为交互智能平板的上一代产品, 随着一轮电子白板的报废期将至, 交互智能平板将会逐步替代目前已经装配的电子白板。

图 33: 鸿合科技电子白板销量结构



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

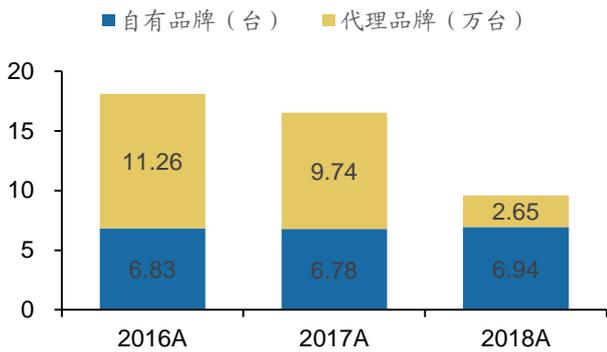
图 34: 鸿合科技电子白板单价



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

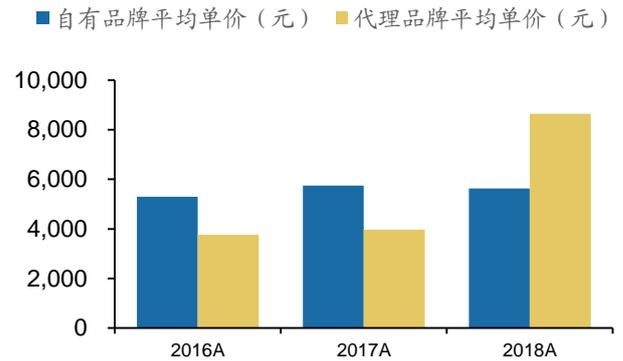
投影机: 自有品牌+代理海外品牌覆盖国内各层次需求。鸿合科技投影机产品主要包括自有品牌投影机以及代理销售NEC投影机, 自有品牌投影机主要是用于配合电子交互白板使用, 应用于教育场景, 2018年自有品牌投影机的销量为6.94万台。代理品牌方面鸿合科技是NEC教育投影机和工程投影机在中国地区的总代理, 代理品牌2018年销量为2.65万台。代理品牌的销量相比2017年有明显减少主要是因为2018年4月1日开始公司不再代理NEC教育投影机, 仅代理NEC工程投影机。

图 35: 鸿合科技投影机销量结构



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 36: 鸿合科技投影机单价



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

除了交互智能平板、电子白板以及投影机之外, 公司旗下产品还包括视频展台、录播产品、电子班牌、电子书包以及相应配件等。

表 2: 鸿合科技其他产品

其他产品	示例	功能及特点
视频展台		视频展台通过高清镜头将纸质文件、图片、实物、操作过程等信息转化为视频信号, 并可进行储存和输出。通过配合智能交互平板和电子交互白板使用, 可以实现视频展台采集的信息输出至智能交互显示设备的效果, 结合教育软件及教育资源, 对其进行交互式编辑, 实现流畅自然的课堂教学。
录播产品		录播产品主要包含录播主机、录播摄像头、导播台、音频采集及处理设备。发行人录播产品利用多种类录播摄像头对教师授课过程进行多角度跟踪记录, 使用者可通过中控台对录播过程进行导播, 由录播主机采集、处理录制信号, 并对视频进行编辑、剪辑。
电子书包		电子书包产品是以便携式平板电脑为载体, 通过其内置教学应用软件实现教学电子化、智能化、便携化。教师和学生可利用电子书包进行便捷的课堂互动, 电子书包内置丰富的教学资源 and 软件可使学生随时随地进行学习, 提高授课及学习效率。
电子班牌		电子班牌一般在班级门口使用, 通过具备交互功能的电子班牌, 学生可实时掌握校园及班级信息, 如课程表、作业信息、校园发布信息, 且可配合学生佩戴的电子校徽实现对 学生出勤、位置等信息的采集与分析, 帮助学校实现信息化发布、信息化管理等功能。
智能交互显示产品配件		智能交互显示产品配件主要包括 OPS (开放式可插拔规范电脑模块)、背光模组/液晶模组、支架、中控台等。

数据来源: 鸿合科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

智能视听解决方案: 除了硬件产品之外, 公司依托自己在智能交互显示方面的技术和产品优势, 还为客户提供智能视听解决方案。主要客户为对智能会议系统、大屏幕显示系统、展览展示系统及信息通讯系统等集成工程需求较大的大型企业、展览馆以及高校等。公司设计并完成了多个教育机构和大型公司的会议、指挥及展示系统的解决方案, 如为香港中文大学提供阶梯教室、标准教室、图书馆等教学场景的多媒体视听系统; 为宾大沃顿中国中心建立网真系统阶梯教室及平面教室的远程教

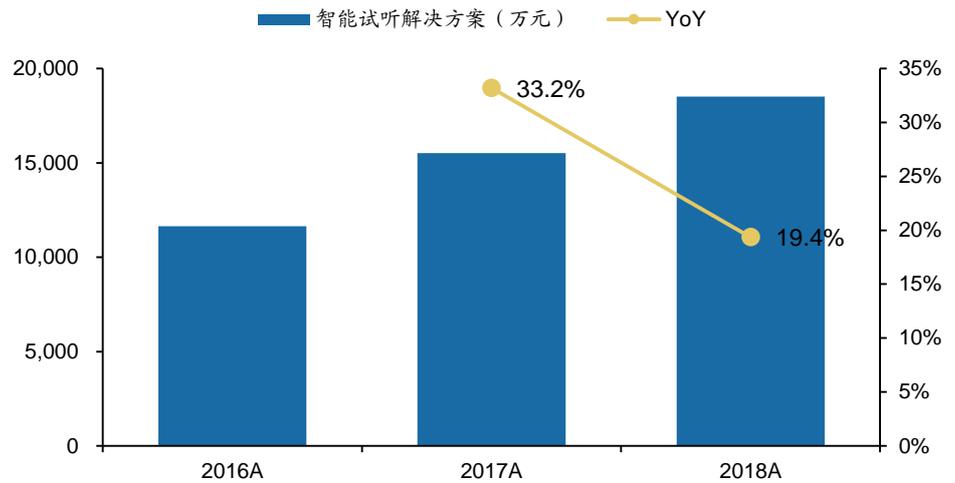
学系统以及视听系统；为清华大学提供报告厅、多功能教室等场景的智能视听解决方案；为微软（中国）有限公司建立的包括会议室预定管理系统和视像会议系统与语音会议系统的会议区域解决方案；为中国建设银行建立的指挥中心大屏幕系统和监控中心会议系统。

表 3: 鸿合科技智能视听解决方案收入前五大项目

客户	收入(万)	占比
2018年		
广发证券大厦会议系统项目	1910.07	10.29%
华为全球会议标准化及服务提升项目	1648.73	9.08%
中国移动南方基地项目	950.86	5.12%
阿迪达斯体育（中国）有限公司（南京东路旗舰店项目）	812.18	4.37%
香港中文大学（深圳）教室及会议室多媒体项目	806.76	4.35%
合计	6164.6	33.21%
2017年		
雅培贸易上海有限公司诊断业务客户体验中心项目	3656.04	23.57%
江森自控（中国）投资有限公司项目	729.72	4.70%
香港中文大学（深圳）--香港中文大学改造一期项目	665.53	4.29%
陕西移动项目	664.09	4.28%
联通展厅实施项目	545.49	3.52%
合计	6260.97	40.36%
2016年		
微软（中国）有限公司视像会议与语音会议系统项目	1973.88	16.95%
华润沿海（惠州）发展有限公司-惠州小径湾项目一期华润大学 AV 系统项目	1392.62	11.96%
默沙东精装修深化设计、供应及安装工程项目	972.23	8.35%
甘肃移动项目	670.94	5.76%
上海建工二建集团有限公司（丰树）项目	618.61	5.31%
合计	5628.28	48.32%

数据来源：鸿合科技招股说明书，广发证券发展研究中心

图 37: 鸿合科技智能视听解决方案营收



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

3.2 经营模式: 自产+委托加工+JDM, 经销+ODM/OEM+直销

生产模式: 自产+委托加工+JDM

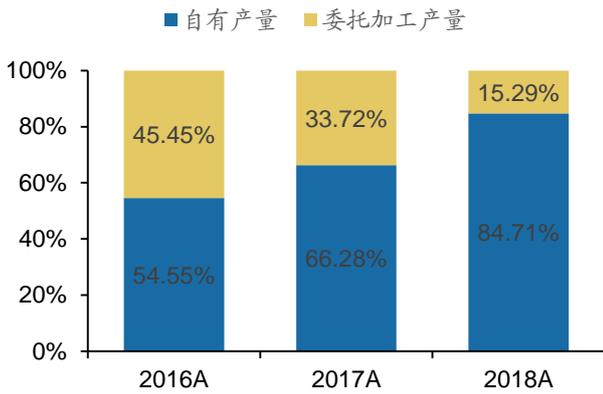
鸿合科技对智能交互平板、电子交互白板等主要产品采用自主生产为主, 委托加工为辅的生产模式。对自主品牌投影机、视频展台、录播产品、电子书包、电子班牌等产品采取自主生产或JDM (联合设计制造) 的生产模式。

表 4: 鸿合科技生产模式

产品名称	生产模式	主要委托加工或 JDM 厂商
智能交互平板	自主生产、委托加工	合肥合纵、惠州市康力电子有限公司
电子交互白板	自主生产、委托加工	东莞市众骏实业有限公司
视频展台	自主生产、JDM	北京维山科技有限公司
录播产品	自主生产、JDM	深圳市维海德技术股份有限公司、北京昊翔信达科技有限公司
自有品牌投影机	JDM	昆山伟视
电子班牌	JDM	合肥合纵、美冠(北京)科技有限公司
OPS	JDM	深圳市智微智能科技开发有限公司、深圳市杰和科技发展有限公司
电子书包	JDM	深圳市技德科技有限公司

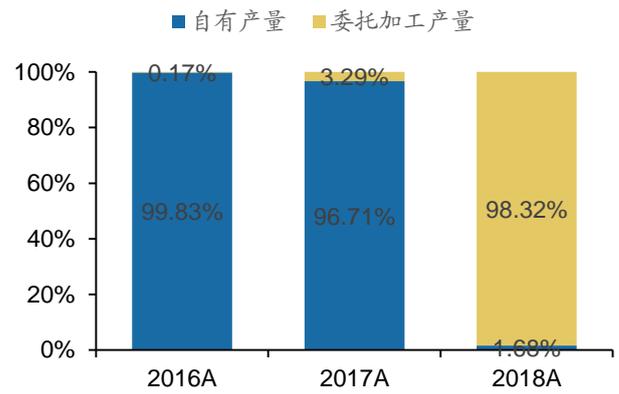
数据来源: 鸿合科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 38: 智能交互平板自有产量及委托加工产量比例



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 电子交互白板自有产量及委托加工产量比例



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 5: 鸿合科技自产与委托加工成本对比

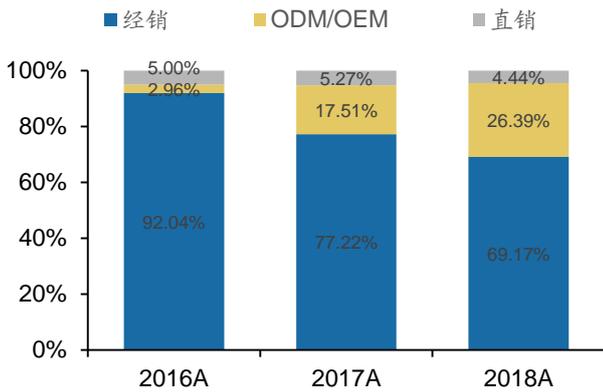
平均单位生产成本 (元)	2016 年		2017 年		2018 年	
	委托合肥合纵生产	公司自产	委托合肥合纵生产	公司自产	委托合肥合纵生产	公司自产
55 寸	3,465	3,278	—	—	—	—
70 寸	7,166	8,115	6,919	7,261	5,783	6,352
75 寸	—	—	—	—	7,732	7,198
80 寸	10,006	—	9,207	9,618	8,748	8,846
85 寸	10,451	10,397	9,909	9,610	9,030	9,011
86 寸	10,456	11,159	10,380	9,931	9,869	9,806

数据来源: 鸿合科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

销售模式: 经销、直销、ODM/OEM

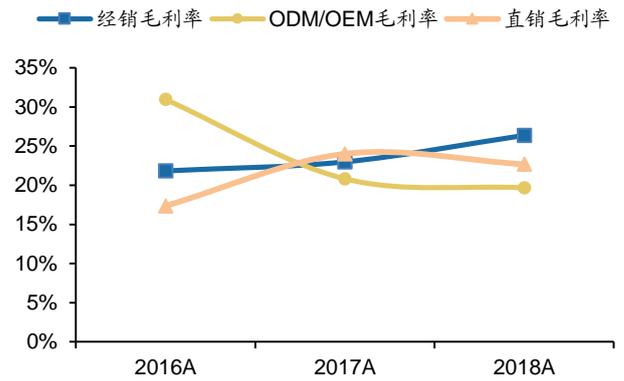
销售模式来看, 公司主要采用的是经销+ODM/OEM+直销的模式。经销为主, 直销为辅的模式是由智能交互显示行业的终端市场的特点所决定的, 是行业内通行的销售模式, 包括鸿合科技以及视源股份在内的交互智能平板品牌商均采用这样的模式。根据鸿合科技招股说明书披露的信息, 公司目前已经在全国范围内设置了12个销售大区, 33家分公司和办事处, 销售网点覆盖全国各级市县。除了经销和直销销售模式之外, 公司还通过ODM/OEM的方式向海外品牌商提供智能交互平板。

图 39: 各销售模式销售收入占比



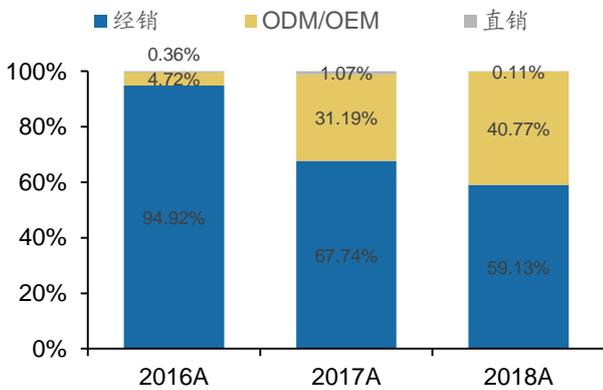
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 各销售模式下整体毛利率



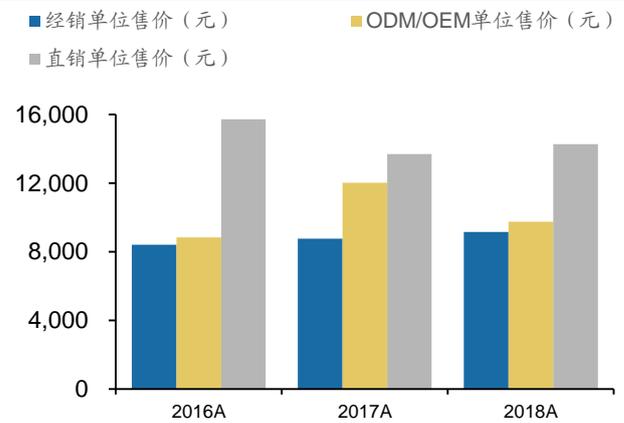
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 40: 智能交互平板各销售模式销售收入占比



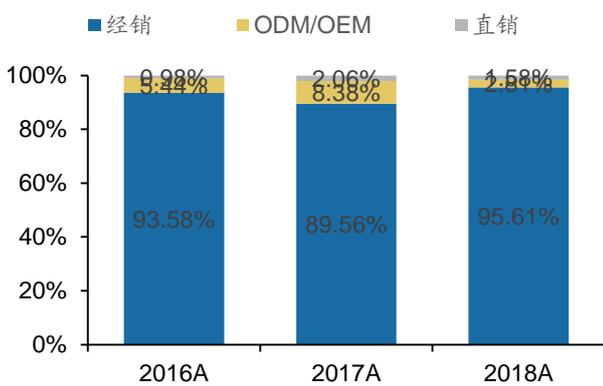
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 智能交互平板各销售模式下单位售价 (元)



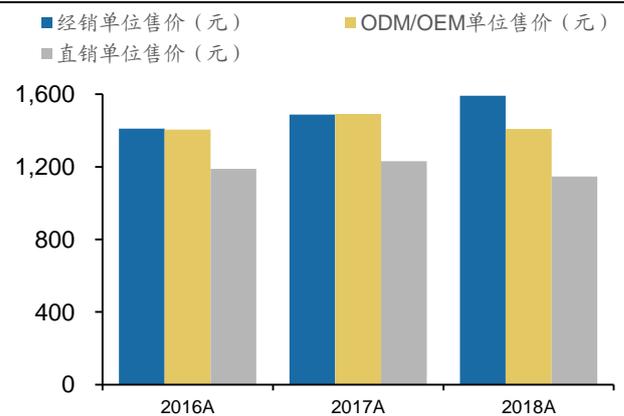
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 41: 电子交互白板各销售模式销售收入占比



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 电子交互白板各销售模式下单位售价 (元)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

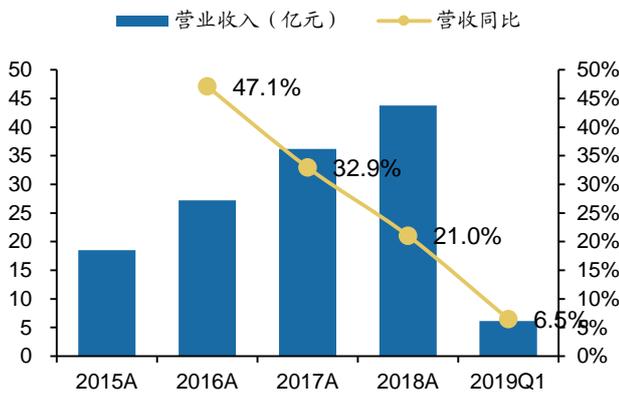
四、财务对比：鸿合科技 VS 视源股份

在财务分析部分，我们对鸿合科技以及视源股份的各项指标进行对比说明。

4.1 收入及净利情况：教育及会议场景持续渗透带来营收快速增长

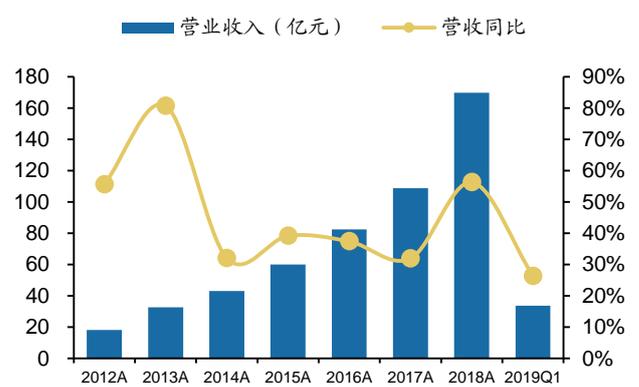
从整体营收来看，鸿合科技2018年合计实现营业收入46.77亿元，同比增长21%。视源股份2018年合计实现营收169.84亿元，同比增长56.28%。净利规模来看，2018年鸿合科技实现归母净利3.36亿元，同比增长64.5%；视源股份2018年归母净利10.04亿元，同比增长45.3%。鸿合科技与视源股份营收规模对比来看，视源股份因有板卡业务，整体营收规模大于鸿合科技。单从教育以及会议场景的智能交互平板营收来看，鸿合科技2018年营收规模27.65亿元，同比增速为43.8%；2018年交互智能平板销量为29.44万台，平均单价为9392万元。视源股份2018年交互智能平板营收为63.23亿元，同比增速为40.8%；2018年交互智能平板销量56.15万台，平均单价为11262元。

图 42：鸿合科技收入



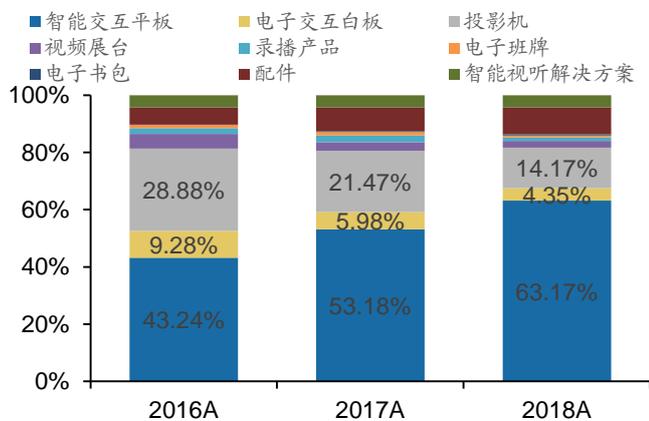
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 8：视源股份收入



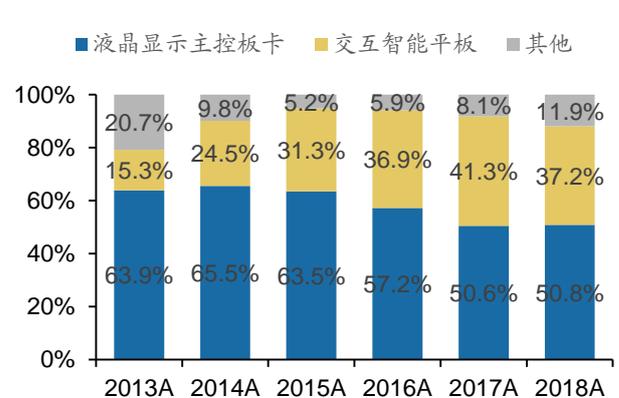
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 43：鸿合科技营收结构



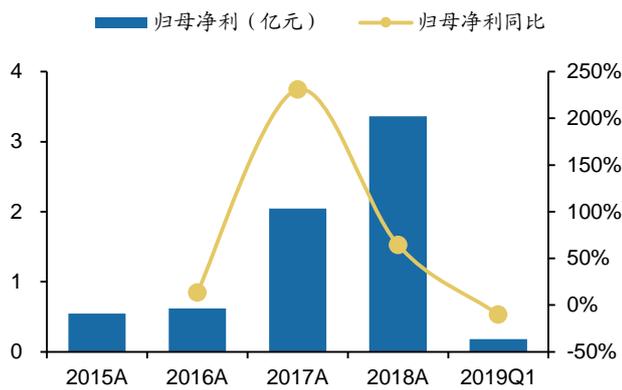
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 8：视源股份营收结构



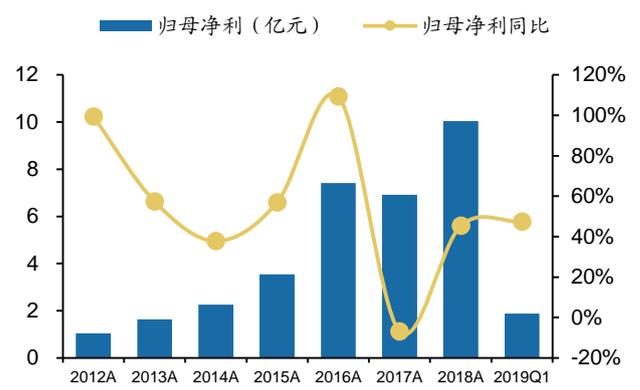
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 44: 鸿合科技归母净利润



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

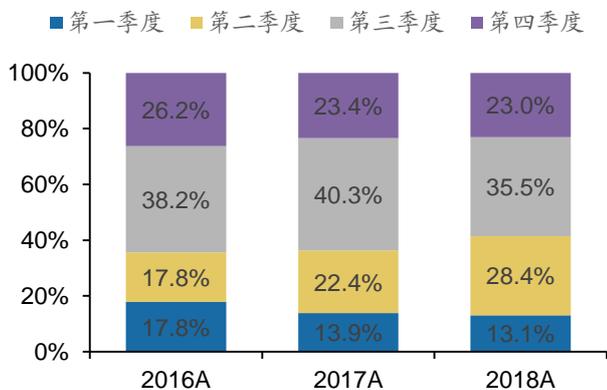
图 8: 视源股份归母净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

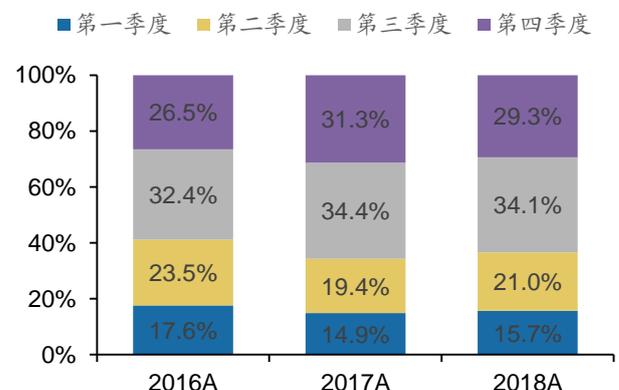
从各季度的营收结构来看, 公司业务呈现比较明显的季节性, 一季度通常为销售淡季, 而三季度为销售旺季。公司业务季节性主要是因为各地教育部门为保证智能交互显示产品的交付使用, 通常在6月份开始采购, 利用暑假时间进行安装调试和培训等工作, 确保9月份开学能够正常使用。同行业公司视源股份营收也呈现了一定的季节性。而随着2018年公司通过OEM/ODM模式向Promethean销售的交互平板数量提升, 公司营收的季节性有所平滑。Promethean采购时间主要发生在公司生产淡季, 可以平滑生产及销售的季节性, 有利于提高公司的生产效率和管理效率。

图 45: 鸿合科技2016-2018年各季度营收占比



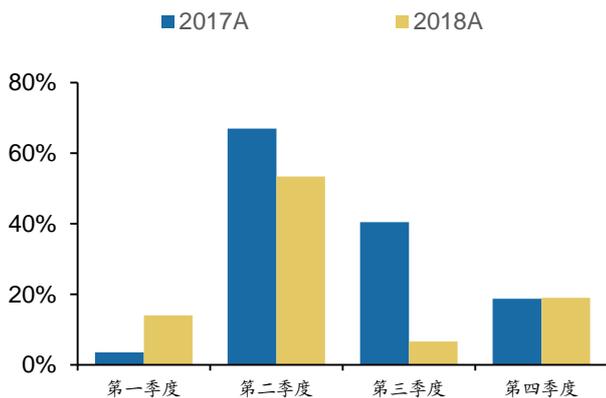
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 视源股份2016-2018年各季度营收占比



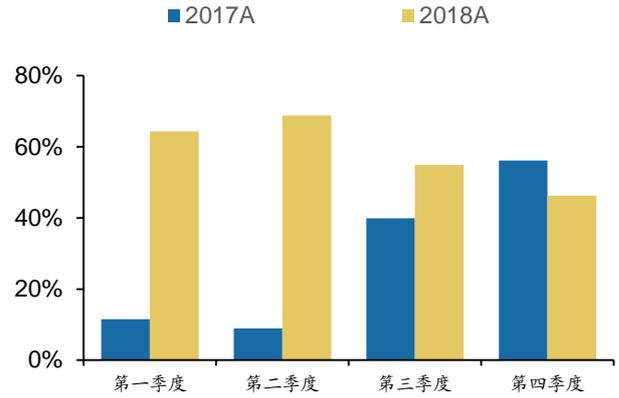
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 46: 鸿合科技2017-2018年各季度营收同比增速



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

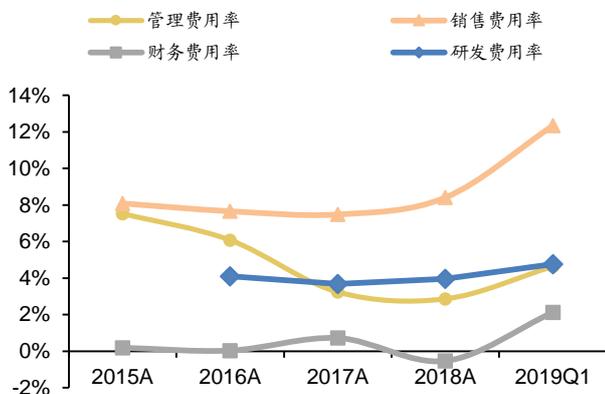
图 8: 视源股份2017-2018年各季度营收同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

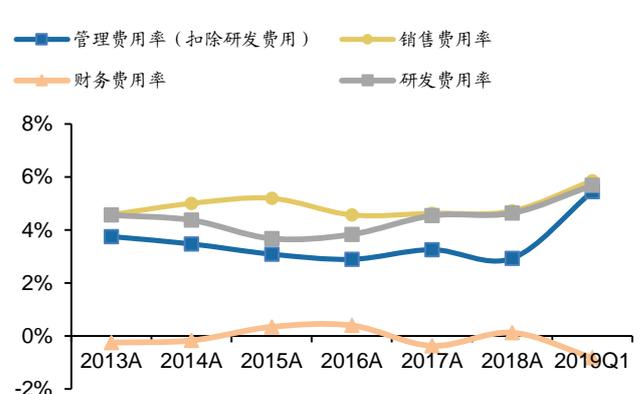
费用来看, 鸿合科技期间费用略高于视源股份。拆解来看, 2018年鸿合科技销售费用率为8.4%, 视源股份销售费用率为4.7%。销售费用率鸿合科技相对较高, 主要原因在于鸿合科技海外业务占比相对较大, 除了国内以外公司还在海外部分地区设置了销售大区, 在销售渠道的开发和维护上所需费用较高。从人员结构来看, 鸿合科技销售人员占比相对视源股份较高, 2018年末公司销售人员占全体员工比例为33.85%, 高于视源股份的18.68%, 鸿合科技销售人员薪资支出比例高于视源股份。管理费用来看, 2018年鸿合科技管理费用率为2.9%, 视源股份为2.9%, 两者相当。

图 47: 鸿合科技费用率



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

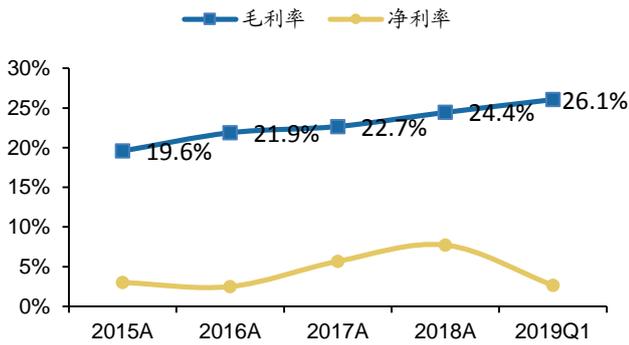
图 8: 视源股份费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

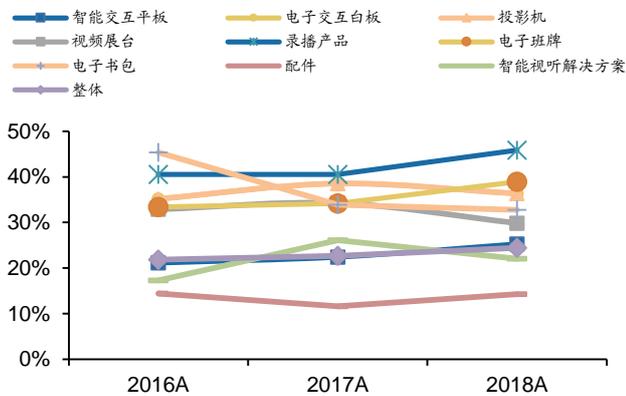
盈利能力来看, 2018年鸿合科技毛利率为26.1%, 视源股份为22.3%, 视源股份毛利率相比鸿合科技较低的原因主要是因为视源股份营收占比较大的板卡业务相比交互智能平板业务毛利水平较低。单对比交互智能平板的毛利率, 2018年鸿合科技为25.3%, 视源股份交互智能平板的毛利率为30.5%。鸿合科技智能交互平板毛利率略低于视源股份, 主要是因为视源股份智能交互平板销量规模大于鸿合科技, 在原材料采购是更具有规模优势。双方的毛利率差异主要是原材料采购成本造成的。随着鸿合科技销售规模的提高, 平板业务毛利率预计有一定提升空间。

图 48: 鸿合科技毛利率及净利率



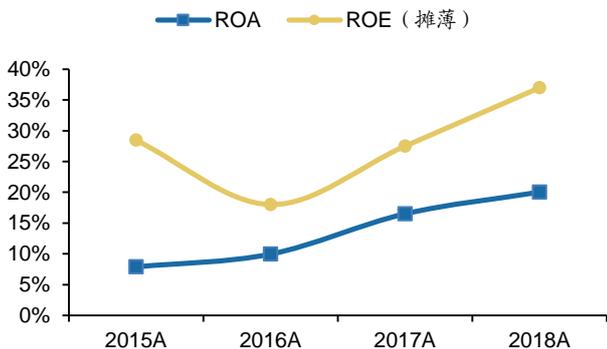
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 49: 鸿合科技分业务毛利率



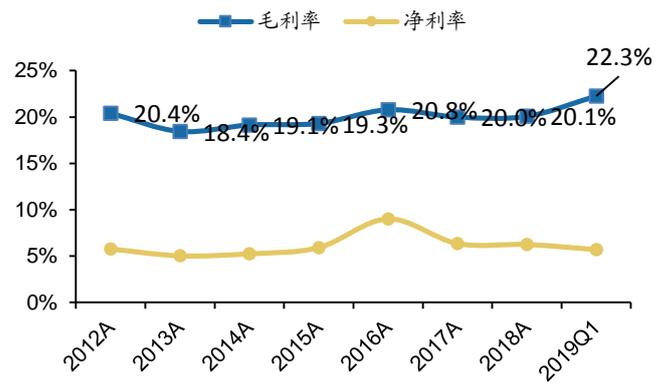
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 50: 鸿合科技ROA及ROE



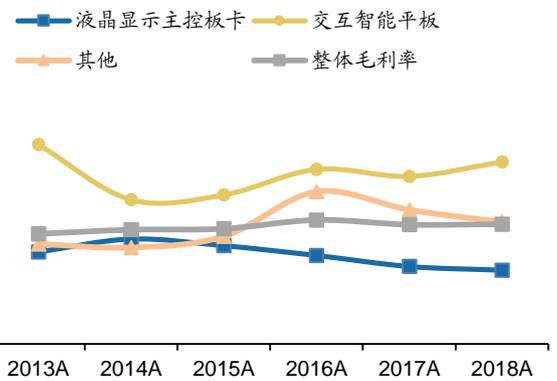
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 视源股份毛利率及净利率



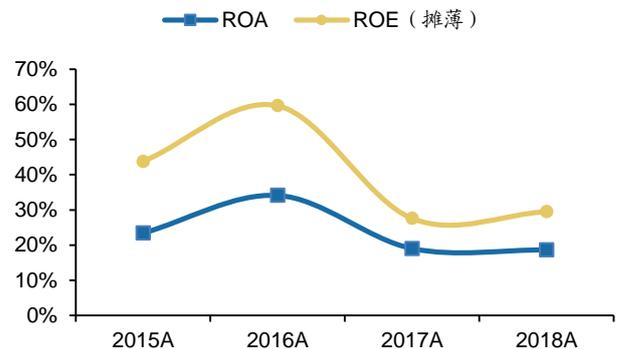
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 视源股份分业务毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 视源股份ROA及ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

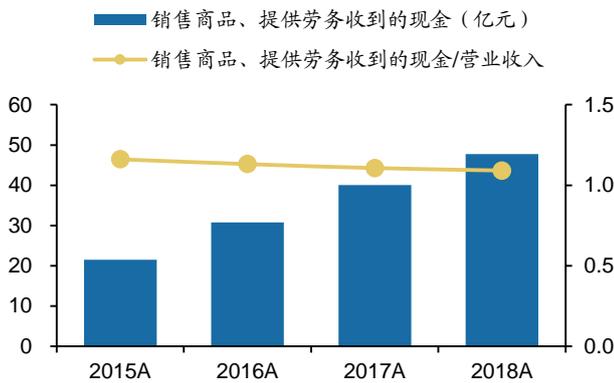
4.2 现金流角度: 回笼资金速度较快, 营业收入收现能力强且稳定

从现金流入的方面看, 2016-2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入

入的比例分别为1.13、1.11和1.09，均维持在较高的水平，公司销售商品回笼资金速度较快，营业收入收现能力较强且较稳定。

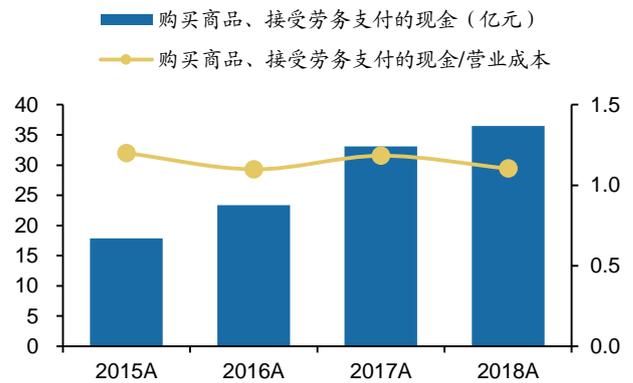
从现金流出的方面看，2016-2018年公司购买商品、接受劳务支付的现金占营业成本的比例分别为1.10、1.18和1.10，存在一定波动性，主要是因为公司为缩短供货周期，降低采购成本，主动对库存商品和主要原材料等进行管理。根据智能交互显示产品预计订单量和液晶面板等原材料预期市场价格对库存商品和原材料数量进行主动控制，从而造成各期经营活动现金流出具有波动性。因此，在现金流出量较大的2017年，公司经营活动产生的现金流量净额较低，2016年和2018年则较高。

图 51: 鸿合科技销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

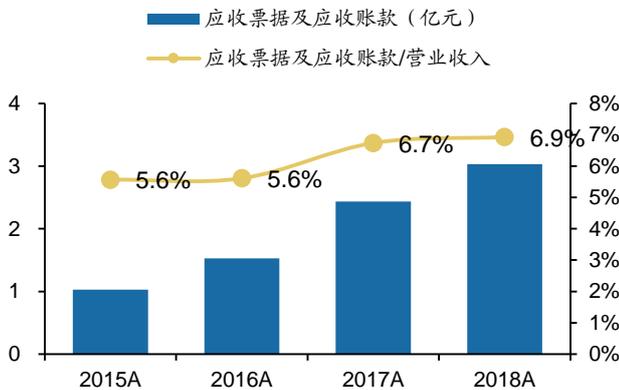
图 8: 鸿合科技购买商品、接受劳务支付的现金/营业成本



数据来源: Wind, 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

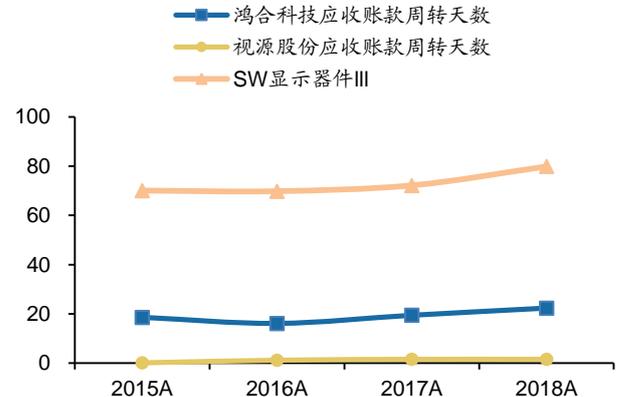
公司销售商品回笼资金速度较快主要得益于公司严格的账期管理制度。公司2018年度营收账款周转天数为22天，同期公司可比公司视源股份为1.6天。鸿合科技应收账款周转天数略长于视源股份，主要是由于产品结构和结算模式不同造成。视源股份的电视机主控板卡业务占比在50%以上，主要直接销售给下游电视机厂等客户，无账期；而鸿合科技智能交互显示产品收入占比95%左右，智能视听解决方案业务虽然占比仅4%左右，客户也多为知名大企业，但项目特点决定了其结算周期较长，应收账款较大。除去以OEM/ODM及直销模式下的业务应收账款之外，2018年度经销模式下的应收账款周转天数10.46天，明显低于行业平均水平。

图 52: 鸿合科技应收账款及应收票据/营业收入



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 应收账款周转天数

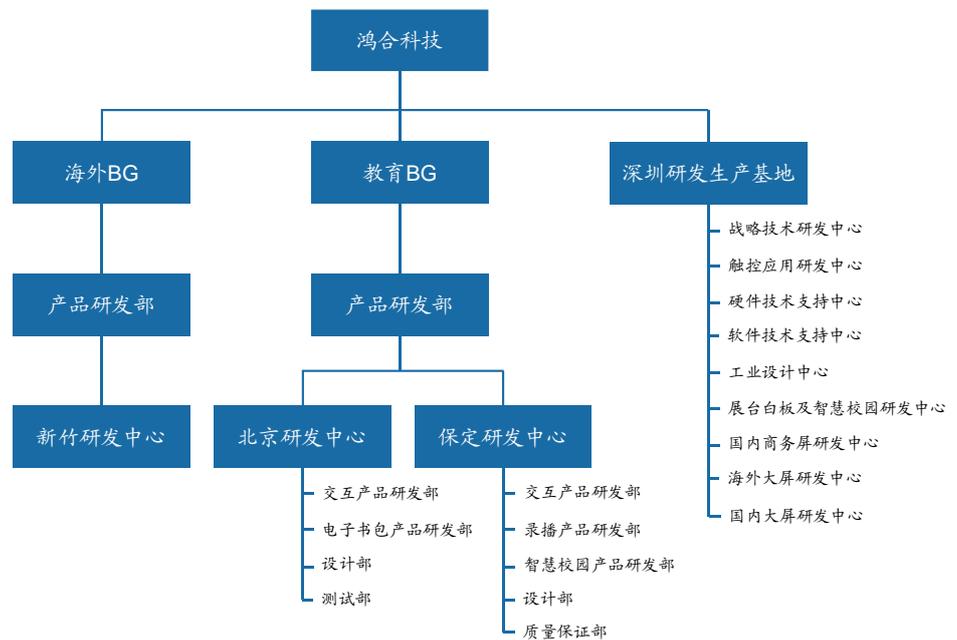


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4.3 研发投入：技术领先，研发持续投入

鸿合科技与视源股份同作为行业内技术领先的企业，在智能交互显示产品领域均具有较高的研发水平和产品质量。鸿合科技核心技术主要包括自然人机交互技术、基于人工智能的自动录播跟踪系统、基于大数据和云计算的智能分析和推荐技术等，核心技术在行业中具有较强的竞争优势和先进性。从研发机构设置来看，鸿合科技目前在北京、保定、新竹均设有研发中心，在深圳设有研发基地。目前披露的在研项目包括鸿合云服务凭条、双师课堂、常态化录播软件等13项。

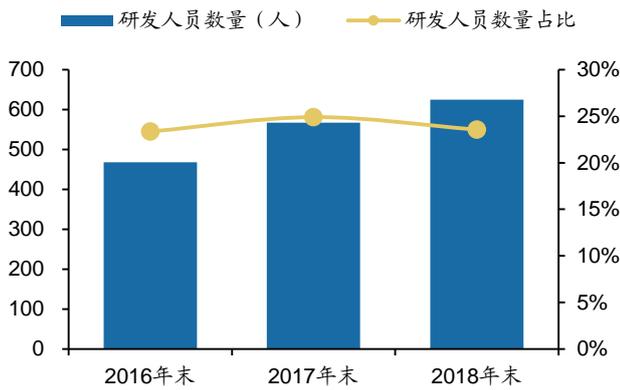
图 53: 鸿合科技研发机构设置



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

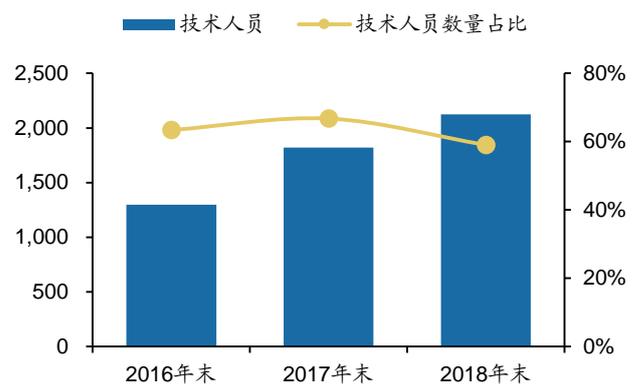
研发人员来看，截止2018年末鸿合科技研发人员合计625人，占员工总数的23.56%；同期视源股份技术人员2123人，占员工总数的59.02%。鸿合科技与视源股份在技术人员规模上有一定差异，主要原因在于鸿合科技部分产品自产，有一定比例的员工为生产人员以及产线的管理人员。从研发投入来看，2018年公司研发费用投入为1.73亿元，占营业收入的比例为3.95%，研发费用/营业收入比例近几年均维持在4%左右。视源股份2018年研发费用为7.88亿元，占营业收入的比例为4.6%，略高于鸿合科技。两者在研发费用率上的差异主要源于生产模式的差异。

图 54: 鸿合科技研发人员数量



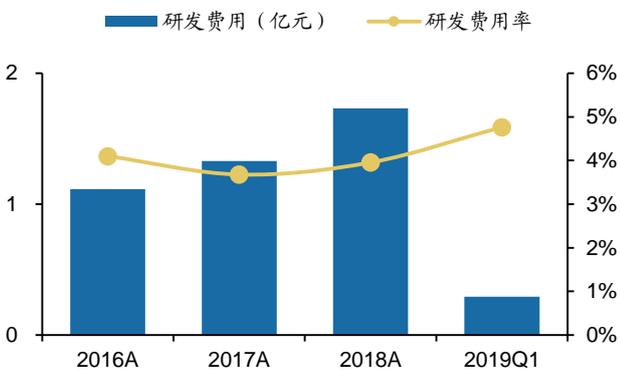
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 视源股份研发人员数量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 55: 鸿合科技研发投入



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 8: 视源股份研发投入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资评级

5.1 营收拆分

鸿合科技主营业务包括智能显示产品以及智能视听解决方案，智能显示产品中智能交互平板、电子白板以及投影机贡献主要营收。

- **智能交互平板：**公司智能交互平板业务通过HiteVision以及Newline双品牌在境内外运营，并通过OEM/ODM的模式向全球交互智能领先品牌promethean供货。国内市场来看，HiteVision在教育领域已经建立了良好的经销商渠道，在用户层面也建立了良好的口碑。根据我们前述分析，我们认为，随着交互智能平板在教育领域渗透率逐渐提高，行业整体增速会有所回落，但1) 公立校市场渗透持续推进；2) 旧产品的更新迭代；3) 以及高教、幼教、校外培训机构的需求依旧能为行业带来一定增速。鸿合科技作为交互智能平板领域龙头平台，将持续受益教育市场的增长。Newline作为公司在海外培育的独立品牌，2012年至今为公司贡献了一定的海外收益。2019年4月品牌回归国内，开始拓展国内商用显示市场。目前交互智能平板在会议市场的渗透率水平仍低，Newline产品在海外积累的产品性能以及销售经验将有效助力品牌在国内市场拓展。Newline将在未来持续受益于商显市场的渗透。除了自有品牌之外，公司通过OEM/ODM向海外品牌供货。整体来看，我们预计公司2019-2021年智能交互平板营收同比增速将分别为16.5%/16.6%/14.8%。随着公司收入规模逐渐提升，成本端的规模效应将带来一定的原材料采购成本下降，预计毛利率将持续提升，2019-2021年预计公司智能交互平板业务毛利率分别为26.3%/26.6%/26.8%。
- **电子交互白板及投影机：**随着智能交互平板产品性能不断升级，加速在教育市场和会议市场中的渗透，电子交互白板作为交互智能平板的替代品，销量会受到一定挤压。但因其价格优势我们认为未来在教育市场仍有一定的市场份额，鸿合科技电子交互白板产品作为行业领先品牌，受行业下行压力相对较小。我们预计公司电子交互白板2019-2021年营收增速分别为-10.4%/-1.5%/0.0%，预计毛利率分别为35.6%/36.1%/35.2%。投影机作为电子交互白板的搭配产品，未来的销售走势与电子交互白板类似，我们预计公司投影机2019-2021年营收增速分别为-6.4%/1.0%/2.6%。
- **其他智能产品：**智能交互平板、电子交互白板及投影机之外，鸿合科技产品线还包括视频展台、录播产品、电子班牌、电子书包以及OPS等配件。这些产品在未来还将持续为鸿合科技贡献一定营收。
- **智能视听解决方案：**硬件之外，公司业务还包括智能视听解决方案，该类业务客户数量及销售金额预计均将稳定增长。我们预计2019-2021年鸿合科技智能视听解决方案营收同比增速分别为20%/20%/20%。

基于以上假设，我们预计公司2019-2021年主营业务收入分别为49.5/57.2/66.0亿元，同比增速分别为13.0%/15.6%/15.4%。预计公司19-21年归属于母公司的净利润是4.06/4.89/5.46亿元，EPS分别为2.96/3.57/3.98元，2019/8/8收盘价对应PE为

18.6/15.4/13.8倍。

表 6: 鸿合科技盈利预测 (万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
智能交互平板	192,295	276,495	322,186	375,663	431,287
YoY	63.5%	43.8%	16.5%	16.6%	14.8%
毛利率	22.4%	25.3%	26.3%	26.6%	26.8%
电子交互白板	21,628	19,041	17,052	16,801	16,803
YoY	-14.3%	-12.0%	-10.4%	-1.5%	0.0%
毛利率	38.5%	36.3%	35.6%	36.1%	35.2%
投影机	77,634	62,002	58,009	58,614	60,124
YoY	-1.2%	-20.1%	-6.4%	1.0%	2.6%
毛利率	38.5%	36.3%	35.6%	36.1%	35.2%
视频展台	10,852	10,290	9,800	9,281	8,814
YoY	-21.5%	-5.2%	-4.8%	-5.3%	-5.0%
毛利率	34.2%	29.9%	28.3%	25.1%	22.5%
录播产品	8,271	5,445	4,356	3,921	3,921
YoY	51.6%	-34.2%	-20.0%	-10.0%	0.0%
毛利率	40.6%	45.9%	45.0%	45.0%	45.0%
电子班牌	4,440	2,728	2,455	2,455	2,455
YoY	47.5%	-38.6%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.1%	38.9%	40.0%	40.0%	40.0%
电子书包	1,408	2,051	3,077	4,000	4,800
YoY	287.9%	45.7%	50.0%	30.0%	20.0%
毛利率	33.9%	32.7%	30.0%	30.0%	30.0%
配件	29,580	41,124	55,457	74,252	99,488
YoY	81.4%	39.0%	34.9%	33.9%	34.0%
毛利率	11.7%	14.3%	13.4%	12.8%	13.0%
智能视听解决方案	15,514	18,517	22,220	26,664	31,997
YoY	33.2%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	26.1%	22.1%	21.8%	23.4%	22.4%
合计营收	361,622	437,693	494,613	571,651	659,687
YoY	32.9%	21.0%	13.0%	15.6%	15.4%
毛利率	22.7%	24.4%	24.6%	24.5%	24.3%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

5.2 估值情况

我们选取佳发教育、亿联网络、视源股份作为鸿合科技可比公司。其中佳发教育为教育信息化领域公司, 主要提供教学、管理、考试全业务线的智慧教育全线产品。基于Wind一致预期, 佳发教育2019年估值为27.1xPE。亿联网络是专业的企业通信与协作解决方案提供商, 集研发、销售及服务于一体, 主要通过外协加工的方式, 为全球企业客户提供智能、高效的企业通信终端设备。基于Wind一致预期,

亿联网络2019年估值为30.0xPE。视源股份与鸿合科技均在教育用交互智能平板领域有所布局，但视源股份除了智能交互显示产品之外还经营液晶显示板卡业务，整体营收规模相比鸿合科技较大。根据我们的盈利预测，视源股份2019年估值为35.1xPE。以简单算数平均计，行业平均估值水平为30.7xPE。考虑鸿合科技在全球智能交互显示领域的龙头地位，以及未来教育市场的持续渗透和会议市场的快速起量，我们给予2019年鸿合科技25X估值，对应合理价值74.0元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：鸿合科技可比公司估值情况（市值统计截止2019.8.8收盘）

公司 名称	公司 代码	市值 (亿元)	股价(元)	EPS(元)			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
佳发教育	300559.SZ	52.70	19.78	0.88	0.73	1.08	38.98	27.10	18.31
亿联网络	300628.SZ	328.29	54.80	2.84	1.83	2.34	27.32	29.95	23.42
视源股份	002841.SZ	480.73	73.30	1.53	2.09	2.81	37.16	35.07	26.09
鸿合科技	002955.SZ	75.31	54.88	-	2.96	3.57	-	18.56	15.39

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(注：佳发教育及亿联网络一致预期来自 Wind 一致预期，鸿合科技及视源股份一致预期来自广发证券发展研究中心)

风险提示

- (1) 专利诉讼问题;
- (2) 中美贸易战或会影响公司在软件系统以及硬件商的采购;
- (3) 国内行业渗透率过高。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,708	1,952	3,919	4,524	5,172	经营活动现金流	10	416	289	519	548
货币资金	595	579	2,486	2,898	3,331	净利润	205	338	413	495	553
应收及预付	372	414	474	551	632	折旧摊销	16	20	10	16	22
存货	636	712	715	828	958	营运资金变动	-234	38	-134	9	-26
其他流动资产	105	247	245	248	251	其它	23	20	0	-1	-1
非流动资产	130	203	286	378	472	投资活动现金流	-14	-225	-92	-107	-115
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-20	-86	-93	-108	-116
固定资产	93	97	154	217	280	投资变动	3	-141	0	0	0
在建工程	0	3	5	7	9	其他	4	1	1	1	1
无形资产	1	48	72	100	128	筹资活动现金流	209	-260	1,709	0	0
其他长期资产	36	55	55	55	55	银行借款	61	-80	-87	0	0
资产总计	1,838	2,155	4,205	4,902	5,644	股权融资	226	39	1,798	0	0
流动负债	1,052	1,170	1,009	1,211	1,400	其他	-78	-219	-2	0	0
短期借款	168	87	0	0	0	现金净增加额	205	-70	1,907	412	433
应付及预收	800	985	893	1,080	1,248	期初现金余额	283	482	579	2,486	2,898
其他流动负债	84	98	115	131	152	期末现金余额	482	426	2,486	2,898	3,331
非流动负债	42	59	59	59	59						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	42	59	59	59	59						
负债合计	1,094	1,229	1,068	1,270	1,459						
股本	103	103	137	137	137						
资本公积	326	355	2,119	2,119	2,119						
留存收益	314	450	856	1,345	1,891						
归属母公司股东权益	743	909	3,112	3,601	4,147						
少数股东权益	1	18	25	31	38						
负债和股东权益	1,838	2,155	4,205	4,902	5,644						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,617	4,378	4,946	5,717	6,597
营业成本	2,797	3,308	3,728	4,317	4,996
营业税金及附加	22	16	23	26	30
销售费用	271	368	394	459	533
管理费用	117	125	158	171	198
研发费用	133	173	192	221	257
财务费用	26	-23	-22	-40	-47
资产减值损失	28	55	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	1	1	1	1
营业利润	236	375	488	578	646
营业外收支	1	14	0	0	0
利润总额	237	390	488	578	646
所得税	32	52	74	83	93
净利润	205	338	413	495	553
少数股东损益	1	2	8	6	7
归属母公司净利润	204	336	406	489	546
EBITDA	293	408	459	537	606
EPS (元)	1.49	2.45	2.96	3.57	3.98

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	32.9	21.0	13.0	15.6	15.4
营业利润增长	167.8	58.9	30.0	18.4	11.9
归母净利润增长	230.8	64.5	20.7	20.5	11.6
获利能力					
毛利率	22.7	24.4	24.6	24.5	24.3
净利率	5.7	7.7	8.4	8.7	8.4
ROE	27.5	37.0	13.0	13.6	13.2
	75.5	77.3	58.5	60.8	58.5
偿债能力(%)					
资产负债率	59.5	57.0	25.4	25.9	25.8
净负债比率	9.1	4.1	0.0	0.0	0.0
流动比率	1.62	1.67	3.89	3.73	3.70
速动比率	0.90	0.97	3.04	2.92	2.88
营运能力					
总资产周转率	2.45	2.19	1.56	1.26	1.25
应收账款周转率	18.26	16.01	14.60	14.60	14.60
存货周转率	5.24	4.91	5.21	5.21	5.21
每股指标(元)					
每股收益	1.49	2.45	2.96	3.57	3.98
每股经营现金流	0.09	4.04	2.11	3.78	3.99
每股净资产	5.41	6.62	22.68	26.24	30.22
估值比率					
P/E	36.86	22.40	18.56	15.39	13.79
P/B	10.14	8.28	2.42	2.09	1.82
EV/EBITDA	1035.45	690.30	10.98	8.63	6.93

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1)广发证券在过去12个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券在过去12个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。