

汉王科技(002362)

立足智能识别 主打电子阅读

魏兴耘

0755-23976213
weixyl@gjas.com

袁煜明

021-38674633
yuanyuming008092@gjas.com

本报告导读:

- 公司在电子阅读、手写识别、OCR等多个领域占据了大部分市场份额。电纸书09年成为公司主要的增长点。未来将受益于该市场的高速增长

投资要点:

- 公司专注于“以模式识别为核心的智能人机交互”技术应用领域,依托自主研发的手写识别、笔迹输入、OCR和嵌入式软硬件四大核心技术。公司09年之前收入主要来自手写产品线、OCR产品线、技术授权与行业应用。08年底推出的电纸书在09年收入激增,占比达到68%,也使公司的营收与净利润分别在09年出现155%与183%的井喷式增长。
- 公司在电子阅读、手写识别、OCR等多个领域占据了大部分市场份额,其中电子阅读器产品全球份额达9%,位列第三,而在国内拥有95%份额的绝对优势。
- 公司核心技术在国内处于领先地位,其中手写识别、OCR等技术国际领先。公司不断通过技术和产品自主创新,满足甚至引领了市场需求,多次创造国内软件行业中的第一。
- 数字阅读模式已逐渐普及。电子阅读器因其类纸阅读效果等优势引人注目。机构数据显示,09年全球电子阅读器市场达350万台,激增400%,未来四年复合增速达68%,2010年中国市场将从80万台跃升至300万台,占全球的30%。数字版权与价格是决定该市场未来的重要因素。
- 据IDG的预测,未来十年内智能识别技术市场将呈快速增长态势。国内应用市场预期也将超过千亿元。3C产业的加速融合及3G时代的到来,为智能识别产品的普及创造了广阔的空间。
- 公司本次募集资金主要投向电子纸智能读写终端等五个项目。投资总额2.49亿元。各项目均立足公司核心技术,拓展产品功能与应用范围,丰富公司产品线。
- 我们预期公司发行后10-12年销售收入分别为13.00亿、21.19亿、30.55亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为1.42亿、2.04亿、2.51亿元;对应EPS分别为1.33元、1.90元、2.51元。
- 目前行业可比公司10年平均PE为41倍,考虑到公司的成长性,我们建议的合理的询价区间为38.57-43.89元,对应2010年的PE为29-33倍。我们同时推断市场有可能将询价区间上抬至46.75-52.11元。上市目标价47.50-57.00元,对应2011年PE为25-30倍。

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	228	582	1,300	2,119	3,055
(+/-)%	-2%	155%	124%	63%	44%
经营利润(EBIT)	15	42	112	160	229
(+/-)%	34%	191%	164%	43%	43%
净利润	30	86	142	204	269
(+/-)%	9%	186%	66%	43%	32%
每股净收益(元)	0.28	0.80	1.33	1.90	2.51
每股股利(元)	-	0.11	0.18	0.25	0.34

注:每股净收益按发行后的总股本计算

建议询价区间:

38.57-43.89

上市首日定价区间:

47.50-57.00

2010.02.04

发行上市资料

总股本(万股)	8005
发行量(万股)	2700
发行日期	2010.02.09
发行方式	网下询价+网上申购
保荐机构	中德证券
预计上市日期	2010.02

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.08
净资产收益率(%)	34.77
资产负债率(%)	59.59

主要股东和持股比例

刘迎建	30
上海联创创业投资有限公司	25
徐冬青	18.75
中国科学院自动化研究所	11.25
张立清	7.56

1. 智能识别领域的龙头企业

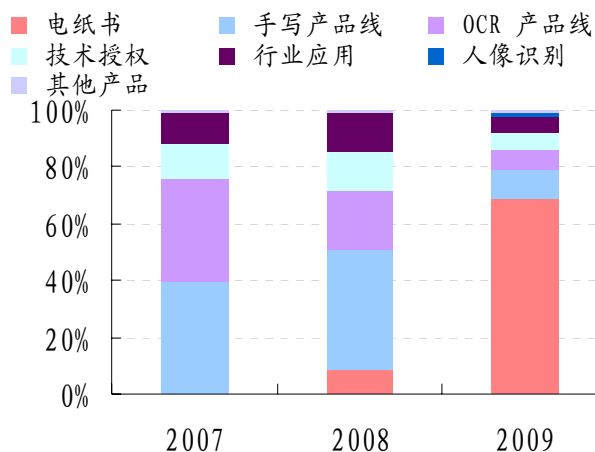
1.1. 主打电纸书带来业绩井喷

公司专注于“以模式识别为核心的智能人机交互”技术应用领域，依托自主研发的手写识别技术（识别手写文字的软件技术）、笔迹输入技术（输入手写信息的硬件技术）、OCR（光学字符识别）技术和嵌入式软硬件技术等四大核心技术。

公司 09 年之前收入主要来自手写产品线、OCR 产品线、技术授权与行业应用。电纸书在 09 年大幅增长，收入占比达到 68%。从毛利率看，除技术授权毛利 100%外，其他主要产品均在 40%-60%之间。

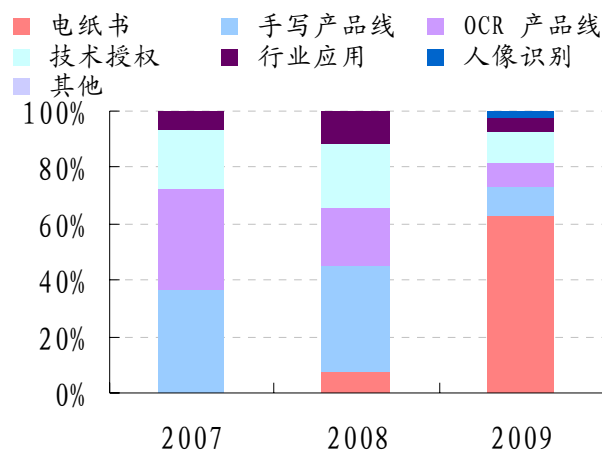
公司 08 年 10 月推出了电纸书产品。产品集成了公司手写识别技术、笔迹输入技术、嵌入式软硬件技术等主要核心技术，是公司目前的主打产品。

图 1：07-09 年公司主营收入按产品分类构成



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

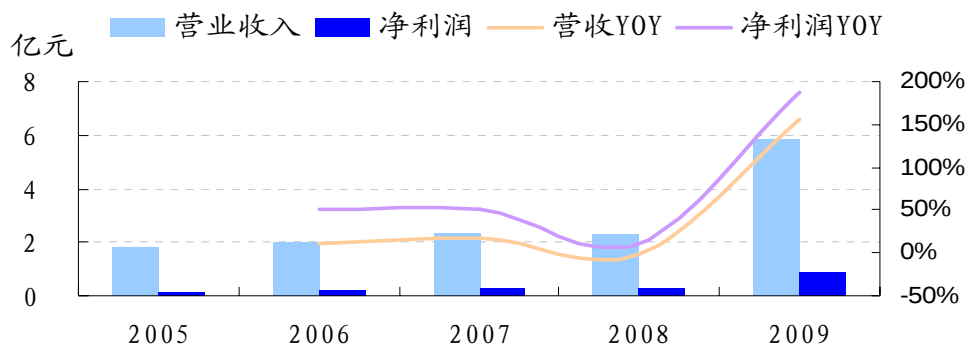
图 2：07-09 年公司利润来源按产品分类构成



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

公司的营业收入与净利润分别在 09 年出现 155%与 183%的井喷式增长，增长几乎完全来自电纸书，事实上其他产品的总营收还有 8%的下降。下降主因是 08 年占收入 42%的手写产品，因公司重点转移，且生产资源被电纸书挤占，收入出现了 34%的下滑。

图 3：05-09 年公司营业收入与净利润变化



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

1.2. 产品线丰富，市场份额绝对领先

在零销终端产品领域，公司拥有手写识别、OCR 两系列共约 90 种产品。在技术授权领域的客户包括微软、诺基亚、三星、联想等国内外知名企业；在技术服务领域，公司为税务、公安、银行、图书馆、档案馆等行业客户提供 OCR 专用系统。

公司在电子阅读、手写识别、OCR 等多个领域占据了大部分市场份额，其中电子阅读器产品全球份额达 9%，位列第三，而在国内拥有 95% 份额的绝对优势。

表 1：公司主要产品行业内市场份额

领域	行业	市场份额
电子阅读领域	电子阅读器市场	95%
手写识别技术领域	面向 PC 的手写套装产品市场	70%
	手写识别技术面向信息设备的授权市场	70%
笔迹输入技术领域	笔迹输入技术市场	30%
OCR 技术领域	OCR 通用零售产品市场	70%
	OCR 行业应用市场	70%
	OCR 技术授权市场	60%
生物特征识别领域	生物特征识别软件市场	--

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

1.3. 部分技术国际领先，产品不断创新

公司核心技术在国内处于领先地位，其中手写识别、OCR 等技术国际领先。公司多次获得国家最高级别科技成果奖——国家科学技术进步奖。03、04、06、07、09 年被认定为国家规划布局内重点软件企业。

表 2：公司主要技术领域成就

领域	主要技术成就
手写识别技术	在国际上第一个解决了手写笔顺不限的识别问题、连笔书写的识别问题、手写技术向掌上电脑的移植问题、异体、繁体、行草字体的识别问题、大字符集识别系统的适应性和稳定性问题、识别方法的优势互补问题等系列问题。国际上第一个也是唯一解决了手写公式识别问题的公司
OCR 技术	国际上首家在中文 OCR 领域推出“多字体大字符集简繁混识识别核心”
笔迹输入技术	国际上仅有的掌握先进电磁轨迹采集技术的两家公司之一，突破了该领域 WACOM 公司的长期垄断
生物特征识别技术	人脸识别技术在国内处于领先地位

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

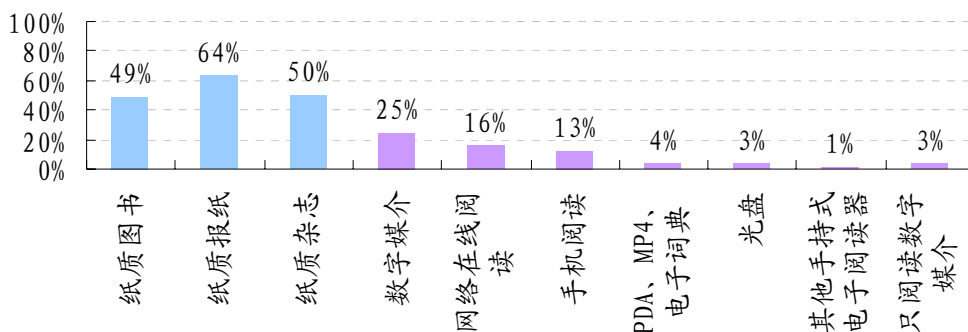
公司不断通过技术和产品自主创新，满足甚至引领了市场需求，多次创造国内软件行业中的第一。如 PDA 产业的催生，汉字非键盘输入概念的提出，手写识别在智能手持设备的广泛应用，OCR 技术在通用产品的应用等，均由汉王推动或主导。

2. 行业成长前景广阔

2.1. 电子阅读器市场已“点燃”

多元化的数字阅读模式已逐渐普及。根据 09 年 4 月的我国第六次全国国民阅读调查结果，数字媒介阅读率已达 25%，达到纸质媒介阅读率的一半左右。

图 4：我国第六次全国国民阅读调查的各种媒介成人阅读率

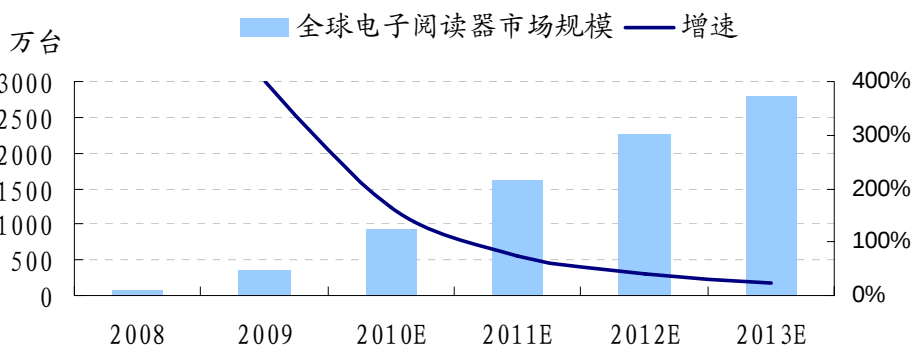


数据来源：招股意向书，国泰君安证券

在电子阅读器的技术成熟之前，读者使用的数字阅读终端大多是 PC 机、手机、mp4 等，阅读效果与纸质媒介相差甚远。而电子阅读器携带方便，无辐射，功耗低，尤其是其显示技术可以取得类纸阅读效果而引人注目。

根据 Digitimes 数据统计，09 年全球电子阅读器市场达 350 万台，激增 400%，未来四年复合增速达 68%。而据美国显示器研究机构 DisplaySearch 预计，2010 年中国市场将从 80 万台跃升至 300 万台，占全球的 30%。

图 5：2008-2013 全球电子阅读器市场规模与增速



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

目前全球主要的电子阅读器生产厂商有 Amazon、Sony 与汉王科技，三者合计占全球总销量的 90% 以上。巨大的市场空间也正引诱着不同产业背景的企业加入。

未来电子阅读器的发展方向必然是集多种功能于一体的新型产品，如手写识别功能、触摸屏功能、笔迹输入功能（批注、标记）、3G 功能（网络下载）等。

而合法的数字内容将成为竞争的的决定性因素之一。涉足数字出版产业、积极整合数字出版资源、开展移动数字阅读等新业务，将成为市场下一步的竞争热点。

高昂的价格是电子书广泛走向市场的“拦路虎”。目前市场上电子阅读器类产品的售价多在 2000 元左右，使得消费目前主要局限在商务人士与送礼等。目前阅读器一半以上的成本来自 E-ink 屏幕。业内人士预计，屏幕批量生产后可能使终端设备价格降至千元以下。

表 3：主要电子阅读器厂商产品价格

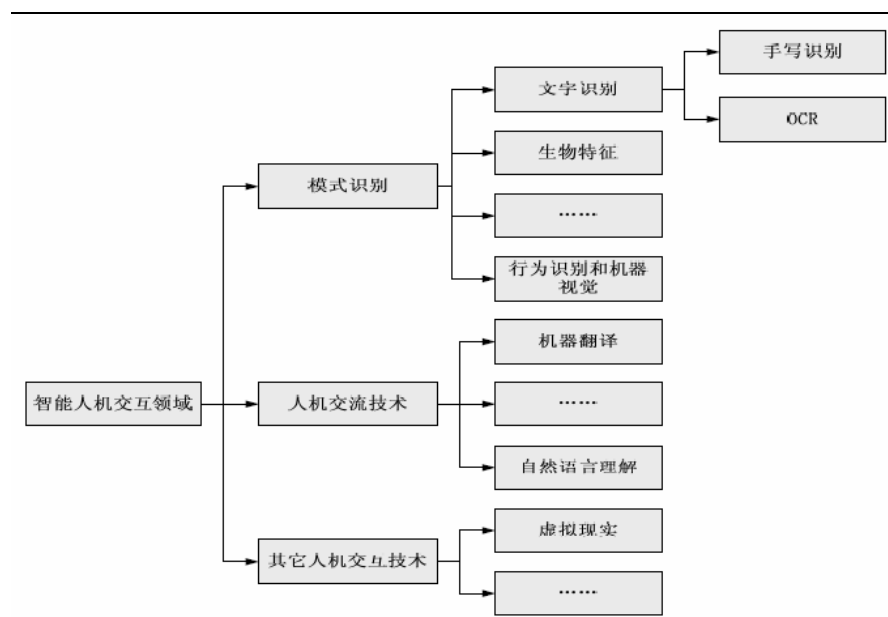
厂商	亚马逊	索尼	汉王
价格	259-279 美元	199-299 美元	1,200-2,900 元

数据来源：国泰君安证券整理

2.2. 智能识别进一步普及

智能人机交互是研究人与信息终端之间进行相互影响的一门技术。公司目前业务集中在模式识别领域，主要以手写识别技术和 OCR 技术相关产品和服务为主。

图 6：智能人机交互技术主要领域



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

“以模式识别为核心的智能人机交互”技术应用领域作为软件行业的一个重要细分行业，是《信息产业科技发展“十一五”规划和 2020 年中长期规划纲要》中提出的未来 5 至 15 年的发展重点。

据 IDG 的预测，未来十年内智能识别技术市场将呈快速增长态势，并将催生带动 5000 亿美元的相关市场。国内应用市场预期也将超过千亿元。

3C 产业的加速融合及 3G 时代的到来，为智能识别产品的普及创造了广阔的空间。智能人机交互软件逐渐向各种智能设备渗透，也为更多行业提供解决方案。

表 4: 公司主要所在领域的应用范围与未来趋势

细分市场	应用范围	未来 5 年国内 市场容量	未来 5 年增速	可能的推动因素
手写识别软件市场	电脑（普通 PC 和平板电脑）手写文字输入，智能手机、移动多媒体设备、手持数据采集器、GPS 车载导航设备、信息家电（机顶盒、交互式电视等）嵌入应用等领域	超过 500 亿元		平板电脑的高速增长 智能手机的高速增长
笔迹输入软件市场	手写文字输入、工程设计的定位制图、计算机制图、电脑绘图绘画、轨迹应用和教学、签名及签批、无纸办公、手写屏等领域	近 60 亿元		数字文化创意产业的兴起 Vista 系统对笔迹输入的支持
OCR 软件市场	消费类 OCR: 名片识别产品、办公自动化 OCR 套装产品等; 行业专用 OCR: 文档采集识别系统、票据/表格/单据识别系统、车牌识别系统、证照识别系统等; 嵌入式终端的应用: 与手机、数码相机、MP4、电子读写终端等智能移动终端的结合	近 500 亿元	年均可达 30%	纸质资料存储与管理困难 行业的信息化建设 3G 市场的发展 各种移动终端的发展
生物特征识别技术的市场	政府及军方的安全领域, 在民用领域的应用主要在门禁和考勤、银行系统、社会福利与保险系统、网络身份确认和验证等	全球 71 亿美元	50%以上	

数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

3. 募投项目拓展产品功能与应用范围

公司本次募集资金主要投向多语种多平台文字识别软件、OCR 行业专用信息采集产品、电子纸智能读写终端、数字化仪设备与软件产业化与全国营销平台五个项目。项目投资总额为 2.49 亿元。各项目均立足公司核心技术, 拓展产品功能与应用范围, 丰富公司产品线。

公司预计项目全部投产之后, 年均新增营收 4.79 亿元, 净利润 0.65 万元。

表 5: 募投项目基本情况一览表 (单位: 万元)

序号	项目名称	计划投资总额	第一年	第二年
	汉王多语种多平台文字识别软件			
1	系统及产品	5,000	2660	1140
	基于 OCR 识别技术的行业专用信			
2	息采集产品	4,652	3722	-
3	电子纸智能读写终端项目	6,317	4573	-
	数字化仪相关设备与软件技术产			
4	业化	5,800	3087	1323
5	全国营销平台综合体系建设	3,175	1541	1539

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 电纸书业务的经营风险

电纸书业务占到公司 09 年营收的 68%，且是业绩增长的主要部分。但该业务未来同时存在行业风险与竞争风险：电子阅读器目前价格偏高，功能不如手机、平板电脑等全面，还存在数字内容版权的问题，未来行业发展存在不确定性；目前已有众多企业准备进军该行业，包括具有技术与品牌优势的国内外龙头企业，也包括具有成本优势的“山寨”企业，公司未来可能被抢占份额或是压缩利润空间。

4.2. 新产品开发的风险

软件等信息技术行业具有技术更新快、产品生命周期短的特点，公司需要不断进行新技术、新产品的研发和升级。如果公司的研发失败或偏离市场需求，或是研发与产业化进程拖延，将会冲击公司经营业绩，同时也造成公司研发资源的浪费。

4.3. 诉讼风险

公司 06 年被 WACOM 公司起诉侵犯专利权，09 年被中华书局起诉侵犯著作权。软件行业内存在较为普遍的涉及知识产权的诉讼和仲裁事项，而在公司从事电纸书业务中，版权法律制度的固有特点以及版权归属及行使状况错综复杂的事实使公司可能面临侵权诉讼。未来公司仍可能出现与知识产权或是版权相关的诉讼，对公司的经营与业绩造成影响。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 10-12 年销售收入分别为 13.00 亿、21.19 亿、30.55 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.42 亿、2.04 亿、2.51 亿元；对应 EPS 分别为 1.33 元、1.90 元、2.51 元。

表 6：汉王科技分业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入预测（百万元）						
电纸书		19	390	1022	1738	2607
手写产品线	84	92	61	79	104	125
OCR 产品线	77	44	41	45	50	55
技术授权	27	29	33	37	41	45
行业应用	23	30	31	88	150	180
人像识别			12	16	22	28
其他业务收入	21	13	11	11	11	12
其他产品	1	2	2	2	3	3
毛利率预测（%）						

电纸书		51	47	38	33	28
手写产品线	56	55	50	49	48	48
OCR 产品线	59	60	58	57	57	56
技术授权	100	100	100	100	100	100
行业应用	38	49	45	48	47	47
人像识别			55	58	60	58
其他业务收入	41	38	27	27	27	27
其他产品	14	24	11	11	11	11

数据来源：国泰君安证券

表 7：汉王科技盈利预测简表（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	228	582	1,300	2,119	3,055
主营业务成本	93	287	755	1,339	2,085
税金及附加	3	7	16	27	39
主营业务利润	132	287	528	753	932
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	58	159	299	445	550
管理费用	50	75	117	148	153
EBIT	24	53	112	160	229
财务费用	8	8	(2)	(2)	(2)
营业利润	15	42	112	160	229
所得税	2	8	13	19	25
少数股东损益	0	(0)	0	1	1
净利润	30	86	142	204	269
全面摊薄每股收益	0.28	0.80	1.33	1.90	2.51

数据来源：国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选与公司业务模式与特点类似的应用软件行业 15 家公司进行对比。目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 41 倍，考虑到公司的成长性，我们建议的合理的询价区间为 38.57-43.89 元，对应 2010 年的 PE 为 29-33 倍。我们同时推断市场有可能将询价区间上抬至 46.75-52.11 元。上市目标价 47.50-57.00 元，对应 2011 年 PE 为 25-30 倍。

表 8：国内可比上市公司估值比较

证券代码	公司	09PE	10PE	11PE
000997.SZ	新大陆	73	55	45
002063.SZ	远光软件	49	37	29
002065.SZ	东华软件	41	30	23
002153.SZ	石基信息	47	37	30
002195.SZ	海隆软件	59	48	42
002253.SZ	川大智胜	67	47	33
002279.SZ	久其软件	51	39	29
002280.SZ	新世纪	50	41	34

002296.SZ	辉煌科技	75	55	41
600446.SH	金证股份	36	24	18
600536.SH	中国软件		52	54
600570.SH	恒生电子	49	39	31
600588.SH	用友软件	34	42	32
600718.SH	东软集团	38	31	25
600845.SH	宝信软件	40	32	27
平均		51	41	33

数据来源: wind 资讯, 国泰君安证券

作者简介:

魏兴耘: 厦门大学经济学博士, 国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明: 毕业于清华大学自动化系, 工学硕士; 2009 年 7 月进入国泰君安, 从事计算机行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com