

鸿合科技 (002955)

证券研究报告
2022年11月15日

乘教育信息化政策东风，高职教+中小学齐头发展

教育信息化领军企业，把握行业机遇聚焦教育主业

公司深耕教育信息领域 20 余年，是国内教育信息化的领军行业。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，坚持自主品牌策略，在国内、国际两个市场分别拥有 HiteVision 和 Newline 两个自主品牌，多年积累的渠道与客户资源为公司由教育产品向教育服务的全面转型奠定基础。

海外收入规模增长，受益原材料、海运价格减少盈利快速修复

2017-2021 年公司收入 CAGR 为 12.6%。除 2020 年受疫情影响，公司整体收入呈增长趋势，2021 年公司收入 58.11 亿元同增 45.5%；22Q1-3 收入 36.35 亿元，同减 13.6%。公司智能交互显示产品业务季节性较强，一般一季度为销售淡季，三季度为销售旺季。

分地区看，海外收入规模迅速增长。22H1 公司境外收入 14.65 亿元（占总 68.4%，同比增长 21.6pct），同比增长 47.1%。

2021 年以来公司利润改善明显。2021 年公司归母净利润 1.69 亿元，同增 106.9%；22Q1-3 归母净利润 3.84 亿元，同增 176.1%。

盈利水平提升主要系：1) 智慧教育硬件产品核心原材料 OC 面板价格回落，采购成本减少；2) 海外自有品牌 newline 受益海运成本减少；3) 公司出口业务增长，人民币兑美元贬值对公司利润端有积极影响；4) 公司中国商用业务运营主体新线科技仍处亏损状态，其于 22 年 7 月起不再纳入报表。

政策驱动行业发展，海外拓展空间广阔

国家及地区层面持续出台政策推进教育信息化工程发展，教育信息化行业战略地位不断提升。2018 年起，我国教育信息化进入 2.0 阶段，国内各项政策及发展规划的出台为行业发展提供利好环境，截至 2020 年，我国国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例已连续第 9 年在 4% 以上，其中教育信息化行业经费投入持续增长，行业规模与日俱增。

贴息贷款投放带动需求增长，进一步刺激行业发展。近期国常会提出对高校、职校、实训基地等设备购置和更新改造新增贷款，央行设立设备更新改造专项再贷款，总规模额度在 2000 亿元以上。本次专项贷款投放或将带动教育信息化需求增长，带动高职教、实训教育等领域教育信息化订单增长。

我国教育市场应用需求增长相对稳定，国际市场新增需求旺盛。近两年我国智能交互平板出货量保持相对快速增长，2021 年教育领域智能交互平板出货量为 135.7 万台，同比增长 7.6%，其中职教领域需求扩张明显，成为 2021 年教育类平板增长重要来源。国际市场智能交互平板在教育领域渗透率约为 17%，仍有较大拓展空间。

“一核两翼”战略聚焦教育主业，海外拓展成效已现

聚焦教育科技主业发展，布局课后+师训服务落地“两翼”业务。22H1 公司调整优化业务结构，将专注于云会议产品及服务的新线科技由全资子公司转为参股公司，聚焦教育主业。一方面突破产品革新，打造创新型教育信息化产品；另一方面，针对课后延时服务需求与教师信息化素养提升需求，布局教育信息化服务领域，自 2021 年推出“鸿合三点伴”与“中教师

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	28.47 元
目标价格	39 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	233.99
流通 A 股股本(百万股)	185.75
A 股总市值(百万元)	6,549.47
流通 A 股市值(百万元)	5,199.04
每股净资产(元)	15.28
资产负债率(%)	29.86
一年内最高/最低(元)	31.89/13.85

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：聚源数据

相关报告

- 《鸿合科技-年报点评报告:业绩短暂承压，深入推进两个市场+两个品牌》 2020-04-21
- 《鸿合科技-公司点评:携手 ZOOM 强强联合，打造远程办公、教学、医疗等综合解决方案》 2020-03-25
- 《鸿合科技-公司点评:推出股权激励绑定核心员工，理顺利益加快发展》 2019-09-10

训”。

智慧方案团队重装出发，精耕高职教领域智慧空间科技服务。22 年公司重新组建智慧方案 BG，核心发力点聚焦高职教智慧教室解决方案，兼备技术与渠道优势。22 年 8 月，鸿合爱课堂综合解决方案亮相第 57 届中国高等教育博览会，目前其已覆盖四川大学、西南交通大学等全国近百所学校，在高校领域形成了良好的品牌影响力。

加速开拓海外信息化市场，打造全新增长引擎

公司在海外多地设置运营网点，针对性设计、研发符合当地市场需求的产品，凭借本土化运营、行业领先软硬件产品以及产研一体化布局三大核心竞争优势，进一步扩大海外教育市场的市占率及品牌影响力。据 Futuresource 报告，2021 年公司教育 IFPD/IWB 产品在全球教育市场排名第二。

产研一体化快速响应市场需求，“智造”升级提质增效

公司坚持自主研发与自主生产的一体化布局，通过设计-研发-生产-销售-数据反馈”机制，加快市场反应速度，为客户提供前沿产品及优质服务。2021 年深圳、蚌埠两大产业园顺利落地投产，截至 22H1 末共拥有年产百万台（套）智能交互显示设备产能。同时推进智能工厂升级改造，22H1 自动化覆盖率提升至 64%，加强技术研发与工艺设计的衔接，提升产品质量稳定性与一致性。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司 2022-24 年收入分别为 48.3、60.2、71.4 亿元，归母净利润分别为 4.2、5.2、6.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.80、2.21、2.67 元/股，给予公司 2023 年 17.7x 估值，对应目标价 39 元。

风险提示：行业政策风险；教育服务业务开展不及预期风险；技术创新风险；原材料价格波动风险；境外经营风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,993.64	5,811.41	4,827.63	6,020.03	7,136.33
增长率(%)	(17.32)	45.52	(16.93)	24.70	18.54
EBITDA(百万元)	470.00	629.99	737.28	882.99	1,010.46
归属母公司净利润(百万元)	81.66	168.96	420.24	516.06	623.97
增长率(%)	(74.00)	106.90	148.72	22.80	20.91
EPS(元/股)	0.35	0.72	1.80	2.21	2.67
市盈率(P/E)	80.20	38.76	15.58	12.69	10.50
市净率(P/B)	2.17	2.09	1.84	1.61	1.39
市销率(P/S)	1.64	1.13	1.36	1.09	0.92
EV/EBITDA	6.77	5.10	5.66	4.55	2.96

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 教育信息化领军企业，把握政策红利稳步发展.....	5
1.1. 深耕教育领域 20 余年，聚焦主业发展	5
1.2. 董事、高管持股较为集中，员工激励机制充分	6
1.3. 海外收入规模增长，受益原材料、海运价格减少盈利快速修复	6
2. 政策驱动行业发展，海外拓展空间广阔	9
2.1. 国家助推教育信息化发展，政策红利持续释放	9
2.2. 智能交互显示产品市场规模持续扩张，海外及商业市场需求显现	13
3. “一核两翼” 战略聚焦教育主业，海外拓展成效已现	15
3.1. 全面聚焦教育科技主业，“一核两翼” 深化业务布局	15
3.2. 加速开拓海外信息化市场，打造全新增长引擎	17
3.3. 产研一体化快速响应市场需求，“智造” 升级提质增效	17
4. 盈利预测.....	18
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：截至 2022 年 10 月 29 日，公司前 4 大股东持股比例合计为 57.6%.....	6
图 3：22Q1-3 收入 36.35 亿元，同减 13.6%.....	7
图 4：公司智能交互显示产品业务季节性较强	7
图 5：22H1 公司销售至教育行业产品收入为 17.95 亿元，占总 83.9%	7
图 6：22H1 公司 IWB 产品收入 17.63 亿元，占总 82.4%.....	7
图 7：22H1 公司来自境外的收入为 14.65 亿元，占总 68.4%.....	7
图 8：22Q1-3 公司归母净利润 3.84 亿元，同增 176.1%.....	8
图 9：22Q1-3 公司扣非归母净利 3.07 亿元，同增 167.7%.....	8
图 10：22Q1-3 公司毛利率 28.4%，同比增长 7.5pct	8
图 11：22Q1-3 期间费率 16.8%，同增 1.6pct	9
图 12：2011 年-2020 年国家财政性教育经费支出（亿元）及占 GDP 比例.....	12
图 13：2013 年-2020 年教育信息化经费投入（亿元）及同比增长率	12
图 14：2013 年-2021 年教育信息化市场规模（亿元）及同比增长率	12
图 15：2019-2021 年中国大陆智能交互平板市场出货（万台）及同比增长率	13
图 16：2019-2021 年教育领域平板出货（万台）及同比增长率	14
图 17：2019-2021 年商用领域平板出货（万台）及同比增长率	14
图 18：四川大学多视窗互动智慧教室	15
图 19：22H1 公司境外收入 14.65 亿元，收入占比快速提升至 68.4%	17
图 20：公司深圳产业园鸿合大厦实景	17
图 21：公司蚌埠交互显示产业基地车间	17

表 1: 公司主要产品包括教育信息化产品及服务	5
表 2: 2022 年公司股权激励计划首个行权期业绩考核目标为 22 年扣非净利不低于 2 亿..	6
表 3: 推动教育信息化建设相关文件梳理（国家层面）	10
表 4: 推动教育信息化建设相关文件梳理（省市、自治州层面）	11
表 5: 公司收入拆分及预测（亿元；%）	18
表 6: 可比公司 PE 一致预期（截至 2022/11/14）	18

1. 教育信息化领军企业，把握政策红利稳步发展

1.1. 深耕教育领域 20 余年，聚焦主业发展

公司聚焦教育行业发展，是国内教育信息化的领军企业。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，始终坚持自主品牌策略，在国内、国际两个市场分别拥有 HiteVision 和 Newline 两个自主品牌，多年积累的渠道与客户资源为公司由教育产品向教育服务的全面转型奠定基础。

公司深耕教育领域 20 余年，坚持“自有技术、自有品牌、自主制造、服务教育”的发展思路，多次在国内首先推出智能交互新产品，国内首款自主品牌 Hite Pro 100 投影机、国内第一代实物展台、国内首款红外交互白板、智能交互黑板等，使得公司在长期的生产实践中积累了丰富的产业经验和工艺优势。2014 年推出激光光源超短焦投影机标志着鸿合完成了自主研发、自主创新到自主品牌商的蜕变。

鸿合在 2010 年布局海外，成立海外营业本部，开始构建面向北美、南美、欧洲、澳洲、泛亚太地区业务管理框架，截至本报告发布日期，已在全球设置超 50 家分支机构，超 4000 家经销商与代理商销售网络，向领军行业的国际化高科技企业的方向前进。2019 年公司在深圳证券交易所成功上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司主要的产品包括教育信息化产品和解决方案、智慧教育服务。其中教育信息化产品包括智能交互平板、智慧黑板等硬件产品，鸿合 π6 等软件产品，以及鸿合智慧教室等解决方案。2021 年公司推出“鸿合三点伴”及“中教师训”，针对课后延时服务与教师信息化素养培训需求布局教育信息化服务领域。

表 1：公司主要产品包括教育信息化产品及服务

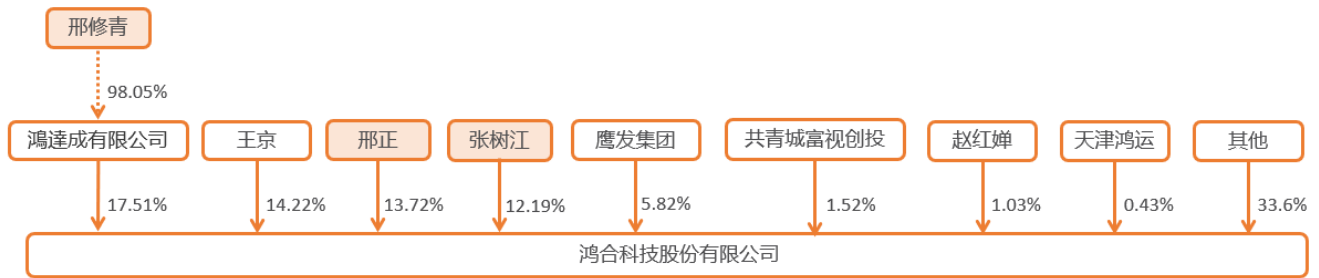
产品分类	主要产品类别	产品举例
教育信息化产品和解决方案	教育信息化硬件产品	智能交互平板、智慧黑板、互联黑板
	教育信息化软件产品	鸿合 π6
	智慧教育解决方案	鸿合智慧教室
智慧教育服务	课后延时服务	“鸿合三点伴”
	教师信息化素养培训服务	“中教师训”

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 董事、高管持股较为集中，员工激励机制充分

公司核心董事、高管股权集中，且持股较为稳定。公司董事长邢修青先生通过鸿达成有限公司间接持有公司 17.51% 股份，其兄弟邢正先生控股 13.72%，副董事长张树江先生控股 12.19%，以上三位为公司实控人；此外董事王京先生控股 14.22%。前四大股东自 2020 年以来持股数量未有变化，截至 2022 年 10 月 29 日持股比例合计为 57.6%。

图 2：截至 2022 年 10 月 29 日，公司前 4 大股东持股比例合计为 57.6%



资料来源：wind，天风证券研究所

员工持股平台+股权激励，员工与公司利益充分绑定。公司前十大股东中，持股 0.43% 的天津鸿运为其员工持股平台。同时公司于 2022 年 4 月发布 2022 年股权激励计划，拟向 174 位激励对象授予 550 万份股票期权，约占公司公告时总股本 2.34%；其中首次授予 489.33 万份，行权价格为 17.08 元，预留授予 60.67 万份。激励对象包括董事及总经理孙晓菁、副总经理龙旭东、副总经理柯根全、副总经理及董秘夏亮、财务总监谢芳等。

该激励计划首次授予期权共有 3 个行权期，行权比例分别为 30%、30%、40%，具体行权安排如下表。若预留权益在 2022 年授予，预留权益行权安排同上；若预留权益在 2023 年授予，行权期则分别为预留授权日起第 13~24 个月、25~36 个月，行权比例各为 50%，业绩考核目标分别与首次授予期权的第二、三个行权期相同。

表 2：2022 年公司股权激励计划首个行权期业绩考核目标为 22 年扣非净利不低于 2 亿

行权期	行权时间	业绩考核目标	行权比例
第一个行权期	自首次授权日起 12 个月后的首个交易日起至首次授权日起 24 个月内的最后一个交易日止	公司 2022 年度合并报表口径下扣非净利润不低于 2 亿；	30%
第二个行权期	自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日起 36 个月内的最后一个交易日止	公司 2023 年度合并报表口径下扣非净利润不低于 2.6 亿；	30%
第三个行权期	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日起 48 个月内的最后一个交易日止	公司 2024 年度合并报表口径下扣非净利润不低于 3.38 亿；	40%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 海外收入规模增长，受益原材料、海运价格减少盈利快速修复

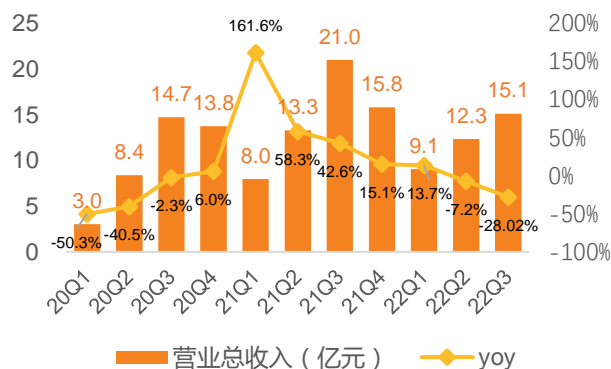
2017-2021 年公司收入 CAGR 为 12.6%。除 2020 年受疫情影响，企业及政府采购需求减少导致公司收入减少外，整体收入呈增长趋势，2021 年公司收入 58.11 亿元同增 45.5%；22Q1-3 收入 36.35 亿元，同减 13.6%。公司智能交互显示产品业务季节性较强，一般一季度为销售淡季，三季度为销售旺季。

图 3：22Q1-3 收入 36.35 亿元，同减 13.6%



资料来源：wind，天风证券研究所

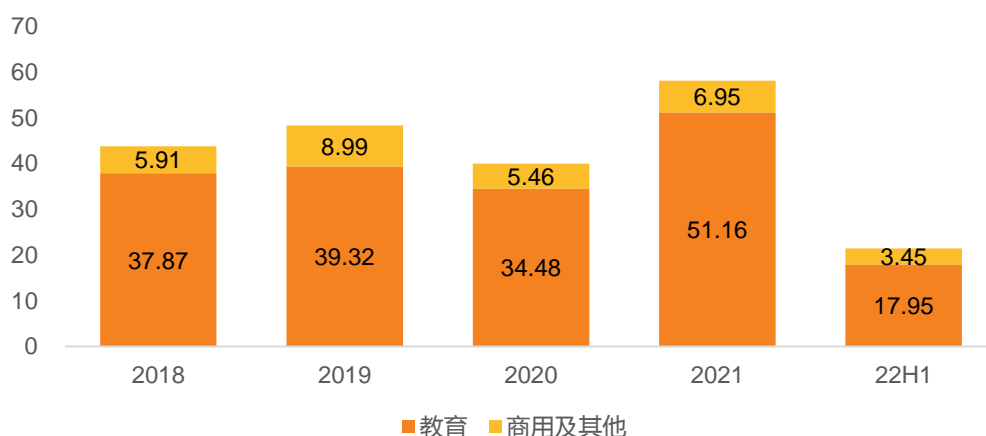
图 4：公司智能交互显示产品业务季节性较强



资料来源：wind，天风证券研究所

分终端应用行业看，公司产品主要应用于教育行业。22H1 公司销售至教育行业产品收入 17.95 亿元(占总 83.9%)，同减 6.1%；销售至商用及其他行业产品收入 3.45 亿元(占总 16.1%)，同增 60.5%。

图 5：22H1 公司销售至教育行业产品收入为 17.95 亿元，占总 83.9%



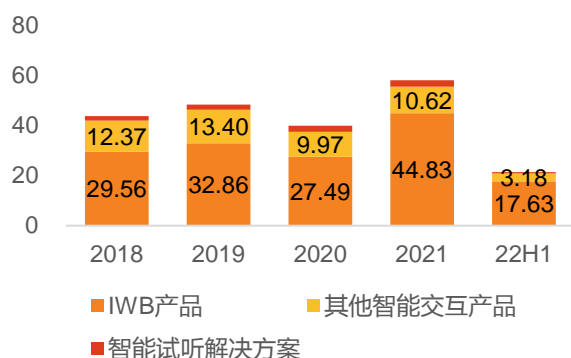
资料来源：公司公告，天风证券研究所

分产品看，22H1 公司 IWB 产品收入 17.63 亿元(占总 82.4%)，同增 6.4%；其他智能交互产品收入 3.188 亿元(占总 14.8%)，同减 23.1%；智能试听解决方案收入 0.60 亿元(占总 2.8%)，同增 4.6%。

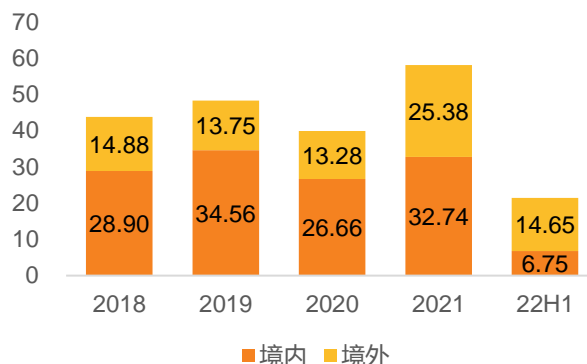
分地区看，海外收入规模快速增长。22H1 公司来自境内收入为 6.75 亿元(占总 31.6%)，同减 40.3%；境外收入 14.65 亿元(占总 68.4% ，同比增长 21.6pct)，同增 47.1%。

图 6：22H1 公司 IWB 产品收入 17.63 亿元，占总 82.4%

图 7：22H1 公司来自境外的收入为 14.65 亿元，占总 68.4%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

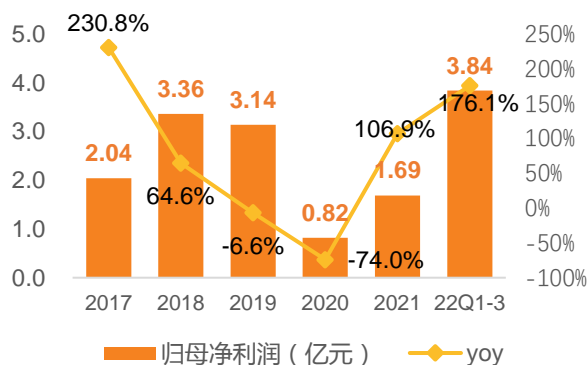


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2021 年以来公司利润改善明显。2021 年公司归母净利润 1.69 亿元，同增 106.9%；22Q1-3 归母净利润 3.84 亿元，同增 176.1%。

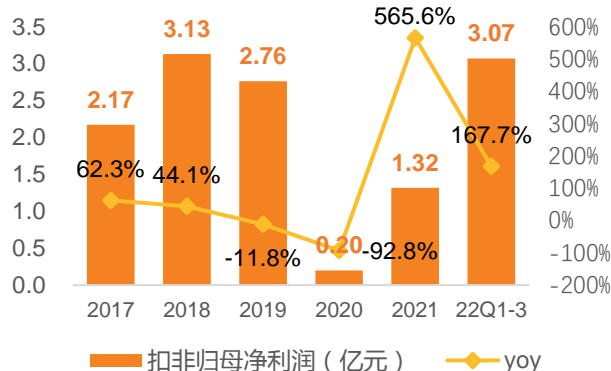
盈利水平提升主要系：1) 智慧教育硬件产品核心原材料 OC 面板价格回落，采购成本减少；2) 海外自有品牌 newline 受益海运费成本减少；3) 公司出口业务增长，人民币兑美元贬值对公司利润端有积极影响；4) 公司中国商用业务运营主体新线科技近 3 年持续亏损，于 22 年 7 月起不再纳入报表。

图 8：22Q1-3 公司归母净利润 3.84 亿元，同增 176.1%



资料来源：wind，天风证券研究所

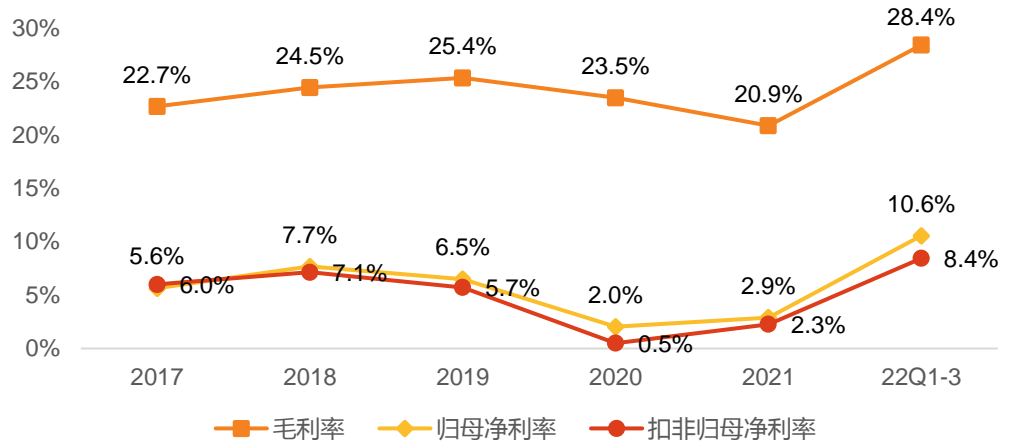
图 9：22Q1-3 公司扣非归母净利 3.07 亿元，同增 167.7%



资料来源：wind，天风证券研究所

受益原材料价格及海运费减少，公司整体盈利能力改善。22Q1-3 公司毛利率 28.4%，同比增长 7.5pct；归母净利率 10.6%，同比增长 7.3pct；扣非归母净利率 8.4%，同比增长 5.7pct。

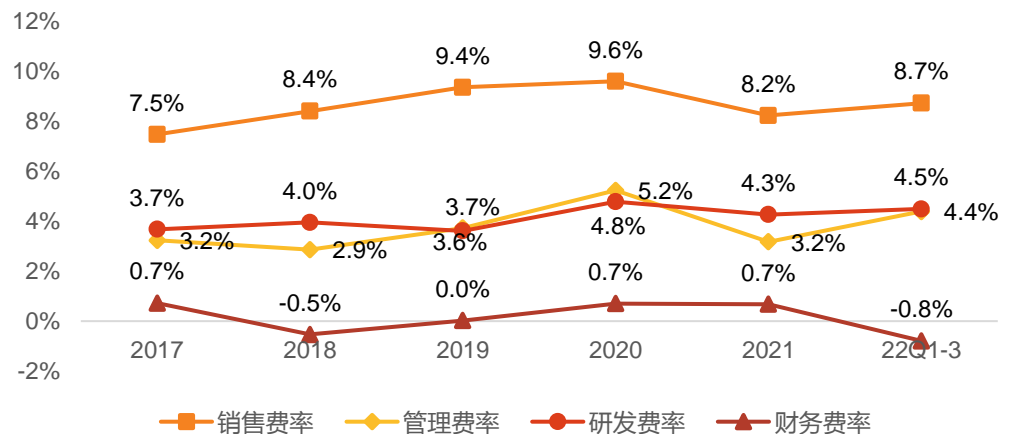
图 10：22Q1-3 公司毛利率 28.4%，同比增长 7.5pct



资料来源: wind, 天风证券研究所

22Q1-3 期间费率同增 1.6pct 至 16.8%，其中销售费率 8.7%，同增 0.8pct；管理费率 4.4%，同增 1.2pct；研发费率 4.5%，同增 0.8pct；财务费率-0.8%，同比减少 1.1pct，主要系汇兑收益增长。

图 11: 22Q1-3 期间费率 16.8%，同增 1.6pct



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 政策驱动行业发展，海外拓展空间广阔

2.1. 国家助推教育信息化发展，政策红利持续释放

教育信息化工程持续推进与发展，教育信息化行业战略地位不断提升。2002 年我国拉开了教育行业信息化建设的序幕；2018 年开始，我国教育信息化的发展进入了 2.0 的阶段，旨在推动信息技术与教学深度融合。目前我国仍处于 2.0 时期，2022 年基本实现“三全两高一大”的发展目标：即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台。

为推教育信息化工程的发展与建设，党和国家及教育主管部门制定了一系列推进教育信息化的政策以及中、长期发展规划。

表 3：推动教育信息化建设相关文件梳理（国家层面）

时间	政策文件	发布单位	具体内容
2002 年 9 月	《教育信息化“十五”发展规划（纲要）》	教育部	到 2010 年，基本建成覆盖全国的教育信息化基础设施；建立和完善符合教育信息化发展的管理和运行机制，初步构建终身教育体系；使我国教育信息化水平和应用水平整体达到发展中国家领先水平
2010 年 7 月	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》	国务院	到 2020 年，基本建成覆盖城乡各级各类学校的教育信息化体系；推进数字化校园建设，实现多种方式接入互联网；搭建国家教育管理公共服务平台。
2012 年 3 月	《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》	教育部	明确提出各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费；建设教育云资源平台，汇聚百家企事业单位、万名师生开发的优秀资源；递选和开发 500 个学科工具、应用平台和 1500 套虚拟仿真实训实验系统；普及建设高速校园网络及各种数字化教学装备，建设职业教育虚拟仿真实训基地。
2014 年 11 月	《构建利用信息化手段扩大优质教育资源覆盖面有效机制的实施方案》	教育部等五部	将信息化纳入义务教育阶段学校建设标准和基本办学条件；提高农村义务教育阶段学校公用经费基准定额；建立基于云服务模式实名制组织化、可控可管的网络学习空间；建设覆盖全国各级各类教育的学校、教师、学生的信息管理系统。
2015 年 7 月	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	国务院	互联网企业与社会教育机构根据市场需求开发数字教育资源；学校通教育信息化政策梳理作等方式，对接线上线下教育资源。
2016 年 6 月	《教育信息化“十三五”规划》	教育部	探索在生均公用经费中列支购买资源服务费用的机制；企业积极提供云端支持、动态更新的适应混合学习、泛在学习等学习方式的新型数字教育资源及服务。
2018 年 4 月	《教育信息化 2.0 行动计划》	教育部	到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台，推动从教育专用资源向教育大资源转变、从提升师生信息技术应用能力向全面提升其信息素养转变、从融合应用向创新发展转变。
2019 年 2 月	《中国教育现代化 2035》	中共中央、国务院	加快信息化时代教育变革。建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台。利用现代技术加快推动人才培养模式改革，实现规模化教育与个性化培养的有机结合。创新教育服务业态，建立数字教育资源共建共享机制，完善利益分配机制、知识产权保护制度和新型教育服务监管制度。推进教育治理方式变革，加快形成现代化的教育管理与监测体系，推进管理精准化和决策科学化。
2020 年 6 月	教育部关于发布《职业院校数字校园规范》的通知	教育部	规定了数字校园中管理服务的要求，包含总体要求、一站式服务平台、校务服务、业务管理与服务（学生管理、人力资源、财务与招标设备资产等）以及校园生活服务等。
2021 年 9 月	《关于组织开展“5G+智慧教育”应用试点项目申报工作的通知》	工信部、教育部	通过征集并遴选一批利用 5G 网络的教育信息化最佳实践和解决方案，培育一批以 5G 为代表的新一代信息通信技术与教育教学创新融合的典型应用，树立一批可复制推广、可规模应用的发展标杆。
2021 年 11 月	《“十四五”大数据产业发展规划》	工信部	一是加快培育数据要素市场。围绕数据要素价值的衡量、交换和分配全过程，着力构建数据价值体系、健全要素市场规则、提升数据要素配置作用，推进数据要素市场化配置。二是发挥大数据特性优势。围绕数据全生命周期关键环节，加快数据“大体量”汇聚，强

化数据“多样化”处理，推动数据“时效性”流动，加强数据“高质量”治理，促效”转化。

资料来源：中国政府网、国务院、教育部、工信部，天风证券研究所

除国家层面出台的促进教育信息化发展的政策外，各省市、自治区也基于自身教育信息化发展状况，出台了推进区域内教育信息化发展的相关政策。

表 4：推动教育信息化建设相关文件梳理（省市、自治州层面）

时间	地区	政策文件	具体内容
2022 年 3 月	北京市	《北京教育信息化”十四五“规划》	到 2025 年，北京教育信息化将实现”七个全面“的发展目标。
2022 年 3 月	上海市	《2022 年上海市教育委员会基础教育 教育工作要点》	推进教育信息化应用生态建设，加强基础教育数据归集共享。培育教育信息化应用标杆校，推进新技术赋能中小学教育教学，深化教学方式变革。
2022 年 4 月	江西省	《江西省“十四五”教育事业发展规划》	坚持教育信息化“四个一”；实施教育信息基础能力提升工程，完善教育信息化建设和运维经费保障机制。
2022 年 5 月	山东省	《山东省教育信息化“十四五”规划》	瞄准建成世界一流教育信息化高地总目标，到 2025 年，云网端一体的教育新基建配置完备，契合信息时代的教育新模式基本形成，教育信息化达到国际先进水平，成为山东教育现代化的重要支撑引领力量。
2022 年 7 月	辽宁省	《辽宁省教育厅办公室关于组织开展 2022 年省级教育信息化教学应用 时间共同体项目建设工作的通知》	探索建立信息化教学应用的长效机制，推动教育信息化应用模式的研究和实践，促进我省智慧教育发展。

资料来源：北京市委、上海市委、江西省政务公开、山东省教育厅、辽宁省教育厅，天风证券研究所

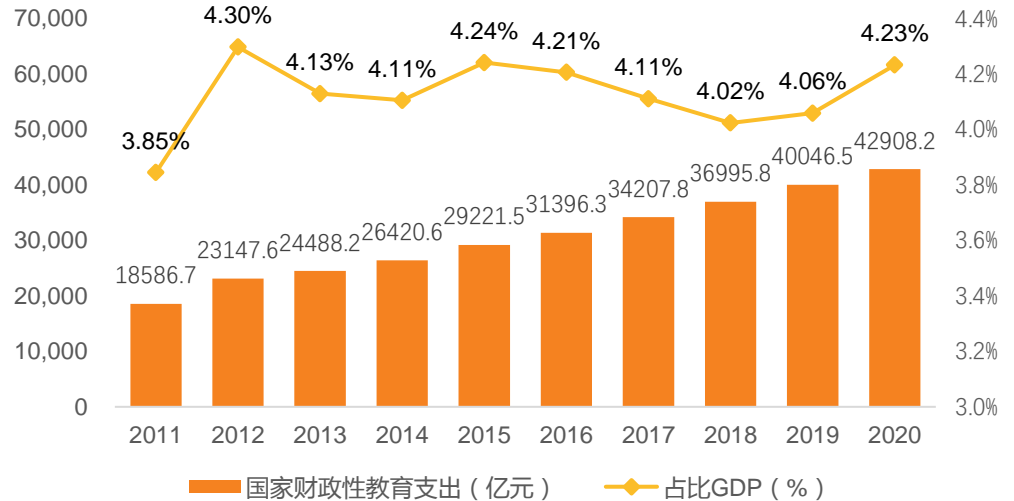
以上国家层面、地区层面的诸多政策以及中、长期发展规划的出台，明确了我国未来大力建设教育信息化工程、发展教育信息化行业的举措、路径与目标，也表明了我国未来对于继续推进、发展教育信息化这一重大工程的重视，**为教育信息化行业的发展提供了有利的政策环境，教育信息化行业在我国教育产业中的战略地位也将不断提升。**

疫情背景下远程教学、办公场景增多，行业发展动力强劲。近三年疫情背景下，全国高校及中小学生利用线上教学平台实施“停课不停学”政策，带来大规模的在线教育和管理实践，数十万所学校、近三亿师生自现实课堂向线上迁徙。学校通过云开学、云教学、云考试、云答辩、云毕业、云招聘等形式保障学生正常的学业进度。

此次在新冠疫情中的应急响应，检验了我国推行教育信息化的前期成果，让教育信息化得到更加广泛的接受与应用，凸显了教育信息化建设的重要性，也为教育信息化行业的发展带来强劲动力。

2012 年以来，国家财政性教育经费支出占国内生产总值的比例均在 4%以上。据国家统计局数据，2011 年至 2020 年这十年间教育经费支出稳步上升，整体涨幅超 130%。2020 年国家财政性教育经费支出为 42908.15 亿元，同比增长 7.15%，占 GDP 比例为 4.23%。

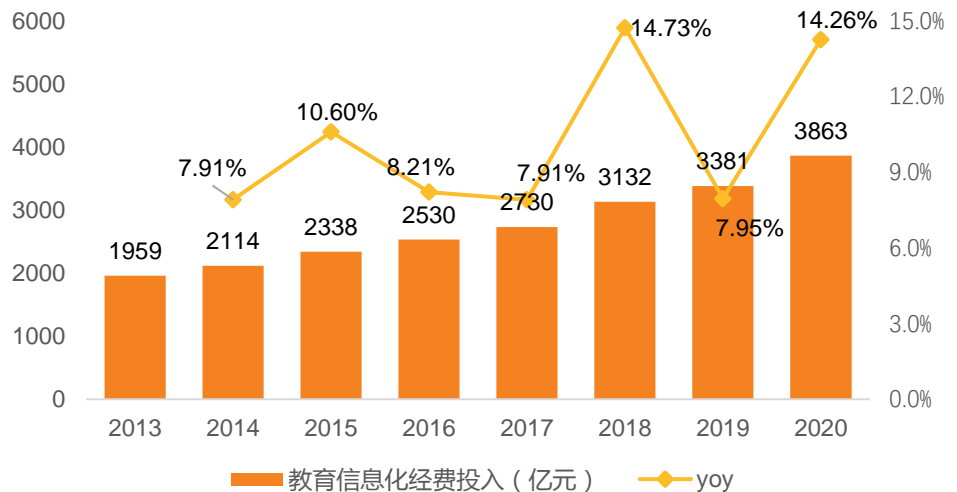
图 12：2011 年-2020 年国家财政性教育经费支出（亿元）及占 GDP 比例



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

近十年我国教育信息化行业经费投入持续扩张。据教育部统计数据，我国教育信息化行业投入经费增速近 10 年基本处于 8%左右，其中 2018 年及 2020 年增速超 14%；2020 年达到 3863 亿元。据华经产业研究院报告，由教育部统计数据可预计 2021 年我国教育信息化行业经费投入超过 4000 亿元，且后续投入有望持续加大。

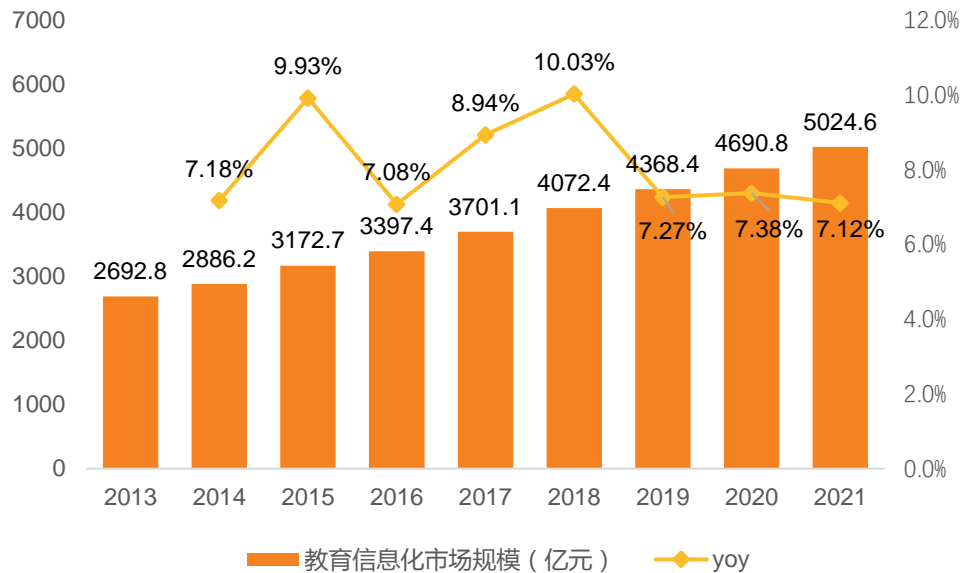
图 13：2013 年-2020 年教育信息化经费投入（亿元）及同比增长率



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

国家政策的大力支持推进了我国教育信息化市场的发展，行业规模与日俱增。据华经产业研究院，2013-2020 年我国教育信息化整体市场规模从 2692.8 亿元增长至 4690.8 亿元，年复合增长率约为 8.25%。2021 年我国教育信息化整体市场规模预计突破 5000 亿元。随着教育信息化 2.0 这一阶段的建设和推进，教育经费投入或将持续增长。

图 14：2013 年-2021 年教育信息化市场规模（亿元）及同比增长率



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

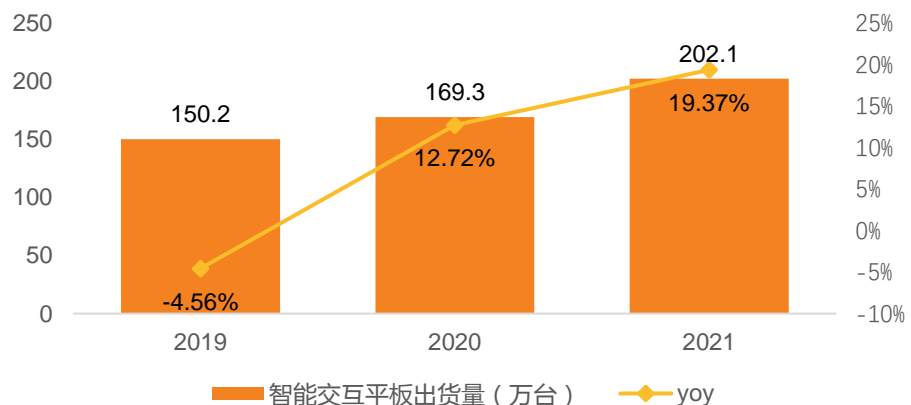
贴息贷款投放带动需求增长，进一步刺激行业发展。近期国常会提出对高校、职校、实训基地等设备购置和更新改造新增贷款，随后央行设立设备更新改造专项再贷款，总规模额度在 2000 亿元以上，利率不超过 3.2%，中央财政贴息 2.5%，贷款实际利率约 0.7%。

本次专项贷款投放或将带动教育信息化需求增长，特别是提升高教、职教、实训教育等领域教育信息化渗透率，带动相关订单增长。教育信息化厂商一方面或助力高职院校申请专项贷款，后续相关订单有望逐步落地；另一方面积极成立相关团队，按照政策指引方向加快业务覆盖。

2.2. 智能交互显示产品市场规模持续扩张，海外及商业市场需求显现

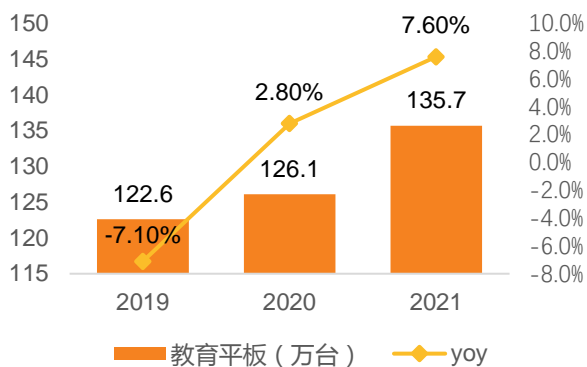
近两年我国智能交互平板出货量保持相对快速增长，商业应用需求增长迅速。据洛图科技，2021 年中国大陆大尺寸交互平板出货量达 202 万台，同比增长 19.37%。分应用场景来看，教育领域仍为交互平板主要应用领域，增长相对稳定；而商用平板增长迅速，2020 年、2021 年同比增长均达 50%以上，分别为 56.5%、53.6%。

图 15：2019-2021 年中国大陆智能交互平板市场出货（万台）及同比增长率



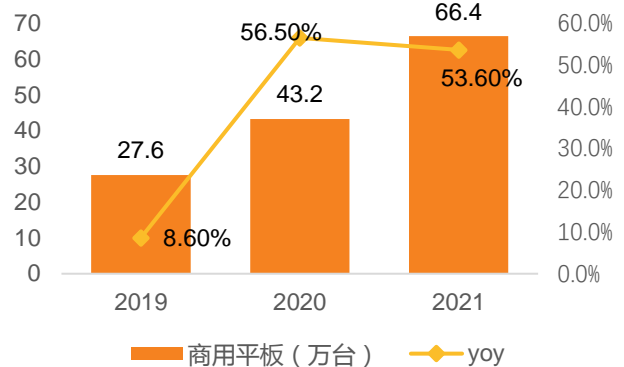
资料来源：Runto 洛图科技观研公众号，天风证券研究所

图 16：2019-2021 年教育领域平板出货（万台）及同比增长率



资料来源：Runto 洛图科技观研公众号，天风证券研究所

图 17：2019-2021 年商用领域平板出货（万台）及同比增长率



资料来源：Runto 洛图科技观研公众号，天风证券研究所

2021 年，教育领域智能交互平板出货量为 135.7 万台，同比增长 7.6%。相对而言，K12 教育市场应用需求接近饱和，整体教育市场的出货相对稳定。其中职业教育领域受明显政策激励，市场需求持续扩大，2021 年，职业教育市场出货量超 18 万台，市场份额超过 13%，成为 2021 年教育类平板增量的重要来源。

教育交互平板市场竞争格局相对稳定，市场集中度较高，TOP4 品牌阵营始终为希沃、鸿合、海信、创维。据洛图科技，2021 年市场 CR4 集中度高达 73%，其中，希沃以市占比 41% 居于第一；鸿合自 2000 年开始培育的“鸿合 HiteVision”智慧教育品牌，国内排名长期位居前两名。

国际市场教育领域智能交互平板新增需求旺盛。据 Futuresource，2021 年美国 K12 市场对智能交互平板的需求预计增长 39%；同时，由于智能交互平板的性能优势，其在教育领域取代投影仪市场的速度逐渐加快。2020 年，智能交互平板在教室中的占有率为 17%，2022 年其市场占有率或将超过投影仪；到 2025 年，预计其在教育市场中的占有率将达 70% 以上。

2021 年商用领域交互平板出货量为 66.4 万台，同比增长 53.6%。在疫情常态化的背景下，企业用户对于线上办公的习惯养成，涉及用户及应用领域逐渐扩张，推动交互平板在商用领域的普及。同时，随着产品触写体验的精进和会议软件等配套产业的发展成熟，交互平板在商务会所、共享办公空间等认知度也在提高，C 端消费市场苗头初现，因此近年商用交互平板市场增长趋势明显。

视频会议和远程办公需求增长，在线办公市场规模快速扩大。据洛图科技，2020 年上半年商用平板在企业会议场景中的应用同比增长 30%，其中，大型企业需求的增速最快，占比 44.5%，同比增长 12.2%。全球远程办公产业目前均处于起步阶段，相较于欧美国家约 20% 左右的渗透率，我国远程办公普及率仅为 1%。

远程配套软件成熟，促进远程协同会议智能办公市场需求快速增长。以国内市场为例，阿里、腾讯、小米、华为等各类互联网及移动互联网软硬件龙头均推出了自身的商用会议交互系统，为不断增长的商用市场做出了较大贡献。目前全球共有约 3200 万间会议室，智能交互平板的渗透率不足 10%，伴随企业对智能交互平板的认可度提升，商用办公场景拓展潜力可期。

商用应用领域仍处于发展的初级阶段，品牌竞争格局仍在变化。据洛图科技，2021 年商用智能交互平板市场中，视源旗下 MAXHUB 仍然保持份额第一，市占率 24%，较 2020 年上升 4pct；华为 2020 年进入了商用平板市场，2021 年以接近 160% 的同比增长幅度跃居市场第二，市占率超 11%；其次为海信、皓丽、创维。

3. “一核两翼” 战略聚焦教育主业，海外拓展成效已现

3.1. 全面聚焦教育科技主业，“一核两翼” 深化业务布局

调整优化业务结构，聚焦教育科技主业发展。22H1 公司董事王京、天津新程企业管理合伙企业（有限合伙）和共青城新富投资合伙企业（有限合伙）对公司原全资子公司新线科技进行增资，增资金额合计 1 亿元人民币，公司放弃本次增资认购权，对新线科技股权比例自 100%减少至 37.5%。

新线科技专注于云会议产品及服务，目前业务仍处孵化期，其本次增资，一方面由鸿合全资子公司变为参股公司，优化公司业务结构，使鸿合聚焦教育主业发展战略；另一方面优化新线科技股权结构，充分调动新线科技核心团队的积极性，实现鸿合与新线科技的双赢发展。

突破产品革新，打造创新型教育信息化产品。公司以用户体验为中心，以产品研发为驱动，持续对产品进行革新与升级。**硬件产品方面**，22H1 公司加强一线用户调研，推出新款智能交互平板，内置“鸿 U”系统，支持超高清 4K 摄像头，搭配极窄边框外观和极智慧眼设计，满足产品不同场景下的使用需求；对行业首创的单边互联黑板进行迭代升级，包括零触控高度、防尘防水、远程互动、配备创新应用等，为用户提供新体验。

此外，公司积极关注 AR/VR 行业发展前景，参与设立重庆仓廩慧远私募股权投资基金，投资于智能制造、智慧医疗、智慧教育为核心的科技领域，关注相关行业早期初创、成长期、Pre-IPO 企业，促进新技术与公司业务的融合发展。

软件产品方面，公司基于“三个课堂”和课后服务两大应用场景推出鸿合远程互动课堂终端，以一体化的设计理念拓展教育活动物理空间和时间边界；升级鸿合 π6 交互教学软件；推出鸿雁互动录播软件等。

解决方案方面，积极拓展高职市场，通过高职教智能交互黑板、平板结合专属交互教学软件，打造的高职教互动教学解决方案，为高校建设新型互动教室提供有力支持，寻求新增量。

全面整合资源，拓展高校业务。同时公司深入布局高校数字化产业，集生产制造、数据分析、人机交互、大数据等信息技术和行业认知优势，进军中国高校信息化行业，助力高校实现教、学、管、评的全面数字化转型。

智慧方案团队重装出发，精耕高职教领域智慧空间科技服务。22 年公司重新组建智慧方案 BG，集合业界享有盛誉的“爱课堂”团队、鸿合智能 HVS 智慧教育、办公及医疗团队、鸿合 HiteVision 高教团队等，核心发力点聚焦高职教智慧教室解决方案，致力于为高职教领域的教育信息化带来全面革新。

图 18：四川大学多视窗互动智慧教室



资料来源：鸿合科技微信公众号，天风证券研究所

技术研发方面，团队不仅可以开发、生产优质产品及方案，还能为客户提供更完善服务；大数据时代的未来学习空间、多视窗互动智慧教室等解决方案完整涵盖了智慧教学的各个环节；同时可实现方案间的互相融合，数据互联互通。**渠道方面**，鸿合智慧方案 BG 拥有遍布全国的渠道资源，此前鸿合业务多年来已覆盖全国近 2/3 高校，在国家政策推动智慧教学空间转换中，鸿合方案成为更多老客户升级首选。

22 年 8 月，鸿合爱课堂综合解决方案亮相第 57 届中国高等教育博览会，其主要面向国内高职教市场，凭借“教、学、管、评”全覆盖的综合解决方案，解决了教学互动、教学评价可追溯、教学管理精准决策三大用户痛点，为高校提供多场景智慧教室解决方案。鸿合爱课堂目前已覆盖包括四川大学、西南交通大学等全国近百所学校，在高校领域形成了良好品牌影响力，伴随贴息政策加速，增量高职校订单有望逐步落地。

布局课后+师训服务，落地“两翼”业务。一方面，顺应“双减”政策，2021 年公司推出“鸿合三点伴”课后服务管理平台，提供教学监管服务全局数据看板，帮助管理者准确把握课后延时服务课程具体实施状况，实现课后服务全覆盖。其构建了完整的 PCS 体系，形成具有鸿合特色的“平台+课程+运营”一站式整体解决方案，获得市场认可。

2021 年“鸿合三点伴”课后服务整体解决方案先后亮相厦门、成都普教展，从“云、网、端、数”四个维度赋能课后服务；截至 22H1 末，已形成超 400 门全面发展与能力提升的全学科主题素质教育课程，与全国 24 省 73 市 113 个区县签约，覆盖地区学生总数约 500 万人，示范学校超 700 所，为近百万学生提供全流程课后服务。

近期公司正式完成与江西省九江市的签约，共同推进落实九江市校内课后服务平台、运营项目，目前九江市中小学校共有 805 所，学生 60.6 万名。该项目为 22 年 6 月教育部发布《关于推进义务教育学校课后服务信息化管理工作的通知》后，全国首个城市级“平台+运营”项目，有望打造成课后服务领域标杆，拉开行业“城市级”一体化运营的序幕。

另一方面，公司围绕教师信息化素养提升，推动师训服务业务发展。2021 年公司加大相关业务投入力度，基于“互联网+教育”发展趋势，推出“中教师训学院平台”，向教师提供“直播+课程+研修+认证+数据”五位一体的专业培训服务，并帮助学校和教育局开展快速、大规模、高质量的教师素质类培训业务。2021 年公司组织教师信息化素养培训 50 余次，培训学校超 17000 所，培训教师人数超过 44000 人。

“一核两翼”战略方针下，公司以创新教育信息化产品与方案为核心，巩固传统主业，同

时在课后服务与师训服务领域拓展发力，实现相互赋能、融合发展，持续提质增效。

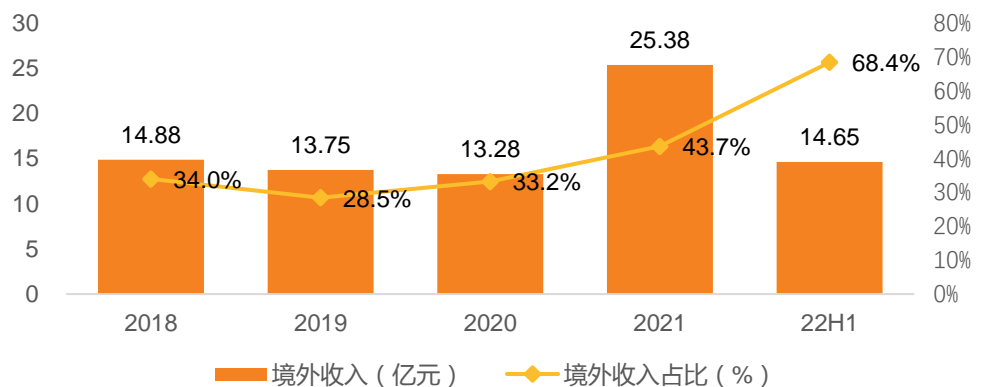
3.2. 加速开拓海外信息化市场，打造全新增长引擎

近年公司不断拓展市场份额，市占优势突出。目前公司教育信息化交互显示产品是为数不多在北美、EMEA、ACPC 三大区域市场均位于第一梯队的品牌。据 Futuresource 报告，2021 年公司教育 IFPD/IWB 产品在全球教育市场排名第二。

本地化运营策略，紧抓海外市场机遇抢占增量。在海外政府长期计划支持教育市场、学校需求稳定增长的背景下，2021 年公司在多个国家建立了本地运营团队，进行当地市场管理及市场开发，有针对性地设计、研发符合当地市场需求的产品。

凭借本土化运营、行业领先软硬件产品以及产研一体化布局三大核心竞争优势，公司进一步扩大海外教育市场的市占率及品牌影响力。22H1 公司海外业务收入 14.65 亿元同增 47.1%，占总 68.4%，较 21 年同期增长 21.6pct。

图 19：22H1 公司境外收入 14.65 亿元，收入占比快速提升至 68.4%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 产研一体化快速响应市场需求，“智造”升级提质增效

坚持产研一体化布局，垂直整合保证技术及产品领先。公司坚持自主研发与自主生产的一体化布局，通过设计-研发-生产-销售-数据反馈”机制，加快新产品导入、优化成本、提升品质，为客户提供前沿产品及优质服务。

公司在北京、保定、深圳、成都设置研发中心，专注于前瞻技术的研发，形成完整的研发体系；同时公司设立教育科技研究院，整合鸿合教育研究院、深圳研究所、联合实验室等技术研究机构，完善产品体系、孵化新技术、探索新应用，为公司长远发展与前瞻性布局提供战略支持与技术储备。

2021 年公司深圳、蚌埠两大产业园落地顺利投产，截至 22H1 末公司拥有年百万台（套）智能交互显示设备产能，具备智能交互大屏、智慧黑板、电子白板等先进生产线，同时具备电容膜、全贴合屏等核心零部件全部自制的垂直整合能力，完成了信息化体系的全面升级，品质体系从整机向供应链延伸。

图 20：公司深圳产业园鸿合大厦实景

图 21：公司蚌埠交互显示产业基地车间



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

智能工厂创新升级，鸿合“智造”持续提质增效。22H1 公司高端智造事业群进一步对智能工厂自动化进行升级改造，自动化覆盖率提升至 64%；同时，基于自动化生产设计的产品已投入量产，并完成了智能制造软件系统的导入评估。

公司利用前沿制造技术以及自动化、标准化、数字化等资源整合，推动“制造”向“智造”转变，使技术研发与工艺设计衔接更加紧密、针对性更强，对产品质量稳定性、一致性的控制增强，使产品生产及交货更具保障。

4. 盈利预测

关键预测假设：

伴随传统销售旺季来临及疫情缓和，我们预计公司 IWB 产品及其他智能交互产品 22 年下半年表现将优于上半年，但在疫情仍有所反复情况下，或无法补足上半年疫情影响下的缺口；伴随贴息政策促进作用，23 年起公司订单有望逐步放量，预计公司 2022-24 年收入增速分别为-16.9%、24.7%、18.5%。

表 5：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
IWB 产品	32.86	27.49	44.83	36.98	46.78	55.91
yoy	11.2%	-16.3%	63.1%	-17.5%	26.5%	19.5%
其他智能交互产品	13.40	9.97	10.62	9.03	10.65	12.25
yoy	8.3%	-25.6%	6.5%	-15.0%	18.0%	15.0%
智能试听解决方案	2.05	2.48	2.67	2.27	2.77	3.21
yoy	10.6%	21.1%	7.6%	-15.0%	22.0%	16.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2022-24 年收入分别为 48.3、60.2、71.4 亿元，归母净利润分别为 4.2、5.2、6.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.80、2.21、2.67 元/股；我们选择教育信息化相关标的佳发教育、视源股份作为可比公司，给予公司 2023 年 17.7x 估值，对应目标价 39 元。

表 6：可比公司 PE 一致预期（截至 2022/11/14）

	2022E	2023E	2024E
--	-------	-------	-------

佳发教育	26.25	19.6	15.12
视源股份	19.5	15.96	13.3
科大讯飞	42.77	30.93	23.33
均值		22.16	

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所

5. 风险提示

(1) 行业政策风险：公司业务受国家教育政策较大，近年国家高密度出台政策法规鼓励、引导、推进教育事业发展，并加快推动落实义务教育学校课后服务全覆盖，对公司的发展具有积极作用，若将来国家教育政策支持力度减弱，可能对行业发展和公司经营造成不确定性影响。

(2) 教育服务业务开展不及预期风险：公司投入资源进行教育服务业务的研发和市场开拓，由于教师和学生需求的多样化，如教育服务业务满意度及开展进度不达预期，公司将面临前期投入的资源 and 成本无法获得回报的风险。

(3) 技术创新风险：未来智能交互显示行业将深度融合 5G、人工智能技术、物联网技术以及大数据分析技术，技术及产品的快速更新换代可能会对公司造成影响。

(4) 原材料价格波动风险：公司硬件产品的原材料主要包括 OC 面板、芯片、结构件等，上述原材料占生产成本比重较高，其价格波动对公司盈利水平影响较大。

(5) 境外经营风险：公司产品主要出口北美、欧洲、亚太和印度等地区，如果未来双边关系发生变化，产生贸易摩擦，或对公司经营及盈利状况产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,337.63	1,253.43	1,834.07	2,039.35	3,099.08
应收票据及应收账款	606.92	762.26	579.28	1,177.17	738.36
预付账款	63.13	70.51	56.60	92.32	79.85
存货	740.81	848.30	400.07	1,210.69	642.48
其他	660.86	544.94	529.63	566.65	567.30
流动资产合计	3,409.34	3,479.44	3,399.66	5,086.18	5,127.07
长期股权投资	0.00	92.10	92.10	92.10	92.10
固定资产	135.66	627.53	579.01	530.49	481.97
在建工程	388.23	145.43	145.43	145.43	145.43
无形资产	75.72	68.42	53.91	39.39	24.88
其他	125.20	292.32	159.57	164.49	183.92
非流动资产合计	724.81	1,225.79	1,030.01	971.90	928.29
资产总计	4,138.59	4,711.43	4,429.67	6,058.08	6,055.36
短期借款	20.02	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	765.45	1,040.71	508.50	1,425.43	786.42
其他	198.65	269.94	195.62	316.15	247.47
流动负债合计	984.13	1,310.65	704.12	1,741.58	1,033.89
长期借款	7.96	7.15	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.24	159.84	104.74	114.61	126.39
非流动负债合计	87.20	166.99	104.74	114.61	126.39
负债合计	1,101.83	1,547.33	808.86	1,856.19	1,160.28
少数股东权益	20.81	24.34	62.05	123.96	189.68
股本	236.45	234.99	233.99	233.99	233.99
资本公积	1,986.62	1,918.86	1,935.32	1,935.32	1,935.32
留存收益	845.83	1,014.79	1,435.03	1,951.09	2,575.07
其他	(52.96)	(28.87)	(45.57)	(42.47)	(38.97)
股东权益合计	3,036.76	3,164.10	3,620.81	4,201.89	4,895.08
负债和股东权益总计	4,138.59	4,711.43	4,429.67	6,058.08	6,055.36

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	95.25	186.98	420.24	516.06	623.97
折旧摊销	63.94	61.51	63.03	63.03	63.03
财务费用	(11.47)	4.94	(6.01)	(7.87)	(10.44)
投资损失	(40.50)	(16.82)	(32.38)	(39.90)	(39.70)
营运资金变动	(70.29)	(139.56)	113.87	(428.84)	312.58
其它	108.71	123.37	50.51	71.91	74.78
经营活动现金流	145.63	220.42	609.25	174.40	1,024.22
资本支出	326.88	298.05	55.10	(9.87)	(11.79)
长期投资	0.00	92.10	0.00	0.00	0.00
其他	(125.90)	(581.07)	(48.32)	29.77	33.36
投资活动现金流	200.98	(190.93)	6.78	19.90	21.57
债权融资	(10.50)	(27.04)	(34.15)	7.87	10.44
股权融资	11.88	(45.14)	(1.24)	3.11	3.50
其他	5.18	(65.61)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	6.56	(137.80)	(35.39)	10.98	13.94
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	353.17	(108.30)	580.65	205.28	1,059.73

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,993.64	5,811.41	4,827.63	6,020.03	7,136.33
营业成本	3,055.94	4,598.35	3,468.65	4,364.52	5,173.84
营业税金及附加	8.50	27.82	14.21	19.78	26.21
销售费用	383.63	478.61	398.28	487.62	578.04
管理费用	209.11	184.61	168.97	193.85	221.23
研发费用	190.98	248.05	202.76	240.80	290.45
财务费用	28.00	39.22	(6.01)	(7.87)	(10.44)
资产/信用减值损失	(66.88)	(57.37)	(68.40)	(64.22)	(63.33)
公允价值变动收益	(8.12)	0.97	12.80	10.00	9.07
投资净收益	40.50	16.82	32.38	39.90	39.70
其他	27.60	42.78	0.00	0.00	0.00
营业利润	124.38	231.55	557.55	707.01	842.45
营业外收入	3.23	2.58	2.45	2.75	2.59
营业外支出	1.57	4.41	2.10	2.69	3.07
利润总额	126.04	229.71	557.90	707.07	841.97
所得税	30.79	42.73	99.95	129.09	152.28
净利润	95.25	186.98	457.95	577.98	689.69
少数股东损益	13.59	18.02	37.71	61.91	65.72
归属于母公司净利润	81.66	168.96	420.24	516.06	623.97
每股收益(元)	0.35	0.72	1.80	2.21	2.67

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-17.32%	45.52%	-16.93%	24.70%	18.54%
营业利润	-66.65%	86.16%	140.79%	26.81%	19.16%
归属于母公司净利润	-74.00%	106.90%	148.72%	22.80%	20.91%
获利能力					
毛利率	23.48%	20.87%	28.15%	27.50%	27.50%
净利率	2.04%	2.91%	8.70%	8.57%	8.74%
ROE	2.71%	5.38%	11.81%	12.66%	13.26%
ROIC	15.95%	21.51%	36.90%	48.32%	44.15%
偿债能力					
资产负债率	26.62%	32.84%	18.26%	30.64%	19.16%
净负债率	-43.13%	-38.34%	-50.65%	-48.53%	-63.31%
流动比率	3.36	2.53	4.83	2.92	4.96
速动比率	2.63	1.91	4.26	2.23	4.34
营运能力					
应收账款周转率	5.53	8.49	7.20	6.85	7.45
存货周转率	6.51	7.31	7.73	7.47	7.70
总资产周转率	0.99	1.31	1.06	1.15	1.18
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.72	1.80	2.21	2.67
每股经营现金流	0.62	0.94	2.60	0.75	4.38
每股净资产	12.89	13.42	15.21	17.43	20.11
估值比率					
市盈率	80.20	38.76	15.58	12.69	10.50
市净率	2.17	2.09	1.84	1.61	1.39
EV/EBITDA	6.77	5.10	5.66	4.55	2.96
EV/EBIT	7.24	5.49	6.19	4.90	3.16

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com