

**投资评级：买入（首次）**
**报告日期：2023 年 1 月 10 日**
**市场数据**

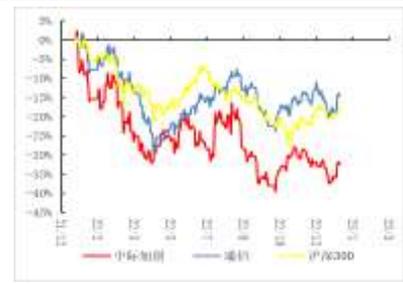
目前股价	27.11
总市值（亿元）	63.44
流通市值（亿元）	50.36
总股本（万股）	23,399
流通股本（万股）	18,575
12 个月最高/最低	31.89/13.85

**分析师**

分析师：侯宾 S1070522080001

☎ 010-88366060

✉ houbin@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 鸿合科技：教育信息化龙头领军企业，加速全球布局，业绩高速增长

## ——鸿合科技（002955）公司深度报告

**盈利预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3994	5811	4885	5994	7199
(+/-%)	-17.3%	45.5%	-15.9%	22.7%	20.1%
归母净利润（百万元）	82	169	423	554	739
(+/-%)	-74.0%	106.9%	150.4%	31.0%	33.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.35	0.72	1.80	2.36	3.14
PE	77	38	15	11	9

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

- 教育信息化龙头，“一体两翼”战略引领发展。** 鸿合科技是国内领先的教育信息化厂商，深耕教育行业 20 余年，为国内外教育行业用户提供教育信息化硬件产品、软件产品、解决方案以及智慧教育服务，拥有产研一体、渠道优势、全球布局三大核心竞争优势。根据 futuresource 数据，2021 年，公司 IFPD/IWB 产品在全球教育市场占有率排名第二。
- 拓展高职教领域，教育信息化业务稳步增长。** 我国教育信息化建设进入 2.0 时代，产品更新换代周期和升级带来量价齐升利好，叠加政策大力推进信息化将带动各地对教育信息化建设需求，传统信息化业务将稳步提升。此外，公司积极布局高职教领域，在贴息贷款政策利好下，高职教信息化采购需求有望集中释放，公司凭借渠道、集成、技术和产品优势积极把握市场机遇，教育信息化业务有望持续增长。
- 发挥自有品牌优势，海外业务高速增长。** 海外教育市场在政府长期计划支持、学校需求稳定增长的背景下，渗透率有较大提升空间。公司以自有品牌“newline”布局海外市场，竞争优势明显，根据 futuresource 数据，2022Q1 在北美市场的市占率已达前三。未来公司有望凭借品牌、技术和产品质量优势，抓住海外市场机遇，进一步扩大海外教育市场的市场占有率和品牌影响力，实现海外业务快速增长。
- 渠道优势加速全国布局，课后服务业务增长可期。** “双减”政策背景下，课后服务业务快速发展，目前还处于早期阶段，公司先发布局推出“鸿合三点伴”一站式解决方案，基于核心业务的渠道复用优势，快速向全国推广。截至 2022 年 8 月，公司已经与全国 24 省 73 市 113 个区县签约，并进行试点示范，为近百万学生提供全流程课后服务。未来 2-3 年内，公司将快速拓展覆盖群体，助力课后服务全覆盖，课后服务业务前景可期。
- 投资建议：** 我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.23/5.54/7.39 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15/11/9 倍，基于公司积极布局把握教育信息化市场发展的机遇，未来业绩有望实现高速增长，首次覆盖，给予“买

入”评级。

- **风险提示：**政策落地不及预期风险；行业竞争加剧风险；市场拓展不及预期风险；原材料价格波动风险；宏观经济波动风险。

**目录**

1. 鸿合科技：教育信息化领军企业.....	5
1.1 教育信息化龙头，“一体两翼”战略引领发展.....	5
1.2 股权结构清晰，核心团队稳定，助力公司业绩增长.....	6
1.3 业务结构不断优化，盈利能力逐步提升.....	7
2. 拓展高职教领域，教育信息化业务稳步增长.....	10
2.1 产品更新换代，行业需求持续提升.....	10
2.2 布局高职教领域，拓展新增长空间.....	13
3. 海外业务表现亮眼，有望持续快速增长.....	15
3.1 海外教育政策频出，市场空间广阔.....	15
3.2 发挥自有品牌优势，海外业务高速增长.....	16
4. 课后服务迎政策利好，打开全新增长空间.....	17
4.1 课后服务政策持续落地，市场前景广阔.....	17
4.2 渠道复用加速全国布局，课后服务业务增长可期.....	19
5. 盈利预测与估值水平.....	20
5.1 关键假设.....	20
5.2 投资建议.....	21
6. 风险提示.....	22
6.1 附：盈利预测表.....	23

**图表目录**

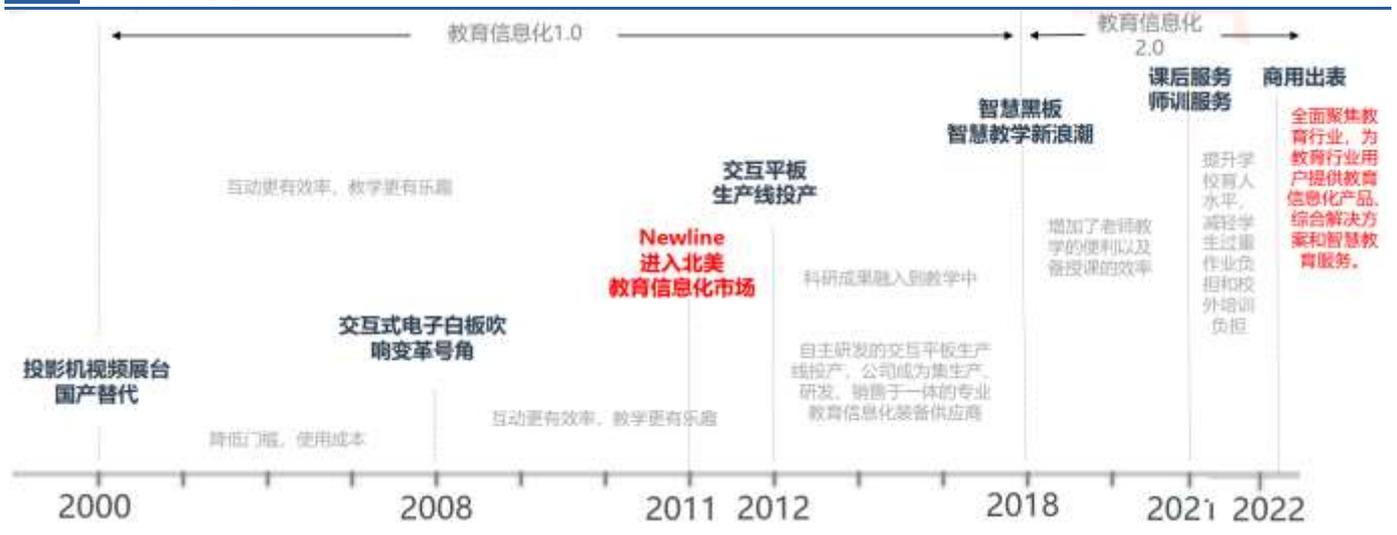
图 1:	鸿合科技发展历程	5
图 2:	鸿合科技“一体两翼”业务架构	6
图 3:	鸿合科技教育信息化业务产品	6
图 4:	鸿合科技拥有深圳和蚌埠两大生产基地	6
图 5:	鸿合科技股权架构（截止至 2022 年 9 月 30 日）	7
图 6:	2017-2022Q3 鸿合科技营收及同比增速	8
图 7:	2017-2022Q3 鸿合科技归母净利润及同比增速	8
图 8:	2017-2022 年前三季度鸿合科技销售毛利率与销售净利率	8
图 9:	2019-2022 年鸿合科技分产品毛利率情况	9
图 10:	2017-2022H1 鸿合科技国内及海外业务毛利率	9
图 11:	2017-2022Q3 鸿合科技费用率稳定	9
图 12:	2017-2022Q3 鸿合科技研发费用及研发费用率	10
图 13:	我国教育信息化历经三个发展阶段	11
图 14:	教育部提出“三全两高一大”及教育信息化目标	11
图 15:	2013-2020 年中国教育信息化经费支出及同比增速	12
图 16:	我国教育市场 IFPD/IWB 出货量及同比增速	13
图 17:	2021 年国内 IFPD 教育市场品牌份额结构	13
图 18:	鸿合科技高职教智慧教室解决方案	14
图 19:	鸿合科技高职教解决方案获高校产品应用卓越奖	14
图 20:	海外教育市场 IFPD/IWB 出货量及同比增速	16
图 21:	全球教育市场 IFPD/IWB 出货量及同比增速	16
图 22:	2017-2022Q3 鸿合科技海外业务营收及同比增速	17
图 23:	2017-2022H1 鸿合科技海外业务收入占比	17
图 24:	2020H1-2022H1 鸿合海外自有品牌收入快速增长	17
图 25:	我国课后服务政策持续落地	18
图 26:	2017-2023E 我国素质教育行业市场规模（亿元）	19
图 27:	“鸿合三点伴”课后服务提供“管理平台+课程体系+运营服务”一站式解决方案	19
图 28:	“鸿合三点伴”课后服务业务加速全国布局	20
表 1:	鸿合科技股权激励情况	7
表 2:	我国教育信息化最新政策一览	11
表 3:	我国高职教信息化最新政策一览	13
表 4:	海外教育信息化政策一览	15
表 5:	公司业务拆分（单位：百万元，%）	20
表 6:	可比公司估值 1（数据截至 2023.1.6）	21
表 7:	可比公司估值 2（数据截至 2023.1.6）	22

# 1. 鸿合科技：教育信息化领军企业

## 1.1 教育信息化龙头，“一体两翼”战略引领发展

**教育信息化龙头企业，深耕教育行业 20 余年。**鸿合科技成立于 1990 年，2000 年推出视频展台产品，凭借技术升级和国内生产成本优势，短期内实现对国外产品的进口替代并形成较大的市场优势，奠定了公司的技术基础；2005 年在国内率先推出电子交互白板，几年内迅速占领市场并成为全球出货量第一的公司，奠定了公司的市场基础，同时，公司逐步拓展海外市场，2010 年成立海外营业本部，2011 年，面向海外的自有品牌“Newline”进入北美教育信息化市场；2012 年，智能交互平板生产线投产，奠定了公司产研一体化基础；2019 年正式在深交所上市；2020 年，公司开始向服务转型，开启教育服务元年；2022 年，商用业务出表，公司全面聚焦教育行业，为教育行业用户提供教育信息化产品、综合解决方案和智慧教育服务。

图 1: 鸿合科技发展历程



资料来源：公司官网，长城证券研究院

**全面聚焦教育行业，“一体两翼”战略引领发展。**鸿合科技自 2020 年开始全面聚焦教育行业，启动以产品和方案为核心、以“师训服务”和“教室服务”为抓手的“一核两翼”发展战略。主营业务包括教育信息化业务和智慧教育服务业务，为教育行业用户提供：1) 教育信息化硬件产品，主要包括智能交互平板、智慧黑板、互联黑板及教学周边产品等；2) 教育信息化软件产品，包括鸿合 π6 交互教学软件、“鸿 U”交互教学系统等；3) 教育信息化解决方案，结合软硬件以及云平台，包括鸿合智慧教室、鸿合高职教互动教学解决方案等软硬件集成。4) 智慧教育服务，主要包括课后延时服务产品“鸿合三点伴”和教师信息化素养培训服务“师训服务”。其中，教育信息化产品坚持自有品牌战略，产业布局国内外，以“鸿合 HiteVision”品牌覆盖国内市场，以“newline”品牌覆盖国外市场。

图 2: 鸿合科技“一体两翼”业务架构



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

图 3: 鸿合科技教育信息化业务产品



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

公司拥有产研一体、渠道优势、全球布局三大核心竞争优势。1) 产研一体化方面, 2012 年, 公司自主研发的智能交互平板生产线投产, 成为集生产、研发、销售于一体的专业教育信息化装备供应商, 2015 年, 公司深圳坪山生产基地落成投产, 2020 年, 公司安徽蚌埠生产基地一期工程完工, 目前公司拥有深圳和蚌埠两大生产基地, 年产能百万套(台)。2) 渠道方面, 公司采取以经销为主、直销为辅的销售模式, 在全国拥有 7 个销售大区, 并在全球构建了 4,000 多家经销商和代理销售网络。形成了; 3) 产业布局国内外, 公司在 2010 年成立海外营业本部, 开始构建面向北美、欧洲、澳洲、泛亚太地区业务管理架构, 目前已在海外拥有 8 家分支机构实行本土化运营。

图 4: 鸿合科技拥有深圳和蚌埠两大生产基地



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

## 1.2 股权结构清晰, 核心团队稳定, 助力公司业绩增长

股权结构清晰, 邢修青、邢正为公司实际控制人。截至 2022 年 9 月, 董事长邢修青直接持有公司 0.5% 股份, 并通过鸿达成有限公司间接持有公司 17.17% 股份, 合计持股 17.67%; 邢正与邢修青为兄弟关系, 邢正直接持有公司股份 13.72%; 董事王京直接持有公司 14.22% 股份; 副董事长张树江与邢修青、邢正为一致行动人, 张树江直接持有公司股份 12.19%。公司股权比例较为集中, 大股东利益与公司绑定, 利于公司战略决策的指定, 助力公司长期发展。

图 5: 鸿合科技股权架构 (截止至 2022 年 9 月 30 日)



资料来源: Wind, 长城证券研究院

**股权激励绑定核心员工与公司利益，助力公司业绩长期增长。**公司在 2019 年和 2022 年分别开展两次股权激励，1) 2019 年 9 月，公司发布股权激励计划草案，拟授予 311 人共计 243.77 万股限制性股票 (占公司总股本的 1.78%)，其中，激励对象含公司董事、高管共计 5 人，中层管理人员及核心骨干共计 306 人，授予价格为 30.49 元/股。2) 2022 年 4 月，公司发布股权激励计划草案，拟授予 174 人共计 550 万份股票期权 (占公司总股本的 2.34%)，其中，激励对象含公司董事、高管共计 5 人，核心管理人员及核心技术 (业务) 骨干共计 169 人，授予股票期权的行权价格为 17.08 元/股。公司持续对核心员工进行股权激励，深度绑定核心员工利益，有利于公司吸引和留住核心人才，充分调动员工积极性，同时彰显了公司发展信心，有利于公司长期可持续发展。

表 1: 鸿合科技股权激励情况

公告日	标的物	激励总数	激励对象	业绩考核指标
2019/9/10	股票	243.77 万股	董高 5 人、中层管理人员及核心骨干 306 人	以 2018 年营业收入为基数，公司 2019-2021 年实现营业收入分别不低于基数的 110%/130%/150%
2022/4/28	期权	550.00 万份	董高 5 人、核心管理人员及核心技术 (业务) 骨干 169 人	公司 2022-2024 年各年度实现的扣非净利润分别不低于 2/2.6/3.38 亿元

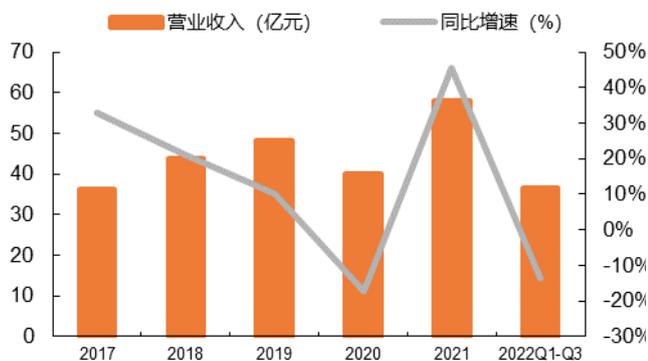
资料来源: 公司股权激励公告, 长城证券研究院

### 1.3 业务结构不断优化，盈利能力逐步提升

**海外业务发力，2021 年营收和净利润双重增长。**2021 年公司实现 58.11 亿元，同比+45.52%，主要受益于公司积极整合内外部资源应对疫情不利影响、发挥海外本土化经营优势积极开拓海外市场，海外教育业务保持高速增长，2021 年公司海外业务实现营收 25.38 亿元，同比+91.15%。2021 年公司实现归母净利润 1.69 亿元，同比+107%，增速较高，一方面是 2020 年基数较低导致，另一方面是成本下降和产品结构优化所致。

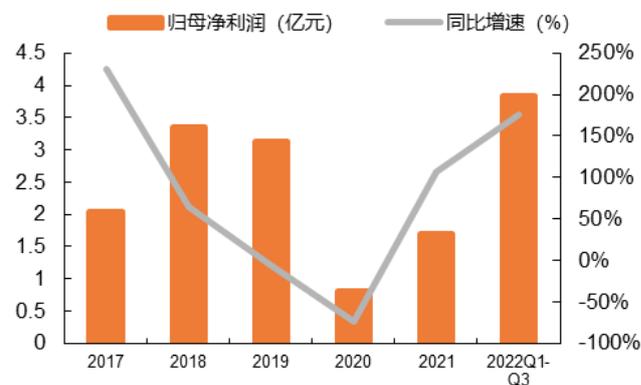
**优化业务结构，聚焦教育主业，2022 前三季度公司业绩高增。**2022 年前三季度公司实现营收 36.53 亿元，同比-13.60%；实现归母净利润 3.84，同比+176%。净利润高速增长，主要因公司优化业务结构，其商用业务主体新线科技已于 2022 年 7 月变更为鸿合的参股公司，不再纳入合并报表范围，一方面减少了亏损，另一方面此次变更给公司带来较大的投资收益。

图 6：2017-2022Q3 鸿合科技营收及同比增速



资料来源：iFind，长城证券研究院

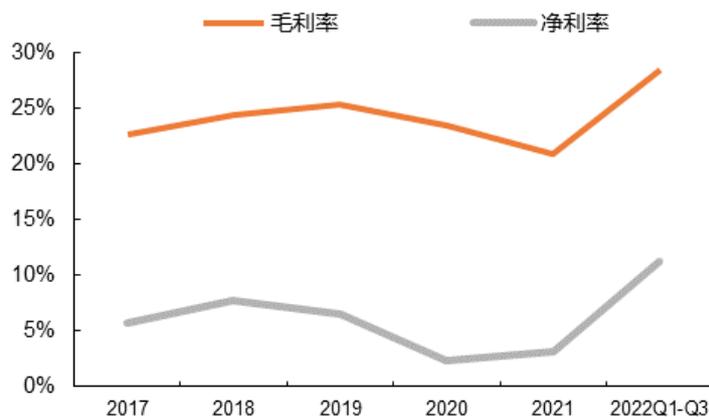
图 7：2017-2022Q3 鸿合科技归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，长城证券研究院

**毛利率、净利率逐步修复，盈利能力大幅提升。**2022 年前三季度公司实现销售毛利率 28%，同比+7.53pct，实现销售净利率 11%，同比+7.57pct。毛利率、净利率实现较大幅度提升，主要受益于面板价格持续下降以及出口海运费下行，导致成本有明显下降。同时，公司持续优化业务和产品结构，高职教等高毛利业务占比上升，也对盈利能力的提升作出一定贡献。

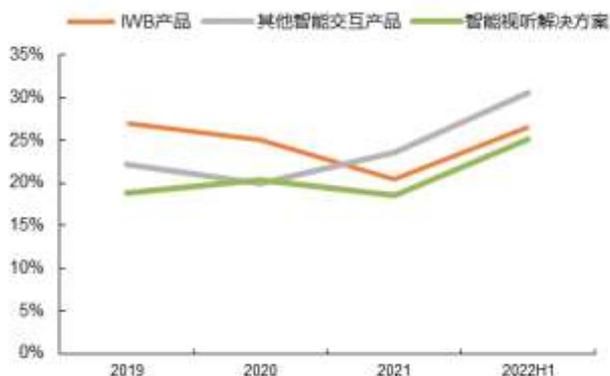
图 8：2017-2022 年前三季度鸿合科技销售毛利率与销售净利率



资料来源：iFind，长城证券研究院

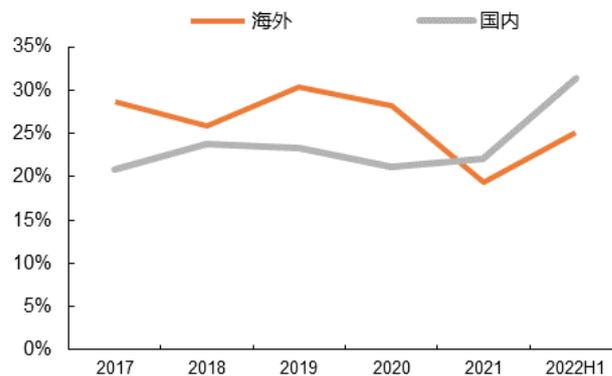
**分产品来看**，2022 年上半年公司 IWB 产品、其他智能交互产品、智能视听解决方案的毛利率分别为 26.51%/30.51%/25.06%，同比分别+4.67pct/+10.77pct/+3.42pct；**分地区来看**，2022 年上半年国内和海外业务毛利率分别为 25.07%/31.38%，同比分别+11.11pct/+2.33pct。

图 9: 2019-2022 年鸿合科技分产品毛利率情况



资料来源: iFind, 长城证券研究院

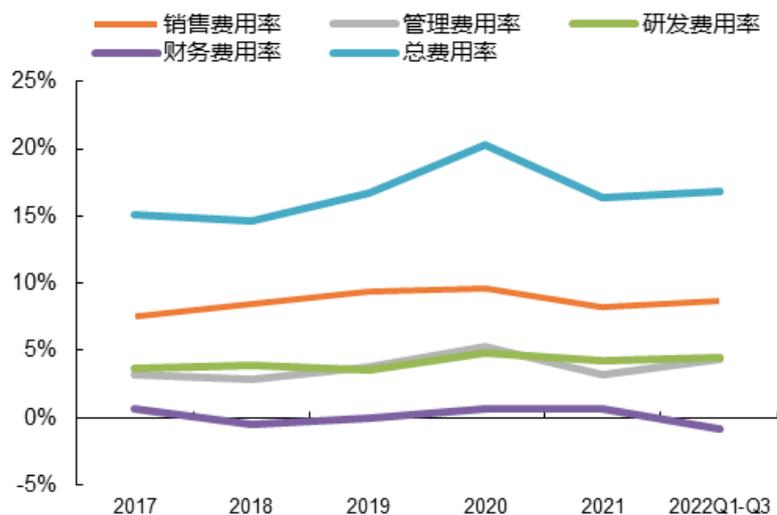
图 10: 2017-2022H1 鸿合科技国内及海外业务毛利率



资料来源: iFind, 长城证券研究院

**整体费用率稳中有降, 费用控制能力稳定。**2022 年前三季度公司的销售费用为 3.19 亿元, 同比-5.06%; 发生管理费用 1.6 亿元, 同比+16.79%; 发生财务费用-0.29 亿元, 同比-323.08%。单季度来看, 2022 年单三季度公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.95%/3.24%/0.31%, 分别同比+0.78pct/+1.14pct/-1.10pct, 总费用率为 15.21%, 同比+1.6pct。公司整体费用率保持稳定, 展现较好的费用控制能力。

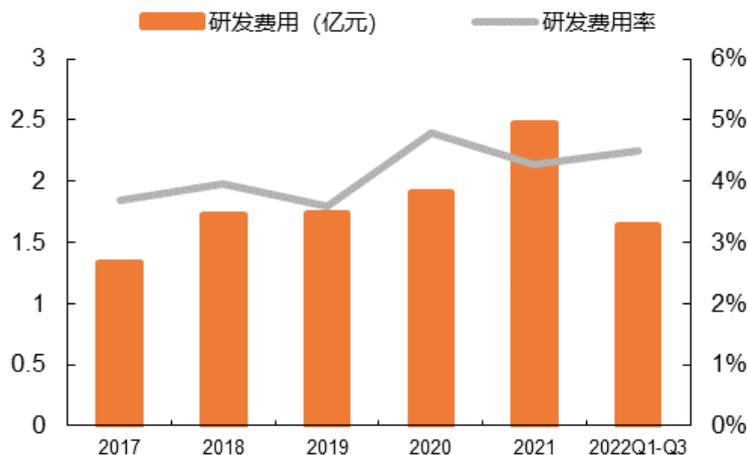
图 11: 2017-2022Q3 鸿合科技费用率稳定



资料来源: iFind, 长城证券研究院

**注重科技创新, 持续加大研发投入。**公司坚持自主研发, 积极推进新技术在教育信息化领域的应用, 不断加大研发投入推动产品创新升级, 2022 年前三季度公司发生研发费用 1.64 亿元, 同比+4.46%。此外, 公司注重研发人员团队及研发基地建设, 截至 2022 年, 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究, 助力公司保持领先优势。公司研发能力屡获认可, 2022 年上半年, 公司新增国内授权专利 104 件, 其中, 发明专利 30 件、实用新型专利 55 件、外观专利 19 件; 国外授权专利新增 4 件; 公司新增注册商标 94 件, 其中, 国内新增核准注册商标 93 件, 海外新增注册商标 1 件; 公司新增软件著作权登记 12 件。长期积累的技术和产品优势, 为公司未来发展及客户拓展打下坚实基础, 未来公司将专注教育领域的产品研发, 助力公司保持竞争力。

图 12: 2017-2022Q3 鸿合科技研发费用及研发费用率



资料来源: iFind, 长城证券研究院

## 2. 拓展高职教领域，教育信息化业务稳步增长

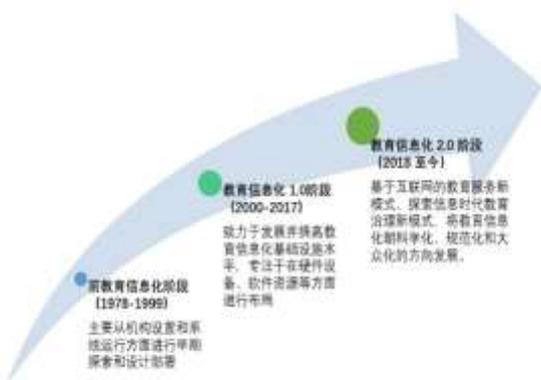
### 2.1 产品更新换代，行业需求持续提升

我国教育信息化建设进入 2.0 时代，市场空间进一步提升。我国教育信息化经历了三个阶段：

- ✓ 1) 1978-1999 年，主要从机构设置和系统运行方面进行早期探索和设计部署；
- ✓ 2) 2000-2017 年，教育信息化 1.0 阶段，以提升教育信息化基础设施水平为主，侧重于教学硬件的普及和计算机网络的搭建和连通，普及多媒体教室、网络教室，建立教育资源中心，标志着教育信息化的要求演进。2012 年提出打造“三通两平台”，即宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通、建设教育资源公共服务平台和教育管理公共服务平台。
- ✓ 3) 2018 年至今，我国教育信息化建设进入 2.0 阶段，致力于推动信息技术与教学深度融合与创新，提出“三全两高一大”基本目标，其中，“三全”包括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，“两高”包括信息化应用水平普遍提高、师生信息素养普遍提高，“一大”是指互联网+教育大平台。

教育信息化 2.0 从教育信息化技术、平台、场景的搭建走向应用的普及，助力教学质量和效率的提升，将进一步推动信息技术产品的深入应用，带来软硬件产品市场空间的进一步提升。

图 13: 我国教育信息化历经三个发展阶段



资料来源：普华永策，长城证券研究院

图 14: 教育部提出“三全两高一”及教育信息化目标



资料来源：教育部官网，长城证券研究院

政策大力推进，教育信息化从基础设施建设向教学质量提升演进。2018 年 4 月，教育部发布《教育信息化 2.0 行动计划》，标志着我国教育信息化正式进入 2.0 时代，强调了从注重“物”的建设向满足“人”的多样化需求和服务转变，从“管理本位”的教育管理向“服务本位”的教育治理转型。2019 年 2 月，国务院发布《中国教育现代化 2035》与《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022）》，明确提出要加快信息化时代教育变革，推动教育组织形式和管理模式的变革创新，以信息化推进教育现代化。2021 年 3 月，《教育部科学技术与信息化司 2021 年工作要点》中，将“加快推进信息化时代的教育变革”列入工作重点。随着进入后疫情时代，我国教育信息化建设更加注重高质量教育资源的开发，并且通过校内教学资源及平台建设实现优质教育资源共享，带动各地对教育信息化建设的需求。

表 2: 我国教育信息化最新政策一览

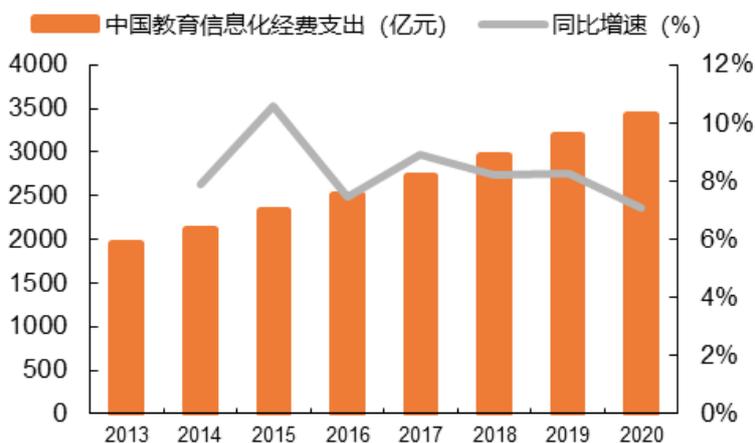
时间	发布单位	政策名称	相关内容
2018 年 4 月	教育部	《教育信息化 2.0 行动计划》	实施教育信息化 2.0 行动计划，到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校。信息化应用水平和师生信息素养普遍提高。建成“互联网+教育”大平台。
2018 年 5 月	教育部	《中小学数字校园建设规范（试行）》	数字校园建设坚持“深化应用，融合创新”的基本思想，采用云服务模式统一规划，分步实施，以促进区域的均衡发展和学校教育的质量提升。实现校园环境数字化、信息系统互联互通、用户信息素养提升和学习方式和教育教学模式创新。
2019 年 2 月	国务院	《中国教育现代化 2035》	提出的十大战略任务之一就是加快信息化时代教育变革，建设智能化校园与一体化智能化教学、管理与服务平台，并明确提出要确保财政一般公共预算教育经费支出逐年只增不减，保证国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例不低于 4%。
2019 年 2 月	国务院	《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022）》	提出以信息化手段服务教育全过程，构建“互联网+教育”支持服务平台，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”。
2019 年 6 月	国务院	《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》	促进信息技术与教育教学融合应用。推进“教育+互联网”发展，加快数字校园建设，积极探索基于互联网的教学。
2021 年 3 月	教育部	《教育部科学技术与信	深入实施教育信息化 2.0 行动计划。启动教育专网建设，加快推进各级各

时间	发布单位	政策名称	相关内容
		息化司 2021 年工作要点》	<b>类学校数字校园建设。</b> 建设“互联网+教育”大平台，完善国家数字教育资源公共服务体系，探索教育大资源建设与应用， <b>深化普及网络学习空间应用，提升教育服务供给能力。</b> 持续促进信息技术与教育教学深度融合，推进智慧教育创新发展行动和百区千校万课引领行动，试点开展信息化支持下的教育评价改革。
2021.12	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	<b>开展终身数字教育。提升教育信息化基础设施建设水平，构建高质量教育支撑体系。</b> 完善国家数字教育资源公共服务体系，扩大优质资源覆盖面。推进信息技术、智能技术与教育教学融合的教育教学变革。
2022.10	中央教育工作领导小组、教育部	《关于教育系统深入学习贯彻党的二十大精神的通知》	强调要深入推进教育数字化。大力推进教育新型基础设施建设，构建数据驱动的教育治理新模式， <b>不断健全教育信息化标准规范体系，深化国家智慧教育公共服务平台建设和应用，服务教育教学模式变革与创新。</b>

资料来源：政府官网，长城证券研究院

**教育信息化经费投入稳定增长。**在国家政策对教育信息化行业的持续大力支持下，我国教育信息化行业不断发展。2011年6月，教育部发布的《教育信息化十年发展规划（2011-2020年）》（征求意见稿），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，保障教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入。根据前瞻产业研究院数据，2013-2020年，国内教育信息化支出费用持续增加，从2015年的1959亿元增长到2020年的3431亿元，年增长率保持在7%-11%之间。预计到2022年，中国教育信息化支出将达到3436亿元。随着教育信息化2.0的建设推进，经费投入有望持续增长。

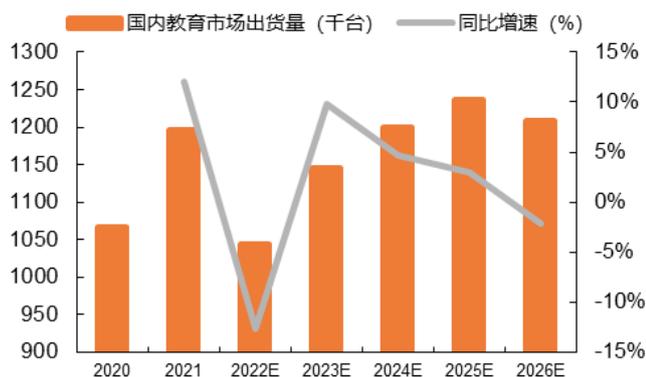
图 15: 2013-2020 年中国教育信息化经费支出及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究院

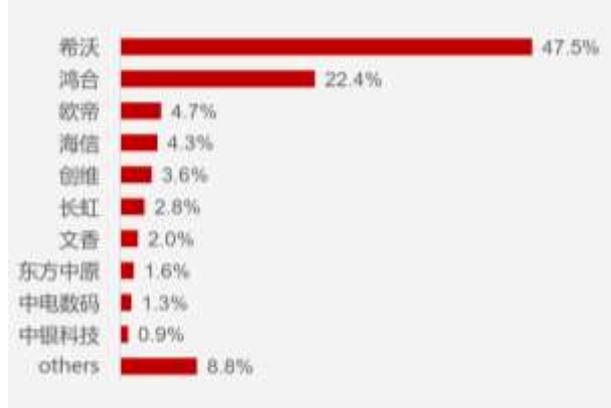
**产品竞争优势明显，把握产品更新换代需求周期。**一方面，考虑到教室的交互显示设备换机周期在5-7年，教育信息化1.0阶段购买的产品逐步进入替换周期，2018年购买的产品将在2023-2025年进行复购，因此国内交互显示产品出货量增速有望迎来提升；另一方面，技术升级导致产品形态由向智慧黑板升级，采购尺寸由65、75寸向86+英寸升级，带来产品升级换代需求和产品价值量提升。公司的信息化产品竞争优势显著，国内市占率持续保持在前两名水平，根据迪显咨询数据，2021年国内IFPD教育市场中鸿合科技以22.4%的份额位列第二位，有望充分享受行业增长的红利。

图 16: 我国教育市场 IFPD/IWB 出货量及同比增速



资料来源: 迪显咨询, 长城证券研究院

图 17: 2021 年国内 IFPD 教育市场品牌份额结构



资料来源: 迪显咨询, 长城证券研究院

## 2.2 布局高职教领域，拓展新增长空间

**高职教贴息贷款政策利好，促进市场需求快速增长。**近年来，随着高职教领域的政策密集出台，国家将中等职业教育培养实用型高端人才，高等教育加强基础领域、核心领域的研究水平提到了前所未有的高度，上升为国家战略，不断推动高职教信息化建设。2022年9月7日，国常会提出对高校、职业院校等十大领域设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息 2.5 个百分点，期限 2 年。9月14日，教育部发布《关于教育领域扩大投资工作有关事项的通知》，明确专项贷款重点支持高校数字化建设，包括智慧校园、智慧教室、实验实训等。随着贴息贷款政策效应逐步释放，以高职教市场的信息化采购需求将快速增长，高职教信息化需求有望集中释放。

表 3: 我国高职教信息化最新政策一览

时间	发布单位	政策名称	相关内容
2018 年 8 月	教育部	《关于高等学校加快“双一流”建设的指导意见》	构建“互联网+”条件下的人才培养新模式， <b>推进信息化实践教学，充分利用现代信息技术实现优质教学资源开放共享</b> ，全面提升师生信息素养
2019 年 2 月	国务院	《国家职业教育改革实施方案》	适应“互联网+职业教育”发展需求， <b>运用现代信息技术改进教学方式方法，推进虚拟工厂等网络学习空间建设和普遍应用。</b>
2020 年 6 月	教育部	《教育部关于发布《职业院校数字校园规范》的通知》	为了落实《国家职业教育改革实施方案》《教育信息化“十三五”规划》和《教育信息化 2.0 行动计划》， <b>发展“互联网+职业教育”，规范、引导职业院校在新形势下的信息化工作。</b>
2020 年 9 月	教育部	《职业教育提质培优行动计划(2020-2023 年)》	聚焦关键改革， <b>实施职业教育治理能力提升行动、“三教”改革攻坚行动、信息化 2.0 建设行动、服务国际产能合作行动，创新发展高地建设行动等 5 项行动。</b>
2021 年 3 月	教育部	《高等学校数字校园建设规范（试行）》	旨在贯彻落实《中国教育现代化 2035》和《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022 年）》的要求，在教育信息化 2.0 发展中，应对信息技术的迅猛发展和积极发展“互联网+教育”的发展需求，结合高等学校信息化发展实际，以标准规范促进教育信息化支撑引领教育现代化发展， <b>指导全国各高等学校充分利用云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能等技术，不断改善学校办学条件，营造网络化、数字化、智能化、个性化、终身化的教育教学环境。</b>
2021 年 7 月	国务院	《教育部关于做好全国中	推进教育治理体系和治理能力现代化，加快现代职业教育体系建设进一

时间	发布单位	政策名称	相关内容
		等职业学校管理信息系统建设工作的通知》	步提升中等职业教育管理规范化、数据管理标准化、督导监管信息化、决策治理科学化， <b>建成全国中等职业学校管理信息系统，建设和运行维护统一纳入省级教育信息化建设重点项目。</b>
2022年4月	全国人大常委会	《中华人民共和国职业教育法》	支持运用信息技术和其他现代化教学方式，开发职业教育网络课程等学习资源，创新教学方式和学校管理方式， <b>推动职业教育信息化建设与融合应用。</b>
2022年9月	国务院常务会议	贴息贷款政策	<b>提出对高校、职业院校和实训基地等10大领域设备购置和更新改造新增贷款实施阶段性鼓励政策</b> ，本次贷款总额1.7万亿元，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年，贷款申请要求2022年12月31日前签订贷款协议且支付设备采购首批贷款。
2022年9月	教育部	《关于教育领域扩大投资工作有关事项的通知》	<b>明确专项贷款重点支持高校数字化建设，包括智慧校园、智慧教室、实验实训等。</b>

资料来源：政府官网，长城证券研究院

**布局高职教领域，助力高校全面数字化转型。**2021年，公司集合公司产品、方案、集成的综合服务能力，建立专业化的团队切入高职教细分市场，公司的智能交互平板产品针对客户需求更新多个产品系列，并研发了高职教智慧教室解决方案。2021年，公司高职教智慧教室解决方案荣获由陕西省高等教育学会和WRE Digital联合主办的智慧高校“凌云奖”-“智慧校园特色高校产品应用卓越奖”。2022年，公司深入布局高校数字化，整合高校、集成、智能产品三大事业中心和爱课堂产研中心等资深团队，专注于高校大数据时代的未来学习空间建设，为学校打造跨终端、跨平台的教学统一门户，有效助力高校实现“教、学、管、评”的全面数字化转型。

目前，鸿合爱课堂已经覆盖了包括四川大学、西南交通大学、电子科技大学、哈尔滨工业大学、陆军军医大学、中国民航大学、西北工业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。随着高校信息化建设的快速推进，公司凭借渠道、集成、技术和产品优势积极把握市场机遇，公司教育信息化业务有望持续增长。

图 18: 鸿合科技高职教智慧教室解决方案



资料来源：公司年报，长城证券研究院

图 19: 鸿合科技高职教解决方案获高校产品应用卓越奖



资料来源：公司官网，长城证券研究院

## 3. 海外业务表现亮眼，有望持续快速增长

### 3.1 海外教育政策频出，市场空间广阔

海外加快教育信息化建设，市场需求持续向好。2020 年疫情爆发后，海外学校大面积关闭，线上授课成为保障学生教育机会的首要选择。疫情常态化后，越来越多学校选择线上线下相融合的教学模式来保持正常的教学秩序。北美、欧洲和亚洲多国纷纷加大教育信息化投入，推动数字化教学设备的采购和应用，以满足后疫情时代学校的教学需求。2020 年，法国制定了“教育数字领地”项目，为学生、教师、学校提供数字设备支持，计划为每个班级配备一个混合教学套件。2021 年，意大利启动了总投资 21 亿欧元的《学校 4.0 计划》，以加速学校数字化转型，将为 10 万间教室配备最新的数字化设备。2022 年，日本要求各学校推动“GIGA 学校”计划建设，实现每个学生拥有一部信息化设备的目标，优化学校信息化教育环境。预计海外密集的教育信息化政策将支撑教育信息化产品维持旺盛需求。

**表 4: 海外教育信息化政策一览**

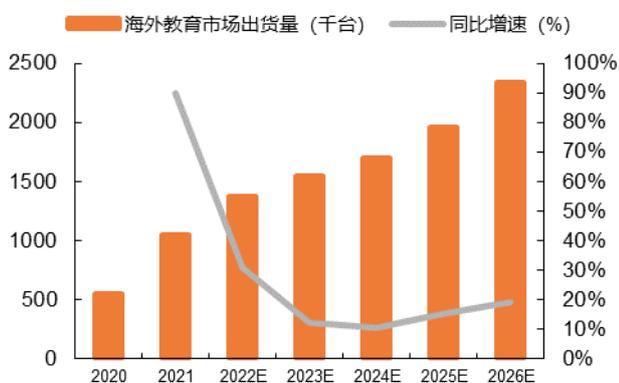
时间	国家	相关内容
2020 年 3 月	美国	美国发起教育稳定基金(ESF)，总额 307.5 亿美元，当年 12 月追加 819 亿美元，到 2021 年 3 月再度追加 1,700 亿美元，整项救助法案金额超过了 2,800 亿美元。
2020 年 9 月	法国	法国教育部制定“教育数字领地”项目，将购买数字设备，为学生、教师、学校供设备支持，以普遍提高数字化水平，项目包括：1) 确保小学基础数字设施建设；2) 为每个班级配备一个混合教学套件等措施。
2020 年 10 月	欧盟	发布《数字教育行动计划 2021-2027》，要求各国完善数字教育基础设施，设备连接及专业设备等。欧美会为成员国在互联网接入、购买数字设备、使用电子学习平台等方面提供帮助。
2021 年 2 月	韩国	韩国教育部发布《绿色智能未来学校综合推进计划》，将在 2021 年至 2025 年投入 18.5 万亿韩元，以数字化与环保相融合的方式，对房龄超过 40 年的 2835 栋教学楼进行翻新和改建。该计划将安装无线互联网、学习平台和数字设备，打造智慧教学环境。
2021 年 7 月	印度	印度教育部 2021 年 7 月发布《印度数字教育报告——全国各地的远程学习倡议》中提及，在疫情影响下通过在洲一级建立工作室进行直播课，学生可以通过 YouTubeLive 访问现场课程，而在已建设的工作室中具备教育交互大屏、录播设备及摄像头等产品的集成。
2021 年	东欧	欧盟、意大利政府、意大利教育部联合发布《意大利的未来学校计划》，该计划总投资 175 亿欧元，将用于新建校、改善教室、增强教室培训、远程教育等方面的改善，执行期间为 2022-2026 年。
2021 年 12 月	意大利	意大利启动了总投资 21 亿欧元的《学校 4.0 计划》，以加速学校数字化转型。该计划将为全国 10 万间教室配备最新数字化设备，在每所高中设立职业实验室，为学生学习机器人、大数据等领域的技能提供空间和设备。
2022 年 4 月	日本	日本文部科学省发布通知，要求各学校使用按照“GIGA 学校”计划开发的信息化设备。该通知强调要实现每个学生都拥有一部信息化设备的目标，要优化学校信息化教育环境，让学生能适应信息通信技术环境下的新型学习方式。

时间	国家	相关内容
2022年5月	德国	德国教育与科学联盟调整《数字公约 2.0》，要求加大投入时间、财力和技术资源，加快数字化学校发展进程，德国政府将在 2019 年至 2024 年提供 50 亿欧元，用于在全国学校开发和扩展数字基础设施。

资料来源：各国政府官网，长城证券研究院

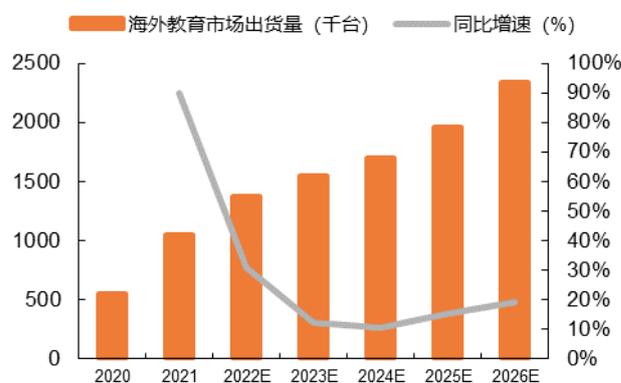
**海外教育 IFPD/IWB 市场空间广阔，渗透率有较大提升空间。**海外教育市场在政府长期计划支持、学校需求稳定增长的背景下具有广阔的前景。根据迪显咨询数据，2021 年海外教育 IFPD 出货量达 105 万台，同比增长 90%。疫情叠加教育信息化的大趋势将会推进海外智能交互显示设备渗透率进一步提升，预计 2022 年海外教育市场出货量达 137 万台，将首次超过国内市场，并在未来几年持续保持增长，预计 2025 年海外教育 IFPD 出货量将达 196 万台，2020-2025 年的复合增速有望达到 29%。

图 20: 海外教育市场 IFPD/IWB 出货量及同比增速



资料来源：迪显咨询，长城证券研究院

图 21: 全球教育市场 IFPD/IWB 出货量及同比增速

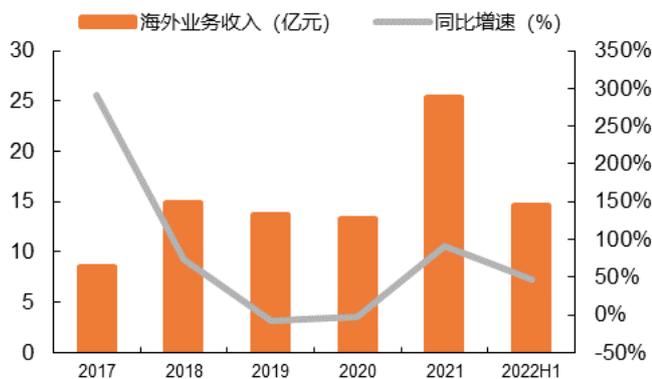


资料来源：迪显咨询，长城证券研究院

### 3.2 发挥自有品牌优势，海外业务高速增长

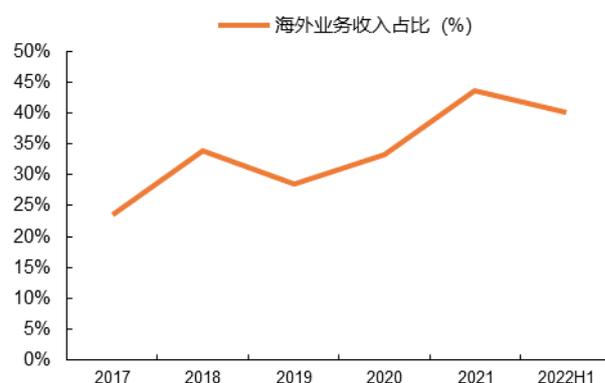
**海外业务表现亮眼。**公司于 2010 年成立海外营业本部，开始构建面向北美、欧洲、澳洲、泛亚太地区业务管理架构，2011 年，公司智能交互产品开始进入北美教育信息化市场，2021 年以来，公司持续发挥本土化运营、行业领先的软硬件产品以及产研一体化布局三大核心竞争优势，针对不同市场因地制宜，制定相匹配的营销策略，加速开拓北美、欧洲、亚太教育信息化市场，进一步扩大了海外教育市场的市场占有率和品牌影响力。2021 年，公司境外业务实现营收 25.38 亿元，同比+91.15%；2022 年上半年，公司海外业务实现营收 14.65 亿元，同比+47.09%，海外业务继续保持高速增长。

图 22: 2017-2022Q3 鸿合科技海外业务营收及同比增速



资料来源: iFind, 长城证券研究院

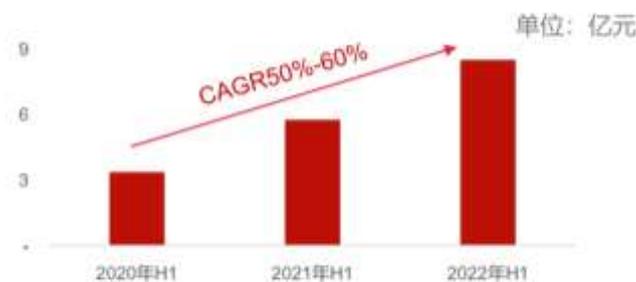
图 23: 2017-2022H1 鸿合科技海外业务收入占比



资料来源: iFind, 长城证券研究院

**自有品牌优势突出，市占率有望进一步提升。**公司以自有品牌“newline”和 ODM/OEM 方式布局海外市场，目前，公司教育信息化交互显示产品是为数不多的在北美、欧洲、亚太三大区域市场中均位于第一梯队的品牌。根据 futuresource 数据，2021 年，公司 IFPD/IWB 产品在全球教育市场占有率排名第二，2022 年第一季度，公司自有品牌“newline”在北美市场的市占率已达前三。公司自有品牌营收持续快速增长，2020H1 至 2022H1 的复合增速超过 50%。在海外政策利好和需求持续提升背景下，公司有望凭借品牌、技术和产品质量优势，抓住海外市场机遇，进一步扩大海外教育市场的市场占有率和品牌影响力，实现业务快速增长。

图 24: 2020H1-2022H1 鸿合海外自有品牌收入快速增长



资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

## 4. 课后服务迎政策利好，打开全新增长空间

### 4.1 课后服务政策持续落地，市场前景广阔

**课后服务政策持续落地，落实义务教育全覆盖。**课后延时服务是“双减”政策背景下在全国推广的校园服务，也称课后“三点半”服务，在校内提供作业辅导及素质提升课程，解决家长“三点半”接孩子难的问题。2017年3月，教育部发布《教育部办公厅关于做好中小学生课后服务工作的指导意见》，在该政策的指导下，北京、上海、深圳、江苏等地积极展开课后服务的相关探索。2019年2月，中办、国办印发《加快推进教育现代化实施方案》，明确支持中小学校普遍开展课后服务工作。2019年11月，课后服务被列为基础教育6大重点工作之一。2020年开始，各省发布相关文件，积极推进课后服务的落地实施。2021年，教育部持续推动义务教育学校课后服务全覆盖。根据教育部数据，截至2021年12月，课后服务基本实现全覆盖。各地各校“一校一案”制订了课后服务方案，普遍开展了课后服务，基本实现了“5+2”模式全覆盖。有91.7%的教师参与提供了课后服务，自愿参加课后服务的学生比例由上学期的49.1%提高到91.9%。

图 25: 我国课后服务政策持续落地



资料来源：政府官网，长城证券研究院

**课后服务处于起步阶段，市场前景广阔。**目前，整个课后延时服务还处于比较早期的阶段，市场成熟度不高，一方面，各地的政策和资金尚未完全落实到位，另一方面，学校对于自身的需求、交付流程的标准等还在探索过程中。截至2022年5月，全国已有近30个省份陆续出台课后服务收费政策，多地市发布针对性试行规范文件，表明要丰富课后服务内容，健全课后服务保障机制，采取财政补贴、服务性收费或代收费等多种方式保障课后服务经费，同时，可适当引进有资质的第三方专业力量参与课后服务。随着各地政策的落地，课后服务市场有望迅速发展起来。根据教育部数据，我国2021年义务教育阶段在校生人数1.58亿人，根据各地教育部已经发布的收费标准指引政策的数据，假设以437元/人/学期的平均费用标准进行测算，我国课后服务市场规模约1381亿元，发展前景广阔。

图 26: 2017-2023E 我国素质教育行业市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究院

## 4.2 渠道复用加速全国布局, 课后服务业务增长可期

以“管理平台+课程体系+运营服务”的方式在全国开展普惠式课后服务业务。2021年, 公司依托自身研发实力, 研发“鸿合三点伴”课后服务管理平台, 为各地教育局及学校提供技术及平台解决方案。该平台可提供教学监管服务, 支持学校快速开展“博雅兼修、五育并举”素质类课程的审查、推荐和评价以及实现校内“课后服务全覆盖”实时输出数据报表, 提供全局数据看板, 助力管理者准确把握区域课后延时服务课程的具体实施状况。同时, 在“鸿合三点伴”课后服务管理平台上构建了自己的课程体系和运营服务体系。1) 课程方面, 公司自研和外协优质素质类课程 400 多门, 高度贴合课后学习场景, 保障课后服务易教、易学、有成果; 2) 运营服务方面, 公司为各学校提供“双师课”、派师进校、打造特色教室等课后服务运营支持, 保障各地课后服务高效、有序开展。

图 27: “鸿合三点伴”课后服务提供“管理平台+课程体系+运营服务”一站式解决方案



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

基于核心业务渠道复用优势, “鸿合三点伴”向全国迅速推广。公司作为教育信息化企业, 在教育领域深耕 20 余年, 培育了强大的渠道和广泛的客户群体。截至 2021 年 12 月 31

日，公司已与近 4,000 家经销商建立了良好的合作关系，销售网点覆盖全国各级省市县，涵盖 10 个销售大区，产品覆盖全国 230 多万间教室，公司积累下来的完整的营销渠道为公司课后服务业务的推广提供了渠道复用的优势，“鸿合三点伴”得以向全国推广迅速。截至 2022 年 8 月，公司的“鸿合三点伴”业务已经与全国 24 省 73 市 113 个区县签约，覆盖地区学生总数约 500 万人，并在覆盖区县中选择学校进行试点示范，示范学校超 700 所，为近百万学生提供全流程课后服务。同时，公司的研发能力及团队的教研能力为公司课后服务业务中课程内容和技術服务的输出提供了坚实保障。未来 2-3 年内，公司课后服务业务争取实现服务地区的学生人数超过 1000 万人，参与率超过 40%，助力课后服务全覆盖。

图 28：“鸿合三点伴”课后服务业务加速全国布局



资料来源：公司官网，长城证券研究院

## 5. 盈利预测与估值水平

### 5.1 关键假设

根据公司近三年年报披露情况，结合教育信息化行业发展前景，对公司未来三年各板块业务预测如下：

首先，IWB 产品，受益于国内外教育信息化政策的推进、国内产品更新换代周期需求的提升以及海外市场的快速开拓，这块业务将保持快速增长。我们预计 2022-2024 年 IWB 产品营收同比增速分别为 -10%/25%/22%，毛利率水平分别为 26%/27%/27%。

其次，其他智能交互产品营收占比呈下降趋势，我们预计 2022-2024 年其他智能交互产品营收同比增速分别为 -40%/5%/3%，毛利率水平分别为 30%/31%/33%。

最后，智能试听解决方案，受益于课后服务政策的持续落地，公司积极布局并利用渠道和技术优势，拓展新的增量空间，这块业务将保持快速增长。我们预计 2022-2024 年智能试听解决方案营收同比增速分别为 -20%/32%/27%，毛利率水平分别为 25%/25.5%/26%。

表 5：公司业务拆分（单位：百万元，%）

报告期	2021	2022E	2023E	2024E
IWB 产品：				

营业收入 (百万元)	4482.87	4034.58	5043.23	6152.74
YOY (%)	63.07%	-10.00%	25.00%	22.00%
成本 (百万元)	3569.26	2985.59	3681.56	4491.50
毛利 (百万元)	913.61	1048.99	1361.67	1661.24
毛利率 (%)	20.38%	26.00%	27.00%	27.00%
<b>其他智能交互产品:</b>				
营业收入 (百万元)	1061.88	637.13	668.98	689.05
YOY (%)	6.53%	-40.00%	5.00%	3.00%
成本 (百万元)	812.02	445.99	461.60	461.67
毛利 (百万元)	249.86	191.14	207.39	227.39
毛利率 (%)	23.53%	30.00%	31.00%	33.00%
<b>智能视听解决方案:</b>				
营业收入 (百万元)	266.66	213.33	281.59	357.62
YOY (%)	7.57%	-20.00%	32.00%	27.00%
成本 (百万元)	217.06	160.00	209.79	264.64
毛利 (百万元)	49.60	53.33	71.81	92.98
毛利率 (%)	18.60%	25.00%	25.50%	26.00%
<b>合计:</b>				
营业收入 (百万元)	5811.41	4885.04	5993.81	7199.42
YOY (%)	45.52%	-15.94%	22.70%	20.11%
成本 (百万元)	4598.34	3591.58	4352.94	5217.81
毛利 (百万元)	1213.07	1293.46	1640.86	1981.61
毛利率 (%)	20.87%	26.48%	27.38%	27.52%

资料来源: iFnd, 长城证券研究院

此外, 公司商用业务于 2022 年第三季度出表后, 预计 2022-2024 年贡献投资收益 -0.07/-0.15/-0.13 亿元。

## 5.2 投资建议

基于鸿合科技在教育信息化领域的布局, 我们选取视源股份、宸展光电作为可比公司。其中, 视源股份主营业务涉及智能交互平板, 主要应用于教育和会议领域; 宸展光电是商用人机交互智能终端解决方案厂商, 致力于智能交互终端产品的研发设计、生产制造和售后技术支持, 产品广泛应用于包括教育办公在内的众多领域。

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 4.23/5.54/7.39 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 15/11/9 倍, 基于公司积极布局把握教育信息化市场发展的机遇, 未来业绩有望实现高速增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 6: 可比公司估值 1 (数据截至 2023.1.6)**

代码	公司简称	股价/元	EPS		
			2022E	2023E	2024E
002841.SZ	视源股份	59.96	3.19	3.91	4.70
003019.SZ	宸展光电	22.46	1.63	2.15	2.70
	平均	41.21	2.41	3.03	3.7
<b>002955.SZ</b>	<b>鸿合科技</b>	<b>26.58</b>	<b>1.80</b>	<b>2.36</b>	<b>2.86</b>

资料来源: Wind, 长城证券研究院 (注: 除鸿合科技外, 其余均采用 Wind 一致预测)

**表 7: 可比公司估值 2 (数据截至 2023.1.6)**

代码	公司简称	总市值/亿元	22年归母净利润/亿元	PE		
				2022E	2023E	2024E
002841.SZ	视源股份	420.46	22.40	18.77	15.34	12.76
003019.SZ	宸展光电	33.12	2.40	13.80	10.45	8.32
	平均	226.79	12.4	16.285	12.895	10.54
<b>002955.SZ</b>	<b>鸿合科技</b>	<b>62.20</b>	<b>4.23</b>	<b>14.76</b>	<b>11.27</b>	<b>9.30</b>

资料来源: Wind, 长城证券研究院 (注: 除鸿合科技外, 其余均采用 Wind 一致预测)

## 6. 风险提示

**政策落地不及预期风险:** 公司所处教育信息化市场发展受政策影响较大, 受新冠疫情、行业标准制定等因素的影响, 相关政策落地不及预期时, 将对公司的市场拓展带来一定负面影响。

**行业竞争加剧风险:** 教育信息化仍处于快速发展阶段, 随着国内技术及研发人才的不断兴起以及行业整体水平的提升, 将产生更多行业竞争者, 加剧市场竞争。公司需持续提升产品研发技术能力, 不断增强研发人员团队能力, 以应对未来激烈的市场竞争。

**市场拓展不及预期风险:** 公司的课后服务市场处于早期开拓阶段, 若公司产品在品质管控方面出现批量性问题, 或公司的服务难以及时响应, 将产生较多的产品维修成本和退换货成本, 并有可能发生订单取消和索赔问题, 将不利于公司在教育信息化市场的拓展。

**原材料价格波动风险:** 公司利润受面板、海运费影响较大, 若未来原材料价格波动加剧, 将对公司盈利产生不利影响。

**宏观经济波动风险:** 公司海外业务占比较大, 受新冠疫情、台海形势对中外贸易关系的影响, 海外市场发展不及预期时, 将不利于公司业务及订单的开发, 造成公司业绩受部分影响。

## 6.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3993.64	5811.41	4885.04	5993.81	7199.42	<b>成长性</b>					
营业成本	3055.94	4598.35	3591.58	4352.95	5217.81	营业收入增长	-17.32%	45.52%	-15.94%	22.70%	20.11%
销售费用	383.63	478.61	407.41	497.49	575.95	营业成本增长	-15.26%	50.47%	-21.89%	21.20%	19.87%
管理费用	209.11	184.61	158.28	192.4	223.18	营业利润增长	-66.65%	86.16%	98.67%	42.31%	30.02%
研发费用	190.98	248.05	212.99	255.94	295.18	利润总额增长	-66.31%	82.25%	100.41%	42.22%	30.36%
财务费用	28	39.22	27.84	13.19	11.52	归母净利润增长	-74.00%	106.90%	150.42%	30.97%	33.32%
其他收益	41.32	36.86	22	28	35	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	40.5	16.82	1.31	9.15	18	毛利率	23.48%	20.87%	26.48%	27.38%	27.52%
营业利润	124.38	231.55	460.02	654.67	851.23	销售净利率	3.11%	3.98%	9.42%	10.92%	11.82%
营业外收支	1.66	-1.84	0.35	0.06	2.29	ROE	3.14%	5.91%	11.71%	14.28%	15.69%
利润总额	126.04	229.71	460.36	654.73	853.52	ROIC	50.82%	21.51%	36.68%	33.90%	30.57%
所得税	30.79	42.73	36.83	52.38	68.28	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	13.59	18.02	0.42	48.19	46.43	销售费用/营业收入	9.61%	8.24%	8.34%	8.30%	8.00%
归母净利润	81.66	168.96	423.11	554.16	738.8	管理费用/营业收入	5.24%	3.18%	3.24%	3.21%	3.10%
<b>资产负债表 (百万)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	研发费用/营业收入	4.78%	4.27%	4.36%	4.27%	4.10%
流动资产	3413.77	3485.64	3114.02	3830.89	4549.91	财务费用/营业收入	0.70%	0.67%	0.57%	0.22%	0.16%
货币资金	1337.63	1253.43	1001.89	1214.32	1676.79	投资收益/营业利润	32.56%	7.26%	0.28%	1.40%	2.11%
应收票据及应收账款合计	606.92	762.26	674.21	1147.24	1061.23	所得税/利润总额	24.43%	18.60%	8.00%	8.00%	8.00%
其他应收款	14.86	18.89	2.56	2.33	3.01	应收账款周转率	5.55	8.49	6.92	8.00	7.83
存货	740.81	848.30	1306.65	1305.12	1651.64	存货周转率	6.51	7.31	4.53	4.59	4.87
非流动资产	724.81	1225.79	1347.41	1629.32	1852.43	流动资产周转率	1.14	1.68	1.48	1.73	1.72
固定资产	135.66	627.53	871.11	1160.05	1499.33	总资产周转率	0.99	1.31	1.07	1.21	1.21
资产总计	4138.59	4711.43	4461.43	5460.21	6402.35	<b>偿债能力</b>					
流动负债	1014.63	1380.34	725.39	1101.67	1268.65	资产负债率	26.62%	32.84%	18.94%	22.73%	21.84%
短期借款	20.02	-	0.80	0.20	0.10	流动比率	3.36	2.53	4.29	3.48	3.59
应付款项	777.92	1008.07	317.08	767.78	819.85	速动比率	2.63	1.91	2.49	2.29	2.28
非流动负债	87.20	166.99	119.54	139.69	129.61	<b>每股指标 (元)</b>					
长期借款	7.96	7.15	0.00	0.00	0.00	EPS	0.35	0.72	1.80	2.36	3.14
负债合计	1101.83	1547.33	844.93	1241.36	1398.26	每股净资产	12.89	13.42	15.28	17.64	20.79
股东权益	3036.76	3164.10	3616.50	4218.85	5004.09	每股经营现金流	0.62	0.94	-1.94	1.99	3.00
股本	236.45	234.99	234.99	234.99	234.99	每股经营现金/EPS	1.78	1.31	-1.08	0.84	0.95
留存收益	2832.45	2933.64	3356.75	3910.91	4649.71	<b>估值</b>					
少数股东权益	20.81	24.34	24.76	72.96	119.39	PE	77.46	37.65	15.06	11.50	8.62
负债和权益总计	4138.59	4711.43	4461.43	5460.21	6402.35	PEG	0.91	0.61	1.48	0.14	0.14
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	PB	2.10	2.02	1.77	1.54	1.30
经营活动现金流	145.63	220.42	-454.05	465.96	701.24	EV/EBITDA	17.66	11.10	9.21	7.18	4.88
其中营运资本减少	-44.29	-105.38	-910.60	-140.40	-69.90	EV/SALES	0.80	0.55	0.94	0.80	0.58
投资活动现金流	200.98	-190.93	222.31	-246.98	-223.53	EV/IC	3.10	2.62	2.53	1.86	1.55
其中资本支出	307.94	-253.10	277.33	288.72	187.26	ROIC/WACC	2.26	3.05	5.20	4.81	4.34
融资活动现金流	6.56	-137.80	-19.80	-6.55	-15.24	REP	1.37	0.86	0.49	0.39	0.36
净现金总变化	353.17	-108.30	-251.53	212.43	462.47						

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

#### 行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>