

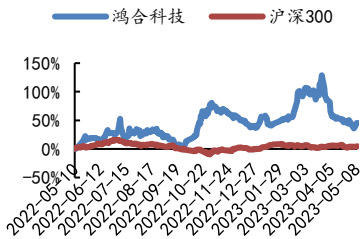
## “一核”“主业全周期布局，“两翼”业务加速落地，盈利能力显著改善

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-09

收盘价 (HKD)	24.93
近 12 个月最高/最低 (HKD)	39.21/17.10
总股本 (百万股)	233.99
流通股本 (百万股)	185.74
流通股比例 (%)	79.38
总市值 (亿元)	58.33
流通市值 (亿元)	46.31

### 公司价格与恒生指数走势比较



### 分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1. 行业点评：AI+影视动漫行业点评：消费复苏+供给回暖为守，AI 赋能制作+手握 IP 版权为攻 2023-05-07
2. 行业点评：AIGC 技术和游戏出海驱动下，游戏产业进入新一轮产品周期 2023-05-04
3. 行业点评：跨境电商行业点评：AI 技术多维度提效，稳外贸政策出台提供强心剂 2023-05-03
4. 公司点评：芒果超媒 (300413.SZ)：23Q1 归母净利润实现正增长，23 年内内容储备丰富且招商表现强劲 2023-04-26
5. 行业深度：AIGC 行业研究框架与投资逻辑 2023-04-21

### 主要观点：

#### ● 事件：

**22 年公司共实现营业收入 45.49 亿元 (YoY -21.71%)，实现归母净利润 3.96 亿元 (YoY +134.44%)，实现扣非归母净利润 3.18 亿元 (YoY +141.1%)。**

**23Q1 公司实现营收 6.53 亿元 (YoY -27.9%)，实现归母净利润 0.23 亿元 (YoY -44.57%)，实现扣非归母净利润 0.12 亿元 (YoY -59.04%)。**

#### ● 22 年受疫情影响营收承压，得益于海运费及面板价格下降，公司盈利能力显著增强

22 年学校对智能交互面板的采购活动受到疫情影响，22 年国内业务收入达 22.18 亿 (YoY -32.3%)；海外教育 IWB 产品渗透率低、市占率高，且为政策支持领域，自有品牌业务仍保持较高增速，由于代工业务收入有所下降，22 年海外业务收入达 23.32 亿 (YoY -8.1%)。随着国内疫情好转，学校采购活动恢复正常，国内收入有望恢复同比两位数的增长。

得益于面板成本及海运费成本的降低，2022 年公司盈利能力显著提升，国内业务毛利率达 29.01%，同比提升 6.93pp；海外业务毛利率达 29.31%，同比提升 10pp；公司归母净利率达 8.71%，同比提升 5.8pp。

#### ● 一核业务：教育科技主业全周期布局，覆盖高职教、普教、幼教

1) **高职教方面**：公司高职教团队鸿合爱课堂打造 8 种不同类型的智慧教学空间以及“一体化智慧教学平台”，在第四届智慧高校 CIO 上海论坛中斩获“凌云奖”智慧高校解决方案综合实力卓越奖，目前鸿合爱课堂已覆盖包括四川大学、电子科技大学、哈尔滨工业大学等在内的全国近百所高校；

2) **普教方面**：普教业务团队升级智能交互产品，创新“三个课堂”、“智慧教室”等教育解决方案；

3) **幼教方面**：公司抓住幼教领域市场发展空间，推出多款针对幼教的信息化产品，实现幼教业务销售额的快速增长。

#### ● 两翼业务：“鸿合三点伴”业务+“师训服务”业务加速落地

1) **鸿合三点伴业务**：2022 年公司推出面向 K12 阶段的课后服务业务“鸿合三点伴” 2.0+升级版，将“管理平台+课程体系+运营服务”三位一体升级至“管理平台+课程体系+运营服务+教师培训+智能硬件”五位一体的综合解决方案。目前已与全国 26 省 88 市 150 个区县签约，课后服务业务的快速落地，有望推动公司从教育装备服务领域迈向更广阔的教育服务领域；

2) **师训服务业务**：公司持续升级以信息技术赋能的教师专业发展网络研修平台，“中教师训”已帮助全国 14 个省份及众多地市、8 万多所的一线中小学、幼儿园管理者及教师提升其信息化管理或教学能力。

### ● 投资建议

预计 23-25 年公司将实现营业收入 59.74/67.67/73.86 亿元 (23-24 年前值为 59.25/68.26 亿元); 同时, 公司进入盈利改善周期, 盈利能力显著提升, 在不考虑“鸿合三点半”拟贡献的利润增量的前提下, 预计 23-25 年公司实现归母净利润 5.68/7.17/8.53 亿元 (23-24 年前值为 5.25/6.02 亿元), 维持“买入”评级。

### ● 风险提示

疫情反复影响国内外市场的采购需求; 海运费用上涨; 原材料价格上涨; 客户流失导致订单减少的风险

### ● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4549	5974	6767	7386
收入同比 (%)	-21.7%	31.3%	13.3%	9.2%
归属母公司净利润	396	568	717	853
净利润同比 (%)	134.4%	43.5%	26.2%	18.9%
毛利率 (%)	29.2%	30.9%	31.7%	32.4%
ROE (%)	11.1%	13.8%	14.8%	15.0%
每股收益 (元)	1.69	2.43	3.06	3.64
P/E	13.93	10.26	8.14	6.84
P/B	1.55	1.41	1.20	1.02
EV/EBITDA	8.21	7.10	4.75	3.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3298	3929	4803	5803	<b>营业收入</b>	4549	5974	6767	7386
现金	1182	1075	1830	2743	营业成本	3223	4129	4620	4992
应收账款	403	581	677	759	营业税金及附加	28	30	34	37
其他应收款	15	327	334	304	销售费用	469	603	670	717
预付账款	44	454	508	549	管理费用	185	239	264	281
存货	776	649	599	578	财务费用	-32	30	34	37
其他流动资产	878	842	856	869	资产减值损失	-40	-30	-34	-37
<b>非流动资产</b>	1410	1410	1410	1410	公允价值变动收益	3	3	3	4
长期投资	187	187	187	187	投资净收益	37	7	7	8
固定资产	840	840	840	840	<b>营业利润</b>	497	709	895	1064
无形资产	68	68	68	68	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	315	315	315	315	营业外支出	4	2	2	2
<b>资产总计</b>	4707	5339	6213	7212	<b>利润总额</b>	496	710	896	1065
<b>流动负债</b>	846	860	955	1028	所得税	68	92	116	138
短期借款	31	31	31	31	<b>净利润</b>	429	618	779	927
应付账款	401	226	253	274	少数股东损益	33	49	62	74
其他流动负债	414	602	670	723	<b>归属母公司净利润</b>	396	568	717	853
<b>非流动负债</b>	237	237	237	237	EBITDA	545	691	874	1042
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.69	2.43	3.06	3.64
其他非流动负债	237	237	237	237					
<b>负债合计</b>	1083	1097	1192	1264					
少数股东权益	69	118	180	254					
股本	234	234	234	234					
资本公积	1915	1915	1915	1915					
留存收益	1407	1975	2692	3544					
归属母公司股东权益	3556	4124	4841	5694					
<b>负债和股东权益</b>	4707	5339	6213	7212					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	495	-120	740	897	<b>成长能力</b>				
净利润	396	568	717	853	营业收入	-21.7%	31.3%	13.3%	9.2%
折旧摊销	106	0	0	0	营业利润	114.7%	42.7%	26.2%	18.9%
财务费用	81	0	0	0	归属于母公司净利润	134.4%	43.5%	26.2%	18.9%
投资损失	-37	-7	-7	-8	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-99	-749	-52	-43	毛利率 (%)	29.2%	30.9%	31.7%	32.4%
其他经营现金流	543	1384	850	991	净利率 (%)	8.7%	9.5%	10.6%	11.5%
<b>投资活动现金流</b>	-477	13	15	16	ROE (%)	11.1%	13.8%	14.8%	15.0%
资本支出	-147	7	7	8	ROIC (%)	10.0%	13.7%	14.7%	14.9%
长期投资	-300	-3	-3	-4	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-30	10	11	12	资产负债率 (%)	23.0%	20.5%	19.2%	17.5%
<b>筹资活动现金流</b>	-22	0	0	0	净负债比率 (%)	29.9%	25.8%	23.7%	21.3%
短期借款	31	0	0	0	流动比率	3.90	4.57	5.03	5.65
长期借款	-7	0	0	0	速动比率	2.92	3.29	3.87	4.55
普通股增加	-1	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-4	0	0	0	总资产周转率	0.97	1.12	1.09	1.02
其他筹资现金流	-42	0	0	0	应收账款周转率	11.29	10.27	9.99	9.73
<b>现金净增加额</b>	-41	-107	755	913	应付账款周转率	8.04	18.25	18.25	18.25

每股指标 (元)				
每股收益	1.69	2.43	3.06	3.64
每股经营现金流(薄)	2.12	-0.51	3.16	3.83
每股净资产	15.20	17.63	20.69	24.33

估值比率				
P/E	13.93	10.26	8.14	6.84
P/B	1.55	1.41	1.20	1.02
EV/EBITDA	8.21	7.10	4.75	3.11

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。