

专注教育信息化，课后服务新征程

买入|首次推荐

——鸿合科技(002955.SZ)首次覆盖报告

报告要点:

● 根植中国教育信息化，深耕“一核两翼”战略布局

公司成立于2010年，是国内教育信息化重要企业。公司聚焦教育行业发展，为教育行业用户提供教育信息化产品、智慧教育解决方案和智慧教育服务等。2017-2021年，公司营业收入CAGR为12.59%。2021年，公司实现营业收入58.11亿元，同比增长45.52%；实现扣非归母净利润1.32亿元，同比增长565.64%。2022年4月，公司发布《2022年股票期权激励计划（草案）》，首次授予期权的行权价格为17.08元/份，考核目标：2022-2024年度合并报表口径下扣非净利润分别不低于2.00、2.60、3.38亿元。

● 教育信息化进入2.0时代，“双减”政策打开课后服务新空间

我国教育信息化市场已经明确成型并且处于日益激烈的市场竞争阶段，在我国教育产业中具有重要的战略地位。根据艾瑞咨询的数据，2021年，我国中小学教育信息化经费投入达1634亿元，同比增长9.1%。根据中研普华研究院的数据，2021年教育信息化需求规模达到5111.6亿元，同比增长12.0%。“双减”政策之后，校内课后服务成为承接中小学生学习课后三点半看管、教育的主阵地。公司快速落地课后服务产品“鸿合三点伴”，为学校提供设备互联、数据互通、师生互动的端云一体化课后延时服务。

● 原材料及海运成本下降迎来利润修复机遇，全面落地“鸿合三点伴”

1) 海外业务快速发展: 公司教育信息化产品于2011年开始进入北美市场，2021年海外业务实现营业收入25.38亿元，同比增长约91.15%，IFPD/IWB产品在全球教育市场排名第二。**2) 毛利率有望迎来修复:** 公司主要原材料液晶面板价格持续下跌，海运费开始逐渐松动，公司毛利率有望得到修复。**3) 课后服务:** 根据公司官网，2022年7月，“鸿合三点伴”业务已与全国23省70市110个区县签约，已覆盖地区学生总数超500万人。

● 盈利预测与投资建议

公司聚焦教育信息化，近年来在课后服务领域布局，成长空间广阔。预测公司2022-2024年营业收入为65.06、72.44、80.22亿元，归母净利润为2.86、3.53、4.17亿元，EPS为1.22、1.51、1.78元/股，对应PE为18.34、14.85、12.55倍。过去三年公司PE主要运行在20-40倍之间，给予2022年25倍的目标PE，目标价为30.50元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

国家教育政策风险；教育服务业务开展不达预期的风险；技术创新的风险；境外经营风险；新冠肺炎疫情影响的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3993.64	5811.41	6505.81	7244.26	8022.02
收入同比(%)	-17.32	45.52	11.95	11.35	10.74
归母净利润(百万元)	81.66	168.96	285.59	352.65	417.34
归母净利润同比(%)	-74.00	106.90	69.03	23.48	18.34
ROE(%)	2.71	5.38	8.31	9.31	9.92
每股收益(元)	0.35	0.72	1.22	1.51	1.78
市盈率(P/E)	64.13	30.99	18.34	14.85	12.55

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：22.38元/30.50元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：26.14 / 14.12

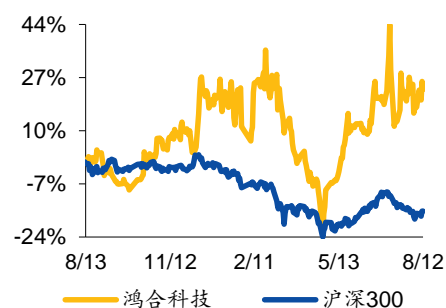
A股流通股(百万股)：185.75

A股总股本(百万股)：233.99

流通市值(百万元)：4157.00

总市值(百万元)：5236.76

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军
 执业证书编号 S0020519070002
 电话 021-51097188-1856
 邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn
 联系人 常雨婷
 邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：教育信息化龙头，智能交互显示知名品牌.....	4
1.1 历史沿革：聚焦教育行业发展，大力布局课后服务.....	4
1.2 财务分析：营业收入稳健增长，高度重视研发创新.....	5
1.3 股权架构：公司股权结构稳定，管理团队经验丰富.....	8
1.4 股权激励：公司股权激励充分，护航公司持续成长.....	9
2. 行业分析：政策驱动行业发展，长期成长空间广阔.....	10
2.1 教育改革稳步推进，国家政策持续出台.....	10
2.2 行业发展前景广阔，市场需求加速释放.....	11
3. 竞争力分析：海外业务高速增长，课后服务空间广阔.....	13
3.1 坚持产研一体布局，一核两翼融合发展.....	13
3.2 紧抓全球市场机遇，海外市场空间巨大.....	14
3.3 面板价格持续下跌，毛利率迎修复机遇.....	16
3.4 积极把握双减政策，课后服务快速落地.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司主要产品展示.....	5
图 3：营业收入及毛利率情况.....	6
图 4：扣非归母净利润及净利率情况.....	6
图 5：智能交互显示产品收入情况.....	6
图 6：智能视听解决方案收入情况.....	6
图 7：公司研发投入情况.....	7
图 8：公司研发人员情况.....	7
图 9：期间费用率情况.....	8
图 10：经营活动现金流量净额与扣非归母净利润对比.....	8
图 11：公司股权结构（2022 年一季度报告）.....	9
图 12：中国教育信息化行业产业链概况.....	11
图 13：2014-2020 年中国教育信息化经费投入情况.....	12
图 14：2020-2021 年中国教育大屏市场产品结构.....	12
图 15：2022 年中国中小学教育信息化行业企业图谱.....	12
图 16：鸿合深圳坪山基地.....	13
图 17：鸿合蚌埠交互显示产业基地车间工作掠影.....	13
图 18：海外教育 IFPD 市场出货量（单位：万台）.....	14
图 19：IFPD 中国市场出货量和销售额情况.....	15
图 20：IFPD 教育整体市场出货量和销售额情况.....	15

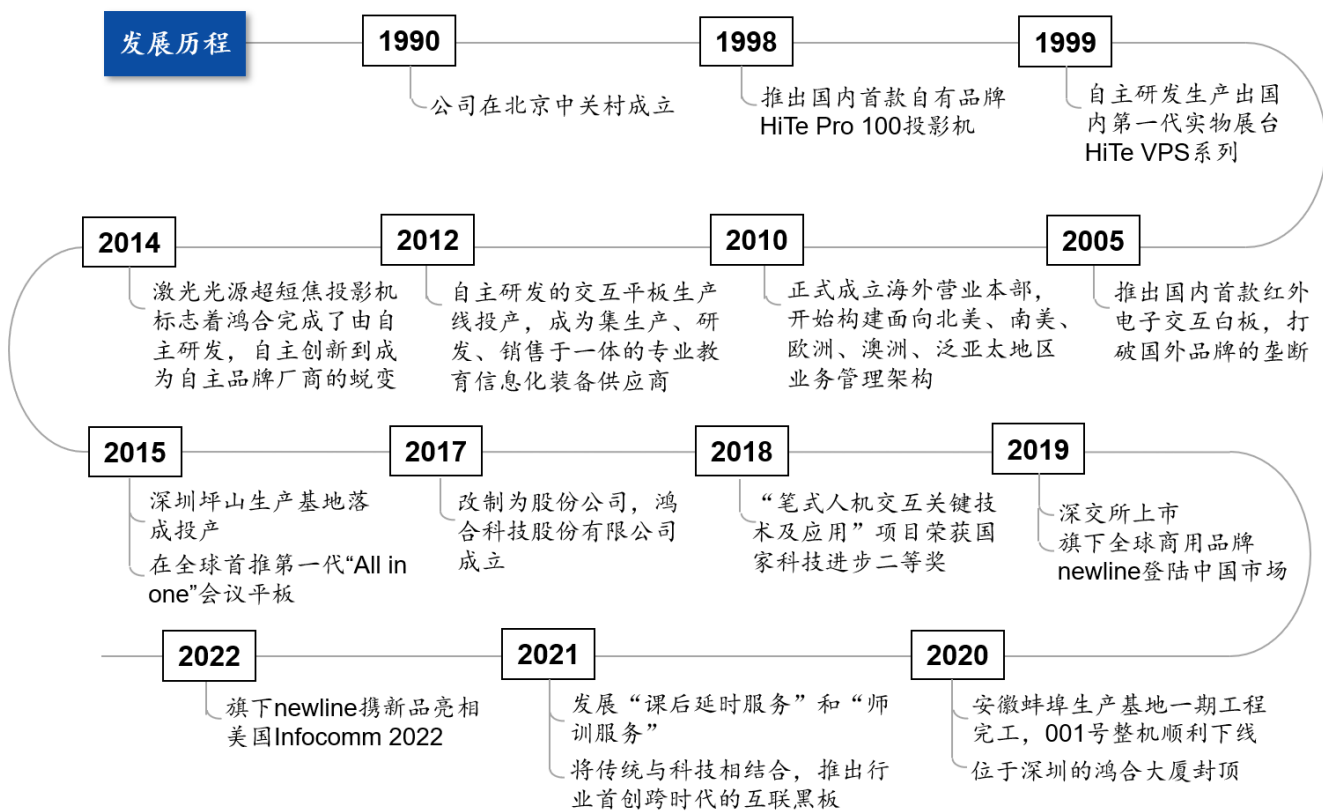
图 21: newline 全新 Z 系列商用会议机型	16
图 22: 2018 年公司主营业务成本构成	17
图 23: 2018 年主要原材料采购成本构成	17
图 24: 不同尺寸面板历史价格变动 (单位: 美元)	17
图 25: 中国出口集装箱运价指数(CCFI)	18
图 26: “鸿合三点伴”课后服务课堂掠影	19
表 1: 教育行业相关政策梳理	10
表 2: 海外教育信息化政策与采购情况梳理	15
表 3: 公司收入拆分 (单位: 百万元)	21
表 4: 可比公司估值情况	21

1. 公司介绍：教育信息化龙头，智能交互显示知名品牌

1.1 历史沿革：聚焦教育行业发展，大力布局课后服务

鸿合科技成立于 1990 年，是国内教育信息化重要企业，智能交互显示行业知名品牌，全球屈指可数的集研产销等全环节于一体的行业龙头企业之一，在全球范围内设立 50 多家分支机构。公司聚焦教育行业发展，为教育行业用户提供教育信息化产品、智慧教育解决方案和智慧教育服务等智慧教育业务。公司坚持以自有品牌为主的竞争策略，自 2000 年开始培育的“鸿合 HiteVision”智慧教育品牌，在国内占有较大市场份额，国内排名长期位居前两名。近两年来，公司顺应“教育信息化 2.0”政策，积极实施向服务转型的智慧教育“一核两翼”战略。公司加大科技创新力度，着手布局课后服务业务，通过“鸿合三点伴”平台为学校提供设备互联、数据互通、师生互动的端云一体化课后延时服务。公司以深圳、蚌埠的产业园为基地，推进“教师信息化素养培训服务”业务。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司扎根中国教育，立足中国教育，经过在教育行业多年的积累，掌握了广泛的渠道优势和客户服务优势。作为信息化时代普惠教育基础设施生态建设及教育服务供应商，公司始终秉承“根植中国教育信息化，服务亿万教师学生”的经营理念，以科技为驱动，以客户为核心，通过创新的服务模式、优质的教学内容、多场景的教

学互动应用以及丰富的产品和解决方案，深入服务广大学校、老师、学生和家長，为客户打造一流的教学应用体验。

- 教育信息化产品和解决方案：**包括教育信息化硬件产品、教育信息化软件产品和教育信息化解决方案。其中，教育信息化硬件产品包括智能交互平板、智慧黑板、互联黑板及教学周边产品等；鸿合π6交互教学软件以先进的自然人机交互技术为基础、以教学应用需求为导向，专注解决教师教学、班务等难题；鸿合智慧教室是贯穿课前、课中、课后教学全流程的智慧学习空间，由鸿合智能交互设备和交互教学软件构成，通过软硬件间的无缝对接，将教与学充分融合，激发了学生的学习主动性，实现真正意义上的“以学生为中心”的教学。
- 智慧教育服务：**公司以教育信息化产品及解决方案为依托，推出课后延时服务和教师信息化素养培训服务。课后延时服务依托可支持对课后服务进行全流程规范化管理的技术平台“鸿合三点伴”和有效完善的落地运营体系，结合公司打造的素质类课程体系，为国内中小学学校提供设备互联、数据互通、师生互动的端云一体化课后延时服务。教师信息化素养培训服务旨在系统提高校长信息化领导力、教师信息化教学能力、培训团队信息化指导能力、增强信息化实操能力，为教育行业做最基础的底层建设。

图 2：公司主要产品展示



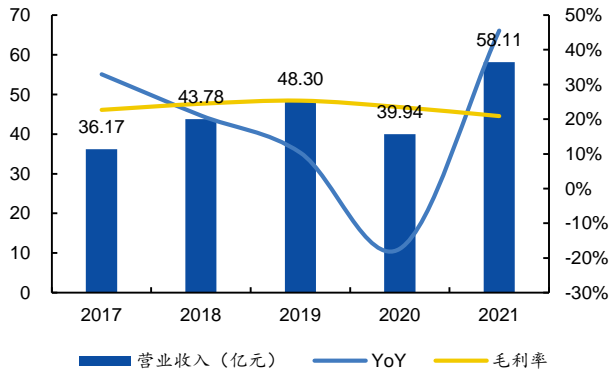
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 财务分析：营业收入稳健增长，高度重视研发创新

2017-2021年，公司营业收入的CAGR为12.59%。2021年，公司实现营业收入58.11亿元，同比增长45.52%，实现归母净利润1.69亿元，同比增长106.90%。根据公司公告，2022年上半年，公司预计实现归母净利润1.10-1.20亿元，同比增

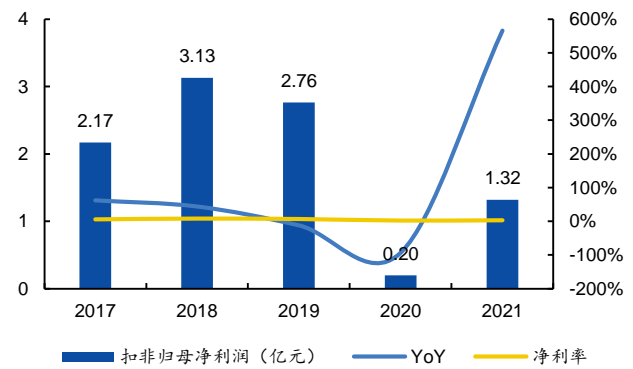
长 320.34%-358.56%。2017-2021 年,公司整体销售毛利率分别为 22.67%、24.45%、25.35%、23.48%、20.87%, 2020 年出现下滑, 主要受新冠肺炎疫情影响, 原材料价格、生产和运输成本的大幅上升。

图 3: 营业收入及毛利率情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4: 扣非归母净利润及净利率情况



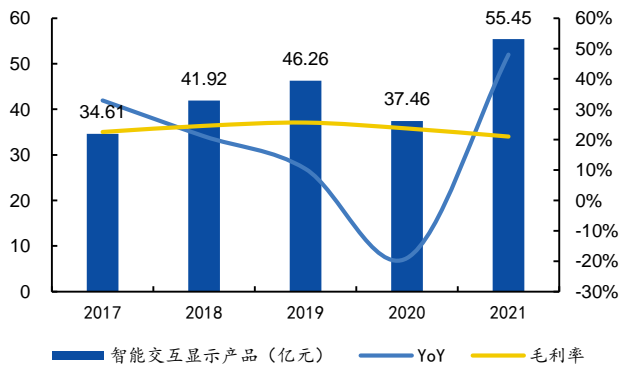
资料来源: Wind, 国元证券研究所

公司的核心业务为教育业务, 包括教育信息化产品和解决方案及智慧教育服务。2021 年, 教育业务的收入为 51.16 亿元, 占比为 88.04%。

从产品类型来看, 主要包括 IWB 产品、其他智能交互产品和智能视听解决方案。其中, IWB 产品为公司收入的主要来源, 2021 年收入占比为 77.14%, 同比增长 63.07%; 销售量为 56.22 万台, 同比增长 54.58%。IWB 产品收入的增长, 主要系海外销售收入大幅增长, 国内受疫情的好转, 销售规模也有一定提升。

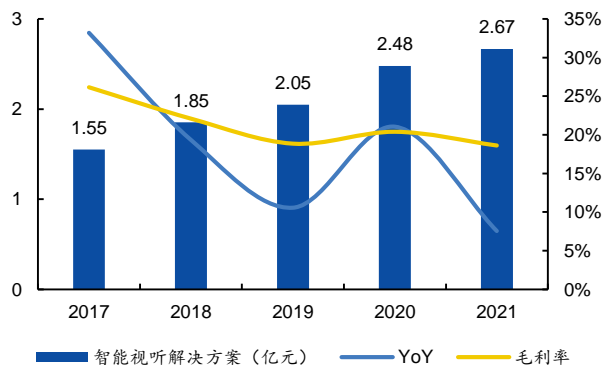
- **智能交互显示产品:** 该产品以智能交互平板、电子交互白板、投影机、视频展台、录播等为主。2021 年, 公司“newline”推出天籁款 TC86、NC、NE、Flex Max 等系列会议场景下智能交互显示产品。2021 年, 智能交互显示产品的收入为 55.45 亿元, 同比增长 48.03%, 毛利率为 20.98%。
- **智能视听解决方案:** 2021 年, 智能视听解决方案的收入为 2.67 亿元, 占比 4.59%, 同比增长 7.57%, 毛利率为 18.60%。

图 5: 智能交互显示产品收入情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 6: 智能视听解决方案收入情况

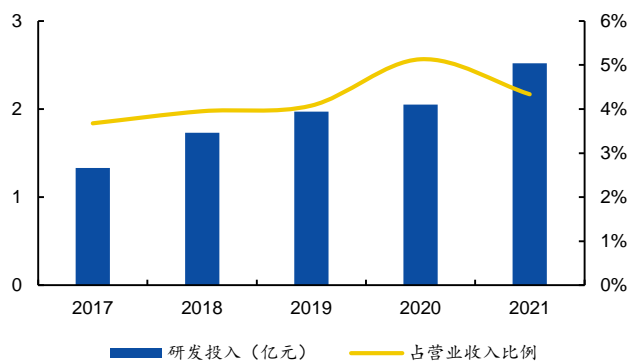


资料来源: Wind, 国元证券研究所

公司重视研发创新，加大研发投入，统筹研发管理，以研发创新、产品创新为驱动，坚持自主研发和自主生产的产研一体化布局。公司在北京、保定、深圳设置研发中心，专注于前瞻技术的研发，形成了完整的研发体系。

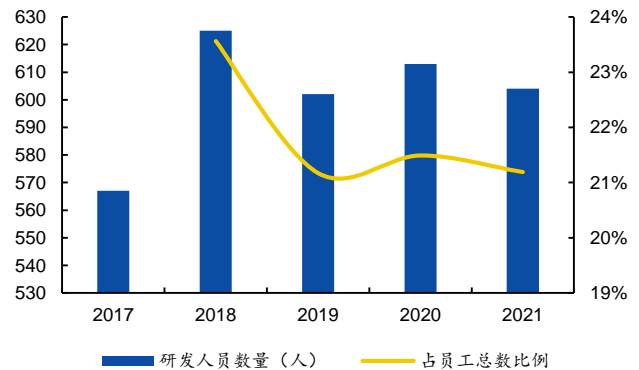
- **研发投入：**2017-2021年，公司研发费用分别为1.33、1.73、1.74、1.91、2.48亿元，研发费用率分别为3.68%、3.95%、3.61%、4.78%、4.27%。2021年研发费用同比增长29.89%，主要系公司加大研发投入所致，研发投入同比增长23.05%。
- **研发人员：**截至2021年12月31日，公司员工人数为2850人，研发人员数量从2017年的567人增长至2021年的604人，占员工总数的比重为21.19%。研发人员中，本科学历人员占比64.24%，硕士学历人员占比6.13%，博士学历人员占比0.50%。

图7：公司研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图8：公司研发人员情况

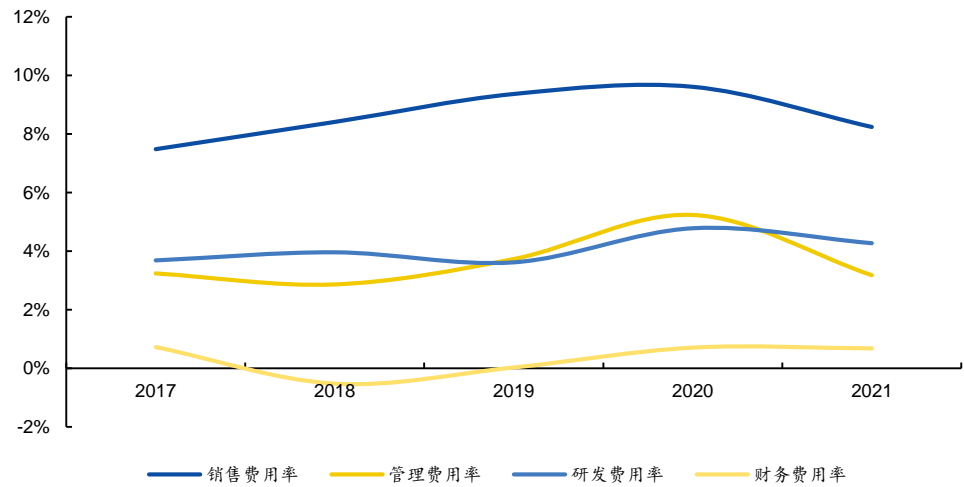


资料来源：Wind，国元证券研究所

费用方面：

- **销售费用：**2017-2021年，公司的销售费用分别为2.71、3.68、4.52、3.84、4.79亿元，销售费用率分别为7.48%、8.41%、9.36%、9.61%、8.24%。2021年销售费用同比增长24.76%，主要系营业收入增加，销售费用有所上涨。
- **管理费用：**2017-2021年，公司的管理费用分别为1.17、1.25、1.80、2.09、1.85亿元，管理费用率分别为3.24%、2.86%、3.73%、5.24%、3.18%。2021年管理费用同比减少11.72%，主要系2021年度冲销前期已摊销的股份支付费用所致。
- **财务费用：**2017-2021年，公司的财务费用分别为0.26、-0.23、0.01、0.28、0.39亿元，财务费用率分别为0.72%、-0.53%、0.02%、0.70%、0.67%。2021年财务费用同比增加40.10%，主要系汇率波动引起的汇兑变动。

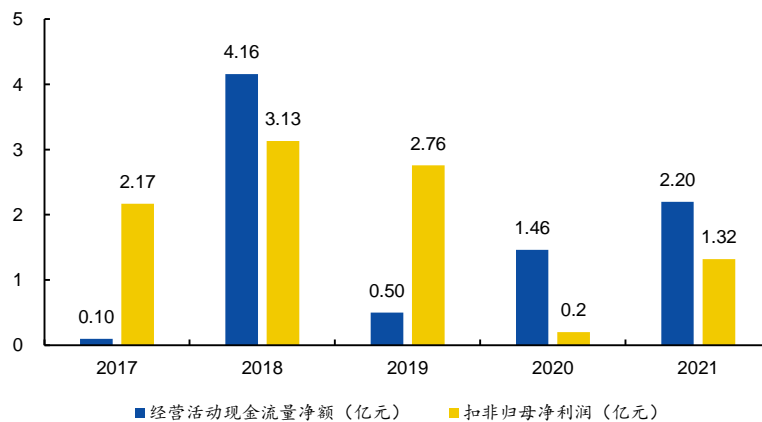
图 9：期间费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

2017-2021 年，公司经营活动现金流量净额分别为 968.15、41608.22、5005.36、14563.44、22042.41 万元。2021 年经营活动产生的现金流量净额同比增长 51.35%，主要系公司加强应收款项的管理，2021 年度应收款回款较多所致。

图 10：经营活动现金流量净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

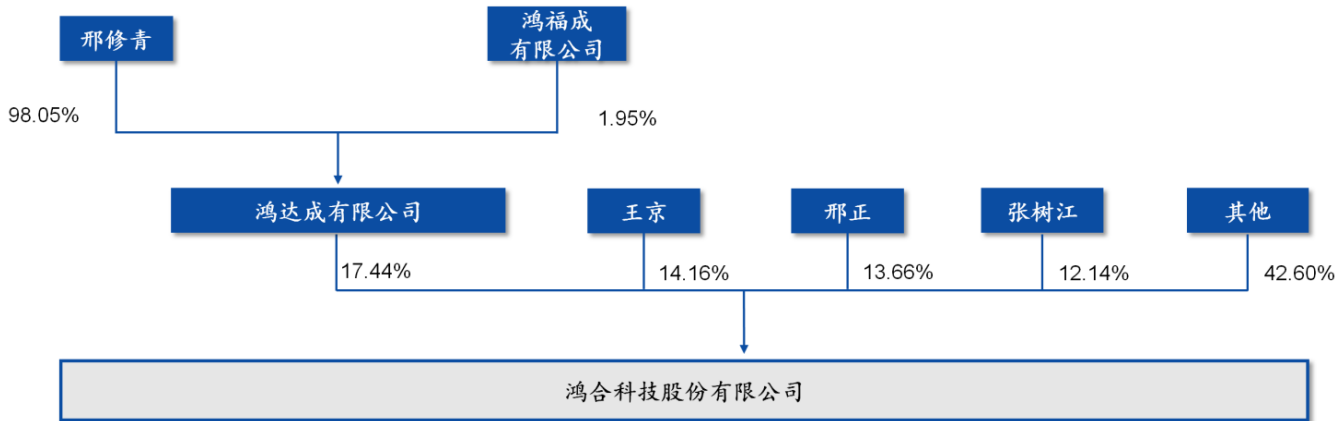
1.3 股权架构：公司股权结构稳定，管理团队经验丰富

公司实际控制人为邢修青先生、邢正先生。邢修青先生、邢正先生、鸿达成有限公司、张树江先生为一致行动人，合计共持有公司 43.25% 的股权。其中，鸿达成有限公司、邢正先生、张树江先生分别持有 17.44%、13.66%、12.14% 的股份。

- **邢修青先生**：历任北京鸿合美歌电子工程技术有限公司（中港合资）董事长、董事，北京鸿合电子工程技术有限公司董事，深圳市鸿合创新信息技术有限公司任公司执行董事，北京鸿合智能系统股份有限公司董事；曾任中国科理高技术企业集团软件工程师；现任鸿合科技股份有限公司董事长。

- **张树江先生**：历任北京鸿合美歌电子技术有限公司（中港合资）董事长、董事，北京鸿合电子技术有限公司董事，北京鸿合窗景科技有限公司董事，北京鸿合智能系统股份有限公司董事长，北京鸿合智能系统有限公司董事长，深圳市目击者数码科技有限公司监事、执行董事及总经理，北京鸿合嘉华科技有限公司执行董事、法定代表人，鸿合科技股份有限公司总经理；曾任北京气象科学研究所助理工程师，中国科理高技术企业集团软件工程师。现任鸿合科技股份有限公司副董事长。

图 11：公司股权结构（2022 年一季度报告）



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.4 股权激励：公司股权激励充分，护航公司持续成长

2022 年 4 月 28 日，公司发布《2022 年股票期权激励计划（草案）》，旨在充分调动公司核心管理人员及核心技术人员的工作积极性，使各方共同关注公司的长远发展。

- **激励数量**：本激励计划拟向激励对象授予的股票期权数量为 550 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 2.34%。（其中首次授予 2.08%，预留 0.26%）。
- **激励价格**：本激励计划首次授予股票期权的行权价格为每份 17.08 元。
- **激励对象**：本激励计划拟首次授予的激励对象总人数为 174 人，包括公告本激励计划时在公司（含合并报表范围内的子公司）任职的部分董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员。不包括公司监事和独立董事，单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。根据公司 2022 年 6 月 29 日发布的《关于 2022 年股票期权激励计划首次授予登记完成的公告》，实际授予的人数为 172 人。
- **考核目标**：公司 2022-2024 年度合并报表口径下扣非净利润分别不低于 2.00、2.60、3.38 亿元。

2. 行业分析：政策驱动行业发展，长期成长空间广阔

2.1 教育改革稳步推进，国家政策持续出台

教育信息化 1.0 时代以基础建设为主，主要解决教育资源分布不均、效率低下以及缺乏全局性管理等问题。2018 年教育信息化 2.0 正式开启，在“三通两平台”的基础上，针对教育信息化 1.0 的不足，从人才、应用、资源和服务等角度全面提升我国教育信息化发展水平，充分发挥信息技术对教育的影响，加快实现我国教育现代化进程，到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标。教育信息化 1.0 是以内容为中心，而教育信息化 2.0 是以提升效率和体验为根本，扩大了市场参与者的范围，增加了企业提供教育信息化服务的机会。

2021 年 7 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。根据中国政府网，“意见还对加强课后服务提出保证服务时间、提高服务质量、拓展服务渠道等明确要求。教育部有关负责人介绍，长期以来，义务教育学校特别是小学‘三点半’放学现象，带来了家长因未下班时间接孩子难问题，有的还因此把孩子送到校外培训机构，增加了过重校外负担，造成了‘校内减负、校外增负’，已经成为了社会广泛关注的热点问题。学校开展课后服务，可以有效解决家长接送难、孩子没地方去的问题；可以充分利用课后时间，提供丰富多彩的服务内容，为学生提供学习和发展空间；还有助于更好地满足学生个性化发展需求，促进学生全面健康成长。”

表 1：教育行业相关政策梳理

时间	政策名称	颁布单位	政策内容
2022.2	《教育部基础教育司 2022 年工作要点》	教育部	实施基础教育数字化战略行动，注重需求牵引，深化融合应用，赋能提质增效。整合建设基础教育综合管理服务平台，为基础教育宏观管理和科学决策提供有力支撑。
2021.7	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	学校教育教学质量和服务水平进一步提升，作业布置更加科学合理，学校课后服务基本满足学生需要，学生学习更好回归校园，校外培训机构培训行为全面规范。
2021.7	《关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》	教育部	教育新型基础设施建设是国家新基建的重要组成部分，是信息化时代教育变革的牵引力量，是加快推进教育现代化、建设教育强国的战略举措。
2020.3	《关于加强“三个课堂”应用的指导意见》	教育部	加强“三个课堂”与网络学习空间应用的融合，综合利用人工智能、云计算、大数据、虚拟现实等技术，不断增强“三个课堂”的智能化、共享性、互动性。
2019.2	《中国教育现代化 2035》	中共中央、国务院	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进人才培养模式改革，实现规模化教育与个性化培养的有机结合。
2019.1	《关于加强网络学习空间建设与应用的指导意见》	教育部	到 2022 年，面向各级各类教育、全体教师和适龄学生，全面普及绿色安全、可管可控、功能完备、特色鲜明的实名制空间。
2018.4	《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，着力推进“互联网+教育”的融合创新发展，全面实现教育现代化，构建智慧教育生态。

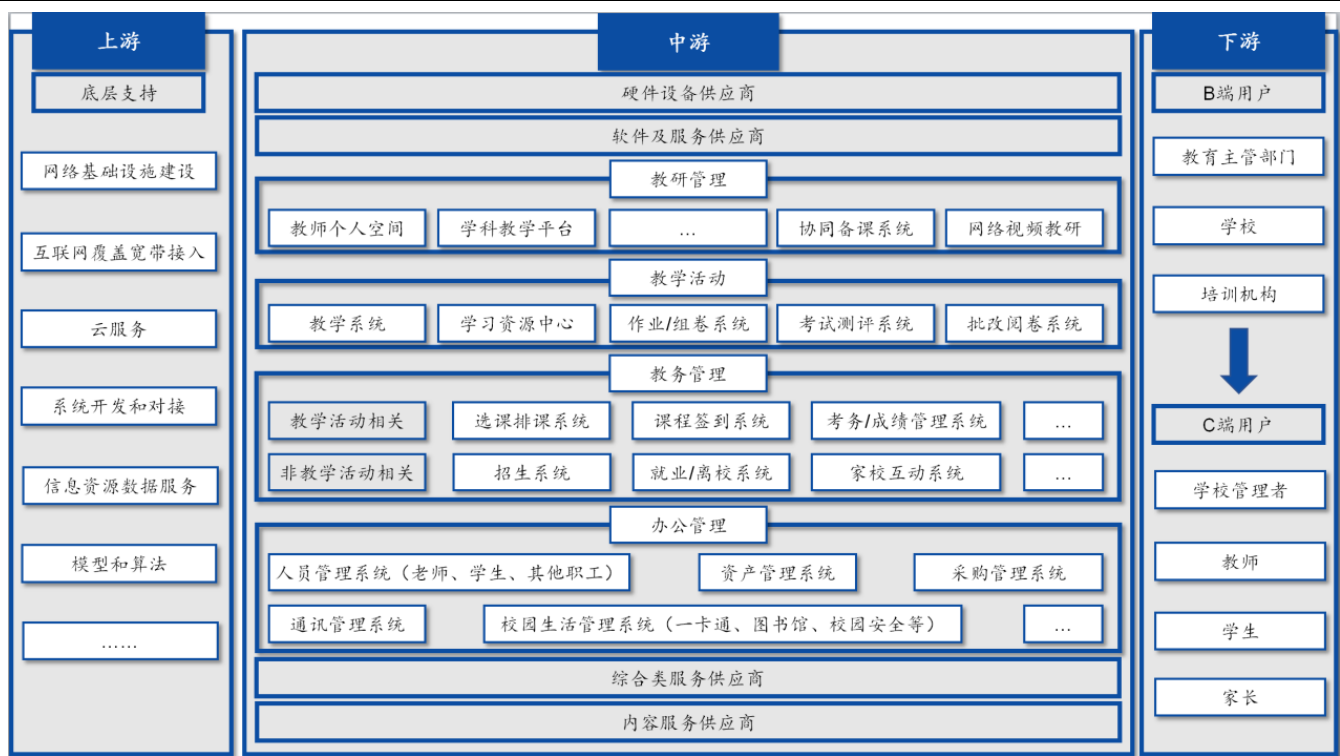
资料来源：教育部官网，国元证券研究所

2.2 行业发展前景广阔，市场需求加速释放

我国教育信息化市场已经明确成型并且处于日益激烈的市场竞争阶段，在我国教育产业中具有重要的地位。教育信息化 2.0 时代进一步拓展了教育产业链的服务广度和深度，竞争更多的体现在企业资源的置换、整合和输出等综合实力方面。在 2.0 时代，教育信息化产业链由上游底层支持、中游供应商（硬件设备供应商、软件及服务供应商、综合类服务供应商和内容服务供应商）和下游 B 端、C 端用户构成。

产业链上游端企业多为中下游企业提供底层支撑服务，主要由阿里、腾讯和华为等基础设施供应商、云服务商和大型软件企业构成，其提供硬件和云资源基础设施，以及中间件支撑软件产品，行业集中度较高。中游包括公司在内的数字资源与平台开发服务商，市场较为分散。随着 5G、AI、VR/AR 等技术在教育领域的应用，新的硬件升级、覆盖于整个教学活动的软件服务以及 C 端用户的付费场景增加，整个教育信息化市场有望迎来新的高速增长点。

图 12：中国教育信息化行业产业链概况



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

根据教育部的数据，2020 年，全国教育经费总投入为 53033.87 亿元，同比增长 5.69%。其中，国家财政性教育经费为 42908.15 亿元，同比增长 7.15%。根据智研咨询的数据，2020 年，中国教育信息化经费投入达到 3431 亿元，同比增长 7.1%。根据艾瑞咨询的数据，2021 年，我国中小学教育信息化经费投入达 1634 亿元，同比增长 9.1%。我国中小学教室智能交互设备渗透率迅速提升，根据艾瑞咨询数据，2020 年校均多媒体教室数量占教室总数量达 96.1%，未来的增量空间主要来自存量教室的设备保有量提升及设备的更新换代。

3. 竞争力分析：海外业务高速增长，课后服务空间广阔

3.1 坚持产研一体布局，一核两翼融合发展

公司坚持自主研发和自主生产的产研一体化布局，及时响应市场需求，采用“设计-研发-生产-销售-数据反馈”机制，通过垂直整合，建立产研一体化的高端制造基地，保证技术、产品、市场的领先。随着鸿合大厦落成乔迁，公司深圳和安徽蚌埠两大产业园顺利投产，公司拥有智能交互大屏、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。目前，公司拥有年产百万台（套）智能交互显示设备产能。

公司始终坚持创新驱动、技术引领的发展战略。在核心技术的支持下，公司具备持续推出创新型产品的能力，多年来在硬件和软件方面不断创新，推出了一系列引领市场的技术和产品，如互联黑板、智慧黑板、全贴合技术、鸿合π6、鸿合U、鸿合笔记、录课中心等。公司在北京、保定、深圳设置研发中心，专注于前瞻技术的研发，形成了完整的研发体系，并从产业分析、产品设计、生产制造等方面，为客户提供完整的解决方案与一条龙服务，具有较为坚实的技术基础和技术储备。同时，公司设立了教育科技研究院，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。

图 16：鸿合深圳坪山基地



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 17：鸿合蚌埠交互显示产业基地车间工作掠影



资料来源：公司官网，国元证券研究所

- **“一核”优势：**2021年，公司凭借互联智能黑板获得“DIC AWARD”国际显示技术创新大奖；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”；公司参加由慧聪教育网举办的以“变革·机遇 看见教育品牌的力量”为主题的2021年教育行业线上创新峰会，并荣获“教育行业2021年度全场景应用服务领军品牌”。
- **“两翼”业务：**2021年，公司研发了“鸿合三点伴”课后服务管理平台，积极为各级教育部门、学校、家长、老师、服务机构等课后服务参与者赋能，实现

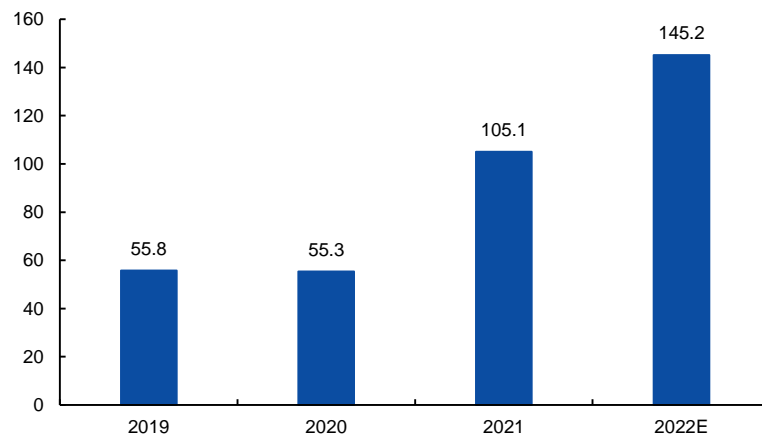
有序管理和有效授课。同时，公司加大“师训”业务投入力度，推出了“中教师训学院平台”，向教师提供“直播+课程+研修+认证+数据”五位一体的专业培训服务。

公司加强对高端人才的引进和培养，并以市场需求为导向，加强技术创新、产品创新和服务创新。2021年，公司新增授权专利178件，其中，发明专利27件、实用新型专利107件、外观专利43件、国外专利1件。公司新增注册商标85件，其中，国内新增核准注册商标82件，海外新增注册商标3件。公司新增软件著作权登记25件。

3.2 紧抓全球市场机遇，海外市场空间巨大

受全球疫情的持续影响，远程协作、视频会议、在线学习，云端运营与管理等概念已经深刻改变了世界范围的工作、学习、生活的方式与习惯。全球市场对交互显示产品的需求持续提升，2022至未来数年销量将保持上涨态势，前景可观。根据Future source数据，全球范围4300万教室，2021年预计多媒体教室渗透率35%，并在未来数年保持高速发展。根据DISCIEN迪显的数据，2021年海外教育IFPD（Interactive Flat Panel Displays）市场出货量为105.1万台，同比增长90%。预测2022年海外教育IFPD市场出货量145.2万台，同比增长38%，2021-2024年出货量年均复合增长率有望达到25%，市场空间巨大。

图 18：海外教育 IFPD 市场出货量（单位：万台）



资料来源：DISCIEN 迪显，国元证券研究所

根据DISCIEN迪显的观点，2022年一季度海外市场高增长主要来自于海外教育政策的密集发布，美国于2021年3月发布了第三期ESF，即教育稳定基金共计1700+亿美金；德国在去年一季度由于疫情影响，整体教育信息化资金仍旧偏向于教师、学生端的PAD（个人学习用平板电脑）上面；而土耳其去年7.85万台IFPD标案则是在下半年正式发布；同时意大利发布的《意大利教育的明天》政策则是在去年Q4开始实施；印度教育信息化起量节点则也是在去年年底。

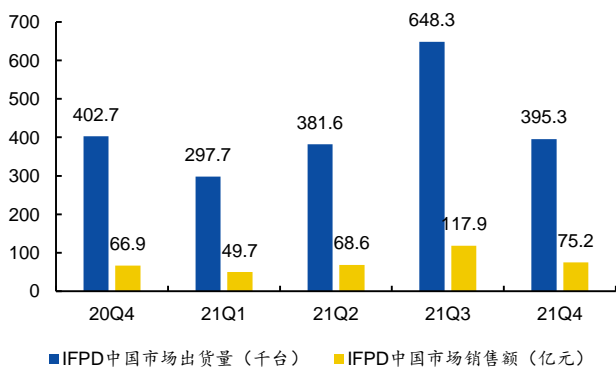
表 2: 海外教育信息化政策与采购情况梳理

时间	国家	政策/采购情况
2021Q4	意大利	2021 年 Q4 意大利发布了约 15 万的教育交互大屏标案，大标案的背后是 2021 年欧盟、意大利政府、意大利教育部联合发布了《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 10 万间以上教室、增强教室培训、远程教育等方面的改善，该计划总体执行期间为 2022 年-2026 年，截止 2022 年 2 月，该项目总资金使用量仅为 1%。
2021Q3	土耳其	土耳其在 2021 年 Q3 发布 7.85 万的教育 IFPD 标案，全部为 65 寸红外触控产品，该项目最终由 arcelik 与 aidata 两家土耳其本土品牌中标。
2021.7	印度	根据印度教育部 2021 年 7 月发布的《印度数字教育报告—全国各地的远程学习倡议》中的阿鲁纳恰尔邦与古吉拉特邦案例均有提到，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 YouTube live 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。
2021.3	美国	美国从 2020 年 3 月便发起教育稳定基金(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 1700 亿美元，这使得整项救助法案金额超过了 2800 亿美元，如此庞大的资金主要用于学生疫情防护、学校防护、增加教师、在教师不足的情况下保障学生学习等措施。
2019	德国	德国在 2019 年提出了《DigitalPakt》计划，旨在 2019-2024 年拨款超 65 亿欧元提升德国教育信息化水平。
2019	日本	日本从 2019 年开始提出 GIGA 计划建设教育信息化，目标是到 2025 年实现人手一台电子书包。从财政补助上来看，政府是每年拨款大约 2000 亿日元（约 112 亿人民币），其中规定每台电子书包的补助上限为 4.5 万日元（约 2500 元人民币）。

资料来源：DISCIEN 迪显，国元证券研究所

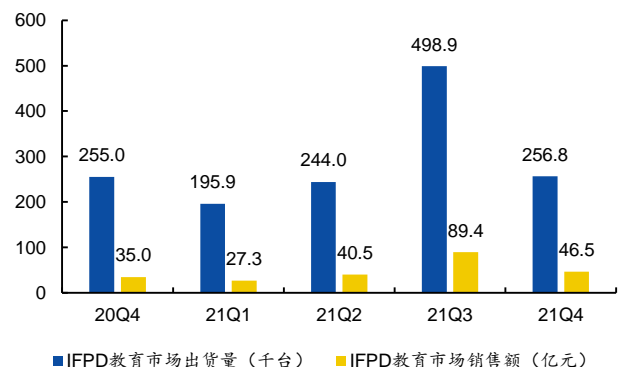
抓住全球市场机遇，海外教育业务保持快速发展。公司教育信息化产品于 2011 年开始进入北美市场，近年来，公司不断拓展海外市场份额。目前，公司教育信息化交互显示产品是为数不多的在北美、EMEA（欧洲、中东和非洲）、ACPC（亚太地区）三大区域市场中均位于第一梯队的品牌。公司在海外市场采用本地化运营模式，在多个国家建立了本地运营团队，进行当地市场管理及市场开发，同时有针对性地进行设计、研发符合当地市场需求的产品。

图 19: IFPD 中国市场出货量和销售额情况



资料来源：DISCIEN 迪显，国元证券研究所

图 20: IFPD 教育整体市场出货量和销售额情况

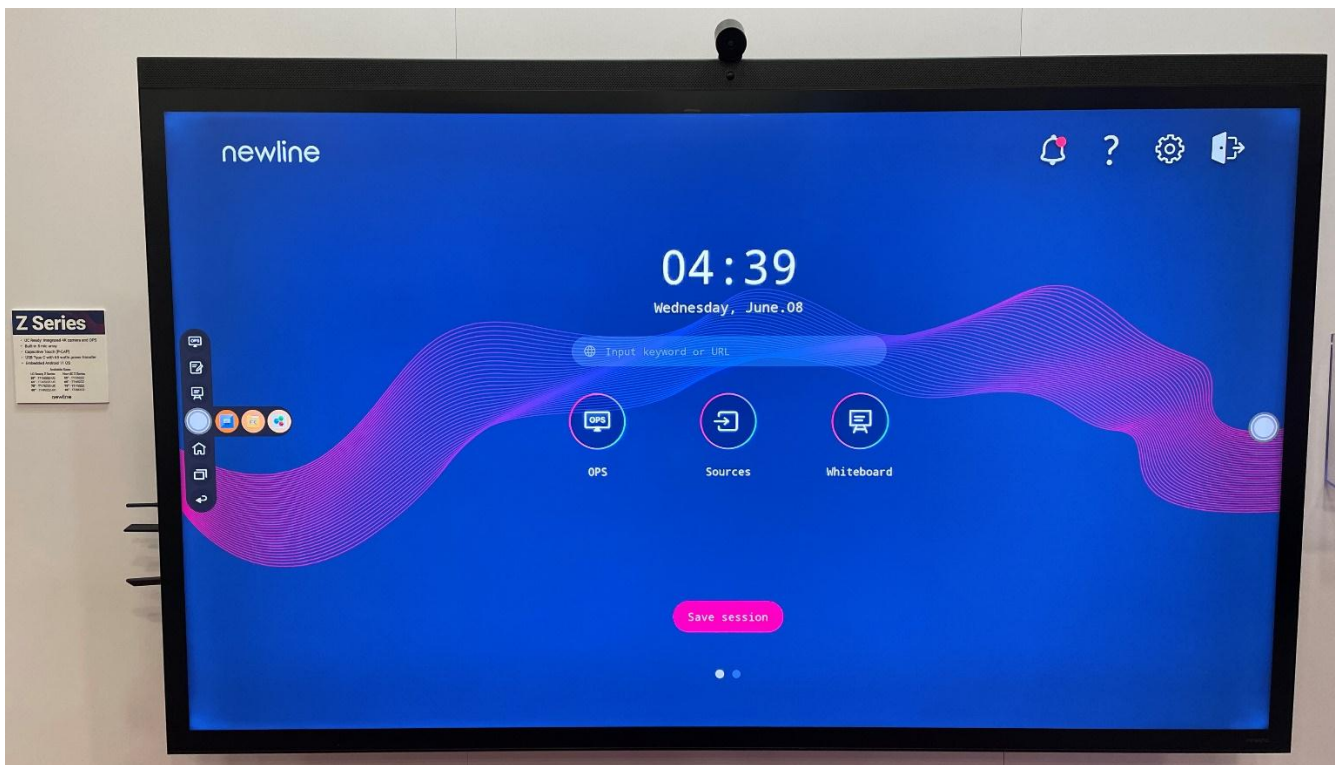


资料来源：DISCIEN 迪显，国元证券研究所

2021 年，公司整合公司内外部资源，积极应对海外疫情给公司供应链、国际物流所

带来的负面影响。同时发挥海外本土化经营优势，制定有针对性的营销策略，加强硬件优化和软件开发，努力提升产品性能，积极开拓北美、欧洲、亚太教育信息化市场。2021年，公司海外业务实现营业收入25.38亿元，同比增长约91.15%。根据Future source报告，2021年，公司教育IFPD/IWB产品在全球教育市场排名第二。公司在全球教育平板领域市场占比约18.5%，龙头效应开始显现。公司2022年半年度业绩预告显示，归母净利润预计同比增幅超3倍，海外业务收入高增长是首要原因。根据Future source报告显示，2021年，“newline”在美国市场占有率达15%，排名前三。

图 21: newline 全新 Z 系列商用会议机型

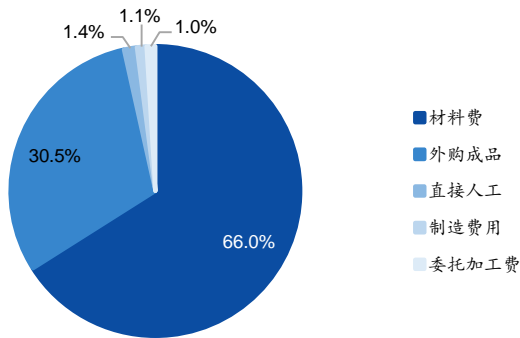


资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.3 面板价格持续下跌，毛利率迎修复机遇

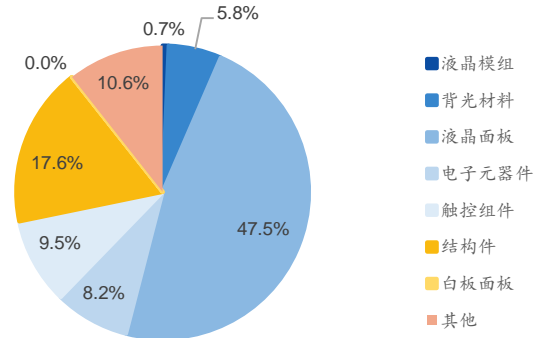
公司主要原材料由液晶面板、背光材料、电阻电容等电子元器件、触控件、结构件等材料构成，其中大尺寸液晶面板占主营业务成本的比例较高。根据公司招股说明书的数据，材料费用占公司主营业务成本比重较高，2018年占比为66.03%。智能交互显示行业的原材料为液晶面板、电子元器件等，公司一般直接向上游企业进行采购。其中，液晶面板的采购成本占比最大，2018年占原材料直接采购的比例为47.52%。液晶面板行业中大尺寸液晶面板的供应商相对较少，主要为LG、夏普、三星和友达光电等几家行业内知名生产商。液晶面板的行业价格波动与生产厂商的产能变动和下游市场需求变动相关。

图 22：2018 年公司主营业务成本构成



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

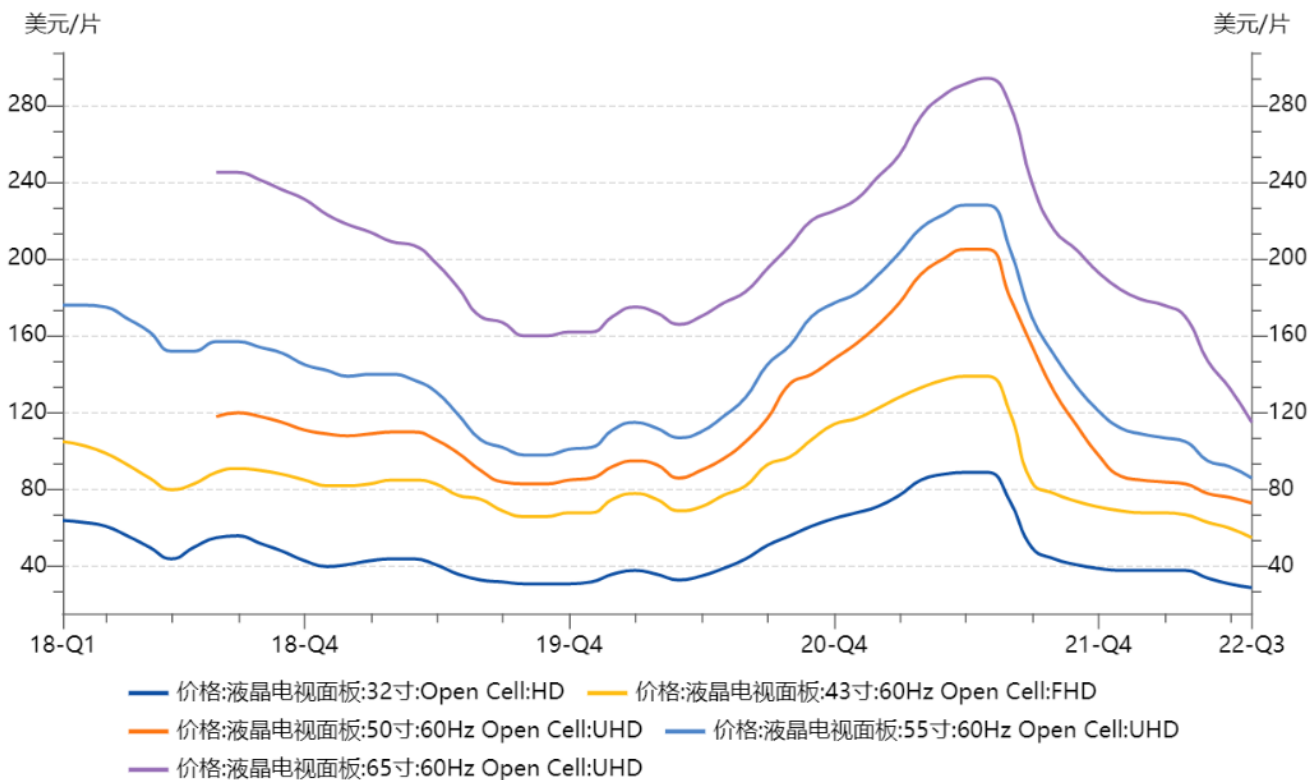
图 23：2018 年主要原材料采购成本构成



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

根据集邦咨询的数据，2022 年 6 月上旬电视、液晶显示器和笔记本电脑显示面板价格持续下跌，其中以小尺寸电视面板跌幅最大。而已经降至历史低点的面板价格还有可能继续下探。随着液晶面板进入下降通道，公司毛利率有望迎来修复。

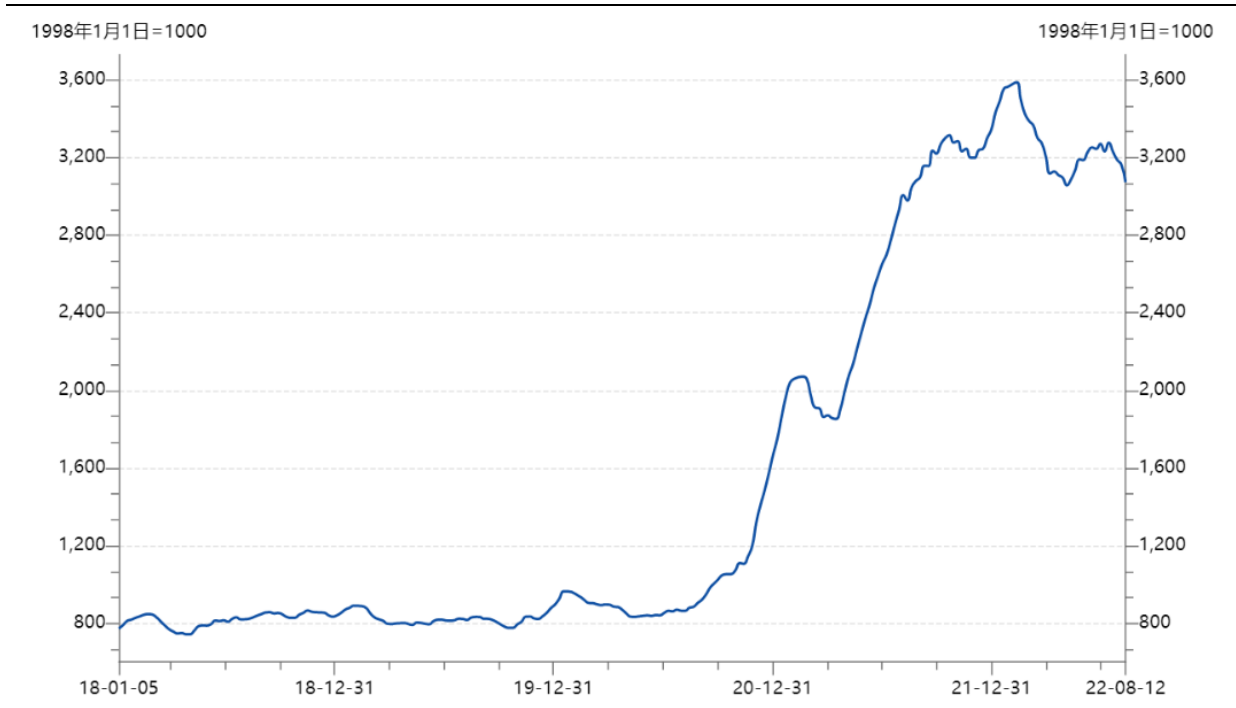
图 24：不同尺寸面板历史价格变动（单位：美元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

自 2020 年海外疫情全面爆发后，海外运输周期变长，海运费用高涨。2022 年以来，随着全球物流供应链的逐步恢复，天价海运费开始逐渐松动，CCFI 指数出现下跌。在公司海外业务继续保持高增长的背景下，公司出口订单有望迅速增长，海运成本的下降将为公司带来毛利率的显著修复。

图 25：中国出口集装箱运价指数(CCFI)



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.4 积极把握双减政策，课后服务快速落地

课后服务的快速落地，标志着公司从装备服务迈向更广阔的教育服务。“双减”政策之后，校内课后服务成为承接中小学生学习课后三点半看管、教育的主阵地。截至 2022 年 5 月，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。在顶层设计下，教育部加强政策引导，各地教育主管部门积极部署，全国中小学校则拥抱变革，落地实践。作为中国教育信息化龙头企业，公司积极把握行业变革的机遇，在多年教育信息化产业积累的基础上，以“一核两翼”战略推动业务布局，快速落地首个课后服务产品“鸿合三点伴”，为学校提供设备互联、数据互通、师生互动的端云一体化课后延时服务。

“鸿合三点伴”是整合了鸿合云平台、微信小程序、大屏端以及专用的智能设备等完整的信息化解决方案。该方案可以为各地教育局、学校、老师、家长以及课程提供方在课后延时服务中规划、组织、优选、服务、评价等各环节打造完整的服务闭环。

“鸿合三点伴”构建了完整的 PCS 体系，形成“平台+课程+运营”三位一体整体解决方案。平台方面，提供全面的教学监管服务，让管理者准确把握区域课后延时服务课程的具体实施状况。课程方面，提供 400 多门素质类课程的“博雅兼修、五育并举”课程体系，做到“易教易学有成果”。运营方面，解决省、市、区、县学校在落地课后服务时遇到的管理、课程和服务问题。实现“伴教伴学伴成长”。

2021 年，公司“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。根据公司官网，2022 年 7 月，“鸿

“鸿合三点伴”业务已与全国 23 省 70 市 110 个区县签约，已覆盖地区学生总数超 500 万人。“鸿合三点伴”在覆盖区县中以个别学校进行试点示范，示范学校已超 650 所。在未来两到三年内，“鸿合三点伴”的目标是服务地区的学生人数超过 1000 万。

公司副总裁、330 课后服务负责人曾湘宁表示，课后服务已然成为一个潜力巨大的“四有”产业。一是有政策，从“双减”顶层政策到各省落地政策，都将“两减”和“三增强”作为工作重点，明确支持课后服务。二是有需求，3 点半放学后，家长都希望孩子在学校获得高质量的素质教育课程。三是有资金，省、市、区、县都出台了明确的资金保障政策。四是有规模，我国约有 1.5 亿中小學生，据测算，课后服务将是一个有 3000 万学生参与的、可收费的市场。

图 26：“鸿合三点伴”课后服务课堂掠影



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内教育信息化重要企业，智能交互显示行业知名品牌，全球屈指可数的集研产销等全环节于一体的行业龙头企业之一。近两年来，基于在教育行业 20 多年打造的渠道优势和客户服务优势，公司顺应“教育信息化 2.0”政策，积极实施向服务转型的智慧教育“一核两翼”战略。从产品角度来看，目前公司产品主要包括：IWB 产品、其他智能交互产品、智能视听解决方案，我们按照这三个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. IWB（交互显示产品）产品：**公司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。根据 Future Source 和 IDC 的统计数据，2015-2017 年，公司的 IWB（电子交互白板和智能交互平板）产品销量在全球市场所占份额连续三年位列第一。2020-2021 年，该业务收入增速分别为-16.33%、63.07%，未来三年有望保持稳健增长，预测收入增速分别为 12.41%、10.96%、9.73%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 25.05%、20.38%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 20-22%的区间。
- 2. 其他智能交互产品：**公司的其他智能交互产品包括录播产品、电子书包、电子班牌等。录播产品是通过摄像头、麦克风、导播台、灯光、录播主机等设备共同组成的视频录制系统。电子书包是内置包括电子课本、习题等教学资源以及教学应用程序的便携式平板电脑。电子班牌是具有触控显示功能的展示平板，可实时获取最新校园信息，并能实现信息定向推送。2020-2021 年，该业务收入增速分别为-25.62%、6.53%，未来三年有望保持稳健增长，预测收入增速分别为 10.28%、13.39%、15.45%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 19.91%、23.53%，预测未来三年将保持在 2021 年的水平，维持在 23-24%的区间。
- 3. 智能视听解决方案：**公司智能视听解决方案主要应用于会议、控制室、展览展示等场景。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。2020-2021 年，该业务收入增速分别为 21.06%、7.57%，未来三年有望保持稳健增长，预测收入增速分别为 10.84%、9.93%、8.79%。毛利率方面，2020-2021 年分别为 20.38%、18.60%，预测未来三年将保持在过去两年的平均水平，维持在 19-20%的区间。

表 3：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
IWB 产品					
收入	2749.00	4482.87	5039.20	5591.50	6135.55
增长率	-16.33%	63.07%	12.41%	10.96%	9.73%
毛利率	25.05%	20.38%	20.97%	21.08%	21.20%
其他智能交互产品					
收入	996.76	1061.88	1171.05	1327.85	1533.00
增长率	-25.62%	6.53%	10.28%	13.39%	15.45%
毛利率	19.91%	23.53%	23.58%	23.63%	23.68%
智能视听解决方案					
收入	247.89	266.66	295.56	324.91	353.47
增长率	21.06%	7.57%	10.84%	9.93%	8.79%
毛利率	20.38%	18.60%	19.46%	19.58%	19.64%
合计					
收入	3993.64	5811.41	6505.81	7244.26	8022.02
增长率	-17.32%	45.52%	11.95%	11.35%	10.74%
毛利率	23.48%	20.87%	21.37%	21.48%	21.60%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内上市公司中，视源股份、科大讯飞、佳发教育也从事教育信息化相关业务，与公司主营业务相近，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值角度来看，公司的估值水平低于可比公司的平均水平。伴随着公司盈利能力的持续提升和课后服务业务的开展，公司 PE 估值水平有望持续提升，目前具备较好的长期投资价值。

表 4：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002841.SZ	视源股份	70.22	488.74	2.44	3.24	3.96	4.77	28.77	21.70	17.73	14.71
002230.SZ	科大讯飞	41.21	957.62	0.67	0.89	1.21	1.60	61.53	46.21	33.98	25.78
300559.SZ	佳发教育	9.25	36.96	0.21	0.49	0.62	0.77	44.73	18.94	14.93	12.01
平均		-	-	-	-	-	-	45.01	28.95	22.21	17.50
002955.SZ	鸿合科技	22.38	52.37	0.72	1.22	1.51	1.78	30.99	18.34	14.85	12.55

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2022 年 8 月 12 日

投资建议：

公司是一家研发设计智能交互显示产品及智能视听的高新技术企业，一直专注于多媒体电子产品文字、图像、音频、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，是行业的龙头企业之一。近年来，公司着手布局课后服务业务，通过“鸿合三点伴”平台为学校提供设备互联、数据互通、师生互动的端云一体化课后延时服务，未来成长空间广阔。

预测公司 2022-2024 年营业收入为 65.06、72.44、80.22 亿元，归母净利润为 2.86、3.53、4.17 亿元，EPS 为 1.22、1.51、1.78 元/股，对应 PE 为 18.34、14.85、12.55 倍。过去三年，公司 PE 主要运行在 20-40 倍之间，考虑到公司的成长性，给予公司 2022 年 25 倍的目标 PE，对应的目标价为 30.50 元。首次推荐，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1. 国家教育政策风险：**公司业务受国家教育政策影响较大。近年来，国家高密度出台一系列政策法规鼓励、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。另外，教育信息化领域的发展前景和盈利能力也与国家财政性教育经费投入情况紧密相关。国家财政性教育经费投入的波动可能会影响下游客户需求，进而影响公司经营业绩。
- 2. 教育服务业务开展不达预期的风险：**近年来，公司投入资源进行教育服务业务的研发和市场开拓，如教育服务业务开展不达预期，公司将面临前期投入的资源和成本无法获得回报的风险。同时，由于教师和学生需求的多样化，教育服务业务满意度存在不达预期的风险。
- 3. 技术创新的风险：**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冲击。
- 4. 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。公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家和地区的法律法规。如果未来我国与上述国家或地区的双边关系发生变化，产生贸易摩擦；或在上述国家或地区发生政治动荡、军事冲突等突发性事件；或上述国家或地区的外商投资政策发生重大变化，都将对公司的经营和盈利状况产生不利影响。同时，随着市场竞争日趋激烈，专利纠纷难以避免，存在一定的知识产权纠纷风险。
- 5. 新冠肺炎疫情影响的风险：**新冠肺炎疫情仍在持续，全球疫情发展及防控工作存在较大不确定性，我国也有境外输入及局部本地病例出现。未来疫情的不确定性将对公司业绩造成不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3413.77	3485.64	3983.74	4530.22	5131.14
现金	1337.63	1253.43	1609.95	1988.01	2411.78
应收账款	606.92	762.26	836.40	918.67	996.50
其他应收款	14.86	18.89	20.82	22.46	24.07
预付账款	63.13	70.51	77.24	84.75	92.45
存货	740.81	848.30	935.79	1029.31	1131.49
其他流动资产	650.43	532.24	503.53	487.02	474.86
非流动资产	724.81	1225.79	1168.91	1140.00	1129.97
长期投资	0.00	92.10	95.48	98.53	99.84
固定资产	135.66	627.53	643.95	647.46	650.91
无形资产	75.72	65.19	69.14	74.93	81.57
其他非流动资产	513.43	440.97	360.35	319.08	297.65
资产总计	4138.59	4711.43	5152.65	5670.22	6261.11
流动负债	1014.63	1380.34	1492.62	1619.92	1750.16
短期借款	20.02	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	705.90	920.48	1022.02	1130.23	1238.34
其他流动负债	288.71	459.86	470.59	489.68	511.83
非流动负债	87.20	166.99	169.67	171.10	171.94
长期借款	7.96	7.15	3.94	1.47	0.00
其他非流动负债	79.24	159.84	165.73	169.63	171.94
负债合计	1101.83	1547.33	1662.29	1791.02	1922.10
少数股东权益	20.81	24.34	53.95	90.13	132.60
股本	236.45	234.99	233.99	233.99	233.99
资本公积	1986.62	1918.86	1919.85	1919.85	1919.85
留存收益	845.83	1014.79	1300.37	1653.03	2070.36
归属母公司股东权益	3015.94	3139.76	3436.42	3789.07	4206.41
负债和股东权益	4138.59	4711.43	5152.65	5670.22	6261.11

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	145.63	220.42	333.08	406.09	478.10
净利润	95.25	186.98	315.20	388.84	459.80
折旧摊销	63.94	61.51	92.26	98.29	105.14
财务费用	28.00	39.22	1.60	1.24	0.92
投资损失	-40.50	-16.82	-28.75	-30.34	-32.38
营运资金变动	-52.49	-54.42	-57.38	-63.78	-67.66
其他经营现金流	51.44	3.94	10.16	11.84	12.27
投资活动现金流	200.98	-190.93	16.46	-25.52	-53.79
资本支出	355.86	230.06	5.21	35.58	60.64
长期投资	-515.18	-26.00	4.93	4.42	2.53
其他投资现金流	41.66	13.13	26.60	14.48	9.38
筹资活动现金流	6.56	-137.80	6.98	-2.51	-0.54
短期借款	9.54	-20.02	0.00	0.00	0.00
长期借款	7.96	-0.81	-3.21	-2.47	-1.47
普通股增加	97.36	-1.47	-0.99	0.00	0.00
资本公积增加	-87.41	-67.77	0.99	0.00	0.00
其他筹资现金流	-20.89	-47.73	10.19	-0.04	0.93
现金净增加额	334.56	-120.79	356.53	378.06	423.76

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3993.64	5811.41	6505.81	7244.26	8022.02
营业成本	3055.94	4598.35	5115.22	5688.13	6289.16
营业税金及附加	8.50	27.82	27.97	30.43	32.09
营业费用	383.63	478.61	528.92	575.92	626.52
管理费用	209.11	184.61	191.92	203.56	210.98
研发费用	190.98	248.05	279.32	305.37	350.28
财务费用	28.00	39.22	1.60	1.24	0.92
资产减值损失	-70.12	-45.37	-26.53	-20.69	-13.92
公允价值变动收益	-8.12	0.97	1.03	1.09	1.21
投资净收益	40.50	16.82	28.75	30.34	32.38
营业利润	124.38	231.55	387.21	475.76	560.80
营业外收入	3.23	2.58	2.62	2.67	2.73
营业外支出	1.57	4.41	4.32	4.18	4.02
利润总额	126.04	229.71	385.51	474.25	559.51
所得税	30.79	42.73	70.32	85.41	99.70
净利润	95.25	186.98	315.20	388.84	459.80
少数股东损益	13.59	18.02	29.61	36.19	42.47
归属母公司净利润	81.66	168.96	285.59	352.65	417.34
EBITDA	216.32	332.28	481.07	575.29	666.86
EPS (元)	0.35	0.72	1.22	1.51	1.78

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-17.32	45.52	11.95	11.35	10.74
营业利润(%)	-66.65	86.16	67.23	22.87	17.87
归属母公司净利润(%)	-74.00	106.90	69.03	23.48	18.34
获利能力					
毛利率(%)	23.48	20.87	21.37	21.48	21.60
净利率(%)	2.04	2.91	4.39	4.87	5.20
ROE(%)	2.71	5.38	8.31	9.31	9.92
ROIC(%)	10.08	16.28	23.85	29.08	33.43
偿债能力					
资产负债率(%)	26.62	32.84	32.26	31.59	30.70
净负债比率(%)	2.54	2.60	2.30	2.08	1.97
流动比率	3.36	2.53	2.67	2.80	2.93
速动比率	2.54	1.86	1.99	2.11	2.23
营运能力					
总资产周转率	0.99	1.31	1.32	1.34	1.34
应收账款周转率	5.21	7.93	7.61	7.72	7.84
应付账款周转率	4.63	5.65	5.27	5.29	5.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.72	1.22	1.51	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.94	1.42	1.74	2.04
每股净资产(最新摊薄)	12.89	13.42	14.69	16.19	17.98
估值比率					
P/E	64.13	30.99	18.34	14.85	12.55
P/B	1.74	1.67	1.52	1.38	1.24
EV/EBITDA	15.83	10.31	7.12	5.95	5.14

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188