

# 鸿合科技 (002955)

## 海外业务并表或增厚利润,新推出 AI 自习室 业务成长可期

买入 (首次)

2024年09月05日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001  
maty@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071

zhangwy@dwzq.com.cn

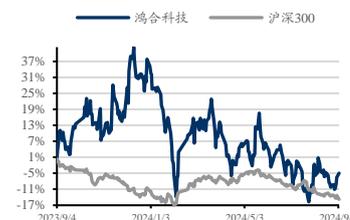
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4549	3929	4001	4261	4527
同比 (%)	(21.71)	(13.63)	1.81	6.50	6.25
归母净利润 (百万元)	396.10	322.58	410.17	473.91	552.96
同比 (%)	134.44	(18.56)	27.15	15.54	16.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.68	1.37	1.74	2.01	2.34
P/E (现价&最新摊薄)	13.11	16.10	12.66	10.96	9.39

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- **国内 TOP2 的教育智能交互大屏品牌,海外业务拓展顺利。**鸿合科技于 1990 年成立、于 2019 年上市,是全球知名的智能交互显示设备和教育信息化解决方案提供商。过去三十多年里,业务范围从国内横向拓展至海外,从硬件研发纵向拓展至教育服务业务。目前,公司经营范围包括教育信息化硬件、软件、行业解决方案和智慧教育服务,其中智能交互平板覆盖多个教育细分领域,2023 年在中国 IFPD 教育市场品牌份额排名前二。2023 年公司营收 39.3 亿元,其中智能交互平板收入占比 72%;公司在国内外市场均衡发展,2023 年收入各占 50%。
- **智能交互平板主业:海外收入占比提升,新线美国并表或增厚利润。**鸿合科技近年收入受国内教育智能交互大屏行业需求收缩而下滑,但境外收入占比显著提升,2015 年 5%增至 2023 年的 50%。公司国际业务遍及美国、欧洲、东南亚等在海外市场具备供应链优势和国际竞争实力,在全球教育 IFPD/IWB 产品中排名第二,尤其在美国教育市场表现强劲。2023 年底公司收购新线美国 25%的少数股东股权,新线美国 2024-2027 年承诺销售净利润不低于 2750/3025/3328/3360 万美元。我们认为新线美国少数股权 2024 年并表,有望增厚公司归母净利润。
- **第二曲线:积极布局课后服务,新推出 AI 自习室业务成长可期。**公司通过“鸿合三点伴”为学校提供课后服务,采取教育局招投标等多种收费模式,截至 2024 年 6 月已与全国 190+区县签约,课程达 400 多门、近 100 个科目。此外,公司在 2024 年 6 月推出“小优成长书房”AI 自习室业务,面向社区 6-15 岁孩子,提供智能学习空间。该业务自推出以来,加盟需求强劲,已在北京、武汉等城市开业,并计划通过加盟模式加速拓展。AI 自习室行业自 2024 年起快速发展,我们估算 2024 年市场空间约 545 亿元,2034 年或增长至 1169 亿元(由于行业处于发展早期,该预测值受到较多假设值影响,仅供参考)。我们基于行业相关数据,对 AI 自习室单店模型进行测算,一个 100~200 平米的网点在第一年/第二年/第三年收入约为 120/180/210 万元,净利润为 15/75/105 万元,净利率分别为 13%/42%/50%,此后保持稳定。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.1/4.7/5.5 亿元,同比增速分别为 27%/16%/17%。我们采用相对估值和绝对估值进行交叉验证。相对估值法下,选取视源股份和康冠科技作为可比公司。视源股份和康冠科技当前总市值对应 2024-2026 年 PE 平均值分别为 24/20/17 倍,高于鸿合科技的 13/11/9 倍。绝对估值法下,过渡期假设增长率为 2%、永续增长率假设为 1%。β 值根据过去 100 周公司股价和上证综指走势计算,为 1.2。计算得到,公司合理市值为 77 亿元,对应 2024-2026 年 PE 分别为 19/16/14 倍。首次覆盖,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、原材料价格波动风险、境外经营风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.82
一年最低/最高价	18.80/33.62
市净率(倍)	1.48
流通 A 股市值(百万元)	4,081.17
总市值(百万元)	5,154.94

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.76
资产负债率(% ,LF)	29.17
总股本(百万股)	236.25
流通 A 股(百万股)	187.04

### 相关研究

## 内容目录

1. 国内 TOP2 的教育智能交互大屏品牌，海外业务拓展顺利.....	4
1.1. 收入结构：海外业务加速拓展，形成全新增长引擎.....	5
1.2. 发展历程：从硬件起步，横向扩张海外市场，纵向深耕教育服务行业.....	6
2. 智能白板主业：海外收入占比提升，新线美国并表或增厚利润.....	7
2.1. 收入端：境内收入受行业不利影响，而境外收入占比快速提升.....	7
2.2. 行业空间：国内教育白板渗透率较饱和，海外空间广阔.....	8
2.3. 境外收入占比提升，推动整体毛利率显著改善.....	12
2.4. 收购新线美国少数股权，有望增厚 24 年归母净利润.....	13
3. 第二曲线：积极布局课后服务，新推出 AI 自习室业务成长可期.....	14
3.1. “鸿合三点伴”签约区县数量持续增长.....	14
3.2. 新推出“小优成长书房”，探索千亿级 AI 自习室行业.....	16
3.2.1. AI 自习室商业模式和行业空间估算.....	17
3.2.2. AI 自习室竞争格局.....	19
4. 业绩预测及投资建议.....	20
5. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1: 鸿合科技主要产品.....	4
图 2: 2019-2023 年公司分产品收入结构 .....	5
图 3: 2015-2023 年公司境内外收入结构 .....	5
图 4: 2020-2023 年公司分季度收入结构 .....	6
图 5: 2023Q1-Q4 中国教育 IFPD 公开中标台数 (万台) .....	6
图 6: 2016-2023 年公司收入及同比增速 (百万元, %) .....	7
图 7: 2016-2023 年公司境内外收入同比增速 .....	8
图 8: 2015-2023 年公司境内外收入结构 .....	8
图 9: 2019-2023 年新线美国子公司收入 (百万元) .....	8
图 10: 2019-2023 年中国智能交互大屏出货量 (万台) .....	9
图 11: 海外教育市场智能交互平板出货量预测 (万台) .....	10
图 12: 2023H1 全球 IFPD 主要部件产业链大陆生产占比 (%) .....	11
图 13: 2021 年海外教育 IFPD 分品牌占比 (%) .....	12
图 14: 2016-2023 鸿合科技毛利润 (百万元) .....	12
图 15: 2016-2023 年鸿合科技境内外业务毛利率 .....	12
图 16: 中国 65"液晶面板价格走势 (美元/片) .....	13
图 17: 2015-2024 中国出口集装箱运价指数 .....	13
图 18: 小优成长书房直营店.....	16
图 19: 加盟模式的 AI 自习室单店模型测算值 .....	18
图 20: 2016-2023 年鸿合科技费用率趋势 .....	22
图 21: 2016-2023 年经营费用及工资薪酬 (百万元) .....	22
图 22: 鸿合科技市值、归母净利润及 PE 倍数.....	22
表 1: 1990 年-2023 年鸿合科技发展历程 .....	6
表 2: 海外教育信息化与教育数字化建设的政策和投资计划.....	10
表 3: 新线美国各期价款、承诺净利润情况及补偿方式.....	13
表 4: “鸿合三点伴”签约情况.....	15
表 5: 2022 年各省市关于课后服务的定价要求 (部分) .....	16
表 6: 2024-2034 年预估的 AI 自习室行业空间 .....	19
表 7: AI 自习室行业参与者类型 .....	20
表 8: 2024-2026 年鸿合科技业绩预测 (百万元人民币) .....	21
表 9: 行业可比公司估值.....	23
表 10: 绝对估值假设.....	23
表 11: 鸿合科技绝对估值计算过程 (百万元) .....	24
表 12: 鸿合科技绝对估值敏感性分析 (亿元) .....	24

## 1. 国内 TOP2 的教育智能交互大屏品牌，海外业务拓展顺利

鸿合科技成立于 1990 年，并于 2019 年 5 月在深交所上市。公司主要从事教育信息化业务，是全球智能交互显示知名品牌。截至 2024 年 5 月，已累计为 K12 教室提供超 380 万台交互显示设备。2023 年公司在国内 IFPD 教育市场品牌份额排名前二。除了交互大屏，公司还提供智慧校园等解决方案、课后延时服务等。此外，公司还提供智慧教育服务，包括课后延时服务、教师信息化素养培训服务等，2024 年 6 月推出“小优成长书房”，为 6~15 岁儿童提供课后自习服务。

图1：鸿合科技主要产品

类别	主要产品
教育信息化硬件	<p>主要包括智能交互平板、智能交互黑板、智能互联黑板、智能数字绿板、录播智慧屏及教学周边产品等。其中鸿合智能交互平板集大尺寸液晶显示、触控交互、多媒体信息播放、智能软件应用等功能于一体的多媒体电子产品，覆盖幼教、普教、高教、职教等细分领域，产品尺寸包含 55 寸到 98 寸等多种规格。</p> 
教育信息化软件	<p>主要包括备课教学软件“鸿合 π6”、鸿合集控运维平台、鸿合板书精灵软件、多屏互动软件、鸿 U 交互教学系统、鸿雁互动录播系统等。</p> 
行业解决方案	包括高职教互动教学解决方案、三个课堂解决方案、智慧教室等



包括中小学课后服务产品“鸿合三点伴”、教师信息化素养培训服务平台“中教师训”。2024年6月，公司推出“小优成长书房”，为社区6-15岁孩子提供服务，通过AI技术提升学习效率并实现个性化学习辅导。

智慧教育服务

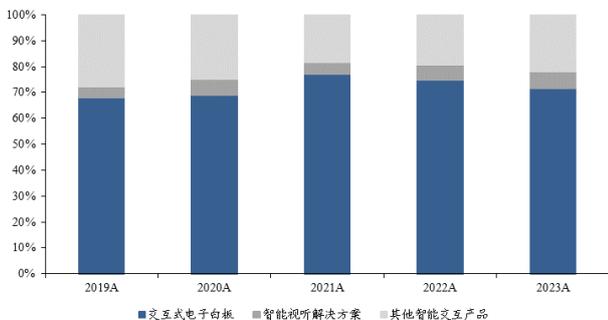


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.1. 收入结构：海外业务加速拓展，形成全新增长引擎

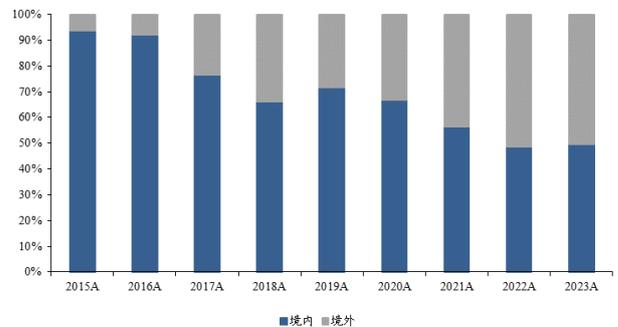
收入主要来自交互式白板，境内外占比均衡。2023年公司营收39.3亿元人民币，其中交互式白板收入占比72%，其他收入包括软件、解决方案和智慧教育服务。分地区来看，境内和境外收入各占50%，结构均衡。分销售模式来看，公司以经销为主、直销为辅，2023年经销收入占比94%、直销收入占比6%。全国设16个销售分区，与数千家经销商合作，网点覆盖各级省市县，为产品推广等提供支撑。经销模式又分为项目型和分销型两种合作模式。项目型依订单洽谈，无统一标准；分销型有奖励机制，售价指导性设定。经销商主要负责市场推广、系统集成和终端用户简单培训，简易日常售后由经销商负责，高难度售后由公司负责。

图2：2019-2023年公司分产品收入结构



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

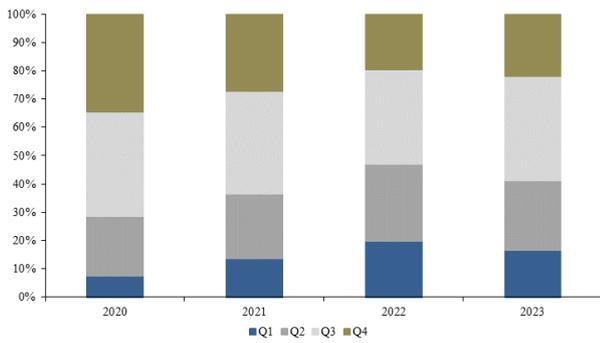
图3：2015-2023年公司境内外收入结构



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

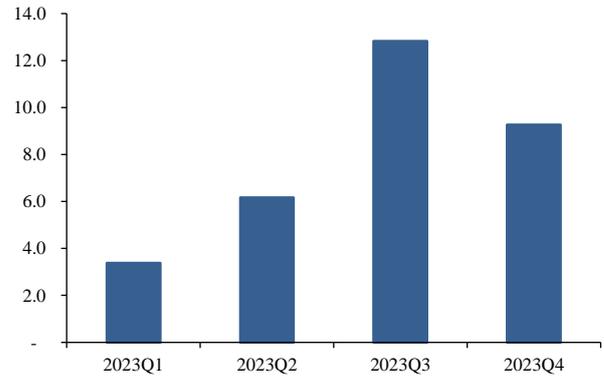
**公司的收入具有一定的季节性：**为保证智能交互显示产品的交付使用，国内各地教育部门一般选择在 6 月份开始采购，利用暑假时间进行安装、调试、培训等工作。因此，公司教育领域智能交互显示产品国内业务季节性较强，通常一季度为销售淡季，三季度为销售旺季。而公司的海外业务没有明显季节性。

图4：2020-2023 年公司分季度收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2023Q1-Q4 中国教育 IFPD 公开中标台数（万台）



数据来源：洛图科技，东吴证券研究所

注：此数据为行业整体值，不代表鸿合科技的表现

## 1.2. 发展历程：从硬件起步，横向扩张海外市场，纵向深耕教育服务行业

鸿合科技自 1990 年在北京中关村成立以来，一直专注于教育信息化领域的发展。发展历程分为三个阶段：1990~2005 年为起步期，推出自有品牌的投影机和实物展台，自主研发红外电子交互白板，打破海外品牌垄断；2010~2018 年为快速扩张期，完成了海外市场开拓、股份制改制；2019 年公司在深证交易所上市，2021 年随着教培政策变化，公司推出课后服务和教师培训服务，增强教育信息化服务能力。

表1：1990 年-2023 年鸿合科技发展历程

年份	重要事件
1990 年	公司成立，开始专注于多媒体视讯（AV）行业，包括产品推广、系统集成与技术研发。
1998 年	推出国内首款自有品牌 HiTe Pro 100 投影机。
1999 年	自主研发生产出国内第一代实物展台 HiTe VPS 系列。
2003 年	推出国内第一代自有品牌书写屏，开创国内“数字讲台”新时代。
2005 年	推出国内首款红外电子交互白板，打破了国外品牌的垄断。
2010 年	正式成立海外营业本部，开始构建面向北美、南美、欧洲、澳洲、泛亚太地区的业务管理架构。
2012 年	自主研发的交互平板生产线投产。
2015 年	深圳坪山生产基地落成投产，拥有国内三十六家、海外七家分支机构。

2017年	改制为股份公司，鸿合科技股份有限公司成立。
2018年	与中科院软件所共同主导的“笔式人机交互关键技术及应用”项目，荣获国家科技进步二等奖。
2019年	在深圳证券交易所上市，旗下全球商用品牌 newline 登陆中国市场。
2020年	安徽蚌埠生产基地一期工程完工，鸿合大厦封顶。
2021年	推出“课后延时服务”和“师训服务”，研发服务平台，开展线上线下混合式教师信息化素养培训服务。
2022年	北京新总部启用，迁址北辰时代大厦，开启全球布局新征程。
2023年	正式进军体育教育新蓝海，完成对深圳市蝙蝠云科技有限公司的股权收购。

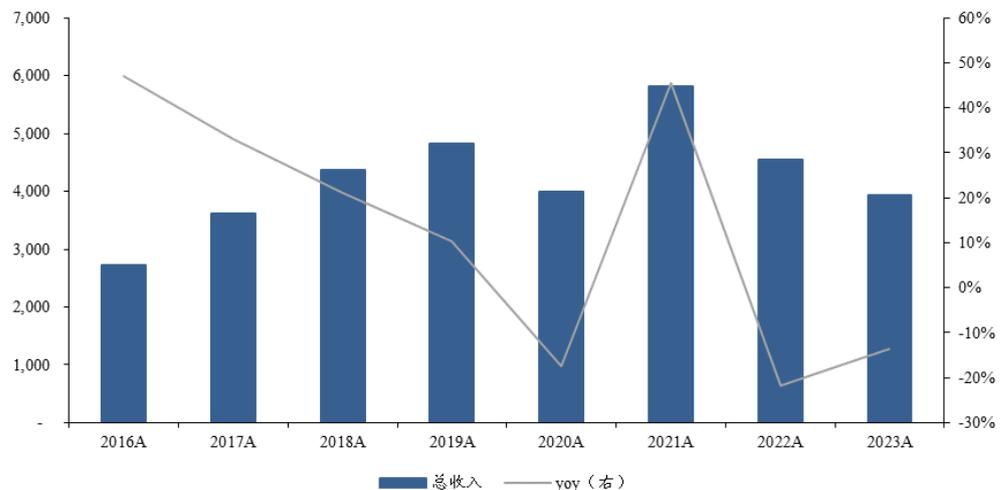
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2. 智能白板主业：海外收入占比提升，新线美国并表或增厚利润

### 2.1. 收入端：境内收入受行业不利影响，而境外收入占比快速提升

2016-2019年公司收入持续上升，2020年受疫情影响而下滑，2021年已明显修复。2022年开始，由于随着国内教育智能交互大屏行业整体需求收缩，公司收入随之下滑。

图6：2016-2023年公司收入及同比增速（百万元，%）

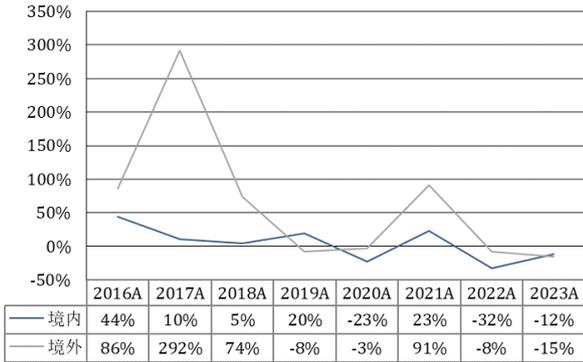


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2011年开始，公司进军国际教育信息化市场，拓展海外份额，采用本地化运营，在各国建立本地团队。境外收入占比从2015年的5%提升至2023年的50%。境外业务覆盖美国、欧洲、东南亚等多个市场，其中美国市场占比最高。2023年新线美国子公司收入达13.6亿元人民币，同比增长16%，占公司总收入的35%，占公司境外收入的69%。

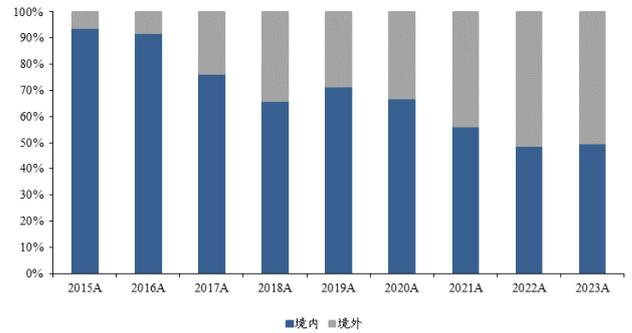
2023年公司教育IFPD/IWB产品全球排名第二，2023年下半年Newline在美国教育市场排名第一。

图7: 2016-2023 年公司境内外收入同比增速



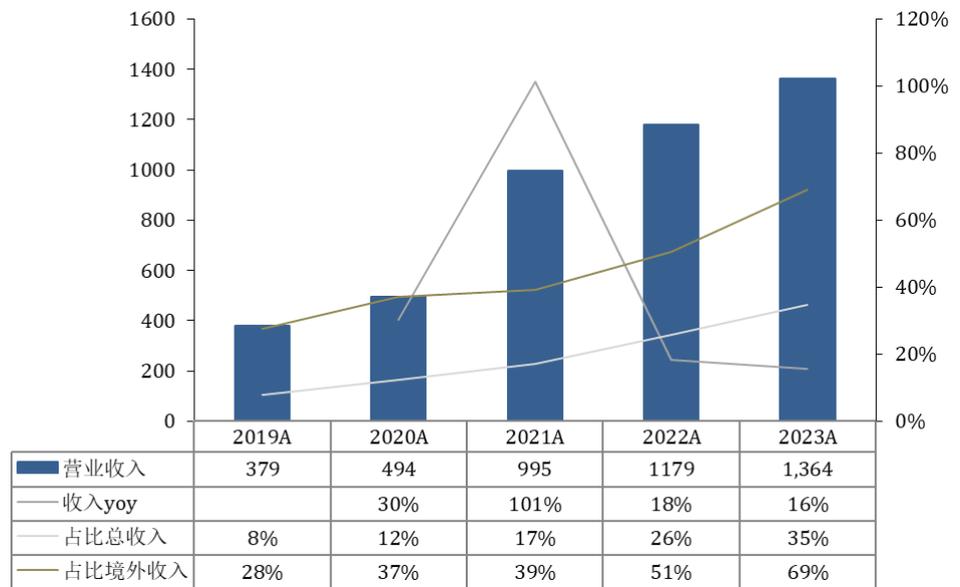
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2015-2023 年公司境内外收入结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2019-2023 年新线美国子公司收入 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2. 行业空间: 国内教育白板渗透率较饱和, 海外空间广阔

根据贝哲斯咨询报告, 2022 年全球与中国交互式平板显示器市场规模分别为 305.95 亿元人民币、138.99 亿元, 并预计 2028 年全球市场规模将达 464.04 亿元, 2022-2028 年 CAGR 为 7.19%。

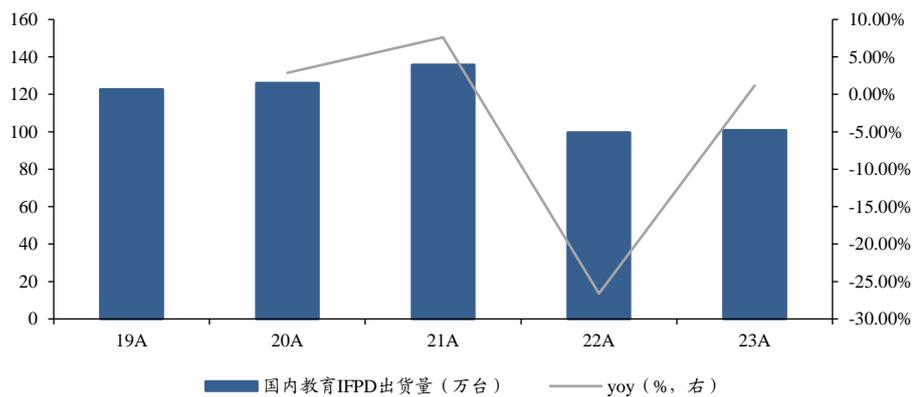
**教育白板国内渗透率较高, 竞争格局相对稳定, 海外市场渗透率仍有提升空间。**

国内方面, 2022 年是一个分水岭, 2020-2021 年中国交互智能大屏出货量呈双位数增长, 而 2022 年、2023 年则分别下滑 29%和下滑 13%。主要原因包括新生儿减少致学

校需求减弱、政府采购热情降低、换机周期较长等。

竞争格局上，过去三年国内教育 IFPD 市场按照出货量排名，视源股份和鸿合科技分别排第一、第二。2021-2023 年视源股份教育类 IFPD 在国内的市占率分别为 48%/48%/50%。根据迪显报告，2023H1 视源股份和鸿合科技的市占率分别为 43%和 20%。TOP2 竞争格局相对稳定。

图10：2019-2023 年中国智能交互大屏出货量（万台）



数据来源：洛图观研科技，华景产业研究院，群智咨询，东吴证券研究所

全球教育 IFPD 渗透率远低于中国市场，海外教育信息化市场空间较为广阔。根据迪显咨询，截至 2022 年全球教育 IFPD 渗透率达 21%，中国教育 IFPD 渗透率达到 68%，走在世界前列，经合组织 IFPD 渗透率 33%。

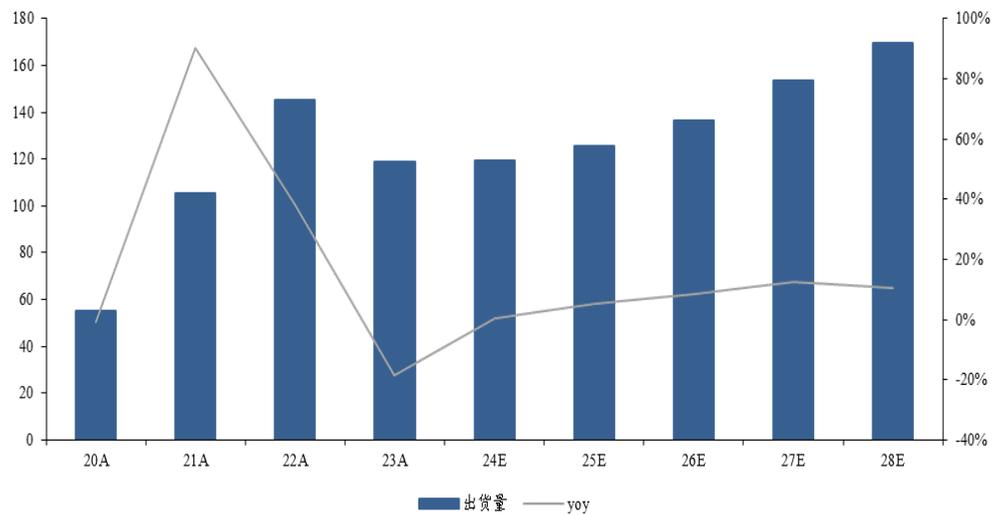
海外的教育市场在政府长期计划支持、学校需求稳定增长的背景下具有良好的前景，市场可拓展范围较大。北美、欧洲和亚洲多国政府重视学校的信息化建设，先后启动了相关项目并给予配套资金支持学校对智能交互显示产品的采购和应用。以欧美为代表的发达国家对智能交互显示产品的接受度高，产品进入学校的时间早，市场相对成熟，对产品质量和技术的要求高。虽然市场规模相比国内市场较小，但由于销售价格高，因此利润水平较高。整体市场销售量稳定增加，且有较高的更新换代需求。以印度为代表的发展中国家对教育信息化的重视程度也逐渐增强。由于其人口基数大，经济发展程度提高和教育信息化投入增多的特点，发展中国家教育市场对产品的需求呈上升趋势，新市场的拓展潜力较高。海外各国教育信息化政策是长周期性政策，美国教育稳定基金持续到 2025 年，德国 DigitalPakt 计划持续到 2024 年，意大利未来教育的计划持续至 2026 年，印度学校教育改革计划对智慧教室的要求目标时间则到 2030 年。根据迪显咨询，2023 年海外教育市场交互智能平板的出货量为 118.6 万台，未来五年海外教育市场交互智能平板的预估复合增长率约为 7%。

表2: 海外教育信息化与教育数字化建设的政策和投资计划

国家	政策/计划名称	投资领域或目标
美国	2020年起发布三期教育稳定基金	投入2800多亿美元保障学生学习
德国	-	计划在2019-2024投入50亿欧元于中小学数字基础设施
意大利	《意大利的未来学校计划》	计划在2022-2026年投入175亿欧元于新建校、教室改善、教师培训、远程教育
法国	《2023—2027年教育数字化战略》	将提升数字服务、教育资源覆盖、教师培训
挪威	《高等教育数字化转型战略》	强调促进数字与教育及研究互动、高等教育机构合作
芬兰	《2027年教育和培训数字化政策》	通过数字化工具支持平等学习机会
韩国	《绿色智能未来学校综合推进计划》	计划在2021-2025年投入18.5亿韩元于教学楼翻新、无线互联网、学习平台、数字设备

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

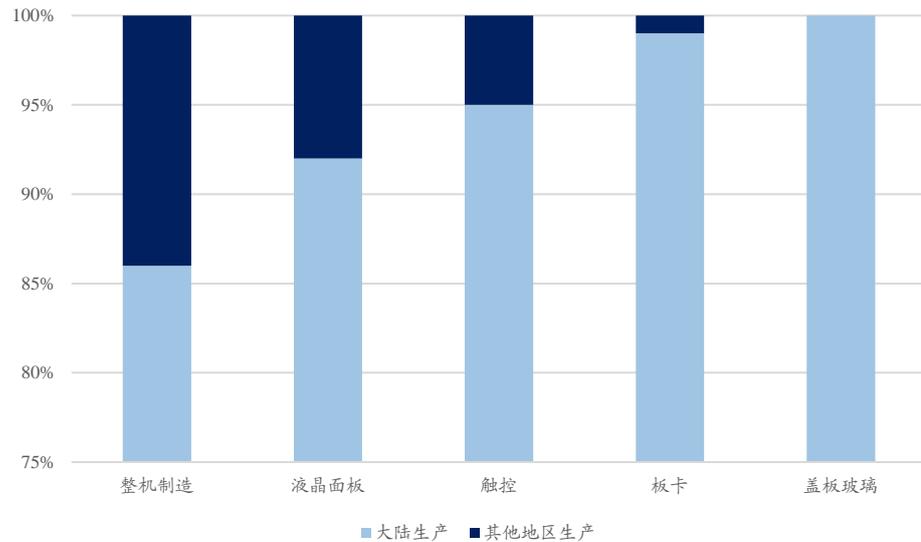
图11: 海外教育市场智能交互平板出货量预测(万台)



数据来源: 迪显咨询, 东吴证券研究所

竞争格局上, IFPD 产业链一直以中国大陆为主, 根据迪显数据, 2023H1 年全球 IFPD 产业链中, 中国大陆液晶面板、触控、板卡占全球总出货的 92%、95%、99%, 而整机生产方面则占到了全球的 86%。

图12: 2023H1 全球 IFPD 主要部件产业链大陆生产占比 (%)

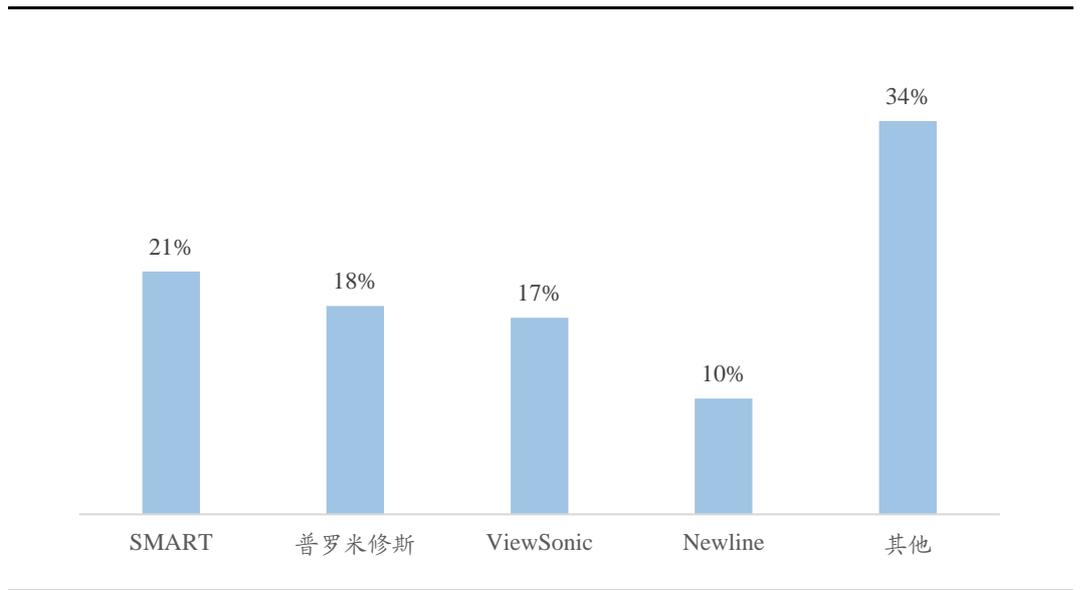


数据来源: 迪显, 东吴证券研究所

在海外业务布局上, 视源股份和鸿合科技差别较大。鸿合 2011 年进军国际市场, newline 品牌针对海外教育市场, 2023 年海外营收 19.8 亿元, 占总营收 50.3%; 其中自有品牌 Newline 营收增势亮眼, 实现了三年复合增长率 38% 的快速增长, 2023 年下半年 Newline 在美国教育市场排名第一。视源股份营收结构偏向国内, 海外营收 37.2 亿元, 占总营收 18.4%, 海外业务以教育 ODM 为主, 也布局 Maxhub 销售。

鸿合科技具备较强的国际竞争实力。2019 年, newline 品牌在更多的国家设立分支机构, 建立本土化运营团队, 拓展更多渠道, 研发生产满足当地用户需求的产品, 形成了部分优势市场。与此同时, “newline” 亦积极开拓国内市场, 快速铺设渠道网络。2023 年, Newline 成为全球第一个 IFPD 产品通过 Google EDLA 认证的品牌, 不仅在欧洲取得重大标单, 也改变了整个 IFPD 行业的趋势, 使得通过 EDLA 认证逐渐成为标准要求, 进一步拉大了与二、三线品牌的差距。同时, Newline 发布了 LED 一体机产品, 进一步丰富了产品线, 可以提供 100 寸以上的显示产品, 满足了客户对超大尺寸显示的需求。正是基于 Newline 杰出的产品研发能力、优秀的市场开拓能力、专业可靠的品牌形象以及公司全球布局的优势, 公司自有品牌 Newline 在 2023 年继续高速增长, 2023 年下半年在美国教育市场排名第一。

图13: 2021年海外教育IFPD分品牌占比(%)

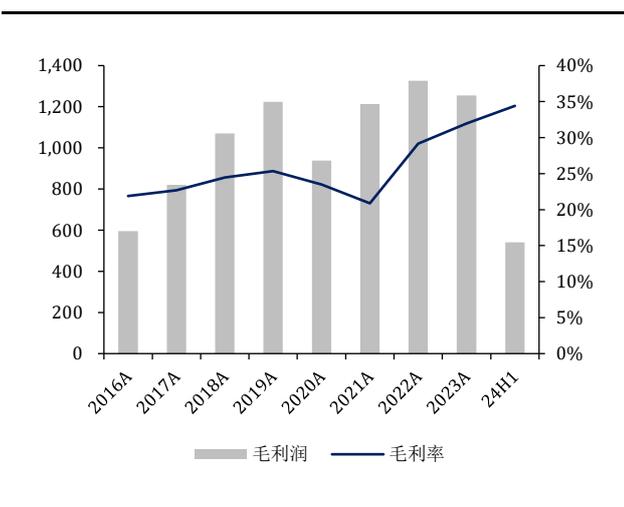


数据来源: 迪显, 东吴证券研究所

### 2.3. 境外收入占比提升, 推动整体毛利率显著改善

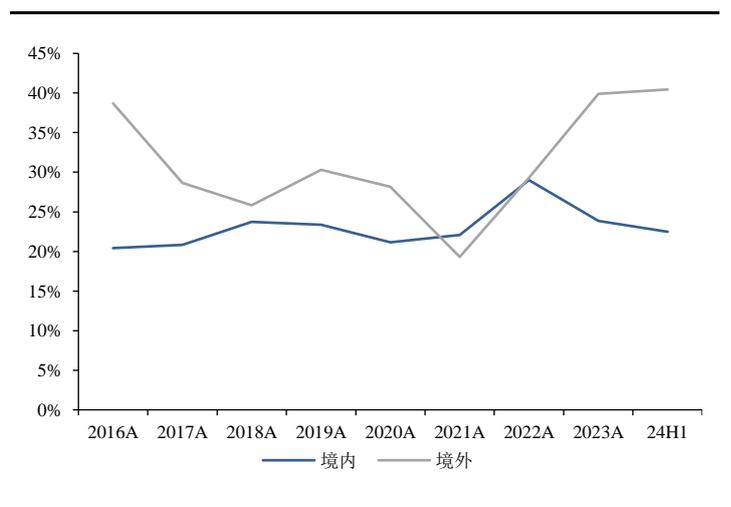
除 2021-2022 年, 公司毛利率整体呈上行趋势, 从 2016 年的 22% 提升至 2023 年的 32%。毛利率提升的原因主要是高毛利率的海外业务收入占比提升, 2023 年公司境外/境内业务毛利率分别为 40%/24%, 公司境外业务收入占比从 2015 年的 6% 提升至 2023 年的 50%。

图14: 2016-2023 鸿合科技毛利润 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2016-2023 年鸿合科技境内外业务毛利率

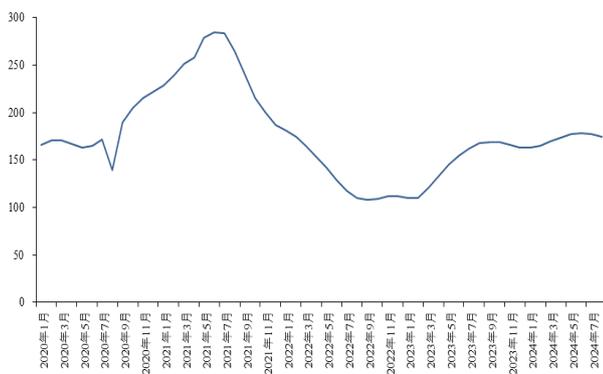


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从成本构成来看，公司硬件产品的原材料主要包括液晶面板、芯片、结构件等，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。此外，公司的海外业务受航运成本的影响。

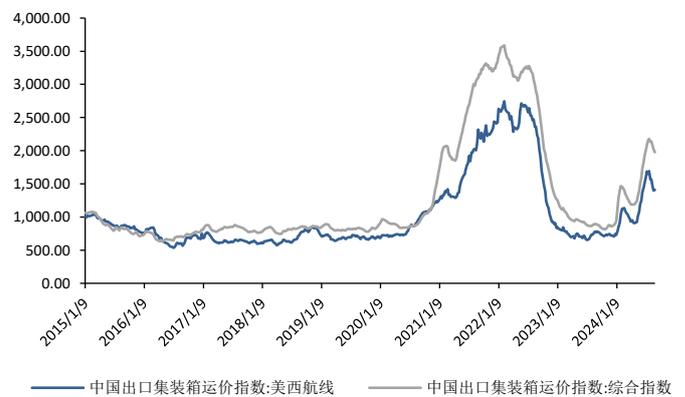
公司 2020-2021 年毛利率出现小幅下滑，主要因为 2020 年下半年开始，原材料价格上涨，以及 2020 年开始海运费大幅提升。而 2022 年以来，面板价格和航运成本都开始出现下降。中国出口集装箱运价指数自 2022 年 7 月开始从高位持续下行，2023 年回落至正常价格水平并维持在低位运行，对公司毛利率产生一定的积极影响。

图16：中国 65"液晶面板价格走势（美元/片）



数据来源：迪显，DSCC，Vitsview，东吴证券研究所

图17：2015-2024 中国出口集装箱运价指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所  
注：以 1998 年 1 月 1 日=1000 点

## 2.4. 收购新线美国少数股权，有望增厚 24 年归母净利润

公司在 2023 年 10 月 30 日召开会议审议通过相关议案，以现金方式购买子公司新线美国 25%少数股东股权。子公司鸿途香港与相关方签订协议，分 5 期支付 4125 万美元转让价款。第 1 期于 2023 年 12 月 14 日支付 825 万美元，剩余 4 期在新线美国满足特定条件时支付，若条件未满足，按实际净利润占承诺指标比重支付当期股权转让款。根据业绩承诺，2024-2027 年新线美国净利润需不低于 2750/3025/3328/3360 万美元，若按照 2024/9/4 汇率 1 美元=7.1148 人民币换算，分别对应 2.0/2.2/2.4/2.6 亿元人民币。

表3：新线美国各期价款、承诺净利润情况及补偿方式

期数	需支付转让价款（万美元）	净利润承诺指标（万美元）	净利润所属期间
第 1 期支付	825	不涉及	不涉及
第 2 期支付	825	2750	2024 年度
第 3 期支付	825	3025	2025 年度
第 4 期支付	825	3328	2026 年度
第 5 期支付	825	3660	2027 年度

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 第二曲线：积极布局课后服务，新推出 AI 自习室业务成长可期

公司在 2020 年就确定了从教育装备向教育服务延伸的发展战略，并推出“鸿合三点伴”，聚焦校内课后服务。2023 年初，公司购买“紫荆云”幼儿园课后延时服务平台，完成教育服务全周期布局；年中成立南京鸿合人工智能科技研究院有限公司，致力 AI 与教育结合；下半年收购深圳市蝙蝠云科技有限公司，夯实教育数字化全生态体系建设布局。2024 年，鸿合科技锐意变革，加大投入研发 AI 人工智能产品，推出“小优成长书房”项目。

#### 3.1. “鸿合三点伴”签约区县数量持续增长

公司通过“鸿合三点伴”为学校提供课后延时服务，公司课后服务业务独立于传统的教育信息化产品和综合解决方案业务，不与设备配套销售。

2021 年，公司整合内外部资源，组织了近 200 人的研发团队，调研近 20 个省份，结合教育部的要求和学校具体情况，研发了“鸿合三点伴”管理平台，以满足课后服务中教育局、学校、老师、家长等多方诉求；成立了近 100 人的课程中心，集聚全国优质素质教育课程近 200 门，与公司信息化装备有机结合，可帮助老师完成高质量的素质课程教学，并降低学校和家长成本；同时，公司组织了近 100 人的运营团队，为区县教育局和学校及时提供培训运营服务。

2022 年，“鸿合三点伴”2.0+升级版发布，在原有的“管理平台+课程体系+运营服务”服务基础上，新增教师培训和智能硬件支持。2022 年 8 月，“鸿合三点伴”被教育部教育技术与资源发展中心认定为第一批测试合格方案，实现与教育部管理平台的技术对接。2022 年 10 月，“鸿合三点伴”与江西省九江市签约，标志着“城市级”运营部署的第一步。伴随着九江项目的启动，“鸿合三点伴”的 2.0+X 落地模式可提供市、区县层级的统筹项目所需的全套标准化工具、流程和产品。

“鸿合三点伴”提供市、区县层级的统筹项目所需的全套标准化工具、流程和产品，包括不限于平台、课程、运营服务和教师培训等。课程方面，公司自研和外协优质素质类课程 400 多门，覆盖全学科素质教育课程；运营服务方面，公司为各学校提供“录播双师课”、派师进校、打造特色教室等运营支持。

收费模式上，“鸿合三点伴”采取教育局招投标、课程销售以及收取机构管理费等模式。各地区出台的政策不一，多数地区以财政采购服务付费、学校采购服务付费、家长采购服务买单相结合的收费模式。

2022 年公司曾表示，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%，在全国范围内开展普惠式课后服务业务，助力课后服务全覆盖。

表4: “鸿合三点伴” 签约情况

时间	签约情况
截至 2021 年 12 月	与全国 19 省 49 市 72 区县签约, 合作学校超过 200 所, 服务教师和学生超 26 万人
截至 2022 年 5 月	与全国 21 省 65 市 104 区县签约, 合作学校 544 所, 服务教师和学生近 50 万人
截至 2022 年 7 月	已与全国 23 省 68 市 107 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。
截至 2022 年 8 月	已与全国 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。
截至 2022 年 12 月	已与全国 26 个省 88 个市 150 个区县签约。
截至 2023 年 3 月	已与全国 26 省 88 市 150 个区县签约。
截至 2023 年 11 月	已与全国 160+ 区县签约, 在江西九江、徐州徐淮等优势区域进行重点推广。
截至 2024 年 5 月	已与全国 170+ 区县签约, 覆盖近 700 万学生。
截至 2024 年 6 月	已与全国 190+ 区县签约, 课程达 400 多门、近 100 个科目

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从整个市场来看, “双减政策” 出台后, 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, 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, 2023 年, 中国共有普通小学 14.4 万所, 小学在校生人数为 1.08 亿人; 初中共有 5.2 万所, 初中在校生人数为 5243.7 万人。我们按照 500 元/人/学期测算, 则 K9 阶段课后服务行业潜在规模约为 1604 亿元/年。

表5: 2022年各省市关于课后服务的定价要求(部分)

省份/直辖市	城市/地区	课后服务收费标准详情	换算为每生每学期定价最高限价(元)	用于计算K9平均值(元/人/学期)
海南省	-	财政按年生均不低于课后服务成本的20%补助,不足部分每生每课时不高于2.4元		
云南省	-	课后服务收费每生每学期不超过400元	400	400
山东省	-	每生每课时乡村学校不超过3元,其他学校不超过3.5元	570(乡村学校); 665(其他)	618
江苏省	-	中小学课后服务费每学期不得超过300元	300	300
内蒙古自治区	-	义务教育阶段每生每学期不超过300元,普通高中不超过600元	300(K9); 600(高中)	300
	深圳市	每生每年1000元,不向学生和家长收费	500	500
广东省	梅州市	每生每学期400元,每月80元,扣除财政补贴后收取	400	400
	中山市	基本托管、素质拓展服务最高限价每生每学期2.5元	400	400
	揭阳市	每生每学期1.2元,每学期最高不超过240元	240	240
广西壮族自治区	汕头市	小学生午休服务每生每天4元,午睡服务6元,课后服务5元;中学生午休服务3元,午睡服务6元,课后服务5元	240	240
	-	公办学校最高120元/月/生,乡镇公办学校最高80元/月/生	600(公办); 400(乡镇公办)	500
安徽省	合肥市	不超过600元/学期/生(不含耗材费)	600	600
	阜阳市	每生每学期360元	360	360
	淮南市	基础托管不超过360元/学期,特色课程不超过600元/学期	360(基础托管); 600(特色课程)	480
福建省	福州市	午托服务不高于2元/课时,傍晚托服务不高于2元/课时	380	380
	三明市	傍晚课后服务费和晚自习服务费1.3元/生/课时	247	247
	厦门市	公办小学120元/月,公办初中50元/月	600(小学); 250(初中)	425
贵州省	贵阳市	周一至周五每生每课时服务费2元	380	380
	六盘水市	市区学校每生每期340元,乡镇学校240元/期	340(市区); 240(乡镇)	290
海南省	三亚市	每名学每课时不高于1.75元	333	333
	海口市	校内课后服务费每生3元/课时	570	570
河北省	保定市	主城区和县城2.5元/时,乡镇和农村2元/时	380(乡镇、农村); 475(主城区、县城)	428
	衡水市	每天不超过2元/时	380	380
河南省	郑州市	将课后服务经费纳入财政预算,设立专项经费		
湖北省	武汉市	小学130元/月/生,初中110元/月/生	650(小学); 550(初中)	600
湖南省	长沙市	义务教育不超过1000元/期/生,乡镇不超过800元/期/生;普通高中不超过1200元/期/生	1000(K9); 800(K9,乡镇); 1200(高中)	900
吉林省	长春市	义务教育每月每生不高于180元,普高一高二不高于200元/月,高三不高于330元/月	900(K9); 1000(高一高二); 1650(高三)	900
江苏省	南京市	每生每学期300元,不得跨学期收取	300	300
辽宁省	大连市	小学、初中每月每生不高于200元	1000(K9)	1000
山西省	太原市	义务教育1.7元/人/小时,高中教育2元/人/小时	323(K9); 380(高中)	323
陕西省	西安市	小学不高于140元/月,中学不高于100元/月	700(小学); 500(中学)	600
四川省	成都市	不高于200元/生/月	1000	1000
天津市	-	补助标准为生均200元/年,最高收费标准小学、初中不超过180元/月	900(K9)	900
浙江省	舟山市	小学400元/生/学期,初中550元/生/学期	400(小学); 550(初中)	475
	玉环市	每生每学期600元	600	600
重庆市	各区	两江新区不收费;江北区130元/月,其他区80-180元/月不等	400-900(除两江新区外的其他区)	650

数据来源: 宜教通, 东吴证券研究所

### 3.2. 新推出“小优成长书房”, 探索千亿级 AI 自习室行业

2024年,公司加大研发 AI 人工智能产品投入,6月,鸿合科技旗下控股子公司鸿合优学宣布推出全新产品——专为社区 6~15 岁孩子提供智能学习空间的“小优成长书房”。“小优成长书房”自推出两个多月以来,加盟需求旺盛,北京、武汉、芜湖、石家庄、西安、天津等地首批书房已正式开业,截至 2024 年 8 月已签约加盟店 80 余家;其中北京、安徽、湖北、山东、河北等 14 个省市共 19 家加盟书房已正式开业,发展势头强劲。未来将作为公司重点发展的新业务方向,以加盟模式加速拓展,进一步深化 AI 教育服务布局。

图18: 小优成长书房直营店



数据来源: 王红兵频道视频号, 东吴证券研究所

“小优成长书房”项目的负责人王红兵是中国知名的教育行业人物，拥有 20 余年的幼儿教育行业经验。王红兵毕业于清华大学，2007 年创办红缨教育，将其发展为全国超 4000 家幼儿园的连锁品牌，并在 2015 年成功带领红缨教育登陆资本市场。

根据王红兵频道视频号，小优成长书房的商业模式是 200 平方米的场地，5~6 个人的用工，早期投入 30~50 万元，一年营收达 200 万元。

### 3.2.1. AI 自习室商业模式和行业空间估算

我们对 AI 自习室单店模型收入和成本进行测算，估算得到，一个 100~200 平米的网点在第一年/第二年/第三年收入约为 120/180/210 万元，净利润为 15/75/105 万元，单网点净利率为 13%/42%/50%，此后保持稳定。

#### (1) 收入端：单店年营业额=网点最大可容纳人数\*网点利用率\*人均年付费

网点最大可容纳人数：AI 自习室通常面积为 100~200 平米，可容纳约 50 个座位，假设每个座位平均可供 4 个用户使用（因为用户之间的时间会有交错），理论上最大可容纳  $50*4=200$  人。

网点利用率：座位存在空置的情况，理论上第一年空置率较高，而随着网点运营年份增加，网点利用率或逐步提升，我们假设第一年/第二年/第三年利用率分别为 50%/60%/70%，此后稳定在 70%。

人均年付费：AI 自习室收入包括硬件销售收入和伴学服务费，价格因城市线级而异。根据澎湃新闻 2024 年 5 月报道，文曲星 AI 自习室定价约为 1.2 万元/人/年，松鼠 AI 的一家位于江苏省泗洪县的门店定价为 800 元/人/月。根据湖南日报 2024 年 8 月对长沙市部分门店的调研，“赶考小状元自习室”定价 9980 元/学期（包含一个价值 5780 余元的学习机）；“爱友 AI”定价 1000 余元/月；“晓果智学”按课时收费，初中生平均一课时约 80 元，50 课时起售。我们假设单个用户平均付费为 1.2 万元/年。

(2) 成本方面：AI 自习室的成本包括初始的一次性支出（加盟费、装修成本、设备采购成本等）和后期的运营成本（包括门店租金、员工成本等）。我们假设初始的一次性支出为 40 万元，按照 5 年进行折旧摊销，对应每年折旧摊销为 8 万元。后期运营成本方面，100~200 平米的 AI 自习室的单月租金在 1~2 万元不等，假设每年租金和水电成本合计 20 万元。员工包括一个店长和 3~5 个伴学师，其中店长和部分员工需要承担拉新的任务，因此我们将销售费用包括在员工成本里，合计约为  $15*5=75$  万元/年。

图19: 加盟模式的 AI 自习室单店模型测算值

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
网点利用率	50%	60%	70%	70%	70%
单网点人数 (人)	100	150	175	175	175
单网点收入 (百万元)	1.20	1.80	2.10	2.10	2.10
单网点成本 (百万元)	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
初始投入按照五年平均摊销 (万元)	10	10	10	10	10
运营成本 (万元)	95	95	95	95	95
租金和水电成本 (万元)	20	20	20	20	20
员工和销售成本 (万元)	75	75	75	75	75
单网点净利润 (百万元)	0.15	0.75	1.05	1.05	1.05
单网点净利润率	13%	42%	50%	50%	50%

数据来源: 东吴证券研究所

**行业方面**, 2024 年, AI 自习室快速发展, 在北京、上海、广州、长沙、武汉等地, 每天都有新店开张, 一座城市一个月就会新增二三十家 AI 自习室。根据飞橙生意经数据, 截至 2024 年 7 月, 全国有 5 万家 AI 自习室。

AI 自习室由智能教育产品、督学伴学服务、自学场所三要素组成, 为有升学压力的中小學生提供个性化学习、督学陪伴和智能辅导。AI 自习室变革了传统线下教培服务模式, 以线上平板自学、线下伴学服务营造闭环, 用平板替代老师。在订阅制收费模式下, 按学生使用时长和科目收会员或订阅费。此模式能解决供需双方痛点, 对供给方可形成服务闭环、增加盈利点、利用线下资源拓展市场, 对需求方可解放家长时间、提高学生自学能力。

**我们根据 K12 在校生人数和 AI 自习室渗透率估算行业潜在空间, 计算得到, 2024 年 AI 自习室行业空间约为 545 亿元, 预计 2034 年将提升至 1169 亿元, 十年 CAGR 为 8% (由于行业处于发展早期, 该预测值受到较多假设值影响, 仅供参考)。**

#### 关键假设如下:

(1) K12 在校生人数根据每年新出生人数估算, 例如 2024 年小学在校生人数预估值=2023 年小学在校生人数+2018 年新出生人数-2012 年新出生人数。

(2) AI 自习室渗透率: 由于 AI 自习室承担部分托管功能, 且高中阶段对于 1V1 教学需求更高, 因此我们预计长期来看, AI 自习室在小学阶段的渗透率将高于在高中阶段的渗透率。我们假设 2024 年 AI 自习室在小学/初中/高中阶段的渗透率分别为 3%/2%/1%, 并假设每年分别提升 1pct/1pct/0.5pct, 2034 年分别提升至 13%/12%/6%。

(3) AI 自习室定价: AI 自习室定价因品牌和城市线级而异, 我们假设平均定价为 1.2 万元/人/年, 并假设每年增长 2%。

表6: 2024-2034年预估的 AI 自习室行业空间

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
<b>在校生人数预估 (百万人)</b>											
合计	187.9	186.6	182.5	177.2	170.8	163.8	147.5	131.1	114.2	97.6	79.0
小学	106.9	105.1	100.3	94.3	85.2	77.0	61.8	47.1	35.1	24.5	15.0
初中	52.9	53.4	54.2	54.4	56.7	57.0	55.7	51.7	46.5	41.8	36.7
高中	28.1	28.1	28.0	28.5	29.0	29.8	30.0	32.3	32.6	31.3	27.3
<b>AI自习室渗透率 (%)</b>											
合计	2.4%	3.3%	4.2%	5.1%	6.0%	6.8%	7.6%	8.3%	8.9%	9.5%	10.1%
小学	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
初中	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
高中	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
<b>AI自习室报名人数 (百万人)</b>											
合计	5	6	8	9	10	11	11	11	10	9	8
小学	3.2	4.2	5.0	5.7	6.0	6.2	5.6	4.7	3.9	2.9	1.9
初中	1.1	1.6	2.2	2.7	3.4	4.0	4.5	4.7	4.6	4.6	4.4
高中	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2	1.5	1.6	1.7	1.6
<b>AI自习室定价 (元/人/年)</b>											
	12000.0	12,240.0	12,484.8	12,734.5	12,989.2	13,249.0	13,513.9	13,784.2	14,059.9	14,341.1	14,627.9
<b>AI自习室行业规模 (亿元)</b>											
合计	545	762	967	1,158	1,329	1,483	1,516	1,491	1,426	1,329	1,169
yoy		40%	27%	20%	15%	12%	2%	-2%	-4%	-7%	-12%
小学	385	515	626	721	775	816	751	650	543	422	284
初中	127	196	271	346	442	529	602	641	653	660	645
高中	34	52	70	91	113	138	162	200	229	247	239

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2.2. AI 自习室竞争格局

目前, AI 自习室的参与者包括四类:

第一类是教培 APP 线下托管, 如好未来 2022 年创立的彼芯, 现转型为初中生托管自习服务, 教室配学习机批改作业。

第二类是靠 C 端学习机厂家搭建 AI 自习室。例如读书郎, 全国 4000 多家门店中, 有一千多家融合店是脱胎自传统教培机构 (截至 2023 年 11 月), 将原有的教室场地重新布置, 安装新桌椅和智能硬件设备如平板、学习机、电脑等, 植入读书郎智能学习系统, 完成从补习教室到 AI 智习室的转变, 为客户提供智能硬件设施和系统, 辅助客户提供更好的服务给家长, 将产品赋能给更多家庭, 最后引导到销售端进行硬件的出售以此盈利。同时, 也有一些中大型的教培机构, 出资将部分校区教室改建为 AI 智习室, 循序渐进地转变为智习室模式。

第三类是专业 AI 教育品牌, 如松鼠 AI、赶考小状元。发挥此前构建的线下渠道优势, 松鼠 AI 以经销商模式搭建智能自习室。经销商向学生销售学习机, 在智能自习室配备督学师, 学生利用学习机就可在自习室自主学习。硬件价格在 8000~15000 元之间, 一般门店覆盖周边 1.5 公里到 3 公里范围内的学生。松鼠 AI 称, 2023 年已经完成 2000 家线下智能学习机门店业务布局, 2023 年零售额近 20 亿元, 增长率达 300%。截至 2024

年7月，松鼠AI在全国约有3000家加盟门店。

第四类是聚焦中高考及教学资源普及的品牌，如想象力智能中高考AI自习室，以智能系统撬名师资源，突破地域局限共享优质教学内容。

表7: AI自习室行业参与者类型

类型	品牌
传统教培机构转型	好未来彼芯学习机、简而优智能自习室、优鸿AI自习室
C端学习机厂家转型	科大讯飞英语通AI智习室、赶考小状元、读书郎AI智习室、优学派、九学王
专门从事AI自习室的厂家	松鼠AI自习室
教育信息化领域的厂家	拾光伴学书房、斧正伴学智习室、想象力智能中高考AI自习室

数据来源：多鲸，校长邦，东吴证券研究所

#### 4. 业绩预测及投资建议

我们预计公司2024-2026年营收分别为40/43/45亿元，同比增速分别为2%/7%/6%；预计2024-2026年归母净利润分别为4.1/4.7/5.5亿元，同比增速分别为27%/16%/17%。

核心假设如下：

(1) 大屏业务：国内大屏业务受到下游市场换机需求的影响，我们预计未来三年收入增速在5%左右。相比于国内，海外大屏行业渗透率仍有提升空间，但近年头部外资品牌也在大力开发欧美市场。我们预计2024-2026年公司海外收入增速在5~10%。利润率方面，国内大屏业务毛利率受价格战影响，但由于海外业务毛利率高于国内，我们预计海外业务占比提升或有助于保持整体毛利率稳定。

(2) 智能视听解决方案：该业务过去几年表现相对稳定，我们假设2024-2026年收入平稳增长。其他智能交互产品：我们看好公司的课后服务和AI教育业务增长潜力，有望贡献增量收入。由于小优成长书房于2024年6月推出，对2024年收入贡献仅6个月，因此较为显著的业绩贡献或在2025年体现。

(3) 费用率假设：公司费用率整体较为稳定，2016-2022年费用率平均值为17%，2023年费用率提升至20%，主要由于管理费用率提升较快。分项来看，2016-2023年公司的销售费用率平均值为9%，管理费用率均值为4%，研发费用率均值为4%。其中，员工薪酬为最主要的费用，历年占比整体费用的一半左右。计入费用项的员工薪酬自2021年起平稳下降，主要系人数变化所致。2023年公司整体经营费用率为22%，我们假设24-26年经营费用率稳定在21%左右。

(4) 我们假设少数股东占比从 23 年 14% 下降至 24 年的 0%，主要原因为公司于 2023 年 12 月收购新线美国 25% 少数股权，收购完毕后持有新线美国 100% 股权。

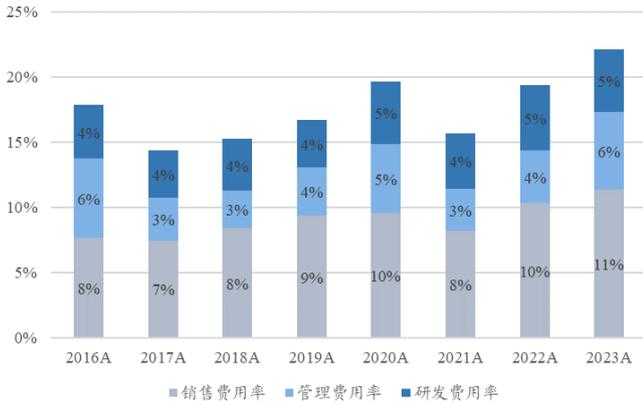
表8: 2024-2026 年鸿合科技业绩预测 (百万元人民币)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>4549</b>	<b>3929</b>	<b>4001</b>	<b>4261</b>	<b>4527</b>
yoy		-14%	2%	7%	6%
1. 国内交互白板收入	1077	833	724	746	768
yoy		-23%	-13%	3%	3%
2. 海外收入	2332	1977	2174	2371	2565
yoy		-15%	10%	9%	8%
3. 智能视听解决方案	268	252	292	329	362
yoy		-6%	16%	13%	10%
4. 其他智能交互产品	873	867	831	910	992
yoy		-1%	-4%	9%	9%
<b>毛利润</b>	<b>1,327</b>	<b>1,255</b>	<b>1,261</b>	<b>1,361</b>	<b>1,469</b>
毛利率	29%	32%	32%	32%	32%
1. 国内交互白板毛利润	325	169	130	134	138
毛利率	30%	20%	18%	18%	18%
2. 海外毛利润	683	789	839	925	1,000
毛利率	29%	40%	39%	39%	39%
3. 智能视听解决方案	60	42	39	44	49
毛利率	22%	16%	13%	13%	13%
4. 其他智能交互产品	258	255	297	346	401
毛利率	30%	29%	36%	38%	40%
<b>营业费用</b>	<b>882</b>	<b>868</b>	<b>823</b>	<b>877</b>	<b>931</b>
销售费用	469	447	361	385	409
销售费用率	10%	11%	9%	9%	9%
管理费用	185	234	265	283	300
管理费用率	4%	6%	7%	7%	7%
研发费用	228	188	196	209	222
研发费用率	5%	5%	5%	5%	5%
<b>营业利润</b>	<b>497</b>	<b>466</b>	<b>508</b>	<b>586</b>	<b>683</b>
营业利润率	11%	12%	13%	14%	15%
<b>销售净利润</b>	<b>429</b>	<b>376</b>	<b>410</b>	<b>474</b>	<b>553</b>
销售净利润率	9%	10%	10%	11%	12%
<b>少数股东损益</b>	<b>33</b>	<b>53</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
少数股东占比	8%	14%	0%	0%	0%
<b>归母净利润</b>	<b>396</b>	<b>323</b>	<b>410</b>	<b>474</b>	<b>553</b>
yoy		-19%	27%	16%	17%
归母净利润率	9%	8%	10%	11%	12%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

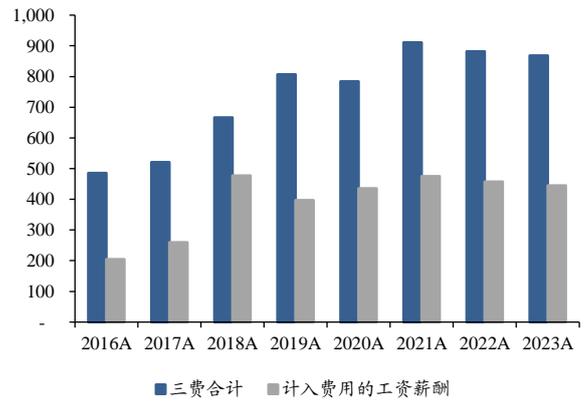
注: 蓝底表示核心假设

图20: 2016-2023 年鸿合科技费用率趋势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图21: 2016-2023 年经营费用及工资薪酬 (百万元)

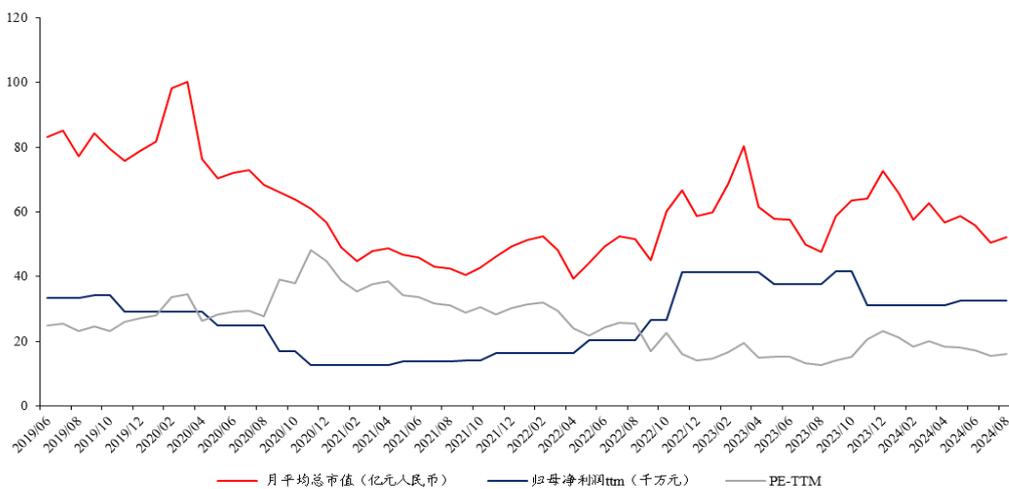


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司曾于 2022 年实行股票期权激励计划, 业绩考核目标为 2022 年-2024 年公司实现合并报表口径下扣非净利润分别不低于 2 亿元、2.6 亿元和 3.4 亿元。2022 年-2023 年公司实际实现扣非净利润 3.2 亿元、2.9 亿元, 均超过业绩考核目标。

**股价复盘:** 公司自 2019 年上市以来的市值变化可以分为三个阶段。**第一阶段**是 2019 年 6 月至 2020 年 3 月, 市值从 83 亿元 (月平均值, 下同) 上涨至 100 亿元。**第二阶段**是 2020 年 3 月至 2020 年 11 月, 市值从 100 亿元下跌至 61 亿元, 这一阶段 PE 和利润表现分化, 尽管归母净利润 TTM 从 2.9 亿元下跌至 1.3 亿元, 跌幅超过一半, 但 PE-TTM 从 34 倍提升至 48 倍。**第三阶段**是 2020 年 11 月至 2021 年 9 月, 市值进一步下跌至 40 亿元, 主要由于 PE-TTM 从 48 倍下跌至 29 倍, 而归母净利润 TTM 稳定在 1.3~1.4 亿元区间。**第四阶段**为 2021 年 10 月至今, 利润开始回升并相对稳定, PE-TTM 在 13~23 倍区间内震荡, 平均值为 17 倍; 公司市值在 40~80 亿元区间震荡, 平均值为 56 亿元。

图22: 鸿合科技市值、归母净利润及 PE 倍数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们采用相对估值和绝对估值进行交叉验证。

相对估值法下，选取视源股份和康冠科技作为可比公司。视源股份业务涵盖智慧教育整体解决方案（seewo）和高效会议平台（MAXHUB），康冠科技的主要业务包括智能显示产品的研发、设计、生产及销售。视源股份和康冠科技当前总市值对应 2024-2026 年 PE 平均值分别为 24/20/17 倍，高于鸿合科技的 13/11/9 倍。

表9：行业可比公司估值

公司名称	股票代码	总市值（亿元）		归母净利润（亿元）					PE				
		2024/9/4	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
视源股份	002841.SZ	220.2	20.7	13.7	12.0	14.8	17.2	10.6	16.1	18.3	14.9	12.8	
康冠科技	001308.SZ	131.8	15.2	12.8	4.3	5.4	6.1	8.7	10.3	30.4	24.4	21.5	
平均值									13.2	24.3	19.7	17.2	
鸿合科技	002955.SZ	51.9	4.0	3.2	4.1	4.7	5.5	13.1	16.1	12.7	11.0	9.4	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：视源股份和康冠科技业绩预测为 wind 一致预期，鸿合科技业绩预测来自东吴证券研究所。

注：总市值为 2024/9/4 收盘总市值。

绝对估值法下，核心假设如下：预测期为 2024-2026 年，业绩预测见于表 8 和后文附表。过渡期假设增长率为 2%、永续增长率假设为 1%。β 值根据过去 100 周公司股价和上证综指走势计算，为 1.2。无风险利率采用 10 年期国债收益率，为 2.75%。市场预期收益率方面，2021/2022/2023 年上证综指累计涨幅分别为 32%/2%/13%，2024 年 1 月 1 日至 9 月 4 日累计涨跌幅为 2.4%，各区间波动较大，我们假设市场的预期收益率为 10%，有效税率假设持平公司 2023 年有效税率，即 18.11%。计算得到，公司合理市值为 77 亿元，用合理市值除以公司归母净利润预测值，对应 2024-2026 年 PE 为 19/16/14 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：绝对估值假设

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	2.00%
永续增长率 g	1.00%
贝塔值 (β)	1.1835
无风险利率 Rf (%)	2.75%
市场的预期收益率 Rm (%)	10%
有效税率 T (%)	18.11%
剩余月份	3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表11: 鸿合科技绝对估值计算过程 (百万元)

项目	数值
FCFF 预测期现值	1,078.01
FCFF 过渡期现值	1,824.41
FCFF 永续价值现值	3,028.45
<b>企业价值</b>	<b>5,930.87</b>
加: 非核心资产价值	1,993.48
减: 付息债务	176.03
减: 少数股东权益	38.11
<b>股权价值</b>	<b>7,710.20</b>
总股本 (百万股)	236.25
<b>每股价值 (元)</b>	<b>32.64</b>

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表12: 鸿合科技绝对估值敏感性分析 (亿元)

折现率假设	9.67%	10.17%	10.67%	11.17%	11.67%	12.17%	12.67%
永续增长率假设							
-0.50%	8,128	7,819	7,538	7,282	7,046	6,830	6,630
0.00%	8,316	7,985	7,685	7,412	7,162	6,934	6,723
0.50%	8,524	8,167	7,845	7,554	7,289	7,047	6,824
1.00%	8,756	8,369	8,023	7,710	7,427	7,170	6,934
1.50%	9,017	8,595	8,219	7,883	7,579	7,304	7,054
2.00%	9,311	8,848	8,439	8,074	7,747	7,452	7,185
2.50%	9,994	9,481	9,031	8,633	8,278	7,960	7,673

数据来源: 东吴证券研究所

## 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。近年政策对公司发展有积极作用, 但未来政策支持力度若减弱, 可能给行业和公司经营带来不确定性影响。此外, 教育信息化领域与国家财政性教育经费投入情况紧密相关, 经费投入波动会影响下游客户需求及公司经营业绩。

2. 教育服务业务开展不达预期的风险: 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有效回报的风险。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. 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。

4. 境外经营风险：公司产品出口多个地区，包括北美、欧洲、亚太和印度等。公司的境外业务或受到国际关系、外商投资政策、汇率等因素的影响。

## 鸿合科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,323</b>	<b>3,859</b>	<b>4,579</b>	<b>5,351</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,929</b>	<b>4,001</b>	<b>4,261</b>	<b>4,527</b>
货币资金及交易性金融资产	2,094	2,607	3,258	3,961	营业成本(含金融类)	2,675	2,740	2,900	3,058
经营性应收款项	485	494	526	558	税金及附加	12	12	13	13
存货	602	617	653	688	销售费用	447	361	385	409
合同资产	2	2	2	2	管理费用	234	265	283	300
其他流动资产	140	140	141	142	研发费用	188	196	209	222
<b>非流动资产</b>	<b>1,473</b>	<b>1,319</b>	<b>1,118</b>	<b>943</b>	财务费用	(67)	(28)	(41)	(57)
长期股权投资	228	228	228	228	加:其他收益	46	33	46	64
固定资产及使用权资产	912	759	607	487	投资净收益	1	17	23	32
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	95	93	91	89	减值损失	(19)	4	4	4
商誉	23	23	23	23	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	44	44	44	44	<b>营业利润</b>	<b>466</b>	<b>508</b>	<b>586</b>	<b>683</b>
其他非流动资产	172	171	125	71	营业外净收支	(8)	(8)	(8)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>4,796</b>	<b>5,178</b>	<b>5,697</b>	<b>6,294</b>	<b>利润总额</b>	<b>459</b>	<b>501</b>	<b>579</b>	<b>675</b>
<b>流动负债</b>	<b>910</b>	<b>874</b>	<b>919</b>	<b>964</b>	减:所得税	83	91	105	122
短期借款及一年内到期的非流动负债	100	94	94	94	<b>净利润</b>	<b>376</b>	<b>410</b>	<b>474</b>	<b>553</b>
经营性应付款项	514	479	507	534	减:少数股东损益	53	0	0	0
合同负债	75	76	81	86	<b>归属母公司净利润</b>	<b>323</b>	<b>410</b>	<b>474</b>	<b>553</b>
其他流动负债	221	226	238	250	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.37	1.74	2.01	2.34
非流动负债	436	449	449	449	EBIT	398	473	538	618
长期借款	6	6	6	6	EBITDA	505	513	579	625
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.93	31.52	31.95	32.46
租赁负债	82	82	82	82	归母净利率(%)	8.21	10.25	11.12	12.21
其他非流动负债	348	361	361	361	收入增长率(%)	(13.63)	1.81	6.50	6.25
<b>负债合计</b>	<b>1,346</b>	<b>1,323</b>	<b>1,368</b>	<b>1,413</b>	归母净利润增长率(%)	(18.56)	27.15	15.54	16.68
归属母公司股东权益	3,413	3,817	4,291	4,844					
少数股东权益	38	38	38	38					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,450</b>	<b>3,855</b>	<b>4,329</b>	<b>4,882</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,796</b>	<b>5,178</b>	<b>5,697</b>	<b>6,294</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	751	392	529	572	每股净资产(元)	14.52	16.16	18.16	20.50
投资活动现金流	5	127	133	142	最新发行在外股份(百万股)	236	236	236	236
筹资活动现金流	(366)	(27)	(11)	(11)	ROIC(%)	8.79	10.09	10.30	10.57
现金净增加额	407	512	651	704	ROE-摊薄(%)	9.45	10.75	11.04	11.42
折旧和摊销	108	41	41	7	资产负债率(%)	28.06	25.55	24.01	22.44
资本开支	(92)	109	110	110	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.10	12.66	10.96	9.39
营运资本变动	267	(53)	(24)	(24)	P/B(现价)	1.51	1.36	1.21	1.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>