

卓越睿新(02687)

报告日期: 2026年04月14日

自研基模+百校数据语料+AI Agent 赋能教育行业

——卓越睿新深度报告

投资要点

深耕教育产业，技术+服务双轮驱动

公司是一家中国知名的高等教育机构教学数字化解决方案提供商，致力于高等教育机构数字化教育内容、数字化教学环境服务及产品的提供交付和运营，产品服务覆盖教、学、练、考、评、管等所有重要方面，力求推动教育资源广泛分布及教学成果水平提升，以赋能高等教育机构、教师和学生。

公司近几年收入增长势头强劲，2021年至2025年公司营收持续稳健增长。市场份额方面，公司在全国高等教育教学数字化市场占比4.0%，位居第二；在全国高等教育数字化教学内容制作市场占比7.3%，高居第一。

AI+教育政策引领高等教育信息化千亿市场，教学信息化板块最为瞩目

2026年4月10日，教育部等五部门印发《“人工智能+教育”行动计划》，旨在系统性推动AI技术与教育全环节深度融合，到2030年基本形成智慧教育新形态，以培养适应智能时代的高素质人才，其中进一步将“赋能教师教学”与“赋能学生学习”列为首要应用方向。

在国内外教育信息化市场规模增速强劲的背景下，2024年高等教育信息化市场规模已高达1240亿元，其中教学信息化板块市场规模达354亿元，预计2029年将增至692亿元，五年复合增长率高达14.3%，是预期增长最快的板块。

自研AI大模型+专属数据壁垒+多智能体交互，全流程AI转型

自研AI大模型核心引擎：公司的平台依托自研的AI大模型技术，构建了具备规模效应与过程可控性的核心引擎，从数据层、算法层、评测层全面建立能力优势。

专属行业数据资产壁垒：数据是大模型应用时代的核心壁垒，通过多年的平台沉淀，公司拥有无法通过公开网络获取的专属高等教育教学领域的行业数据。这些教学数据具有高度的专业性、隐私性、多样性与结构化特征，不仅记录了知识本身，更蕴含了教学逻辑与专家经验，构成了难以复制的数据护城河。

全链路超级智能体交互体系：公司构建了一套覆盖教学全场景的全链条AI解决方案，通过“课程-平台-学校”三位一体的模式实现AI技术与高等教育的深度融合，核心支撑是搭建的全链路超级智能体交互体系。公司核心AI应用，知识图谱服务2025年度实现收入人民币5.735亿元，较2024年度同比增长68.5%，总营收占比从2024年的40.1%提升至59.2%。

盈利预测与估值

我们预计公司26-28年收入为13.46、19.26、26.86亿元，同比增速达38.81%、43.15%、39.44%。对应PS为7、5、4倍。首次覆盖，予以买入评级。

风险提示

市场竞争与技术迭代风险；网络安全与数据合规风险；人工智能监管与行业声誉风险

投资评级：买入(首次)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：S1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

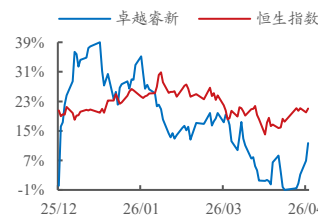
分析师：郑毅

执业证书号：S1230524070002
zhengyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$141.00
总市值(百万港元)	9,400.00
总股本(百万股)	66.67

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	969	1346	1926	2686
(+/-) (%)	14.29%	38.81%	43.15%	39.44%
归母净利润	130	197	274	365
(+/-) (%)	/	51.09%	39.50%	32.90%
每股收益(元)	2.15	2.95	4.12	5.47
P/S	9.70	6.99	4.88	3.50

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司简介	5
2 政策引领千亿市场	6
2.1 人工智能+教育指导意见	6
2.2 教育信息化市场规模总盘子为 1240 亿元，复合增速达 9.7%	6
3 聚焦自研大模型+Agent	7
3.1 自研 AI 大模型+数据资产壁垒+知识图谱&Agent 齐发力	7
3.2 公司客户全国覆盖，通过自研模型发力灯塔客户	9
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测	10
4.2 估值	11
5 风险提示	11

图表目录

图 1: 公司营业收入以及利润 (亿元)	5
图 2: 公司毛利率以及费用率 (%)	5
图 3: 全球教育科技市场规模 (亿美元)	7
图 4: 全球教育科技市场规模各地区占比	7
图 5: 中国高等教育信息化市场规模及增长情况	7
图 6: 中国高等教育教学信息化各板块市场规模 (亿元)	7
图 7: 公司客户覆盖度	9
表 1: 公司大股东结构	6
表 2: 收入拆分 (亿元)	11
表 3: 可比公司估值	11
表附录: 三大报表预测值	13

1 公司简介

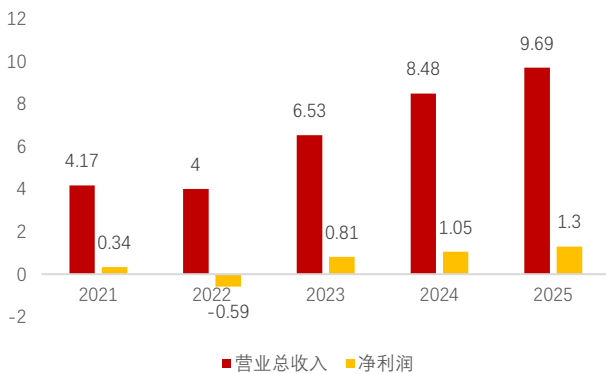
公司是一家中国知名的高等教育机构教学数字化解决方案提供商，致力于高等教育机构数字化教育内容、数字化教学环境服务及产品的提供交付和运营。公司的产品服务覆盖教、学、练、考、评、管等所有重要方面。公司力求推动教育资源广泛分布及教学成果水平提升，以赋能高等教育机构、教师和学生。中国高等教育教学数字化市场高度分散。根据弗若斯特沙利文的资料，按 2024 年收入计，前五大公司的总市场份额为 12.9%。中国高等教育机构包括大学及高职院校。根据弗若斯特沙利文的资料，2024 年，公司在中国高等教育教学数字化市场所有公司中收入排名第二，市场份额为 4.0%；而在中国高等教育数字化教学内容制作市场所有公司中收入排名第一，市场份额为 7.3%。

得益于长期深耕形成的对教学过程、高等教育机构和教师的需求、广泛学科、技术应用洞察，公司以技术和客户服务双轮驱动，不断提供先进的服务及产品并获得客户认可。于往绩记录期间，根据公司招股书披露，公司已交付超过 44,000 款数字化教育内容产品，且公司的服务及产品涵盖教育部认可的 12 个学科门类及 92 个专业。公司有 627 门数字化课程在教育部首批及第二批国家级一流本科课程认定以及职业教育国家在线精品课程遴选中获评金课，在中国高等教育教学数字化市场按收入计的前五大参与者中排名第一。

基于公司长年在该领域深耕，其竞争优势主要聚焦以下方面，

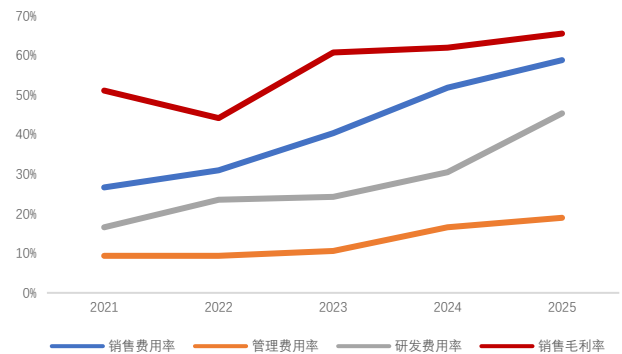
- 强大的服务及产品开发能力及优秀的客户服务能力获得高度认可；
- 强大的技术应用及快速的服务及产品迭代能力，满足不同场景客户的多样化需求；
- 头部高等教育机构客群驱动客户群体不断扩大并保持高粘性；
- 经验丰富的管理团队，学习型组织文化及对高等教育市场的长期耕耘。

图1：公司营业收入以及利润（亿元）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图2：公司毛利率以及费用率（%）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

公司股东结构清晰，王晖与葛新为配偶关系，因此构成一直控股股东，合计占已发行普通股比例为 34.6%。

表1: 公司大股东结构

股东名称	股份性质	占已发行普通股比例(%)
王晖	H 股	21.53
金卓恒邦科技(北京)有限公司	H 股	16.10
葛新	H 股	13.07
达孜县百瑞翔创业投资管理有限责任公司	H 股	9.06
王韵宁	内资股	7.07
王韵宁	H 股	1.93

资料来源: Wind (截止至 20251231)、浙商证券研究所

2 政策引领千亿市场

2.1 人工智能+教育指导意见

2026 年 4 月 10 日, 教育部等五部门印发《“人工智能+教育”行动计划》, 旨在系统性推动 AI 技术与教育全环节深度融合, 文件明确提出“推动智能技术与教育全要素融合、全过程贯通、全场景覆盖”, 到 2030 年基本形成智慧教育新形态, 以培养适应智能时代的高素质人才。文件从人才培养、教育赋能、基础支撑、发展生态四个维度为中国教育体系主动适应并深度融合人工智能, 构建了全面而具体的顶层设计框架。

值得注意的是, 在“促进人工智能与教育深度广泛融合”部分, 文件明确将“赋能学生学习”与“赋能教师教学”置于四大应用方向之首, 并覆盖课前、课中、课后全教学环节。在“建强‘人工智能+教育’基础环境”部分, 文件强调“打通人工智能应用‘最后一公里’”, 明确部署未来课堂、数字教材、虚拟仿真实验等具体抓手。综上所述, 教学信息化已被明确为教育数字化战略的核心抓手。

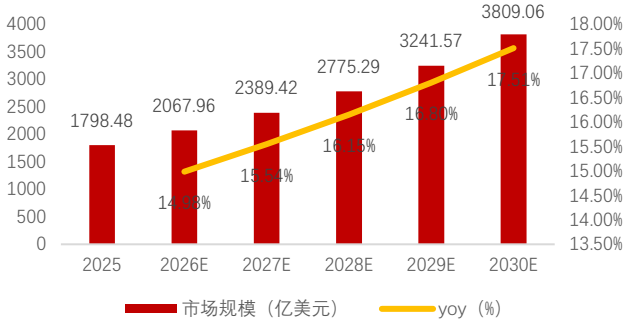
2.2 教育信息化市场规模总盘子为 1240 亿元, 复合增速达 9.7%

全球教育科技市场规模基数大, 展现稳健增长势头。Technavio 的报告指出, 2025 年市场规模已达 1798 亿美元, 其中亚太地区约占 18.8%, 达 338.11 亿美元。预计未来五年全球市场规模的 CAGR 为 16.2%, 2030 年市场规模将达 3809 亿美元。

在全球市场发展迅猛的背景下, 中国高等教育信息化产业激流勇进。共研产业研究院报告指出, 2025 年中国教育信息化行业规模约 5333 亿元, 预计 2031 年行业产值约 7340 亿元。聚焦高等教育信息化市场, 据思瀚产业研究院统计, 2024 年中国高等教育信息化市场规模已达 1240 亿元, 2020 年以来四年 CAGR 为 9.7%, 2029 年预计将达 1820 亿元, 五年 CAGR 为 8.0%。高等教育信息化可分为教学信息化、科研信息化、校园服务信息化三大板块, 其中教学信息化 2024 年市场规模为 354 亿元, 远低于科研信息化, 但该板块的市场潜力最为强劲, 预计 2029 年将达 692 亿元, 五年 CAGR 达 14.3%, 是增速最快, 政策最支持的核心赛道。

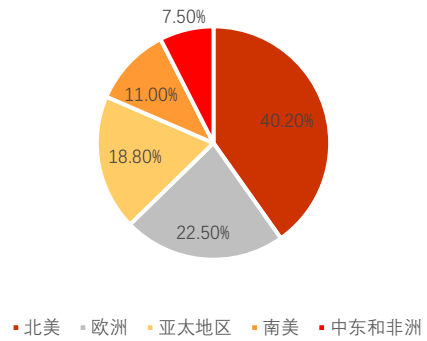
由此可见, 中国高等教育信息化产业不仅体量可观, 更在教学信息化的结构性机遇中展现出优于整体的成长韧性, 预计到 2029 年该细分赛道规模将接近翻倍。

图3: 全球教育科技市场规模(亿美元)



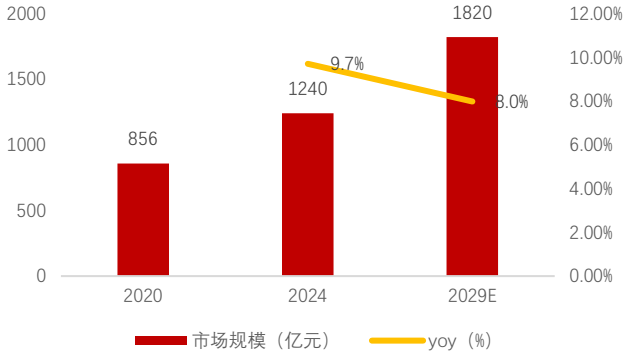
资料来源: Technavio、浙商证券研究所

图4: 全球教育科技市场规模各地区占比



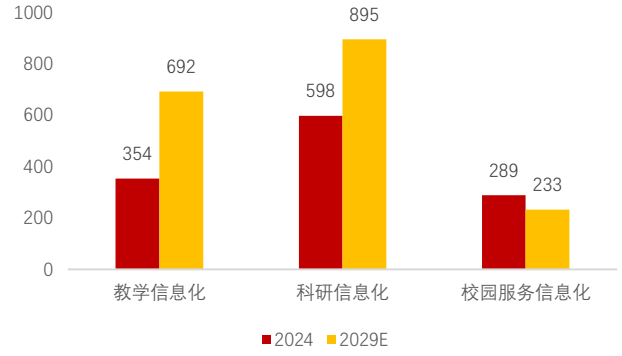
资料来源: Technavio、浙商证券研究所

图5: 中国高等教育信息化市场规模及增长情况



资料来源: 思翰产业研究院、浙商证券研究所

图6: 中国高等教育教学信息化各板块市场规模(亿元)



资料来源: 思翰产业研究院、浙商证券研究所

3 聚焦自研大模型+Agent

3.1 自研 AI 大模型+数据资产壁垒+知识图谱&Agent 齐发力

公司深耕数字化教学内容领域, 提供灵活多元的服务及产品, 精准匹配高等教育机构的多样化需求, 覆盖教育部认可的 12 个学科门类及 92 个专业, 始终是公司收入的核心支柱, 2025 年该板块收入占总收入比例达 85.8%, 保持高位稳定。公司从线上课程数字化转型起步, 持续迭代技术与服务, 先后推出虚拟仿真、知识图谱等创新产品, 助力客户打造互动化、个性化的教学体验, 多产品线协同发展成效显著。

其中作为板块核心增长引擎的 AI 知识图谱业务表现尤为突出, 根据公司年报披露, 公司 2021 年前瞻布局研发, 2023 年实现商业化落地, 深度应用自然语言处理等 AI 技术, 广泛服务多学科领域, 2025 年交付量达 10,386 份, 较 2024 年同比增长 122.4%, 客户数量从 732 家增至 1,125 家; 数字化课程依托全流程质控体系, 2025 年服务客户 1,217 家, 交付课程 9,200+ 门, 规模稳健; 知识图谱服务 2025 年度实现收入人民币 5.735 亿元, 较 2024 年

度同比增长 68.5%，总营收占比从 2024 年的 40.1% 提升至 59.2%。该业务凭借核心技术壁垒与教育场景深度适配优势，实现规模化落地，成为拉动整体营收增长的关键力量。

► **公司核心竞争优势：**

自研 AI 大模型核心引擎：公司的平台依托自研的 AI 大模型技术，构建了具备规模效应与过程可控性的核心引擎，从数据层、算法层、评测层全面建立能力优势。在训练语料方面，公司拥有足够庞大的高质量学科数据支撑，包括基于自有平台积累的涵盖全学科的数万门专业课与通识课程、数亿道教学题目、数十亿条教学问答数据以及多年累积下来的相关教学与学习行为数据，这些海量数据为模型训练提供了坚实的知识底座。在训练过程方面，公司实现了全程可观察和可评价，打破了传统模型的黑盒状态，建立了专业的训练体系，确保每次生成的结果均有据可查，来应对大模型的“幻觉”问题。同时，公司严格执行数据质量校验，确保数据有效率、100%覆盖率，并通过版本对比机制从质量、结构完整性等维度优选高质量版本，使得模型迭代效果可视化、可验证，保障了模型输出的稳定性与可靠性。

专属行业数据资产壁垒：数据是大模型应用时代的核心壁垒，通过多年的平台沉淀，公司拥有无法通过公开网络获取的专属高等教育教学领域的行业数据。这些教学数据具有高度的专业性、隐私性、多样性与结构化特征，不仅记录了知识本身，更蕴含了教学逻辑与专家经验，构成了难以复制的数据护城河。通过对这些独有数据的深度内化，模型能够理解真实的高等教育教学业务场景，提供符合行业规范、具备实战价值的解决方案，从而在专业性上远超基于通用互联网数据训练的模型。

多维场景化应用体系：公司的平台具备灵活调配选用的通专结合的系统性 AI 能力，构建了多维度、多模态和全场景的大模型智能应用体系。首先，公司的评测维度符合行业特定要求，建立了包含安全性、准确性、编程能力、创造性、推理能力、语言能力、指令遵循等核心评测维度，确保模型输出在敏感场景下的内容安全与逻辑严密。其次，公司的系统可根据不同学科进行特点匹配，支持针对全部一级学科动态匹配相应的模型能力或知识库，自动适配专业术语与推理模式，避免跨学科知识混淆。最后，公司支持根据不同教学场景和教学环节进行适配，针对知识内容教学、教学事务管理、实习实训赋能、专业能力训练、教学评审督导等不同场景灵活切换模型策略，如在实训场景侧重操作逻辑，在评测场景侧重评分标准。这种场景化的调度能力实现了技术与业务的深度融合，最大化了模型在实际流程中的效用。

全链路超级智能体交互体系：公司构建了一套覆盖教学全场景的全链条 AI 解决方案，通过“课程-平台-学校”三位一体的模式实现 AI 技术与高等教育的深度融合，核心支撑是搭建的全链路超级智能体交互体系。该体系基于底层模型与数据优势，构建了“课程超级智能体”与“学校超级智能体”双层架构，不仅能与师生对话，更能够调用平台工具为教学管理者、学科负责人、一线教师与学生们直接完成各项事务，实现从知识服务到任务执行的闭环。其中，在交互技术层面，支持多模态输入及实时视频对话，结合数字人技术提供拟人化陪伴体验，实现 24 小时随叫随答；在执行能力层面，基于 MCP 协议实现专业工具调用并具备复杂任务规划能力，可完成预约、分析、查询等实际操作，落地人机协同工作模式；在应用场景层面，提供包括不限于课程和资源管理、备课和预习任务、教室和直播授课、课堂教学工具调用、作业考试批阅、教学内容问答讨论等全面覆盖课前、课中、课后的完整课程运行基座，又通过本地化部署深度打通校内系统，在确保数据隐私的同时实现跨系统无缝集成，最终依托这一全链条体系构建起完整的数字化教学生态。

3.2 公司客户全国覆盖，通过自研模型发力灯塔客户

公司通过大模型+AI Agent 持续吸引灯塔客户 ("985 工程"、"211 工程"及"双一流计划"建设提名的高校及"双高计划"提名的高职院校客户)，根据企业年报披露，公司灯塔客户 25 年贡献收入人民币 3.01 亿元，同比增长 21.3%，单客收入达人民币 138.8 万元，同比增长 34.1%，彰显公司在头部院校的深度服务能力与产品认可度；高价值客户（当年交易额人民币 100 万以上的客户）数量增至 281 家，同比增长 16.6%，为公司长期增长筑牢坚实基础。

1) 灯塔客户合作深度提升，彰显公司在人工智能应用领域的领军地位与场景落地能力

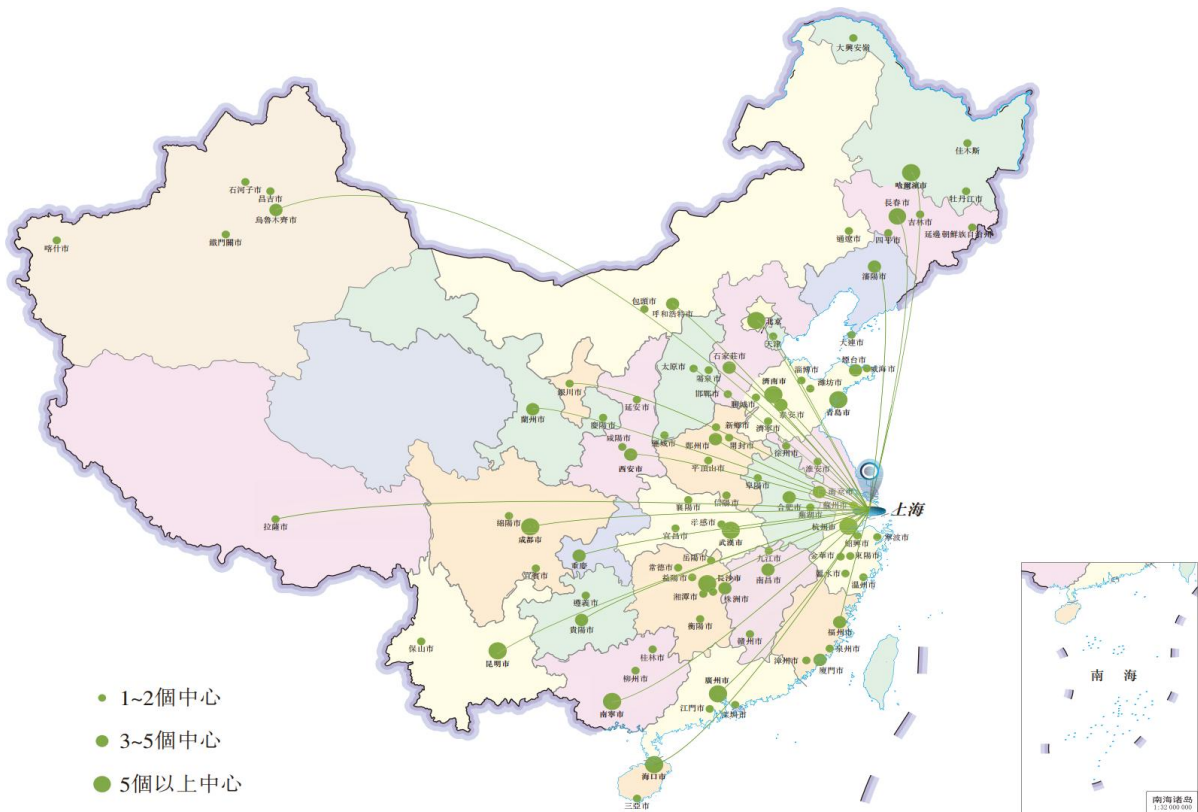
灯塔客户是公司营收增长的重要示范标杆，2025 年，公司灯塔客户的平均收入由 2024 年的人民币 103.5 万元提升至人民币 138.8 万元，同比增长 34.1%，持续验证公司针对头部客户服务模式的有效性与成长性，充分体现公司服务与产品的深度价值及核心竞争力。

2) 高价值客户基数扩大，筑牢营收增长核心根基，强化营收增长的价值支撑

高价值客户是公司营收增长的重要支撑，2025 年，公司高价值客户数量从 241 家增至 281 家，同比增长 16.6%，进一步夯实公司营收增长的核心基础，彰显公司的行业渗透率与客户价值挖掘能力。

根据公司招股书披露，截至 2025 年 6 月 30 日，公司在 95 个城市设有 251 个客户服务和中心，覆盖中国绝大部分省、市及自治区。公司倾向于将公司的客户服务和中心设在公司的网络里高等教育机构高度集中的地区。以下地图显示公司客户服务和中心分布情况：

图7：公司客户覆盖度



资料来源：招股书、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

2025年，公司聚焦教育与人工智能融合赛道，实现客户规模与经营收入的高质量双增长。全年客户总数增至1,797家，同比增长3.4%；总收入达人民币9.69亿元，同比增长14.3%；客户平均收入提升至人民币53.9万元，同比增长10.5%，客户价值挖掘成效凸显。

产品创新驱动增长动能升级，核心业务与新兴业务协同发力。**知识图谱业务数量同比激增122.4%，成为数字化教学内容服务板块的核心增长引擎；智能体业务紧抓AI技术发展浪潮，实现从无到有的关键突破，全年落地超500个，构筑起公司未来业绩增长的重要新支点。**

➤ 数字化教学内容服务及产品

公司深耕数字化教学内容领域，提供灵活多元的服务及产品，精准匹配高等教育机构的多样化需求，覆盖教育部认可的12个学科门类及92个专业，始终是公司收入的核心支柱。2025年该板块收入占总收入比例达85.8%，保持高位稳定。公司从线上课程数字化转型起步，持续迭代技术与服务，先后推出虚拟仿真、知识图谱等创新产品，助力客户打造互动化、个性化的教学体验，多产品线协同发展成效显著。

其中，本业务中的知识图谱服务与产品依托大模型与智能体技术的双重赋能，**与高等教育教学场景深度适配，实现规模化扩张，2025年度实现收入人民币5.735亿元，较2024年度同比增长68.5%，总营收占比从2024年的40.1%提升至59.2%**。该业务凭借核心技术壁垒与教育场景深度适配优势，实现规模化落地，成为拉动整体营收增长的关键力量。

伴随公司基础大模型持续优化，AI类调用产品需求量持续提升，我们预计26-28年收入为11.80、17.11、23.95亿元，同比42%、45%、40%。

➤ 数字化教学环境服务及产品

公司提供AI云LMS（学习管理系统）、数字化教室建设等全套数字化教学环境服务及产品，助力高等教育机构搭建线上线下一体化的教学管理平台，实现教学资源高效整合、教学内容精准交付与师生互动深度强化，2025年该板块收入占总收入比例达14.2%，与内容服务板块形成良好协同。

其中核心AI创新成果课程智能体深度融合自然语言处理技术，精准适配高等教育需求，可提供个性化学习引导、实时答疑等服务，与自主研发的AI云LMS系统无缝衔接，应用门槛更低；该业务2025年实现从无到有的突破，落地项目超500个，依托云LMS系统676家订阅客户的基础稳步拓展市场渗透。数字化教室建设业务则提供全流程一站式服务，覆盖多品类教学空间，2025年服务客户达43家，同比增长26.5%，服务体系与客户认可度同步提升。

伴随公司整体需求持续提升，我们预计26-28年收入为1.66、2.15、2.91亿元。同比20%、30%、35%。

表2: 收入拆分 (亿元)

	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	9.69	13.46	19.26	26.86
Yoy	14%	39%	43%	39%
教育内容服务	8.31	11.80	17.11	23.95
Yoy	17%	42%	45%	40%
提供环境服务	1.38	1.66	2.15	2.91
Yoy	0%	20%	30%	35%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

4.2 估值

基于行业相关度,我们选择了 Minimax、迅策、智谱、滴普科技作为可比公司。根据 Wind 一致预期,27 年行业平均 PS 为 44.90 倍,公司估值为 4.88xPS,伴随大模型需求持续提升,客户粘性持续增强,首次覆盖给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 2026 年 (亿)	营业收入 2027 年 (亿)	营业收入 2028 年 (亿)	PS 2026 年	PS 2027 年	PS 2028 年
1384.HK	滴普科技	213	8.70	16.85	28.87	21.44	11.07	6.46
3317.HK	迅策	1103	15.84	22.75	47.10	60.98	42.47	20.51
0100.HK	MINIMAX-W	2983	2.22	6.17	14.83	171.50	61.69	25.68
2513.HK	智谱	4227	24.32	57.52	154.98	152.22	64.36	23.88
平均						101.53	44.90	19.13
2687.HK	卓越睿新	94	13.46	19.26	26.86	6.99	4.88	3.50

资料来源: Wind (截止至 20260414)、浙商证券研究所

5 风险提示

市场竞争与技术迭代风险: 中国高等教育教学数字化市场处于持续创新发展阶段,尽管公司精准把握行业转型机遇,聚焦数字化教学内容与环境的优化升级,满足师生生态需求,但仍面临多重风险,可能对业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。为维持竞争力,公司需紧跟行业趋势与技术变革,而高等教育机构对数字化的需求在内容、形式、方法上不断演变,使得公司在保持产品相关性、适配新技术方面面临挑战,需持续投入资源。服务及产品需适配多种网络、设备及软硬件平台,需持续修改升级,若无法及时开发并投放相关优化功能,或研发、交付成本增加,将导致客户需求减少、满意度下降,进一步对业务前景造成不利影响。

网络安全与数据合规风险: 公司业务模式与运营高度依赖 IT 系统,涉及智能教学平台、AI 大模型等核心环节及大量师生个人信息、教学数据,存在网络安全风险。若遭遇恶意攻击、数据泄露等安全事件,可能导致系统中断、数据丢失,影响服务连续性,损害用户信任并引发合规追责,对公司经营业绩造成不利影响。

人工智能监管与行业声誉风险：中国政府持续加强人工智能行业监管，出台多项法律法规，对 AI 技术研发、数据合规、算法备案等提出严格要求，公司核心业务涉及 AI 大模型应用，若未达监管标准，可能面临整改、暂停服务、行政处罚等风险，约束业务落地与扩张。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)					利润表(百万港元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1275	6527	9648	12558	营业收入	969	1346	1926	2686
现金	408	5184	8148	11031	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	0	75	134	224	营业成本	335	444	616	833
存货	49	74	113	138	销售费用	245	363	501	698
其他	817	1194	1253	1166	管理费用	79	81	154	188
非流动资产	78	78	78	78	研发费用	189	262	385	618
固定资产	9	9	9	9	财务费用	4	0	0	0
无形资产	18	18	18	18	除税前溢利	122	197	270	355
其他	51	51	51	51	所得税	(8)	1	(4)	(10)
资产总计	1353	6605	9727	12637	净利润	130	197	274	365
流动负债	323	5378	8225	10770	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	93	124	165	202	归属母公司净利润	130	197	274	365
应付账款及票据	11	25	25	36	EBIT	126	197	270	355
其他	219	5230	8035	10533	EBITDA	126	197	270	355
非流动负债	6	6	6	6	EPS (元)	2.15	2.95	4.12	5.47
长期债务	0	0	0	0					
其他	6	6	6	6					
负债合计	328	5384	8231	10776	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
普通股股本	67	67	67	67	成长能力				
储备	958	1155	1429	1794	营业收入	14.29%	38.81%	43.15%	39.44%
归属母公司股东权益	1025	1221	1496	1861	归属母公司净利润	/	51.09%	39.50%	32.90%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
股东权益合计	1025	1221	1496	1861	毛利率	65.46%	67.00%	68.00%	69.00%
负债和股东权益	1353	6605	9727	12637	销售净利率	13.43%	14.62%	14.25%	13.58%
					ROE	12.71%	16.11%	18.35%	19.60%
					ROIC	12.05%	14.63%	16.52%	17.69%
					偿债能力				
现金流量表(百万港元)	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	24.28%	81.51%	84.62%	85.28%
经营活动现金流	0	2231	305	124	净负债比率	-30.73%	-414.33%	-533.67%	-582.01%
净利润	130	197	274	365	流动比率	3.95	1.21	1.17	1.17
少数股东权益	0	0	0	0	速动比率	3.52	1.19	1.15	1.14
折旧摊销	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动及其他	(130)	2034	31	(241)	总资产周转率	0.90	0.34	0.24	0.24
投资活动现金流	0	2515	2617	2722	应收账款周转率	5.22	36.00	18.48	15.02
资本支出	0	0	0	0	应付账款周转率	29.92	24.75	24.68	27.07
其他投资	0	2515	2617	2722	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	31	41	36	每股收益	2.15	2.95	4.12	5.47
借款增加	0	31	41	36	每股经营现金流	0.00	33.46	4.58	1.85
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	15.37	18.32	22.44	27.91
已付股利	0	0	0	0	估值比率				
其他	0	0	0	0	P/S	9.70	6.99	4.88	3.50
现金净增加额	0	4777	2964	2882	P/B	9.09	6.70	5.47	4.40
					EV/EBITDA	71.28	15.80	0.72	-7.46

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

公司在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。公司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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>