

高乐股份 (002348)

转型教育信息化，进入成长快车道

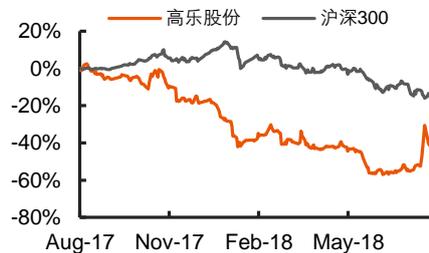
推荐 (首次)

现价: 3.93 元

主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.goldlok.com
大股东/持股	兴昌塑胶五金厂有限公司 /19.76%
实际控制人	杨镇欣
总股本(百万股)	947
流通 A 股(百万股)	738
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	37.22
流通 A 股市值(亿元)	29.02
每股净资产(元)	1.36
资产负债率(%)	22.20

行情走势图



证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- **玩具起家，转型教育信息化。**公司主营电动塑胶玩具的研发、生产和销售。近几年，公司转型教育信息化，以收购方式进军 K12 教育信息化转型互联网教育领域，其中：2016 年 10 月，公司以 9000 万元现金收购泛爱众(后更名为“高乐教育”)100%股权，2017 年 7 月，公司以 2.7 亿元收购异度信息 45%股权并向其增资 9000 万元，合计持有 53.25%股权，正式确立“玩具+教育”双主业齐发展的新战略。
- **教育信息化业务爆发式增长，2018 年收入占比有望超 8 成。**2018 年上半年公司营业收入 3.96 亿元，同比增长 42.86%，剔除非经常性损益后的扣非归母净利润 1828.66 万元，同比大幅增长 95.07%，收入和净利润大幅增长的主要原因是教育信息化业务爆发式增长所致。其中高乐教育实现营业收入 1.46 亿元，同比增长 1401.75%，实现归属于母公司的净利润 3183.17 万元，同比增长 606.71%，远超 2018 年承诺净利润 1300 万元。预计 2018 年公司教育信息化业务收入占比预计将超 8 成。
- **玩具业务创新及研发能力领先，受益于人口生育政策的逐步宽松。**公司拥有独立自主“GOLDLOK”品牌及知名 IP 授权产品，创新及研发能力处于国内领先地位，产品包含电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板和机器人等系列，产品以出口为主。国内玩具企业整体竞争力普遍不强，在竞争加剧背景下玩具行业也面临供给侧改革，拥有品牌和研发能力的玩具企业才能胜出，公司占据优势。在人口老龄化和出生人口下降背景下，我国人口生育政策有望进一步放松，利好公司玩具业务。
- **教育信息化业务享政策红利和技术、渠道优势，进入成长快车道。**国家政策大力支持，教育信息化进入 2.0 时代，集硬件、软件、解决方案于一体成为教育信息化企业发展趋势，其中 K12 阶段教育信息化需求最为庞大。公司教育信息化业务提供 K12 智慧教育一站式解决方案，其中高乐教育主要以区域为对象实施“互联网+智慧教育生态系统”，异度信息在智慧教育

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	404	661	1,120	1,282	1,417
YoY(%)	-2.6	63.9	69.4	14.5	10.5
净利润(百万元)	42.5	55	116	145	185
YoY(%)	-23.8	29.5	110.1	25.4	27.3
毛利率(%)	28.7	29.7	48.9	49.5	49.8
净利率(%)	10.5	8.3	10.3	11.3	13.0
ROE(%)	3.4	4.5	9.7	11.0	12.4
EPS(摊薄/元)	0.04	0.06	0.12	0.15	0.20
P/E(倍)	87.49	67.6	32.2	25.6	20.1
P/B(倍)	3.00	2.9	2.7	2.5	2.2

装备产品、智慧校园运营服务、在线教育增值服务领域具备较强的竞争优势。借助过硬的技术实力，以及渠道端与第三方网络运营商和神舟数码建立深度合作关系，公司成长进入快车道。教育信息化业务 2018 年上半年盈利大幅增长，下半年为业务旺季，业绩有望进一步提速。

- **投资建议：**预计公司 2018 年-2020 年归母净利润分别为 1.16 亿元、1.45 亿元、1.85 亿元，同比增速分别为 110.1%、25.4%、27.3%，EPS 分别为 0.12 元、0.15 元、0.20 元，目前股价对应 PE 分别为 32.2 倍、25.6 倍、20.1 倍。2018 年归母净利润 1.16 亿元中，预计教育信息化约 1 亿元，玩具业务约 1600 万。我们看好公司在教育信息化业务领域的发展前景，且公司业务受益于人口生育政策放松预期，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。
- **风险提示：**1、国际玩具市场不确定加大风险。公司玩具产品以出口为主，出口地主要包括欧盟、北美、拉美等国家和地区。近来，国际贸易摩擦加剧，外贸业务不确定性明显增强。受电商冲击，国际批发市场竞争更加激烈。全球线下玩具零售龙头玩具反斗城等公司破产清算，也对渠道销售规模造成了影响。2、人民币升值风险。公司出口产品主要采用美元结算。人民币汇率波动会给公司带来以下影响：一是汇兑损益，二是出口产品的价格竞争力，若人民币汇率波动，公司产品在国际市场的性价比将会改变，如果未来人民币持续升值将给公司的经营业绩带来一定的影响。3、并购整合风险。为增强公司长期可持续发展实力，公司通过并购扩张布局互联网教育业务。通过并购整合，公司业务规模、市场空间和竞争实力得到了明显提高。但是，并购也导致公司管理半径加大，要求公司建立更加完善的经营管理体系，不断提高内部治理水平。若公司对并购标的不能进行有效整合，充分发挥协同效应，将会对公司的经营业绩产生一定的影响。

正文目录

一、玩具起家，转型教育信息化	6
1.1 公司历史沿革	6
1.2 教育信息化业务业绩爆发式增长，收入有望	7
二、玩具业务：创新及研发能力领先，受益于人口生育政策的逐步宽松	9
2.1 我国玩具产业大而不强，拥有品牌和研发能力企业才能胜出	9
2.2 公司拥有独立自主的“GOLDLOK”品牌，以及领先的研发创新能力	10
2.3 生育政策有望进一步放松，利好国内玩具业务	10
三、教育信息化：享政策红利和技术渠道优势，进入成长快车道	11
3.1 国家政策大力支持，教育信息化进入 2.0 时代	11
3.2 收购高乐教育和异度信息，进军教育信息化	14
3.3 高乐教育：以区域为对象实施“互联网+智慧教育生态系统”	15
3.4 异度信息：以云资源共享应用系统为中心，以云课堂为支撑	17
3.5 高乐教育和异度信息具备协同效应	19
3.6 高乐股份与同类上市公司比较	19
四、盈利预测和投资建议	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司股权结构	7
图表 3	高乐股份控股子公司	7
图表 4	公司营收及增速	8
图表 5	公司归母净利润及增速	8
图表 6	预计 2018 年教育信息化业务将为主要收入来源	8
图表 7	教育信息化毛利率显著高于玩具业务	8
图表 8	我国国内玩具营收及增速	9
图表 9	我国传统玩具出口及增速	9
图表 10	广东省玩具出口占据我国玩具出口半壁江山	9
图表 11	2017 年全球玩具消费市场分布	9
图表 12	公司自主玩具品牌	10
图表 13	IP 授权玩具	10
图表 14	公司玩具业务营收及增速	11
图表 15	公司玩具销售 7 成左右为出口	11
图表 16	美元兑人民币汇率	11
图表 17	我国新出生人口增速面临下滑	11
图表 18	教育信息化 1.0 和 2.0 发展目标	12
图表 19	教育信息化 1.0 和 2.0 的建设重点	12
图表 20	信息技术在教育行业的不同应用层次和对象	12
图表 21	通过智慧云课堂促进教育资源均衡	13
图表 22	我国教育经费情况	13
图表 23	我国互联网教育服务市场规模及增速	13
图表 24	各类学校数量_2016 年	14
图表 25	各类学校在校生数量_2016 年	14
图表 26	公司教育信息化业务收入结构_2018.H1	15
图表 27	硬件和软件销售毛利率_2018.H1	15
图表 28	高乐教育的互联网+智慧教育生态系统	15
图表 29	高乐教育提供的软硬件设备	16
图表 30	高乐教育产品涵盖数十个子系统	16
图表 31	高乐教育的 B2B (G) 业务	16
图表 32	高乐教育的 B2C 业务	16
图表 33	高乐教育在手订单	17
图表 34	异度信息的智慧教育生态服务平台	17
图表 35	智慧云课堂	18
图表 36	机顶盒云课堂实景	19

图表 37	机顶盒云课堂界面展示	19
图表 38	高乐教育和异度信息的协同效应	19
图表 39	同类上市公司的产品介绍	20
图表 40	盈利预测和估值	21

一、玩具起家，转型教育信息化

1.1 公司历史沿革

玩具起家，转型教育信息化。高乐股份成立于1989年，总部位于广东省普宁市，2010年在深交所挂牌中小板上市。公司主营电动塑胶玩具的研发、生产和销售，产品包含电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板和机器人等系列，产品以出口为主。近几年，公司转型教育信息化，以收购方式进军K12教育信息化转型互联网教育领域。2016年10月，公司以9000万元现金收购泛爱众(后更名为“高乐教育”)100%股权，2017年7月，公司以2.7亿元收购异度信息45%股权并向其增资9000万元，合计持有53.25%股权，正式确立“玩具+教育”双主业齐发展的新战略。2018年8月公司公告拟将中文名称由“广东高乐玩具股份有限公司”变更为“广东高乐股份有限公司”，去掉“玩具”二字，更准确反映公司战略转型及业务拓展实际情况。

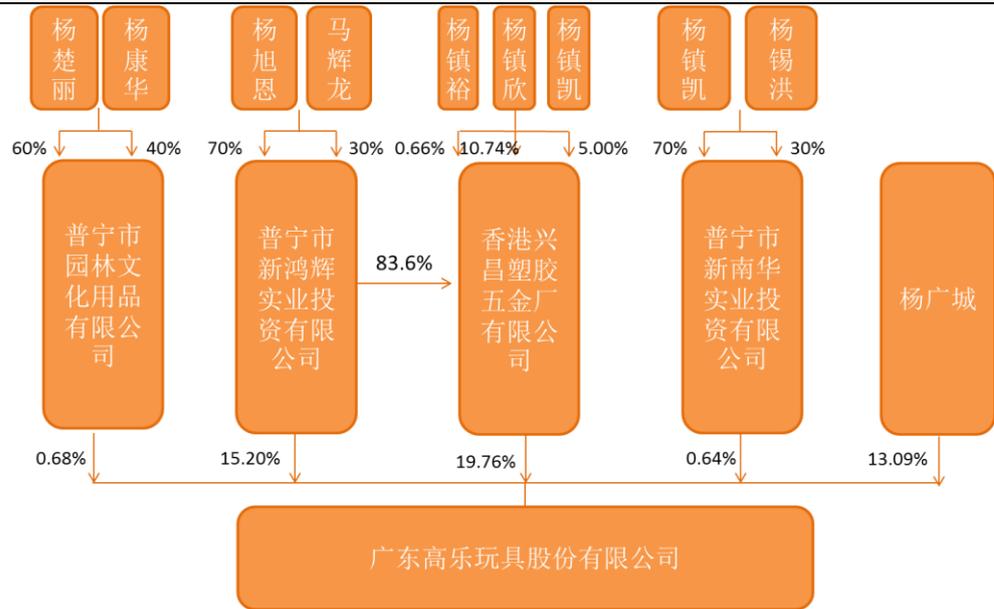
图表1 公司发展历程



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司实际控制人为杨氏家族，董事长兼总经理为杨旭恩先生。杨旭恩先生为普宁市新鸿辉实业投资公司和普宁市华南学校的董事长，新鸿辉实业投资公司直接持有公司股份1.44亿股，占股份总数的15.20%，杨旭恩先生及其一致行动人总计持股比例占公司股份总数的49.37%。

图表2 公司股权结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

目前高乐股份参控股 7 家子公司, 判断可能会将玩具业务由母公司转入子公司。其中, 高乐教育和异度信息从事教育信息化业务, 母公司高乐股份以及子公司香港高乐从事玩具业务, 另外还有两家创投基金子公司。2018 年 8 月公司公告拟设立全资子公司普宁市高乐玩具科技有限公司(暂定名), 我们判断公司此举意在将母公司玩具业务转入新成立的子公司运营, 更好满足公司“玩具+教育”双主业齐发展的战略需要。

图表3 高乐股份参控股子公司



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

1.2 教育信息化业务业绩爆发式增长, 收入有望

玩具业务营收稳定, 净利润波动较大。公司在 2016 年以前只有玩具业务, 玩具业务营收规模稳定, 保持在 4 亿元左右, 但净利润每年有 20%左右的波动, 主要原因是公司玩具以出口业务为主, 收入以美元结算, 受汇率波动影响较大。

2017 年营收和净利润大幅增长，与玩具业务出口大幅增长以及并购异度信息有关。2017 年公司实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 63.85%；实现归母净利润 5509 万元，同比增长 29.48%。主要原因是玩具业务收入大幅增长，以及并购异度信息所致。其中，玩具业务实现销售收入 5.98 亿元，同比增长 49.29%，玩具业务收入大幅增长与 2017 年全球经济复苏以及玩具行业出口整体向好有关。

2018 年上半年经营业绩有所改善，主要原因是教育信息化业务爆发式增长所致。2018 年上半年公司营业收入 3.96 亿元，同比增长 42.86%，收入大幅增长的主要原因是教育信息化业务收入大幅增长所致。归母净利润 1862.72 万元，同比下降 38.81%。净利润大幅下降主要原因是，2017 年上半年公司转让占陇加工区厂房及土地使用权并处置了机器设备，获得收益 2459.28 万元，这部分非经常性损益对 2017 年的净利润基数影响较大。剔除非经常性损益后的扣非归母净利润 1828.66 万元，同比大幅增长 95.07%。

图表4 公司营收及增速



资料来源:wind, 平安证券研究所

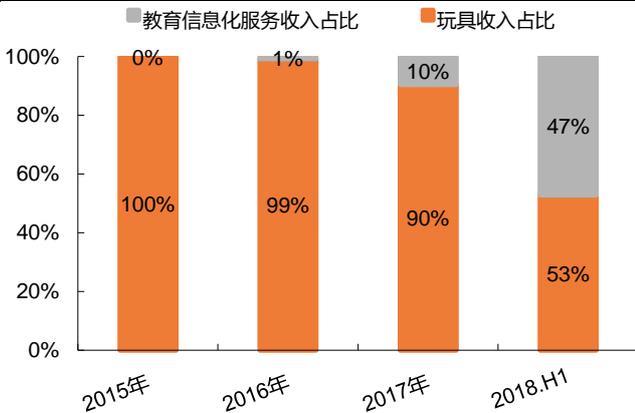
图表5 公司归母净利润及增速



资料来源:wind, 平安证券研究所

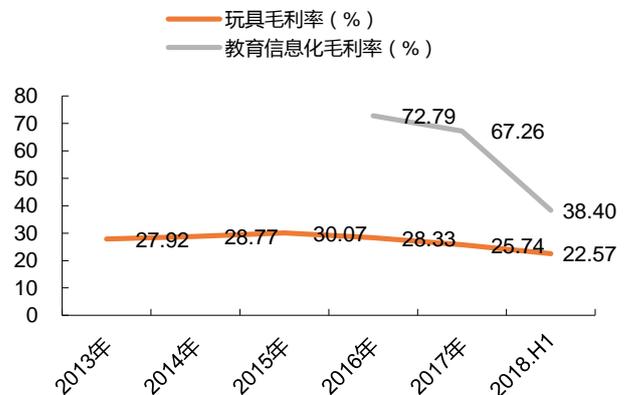
2018 年公司教育信息化业务收入占比预计将超 8 成，毛利率有望提升。2018 年上半年教育信息化业务收入占比 47%，较 2017 年的 10%明显提升，根据目前在手订单测算，预计 2018 年教育信息化业务收入占比将超 8 成，成为公司主要收入来源。教育信息化毛利率高于玩具业务，玩具业务毛利率 25%左右，2016 年-2017 年教育信息化毛利率 70%左右，2018 年上半年降为 38.40%，下降主要原因是其中毛利率较低的设备销售收入占比提高，而毛利率较高的软件销售收入占比下降导致，但仍然显著高于玩具业务毛利率。随着教育信息化业务收入占比提高，公司整体毛利率水平有望提高。

图表6 预计 2018 年教育信息化业务将为主要收入来源



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 教育信息化毛利率显著高于玩具业务



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、玩具业务：创新及研发能力领先，受益于人口生育政策的逐步宽松

2.1 我国玩具产业大而不强，拥有品牌和研发能力企业才能胜出

中国已成为世界主要的玩具生产基地，且出口总额呈现逐年增长的良好趋势。我国是玩具生产大国，世界玩具市场超过 70% 的产品由中国制造。国内玩具行业营业收入增速逐年回落，2017 年国内玩具行业主营业务收入 2357 亿元，同比增长 2.69%。但玩具出口总额呈现逐年增长的良好趋势。根据海关统计数据，2017 年，我国全年传统玩具出口 240 亿美元，同比增长 30.27%。其中广东是中国玩具出口第一大省，全年传统玩具出口 130 亿美元，占全国玩具出口总金额 54.43%。欧美是玩具消费的主要地区，占全球玩具消费市场的 60%，中国是玩具消费第三大地区，占全球玩具消费市场的 10%。

国内玩具企业整体竞争力不强，拥有品牌和研发能力的玩具企业才能胜出。欧洲、美国、日本等发达国家玩具行业发展成熟，其玩具企业依靠“品牌+渠道”的成熟商业模式占领玩具产业链的高附加值环节，行业集中度高，规模大，五大玩具龙头美泰、孩之宝、乐高、万代、多美市场集中度为 30% 左右。与龙头品牌相比，国内企业大多停留在中低档产品水准，缺乏清晰完整的产品战略、研发设计和品牌运作，仅从事简单的代工生产或贴牌生产，经济附加值低，同质化严重，竞争激烈。随着国际产业分工变化、人口红利消失、人工成本上升等因素，国内玩具产业优势越来越薄弱，各类中小企业面对激烈的市场竞争纷纷退出市场，而相对有实力的大型玩具企业对产品进行调整，围绕“质量”、“创新”和“品牌”三大核心要素，走产品结构调整与优化升级的自主品牌发展道路。

图表8 我国国内玩具营收及增速



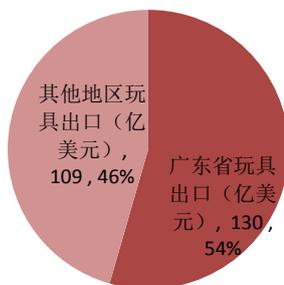
资料来源：工业和信息化部,海关统计数据,平安证券研究所

图表9 我国传统玩具出口及增速



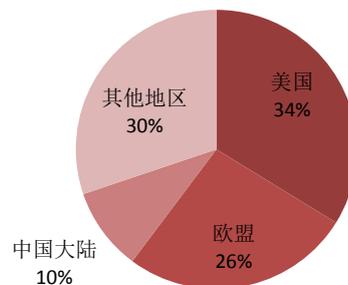
资料来源：工业和信息化部,海关统计数据,平安证券研究所

图表10 广东省玩具出口占据我国玩具出口半壁江山



资料来源：工业和信息化部,海关统计数据,平安证券研究所

图表11 2017 年全球玩具消费市场分布



资料来源：wind,平安证券研究所

2.2 公司拥有独立自主的“GOLDLOK”品牌，以及领先的研发创新能力

公司拥有独立自主“GOLDLOK”品牌及知名 IP 授权产品。公司玩具业务以“创意无限，欢乐童年”为核心理念，集休闲娱乐与益智教育等功能为一体，助力少年儿童快乐成长。公司拥有独立自主的“GOLDLOK”品牌和涵盖研发、设计、模具制造、生产、销售的完整产业体系，品类覆盖电子电动玩具、塑胶玩具、毛绒玩具、益智玩具、智能互动玩具、知名 IP 形象授权玩具、礼品等，其中：

- **自主玩具品牌：**品类覆盖电子电动玩具、塑胶玩具、毛绒玩具、益智玩具，主要产品包括电动火车、互动对打机器人、电动车、线控仿真飞机、智能女仔、环保磁性学习写字板等；
- **知名 IP 授权产品：**公司与多个国外知名 IP 授权玩具产品开发，咖啡猫、蓝精灵、POCOYO、迪斯尼、HELLO KITTY、小 P 优优等授权，开发其系列的衍生产品，将动漫、卡通的精髓与玩具完美结合，深受消费者喜爱。

图表12 公司自主玩具品牌



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表13 IP 授权玩具



资料来源:公司公告,平安证券研究所

公司玩具业务创新及研发能力处于国内领先地位。公司拥有广东省省级企业技术中心和广东省电子玩具及模具工程技术研究开发中心，拥有香港、深圳、广州、普宁四地联动的国际化专业研发设计团队，整体研发技术和创新能力在国内保持领先地位。公司总部生产基地建筑面积近 10 万平米，拥有高素质的生产团队和先进的生产设备，并不断加大对生产线自动化改造及升级的技术投入，推动生产设备自动化与信息化相融合。2017 年，IPO 募投项目电子电动玩具生产项目正式投产，注塑生产线智能化改造完成，生产设备智能化、自动化水平得到明显提升，为进一步加强精益生产、提高生产效率、提升利润空间创造有利条件。

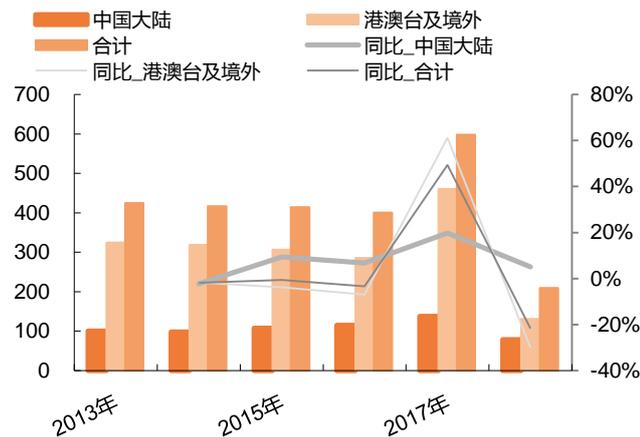
2.3 生育政策有望进一步放松，利好国内玩具业务

2017 年受益于海外经济复苏玩具收入大幅增长。2017 年受全球经济复苏带动，以及人民币汇率贬值，玩具出口大幅增长，公司玩具业务收入也大幅增长，2017 年实现玩具业务收入 598 亿元，同比增长 49.29%，其中国际市场收入 4.6 亿元，同比增长 61.16%，国内市场收入 1.38 亿元，同比增长 19.83%。

2018 年上半年多种因素导致玩具业务经营压力增加。2018 年上半年玩具业务实现营业收入 2.01 亿元，同比下降 21.68%。其中国内市场实现收入 7820 万元，同比增长 5.10%；国际市场实现收入 1.31 亿元，同比下降 30.04%。国际市场收入大幅下降为多重因素叠加导致，包括：全球贸易形势复杂多变使外贸业务不确定性明显增强，全球玩具市场竞争加剧影响部分地区如欧盟、拉丁美洲的订单，全球最大的线下玩具零售巨头玩具反斗城破产清算等事件也影响了部分销售规模。下半年是玩具业务旺季，预计情况会好于上半年。

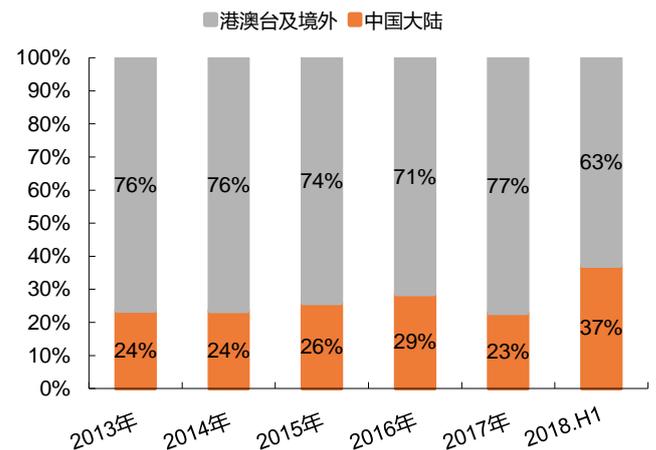
生育政策有望进一步放宽，国内销售份额有望提升。目前公司玩具以出口为主，国际玩具销售受贸易政策和汇率影响，波动较大，而国内玩具销售增长相对稳定。过去公司国内业务收入占据3成左右份额，2017年出口下降，国内市场保持增长，国内业务收入占比提升至4成。国际玩具业务受贸易政策、汇率波动、国外巨头竞争等影响，存在较多不确定性。国内2016年放开二胎政策，2016年出生人口短暂增长后，2017年仍然下降，为了防止出生人口的进一步下降，生育政策有望进一步放开，利好玩具市场。预计国内玩具需求有望提升，公司国内业务收入份额有望进一步增加。

图表14 公司玩具业务营收及增速



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表15 公司玩具销售7成左右为出口



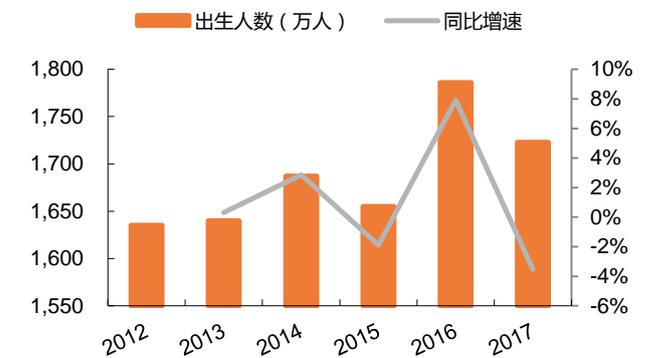
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表16 美元兑人民币汇率



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表17 我国新出生人口增速面临下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

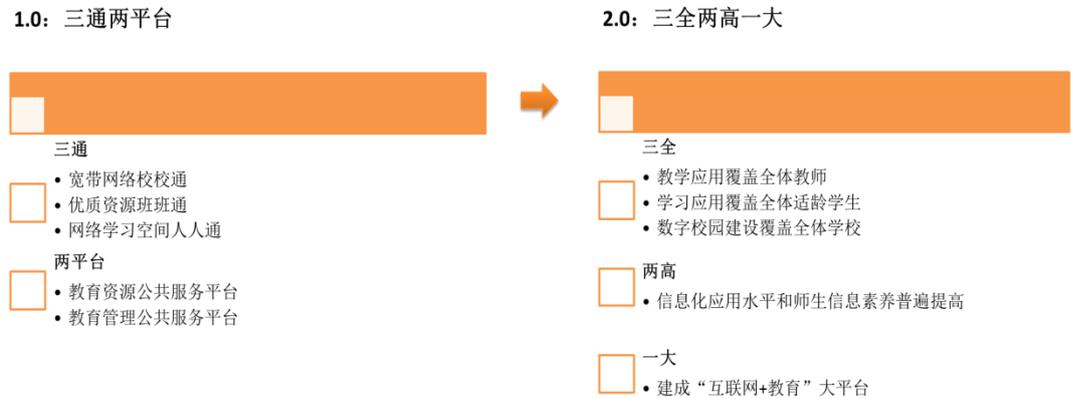
三、教育信息化：享政策红利和技术渠道优势，进入成长快车道

3.1 国家政策大力支持，教育信息化进入 2.0 时代

教育信息化开启 2.0 时代。教育信息化是指在教育领域的教学、管理、科研等方面深入应用现代信息传播技术从而促进教育改革与发展的过程。2012年9月，刘延东（时任国务委员）在全国教育信息化工作电视电话会议上提出“十二五”期间，要以建设好“三通两平台”为建设目标，开始教育信息

化 1.0 时代。2018 年 4 月教育部印发《教育信息化 2.0 行动计划》，提出要到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，由此开启教育信息化 2.0 时代。

图表18 教育信息化 1.0 和 2.0 发展目标



资料来源:政府网站, 平安证券研究所

1.0 重点为教育信息化服务， 2.0 重点为教育增值业务运营。以“三通两平台”为核心的教育信息化 1.0，建设重点为教育信息化服务，即基础硬件环境+教育云平台，面对的对象主要为 G 端和 B 端，即学校和教育局等政府部门。其中基础硬件环境主要包括计算资源、存储资源、安全设施等，教育云平台主要包括数据集成与管理，以及应用集成与支撑服务。以“三全两高一”为核心的教育信息化 2.0，建设重点为教育增值业务运营，包括智能教育环境+教育云平台+智慧校园+智慧课堂以及教育云门户，面对的对象主要为 B 端和 C 端，即学校和教师、学生、家长等。

图表19 教育信息化 1.0 和 2.0 的建设重点



资料来源:平安证券研究所

图表20 信息技术在教育行业的不同应用层次和对象

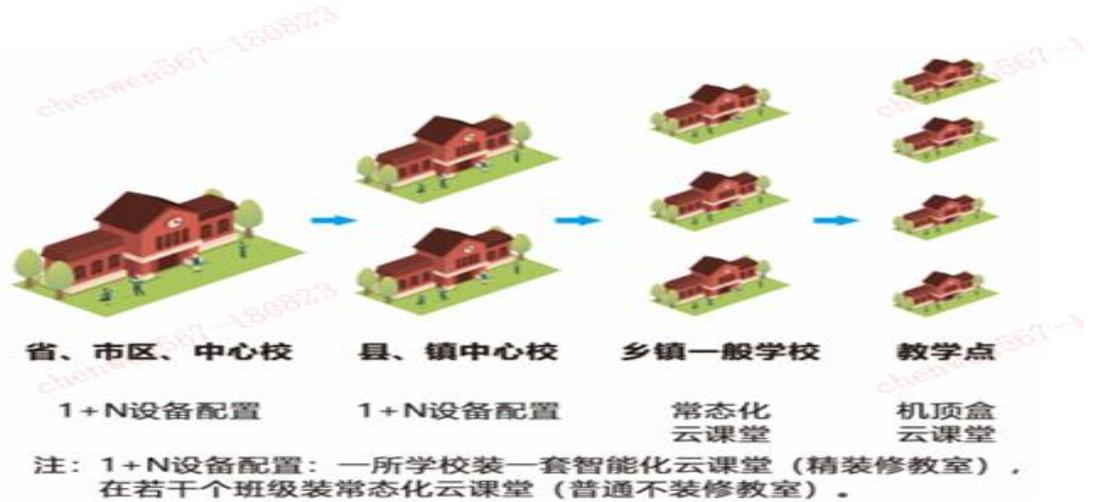


资料来源:平安证券研究所

三四线城市及农村重点为 1.0 建设，一二线城市重点是 2.0 建设。从目前教育信息化“三通两平台”尤其是基础设施建设情况来看，国家层面和区域中心城市达标率较高，三四线城市、区县级行政单位尤其是农村地区的建设需求仍然十分旺盛。因此三四线城市及农村地区目前的重点是教育信息化基础设施建设，即 1.0 阶段。一二线城市前期已经逐步完成教育信息化基础设施建设，目前正在逐渐从以“三通两平台”为标志的“基础硬件环境+教育云平台”逐步向“智能教育环境+教育云平台+智慧校园+智慧课堂”的 2.0 阶段发展，财政性教育经费投入方向日益清晰，政府强调各级区域平台的互联互通，投入也在向购买智慧教育系统集成和运营服务综合性解决方案倾斜。

通过智慧云课堂促进教育均衡。我国教育资源存在较严重的不均衡问题,优质教育资源集中于省、市区、中心校,而乡镇、穷困、偏僻地区一般学校教育资源相对不足,如何促进教育资源的均衡是亟待解决的问题。教育信息化是解决教育均衡问题的重要手段,通过智慧云课堂建设,可以解决中心校带动乡镇校及教学点,乡镇校带动教学点的教学问题,还有中心之间的交流、教研等。通过智能化的设备接入管控,就可以全学期的课程编排与云课堂同步,远程自动开关机等,使得信息技术和日常教学能常态化开展。

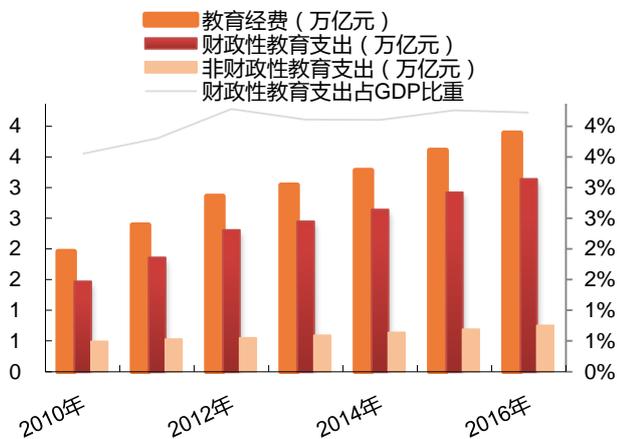
图表21 通过智慧云课堂促进教育资源均衡



资料来源: 教育部, 平安证券研究所

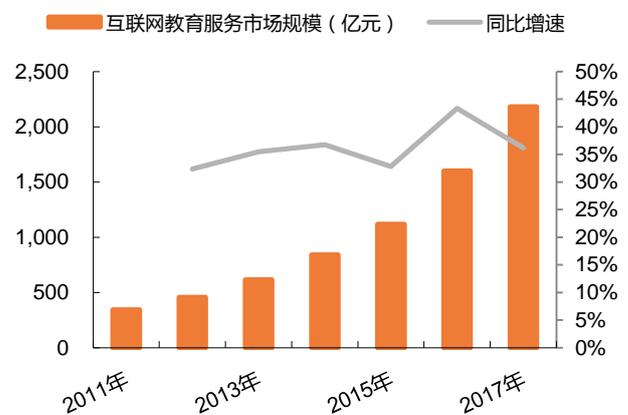
我国教育信息化经费支出已达约 3000 亿元, 未来仍将持续稳步增长。《教育信息化十年发展规划》征求意见稿中曾提出,“各级政府在教育经费中按不低于 8%的比例列支教育信息化经费,保障教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入”。以此测算,2017 年的财政投入的教育信息化经费支出已经高达约 3000 亿元。随着 GDP 增长和教育经费增加,未来较长一段时间,国家的教育信息化投入仍将持续稳步增长。根据易观《中国互联网 K12 教育市场年度分析 2017》的年度分析数据预测,国内的互联网教育市场交易规模 2017 年为 2180 亿元,2019 年预计达到 3718 亿元,复合增速高达 30%左右。

图表22 我国教育经费情况



资料来源: 教育部, 平安证券研究所

图表23 我国互联网教育服务市场规模及增速

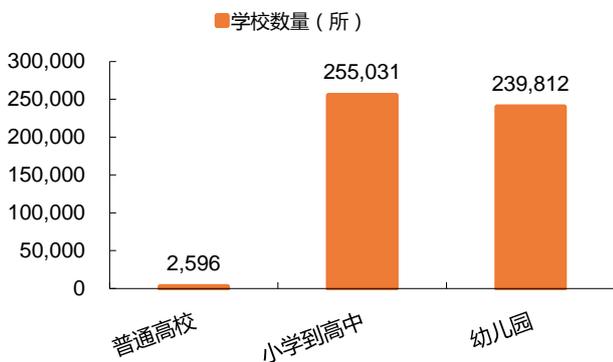


资料来源: 易观数据, 平安证券研究所

K12 教育阶段学校和在校生数量最多，教育信息化需求最庞大。从学校数量来看，目前我国一共有高校 2596 所，小学和中学 25.50 万所，幼儿园 23.98 万所；从在校生数量来看，高校学生 2696 万人，小学和中学学生 1.83 亿人，幼儿园学生 4414 万人。无论学校数量还是在在校生数量，K12 阶段（小学一年级到高三）均最多。而且，K12 阶段主要以应试教育为纲，以提升教学效果和升学率为目标，是教育信息化最重要的市场。

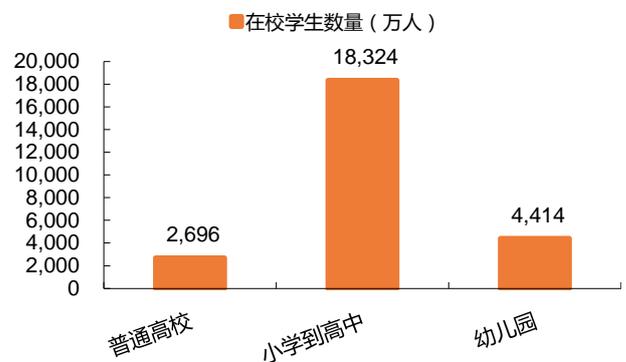
集硬件、软件、解决方案于一体成为教育信息化企业发展趋势。传统的教育信息化企业主要包括产品供应商和系统集成商。其中产品供应商提供配套的终端硬件产品、软件产品、以及内容；系统集成商提供软硬件产品的整合和一定区域内集成化系统的销售。由于为客户提供一站式产品服务有助于整合数据信息、提高产品兼容性，从而提高客户粘性，因此，集硬件、软件、解决方案于一体，实现产品线的延伸成为目前教育信息化公司业务拓展的总体趋势。

图表24 各类学校数量_2016年



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表25 各类学校在校生数量_2016年



资料来源:wind, 平安证券研究所

3.2 收购高乐教育和异度信息，进军教育信息化

公司于 2016 年 10 月，斥资 9000 万元现金收购泛爱众(高乐教育)100%股权正式进入教育信息化领域；2017 年 7 月，以 2.7 亿元收购异度信息 45%股权并向其增资 9000 万元，合计持有 53.25%股权，确立玩具+教育双主业战略齐发展。**高乐教育承诺 2016-2018 年度的净利润分别不低于 800 万元、1100 万元、1300 万元；异度信息承诺 2017-2019 年扣除非经常性损益的净利润分别不低于人民币 4300 万元、人民币 5160 万元与人民币 6190 万元。**

公司教育信息化提供 K12 智慧教育一站式解决方案。公司的互联网教育业务，围绕国家教育政策导向及各级教育部门、学校、教师、学生、家长等群体需求，提供 K12 互联网教育平台开发运营、智慧教育软硬件产品及服务、教育信息化系统集成等智慧教育一站式解决方案，助力教育精准扶贫和教育现代化征程，力争成为智慧教育领跑者。业务上国家教育信息化系列政策为指引，以云计算、大数据、智能硬件、物联网、VR、人工智能等核心技术为支撑，以市、区县级互联网教育平台开发运营、软硬件产品销售及系统集成为主要市场切入点，以教育部门、学校购买服务及面向家长、教师、学生的增值服务业务为核心构建可持续发展模式，提供云、网、端一体化的智慧教育系统性解决方案。

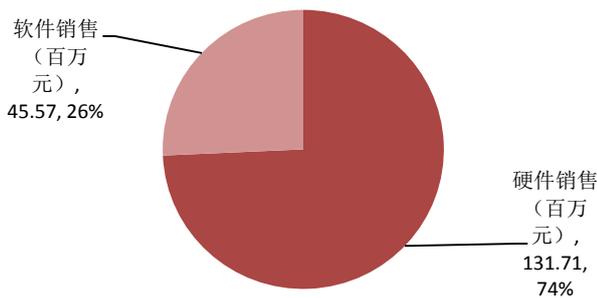
2017 年均完成对赌协议。高乐教育和异度信息均在 2017 年顺利完成业绩对赌，其中高乐教育净利润承诺 1100 万，完成 1258.37 万，异度信息净利润承诺 4300 万，完成 4573.94 万。

2018 年上半年，高乐教育和异度信息经营情况良好，带动公司互联网教育业务高速增长。共实现营业收入 1.87 亿元，同比增长幅度高达 1,819.21%。其中，高乐教育实现营业收入 1.46 亿元，同比增长

1401.75%，实现归属于母公司的净利润 3183.17 万元，同比增长 606.71%，远超 2018 年承诺净利润 1300 万元；异度信息实现营业收入 4439.62 万元，实现净利润 1408.95 万元。

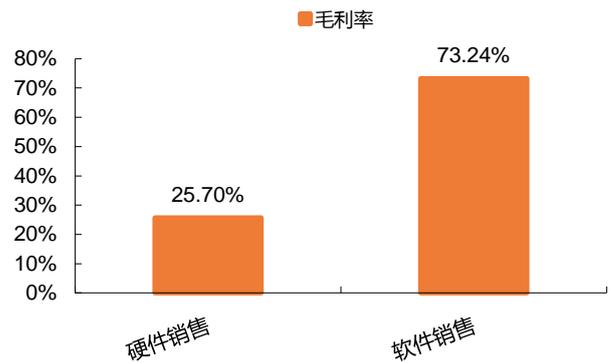
毛利率还有进一步提升空间。目前，公司的教育信息化业务以硬件销售为主，软件销售为辅，其中硬件主要是教育设备，软件主要是互联网+智慧教育平台开发。2018 年上半年硬件收入 1.32 亿元，占比达 74.30%，软件销售收入 4556.86 万元，占比 25.70%。硬件销售毛利率为 25.70%，软件销售毛利率 73.24%，硬件销售毛利率明显低于软件销售。随着基础支撑平台搭建完成，公司将在基础支撑平台上提供更多增值服务和运营服务，软件销售的占比将逐步提升，毛利率也将进一步提升。

图表26 公司教育信息化业务收入结构_2018.H1



资料来源:wind,平安证券研究所

图表27 硬件和软件销售毛利率_2018.H1



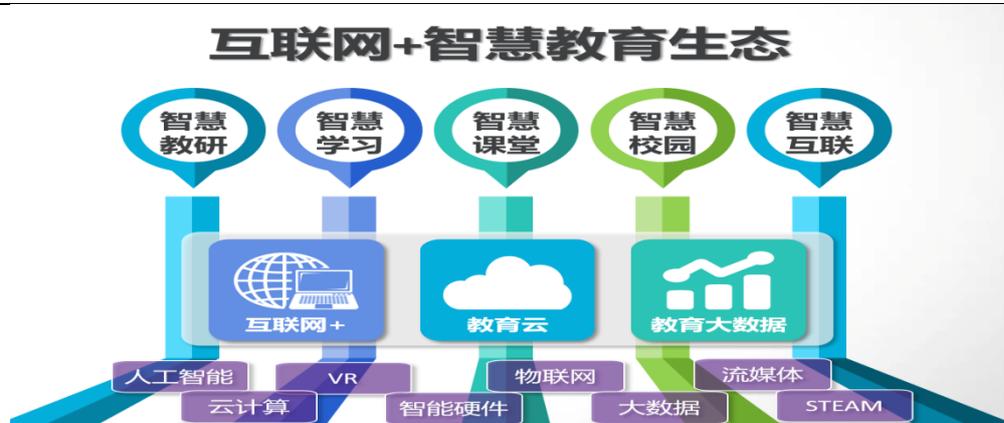
资料来源:wind,平安证券研究所

3.3 高乐教育：以区域为对象实施“互联网+智慧教育生态系统”

高乐教育研发中心位于广州，以互联网+智慧教育技术和产品研发运营为核心，为区域及学校的教育信息化建设提供整体规划及实施服务，拥有自主知识产权的互联网+智慧教育云平台。高乐教育的核心业务包括：

- **区域教育信息化平台建设：**互联网+智慧教育云平台建设及运维服务。
- **高乐云教育业务平台运营：**云课堂、学习空间等自有及第三方增值服务业务。
- **智能教育设备推广：**智能班牌、电子书包、智能考勤机等。

图表28 高乐教育的互联网+智慧教育生态系统



资料来源:公司年报,平安证券研究所

高乐教育产品涵盖数十个子系统，满足教育行政机构、学校、教师、学生、家长的不同教育应用与

资源需求。提供云录播系统、电子班牌、多媒体考勤机、一体机、电子书包、物联网终端等智慧教育软硬件设备。

图表29 高乐教育提供的软硬件设备



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表30 高乐教育产品涵盖数十个子系统

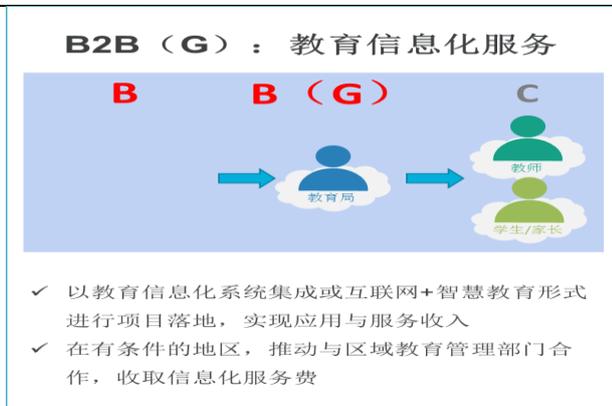


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

高乐教育拥有**稳健互利的 B2B2C 商业模式**。基于高乐云教育业务平台(“互联网+智慧教育”云平台)实现 B2B (G) 2C 业务模式。

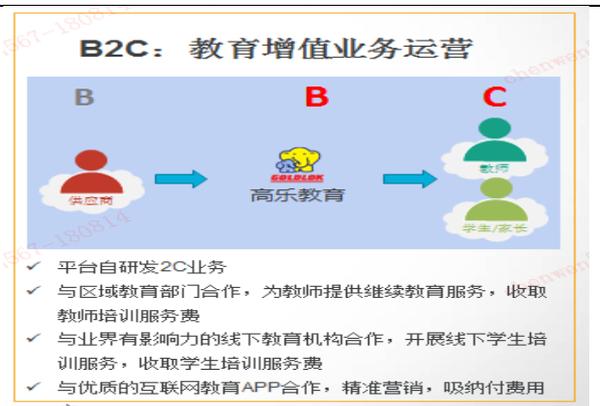
- **B2G2C:** 通过政府教育信息化项目建设, 实现产品与服务收入。结合地区实际情况, 推动以 EPC、PPP 等适当模式与区域教育管理部门合作, 收取信息化服务费。
- **B2B2C:** 通过高乐云教育业务平台聚合自主研发及合作伙伴业务, 为老师和学生提供线上、线下增值服务。

图表31 高乐教育的 B2B (G) 业务



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表32 高乐教育的 B2C 业务



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

高乐教育在手订单总的中标金额为**3.05 亿元**。2017 年 12 月, 高乐教育联合中标普宁市教育局的普宁市创建广东省教育现代化先进市配套设施设备建设项目, 中标金额为 2.51 亿元。2018 年 4 月, 高乐教育联合中标揭西县教育信息化平台“互联网+智慧教育”采购项目, 中标成交额 5389 万元。公司致力于把普宁、揭西项目打造成互联网+智慧教育标杆示范项目, 为项目可持续开展运营服务奠定坚实基础。目前普宁项目已陆续进入验收阶段, 揭西项目正处于实施阶段。

下半年为业务旺季, 业务量有望进一步增加。一般学校在开学前一段时间会进行采购, 上学期开学季为 9 月份, 采购旺季为 6-8 月, 下学期开学季为 3 月份左右, 采购旺季为上一年度的 11-12 月份, 因此采购旺季均集中在下半年。随着高乐教育品牌效应的彰显和标杆项目落地, 下半年有望中标新的智慧教育项目, 使业绩超预期增长。

图表33 高乐教育在手订单

项目名称	中标时间	项目采购人	采购方式	中标金额 (万元)	项目内容
普宁市创建广东省教育现代化先进市配套设施设备建设项目	2017/12/27	普宁市教育局	公开招标	25,065.40	对全市所有公办中小学、幼儿园和成人文化技术学校的教育信息化建设进行整体规划配套，通过软硬件结合的方式为普宁全市中小学校和师生、家长提供“互联网+智慧教育”服务。
揭西教育信息化平台“互联网+智慧教育”采购项目	2018/4/17	揭西县教育局	公开招标	5,389.30	采购“互联网+智慧教育”智能化设备、云平台软硬件、网络基础设施等产品以及教育云平台运维服务。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.4 异度信息：以云资源共享应用系统为中心，以云课堂为支撑

异度信息总部位于深圳，是一家教育信息化综合解决方案服务商及在线教育运营商。公司管理团队核心成员张子和先生等人系信息行业连续创业者，对互联网+智慧教育有长期深入的理解与积累。围绕信息技术与教育教学实践的深度融合应用，自主开发大量的软、硬件产品及平台系统，以异度云资源共享应用系统为中心，各类云课堂为支撑，来提升老师的教学质量和学生学习效率。

异度信息围绕信息技术与教育教学实践的深度融合应用，自主开发大量的软、硬件产品及平台系统。目前已经拥有自研的 SEES 教育生态服务平台、资源中心大数据管理系统、在线教学系统、人人通的解决方案、开放式学习系统、云课堂硬件系列、互动录播系列、集控设备等，并开发出基于未来教室的智慧校园系统。

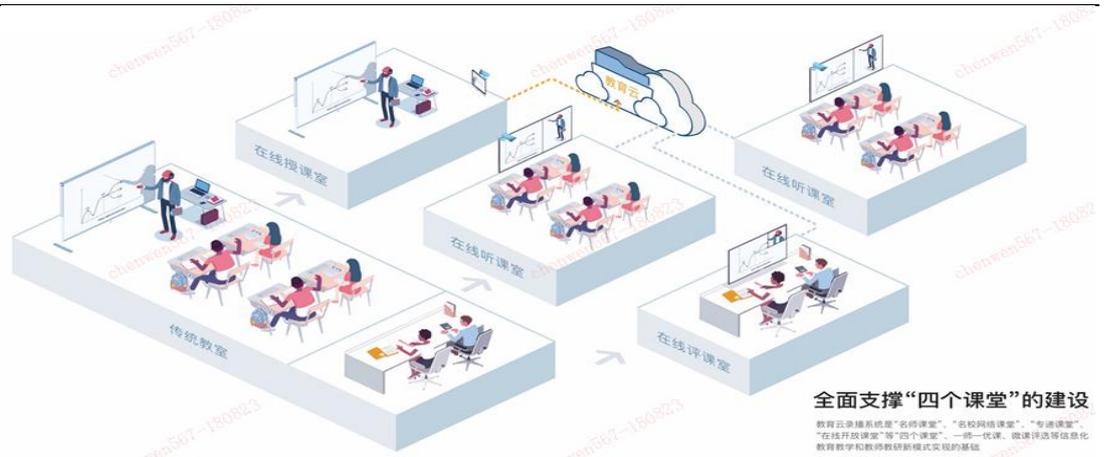
图表34 异度信息的智慧教育生态服务平台



资料来源：公司资料，平安证券研究所

异度信息在智慧教育装备产品、智慧校园运营服务、在线教育增值服务领域具备较强的竞争优势。主要产品、解决方案包括：云课堂及教育平台的软硬件产品；以云课堂为核心的教育资源云覆盖；智慧校园整体建设及服务；教育信息化系统集成。近期公司重点推出了区域管理平台 V2.0、校校新声运营服务平台、一体化云课堂（壁挂式）、常态化云课堂（火盒三代）等产品，使依托在线同步教学和优质资源共享促进区域教育均衡的产品矩阵更加完善。

图表35 智慧云课堂



资料来源:公司资料, 平安证券研究所

异度信息技术实力雄厚。是国家高新技术企业，目前已拥有 19 项专利（其中 5 项发明专利处于实审状态，3 项实用新型处于受理状态）、47 项软件著作权、14 项注册商标。具备 ISO9001: 2014 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证等资质证书，同时是中国教育装备行业协会常务理事单位、中国教育发展战略学会教育管理信息化专业委员会常务副会长单位、深圳市教育装备行业协会常务副会长单位等成员。

异度信息的业务发展模式：

- **项目销售：**通过智慧校园软/硬件产品的项目销售，获取产品销售收入。
- **服务运营：**通过面向区域教育部门、学校的智慧教育云服务，获取平台建设服务收入。
- **互联网运营：**通过面向学校师生及家庭用户的智慧教育云服务，获取长期运营服务收入。

异度信息的 B2B2C 商业模式如下：

- **B2B 业务：**主要面对学校，进行异度智慧教育生态服务平台的搭建和相关的设备、系统销售，以及运营服务，该模式的典型项目包括田东运营校建设（TO B）；
- **B2C 业务：**重点推广机顶盒云课堂。公司通过与网络运营商合作，普通机顶盒安装异度 APP 接入区域智慧教育生态服务平台，建设基于机顶盒的教育专区，实现和智慧校园系统、区域管理平台的无缝连接，开展高清双向音视频互动教学。可以在班级和家庭使用，特别适用于偏远地区的学校或教学点。可以在很少的成本下大面积覆盖教学点，增强主讲与听课教室间的信息互动；利用 IPTV 及智能终端建立快速流畅的家校互通、师生互通。

与网络运营商合作的 B2C 模式为异度信息重点发展方向。公司与网络运营商的合作进展顺利，目前已经与中国电信江苏、深圳、兰州、柳州等省市机构建立深入合作关系并合作推出机顶盒云课堂产品，与福建广电网络实业发展有限公司签署合作协议并开发慧课通 2.0 平台，与各网络运营商的合作广度和深度正在拓展，未来将会有更多区域性教育均衡项目落地。

与神州数码签订战略合作协议，有望迅速拓展市场。截止到 2017 年底公司拥有项目成交量 200 多个、运营校签约量 5 个、试用型运营拓展 30 多个、活跃核心渠道商 180 多家、战略合作伙伴 20 多家。近期，公司与神州数码（000034）全资子公司北京神州数码有限公司签署战略合作框架协议，依托其健全的全国 IT 产品分销系统加强区域管理平台、校级资源管理平台与各类云课堂产品销售，促进产品及应用快速落地。

图表36 机顶盒云课堂实景



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

图表37 机顶盒云课堂界面展示



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

3.5 高乐教育和异度信息具备协同效应

高乐教育的核心优势在于教育信息化系统集成和运营服务的整体方案规划和落地, 异度信息在技术研发、高性价比的硬件产品和专业过硬的运营服务等方面具有竞争优势。

高乐教育能够为异度信息的校园、家庭市场补充资源和应用弹药, 异度信息为高乐教育的区域市场进行产品与服务填充。两者在教育信息化的人才、技术、资源、产品和业务等方面, 都能够高度协同、优势互补, 合力促进公司教育信息化业务发展, 提升整体竞争优势。

图表38 高乐教育和异度信息的协同效应



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

3.6 高乐股份与同类上市公司比较

目前 A 股有 7 家和高乐股份业务可比的上市公司。目前从事教育信息化的公司约有 100 多家, 其中与高乐股份从事的教育信息化业务可比的上市公司主要包括 7 家, 分别为三盛教育、三爱富、拓维信息、天喻信息、科大讯飞、立思辰、全通教育, 这 7 家上市公司提供的主要产品如下表所示。与高乐股份业务相比较, 在软件上与天喻信息相似, 在硬件上与立思辰、拓维信息、三爱富相似, 整体上与科大讯飞的教育信息化业务最相似。

图表39 同类上市公司的产品介绍

证券代码	公司	硬件	软件	解决方案
002348.SZ	高乐股份	智能教育设备推广：智能班牌、电子书包、可穿戴设备、教育机器人 云课堂硬件系列、互动录播系列、集控设备	云课堂、学习空间等自有及第三方增值业务 资源中心大数据管理系统、在线教学系统、人人通的解决方案、开放式学习系统、基于未来教室的智慧校园系统	互联网+智慧教育云平台建设及运维服务 异度 SEES 教育生态服务平台
300282.SZ	三盛教育	AOI215 触屏一体机	教务云平台、智慧教室、智慧教研、智慧资源和工具、智慧学习软件	交互式触摸书写屏应用方案、交互式电子白板应用方案
600636.SH	三爱富	精品课堂录播、班班录播、微课录播、虚拟演播	校园网、校际互动教学校验平台	
002261.SZ	拓维信息		幼儿园信息管理系统：幼儿园信息化管理和家园互动平台、智能卫士幼儿园安防系统、智慧课题系统 校园精品应用开放平台：选课排课系统、成绩分析系统、教学教务系统、校园办公系统、在线阅卷系统、教育测评系统、家校沟通系统	幼儿教师技能提升一站式解决方案
300205.SZ	天喻信息		备授课系统、网络教研、名师工作室、家校互动、在线作业、电子书包、电子白板黑板、抢答器	教育云平台
002230.SZ	科大讯飞		教学系统：畅言智慧校园、畅言智慧课堂 考试系统：讯飞启明网上阅卷系统、讯飞启明招生考试管理平台、国家普通话智能测试系统、讯飞听说智能测试系统等 学习系统：智能网、听说无忧、熊宝报听写、熊宝背课文	讯飞畅言智慧教育整体解决方案、讯飞畅言智慧校园解决方案、讯飞启明标准化考场解决方案
300010.SZ	立思辰		敏特理综：科学仿真实验室 敏特英语：葵花籽学习系统、词汇总动员学习系统 敏特数学：沛耕数学思维能力训练、敏特数学同步学系统、敏特数学互动反馈系统	康邦智慧教育解决方案、敏特数学 K12 学科应用解决方案、葵花籽英语泛在学习解决方案、敏特理综解决方案
300359.SZ	全通教育		教育管理应用：家长短信箱、亲情电话、考勤短信、校车管理、门禁安防、动力宝贝、智阅卷、学业评估、开排选课、班牌派、学生成长档案、学生行规范管理、校园 OA 教学应用：智慧备授课、课堂互动测评、直播互动、智能作业、互动课堂	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测和投资建议

公司主要看点包括：

● 教育信息化业务

- 随着高乐教育品牌效应的彰显和标杆项目落地，有望中标更多智慧教育项目，使业绩超预期增长。
- 异度信息技术实力雄厚，且渠道拓展顺利，通过与网络运营商合作推广机顶盒云课堂，与神舟数码签订战略合作协议，公司的市场份额有望迅速提升。

- 高乐教育和异度信息具备协同效应，高乐教育能够为异度信息的校园、家庭市场补充资源和应用弹药，异度信息为高乐教育的区域市场进行产品与服务填充。

● **玩具业务**

- 下半年人民币汇率有贬值趋势，有利于公司的出口业务。
- 生育政策有望进一步宽松，利好国内玩具需求。

预计公司 2018 年-2020 年归母净利润分别为 1.16 亿元、1.45 亿元、1.85 亿元，同比增速分别为 110.1%、25.4%、27.3%，EPS 分别为 0.12 元、0.15 元、0.20 元，目前股价对应 PE 分别为 32.2 倍、25.6 倍、20.1 倍。2018 年归母净利润 1.16 亿元，预计教育信息化约 1 亿元，玩具业务约 1600 万。我们看好公司在教育信息化业务领域的发展前景，且公司业务受益于人口生育政策放松预期，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

图表40 盈利预测和估值

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	404	661	1,120	1,282	1,417
YoY(%)	-2.6	63.9	69.4	14.5	10.5
净利润(百万元)	42.5	55	116	145	185
YoY(%)	-23.8	29.5	110.1	25.4	27.3
毛利率(%)	28.7	29.7	48.9	49.5	49.8
净利率(%)	10.5	8.3	10.3	11.3	13.0
ROE(%)	3.4	4.5	9.7	11.0	12.4
EPS(摊薄/元)	0.04	0.06	0.12	0.15	0.20
P/E(倍)	87.49	67.6	32.2	25.6	20.1
P/B(倍)	3.00	2.9	2.7	2.5	2.2

资料来源：平安证券研究所

五、 风险提示

- 1、国际玩具市场不确定加大风险。公司玩具产品以出口为主，出口地主要包括欧盟、北美、拉美等国家和地区。近来，国际贸易摩擦加剧，外贸业务不确定性明显增强。受电商冲击，国际批发市场竞争更加激烈。全球线下玩具零售龙头玩具反斗城等公司破产清算，也对渠道销售规模造成了影响。
- 2、人民币升值风险。公司出口产品主要采用美元结算。人民币汇率波动会给公司带来以下影响：一是汇兑损益，公司自接受订单、采购原辅料、生产到出口，整个业务周期达半年，因此人民币汇率波动会导致公司出现汇兑损益。二是出口产品的价格竞争力，若人民币汇率波动，公司产品在国际市场的性价比将会改变，如果未来人民币持续升值将给公司的经营业绩带来一定的影响。
- 3、并购整合风险。为增强公司长期可持续发展实力，公司通过并购扩张布局互联网教育业务。通过并购整合，公司业务规模、市场空间和竞争实力得到了明显提高。但是，并购也导致公司管理半径加大，要求公司建立更加完善的经营管理体系，不断提高内部治理水平。若公司对并购标的不能进行有效整合，充分发挥协同效应，将会对公司的经营业绩产生一定的影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	577	1284	1337	1570
现金	84	608	696	769
应收账款	320	433	429	523
其他应收款	12	64	23	74
预付账款	6	10	9	12
存货	92	107	119	130
其他流动资产	62	62	62	62
非流动资产	1154	1572	1699	1790
长期投资	0	0	0	0
固定资产	657	948	1056	1150
无形资产	130	107	100	93
其他非流动资产	367	517	544	548
资产总计	1730	2856	3036	3360
流动负债	160	1102	1152	1302
短期借款	85	956	1005	1131
应付账款	54	78	71	93
其他流动负债	21	67	75	77
非流动负债	185	220	192	153
长期借款	158	194	166	127
其他非流动负债	26	26	26	26
负债合计	345	1322	1344	1455
少数股东权益	113	146	187	239
股本	947	947	947	947
资本公积	10	10	10	10
留存收益	316	413	542	714
归属母公司股东权益	1272	1388	1505	1666
负债和股东权益	1730	2856	3036	3360

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-71	69	332	223
净利润	62	148	186	237
折旧摊销	37	45	57	65
财务费用	13	38	59	62
投资损失	0	-1	-1	-0
营运资金变动	-151	-161	31	-140
其他经营现金流	-33	0	0	0
投资活动现金流	-176	-461	-183	-155
资本支出	100	418	127	91
长期投资	6	0	0	0
其他投资现金流	-70	-43	-56	-64
筹资活动现金流	217	45	-110	-121
短期借款	85	0	0	0
长期借款	158	35	-28	-39
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-27	10	-82	-82
现金净增加额	-31	-347	39	-53

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	661	1120	1282	1417
营业成本	465	572	647	712
营业税金及附加	9	16	18	20
营业费用	47	101	115	128
管理费用	78	224	231	227
财务费用	13	38	59	62
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
投资净收益	0	1	1	0
营业利润	72	171	213	270
营业外收入	0	3	3	4
营业外支出	3	1	1	2
利润总额	69	172	215	272
所得税	7	24	29	35
净利润	62	148	186	237
少数股东损益	7	33	41	52
归属母公司净利润	55	116	145	185
EBITDA	120	244	317	384
EPS (元)	0.06	0.12	0.15	0.20

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	63.9	69.4	14.5	10.5
营业利润(%)	79.2	136.6	24.7	26.7
归属于母公司净利润(%)	29.5	110.1	25.4	27.3
获利能力				
毛利率(%)	29.7	48.9	49.5	49.8
净利率(%)	8.3	10.3	11.3	13.0
ROE(%)	4.5	9.7	11.0	12.4
ROIC(%)	4.9	6.6	8.2	9.3
偿债能力				
资产负债率(%)	19.9	46.3	44.3	43.3
净负债比率(%)	11.5	38.5	31.2	28.7
流动比率	3.6	1.2	1.2	1.2
速动比率	3.0	1.1	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	8.7	8.7	8.7	8.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.12	0.15	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	0.07	0.35	0.24
每股净资产(最新摊薄)	1.34	1.47	1.59	1.76
估值比率				
P/E	67.57	32.16	25.65	20.15
P/B	2.93	2.68	2.47	2.23
EV/EBITDA	33.5	18.4	14.0	11.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033