

## 小鸿助教持续迭代，研销一体化增厚业绩

### 投资要点

- 业绩总结：**世纪天鸿发布2023年年报。报告显示，公司2023年实现营业收入5.1亿元，同比增长17.2%；归母净利润4233.6万元，同比增长18.9%；扣非归母净利润3892.9万元，同比增长27.2%。
- 小鸿助教持续迭代，笔神作文用户稳定增长。**公司结合人工智能技术，思考“AI+教育”的终极形态与发展路径，布局多款AI教育产品，并且在用户侧已初见成效。1) 公司小鸿助教已迭代至4.0版本，升级联网功能，可以实时更新最新的内容；同时嵌入文档助手，支持长文本生成。2) 公司所投资的笔神作文在AI作文批改领域持续突破，截至2023年末笔神作文APP累计用户超过1800万，付费转化率约2%。目前笔神作文社区每月投稿量超过30万篇，积累超500万篇优质的作文语料，通过4年的积累，公司语料库语料库收集了超过30万篇基于人工反馈的专业微调数据，在中小学生学习平台和投稿社区，形成较强的竞争壁垒。
- 坚持内容研发是第一重点工作，推进研销一体化，助力主业持续增长。**内容研发是2023年公司的第一重点工作，公司持续推进“研销一体化”战略规划的落地，通过研发十项重点工作的实施体系提升教研能力和产品能力，全力打造拳头产品、推进新品立项、创新完善研发机制，推动“学科研究员”机制促进策划编辑人员的提升。产品研发方面，公司全年共策划出版图书2818本，总字数约11亿字。公司整合多年来在教辅领域积淀的优质内容和教育资源，通过300余位课标专家、编审专家、命题专家、高考政策研究专家等，向教师、学校管理者、教育局提供教研培训服务支持，把脉高考导向，分享名校管理智慧，探索教育教学发展的新路径；公司在全国20余省份共组织落地教研服务活动近500场次，赋能客户近200家，涉及教研培训、高考报告会、名校交流、拔尖人才交流等多种形式，持续以积极专业的服务来辅助和赋能一线教学，提供专业优质的教研服务，有效带动了业绩增长。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司24-26年EPS分别为0.16元/0.17元/0.19元，对应PE分别为84/75/69倍。公司作为民营出版龙头，教育AI稳步推广有望进一步打开增长空间，未来三年净利润CAGR为17.2%，维持“持有”评级。
- 风险提示：**双减政策带来教辅需求不确定性的风险；教育AI系统研发及销售进展不及预期的风险；市场竞争恶化的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	507.41	588.40	629.26	669.54
增长率	17.20%	15.96%	6.94%	6.40%
归属母公司净利润(百万元)	42.34	56.53	63.15	68.23
增长率	18.90%	33.53%	11.71%	8.05%
每股收益EPS(元)	0.12	0.16	0.17	0.19
净资产收益率ROE	5.19%	6.54%	6.89%	7.02%
PE	112	84	75	69
PB	5.76	5.45	5.14	4.85

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.64
流通A股(亿股)	3.22
52周内股价区间(元)	6.72-19.77
总市值(亿元)	47.34
总资产(亿元)	11.24
每股净资产(元)	2.26

### 相关研究

- 世纪天鸿 (300654): 业绩稳健增长, AI产品持续升级 (2023-10-31)
- 世纪天鸿 (300654): 营收净利双增长, AI教育产品落地初见成效 (2023-09-04)

## 关键假设：

假设 1：图书零售市场增速约 10%，但教辅图书占比持续扩大，未来在双减背景下，教辅图书或将向精细化发展，公司的教辅研发优势将更加突出，叠加公司积极开展研销一体化活动，有助于销量提升，预计 2024-2026 年教辅图书的发行量增速为 15%/5%/5%，价格保持平稳；由于更精细化的研发，策划服务的单价会提升，预计增速为 20%/15%/10%，量保持平稳；

假设 2：随着发行量逐渐扩大，预计教辅图书毛利率将小幅提升，2024-2026 年为 35.5%/36%/36.5%；预计策划服务的毛利率将保持稳定，2024-2026 年为 50%/50%/50%；

假设 3：随着公司研销一体化活动逐渐打开市场，预计 2024-2026 年销售费用率为 13.6%/13.1%/12.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
教辅图书	收入	433.1	498.0	522.9	549.1
	增速	18.4%	15.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	35.0%	35.5%	36.0%	36.5%
策划服务	收入	50.8	60.9	70.1	77.1
	增速	12.9%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	49.5%	50.0%	50.0%	50.0%
业务咨询	收入	8.8	13.1	18.4	23.9
	增速	-38.8%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	7.1%	7.1%	7.1%	10.0%
其他	收入	14.8	16.3	17.9	19.5
	增速	85.0%	10.0%	9.6%	9.0%
	毛利率	47%	47%	47%	47%
合计	收入	507.4	588.4	629.3	669.5
	增速	17.2%	16.0%	6.9%	6.4%
	毛利率	37.2%	36.7%	37.0%	37.4%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.9 亿元 (+16%)、6.3 亿元 (+6.9%) 和 6.7 亿元 (+6.4%)，归母净利润分别为 5653 万元 (+33.5%)、6315 万元 (+11.7%)、6823 万元 (+8.1%)，对应动态 PE 分别为 84 倍、75 倍、69 倍。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	507.41	588.40	629.26	669.54	净利润	43.39	57.93	64.72	69.93
营业成本	318.90	372.47	396.17	418.89	折旧与摊销	9.26	9.16	9.16	9.16
营业税金及附加	2.78	3.38	3.57	3.81	财务费用	-6.35	-3.58	-4.49	-4.81
销售费用	74.20	80.15	82.57	84.51	资产减值损失	-4.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	53.71	52.96	58.52	66.95	经营营运资本变动	-26.75	0.94	-10.12	-9.11
财务费用	-6.35	-3.58	-4.49	-4.81	其他	4.97	9.64	-7.14	0.52
资产减值损失	-4.28	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>20.23</b>	<b>74.10</b>	<b>52.12</b>	<b>65.69</b>
投资收益	8.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	3.32	-2.00	-2.00	-2.00
公允价值变动损益	0.40	1.39	1.07	0.95	其他	33.45	1.39	1.07	0.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>36.77</b>	<b>-0.61</b>	<b>-0.93</b>	<b>-1.05</b>
<b>营业利润</b>	<b>64.84</b>	<b>84.40</b>	<b>93.98</b>	<b>101.13</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.78	-4.21	-4.40	-4.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>60.06</b>	<b>80.19</b>	<b>89.58</b>	<b>96.79</b>	股权融资	18.60	0.00	0.00	0.00
所得税	16.67	22.26	24.86	26.87	支付股利	-16.95	-8.47	-11.31	-12.63
净利润	43.39	57.93	64.72	69.93	其他	-11.40	1.83	4.49	4.81
少数股东损益	1.05	1.41	1.57	1.70	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-9.75</b>	<b>-6.64</b>	<b>-6.81</b>	<b>-7.82</b>
归属母公司股东净利润	42.34	56.53	63.15	68.23	<b>现金流量净额</b>	<b>47.25</b>	<b>66.85</b>	<b>44.38</b>	<b>56.82</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	396.50	463.35	507.73	564.55	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	316.78	340.53	370.93	396.30	销售收入增长率	17.20%	15.96%	6.94%	6.40%
存货	29.60	26.78	34.78	35.29	营业利润增长率	22.39%	30.17%	11.35%	7.61%
其他流动资产	211.59	213.37	214.27	215.16	净利润增长率	18.32%	33.53%	11.71%	8.05%
长期股权投资	24.56	24.56	24.56	24.56	EBITDA 增长率	18.92%	32.82%	9.62%	6.93%
投资性房地产	30.98	30.98	30.98	30.98	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	46.87	44.43	41.98	39.54	毛利率	37.15%	36.70%	37.04%	37.44%
无形资产和开发支出	27.43	22.72	18.01	13.29	三费率	23.96%	22.01%	21.71%	21.90%
其他非流动资产	39.18	39.18	39.18	39.18	净利率	8.55%	9.85%	10.28%	10.44%
<b>资产总计</b>	<b>1123.51</b>	<b>1205.91</b>	<b>1282.43</b>	<b>1358.85</b>	ROE	5.19%	6.54%	6.89%	7.02%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.86%	4.80%	5.05%	5.15%
应付和预收款项	222.99	252.27	271.60	287.09	ROIC	24.72%	30.50%	33.58%	34.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.35%	15.29%	15.68%	15.75%
其他负债	64.38	68.03	71.81	75.44	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>287.37</b>	<b>320.30</b>	<b>343.41</b>	<b>362.53</b>	总资产周转率	0.47	0.51	0.51	0.51
股本	363.86	363.86	363.86	363.86	固定资产周转率	10.74	13.20	15.68	18.76
资本公积	198.27	198.27	198.27	198.27	应收账款周转率	1.97	1.95	1.92	1.89
留存收益	259.01	307.08	358.92	414.52	存货周转率	8.18	11.61	11.10	11.07
归属母公司股东权益	821.14	869.20	921.04	976.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.44%	—	—	—
少数股东权益	15.00	16.40	17.97	19.67	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>836.14</b>	<b>885.61</b>	<b>939.02</b>	<b>996.32</b>	资产负债率	25.58%	26.56%	26.78%	26.68%
负债和股东权益合计	1123.51	1205.91	1282.43	1358.85	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.42	3.35	3.37	3.42
					速动比率	3.32	3.26	3.26	3.32
					股利支付率	40.04%	14.98%	17.90%	18.51%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.12	0.16	0.17	0.19
					每股净资产	2.26	2.39	2.53	2.68
					每股经营现金	0.06	0.20	0.14	0.18
					每股股利	0.05	0.02	0.03	0.03
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	67.75	89.99	98.65	105.48					
PE	111.82	83.74	74.97	69.38					
PB	5.76	5.45	5.14	4.85					
PS	9.33	8.05	7.52	7.07					
EV/EBITDA	59.14	43.76	39.47	36.37					
股息率	0.36%	0.18%	0.24%	0.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---