

教辅主业筑底蓄势，AI+教育打开第二曲线

投资要点

- **投资逻辑：1) 专注于 K12 基础教育领域。**2025 年公司教辅图书实现营收 4.28 亿元，占比为 84.3%；策划服务费收入为 0.6 亿元，占比为 11.9%。**2) AI 教育应用进入落地期。**2025 年“AI+教育”产品服务总规模预计达 3442 亿元水平。**3) 公司以“小鸿助教”为代表的智能体产品逐步成熟。**2025 年 11 月“小鸿助教”获评进入“2025 HINAAI 100”榜单。
- **民营教育出版第一股，专注于 K12 基础教育领域。**公司专注于 K12 基础教育阶段优质教辅产品的策划、设计、制作与发行，涵盖同步学习、备考、专题、工具参考、教研教案等全品类，每年策划出版图书约 3,000 种。同时积极顺应教育科技演进趋势，抓住人工智能给行业应用带来的历史机遇，全面推进人工智能技术的业务融入。2025 年公司教辅图书实现营收 4.28 亿元，占比为 84.3%；策划服务费收入为 0.6 亿元，占比为 11.9%。
- **政策与需求双轮驱动，AI 应用进入落地期。**根据艾瑞咨询《2026 年中国 GenAI+教育行业发展报告》显示，2025 年“AI+教育”产品服务总规模预计达 3442 亿元水平，预计将以 37% 的年复合增长率驱动 2028 年规模迈向 8910 亿水平。公司是国内教辅机构中较早卡位教育科技的先行者，将 AI+教育确立为第二增长曲线。
- **公司围绕教师日常教学需求，以“小鸿助教”为代表的智能体产品逐步成熟。**作为创新、领先的 AI 教育产品，“小鸿助教”在业内屡获荣誉：2024 年在第一届人工智能教育应用论坛暨 AI 教育科技成果展，获评 AI 教育科技产品 TOP30 榜单，并入选权威行业报告 AIGC 产品名录与图谱；2025 年 11 月“小鸿助教”获评进入“2025 HINAAI 100”榜单。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营收分别为 5.2、5.3、5.5 亿元，同比增长 2.35%、2.64%、2.96%；归母净利润分别为 2750、3532、4257 万元，EPS 分别为 0.08、0.1、0.12 元，对应 PE 分别为 147、115、95X。我们看好公司教辅主业在政策出清后的份额巩固与盈利修复，以及以“小鸿助教”为代表的 AI 教育产品从试点走向规模化带来的成长弹性，首次覆盖，建议持续关注。
- **风险提示：**相关政策变化、市场竞争加剧、AI 技术推进不及预期等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	507.69	519.63	533.37	549.17
增长率	-4.38%	2.35%	2.64%	2.96%
归属母公司净利润（百万元）	24.98	27.50	35.32	42.57
增长率	-41.82%	10.07%	28.46%	20.52%
每股收益 EPS（元）	0.07	0.08	0.10	0.12
净资产收益率 ROE	2.88%	3.19%	3.99%	4.66%
PE	162	147	115	95
PB	4.74	4.65	4.53	4.40

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽

执业证号：S1250522070002

电话：021-58352190

邮箱：hgyyf@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)	3.66
流通 A 股(亿股)	3.53
52 周内股价区间(元)	9.08-13.65
总市值(亿元)	40.46
总资产(亿元)	11.24
每股净资产(元)	2.34

相关研究

目 录

1 民营教育出版第一股，专注于 K12 基础教育领域.....	1
2 政策趋严行业加速出清，AI 教育产品规模快速增长.....	2
2.1 教辅出版行业：需求韧性供给出清，渠道变革重构竞争格局.....	2
2.2 教育科技行业：政策与需求双轮驱动，AI 应用进入落地期.....	5
3 主业韧性已验，盈利短期承压.....	6
4 盈利预测及估值.....	8
5 风险提示.....	9

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构图（截至 2026Q1）	1
图 3：2025 年公司主营业务收入情况	2
图 4：教辅图书产业链	3
图 5：中国教辅图书市场规模（十亿元）	4
图 6：2025 年货架销售渠道零售市场码洋同比增长率	4
图 7：2025 年不同渠道图书零售市场码洋规模比重	4
图 8：2025/2028E 年中国 GenAI+教育市场规模（产品服务层面）（亿元）	5
图 9：2021-2026Q1 公司营业收入	6
图 10：2021-2025 年分业务收入情况（亿元）	6
图 11：2021-2026Q1 公司毛利润	6
图 12：2021-2025 年分业务毛利率情况（%）	6
图 13：2021-2026Q1 公司期间费用情况（亿元）	7
图 14：2021-2026Q1 归母净利润情况	7
图 15：2021-2026Q1 公司资产负债情况（亿元）	7
图 16：2021-2026Q1 公司现金流量情况（亿元）	8

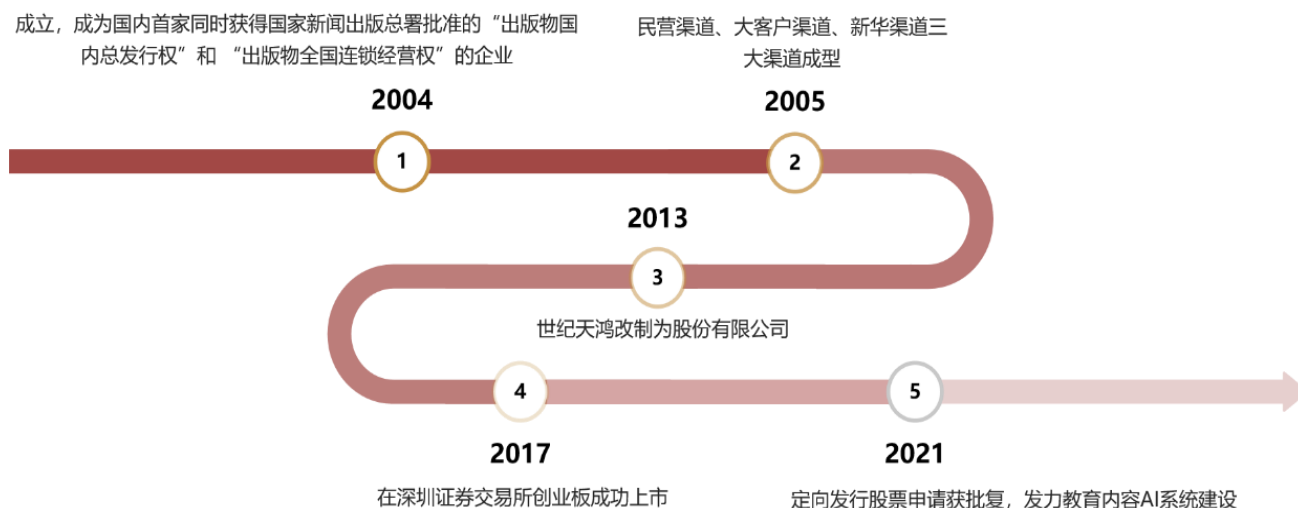
表 目 录

表 1：盈利预测.....	8
表 2：可比公司估值.....	9
附表：财务预测与估值	10

1 民营教育出版第一股，专注于 K12 基础教育领域

世纪天鸿成立于 2004 年 4 月，公司专注于 K12 基础教育领域，基于多年在教辅领域积淀的优质内容，为中小学师生提供线上线下学习和备考解决方案，主营业务为教辅图书的策划、设计、制作与发行。2013 年 12 月世纪天鸿改制为股份有限公司，2017 年 9 月 26 日在深圳证券交易所创业板正式挂牌上市，是全国首家在 A 股上市的民营教育出版企业。

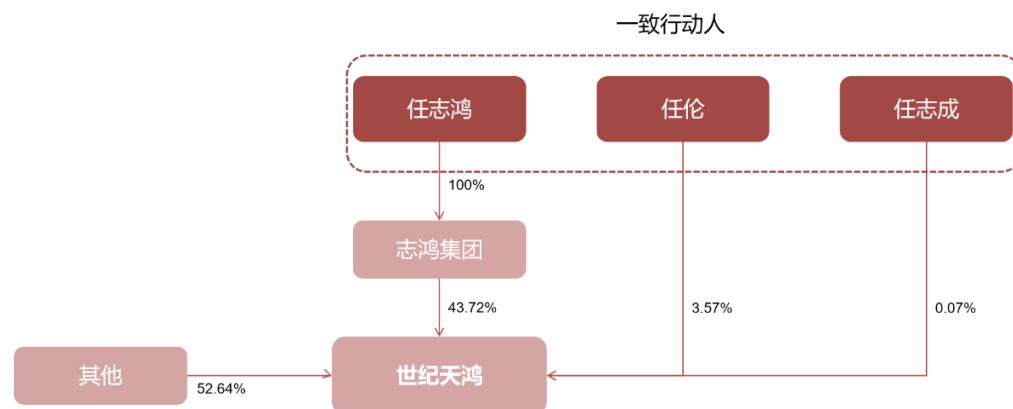
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控股股东为新疆志鸿教育投资（集团）有限公司，持股 43.72%，公司实际控制人为创始人任志鸿，现任公司董事长，其通过志鸿集团间接控制公司。现任世纪天鸿董事、总经理、总编辑任伦持股 3.57%，股东任志成持股 0.07%，三人为一致行动人，合计持有公司股权 47.36%。公司旗下拥有山东鸿翼教育科技、山东普高文化科技、北京浩扬志鸿、北京天梯志鸿等多家控股公司。

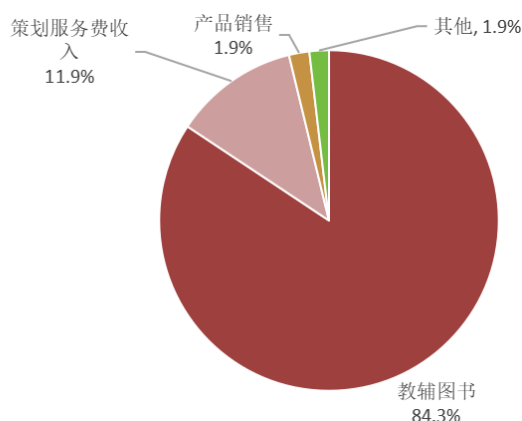
图 2：公司股权结构图（截至 2026Q1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务为教辅图书的策划、设计、制作与发行，积极推进教育科技业务。公司专注于 K12 基础教育阶段优质教辅产品的策划、设计、制作与发行，涵盖同步学习、备考、专题、工具参考、教研教案等全品类，每年策划出版图书约 3,000 种。同时积极顺应教育科技演进趋势，抓住人工智能给行业应用带来的历史机遇，全面推进人工智能技术的业务融入。2025 年公司教辅图书实现营收 4.28 亿元，占比为 84.3%；策划服务费收入为 0.6 亿元，占比为 11.9%。

图 3：2025 年公司主营业务收入情况



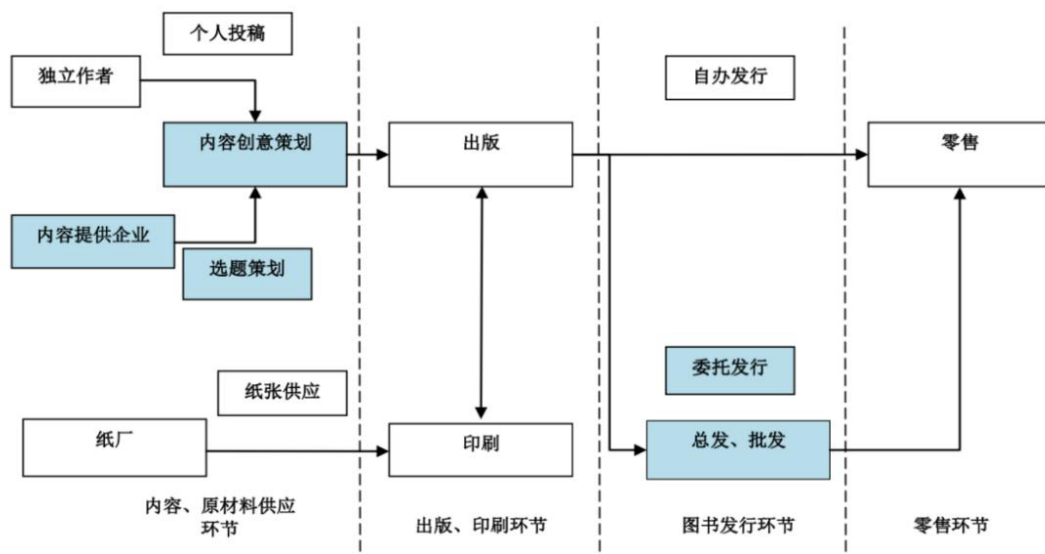
数据来源：wind，西南证券整理

2 政策趋严行业加速出清，AI 教育产品规模快速增长

2.1 教辅出版行业：需求韧性供给出清，渠道变革重构竞争格局

我国教辅图书产业链发展成熟。从图书的选题策划到终端发行，大致分为内容提供、策划出版、图书印刷、发行流通等环节。出版是图书产业链上的重要环节，我国现行政策尚未向民营企业开放出版环节，允许和鼓励民营企业进入的环节主要为图书内容提供和图书发行流通。由于这一特殊性，公司教辅图书与出版社的合作可以根据是否参与图书的发行环节，分为图书策划与图书发行两种模式。图书策划：在图书出版环节，以图书内容提供商的角色，从事教辅等中小学助学读物的内容策划与制作，向出版社提供图书内容。图书发行：由公司策划的教辅图书等助学读物经出版社出版后，公司以总发行商的角色，向出版社采购或包销经出版的图书，再批发给销售区域的经销商或代理商。

图 4：教辅图书产业链



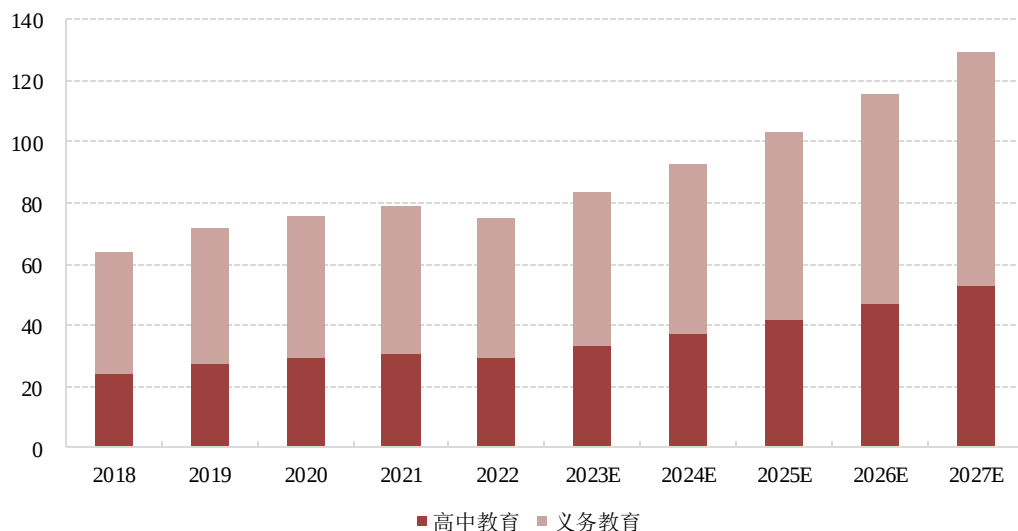
(注:上图蓝色部分为公司参与的业务环节)

数据来源：公司公告，西南证券整理

教材教辅的核心目标群体为在校学生，规模仍保持增长。高中教辅受高考适龄人口红利释放的驱动，近几年报名人数持续攀升，预计在未来几年仍将持续增长，展现出更强的市场确定性与增长动能。根据国家统计局公布的数据，中国在校学生总数预计 2027 年将达到 1.883 亿人，2022 年至 2027 年的复合年增长率为 0.3%。

随着教育普及度以及经济水平增长，教育需求增长。根据开卷数据显示，教辅图书零售市场的码洋规模占比从 2023 年的 17.34% 迅速跃升至 2025 年的 26.47%，教辅类也是最近 3 年图书零售成长性表现持续好于整体市场的三个主要分类之一。随着我国学生消费支出不断增长，教辅图书作为重要的学生专用产品，市场规模持续扩张，根据弗若斯特沙利文数据显示，高中教育阶段教辅图书市场规模 2022-2027 年复合年增长率为 12.3%，超过义务教育年复合增速 10.9%。公司以高中产品为核心，覆盖了我国全学段、全学科的主流教材版本，能够同时满足学生与老师同步、备考、工具参考和教研活动等各类需求。

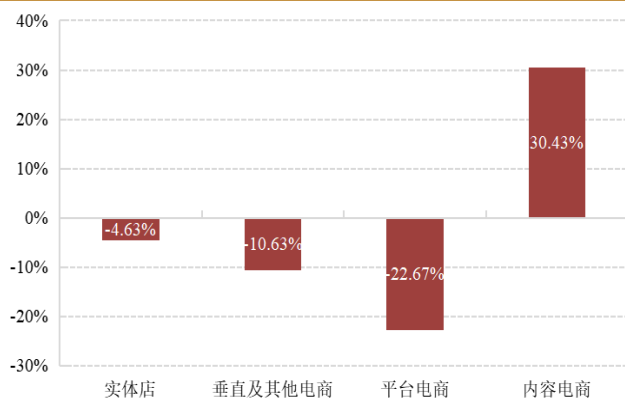
图 5：中国教辅图书市场规模（十亿元）



数据来源：全品文教招股说明书，弗若斯特沙利文，西南证券整理

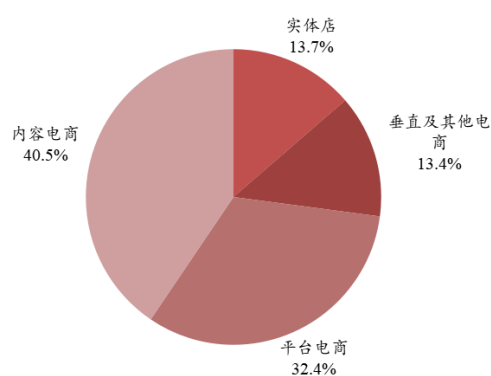
国内图书零售市场的渠道格局正由传统分销向内容驱动型场域加速演进，增长动能转向“优质内容+精准驱动”。根据北京开卷数据，2025 年图书零售市场传统货架电商与实体渠道持续承压，内容电商增长强劲，码洋同比上升 30.43%，占比为 40.53%，成为规模最大零售细分渠道。在传统渠道持续夯实的基础上，公司顺应图书零售渠道结构变化趋势，积极拓展电商渠道布局，逐步构建线上线下协同发展的销售体系。公司全面打造营销团队，巩固系统征订渠道，拓展直销市场渠道，培育电商新媒体渠道，逐步实现教辅图书及服务的全渠道运营。

图 6：2025 年货架销售渠道零售市场码洋同比增长率



数据来源：开卷，西南证券整理

图 7：2025 年不同渠道图书零售市场码洋规模比重



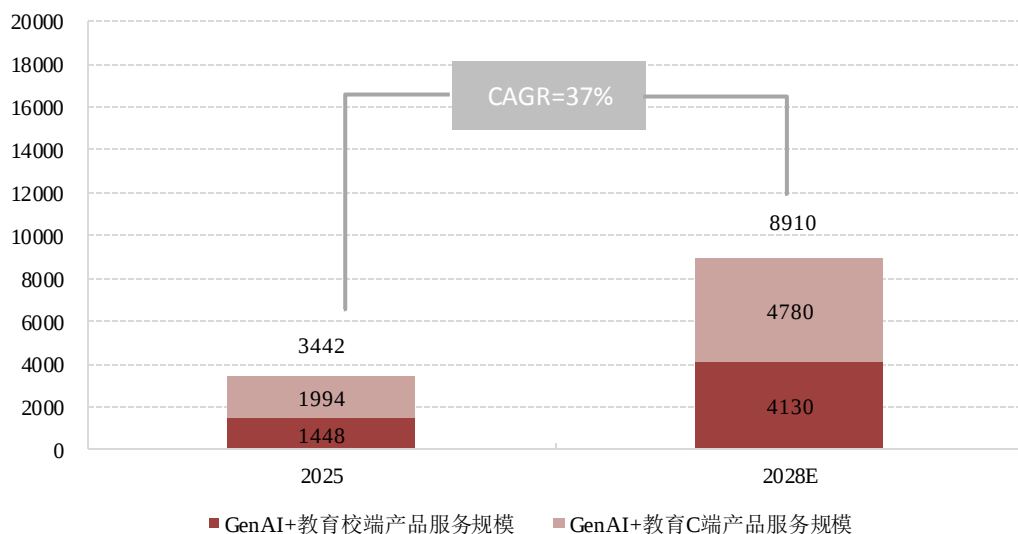
数据来源：开卷，西南证券整理

政策目前已成为驱动教辅市场重构的重要力量。2025 年 5 月，教育部启动“规范管理提升年”行动，明确 16 条基础教育规范管理负面清单，广东、浙江等 20 余省份出台政策，细化教辅评议目录、强化价格监管、优化数字化征订流程，层层递进的政策举措，为教辅行业划定了清晰的发展边界与转型方向。评议教辅“一科一辅”政策的纵深推进，对教辅行业传统的业务模式与市场格局产生了系统性影响，运营规范、内容优质的教辅企业依靠产品优势加固竞争壁垒，占据业务先机，将迎来结构性增长的关键期，取得更为有利的发展空间。

2.2 教育科技行业：政策与需求双轮驱动，AI 应用进入落地期

在政策导向与底层技术的共振下，教育数字化与人工智能的深度融合正以前所未有的速度重塑行业格局，教育行业正经历由信息化向数字化、智能化阶段的加速演进，数字教辅跨越简单的“内容搬运”阶段，从单一题库向“数智化解决方案”不断进化。根据艾瑞咨询《2026 年中国 GenAI+教育行业发展报告》显示，2025 年“AI+教育”产品服务总规模预计达 3442 亿元水平，预计将以 37% 的年复合增长率驱动 2028 年规模迈向 8910 亿元水平。

图 8：2025/2028E 年中国 GenAI+教育市场规模（产品服务层面）（亿元）



数据来源：公司公告，艾瑞咨询，西南证券整理

公司是国内教辅机构中较早卡位教育科技的先行者，将 AI+教育确立为第二增长曲线。2022 年 3 月，公司完成定向增发，以 8.18 元/股发行 2984.31 万股，募集资金 2.44 亿元，投向“教育内容 AI 系统建设项目”，控股股东志鸿教育认购超半数份额；同年 4 月，公司出资 3,000 万元增资北京微橡科技有限公司（持股 26.09%），布局校内精准教学业务。

公司围绕教师日常教学需求，持续推进 AI 助教产品研发与应用落地，以“小鸿助教”为代表的智能体产品逐步成熟。基于大模型能力，“小鸿助教”结合公司自有教研内容资源，重点服务教师在备课、命题、作业批改及教学事务处理等环节的需求。自 2023 年 3 月份开发启动以来，公司持续推进其产品功能优化及应用测试，并在部分区域开展试点应用，并结合用户反馈不断完善产品能力。

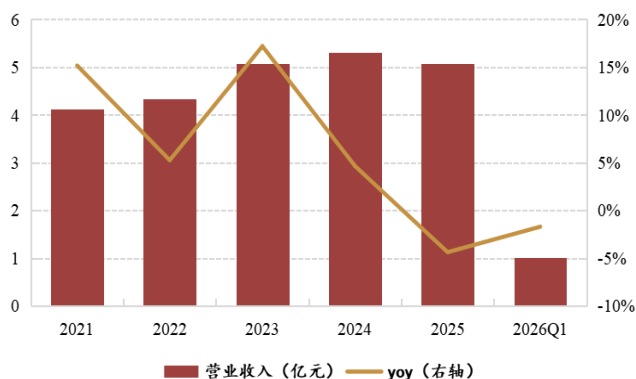
作为创新、领先的 AI 教育产品，“小鸿助教”在业内屡获荣誉：2024 年在第一届人工智能教育应用论坛暨 AI 教育科技成果展，获评 AI 教育科技产品 TOP30 榜单，并入选权威行业报告 AIGC 产品名录与图谱；2025 年 11 月小鸿助教携手北师大，作为国家重点双课题研究成果，受邀亮相教博会北京师范大学展区；同月，“小鸿助教”获评进入“2025 HINA AI 100”榜单。公司于 AI+教育产品上不断丰富支持功能，探索训练自有和合作模型，以满足用户的进一步、个性化使用需求，未来将在满足老师各种需求的基础上向学生和家长端的服务进行延伸。

在新高考改革催生的科技服务上，公司围绕因新高考改革所产生的选科走班及多元升学路径需求，持续拓展相关教育服务业务，涵盖生涯规划、志愿填报、综合评价、强基计划、研学实践、港澳升学、出国留学等多路径升学指导等方向，公司凭借一支专业的新高考教育咨询服务团队，依托教育大数据，通过数据引擎、大数据挖掘等技术，为学校师生及区域教育部门提供生涯教育体系、测评选科系统、排课服务系统、走班管理系统、综合素质过程性评价、新高考培训等综合性改革服务，满足选课到教学的多个环节对信息化的需求。

3 主业韧性已验，盈利短期承压

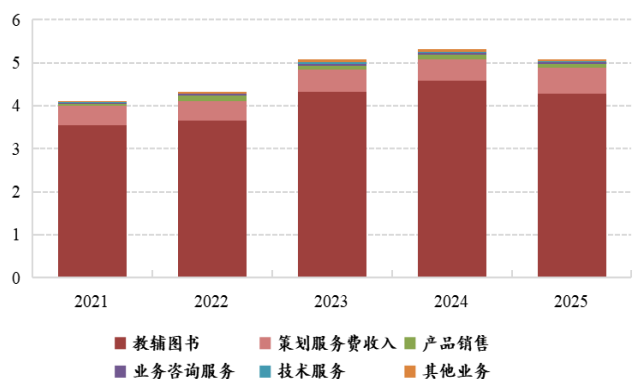
行业正处于政策调整与渠道变革的过渡期，收入端整体保持稳定。2021-2024 年公司营业收入由 4.11 亿元增长至 5.31 亿元；2025 年受教辅征订政策调整影响，公司实现营业收入 5.08 亿元，同比下降 4.38%；2026 年一季度公司实现营业收入 1.01 亿元，同比下降 1.72%。分业务来看，2025 年公司教辅图书业务实现收入 4.28 亿元，同比下降 6.87%；策划费收入 6040.60 万元，同比增长 24.31%，“内容+服务”转型成效持续显现。

图 9：2021-2026Q1 公司营业收入



数据来源：wind，西南证券整理

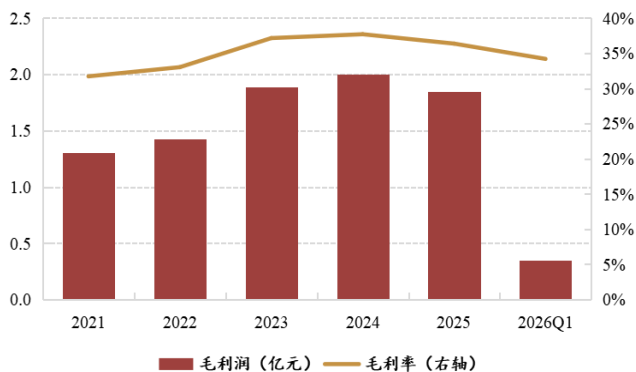
图 10：2021-2025 年分业务收入情况（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

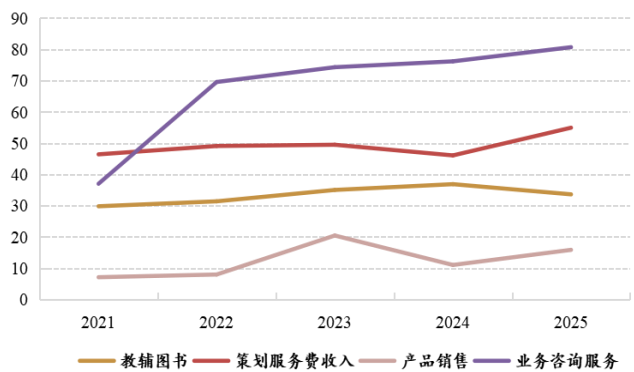
公司毛利率中枢稳步抬升。毛利率由 2021 年的 31.72% 上升至 2025 年 36.37%，主要是由于高毛利产品占比提升所致。2025 年公司实现毛利润 1.85 亿元，毛利率为 36.37%，同比下降 1.33pp，主要是政策调整下教辅图书主业毛利率有所下降所致，但仍处于近 5 年较高水平；2026 年一季度公司实现毛利润 0.35 亿元，毛利率为 34.19%，同比下降 0.89pp。

图 11：2021-2026Q1 公司毛利润



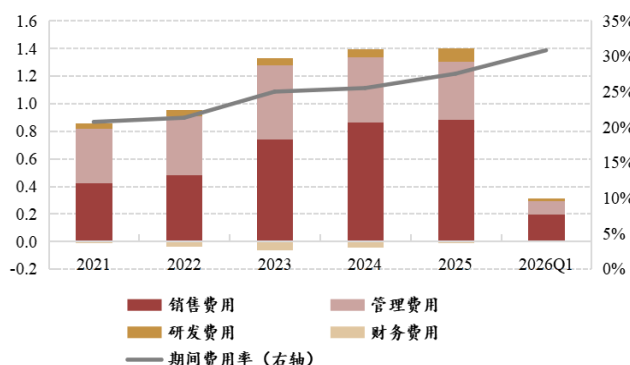
数据来源：wind，西南证券整理

图 12：2021-2025 年分业务毛利率情况 (%)

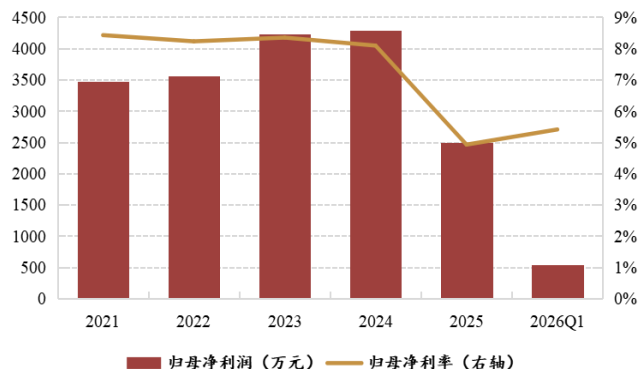


数据来源：wind，西南证券整理

公司持续推进精细化运营，费用管控。2025 年公司期间费用合计 1.4 亿元，期间费用率为 27.52%，同比上升 2.03pp。其中，销售费用 0.89 亿元，销售费用率 17.45%，同比上升 1.12pp；管理费用 0.42 亿元，占比同比下降 0.56pp；研发费用 944 万元，占比同比增长 0.78pp。受教辅主业承压影响，2025 年公司实现归母净利润 2498.2 万元，净利率为 4.92%，同比下降 3.17pp。2026 年一季度公司期间费用率为 30.82%，实现净利润 545.59 万元，同比小幅增长。

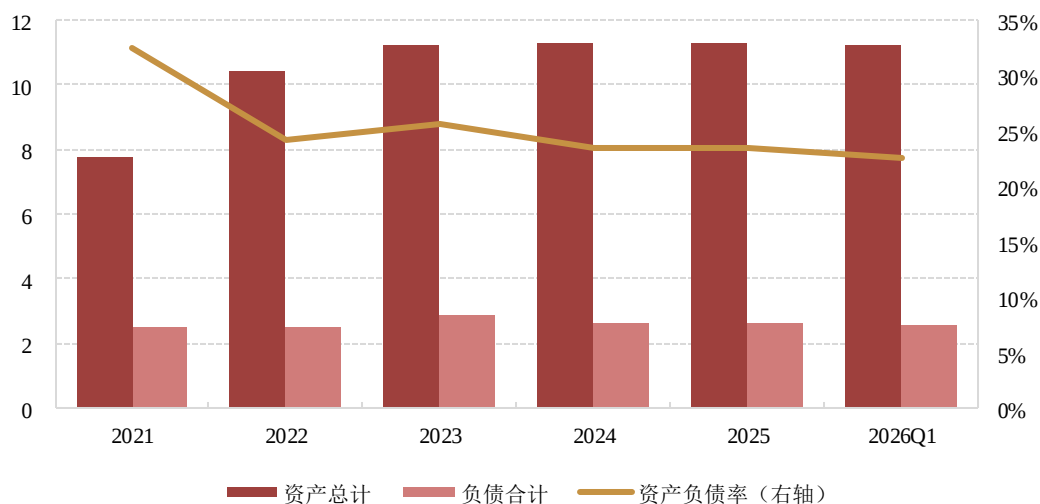
图 13：2021-2026Q1 公司期间费用情况（亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

图 14：2021-2026Q1 归母净利润情况


数据来源：wind，西南证券整理

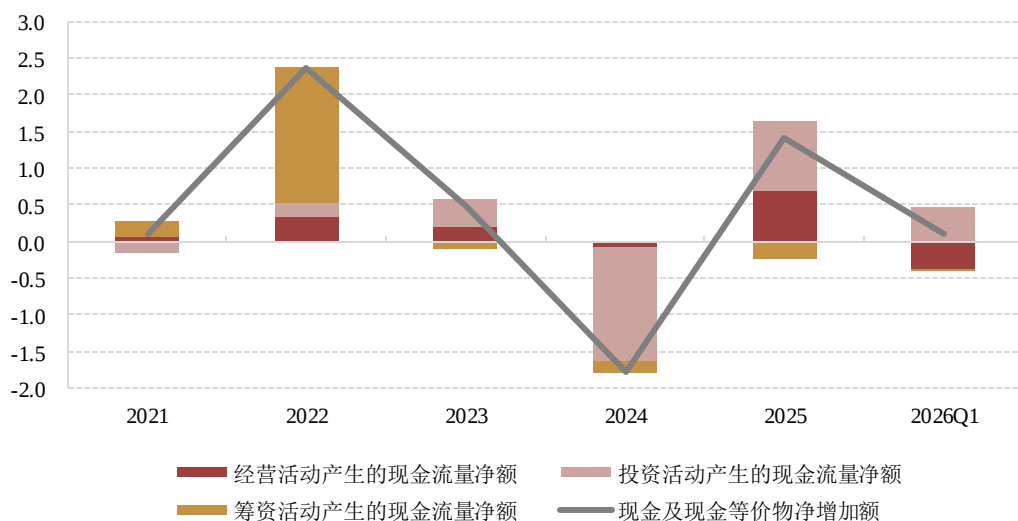
公司资产负债结构稳健。截至 2025 年末，公司总资产 11.29 亿元，其中货币资金与交易性金融资产合计 6.31 亿元，占总资产比重约 56%；负债主要为应付账款，2025 年为 1.69 亿元，占比为 64.08%，2025 年末资产负债率为 23.42%，处于较低水平。

图 15：2021-2026Q1 公司资产负债情况（亿元）


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司现金流创造能力较强。从营运资产来看，2025 年末公司应收账款 2.77 亿元，同比下降 8.10%，全年销售商品、提供劳务收到的现金 5.11 亿元，收现比达 100.6%，回款情况良好。2025 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6879 万元，同比大幅转正；2025 年投资活动现金流净额为 9643 万元；2025 年筹资现金流净额为 -2497 万元，综合来看，公司现金流流入 1.4 亿元。

图 16：2021-2026Q1 公司现金流量情况（亿元）



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

1) 当前教辅图书行业正处于政策调整与渠道变革的过渡期，我们认为公司收入端整体保持稳定，预计 2026-2028 年教辅图书业务同比保持稳定，同时毛利率也将稳定在 32%；

2) 公司积极探索“教育+AI”落地以及应用，我们预计公司的相关平台稳健部署，不断升级，预计公司其他业务 2026-2028 年同比增速为 15%，毛利率逐步提升为 52%、52.5%、53%。

表 1：盈利预测

业务情况（百万元）		2025	2026E	2027E	2028E
教辅图书	收入	428.0	428.0	428.0	428.0
	增速	-6.9%	0%	0%	0%
	成本	284.2	291.1	291.1	291.1
	毛利率	33.6%	32%	32.0%	32%
其他业务	收入	79.6	91.6	105.3	121.1
	成本	38.9	44.0	50.0	56.9
合计	收入	507.7	519.6	533.4	549.2
	增速	-4.4%	2.4%	2.6%	3.0%
	成本	323.1	335.0	341.1	348.0
	毛利率	36.4%	35.5%	36.0%	37%

数据来源：wind，西南证券

综合影响下，预计公司 2026-2028 年营收分别为 5.2、5.3、5.5 亿元，同比增长 2.35%、2.64%、2.96%；归母净利润分别为 2750、3532、4257 万元，EPS 分别为 0.08、0.1、0.12 元，对应 PE 分别为 147、115、95X。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601098.SH	中南传媒	10.40	0.89	0.91	0.94	0.96	12	11	11	11
601928.SH	凤凰传媒	9.75	0.71	0.65	0.71	0.75	14	15	14	13
平均值							13	13	12	12

数据来源: wind, 西南证券整理

我们选取教育出版业务占比高、经营稳健的国有出版龙头作为可比公司，筛选中南传媒、凤凰传媒两家核心可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 13 倍。考虑到公司主营业务围绕 K12 教辅图书的策划与发行，核心优势为 28 省评议教辅目录准入、“志鸿优化”品牌与年策划 3,000 余种的内容研发能力、覆盖校内与电商的全渠道网络，我们看好公司教辅主业在政策出清后的份额巩固与盈利修复，以及以“小鸿助教”为代表的 AI 教育产品从试点走向规模化带来的成长弹性，首次覆盖，建议持续关注。

5 风险提示

相关政策变化的风险：教辅等助学读物直接服务于我国中小学生这一特殊群体，与国家的教育考试及升学制度密切相关，多年来，国家教育行政部门针对教辅行业颁发了一系列的监管政策，旨在进一步规范教辅企业的业务经营行为，促进教辅行业的健康发展，该等政策对教辅行业、教辅企业的经营业务产生了巨大的影响。相关政策的变动对行业的影响较大，未来政策的变化可能对公司业务发展带来不利影响。

市场竞争加剧风险：教辅图书的市场化程度更高，我国教辅图书市场已形成了充分竞争的格局。现阶段，民营图书企业占据了教辅图书内容策划的主导地位，在市场竞争和发展过程中，形成了各自的品牌和产品细分优势，公司所面临的竞争主要来自与公司业务模式相似的民营书业企业。公司面对产业集中度较低、市场竞争激烈的教辅图书市场，如不能采取有力措施进一步提升市场占有率，巩固和增强自身的竞争力，则公司的业务发展将受到不利影响。

AI 技术推进不及预期的风险：若 AI 技术在内容生成、智能交互、数据分析等核心环节的应用落地进程缓慢，或技术研发效果未达预期，将可能导致公司无法如期实现“纸数融合”战略升级。同时，AI 技术应用不及预期可能导致数字化转型进度滞后，制约公司基于科技赋能的业务增长预期与整体战略目标的达成。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	507.69	519.63	533.37	549.17	净利润	24.89	28.13	36.10	43.44
营业成本	323.06	335.03	341.10	348.00	折旧与摊销	8.54	8.08	8.08	8.08
营业税金及附加	3.25	3.33	3.42	3.52	财务费用	-0.53	0.31	0.31	0.31
销售费用	88.57	87.04	82.67	82.38	资产减值损失	-18.91	-6.41	-6.41	-6.41
管理费用	42.23	57.16	58.67	57.66	经营营运资本变动	99.22	9.18	-7.34	-3.29
财务费用	-0.53	0.31	0.31	0.31	其他	-44.41	-2.45	-22.34	2.97
资产减值损失	-18.91	-6.41	-6.41	-6.41	经营活动现金流净额	68.79	36.84	8.40	45.10
投资收益	9.33	9.33	9.81	10.31	资本支出	1.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.68	1.62	1.73	1.69	其他	94.65	50.96	51.54	52.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	96.43	50.96	51.54	52.00
营业利润	35.66	41.31	52.33	62.89	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.01	-0.98	-0.58	-0.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	35.68	40.33	51.75	62.27	股权融资	0.18	0.00	0.00	0.00
所得税	10.79	12.20	15.65	18.84	支付股利	-18.31	-11.27	-12.06	-15.71
净利润	24.89	28.13	36.10	43.44	其他	-6.84	-1.18	-0.31	-0.31
少数股东损益	-0.10	0.63	0.77	0.87	筹资活动现金流净额	-24.97	-12.45	-12.37	-16.03
归属母公司股东净利润	24.98	27.50	35.32	42.57	现金流量净额	140.25	75.35	47.56	81.07
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	358.17	433.51	481.08	562.15	成长能力				
应收和预付款项	303.82	311.34	319.58	329.06	销售收入增长率	-4.38%	2.35%	2.64%	2.96%
存货	36.40	40.23	58.75	50.98	营业利润增长率	-43.01%	15.83%	26.68%	20.18%
其他流动资产	273.35	233.36	193.38	153.40	净利润增长率	-44.08%	13.04%	28.31%	20.34%
长期股权投资	15.54	15.54	15.54	15.54	EBITDA 增长率	-34.74%	13.78%	22.18%	17.39%
投资性房地产	26.48	26.48	26.48	26.48	获利能力				
固定资产和在建工程	43.78	38.06	32.35	26.63	毛利率	36.37%	35.53%	36.05%	36.63%
无形资产和开发支出	22.78	20.43	18.09	15.74	三费率	25.66%	27.81%	26.56%	25.56%
其他非流动资产	48.56	48.54	48.52	48.50	净利率	4.90%	5.41%	6.77%	7.91%
资产总计	1128.86	1167.49	1193.75	1228.47	ROE	2.88%	3.19%	3.99%	4.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.20%	2.41%	3.02%	3.54%
应付和预收款项	192.16	201.06	201.83	207.17	ROIC	8.69%	12.80%	16.12%	19.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.60%	9.56%	11.38%	12.98%
其他负债	72.26	85.12	86.58	88.23	营运能力				
负债合计	264.42	286.18	288.41	295.41	总资产周转率	0.45	0.45	0.45	0.45
股本	366.12	366.12	366.12	366.12	固定资产周转率	11.38	12.70	15.15	18.62
资本公积	198.16	198.16	198.16	198.16	应收账款周转率	1.73	1.83	1.83	1.83
留存收益	288.60	304.83	328.09	354.95	存货周转率	5.22	5.72	5.66	5.67
归属母公司股东权益	852.89	869.12	892.38	919.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.60%	—	—	—
少数股东权益	11.55	12.18	12.96	13.82	资本结构				
股东权益合计	864.44	881.30	905.34	933.06	资产负债率	23.42%	24.51%	24.16%	24.05%
负债和股东权益合计	1128.86	1167.49	1193.75	1228.47	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.74	3.62	3.71	3.77
					速动比率	3.60	3.48	3.50	3.59
					股利支付率	73.28%	40.97%	34.15%	36.91%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.08	0.10	0.12
					每股净资产	2.33	2.37	2.44	2.51
					每股经营现金	0.19	0.10	0.02	0.12
					每股股利	0.05	0.03	0.03	0.04
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	43.68	49.70	60.72	71.28					
PE	161.94	147.12	114.53	95.03					
PB	4.74	4.65	4.53	4.40					
PS	7.97	7.79	7.59	7.37					
EV/EBITDA	75.27	65.43	53.43	44.93					
股息率	0.45%	0.28%	0.30%	0.39%					

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。

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。

西南证券研究院

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn