

评级：增持（维持）

市场价格：12.62元

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

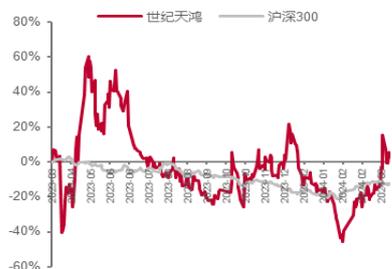
电话：18521305887

Email: kangyw@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	364
流通股本(百万股)	322
市价(元)	12.62
市值(百万元)	4,592
流通市值(百万元)	4,064

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【中泰传媒】世纪天鸿深度报告：教辅主业焕活力，智慧教育谱新章
- 2 【中泰传媒】世纪天鸿：业绩稳步向上，关注AI+教育产品推进节奏

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	433	507	573	632	696
增长率yoy%	5%	17%	13%	10%	10%
净利润(百万元)	36	42	54	65	77
增长率yoy%	3%	19%	28%	19%	19%
每股收益(元)	0.10	0.12	0.15	0.18	0.21
每股现金流量	0.09	0.06	0.19	0.08	0.12
净资产收益率	5%	5%	7%	8%	9%
P/E	128.97	108.47	84.55	71.12	59.90
P/B	5.91	5.59	5.72	5.79	5.77

备注：股价取自2024年03月29日收盘

投资要点

- **事件：**世纪天鸿发布2023年年报，公司2023年营业总收入5.07亿元，同比增长17.2%；归母净利润为0.42亿元，同比增长18.9%；扣非归母净利润为0.39亿元，同比增长27.2%。2023Q4营收1.39亿元，同比增长3.3%；归母净利润0.11亿元，同比增长33.4%；扣非归母净利润0.09亿元，同比增长40.8%。
- **点评：强化内容研发优势，智慧教育产品持续突破**
 - 1) **强化内容研发优势，市场推广效果显著。**公司围绕“产品+服务”的理念，实施“研销一体化”战略，2023年共策划出版图书2,818本，总字数约11亿字，并对2024版《高考蓝皮书》内容进行全新升级，持续保持产品的高端定位，为广大师生群体提供权威、专业的高考改革研究成果。同时，公司教研服务不断迭代和升级，通过优质的教研服务实现对学校的强吸引，2023年新增浙江、云南等省份418本新产品的评议目录公告，市场推广效果显著。
 - 2) **智慧教育产品持续突破，加速推动落地。**教育数字化方面，公司向学校师生提供“技术平台+内容资源+教研服务”三位一体的数字化校本综合方案，已在山东、广东等省份试点推广应用。AI+教育方面，小鸿助教4.0版本正在升级中，更新文档问答和联网搜索两大功能场景，进一步丰富支持功能，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。同时，截至2023年底，笔神作文APP累计用户超1,800万，积累了500多万篇的优质的作文语料，在AI作文批改领域持续突破。
 - 3) **管理及研发费用率稳定，销售费用率有所增加。**公司2023年销售、管理、研发费用率分别为14.6%、10.6%、1.0%，分别同比增加+3.5/+0.7/-0.1pct，其中销售费用增加主要由于营销推广和人员薪酬支出增加所致。
 - 4) **毛利率提升明显，盈利能力向好。**公司2023年毛利率达37.2%，同比增加4.1pct，主要由于教辅产品毛利率受益于公司研发十项重点工作的实施体系下带来的教研能力和产品能力提升，增加较明显；净利率达8.6%，同比增加0.1pct。

- **盈利预测与估值：**考虑到公司持续强化内容研发优势，教研服务不断迭代和升级有望持续提升市占率，且公司 2023 年业绩表现符合预期，我们适当调整公司业绩预期，预计世纪天鸿 2024-2026 年营业收入分别为 5.73/6.32/6.96 亿元（2024-2025 年收入前值分别为 5.24/5.55 亿元），分别同比增长 12.85%、10.39%、10.08%；归母净利润分别为 0.54/0.65/0.77 亿元（2024-2025 年利润前值分别为 0.56/0.62 亿元），分别同比增长 28.29%、18.89%、18.73%。当前市值对应公司的估值分别为 84.6x、71.1x、59.9x，维持“增持”评级。
- **风险提示事件：**文化监管端的政策风险；学生人数增长不及预期风险；短视频直播电商图书折扣力度加大；研报使用的信息数据更新不及时的风险。

内容目录

世纪天鸿 2023 年及 2023Q4 主要财务数据分析	- 4 -
营收利润均实现高增，表现亮眼	- 4 -
管理及研发费用率稳定，销售费用率有所增加	- 4 -
毛利率提升明显，2023 年毛利率达 37.2%	- 5 -
盈利预测及估值	- 5 -
风险提示	- 6 -
文化监管端的政策风险	- 6 -
学生人数增长不及预期风险	- 6 -
短视频直播电商图书折扣力度加大	- 6 -
研报使用的信息数据更新不及时的风险	- 6 -

图表目录

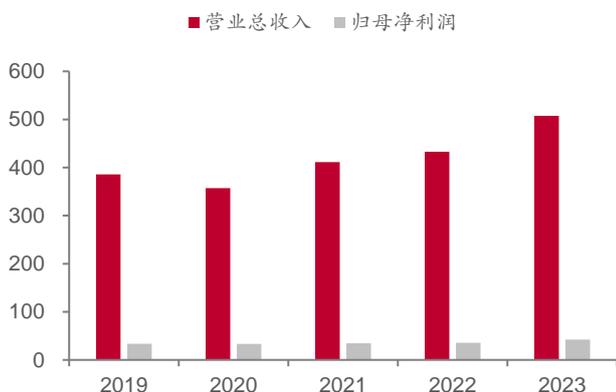
图表 1: 2019-2023 年公司营收及归母净利润 (百万元)	- 4 -
图表 2: 2021Q4-2023Q4 公司营收及归母净利润 (百万元)	- 4 -
图表 3: 2019-2023 年公司销售、管理、研发费用率情况 (%)	- 4 -
图表 4: 2021Q4-2023Q4 年公司销售、管理、研发费用率情况 (%)	- 4 -
图表 5: 2019-2023 年公司毛利率及净利率情况 (%)	- 5 -
图表 6: 2021Q4-2023Q4 年公司毛利率及净利率情况 (%)	- 5 -
图表 7: 2019-2023 年世纪天鸿主要业务毛利率情况 (%)	- 5 -

世纪天鸿 2023 年及 2023Q4 主要财务数据分析

营收利润均实现高增，表现亮眼

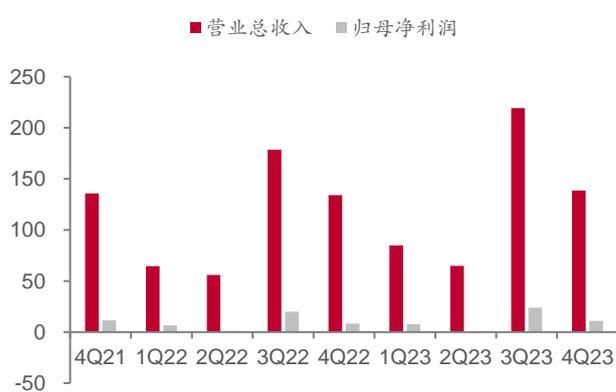
- 公司 2023 年营业总收入 5.07 亿元，同比增长 17.2%；归母净利润为 0.42 亿元，同比增长 18.9%；扣非归母净利润为 0.39 亿元，同比增长 27.2%。2023Q4 营收 1.39 亿元，同比增长 3.3%；利润端归母净利润 0.11 亿元，同比增长 33.4%；扣非归母净利润 0.09 亿元，同比增长 40.8%。

图表 1: 2019-2023 年公司营收及归母净利润 (百万 元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2021Q4-2023Q4 公司营收及归母净利润 (百 万元)

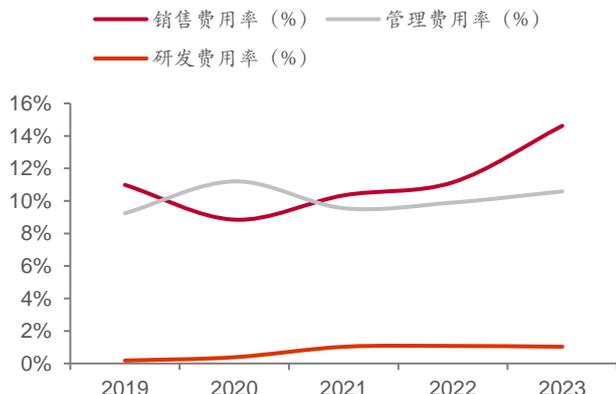


来源: Wind, 中泰证券研究所

管理及研发费用率稳定，销售费用率有所增加

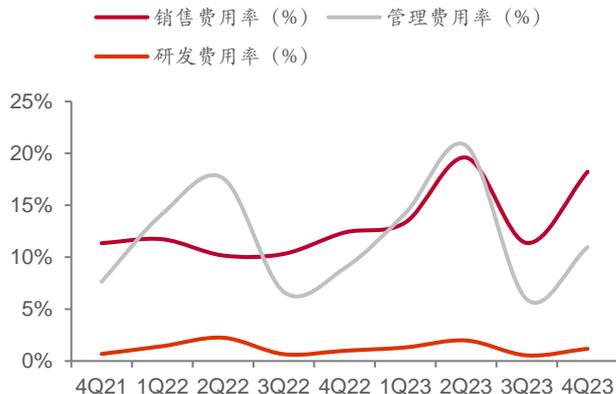
- 公司 2023 年销售、管理、研发费用率分别为 14.6%、10.6%、1.0%，分别同比增加+3.5/+0.7/-0.1pct，其中销售费用增加主要由于营销推广和人员薪酬支出增加所致。公司 2023Q4 销售、管理、研发费用率分别为 18.2%、11.0%、1.2%，分别同比增加+5.9/+2.0/+0.2pct。

图表 3: 2019-2023 年公司销售、管理、研发费用率 情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2021Q4-2023Q4 公司销售、管理、研发费 用率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

毛利率提升明显, 2023 年毛利率达 37.2%

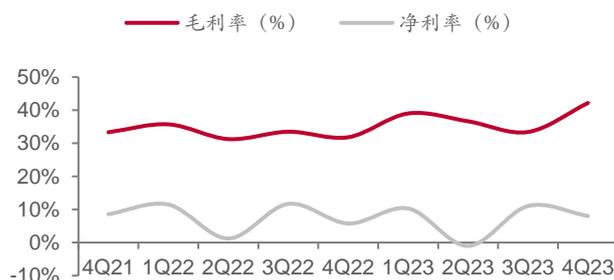
- 公司 2023 年毛利率达 37.2%，同比增加 4.1pct，主要由于教辅产品毛利率受益于公司研发十项重点工作的实施体系下带来的教研能力和产品能力提升，增加较明显；净利率达 8.6%，同比增加 0.1pct。公司 2023Q4 毛利率达 42.2%，同比增加 10.4pct；净利率达 8.0%，同比增加 2.3pct。

图表 5: 2019-2023 年公司毛利率及净利率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

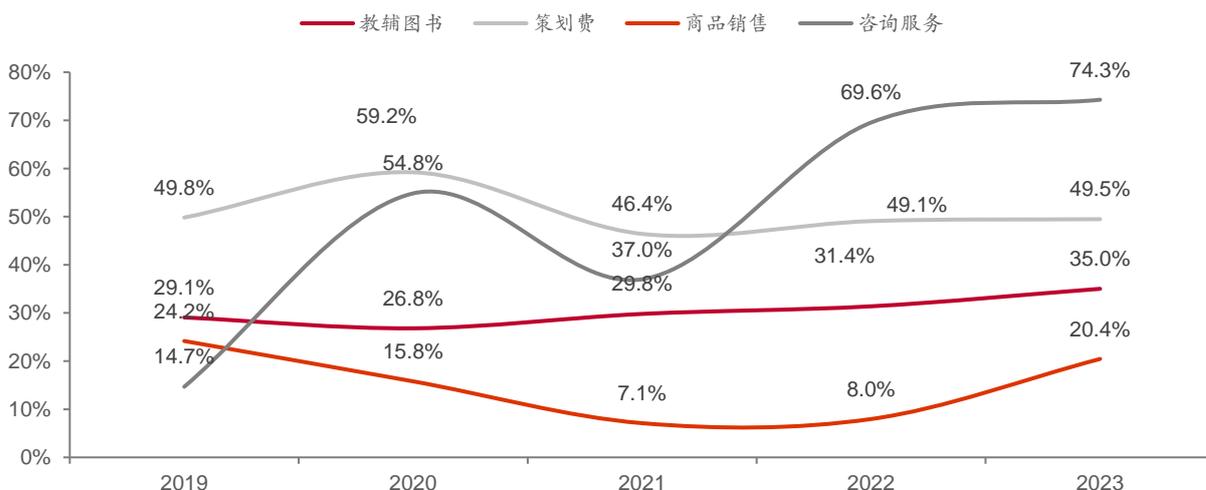
图表 6: 2021Q4-2023Q4 公司毛利率及净利率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 分业务来看，教辅图书盈利能力稳中有升，2023 年毛利率 35.0%，同比增加 3.6pct；策划费 2023 年毛利率 49.5%，同比增加 0.4pct；商品销售 2023 年毛利率 20.4%，同比增加 12.5pct；咨询服务 2023 年毛利率 74.3%，同比增加 4.7pct。

图表 7: 2019-2023 年世纪天鸿主要业务毛利率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

盈利预测及估值

- 考虑到公司持续强化内容研发优势，教研服务不断迭代和升级有望持续提升市占率，且公司 2023 年业绩表现符合预期，我们适当调整公司业绩预期，预计世纪天鸿 2024-2026 年营业收入分别为 5.73/6.32/6.96 亿元（2024-2025 年收入前值分别为 5.24/5.55 亿元），分别同比增长 12.85%、10.39%、10.08%；归母净利润分别为 0.54/0.65/0.77 亿元（2024-2025 年利润前值分别为 0.56/0.62 亿元），分别同比增长 28.29%、18.89%、18.73%。当前市值对应公司的估值分别为 84.6x、71.1x、59.9x，维持“增持”评级。

风险提示

文化监管端的政策风险

- 图书出版属于内容行业，监管较严。公司作为内容出版发行平台，存在内容不合规导致产品下架风险。

学生人数增长不及预期风险

- 全国出生人口及 K12 在校学生人数增长不及预期，或对教辅产品造成冲击。

短视频直播电商图书折扣力度加大

- 短视频直播电商在零售渠道增速明显，若其图书折扣力度进一步增强，恐将对行业内公司盈利空间造成挤兑。

研报使用的信息数据更新不及时的风险

- 研究报告使用当前可获得的数据进行分析研究，若信息数据更新不及时，则存在报告结论不基于最新数据的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	396	401	344	401	营业收入	507	573	632	696
应收票据	0	0	0	0	营业成本	319	359	394	430
应收账款	290	290	334	372	税金及附加	3	3	3	3
预付账款	1	2	2	2	销售费用	74	83	91	100
存货	30	46	48	48	管理费用	54	60	67	73
合同资产	0	0	0	0	研发费用	5	6	7	7
其他流动资产	237	236	244	253	财务费用	-6	-7	-7	-7
流动资产合计	954	974	971	1,076	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	31	20	22	24	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
长期股权投资	25	25	25	25	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	47	68	87	102	投资收益	9	11	12	13
在建工程	0	0	1	3	其他收益	1	1	2	2
无形资产	27	24	21	18	营业利润	65	77	88	100
其他非流动资产	39	40	40	41	营业外收入	0	0	0	1
非流动资产合计	169	177	195	213	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	1,124	1,151	1,166	1,289	利润总额	60	72	83	96
短期借款	0	7	8	108	所得税	17	16	17	17
应付票据	0	0	0	0	净利润	43	56	66	79
应付账款	199	231	248	261	少数股东损益	1	1	2	2
预收款项	1	1	1	1	归属母公司净利润	42	54	65	77
合同负债	3	4	4	4	NOPLAT	39	51	61	73
其他应付款	51	51	51	51	EPS (按最新股本摊薄)	0.12	0.15	0.18	0.00
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	23	26	28	31					
流动负债合计	279	321	342	459					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	9	9	9	9					
非流动负债合计	9	9	9	9					
负债合计	287	330	351	468					
归属母公司所有者权益	821	803	793	795					
少数股东权益	15	18	22	26					
所有者权益合计	836	821	815	821					
负债和股东权益	1,124	1,151	1,166	1,289					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	20	71	29	45
现金收益	46	58	71	85
存货影响	2	-16	-2	-1
经营性应收影响	-62	4	-39	-34
经营性应付影响	37	32	17	14
其他影响	-3	-8	-17	-20
投资活动现金流	37	-8	-21	-21
资本支出	-6	-27	-28	-29
股权投资	3	0	0	0
其他长期资产变化	40	19	7	8
融资活动现金流	-10	-59	-65	33
借款增加	1	7	1	100
股利及利息支付	-18	-81	-105	-122
股东融资	10	10	10	10
其他影响	-3	5	29	45

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	17.20%	12.85%	10.39%	10.08%
EBIT 增长率	15.87%	22.26%	15.70%	16.40%
归母公司净利润增长率	18.90%	28.29%	18.89%	18.73%
获利能力				
毛利率	37.15%	37.29%	37.74%	38.22%
净利率	8.55%	9.72%	10.47%	11.29%
ROE	5.06%	6.61%	7.92%	9.34%
ROIC	10.61%	12.76%	14.95%	14.58%
偿债能力				
资产负债率	25.58%	28.65%	30.09%	36.30%
债务权益比	1.24%	2.12%	2.31%	14.47%
流动比率	342.39%	303.38%	283.64%	234.30%
速动比率	331.78%	289.17%	269.72%	223.78%
营运能力				
总资产周转率	45.16%	49.76%	54.20%	53.97%
应收账款周转天数	181	182	178	182
应付账款周转天数	209	215	219	213
存货周转天数	35	38	43	40
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.15	0.18	0.00
每股经营现金流	0.05	0.20	0.08	0.12
每股净资产	2.26	2.21	2.18	2.19
估值比率				
P/E	108	85	71	60
P/B	6	6	6	6
EV/EBITDA	21	17	15	13

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。