

民营出版龙头，积极布局教育 AI 系统

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 民营教辅发行龙头，公司销售的教辅图书每年约 4000 余万册，覆盖 45% 的高中 15-20% 的初中学生，高覆盖率叠加教辅刚需，支撑业绩持续增长。2) 2020 年我国教育信息化经费增至 3431 亿元，教育信息化趋势明显，公司积极布局教育内容 AI 系统，项目资金充足，有望打开第二增长曲线。3) 教辅图书发行具护城河：产品丰富+出版社稳定合作+经销商网络密集。
- 公司主营图书发行业务，疫情冲击下业绩波动上升。** 2017-2021 年公司营业收入及归母净利润呈波动上升趋势，2021 年，公司营收为 4.1 亿元，同比增长 15.2%，归母净利润 0.35 亿元，同比增长 4.1%。图书发行业务是公司主要收入来源。2021 年图书发行和策划服务业务累计收入贡献 97.4%。预计 2022 年图书发行和策划有望保持 15% 收入增速，30% 利润增速。
- 教辅产品需求旺盛，教辅图书业务壁垒牢固。** 我国中小学生人口基数庞大，教辅产品直面学生群体，需求量大。15-21 年，我国中小学在校生人数从 1.63 亿人增长至 1.84 亿人；19-20 年教辅材料所占图书零售市场份额从 17.97% 增长至 20.8%。1) 公司教辅产品丰富，线上下协同发展，线下产品覆盖面广，适用范围涵盖 12 个年级和所有学科；线上教辅产品同步服务师生，提高教学效率。2) 公司主营业务模式成熟：内容策划团队经验丰富，公司拥有长期合作的知名出版社包括人民教育出版社、教育科学出版社、人民出版社等；营销渠道稳定，合作的经销商主要为地方新华书店及大型零售书店。
- 信息化转型趋势明显，AI 系统提升核心竞争力。** 我国教育信息化经费持续增加，从 14 年的 2114 亿元增长至 20 年的 3431 亿元，教育信息化趋势明显。为积极响应“双减”政策以及教育信息化转型，公司募集资金近 3 亿元投入发展教育内容 AI 系统，系统拥有人工智能算法、OCR、NLP 等先进技术，实现点对点精准辅助教学，减少学生作业量、时长；提高教师作业批改、教学效率。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.21 元/0.24 元/0.27 元，对应 PE 分别为 36/31/28 倍。公司作为民营出版龙头，布局教育 AI 有望进一步打开增长空间，未来三年净利润 CAGR 为 18.8%。首次覆盖给予“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。

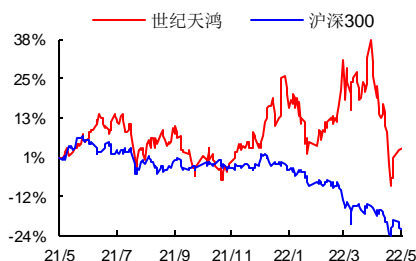
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	411.35	471.51	530.07	586.95
增长率	15.17%	14.62%	12.42%	10.73%
归属母公司净利润(百万元)	34.64	44.19	51.71	58.08
增长率	4.13%	27.56%	17.02%	12.32%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.21	0.24	0.27
净资产收益率 ROE	6.81%	5.97%	6.60%	6.99%
PE	47	36	31	28
PB	3.15	2.15	2.03	1.92

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)	2.12
流通 A 股(亿股)	1.74
52 周内股价区间(元)	6.9-10.43
总市值(亿元)	16.44
总资产(亿元)	7.32
每股净资产(元)	2.75

相关研究

目 录

1 深耕教辅助学产品，布局教育信息化赛道.....	1
1.1 A股首家民营上市出版企业，营收平稳增长.....	1
1.2 业务稳定发展，着力发展教育内容 AI 系统.....	2
2 教育刚需奠定基础，线上销售成为主流.....	4
2.1 法律体系完善，补贴政策良好.....	4
2.2 教育刚需保证教辅需求量，“双减政策”确定方向.....	5
3 产品成熟壁垒牢固，全力研发精准教学.....	8
3.1 线上线下精准布局，研发能力续航精品输出.....	8
3.2 图书业务经营模式完善，营销体系成熟.....	10
3.3 转型千亿赛道，AI 系统未来可期.....	11
4 盈利预测与估值.....	14
5 风险提示.....	15

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 2017-2021 年公司营收 (亿元) 及增速.....	2
图 4: 2017-2021 年公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	2
图 5: 2017-2021 年公司综合毛利率.....	2
图 6: 2017-2021 年公司各项费用率.....	2
图 7: 2017-2021 年公司分业务营收占比.....	3
图 8: 2017-2021 年公司分业务毛利率情况.....	3
图 9: 2015-2021 年中小学人数情况.....	5
图 10: 中国图书零售市场总规模及增速.....	6
图 11: 2019 年中国图书零售市场细分品类份额占比.....	6
图 12: 2020 年中国图书零售市场细分品类份额占比.....	6
图 13: 2016-2020 年中国图书线上及线下渠道销售情况.....	7
图 14: 优化学习 app 界面.....	9
图 15: 趣教 app 界面.....	9
图 16: 志鸿商学院合作大学.....	10
图 17: 公司主要业务流程.....	10
图 18: 公司合作出版社.....	11
图 19: 2014-2020 年中国教育信息化经费投入 (单位: 亿元).....	12
图 20: 教育内容 AI 系统框架结构图.....	12
图 21: 智能作业系统运行原理.....	13

表 目 录

表 1: 公司主营业务模式.....	3
表 2: 行业政策.....	4
表 3: 教辅出版社竞争格局.....	7
表 4: 公司助学读物系列主要产品.....	8
表 5: 图书制作环节.....	11
表 6: 分业务收入及毛利率.....	14
表 7: 图书发行业务可比公司估值.....	15
表 8: 教育 AI 业务可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

1 深耕教辅助学产品，布局教育信息化赛道

1.1 A 股首家民营上市出版企业，营收平稳增长

A 股上市的首家民营教育出版企业。公司前身是山东世纪天鸿书业有限公司，成立于 2004 年 4 月，注册资本为 2,500 万。随后，公司在 2009 年和 2013 年两次经历增资，增资额度分别为 500 万和 7000 万。2015 年 9 月，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌。2017 年 9 月，公司在深圳证券交易所创业板上市，成为全国首家在 A 股上市的民营教育出版企业。公司首次公开发行后总股本为 0.9 亿股。2018 年 5 月及 2020 年 5 月，经资本公积转增股本后，公司注册资本变更为 1.8 亿元。2022 年 3 月，公司完成向特定对象发行股票募集资金后，公司注册资本变更为 2.1 亿元。

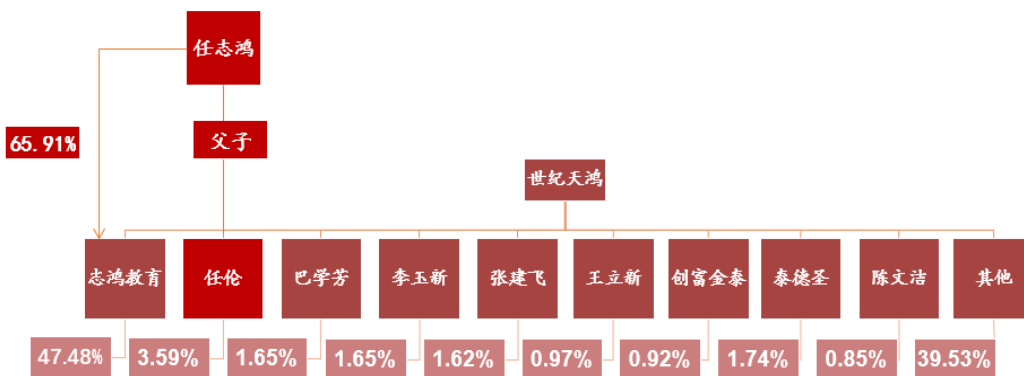
图 1：公司发展历史



数据来源：招股说明书，西南证券整理

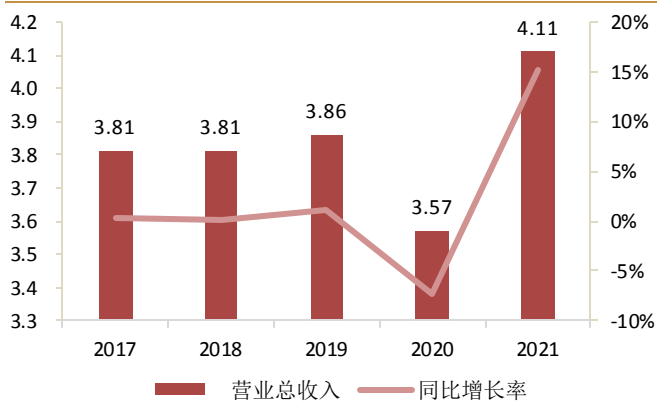
公司实控人为任志鸿，任家三代人持股比例超 50%。截至 2022 年 3 月 28 日，任志鸿与吕宝贵母子二人分别持股北京志鸿教育投资有限公司 65.9%、34.1%。任志鸿系志鸿教育的控股股东，通过志鸿教育间接持有世纪天鸿 47.5% 的股份；同时，任志鸿之子任伦持有世纪天鸿 3.6% 的股份，吕宝贵、任志鸿、任伦三人合计持有公司股份 51.1%。任志鸿为公司董事长，任伦为公司总经理、总编辑，作为公司实控人，在公司生产经营决策中发挥决定性作用。

图 2：公司股权结构

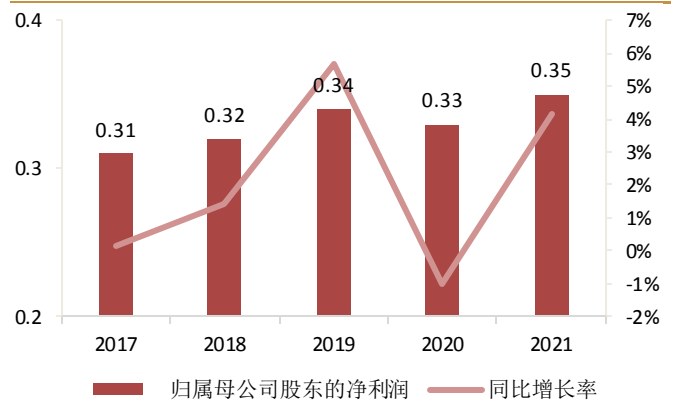


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩总体波动上升，2020年受疫情影响有所下挫，2021年已恢复增长。2017-2021年公司营收和归母净利润呈波动上升态势，2021年公司营收同比增长15.2%至4.1亿元，归母净利润同比上升4.1%至0.4亿元。公司2020业绩波动主要原因系受新冠疫情反复的影响，国内部分地区中小學生无法按时开学，对于教育产品的需求量有所降低。同时，出版社、书店、印刷厂、纸厂、物流运输公司等产业上下游都因疫情受到不同程度的影响，公司经营计划完成度不及预期。

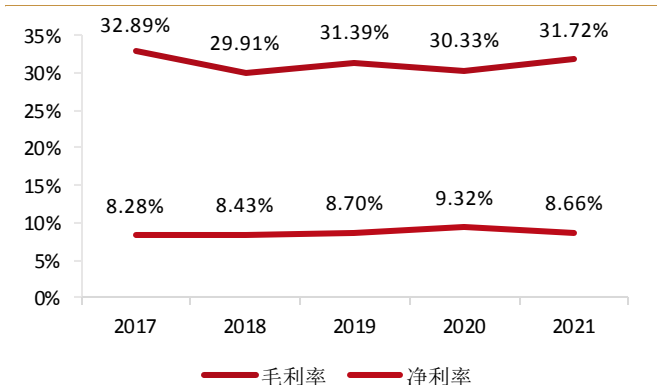
图 3：2017-2021 年公司营收（亿元）及增速


数据来源：wind，西南证券整理

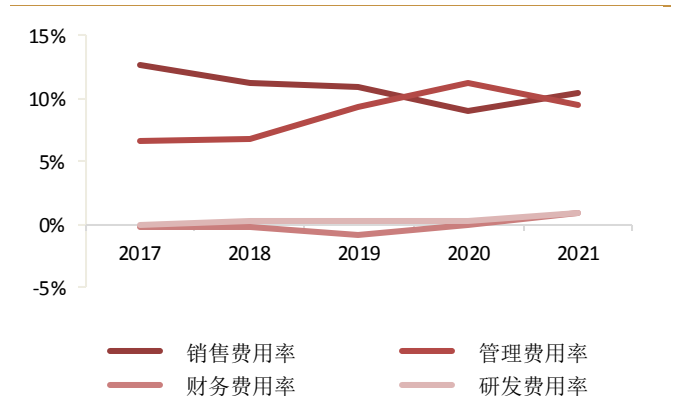
图 4：2017-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速


数据来源：wind，西南证券整理

盈利能力稳定，费用率随公司业务转型波动。2017-2021年，公司综合毛利率和净利率分别稳定位置在30%和8.7%左右，波动较小，主要因公司主营图书发行业务占比较大，且营业模式稳定。公司新型线上业务毛利率较高，但占比相对过小，预计未来随公司业务转型，综合毛利率会有较大提升空间。费用率方面，2017-2021年，公司管理费用率从6.6%增至9.5%，主要因员工工资薪酬变化所致；2021年公司销售费用率升至9.8%，主要因公司市场推广费增加所致；2021年公司研发费用率提升主要因加大对教育内容AI系统建设投入的研发所致。未来随着公司业务转型，预计研发费用率会持续提升、管理费用率预计会略有下降，公司整体毛利率有可观上升空间。

图 5：2017-2021 年公司综合毛利率


数据来源：wind，西南证券整理

图 6：2017-2021 年公司各项费用率


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 业务稳定发展，着力发展教育内容 AI 系统

公司的主营产品种类齐全，线上线下齐发展。公司主营业务为图书发行、图书策划。图书发行环节中，公司负责向出版社包销由公司自行策划的教辅图书，通过批发给下游的新华书店等图书经营机构赚取销售折扣与采购折扣的差价；图书策划环节中，公司负责向出版社提供图书内容，出版后的图书由出版社自办发行，公司通过按照图书字数、销量等因素收取策划费用。

产品方面，公司专注于我国 K12 基础教育领域，以“志鸿优化”为核心品牌打造包括《优化设计》、《高考蓝皮书》、《十年高考》等助学读物。公司每年策划出版图书超 3000 种，产品种类齐全，可满足从小学到高中 12 年级的各类教学辅助需求。同时，公司充分把握教育改革契机，利用公司的累积资源，在纸质图书产品的基础上积极发展在线教育产品的研发，并以 B2B2C 的方式进行推广。公司的在线产品包括在线学习平台、试题资源库、智能作业与考试测评系统、智能教辅产品、在线教育 APP、升学规划及新高考解决方案等。

表 1：公司主营业务模式

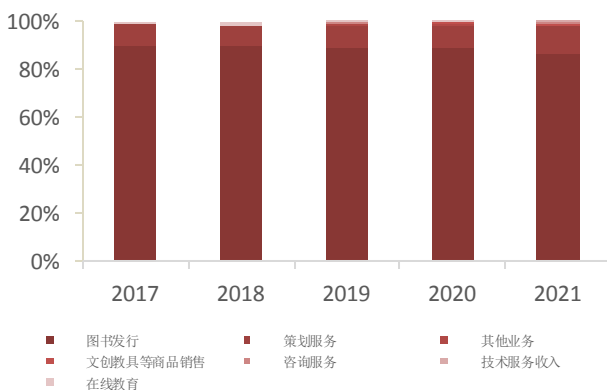
主营业务	营业收入占比 (2021 年)	商业模式	盈利模式
图书发行	86.17%	向出版社包销由公司自行策划的教辅图书，再批发给下游的新华书店等图书经营机构	赚取销售折扣与采购折扣的价差
图书策划	11.18%	公司向出版社提供图书内容，出版后的图书由出版社自办发行	按照图书字数、销量等因素收取策划费用

数据来源：公司公告，西南证券整理

图书发行业务贡献超 85% 营收，线上业务营收占比仍较小。图书发行和策划业务是公司主要收入来源，图书发行占比呈现下降趋势，2017-2021 年，公司图书发行业务营收占比从 89.9% 降至 86.2%；策划服务业务营收占比呈上升趋势，从 8.7% 提升至 11.2%。2021 年，公司图书发行业务已实现营收 3.5 亿元，2021 年图书发行业务受疫情及政策影响占比略有下降至 86.2%，策划服务业务实现营收 0.5 亿元。2017 年-2021 年，公司主营业务图书发行毛利率维持在 28% 的水平，新型在线业务毛利率较高，维持在 55% 以上。2021 年，公司图书发行业务毛利率为 29.8%；策划服务毛利率为 46.4%。

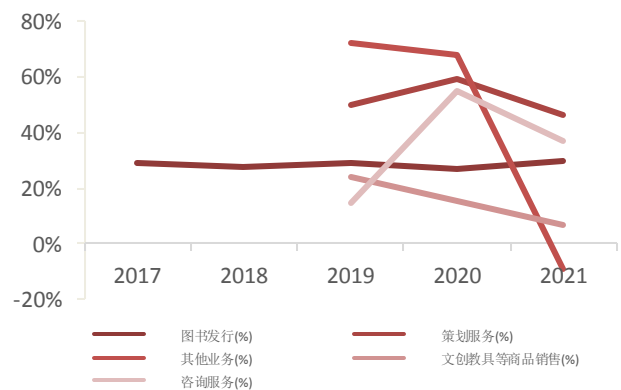
目前公司在线教育业务的营收占比较小，因国家教育部陆续推出教育改革政策和疫情影响，公司积极寻求业务突破，着力布局研发教育内容 AI 系统，预计未来毛利率更高的在线教育业务的营收占比将会提升。

图 7：2017-2021 年公司分业务营收占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2017-2021 年公司分业务毛利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

2 教育刚需奠定基础，线上销售成为主流

2.1 法律体系完善，补贴政策良好

法律体系完善，国家补贴促进教辅行业发展。1990年以来，国家陆续出台了《中华人民共和国著作权法》、《出版管理条例》、《出版物市场管理规定》等法律法规、行政规章，对图书行业策划、出版、印刷、发行、销售各个环节进行规定形成了较为完善的法律体系。2005年2月-2021年7月，国务院、新闻出版总署、教育部等陆续推出教辅相关政策，不断优化中小学教辅材料的制定、发行标准。财政补贴方面，2013年12月，财政部、国家税务总局发布《关于延续宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》，明确规定自2013年1月1日起至2017年12月31日，免征图书批发、零售环节增值税，后该规定延续至2023年12月31日。完善的法律法规有利于为行业发展营造良好政策环境，护航行业稳定发展。

“双减”政策颁布，推动行业精细化发展。2021年7月，“双减”政策提出“全面压减作业总量和时长，减轻学生过重作业负担”的同时，还提出“提高作业设计质量”、“发挥作业诊断、巩固、学情分析等功能，将作业设计纳入教研体系，系统设计符合年龄特点和学习规律、体现素质教育导向的基础作业”、“鼓励布置分层、弹性和个性化作业”。我们认为，“双减”政策的颁布将对教辅行业带来两方面的影响：1) 相关出版社将积极响应“双减”政策，深耕教辅品种以及深化学科领域，教辅产品的图书内容、题量等方面将得到优化升级。2) 教辅业务类型将迎来更多拓展空间，以减轻家庭教育压力，优化学生学习效率为核心的个性化学习计划订制等相关业务发展空间可观。

表 2：行业政策

时间	颁发机构	名称	主要内容
2005.2	国务院	《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》	支持、引导和规范非公有资本投资教育、科研、卫生、文化、体育等社会事业的非营利性和营利性领域。
2009.3	新闻出版总署	《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	积极探索非公有出版工作室参与出版的通道问题，开展国有民营联合运作的试点工作。
2011.8	新闻出版总署	《关于进一步加强中小学教辅材料出版发行管理的通知》	严禁出版发行单位委托不具有发行资质的部门、单位和个人发行销售中小学教辅材料，严禁出版发行单位与教育行政主管部门、学校、老师进行地下交易和一切形式的商业贿赂行为，严禁出版发行单位在中小学教辅材料出版发行活动中违规收取费用或向中小学生和家長统一征订、搭售教辅材料。
2012.2	教育部、新闻出版总署、国家发展和改革委员会、国务院	《关于加强中小学教辅材料使用管理工作的通知》	建立健全教辅材料评议推荐办法。省级教育行政部门会同新闻出版行政部门、价格主管部门加强对教辅材料使用的指导，组织成立教辅材料评议委员会，对进入本省中小学校的教辅材料进行评议，择优选出若干套进行公告；学生购买教辅材料必须坚持自愿原则。
2015.6	发改委、教育部、司法部、国家新闻出版、广电总局	《关于下放教材及部分服务价格定价权限有关问题的通知》	列入中小学用书目录的教科书和列入评议公告目录的教辅材料印张基准价及零售价格，由省、自治区、直辖市人民政府价格主管部门会同同级出版行政部门按照微利原则确定。

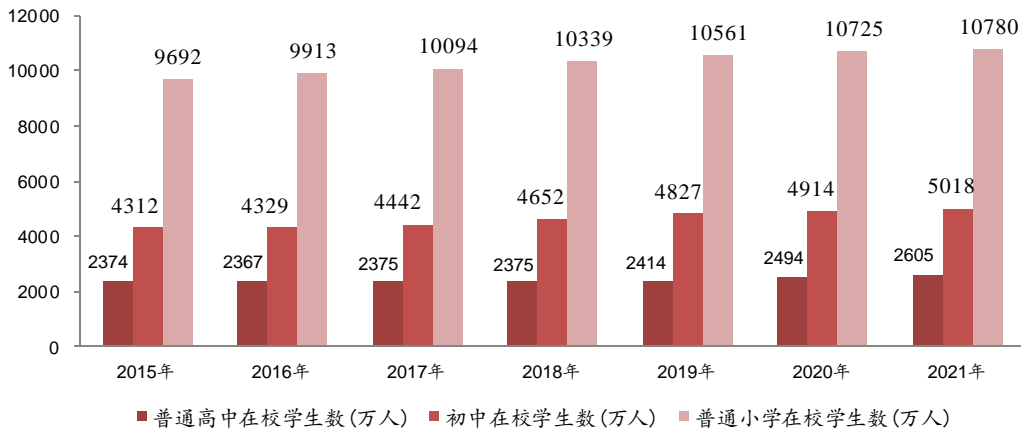
时间	颁发机构	名称	主要内容
2015.8	国家新闻出版广电总局、教育部、国家发展和改革委员会	《中小学教辅材料管理办法》	出版单位出版中小学教辅材料必须符合依法批准的出版业务范围；中小学教辅材料须由新闻出版行政主管部门依法批准、取得《出版物经营许可证》的发行单位发行。未经批准，任何部门、单位和个人一律不得从事中小学教辅材料的发行。
2018.12	国务院	《进一步支持文化企业发展的规定》	进一步深化文化体制改革，促进文化企业发展，在财政税收、投资和融资、资产和土地处置以及工商管理四个方面对文化企业的发展提供支持。
2021.7	中共中央办公厅、国务院	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	全面压减作业总量和时长，减轻学生过重作业负担；提升学校课后服务水平，满足学生多样化需求；坚持从严治理，全面规范校外培训行为；大力提升教育教学质量。

数据来源：国务院、广电总局、教育部、发改委，西南证券整理

2.2 教育刚需保证教辅需求量，“双减政策”确定方向

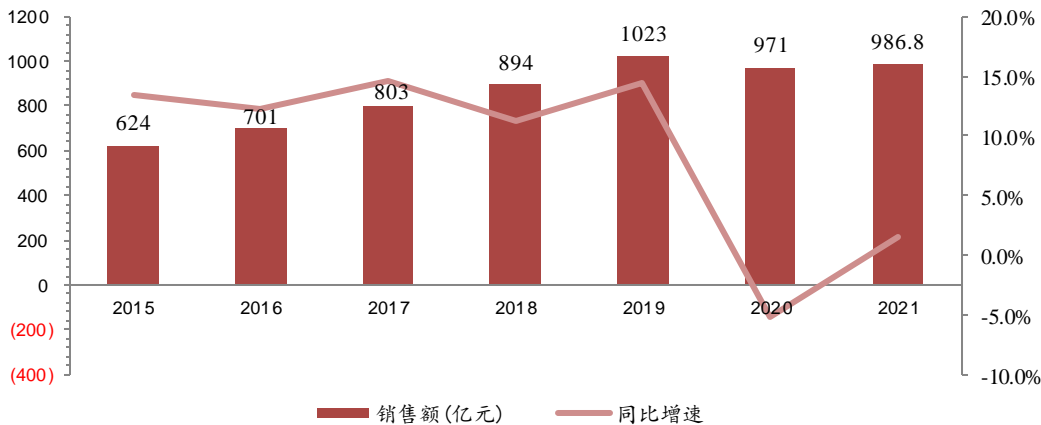
中小學生数量庞大，教材教辅需求量增加。根据国家统计局的统计数据，我国小学、初中及高中在校学生人数体量且呈稳定增加的趋势，从 2015 年共有约 16378 万在校生到 2021 年末增长至 18403 万在校生。教辅图书等助学类读物直面中小學生这一庞大的用户群体，消费者几乎遍及每个家庭，教辅图书的需求客观呈现增长态势。

图 9：2015-2021 年中小学人数情况



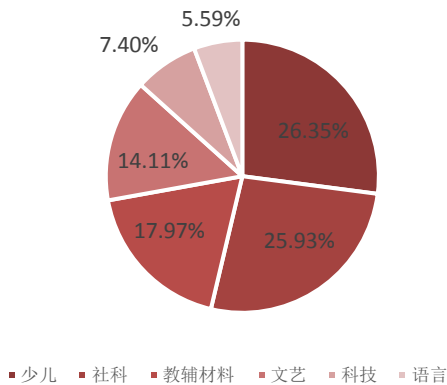
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图书市场发展态势良好，年消费图书破千亿。随着我国国民经济增长、文化消费支出增加以及在国家产业政策的有力引导下，图书市场规模呈现良好的发展态势。2019 年，国内图书零售市场销售码洋首次突破千亿元大关，达 1023 亿元；2020 年，受疫情影响，图书消费市场出现了近 20 年来的首次负增长，但仍有 970.8 亿元销售码洋；2021 年随着环境的改善，图书销售市场已出现回暖。从增长率看，排除特殊事件的影响，国内图书零售仍处于上升阶段，2015 年-2019 年，年同比增长率稳定在 10%-15% 之间。预计随疫情常态化发展，生产生活普遍恢复后，图书销售市场仍有一定幅度的增长空间，行业前景向好。

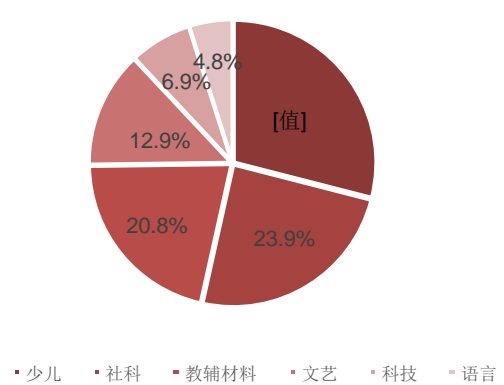
图 10：中国图书零售市场总规模及增速


数据来源：中商产业研究院整理，西南证券整理

教辅材料市场份额逐渐扩大。近年来我国人口结构、收入水平、受教育程度、年龄结构、城镇化等社会因素带来了国民阅读需求的分化，图书行业逐渐形成若干特点显著的细分市场。2020 年图书零售市场码洋规模出现负增长，但教辅材料所占份额为 20.8%，相比 2019 年的市场份额 18% 仍有所扩大。另外 2021 年双减规定的出台让图书市场增添了一些变数，不过即使在政策变动的影下，教辅图书依旧是刚需。

图 11：2019 年中国图书零售市场细分品类份额占比


数据来源：wind，西南证券整理

图 12：2020 年中国图书零售市场细分品类份额占比


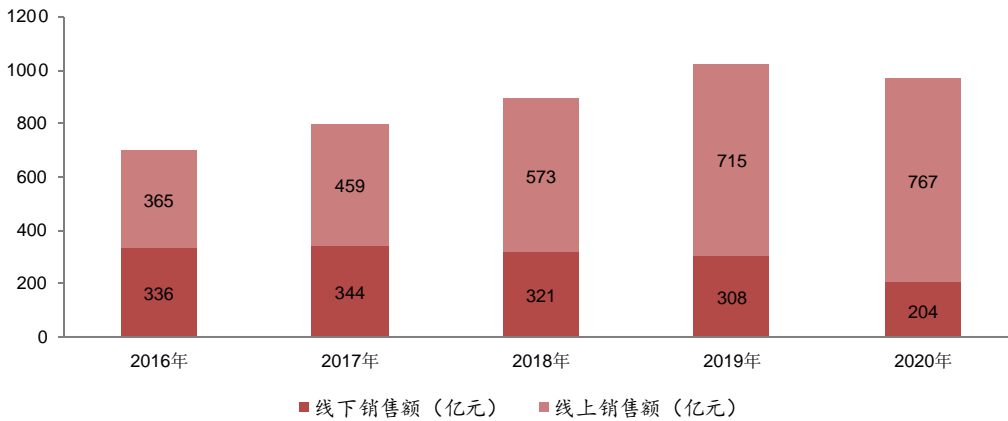
数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

线上销售规模不断增加，数字教育成为主流。2019 年全国图书零售市场码洋规模达 1023 亿元，同比增长 14.4%，其中线下销售码洋约为 308 亿元，同比下降 4.2%；线上渠道销售码洋约为 715 亿元，同比增长 24.9%。2020 年，受新冠疫情影响，线下销售码洋降至 204 亿元，同比下降 33.8%；线上渠道销售码洋约为 767 亿元，增长了 7.27%，线上渠道的销售码洋约占零售总码洋的 79%。

对于教材教辅行业，疫情、政策带来机遇和挑战，数字教育恰逢其时。疫情迅速催熟了线上学习，“停课不停学”必然导致数字教育的旺盛需求。加上双减政策提出“减轻学生过重作业负担、提高作业设计质量、学校课后服务基本满足学生需要”等要求，K12 学科在线教育市场重建，同时教材教辅配套数字化资源、教育教学数据融通和应用等迫切需求给教育

出版融合转型的广阔空间。各大公司都快速展开对数字教育的布局，数字教育成为教辅行业的新动向。

图 13：2016-2020 年中国图书线上及线下渠道销售情况



数据来源：开卷信息，西南证券整理

教辅市场竞争激烈，策划环节民营企业占主导地位。我国教辅图书市场竞争激烈，教辅图书出版流程分为内容策划、印刷、出版、发行和零售多个环节。由于我国政府相关单位对出版社实行资质审批制度，因此我国具有出版资质的出版社均为国有企业；在教辅图书策划环节，民营企业占据大部分市场。目前我国教辅教材出版市场格局主要分为三个梯队，第一梯队由南方出版传媒、长江传媒、凤凰传媒等国家、省市级的出版集团组成。第二梯队由世纪天鸿、世纪金榜、曲一线拥有专属核心产品的规模较大的民营出版企业组成。第三梯队则是由智慧流、书链等产业链不完整或规模相对较小的出版社组成。

表 3：教辅出版社竞争格局

	出版社类别	出版社
第一梯队	国家/省/市级出版社	
第二梯队	规模较大的民营出版社	
第三梯队	中小型出版社	

数据来源：各出版社官网，西南证券整理

3 产品成熟壁垒牢固，全力研发精准教学

3.1 线上线下载精准布局，研发能力续航精品输出

线下教辅产品种类多样，覆盖广泛。线下方面，教辅图书的品牌和质量是公司的核心竞争力之一。通过不断地品牌建设，公司打造出以“志鸿优化”为代表的一系列教辅书。公司每年策划出版图书多达 3000 余种，产品包括《优化设计》、《优化训练》、《十年高考》、《优秀教案》等系列图书。其中，“志鸿优化”系列产品覆盖面广，品类齐全。适用范围涵盖从小学到高中 12 个年级的全部学科，同时覆盖了备考类、同步类、专题类、工具类、阅读类等主要门类。经过十余年发展，公司产品已覆盖我国 30 多个省市自治区。

表 4：公司助学读物系列主要产品

序号	分类产品	学科	数量	适用范围	类别
1	优化设计系列	全学科	超 800 本	小学、初中、高中	同步、非同步类教辅书
2	学考优化设计系列	全学科	超 400 本	高中、初中、小学	同步类教辅书
3	优化训练系列	全学科	超 150 本	高中	同步类教辅书
4	语文阅读系列	语文	超 40 本	小学、初中、高中	阅读类图书
5	优秀教案系列	全学科	80 本	初中、高中	教学工具书
6	十年高考系列	全学科	超 100 本	中考、高考	非同步教辅书
7	教材快线系列	全学科	超 330 本	初中、高中	同步类教辅书
		语数理化地	超 10 本		同步类教辅书
		语文	超 10 本		同步类教辅书
		英语			同步类教辅书
8	假期作业系列	全学科	超 140 本	小学、初中	非同步教辅书
9	教材系列	心理	超 26 本	初中	教材

数据来源：公司公告，西南证券整理

线上教辅产品同步服务师生，提高教学效率。在线教育方面，公司积极探索在线教育产品的研发，在保障线下基础业务的前提下以 B2B2C 的方式进行推广。线上产品主要为老师和学生提供个性化服务，产品包括在线学习平台、试题资源库、智能作业与考试测评系统、智能教辅产品、在线教育 APP、升学规划及新高考解决方案等。

其中，“优化学习”App 针对小学阶段用户进行专业的学习辅导，提供语、数、英三门科目的课内同步教学资源。“优化学习”App 提供的教学内容涵盖课内外丰富的教学资源。学生在假期可通过 app 巩固已学知识并提前预习下学期新课程。

“趣教”App 致力服务全国中小学老师，为老师免费搭建在线课堂。老师可通过 app 在线布置作业、对不同分组的学生，根据实际情况选择相对应的练习题，提高老师的教学、管理效率以及学生学习效率。同时，“趣教”App 还提供老师直播功能，通过点击“微课直播”-“开启直播”，进入新建直播课页面，依次输入课程名称、学科、直播时间等创建课程。学生可通过 app 在线听课并可与老师实时互动交流。

另外，公司作为中国高考报告系列丛书的总发行单位，持续推出了 60 余天、50 余场、200 万人次的“中国高考评价体系解读与高考命题变革”公益免费课程，为高考师生提供最实用的高考解决方案和备考策略。

图 14：优化学习 app 界面


数据来源：优化学习，西南证券整理

图 15：趣教 app 界面


数据来源：趣教，西南证券整理

研发能力强劲保障教辅产品持续输出。研发团队是保障公司主营产品教辅图书的品牌和质量的基础。公司的研发团队能力强劲，集教学、考试、研发、编辑、信息技术为一体；根据国家教育考试改革、教材版本变化，团队以每年 3,000 余种单品的研发能力不断更新、优化教辅产品。2020 年，与中国高考报告学术委员会联合推出《中国高考报告》“高考蓝皮书”系列产品。该系列丛书作为学生复习的重要参考，为新高考政策的推行提供了强有力的智力支撑。在“中国高考评价体系解读与高考命题变革”公益免费系列课程的推动下，《中国高考报告》逐渐成为主流高考教辅材料，进一步奠定了世纪天鸿在新高考领域创新产品研发、适应能力。

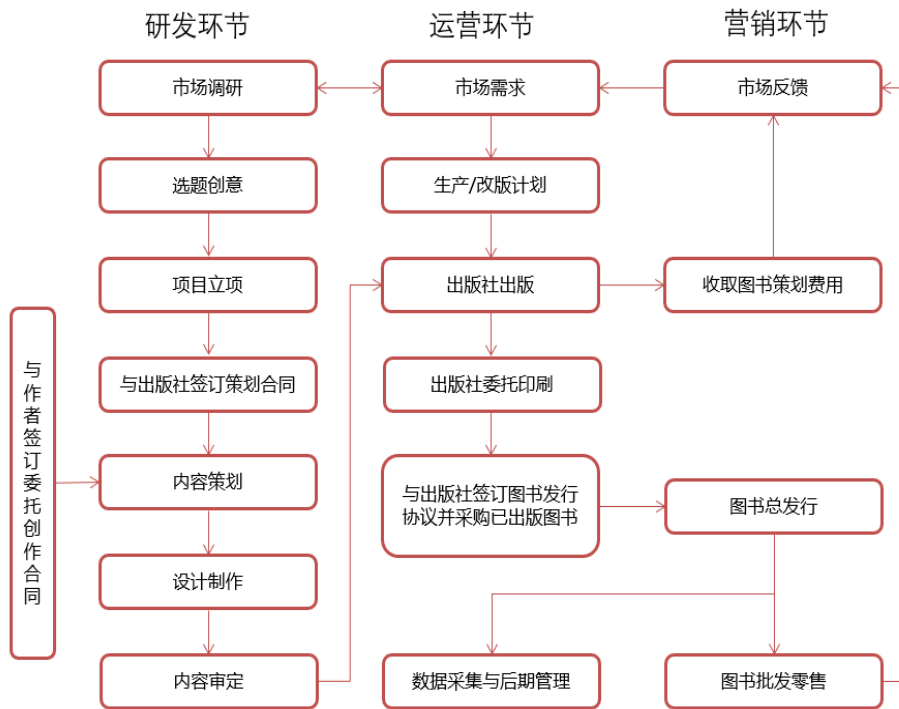
成立独立研发部门，深耕学研基础。1) 为推动传统教育数字化，公司成立智能教育事业部。部门主要业务方向为现代纸书、智能教辅、数字内容资源建设，通过科技手段将传统出版与数字出版深度融合，从而达到教育内容智能化，并通过互联网方式将教育内容线上输出。内容资源建设方面，部门专注初中、高中的相应学科的题库建设，公司研发的系列智能教辅产品已在部分学校进行了试点与推广。2) 公司成立志鸿教育研究院，通过邀请教育专家担任研究员，成立专家智库，建立与中国高考报告学术委员会、各地教委、教研院、学校的联系；不断加强教研建设，为公司持续推出各类线上线下教育产品提供底层支撑。3) 公司为加强研发人力储备，成立志鸿商学院，面向全国知名高校引进 100 余名优秀人才。公司先后与青岛科技大学、中国海洋大学、武汉大学、南京大学等合作共建学生实习实训基地，推动校企双方在教育领域开展多种形式的合作，加强教学研究。

图 16：志鸿商学院合作大学


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 图书业务经营模式完善，营销体系成熟

营销渠道广泛，业务模式稳定。公司的主营业务是助学读物的策划、设计、制作与发行。在我国图书出版领域因政策未向民营企业开放出版环节，民营企业主要负责图书内容提供和发行流通。公司的主营业务经营模式固定，主要分为图书研发、图书运营和图书营销三个环节。

图 17：公司主要业务流程


数据来源：公司公告，西南证券整理

内容编写人员经验丰富。图书研发环节，公司作为策划方，负责助学读物的内容策划编写、制作以及内容审定。参与内容策划编写的人员由公司研发策划人员以及外聘作者两部分组成。据统计，与公司合作的外聘作者人数超 500 人，外聘作者拥有丰富的教学实践和内容编写经验，多为山东、浙江、安徽、江苏等地教育研究单位的教研员和一线教师等。

表 5：图书制作环节

环节	参与人员	主要流程
策划设计	策划经理、助理	年度选题规划、市场调研、选题立项、策划设计方案、研发计划、选聘作者、作者评审
内容组稿	策划经理、助理、外聘作者	宣贯研讨、样张编写、样张评审、分批组稿、过程控制、审读、收取稿件
编辑	编辑、设计	原稿初审、书稿评价、编辑加工、封面设计、稿件复审、稿件终审
排版校对	排校人员	版式设计、排版、微机绘图、校对、改样、核红、责任校对审查、清样、送终审

数据来源：公司招股书，西南证券整理

与知名出版社合作稳定。图书出版环节，公司作为图书内容供应商，负责将研发制作的助学读物内容提供给出版社提供。截至 2021 年底，公司长期合作的出版社包括人民教育出版社、教育科学出版社、人民出版社、中国大百科全书出版社、现代教育出版社、光明日报出版社、北京师范大学出版社、云南教育出版社、广东教育出版社等。公司合作的出版社均为国内知名教育类图书出版商，成为国内民营企业与国有出版社的合作典范。

图 18：公司合作出版社

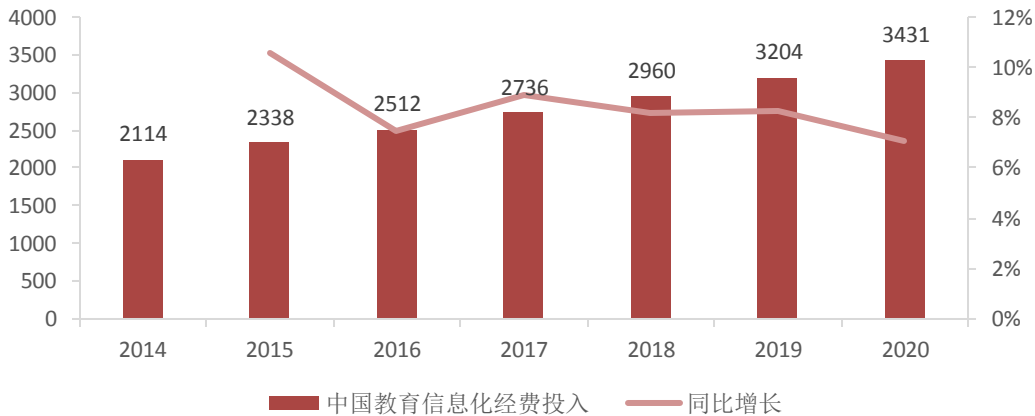

数据来源：公司官网，西南证券整理

营销模式成熟，客户黏性高。图书发行环节，公司作为总发行商，在图书经出版社出版后，负责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。其中，包销环节分为经销和代销两种模式。1) 在经销模式中，因教辅新规，地方教育行政部门通常指定新华书店从事系统征订教辅的征订与销售。公司合作的经销商主要为地方新华书店，销售价格由双方协商确定。2) 在代销模式中，公司向区域代理商铺货，区域代理商再向其下级代理商铺货，图书产品通过各级代理商销售网点即地方书店实现零售，图书在代理商售出之前均为公司库存；图书销售价格由公司代理商协商确定。目前，公司已建立和完善了适应国家现行政策的图书业务经营模式，并与出版社建立了良好稳定的业务合作关系。

3.3 转型千亿赛道，AI 系统未来可期

业务转型进入智慧教育千亿级别赛道。目前中国的教育经费的信息化部分已经从硬件建设向软件和服务转变，未来教育软件和信息服务的 2B 端市场空间可观。据前教育部发布数据显示，2012-2019 年，我国教育信息化经费持续增加，从 2014 年的 2114 亿元增长至 2020 年的 3431 亿元。为寻求业务转型突破，公司近年来积极布局教育信息化建设，着力打造精准教学项目“教育内容 AI 系统”，在原有的线下教辅业务的基础上进一步提升公司线上教育服务功能。

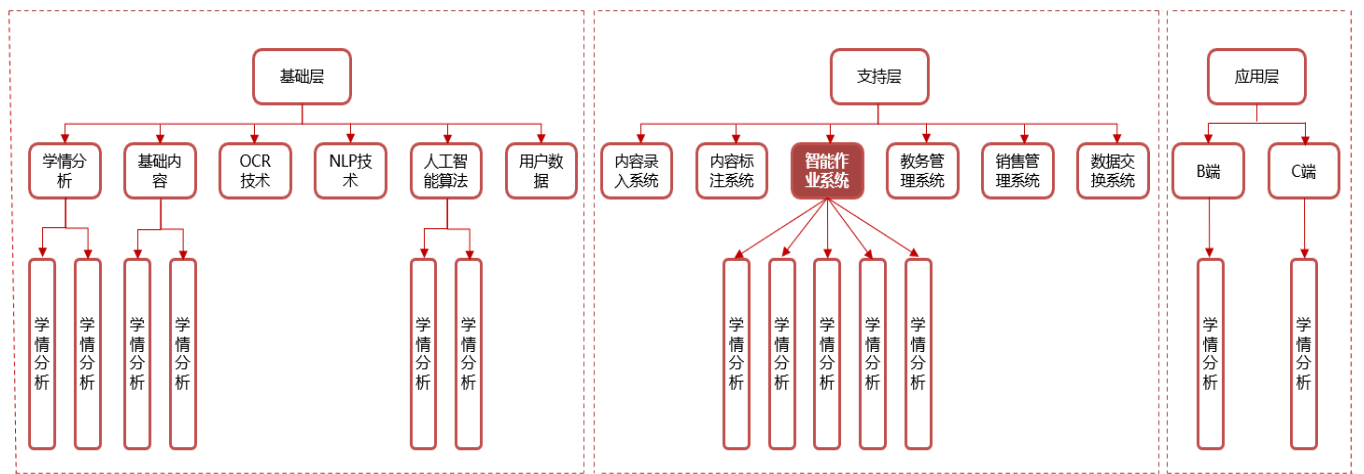
图 19：2014-2020 年中国教育信息化经费投入（单位：亿元）



数据来源：教育部，西南证券整理

AI 系统框架完善，教辅资源积累丰富，技术先进。“教育内容 AI 系统”结合了大数据、云计算、人工智能等技术，以公司底蕴深厚的教辅内容、海量题库为基础，通过结合人工智能技术，加速对日常教学数据的采集、分析、处理帮助老师实现精准教学；通过为学生提供差异化的学习方案实现个性化自主学习，提高学生学习效率。整个教育内容 AI 系统分为三个层面：1) 基础层包括分析学生日常作业、考试内容；建立学生行为特征库；围绕学生需求提供配套课程；人工智能算法等环节；其中，OCR 技术能够将学生的作业、试卷等自动录入系统并实现自动阅卷；NLP 技术能够通过关键字匹配技术实现段落理解式辅导学生。2) 支持层包括真题内容录入；题库资源整理、标记、更新；智能组卷、阅卷系统；数据采集扫描；数据分析等环节。3) 应用层包括针对教育机构、学习、学生、家长提供不同的产品以及增值服务。

图 20：教育内容 AI 系统框架结构图

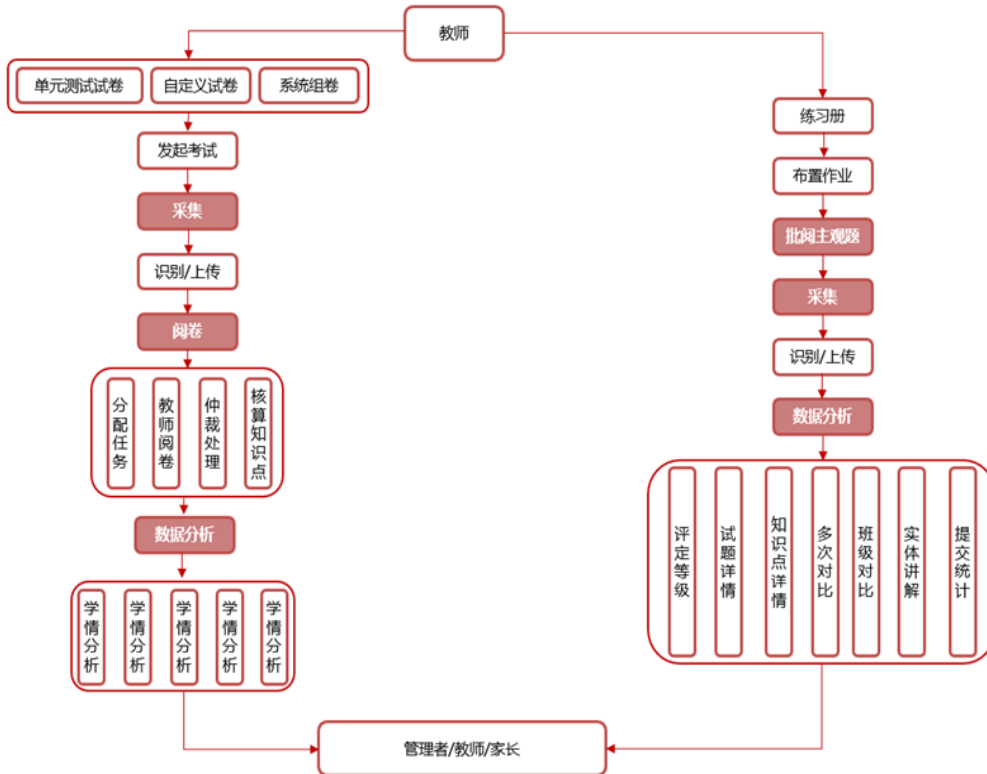


数据来源：教育内容 AI 系统建设项目商业计划书，西南证券整理

核心功能提升教学效率，实现点对点精准教学辅导。智能作业系统是教育内容 AI 系统的核心环节，主要功能包括数据采集、数据分析、信息推送、组卷、阅卷。对于教师用户，可在系统中制定个性化考试范围，系统将在范围中随机抽题形成试卷；同时，系统可提供客

观题的自动批改、有痕阅卷系统等功能提升教师的教学管理效率。对于学生用户，系统会在学生完成作业后，公司会派出工程师进行驻校服务，完成作业、试卷扫描，针对 C 端学生用户进行数据采集；然后借助大数据、人工智能等技术对学生的档案、错题情况进行分析并给与针对性的反馈实现点对点精准辅导。

图 21：智能作业系统运行原理



数据来源：教育内容 AI 系统建设项目商业计划书，西南证券整理

战略投资推动产品功能升级。“双减”政策针对学校课后服务和学生多样化需求方面提出了更高、更多元化的要求。政策颁布后，公司积极响应，针对教辅行业发展需求及时对现有业务进行优化升级。2021 年 12 月，公司以自有资金 1000 万元完成对北京一笔两划科技有限公司的战略投资，针对精准教学项目“教育内容 AI 系统”进行功能升级。一笔两划公司致力于自然语言处理技术在教育领域的应用，公司研发的智能辅助批改工具功能强大。截至 2021 年 12 月，公司智能批阅平台积累了超过 100 万篇作文素材，月批改作文量超 3000 篇，是智能批改领域的领军者。本次世纪天鸿的投资将主要被用于加大人工智能 NLP（自然语言处理）技术在作文及主观题批改的研发投入，此次战略投资将对“教育内容 AI 系统”的主观题批改方面进行功能性补充。

投资教育信息化企业微橡科技，加速拓展教育 AI 市场。2022 年 4 月，公司以现金方式出资 3000 万元向北京微橡科技有限公司增资，此后世纪天鸿将持有微橡科技 26.1% 的股权。微橡科技是一家教育信息化应用工具提供商，拥有北京、成都、上海、武汉四大区域中心，其旗下子品牌“园钉”是基于微信生态的班级管理工具品牌，覆盖全国 1 万多所学校，为老师提供学情数据采集、学情分析、个性化作业布置等功能；“园丁汇”是微橡科技基于自身知识类 C 端产品线上推广销售的业务板块，“园丁汇”目前主要业务是在微信生态和短视频

直播生态对外销售微橡科技旗下知识类 C 端产品，包括图书，学习笔记等衍生物和部分职业培训课程等。通过本次投资，双方将在智慧教育领域更深入地探索和合作，充分对接资源优势，推动教育内容和信息化技术领域相互助力，共同拓展校内精准教学业务，加速拓展市场布局。

募集资金持续投入助力教育内容 AI 系统稳健发展。“教育内容 AI 系统”建设项目总投资金额为 5.6 亿元。截至 2022 年 3 月，“教育内容 AI 系统”募集资金近 3 亿元（本次募集资金 2.4 亿元、前次募集资金变更投入 0.56 亿元）助力 AI 项目按计划稳步推进。据项目可行性研究报告显示，该项目建成稳定运营后年新增营业收入 4 亿元，所得税后投资回收期为 7.64 年，资本金净利润率为 15.26%。

4 盈利预测与估值

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，预计 2022-2024 年教辅图书的发行量增速为 13%/10%/8%，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%/20%/20%，量保持平稳；

假设 2：预计教辅图书毛利率将保持稳定，2022-2024 年为 32%/32.5%/33%；双减背景下，教辅编写环节重要性或提升，预计策划服务的毛利率将持续攀升，2022-2024 年为 46%/48%/50%；

假设 3：假设公司销售费用率与管理费用率整体保持稳定，预计 2021-2023 年销售费用率和管理费用率分别保持为 10%/9.5%/9%和 9.5%/10%/11%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
教辅图书	收入	354.5	400.6	440.6	475.9
	增速	11.8%	13.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	29.8%	32.0%	32.5%	33.0%
策划服务	收入	46.0	55.2	66.2	79.5
	增速	33.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	46.4%	46.0%	48.0%	50.0%
产品销售	收入	4.2	8.4	15.2	22.7
	增速	211.9%	100.0%	80.0%	50.0%
	毛利率	7.1%	11.7%	9.4%	10.6%
业务咨询	收入	3.1	3.4	3.8	4.1
	增速	206.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	36.8%	40.0%	40.0%	40.0%
技术	收入	0.3	0.3	0.3	0.4

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	-3.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-135.7%	-10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	收入	3.31	3.6	4.0	4.4
	增速	17.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率		70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	411.4	471.5	530.1	586.9
	增速	15.2%	14.6%	12.4%	10.7%
	毛利率	31.7%	33.6%	34.1%	34.7%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了中南传媒、凤凰传媒、科大讯飞和拓维信息作为可比公司。其中，中南传媒和凤凰传媒从事教材发行业务，与公司教辅发行业务类似，2022年可比公司的平均估值为10倍；科大讯飞和拓维信息从事教育AI业务，是公司目前着力布局的方向，2022年可比公司的平均估值为37倍。考虑到公司作为民营教育出版龙头，布局教育AI有望进一步打开增长空间，我们预计公司2022-2024年EPS分别为0.21元、0.24元、0.27元，未来三年CAGR为18.8%。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 7：图书发行业务可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
601098.SH	中南传媒	9.61	0.84	0.91	0.99	1.09	11.34	10.51	9.70	8.85
601928.SH	凤凰传媒	7.03	0.97	0.71	0.76	0.78	8.38	9.92	9.26	9.00
平均值							9.86	10.22	9.48	8.93

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截止日期 2022.5.5）

表 8：教育 AI 业务可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002230.SZ	科大讯飞	37.06	0.67	0.92	1.25	1.62	78.43	40.26	29.53	22.91
002261.SZ	拓维信息	5.45	0.07	0.16	0.20	0.25	124.76	34.53	26.88	22.16
平均值							101.60	37.40	28.21	22.54

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截止日期 2022.5.5）

5 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。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	411.35	471.51	530.07	586.95	净利润	35.64	45.46	53.20	59.75
营业成本	280.89	313.08	349.32	383.01	折旧与摊销	7.31	8.99	8.99	8.99
营业税金及附加	2.14	2.78	3.11	3.43	财务费用	-0.82	-1.26	-0.78	-0.96
销售费用	42.54	47.15	50.36	52.83	资产减值损失	-4.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	39.30	44.79	53.01	64.56	经营营运资本变动	-6.03	8.63	-10.04	-7.10
财务费用	-0.82	-1.26	-0.78	-0.96	其他	-26.33	8.59	-10.32	0.38
资产减值损失	-4.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	5.61	70.41	41.04	61.06
投资收益	10.86	0.00	0.00	0.00	资本支出	-9.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.36	1.63	2.10	2.03	其他	-7.09	1.63	2.10	2.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-16.80	1.63	2.10	2.03
营业利润	53.16	66.60	77.15	86.10	短期借款	35.28	-35.28	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.51	-4.55	-4.53	-4.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	48.65	62.05	72.62	81.56	股权融资	0.00	236.00	0.00	0.00
所得税	13.01	16.60	19.42	21.81	支付股利	-15.47	-6.93	-8.84	-10.34
净利润	35.64	45.46	53.20	59.75	其他	1.52	-34.93	0.78	0.96
少数股东损益	0.99	1.27	1.48	1.67	筹资活动现金流净额	21.32	158.87	-8.05	-9.39
归属母公司股东净利润	34.64	44.19	51.71	58.08	现金流量净额	10.14	230.91	35.09	53.70
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	112.29	343.20	378.29	431.99	成长能力				
应收和预付款项	199.26	234.14	264.53	291.19	销售收入增长率	15.17%	14.62%	12.42%	10.73%
存货	32.10	25.56	37.92	39.36	营业利润增长率	5.41%	25.28%	15.84%	11.60%
其他流动资产	277.40	277.40	277.41	277.41	净利润增长率	7.01%	27.56%	17.02%	12.32%
长期股权投资	6.44	6.44	6.44	6.44	EBITDA 增长率	4.81%	24.60%	14.84%	10.28%
投资性房地产	12.50	12.50	12.50	12.50	获利能力				
固定资产和在建工程	53.20	49.15	45.10	41.05	毛利率	31.72%	33.60%	34.10%	34.74%
无形资产和开发支出	34.99	30.05	25.11	20.17	三费率	19.69%	19.23%	19.35%	19.84%
其他非流动资产	46.69	46.69	46.69	46.69	净利率	8.66%	9.64%	10.04%	10.18%
资产总计	774.87	1025.13	1093.99	1166.81	ROE	6.81%	5.97%	6.60%	6.99%
短期借款	35.28	0.00	0.00	0.00	ROA	4.60%	4.43%	4.86%	5.12%
应付和预收款项	168.76	216.71	237.20	256.89	ROIC	30.08%	35.90%	43.04%	45.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.50%	15.76%	16.10%	16.04%
其他负债	47.72	46.97	50.98	54.70	营运能力				
负债合计	251.75	263.68	288.18	311.59	总资产周转率	0.54	0.52	0.50	0.52
股本	182.03	211.87	211.87	211.87	固定资产周转率	8.84	11.01	13.67	16.90
资本公积	116.53	322.69	322.69	322.69	应收账款周转率	2.31	2.39	2.34	2.32
留存收益	213.90	251.16	294.04	341.77	存货周转率	6.44	9.22	9.23	9.15
归属母公司股东权益	512.46	749.53	792.41	840.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.71%	—	—	—
少数股东权益	10.65	11.92	13.40	15.07	资本结构				
股东权益合计	523.11	761.45	805.81	855.22	资产负债率	32.49%	25.72%	26.34%	26.70%
负债和股东权益合计	774.87	1025.13	1093.99	1166.81	带息债务/总负债	14.01%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.59	3.50	3.47	3.48
					速动比率	2.46	3.40	3.34	3.34
					股利支付率	44.66%	15.68%	17.09%	17.81%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	59.65	74.32	85.36	94.13	每股收益	0.16	0.21	0.24	0.27
PE	46.54	36.49	31.18	27.76	每股净资产	2.42	3.54	3.74	3.97
PB	3.15	2.15	2.03	1.92	每股经营现金	0.03	0.33	0.19	0.29
PS	3.92	3.42	3.04	2.75	每股股利	0.07	0.03	0.04	0.05
EV/EBITDA	15.87	12.21	10.22	8.70					
股息率	0.96%	0.43%	0.55%	0.64%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn