

买入

素质教育表现亮眼，All in AI 战略可期

卓越教育集团(3978.HK)

2025-08-22 星期五

【投资要点】

目标价：**6.89 港元**现价：**5.24 港元**预计升幅：**31.5%**

重要数据

日期	2025-8-21
收盘价（港元）	5.24
总股本（亿股）	8.47
总市值（亿港元）	44.39
净资产（亿元）	7.86
总资产（亿元）	20.38
52 周高低（港元）	5.99/2.49
每股净资产（元）	0.77

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

唐俊京	20.20%
唐俊膺	16.94%
周贵	16.79%

相关报告

卓越教育集团首发报告-20250711

研究部

姓名：冯浩

SFC：BU780

电话：0755-21519167

Email:fenghao@gyzq.com.hk

➤ 业绩表现亮眼，素质教育转型成效持续显现

2025 年上半年，公司实现收入约 9.17 亿元，同比增长 188.9%；实现利润 1.51 亿元，同比增长 178.5%。公司业绩高增主要受益于综合素养业务产品与服务质量的不断提升（素质教育业务占总营收达 78.87%），以及广州、深圳、佛山市市场拓展成效显著。

➤ 素质教育业务高增，持续专注教学质量

分业务来看，综合素质业务实现 7.23 亿元，同比增长 513.1%，全日制复习项目实现 1.01 亿元，同比下滑 18.3%，辅导项目实现 0.89 亿元，同比增长 17.6%。素质教育业务高增，主要由报读人次、续报率等运营指标维持稳健上升态势所带动；全日制业务有所下滑，主要由于整体市场的萎缩。公司始终将教学质量及用户口碑置于首位，实行「课前一课中一课后」全流程闭环管理，严格保障教学质量。

➤ 坚定 All in AI 战略，赋能教学产品及组织提效

公司于 2024 上半年推进「ALL IN AI」战略，2025 年上半年，在九大素质产品的基础上，继续丰富综合素养业务产品体系，推出「AI 绘本亲子共创课」。公司充分利用 AI 技术优化服务体验，今年 4 月推出 AI 自适应学习工具「AI·爱阅读 1.0」，通过三种不同的阅读模式匹配不同孩子的需求。品牌营销上，公司应用 AI 外呼对海量资源进行初筛，为更智能更精准的营销赋能。

➤ 给予“买入”评级，目标价 6.89 港元/股

公司立足广州，持续拓展佛山、深圳等地，未来空间可期。同时，公司注重股东回报，预期 25 年分红对应当前股价的股息率约 4.8%。我们预计 25-27 年实现归母净利润 3.25/3.89/4.54 亿元，同比增长 68.8%/19.7%/16.6%，维持目标价 6.89 港元/股，对应 25 年 PE 为 15 倍，有 31.5%上涨空间，给予“买入”评级。

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	489	1,102	1,995	2,411	2,848
同比增长	-0.4%	125.2%	81.1%	20.9%	18.1%
毛利率	47.0%	46.3%	45.8%	45.1%	44.4%
归母净利润	91	192	325	389	454
同比增长	62.1%	110.9%	68.8%	19.7%	16.6%
净利率	18.6%	17.5%	16.3%	16.1%	15.9%
每股盈利	0.12	0.26	0.42	0.48	0.54
PE@5.24HKD	39.5	18.7	11.4	9.9	8.9

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

【报告正文】

➤ 业绩表现亮眼，素质教育转型成效持续显现

2025 年上半年，公司实现收入约 9.17 亿元，同比增长 188.9%；实现利润 1.51 亿元，同比增长 178.5%。公司业绩高增主要受益于综合素养业务产品与服务质量的不断提升（素质教育业务占总营收达 78.87%），以及广州、深圳、佛山市场拓展成效显著。

公司经营指标保持稳健。2025 上半年，毛利约 4.13 亿元，同比增长 189.5%。毛利率为 45.0%，与 2024 上半年（44.96%）基本持平。销售费用率 6.81%，同比减少 0.26 个百分点，管理费用率 12.5%，同比减少 0.24 个百分点。净利率 16.52%，同比回落 0.42 个百分点，主要由于公允价值变动、联营及合营公司、其他收入带来的小幅影响。

➤ 素质教育业务高增，持续专注教学质量

分业务来看，综合素养业务实现 7.23 亿元，同比增长 513.1%，全日制复习项目实现 1.01 亿元，同比下滑 18.3%，辅导项目实现 0.89 亿元，同比增长 17.6%。素质教育业务高增，主要由报读人次、续报率等运营指标维持稳健上升态势所带动；全日制业务有所下滑，主要由于整体市场的萎缩。公司始终将教学质量及用户口碑置于首位，实行「课前一课中一课后」全流程闭环管理，严格保障教学质量。

在网点拓展战略上，公司继续以提升广州大本营市占率为主，重点推进广州近郊市场的恢复，深圳和佛山市场稳步推进，结合当地的独特文化特色及市场需求，开发具有本土特色的课程体系，提供契合区域需求的综合素养业务产品。

➤ 坚定 All in AI 战略，赋能教学产品及组织提效

公司全面推进「ALL IN AI」战略，2025 年上半年，在九大素质产品的基础上，继续丰富综合素养业务产品体系，推出「AI 绘本亲子共创课」。公司充分利用 AI 技术优化服务体验，今年 4 月推出 AI 自适应学习工具「AI·爱阅读 1.0」，通过三种不同的阅读模式匹配不同孩子的需求。品牌营销上，公司应用 AI 外呼对海量资源进行初筛，为更智能更精准的营销赋能。

未来 AI 布局方向上：1) 公司将加速 AI 在教育场景的落地应用，推出 AI 自适应产品，建设 AI 驱动的激励学习与能量系统；2) 充分利用 AI 加速组织进化，

加速 AI 在教学、运营等各业务环节和管理流程的深度集成与部署，进一步提升教学质量、运营效率与服务体验。

➤ 给予“买入”评级，目标价 6.89 港元/股

公司立足广州，持续拓展佛山、深圳等地，未来空间可期。同时，公司注重股东回报，预期 25 年分红对应当前股价的股息率约 4.8%。我们预计 25-27 年实现归母净利润 3.25/3.89/4.54 亿元，同比增长 68.8%/19.7%/16.6%，维持目标价 6.89 港元/股，对应 25 年 PE 为 15 倍，有 31.5% 上涨空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20250821）

公司名称	代码	收盘价	市值	营业收入增速		归母净利润增速		PE	
		(原始币种)	(亿人民币)	FY1	FY2E	FY1	FY2E	FY1	FY2E
好未来	TAL.N	11.0	477	51.0%	37.3%	2467.5%	90.0%	92.3	41.7
新东方-S	9901.HK	36.7	547	13.6%	10.2%	20.1%	30.3%	20.9	15.9
思考乐教育	1769.HK	2.6	13	49.4%	29.8%	69.4%	40.9%	18.3	6.6
豆神教育	300010.SZ	8.9	184	-23.8%	37.9%	334.0%	50.5%	93.6	89.3
昂立教育	600661.SH	11.3	32	27.3%	29.9%	74.1%	176.2%	-69.1	87.7
学大教育	000526.SZ	51.5	63	25.9%	22.1%	16.8%	42.8%	28.8	24.5
卓越教育集团	3978.HK	5.24	41	125.2%	81.1%	110.9%	68.8%	18.7	11.4

注：新东方FY1截至2025年5月31日，好未来FY1截至2025年2月28日，其他公司FY1年截至2024年12月31日；卓越教育集团为公司预测数据。

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 行业竞争加剧风险；
2. 监管政策变化风险；
3. 行业参培人数下滑风险。

【财务报表摘要】

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	282	512	935	1,073	1,235
应收账款	97	118	219	264	312
其他流动资产	133	251	439	531	627
流动资产	512	881	1,592	1,868	2,174
固定资产净值	58	78	164	250	331
无形资产	24	22	21	21	21
其他长期资产	452	856	1,000	1,100	1,200
总资产	1,046	1,838	2,778	3,239	3,726
应付账款	106	222	405	490	579
合约负债	212	602	1,135	1,371	1,620
租赁负债	51	75	95	95	85
所得税负债	41	70	99	99	99
其他	0	0	0	1	1
流动负债	411	969	1,734	2,056	2,383
租赁负债	139	210	260	290	320
递延所得税负债	-	5	5	5	5
其他	-	-	-	-	-
总负债	550	1,184	1,999	2,351	2,708
非控股权益	-	(2)	(2)	(2)	(2)
股东权益	496	655	780	890	1,020
总权益	496	654	778	888	1,018
负债及权益合计	1,046	1,837	2,777	3,239	3,726

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	113	248	422	505	589
所得税	(23)	(56)	(97)	(116)	(135)
折旧	78	88	94	131	175
摊销	4	4	4	4	4
运营资金的变动	213	349	457	184	193
其他	(94)	192	144	100	100
经营活动产生现金流量	291	824	1,024	808	926
资本开支	(35)	(103)	(180)	(217)	(256)
其他	(110)	(382)	(147)	(104)	(104)
投资活动产生现金流量	(145)	(485)	(327)	(321)	(360)
新增负债	(6)	71	130	90	80
偿还负债	(50)	(62)	(60)	(60)	(60)
分红	-	(24)	(195)	(272)	(318)
回购	(0)	(11)	(5)	(5)	(5)
其他	(4)	(83)	(145)	(102)	(102)
融资活动产生现金流量	(60)	(109)	(275)	(349)	(404)
现金净变动	87	230	423	139	161
现金的期初余额	195	282	512	935	1,073
现金的期末余额	282	512	935	1,073	1,235

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	489	1,102	1,995	2,411	2,848
营业成本 (剔除折旧)	182	504	987	1,192	1,408
毛利	308	598	1,009	1,219	1,440
销售及行政管理费 (剔除摊销)	80	213	419	506	598
其他经营开支	31	47	50	50	50
利息折旧及摊销前利润	197	338	540	663	792
折旧	78	88	94	131	175
摊销	4	4	4	4	4
息税前利润	115	246	442	527	613
利息成本	9	12	17	19	21
利息收入	(10)	(17)	(11)	(15)	(17)
其他成本	3	3	3	3	3
除税前溢利	113	248	422	505	589
所得税	23	56	97	116	135
非控股权益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
归母净利润	91	192	325	389	454

主要财务比率					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长性 (%)					
营业收入增长率	-0.4%	125.2%	81.1%	20.9%	18.1%
净利润增长率	68.8%	110.9%	68.8%	19.7%	16.6%

盈利能力 (%)					
毛利率	47.0%	46.3%	45.8%	45.1%	44.4%
净利率	18.6%	17.5%	16.3%	16.1%	15.9%
ROE	20.2%	33.5%	45.4%	46.7%	47.6%
ROA	9.5%	13.3%	14.1%	12.9%	13.0%
偿债能力 (%)					
资产负债率	52.6%	64.4%	72.0%	72.6%	72.7%
流动比率	1.25	0.91	0.92	0.91	0.91
营运能力 (次)					
流动资产周转率	1.06	1.58	1.61	1.39	1.41
总资产周转率	0.51	0.76	0.86	0.80	0.82
每股资料 (元)					
每股收益	0.12	0.26	0.42	0.48	0.54
每股净资产	0.59	0.77	1.01	1.10	1.21
估值比率 (倍)					
PE	39.45	18.71	11.37	9.94	8.88
PB	8.10	6.21	4.75	4.36	3.96

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>