

**买入**
**素质教育业务高增，分红持续兑现**
**卓越教育集团(3978.HK)**

2026-03-20 星期五

**【投资要点】**

目标价：**5.78 港元**  
 现价：**3.15 港元**  
 预计升幅：**83.4%**

**重要数据**

日期	2026-3-19
收盘价 (港元)	3.15
总股本 (亿股)	8.47
总市值 (亿港元)	26.69
净资产 (亿元)	8.42
总资产 (亿元)	22.84
52 周高低 (港元)	5.99/3.10
每股净资产 (元)	0.98

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

卓越教育集团更新报告-20250822

**业绩符合预期，利润处于预告中枢**

2025 年，公司实现收入约 19.04 亿元，同比增长 72.8%；实现净利润 3.02 亿元，同比增长 57.3%，处于业绩预告中枢。公司业绩高增主要受益于综合素养业务的增长，全年课时数同比增长 106%，整体课时单价同比增长 2.5%。

**素质教育业务高增，AI 赋能初显成效**

分业务来看，综合素质业务实现 15.02 亿元，同比增长 111.5%，全日制复习项目实现 1.63 亿元，同比下滑 21.1%，辅导项目实现 2.23 亿元，同比增长 22.9%。素质教育业务保持高增，成为公司业绩增长核心驱动力；全日制业务有所下滑，主要由于整体市场的萎缩。公司通过 AI 赋能业务，围绕教学个性化赋能与运营全链路提效两大方面，在教学端发布 AI 学伴、AI 阅读等产品，在运营端上线 AI 诊断工具、AI 销售伙伴等工具，持续提升赋能教学质量和效率。

**毛利率略有下滑，分红持续兑现**

2025 年，公司毛利率为 45.4%，同比下降 0.9 个百分点，主要由于新教师招聘、新网点布局，以及市场竞争环境等因素影响。费用率方面，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 7.13%/12.43%/5.23%，分别同比+0.23/-0.3/+0.97 个百分点，销售费用率增加主要是招生和市场推广投入增加，研发费用率增加主要是 AI 相关产品的投入。此外，公司重视股东回报，派息比例逐年提升。2024-2026 年分红比例分别为 50%、60%、70%，2025 年股息率已超 7%。

**维持“买入”评级，目标价 5.78 港元/股**

公司持续提升广州本部的市占率，同时拓展佛山、深圳等地，长期仍有较大增长空间，且当前股息率具吸引力，26 年股息率预计达 10%。考虑到短期受到竞争影响，我们小幅下调盈利预测，预计 26-28 年实现归母净利润 3.38/3.81/4.35 亿元，同比增长 12.0%/12.8%/14.3%，给予 26 年 12 倍 PE，对应目标价 5.78 港元/股，有 83.4% 上涨空间，维持“买入”评级。

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,102	1,904	2,180	2,499	2,867
同比增长	125.2%	72.8%	14.5%	14.6%	14.7%
毛利率	46.3%	45.4%	45.0%	44.5%	44.5%
归母净利润	192	301	338	381	435
同比增长	110.9%	56.7%	12.0%	12.8%	14.3%
净利率	17.5%	15.8%	15.5%	15.2%	15.2%
每股盈利	0.26	0.39	0.42	0.46	0.50
PE@3.15HKD	10.8	7.1	6.5	6.1	5.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

**研究部**

姓名: 李芳芳

SFC: BJO038

电话: 0755-82846267

Email: liff@gzq.com.hk

## 【报告正文】

### ➤ 业绩符合预期，利润处于预告中枢

2025年，公司实现收入约19.04亿元，同比增长72.8%；实现净利润3.02亿元，同比增长57.3%，处于业绩预告中枢。公司业绩高增主要受益于综合素养业务增长，全年课时数同比增长106%，整体课时单价同比增长2.5%。

公司2026年寒假及春季K12招生保持稳健增长，当中广州/深圳/佛山增速分别为15%/15%/25%，整体好于预期，为后续增长奠定基础。

### ➤ 素质教育业务高增，AI赋能初显成效

分业务来看，综合素质业务实现15.02亿元，同比增长111.5%，全日制复习项目实现1.63亿元，同比下滑21.1%，辅导项目实现2.23亿元，同比增长22.9%。素质教育业务保持高增，成为公司业绩增长核心驱动力；全日制业务有所下滑，主要由于整体市场的萎缩。

公司通过AI赋能业务，围绕教学个性化赋能与运营全链路提效两大方面，在教学端，以「鲸准教」为载体，围绕「师-机-生」教育模式发布了「AI学伴」、「AI阅读」等产品，赋能个性化教学，在运营端上线并应用了「AI诊断工具」、「AI销售伙伴」、「AI综评港澳」等多款工具，提升教学服务效率。

### ➤ 毛利率略有下滑，分红持续兑现

2025年，公司毛利率为45.4%，同比下降0.9个百分点，主要由于新教师招聘、新网点布局，以及市场竞争环境等因素影响。费用率方面，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为7.13%/12.43%/5.23%，分别同比+0.23/-0.3/+0.97个百分点，销售费用率增加主要是招生和市场推广投入增加，研发费用率增加主要是AI相关产品的投入。受毛利率和费用率影响，公司净利率为15.8%，同比下滑1.7个百分点。

公司重视股东回报，派息比例逐年提升。2024-2026年分红比例分别为50%、60%、70%，股息分末期和中期两次派付，2025年股息率已超7%，分红持续兑现。

### ➤ 维持“买入”评级，目标价5.78港元/股

公司持续提升广州本部的市占率，同时拓展佛山、深圳等地，长期仍有较大增长空间，且当前股息率具吸引力，26年股息率预计达10%。考虑到短期受到竞

争影响，我们小幅下调盈利预测，预计 26-28 年实现归母净利润 3.38/3.81/4.35 亿元，同比增长 12.0%/12.8%/14.3%，给予 26 年 12 倍 PE，对应目标价 5.78 港元/股，有 83.4% 上涨空间，维持“买入”评级。

**表 1：行业估值比较（截至 20260319）**

代码	简称	货币	股价	市值 (原始币种: 亿)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
TAL.N	好未来	USD	11.39	69	81.9	21.9	17.2	17.2	2.0	5.2	4.7	4.7
9901.HK	新东方-S	HKD	45.34	717	24.6	18.6	15.8	15.8	2.4	2.3	2.0	2.0
300010.SZ	豆神教育	CNY	6.45	133	89.0	54.0	28.3	28.3	7.5	7.1	6.3	6.3
000526.SZ	学大教育	CNY	33.71	41	16.6	13.5	11.3	11.3	4.1	3.1	2.5	2.5
600661.SH	昂立教育	CNY	10.02	29	39.1	29.1	23.7	23.7	21.3	13.7	8.7	8.7
<b>平均</b>					<b>50.2</b>	<b>27.4</b>	<b>19.2</b>	<b>19.2</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>
3978.HK	卓越教育集团	HKD	3.15	27	7.1	6.5	6.1	5.5	1.6	2.4	2.2	2.0

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	512	824	1,047	1,229	1,414
应收账款	118	126	143	164	189
其他流动资产	251	473	523	600	688
<b>流动资产</b>	<b>881</b>	<b>1,423</b>	<b>1,713</b>	<b>1,993</b>	<b>2,290</b>
固定资产净值	78	90	82	101	136
无形资产	22	75	121	168	215
其他长期资产	856	696	700	700	700
<b>总资产</b>	<b>1,838</b>	<b>2,284</b>	<b>2,617</b>	<b>2,962</b>	<b>3,341</b>
应付账款	222	334	385	447	513
合约负债	602	676	811	941	1,079
租赁负债	75	98	98	108	123
所得税负债	70	88	108	108	108
其他	0	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>969</b>	<b>1,196</b>	<b>1,402</b>	<b>1,604</b>	<b>1,823</b>
租赁负债	210	238	268	303	338
递延所得税负债	5	7	7	7	7
其他	-	-	-	-	-
<b>总负债</b>	<b>1,184</b>	<b>1,442</b>	<b>1,678</b>	<b>1,914</b>	<b>2,168</b>
非控股权益	(2)	8	(1)	0	1
股东权益	655	834	940	1,047	1,172
<b>总权益</b>	<b>654</b>	<b>842</b>	<b>939</b>	<b>1,048</b>	<b>1,173</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,837</b>	<b>2,284</b>	<b>2,617</b>	<b>2,962</b>	<b>3,341</b>

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
除税前溢利	248	380	426	480	549
所得税	(56)	(78)	(87)	(98)	(113)
折旧	88	134	117	131	151
摊销	4	5	4	4	4
运营资金的变动	349	-	138	94	92
其他	192	(157)	4	-	-
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>824</b>	<b>285</b>	<b>601</b>	<b>611</b>	<b>683</b>
资本开支	(103)	(120)	(109)	(150)	(186)
其他	(382)	104	(54)	(51)	(51)
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(485)</b>	<b>(16)</b>	<b>(163)</b>	<b>(200)</b>	<b>(237)</b>
新增负债	71	-	90	100	100
偿还负债	(62)	-	(60)	(55)	(50)
分红	(24)	(181)	(236)	(267)	(305)
回购	(11)	-	(5)	(5)	(5)
其他	(83)	157	(5)	(2)	(2)
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>(109)</b>	<b>(24)</b>	<b>(215)</b>	<b>(228)</b>	<b>(261)</b>
现金净变动	230	246	223	183	185
现金的期初余额	282	512	824	1,047	1,229
<b>现金的期末余额</b>	<b>512</b>	<b>758</b>	<b>1,047</b>	<b>1,229</b>	<b>1,414</b>

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,102	1,904	2,180	2,499	2,867
营业成本 (剔除折旧)	504	906	1,082	1,255	1,439
毛利	598	998	1,099	1,245	1,428
销售及行政管理费 (剔除摊销)	213	367	422	497	591
其他经营开支	47	100	100	100	100
利息折旧及摊销前利润	338	531	577	647	737
折旧	88	134	117	131	151
摊销	4	5	4	4	4
息税前利润	246	392	456	512	582
利息成本	12	14	11	12	13
利息收入	(17)	(23)	(28)	(34)	(40)
其他成本	3	21	20	20	20
除税前溢利	248	380	426	480	549
所得税	56	78	87	98	113
非控股权益	(0)	1	1	1	1
<b>归母净利润</b>	<b>192</b>	<b>301</b>	<b>338</b>	<b>381</b>	<b>435</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长性 (%)</b>					
营业收入增长率	125.2%	72.8%	14.5%	14.6%	14.7%
净利润增长率	110.9%	56.7%	12.0%	12.8%	14.3%
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	46.3%	45.4%	45.0%	44.5%	44.5%
净利率	17.5%	15.8%	15.5%	15.2%	15.2%
ROE	33.5%	40.3%	37.9%	38.3%	39.2%
ROA	13.3%	14.6%	13.8%	13.7%	13.8%
<b>偿债能力 (%)</b>					
资产负债率	64.4%	63.1%	64.1%	64.6%	64.9%
流动比率	0.91	1.19	1.22	1.24	1.26
<b>营运能力 (次)</b>					
流动资产周转率	1.58	1.65	1.39	1.35	1.34
总资产周转率	0.76	0.92	0.89	0.90	0.91
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.26	0.39	0.42	0.46	0.50
每股净资产	0.77	1.77	1.18	1.26	1.35
<b>估值比率 (倍)</b>					
PE	10.85	7.15	6.54	6.07	5.52
PB	3.60	1.57	2.35	2.20	2.05

# 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>