

卓越教育集团 (03978)

证券研究报告

2024年02月29日

扎根广州初心不改，业务快速复苏

积极探索 K12 转型，业务布局多元化。公司成立于 1997 年，为华南地区最大及全国第五大 K12 课外教育服务提供商，主要提供包括全日制复习业务、素质教育、自主学习项目、职业教育和课后辅导项目在内的教育类相关产品和服务，教研经验丰富。双减后响应政策号召，积极转型，以构建“全日制复习+素质教育+职业教育”教育战略为核心，推进多领域布局，发挥“强语文”优势，开发非学科培训素质产品。

素质教育快速发展，盈利能力逐步复苏。23H1 营收 1.9 亿元，同比减少 30.5%，主要原因系集团业务调整导致辅导项目收益减少。2018-2022 年卓越教育总营收分别为 14.8、18.3、16.9、19.0 及 5.1 亿元，2019 年收益增长主要是由于主营业务整体招生人次、辅导课时及每小时收费增加，2020 年营收减少主要原因系疫情影响导致招生人次和辅导课时减少。

23H1 归母净利为 0.17 亿元，同比增长 4730.7%，净利润 0.21 亿元，同比增长 300%。23H1 销售净利率为 10.55%，销售毛利率为 36.95%。销售净利率从 2018 年的 5.01% 提升至 2022 年的 10.54%，2018-2022 年销售毛利率区间为 35%-42%，盈利能力基本保持稳定。

素质教育发展态势良好，2019-2023H1 素质教育项目营收占主营业务收入的占比从 3.06% 稳步上升至 14.84%。2019-2022 年素质教育营收分别为 0.56 亿元、0.52 亿元、0.74 亿元、0.82 亿元，CAGR 为 13.6%，23H1 营收 0.28 亿元，同比减少 43.8%。

个性化教育成长空间广阔，未来需求强劲。

我国教育市场稳步扩张，教培行业未来发展前景良好，K12 在教培行业中市场规模占比高，作为刚需市场，受经济周期影响较小。家庭教育投入呈上升趋势，大基数人群稳定释放消费需求，受教育观念和政策环境的影响，素质教育已成为教育产业的大方向之一。2015-2019 年，素质教育市场规模从 2642 亿元增长到 5286 亿元，CAGR 为 19%，2020 年受疫情影响，市场规模短期下降至 4523 亿元。据多鲸教育研究院估算，2023 年国内素质教育潜在市场规模将突破 4787 亿元。在学科教育强监管、素质教育政策利好的背景下，素质教育需求和供给端增长动力强劲。

随着双减落地，大量资质较差、以 K9 学科培训为主的中小型机构退出市场，供给出清释放教培市场空间。头部机构在进入门槛、证照审批、内容监管、资金管控、品牌信任背书及资源支持等多方面具备显著优势，利于在供给出清时加速布局，获取更高市占率，提升行业集中度，发展前景良好。

科技赋能教育，新赛道开辟第二成长曲线。公司深耕华南市场，“强语文”品牌优势深入人心，客户信任度高。严格把控授课质量，加大教师培训力度，打造星级教师队伍。公司利用云计算、大数据、人工智能等技术，加大教育研发，持续优化精准教学体系，数字化赋能全日制业务高质量发展，灵活应用多元化教学场景。完善产业布局，积极探索全日制业务、职业教育、素质教育等业务板块，加强各方合作，充分利用资源及优势探索新赛道，全力发展第二增长曲线。

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为华南地区课外教育服务龙头企业，积极响应政策号召，全面推进素质教育课程，伴随业务逐步调整、运营成熟，网点逐步扩张，市场份额有望提升。我们预计公司 23-25 年收入分别为 4.72/6.84/9.92 亿元，归母净利润分别为 0.5/1.2/2.3 亿，EPS 分别为 0.06/0.14/0.27 元人民币/股，PE 分别为 41/17/9x。参考可比均值，给予公司 24 年合理 15-20xPE，对应目标价 2.29-3.05 港元。

风险提示：政策风险，新业务风险，管理风险，运营成本上升风险，公司流通市值较小风险，测算具有主观性风险等。

投资评级

行业 非必需性消费/支援服务

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 2.44 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	847.22
港股总市值(百万港元)	2,067.22
每股净资产(港元)	0.55
资产负债率(%)	50.49
一年内最高/最低(港元)	2.81/0.65

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 华南龙头教育服务商，专注 K12 个性化服务	4
2. 素质教育快速发展，盈利能力逐步复苏	7
3. 个性化教育成长空间广阔，未来需求强劲	9
4. 科技赋能教育，新赛道开辟第二成长曲线	12
5. 盈利预测与估值	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司教育业务分类	4
图 2：公司发展历程	4
图 3：截止 2023 年 12 月 29 日，公司股权架构	6
图 4：2018-2023H1 公司营业收入（亿元）、yoy	7
图 5：2018-2023H1 公司扣非后归母净利润（亿元）、yoy	7
图 6：2018-2023H1 公司净利润（亿元）、yoy	8
图 7：2018-2023H1 公司销售净利率、销售毛利率（%）	8
图 8：2019 年公司主营构成（%）	8
图 9：2023H1 公司主营构成（%）	8
图 10：2018-2023H1 公司主营项目收入（亿元）	9
图 11：2019-2023H1 公司素质教育项目营收（亿元）、yoy（%）及占主营业务收入百分比（%）	9
图 12：2016-2022 年中国教育产业市场规模（万亿元）	9
图 13：2022 年中国教育市场细分占比（%）	9
图 14：2016-2020 年中国在线教育市场规模（亿元）及增速（%）	10
图 15：2015-2021H1 年中国在线教育用户规模（亿人）及使用率（%）	10
图 16：2018-2022 年中国小学至高中阶段在校生总人数（亿人）	11
图 17：中国素质教育发展历程	11
图 18：2015-2020 年中国素质教育市场规模（亿元）	11
图 19：2011-2020 年教育培训相关企业注册量（万家）、yoy（仅统计关键词为“教育培训”的企业）	12
图 20：2017-2020 年公司培训中心数量	12
图 21：2013-2023 年全国和广东省高考报名人数（万人）、广东报名人数占比（%）	13
图 22：2015-2021 年公司研发支出（亿元）	13
图 23：2018-2022 年公司教师受培训时长（小时/人）	13
表 1：截止 2023 年 5 月，广东省中小学生校外教育培训非学科类目录清单（试行）	5
表 2：公司董事及高级管理人员概况	6
表 3：我国推动素质教育发展相关政策性文件	12
表 4：2018-2023 年公司获得奖项荣誉	14

表 5: 公司收入拆分及预测 (亿元; %)	15
表 6: 可比公司 wind 一致 PE 预测 (截至 24/02/29 收盘)	15

1. 华南龙头教育服务商，专注 K12 个性化服务

华南地区最大及全国第五大 K12 课外教育服务提供商，教研经验丰富。公司成立于 1997 年，秉承“一切为了孩子健康生长”的初心，坚持“向未来生长”的品牌战略，专注 K12 个性化教育服务，以创新的教育方式和专业挖掘孩子潜能、构建个性化生长体系。目前有全日制教育、素质教育、高中教育、职业教育四大板块，主要提供包括全日制复习业务、素质教育、自主学习项目、职业教育和课后辅导项目在内的教育类相关产品和服务。

图 1：公司教育业务分类



资料来源：公司官网，天风证券研究所

多元化布局，积极转型非学科优质业务。1997 年卓越教育成立，以广州为中心向外拓展业务，2009 年成立上海分校，从华南走向全国。2014 年推出嗨唱文学，开启素养教育探索之路，至 2018 年卓越“强语文”品牌深入人心。自 2021 年“双减”政策发布，公司响应政策号召，积极开拓转型新航道，推进多领域布局，以构建“全日制复习+素质教育+职业教育”教育战略为核心，推出多个非学科素质产品。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

在产品上，卓越编程、奇趣小记者、思考星球、嘀嗒文学、文学美育、躬行实践、双语文化、多元思维、社会科学素养 9 个产品，成为广东省首批通过教育主管部门非学科鉴定的素质产品。在服务上，通过生涯规划服务、家长课堂、政策咨询等多元化的方式，向社会输出优质的教育服务与解决方案。在对外合作上，与各职业院校深入合作，投入专业研发团队和资源，以创新模式培育新型的职业人才。

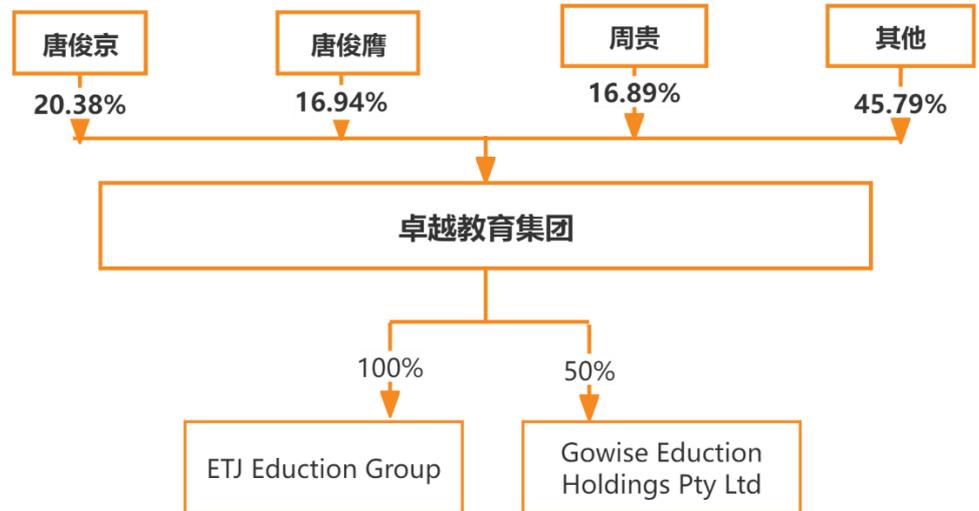
表 1：截止 2023 年 5 月，广东省中小学生校外教育培训非学科类目录清单（试行）

大类	大项	清单
体育类		田径、游泳、体操、健美操、技巧、手球、曲棍球、棒球、垒球、足球、篮球、排球、乒乓球、羽毛球、网球、软式网球、高尔夫球、保龄球、掷球、台球、藤球、壁球、橄榄球、冰球、冰壶、滑冰、滑雪、射击、射箭、自行车、击剑、马术、现代五项、铁人三项、赛艇、皮划艇、帆船、潜水、滑水、举重、拳击、柔道、跆拳道、空手道、车辆模型、航海模型、定向运动、业余无线电、围棋、国际象棋、象棋、桥牌、国际跳棋、武术、泰拳、健身气功、登山、轮滑、毽球、门球、舞龙舞狮、龙舟、风筝、体育舞蹈、健美、拔河、飞镖、极限运动、花样滑冰、冲浪、蹼泳、国际式摔跤、中国式摔跤、跳水、花样游泳、艺术体操、蹦床、啦啦操、跑酷、排舞、板式网球、板球、航空运动、五子棋、自由搏击、攀岩、卡巴迪、广播体操、柔力球、健身瑜伽、跳绳、飞盘、街舞、水球、军体拳等。
文化艺术类	声乐，器乐，舞蹈类，美术类，戏曲戏剧类	声乐、歌剧、音乐剧、演讲与口才、辩论、朗诵、播音与主持、编导、导演、影视编导、影视配音。西洋乐类的打击乐、弦乐、管乐、键盘；民乐类的弹拨、吹奏、打击、拉弦；电声乐、电子乐及其他器乐。芭蕾舞、中国舞、现代舞、爵士舞、踢踏舞、霹雳舞、拉丁舞和摩登舞、当代舞、舞蹈鉴赏、舞蹈理论、舞剧、歌舞剧、形体训练等。书法，或者书法篆刻类的篆书、隶书、楷书、行书、草书、篆刻、拓印等；绘画类的素描、中国画、水粉画、油画、水彩画、版画、壁画、速写、蜡笔画、钢笔画、卡通画、漫画等；工艺美术类的雕塑工艺、金属工艺、陈设工艺、日用工艺、漆器工艺、烧造工艺、锻造工艺、民间工艺；美术鉴赏、美术史、美术理论、设计类、摄影、艺术装置、新媒体艺术及其他美术类。话剧、诗剧、哑剧、木偶剧、情景剧、京剧、地方戏曲、皮影戏、相声、评书、快板、小品、鼓曲等；模特、仪态培训、杂技与魔术表演、视频编辑、影视摄影与制作剪辑、影视阅读与鉴赏等。
科技类	计算机与信息类，科普类，其他科技类	乐高大颗粒等拼搭、wedo2.0、EV3、乐高 spike 机器人、scratch、Kodu 创意编程、Python、JAVA、C++语言、C 语言及其他计算机编程语言、单片机、Arduino、Micro bit、电子电路设计、硬件编程和应用开发、电子电路设计、Flash 动漫制作、Illustrator、Photoshop、智能手机编程、HTML5、UI 设计等数字艺术制作软件的学习和应用开发、科技创新（科技产品的设计和制作等方面的技能培训等）等。STEM 等综合科学培训、科学调查体验、科学实验、天文、水文、地质、生物多样性等自然观察实践探究活动、生态环保等。人工智能、无人机、3D 打印、海陆空模型设计与制作等。
其他非学科类别	综合实践类	魔方、视觉听觉感觉训练、注意力训练、童话故事与表达训练，营地生存训练、生活习惯训练、烹饪、茶艺、编织、插花以及田间劳作、传统工艺与手工制作、公益活动、小记者、相关社会职业体验等。

资料来源：广东省教育厅，天风证券研究所

公司股权结构稳定，股权较集中。截至 2023 年 6 月 30 日，公司第一大股东为唐俊京、唐俊鹰及周贵一致行动人，持股比例 54.19%，股权较集中。股权结构变动后，至 2023 年 12 月 29 日，唐俊京拥有公司 20.38%的股权，唐俊鹰拥有 16.94%的股权，周贵持有公司 16.89%的股权，三大股东持股比例达 54.21%。

图 3: 截止 2023 年 12 月 29 日, 公司股权架构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司高管团队权责明晰, 经验丰富。唐俊京任公司行政总裁, 负责公司整体发展、运营及管理; 唐俊膺任高级副总裁, 负责对公司的整体管理及负责优学事业部的整体运营及管理; 周贵职务同唐俊膺, 负责对公司进行整体管理及负责行政管理、校区建设、投资及战略性合作, 三大股东在中国教育行业均拥有逾 20 年经验。关玮莹为公司副总裁, 负责优学事业部、辅导班产品部以及广州分校的全面管理; 另有郑洪章、周庆龄分别担任财务总监和秘书。

表 2: 公司董事及高级管理人员概况

高管人员	高管职位	概况
唐俊京	执行董事, 董事会主席, 行政总裁	于 1997 年 10 月联合创立卓越教育集团, 担任广州卓越教育培训中心的主要高级管理层成员。2000 年 7 月, 担任卓越里程的董事兼董事会主席, 1997 年 10 月至 2000 年 6 月担任广州卓越教育培训中心的校长。2010 年 8 月 27 日获委任为董事, 2018 年 6 月 13 日获委任为执行董事, 2018 年 6 月 13 日获委任为董事会主席兼行政总裁。自 2016 年 12 月担任霍尔果斯乐学创业投资有限公司的董事会主席。创立集团前, 1994 年 7 月至 1997 年 9 月担任广州市瑞雅广告有限公司(主要从事广告业务)经理。于 2011 年 10 月及 1993 年 6 月分别获得中欧国际工商学院工商管理硕士学位及深圳大学国际金融学士学位。在中国教育行业拥有逾 20 年经验。
唐俊膺	执行董事, 高级副总裁	于 1997 年 10 月联合创立卓越教育集团, 担任广州卓越教育培训中心的主要高级管理层成员。自 1999 年 3 月至 2000 年 3 月担任广州卓越教育培训中心的法人代表。2011 年 1 月 21 日获委任为董事, 2018 年 6 月 13 日获委任为执行董事。自 2016 年 12 月担任霍尔果斯乐学创业投资有限公司的董事。加入集团前, 1994 年 7 月至 1997 年 9 月担任广州市瑞雅广告有限公司副经理。于 2012 年 7 月及 1993 年 7 月分别获得北京大学高级管理人员工商管理硕士学位及中山大学国际贸易学学士学位。在中国教育行业拥有逾 20 年经验。
周贵	执行董事, 高级副总裁	于 1997 年 10 月联合创立卓越教育集团, 担任广州卓越教育培训中心的高级管理层成员。2011 年 1 月 21 日获委任为董事, 2018 年 6 月 13 日获委任为执行董事。自 2016 年 12 月起担任霍尔果斯乐学创业投资有限公司的董事。1994 年 7 月至 1997 年 9 月, 担任广州市瑞雅广告有限公司副经理。于 2012 年 10 月及 1994 年 6 月分别获得长江商学院高级管理人员工商管理硕士学位及中山大学国际贸易学学士学位。在中国教育行业拥

有逾 20 年经验。

关玮莹 副总裁

于 2009 年 2 月加入卓越教育集团，2009 年 2 月至 2017 年 8 月担任集团市场总监。自 2017 年 9 月起一直担任卓越里程副总裁。2018 年 6 月 13 日获委任为公司副总裁。在加入集团之前，于 2006 年 2 月至 2007 年 12 月担任房地产开发商太古汇(广州)发展有限公司的市场经理。自 1993 年 7 月至 2005 年 10 月，任职于阿克苏诺贝尔太古油漆(广州)有限公司(该公司主要从事油漆生产)，离职时担任其市场总监。于 2001 年 6 月获得暨南大学的工商管理硕士学位并于 1993 年 7 月获得中山大学国际贸易学学士学位。

郑洪章 财务总监

于 2017 年 2 月加入卓越教育集团，2018 年 6 月 13 日获委任为公司财务总监。自 2017 年 2 月起一直担任卓越里程的财务总监。在加入集团之前，2006 年 7 月至 2017 年 1 月担任广州光明乳品有限公司(为光明乳业股份有限公司的附属公司)的财务总监，该公司主要从事乳品加工制造。2004 年 7 月至 2006 年 7 月，担任乐百氏(广东)食品饮料有限公司业务部财务经理。于 2008 年 6 月获得中山大学的工商管理硕士学位。2005 年 9 月至 2008 年 6 月在麻省理工学院斯隆商学院及中山大学岭南(大学)学院进修国际工商管理硕士课程。在财务管理方面拥有逾 14 年的经验。

周庆龄 公司秘书

于 2018 年 7 月 10 日获委任为公司联席公司秘书。2013 年 6 月加入 Vistra Corporate Services (HK) Limited (「Vistra」)，现担任该公司企业服务总监，领导一支由专业人员组成的团队，为客户提供全方位的企业服务及上市公司秘书服务。在加入 Vistra 之前，于一家国际企业服务供应商担任企业服务助理总监。现为数家联交所上市公司之公司秘书。于 2007 年 11 月获得香港大学法学硕士学位，主修公司及金融法，并自 2013 年 5 月起一直为英国特许秘书及行政人员公会及香港特许秘书公会资深会员。在企业服务行业拥有逾 16 年经验。

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 素质教育快速发展，盈利能力逐步复苏

23H1 营收 1.91 亿元，同比减少 30.5%，主要原因系集团业务调整导致辅导项目收益减少。 2018-2022 年卓越教育总营收分别为 14.8、18.3、16.9、19.0 及 5.1 亿元，同比变动分别为 28.7%、24.2%、-7.7%、12.5%、-73.3%。与 2018 年相比，2019 年收益增长主要是由于主营业务整体招生人次、辅导课时及每小时收费增加，2020 年营收减少主要原因系疫情影响导致招生人次和辅导课时减少。公司收益主要来自向学生收取的辅导费，2022 年收益减少主要是由于双减政策要求停止小学及初中阶段学科课外辅导的业务，导致辅导项目收益下降。

图 4：2018-2023H1 公司营业收入(亿元)、yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2018-2023H1 公司扣非后归母净利润(亿元)、yoy

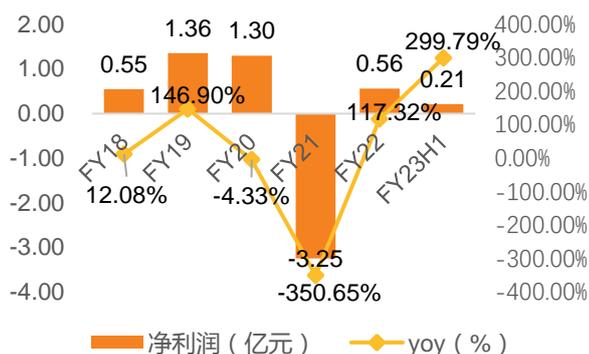


资料来源：Wind，天风证券研究所

双减后积极转型，盈利逐步复苏。2023H1 归母净利为 0.17 亿元，同比增长 4730.7%，净利润 0.21 亿元，同比增长 300%。2018-2022 年，归母净利分别为 0.18、0.89、-0.1、-1、0.51 亿元，同比变动 81.8%、394.2%、-111.4%、-625%、158.1%，净利润分别为 0.55、1.36、1.30、-3.25、0.56 亿元。

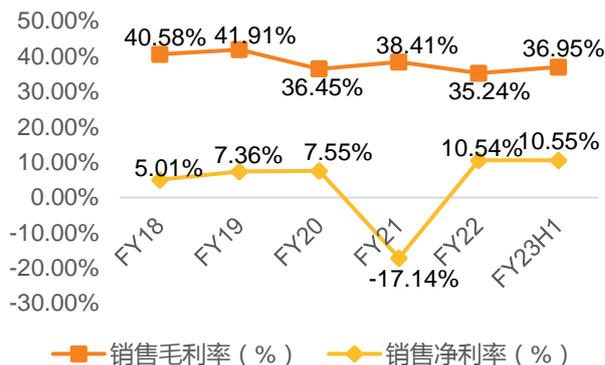
盈利能力稳步提升，业务优化效果显著。2023H1 销售净利率为 10.55%，销售毛利率为 36.95%。销售净利率从 2018 年的 5.01% 提升至 2022 年的 10.54%，2018-2022 年销售毛利率区间为 35%-42%，盈利能力基本保持稳定。

图 6：2018-2023H1 公司净利润（亿元）、yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

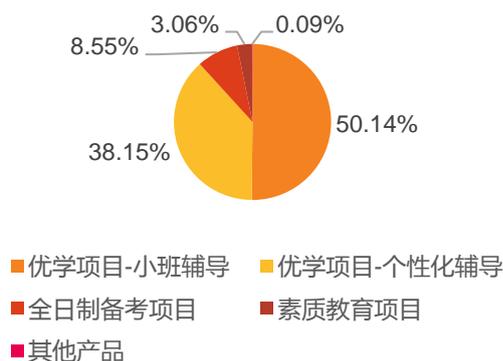
图 7：2018-2023H1 公司销售净利率、销售毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

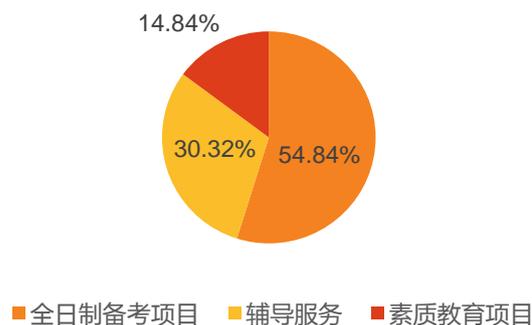
素质教育快速发展，占主营构成比例逐年上升。2015-2021 年公司收入中优学辅导项目（包括小班辅导和个性化辅导）和全日制备考项目占比超 90%；22 年公司收入约 50% 来自辅导服务，约 33% 来自全日制备考项目，约 17% 来自素质教育项目；23H1 约 55% 收入来自全日制备考项目，约 30% 来自辅导服务，约 15% 来自素质教育项目。2019-2023H1 素质教育项目营收占主营业务收入的占比从 3.06% 稳步上升至 14.84%。

图 8：2019 年公司主营构成 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2023H1 公司主营构成 (%)



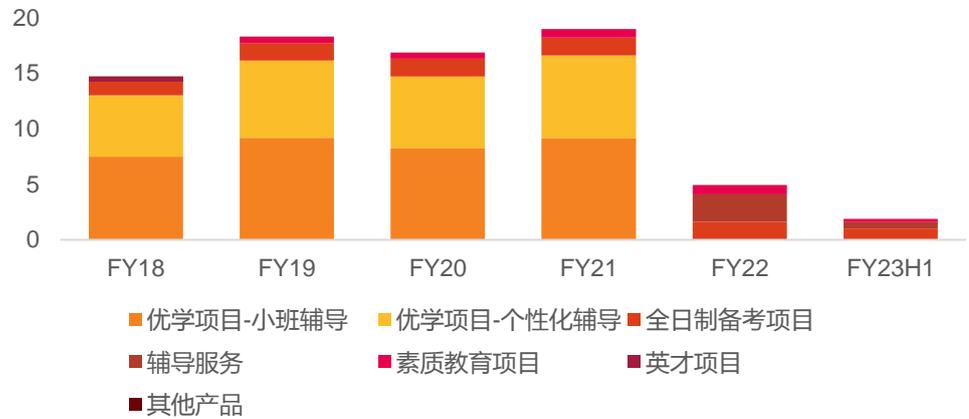
资料来源：Wind，天风证券研究所

(1) 全日制备考项目：2023H1 全日制备考项目营收 1.04 亿元，同比增长 15.6%，2018-2022 年全日制备考项目营收分别为 1.30 亿元、1.57 亿元、1.62 亿元、1.62 亿元及 1.64 亿元。

(2) 辅导服务：2022 年辅导服务营收为 2.45 亿元，2023H1 为 0.57 亿元，同比减少 55.6%。2018-2021 年优学项目（小班辅导及个性化辅导）营收分别为 13.02、16.17、14.73、16.63 亿元。

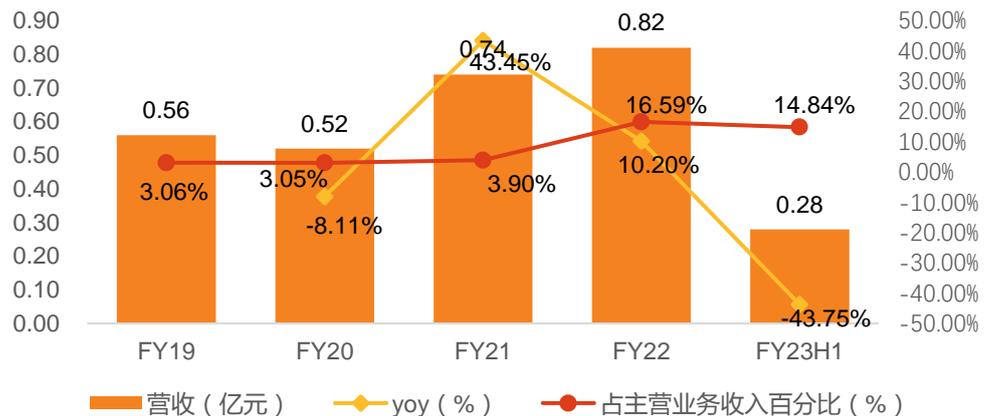
(3) 素质教育项目：2023H1 素质教育项目营收为 0.28 亿元，同比减少 43.8%，2019-2022 年素质教育课程营收分别为 0.56 亿元、0.52 亿元、0.74 亿元、0.82 亿元，CAGR 为 13.6%。素质教育收益增长主要是由于学生人次及课时增加所带来的。

图 10：2018-2023H1 公司主营项目收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2019-2023H1 公司素质教育项目营收（亿元）、yoy（%）及占主营业务收入百分比（%）



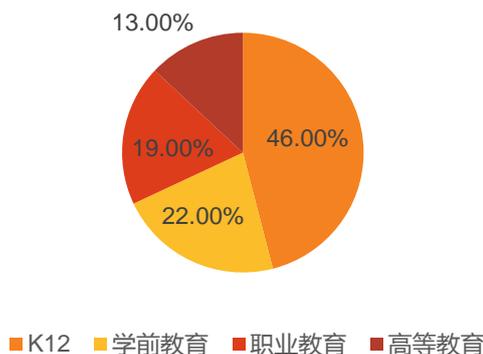
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 个性化教育成长空间广阔，未来需求强劲

教育市场稳步扩张，教培行业未来发展前景良好。随着我国经济稳步发展、政府加大教育支持力度、居民教育需求增加、供给端多元化发展，进一步推动了教育产业持续发展和健康发展，教育培训行业市场规模有望上升。中国教育产业市场规模由 2016 年的 2 万亿元增长至 2020 年的 3.4 万亿元，CAGR 达 14.19%。疫情后教育产业市场逐步修复，智研咨询报告显示，2022 年中国教育市场规模约 25521 亿元，其中 K12 教育市场占比 46%，学前教育占比 22%，职业教育和高等教育市场规模分别占比 19%、13%。

图 12：2016-2022 年中国教育产业市场规模（万亿元）

图 13：2022 年中国教育市场细分占比（%）



资料来源：中商产业研究院，智研咨询，天风证券研究所

资料来源：智研咨询，天风证券研究所

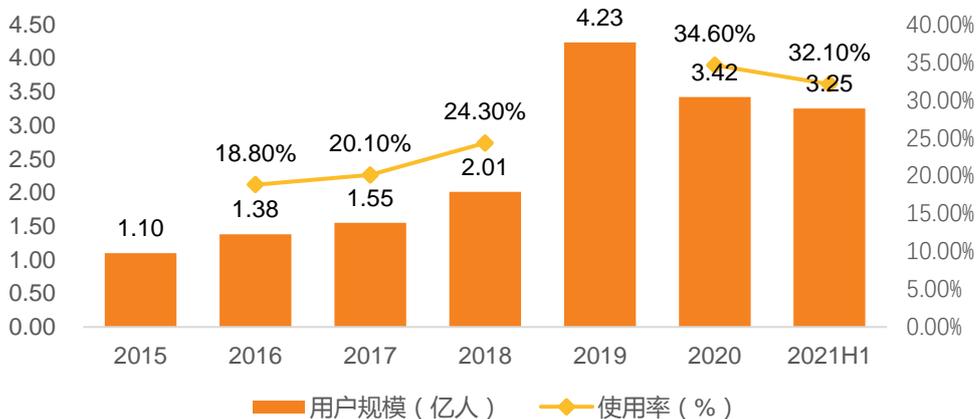
K12 在教培行业中市场规模占比高，作为刚需市场，受经济周期影响较小、需求旺盛。据教育部数据显示，截至 2022 年，我国学前教育、K9 阶段、高中教育、高等教育、特殊教育的在校学生数分别为 4627.55 万、15900 万，4053.16 万、4655 万人和 91.85 万，K12 教培市场空间广阔。疫情期间，教育部提出“利用网络平台，停课不停学”的号召，推动了 K12 在线教育的快速发展，K12 教育产品需求迅速增长，各企业持续投放在线教育产品和服务，积累了大量用户。

图 14：2016-2020 年中国在线教育市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

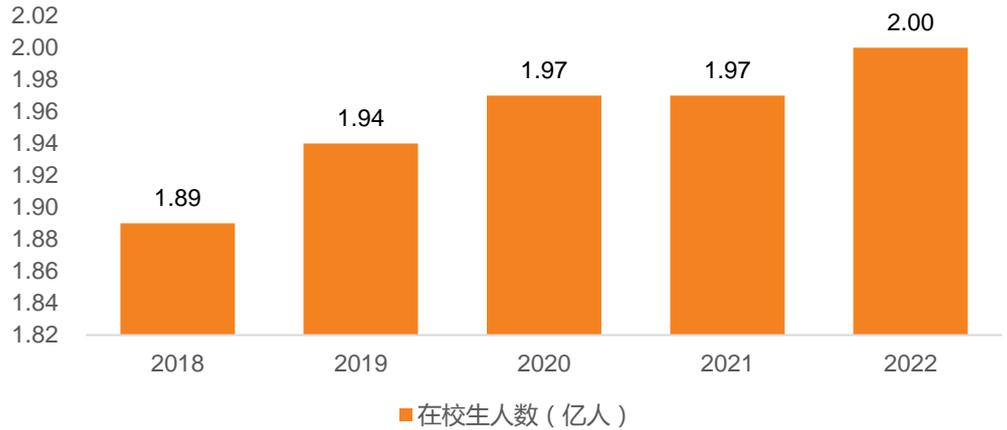
图 15：2015-2021H1 年中国在线教育用户规模（亿人）及使用率（%）



资料来源：Wind，前瞻产业研究院，中国互联网络信息中心，天风证券研究所

家庭教育投入呈上升趋势，大基数人群稳定释放消费需求。随着人均消费水平和社会竞争压力日趋上升，家长对高质量教学的诉求不断提高，教育端的消费支出不断增长。受经济条件、观念认知等因素影响，这种现象在一二线城市尤为显著。因疫情以及大机构市场下沉等因素，三四线城市的家长对线上课程的接受程度和需求大幅上升。近五年来，我国小学到高中各阶段在校人数均呈现上升趋势，小学至高中阶段在校生总人数从 2018 年的 1.89 亿人上升至 2022 年的 2 亿人，CAGR 为 1.4%，为中国教育行业提供了较大的市场空间。

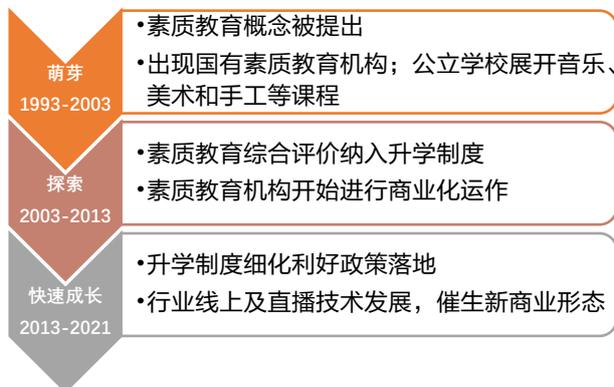
图 16：2018-2022 年中国小学至高中阶段在校生总人数（亿人）



资料来源：教育部，天风证券研究所

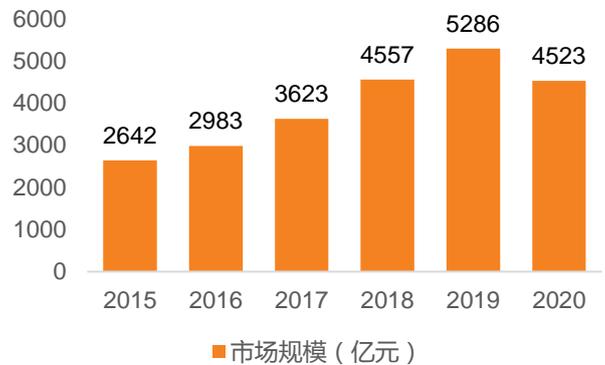
素质教育稳步发展，增长动能强劲。素质教育注重学生创造力培养和个性化发展，包含艺术教育、体育体育、STEAM 教育、研学与营地教育等。我国素质教育行业 1993 年萌芽，2003 年开始进入探索阶段，2013 年后快速发展。2015-2019 年，素质教育市场规模从 2642 亿元增长到 5286 亿元，CAGR 为 19%。2020 年受疫情影响，市场规模短期下降至 4523 亿元。据多鲸教育研究院估算，2023 年国内素质教育潜在市场规模将突破 4787 亿元。

图 17：中国素质教育发展历程



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 18：2015-2020 年中国素质教育市场规模（亿元）



资料来源：36 氪，iResearch，前瞻产业研究院，天风证券研究所

在学科教育强监管、素质教育政策利好的背景下，素质教育需求和供给端增长动力强劲。中共中央、国务院在《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》中提出“坚持‘五育’并举，全面发展素质教育”；国务院办公厅《关于新时代推进普通高中育

人方式改革的指导意见》提出要“构建全面培养体系”，并要求“到 2022 年，德智体美劳全面培养体系进一步完善，立德树人落实机制进一步健全”。

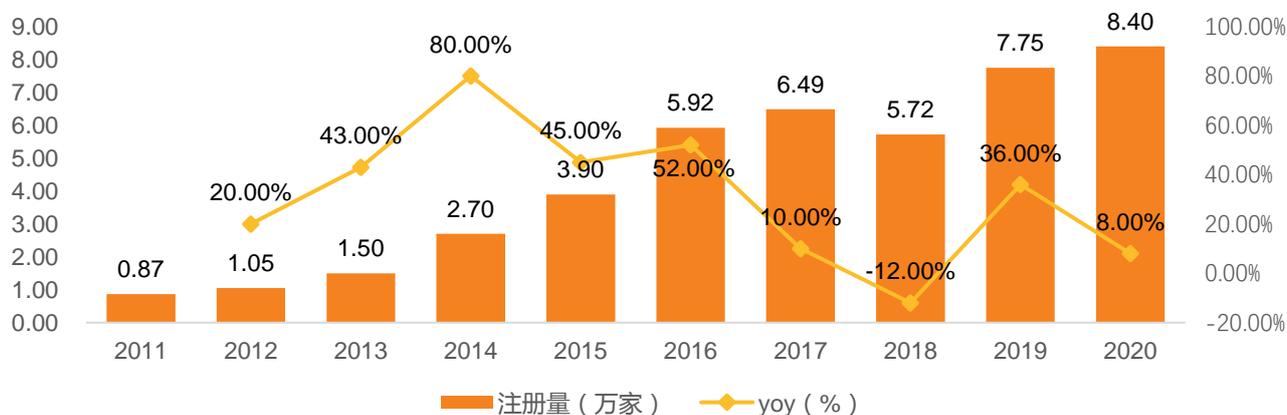
表 3：我国推动素质教育发展相关政策性文件

日期	发文单位	名称
2021.3	教育部等六部门	《义务教育质量评价指南》
2020.10	中共中央、国务院	《关于全面加强改进新时代学校美育工作的意见》
2020.10	中共中央、国务院	《关于全面加强改进新时代学校体育工作的意见》
2020.10	中共中央、国务院	《深化新时代教育评价改革总体方案》
2019.7	中共中央、国务院	《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》
2018.8	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》
2016.9	教育部委托、北师大牵头课题组	《中国学生发展核心素养》

资料来源：中国政府网，人民网，天风证券研究所

教培行业供给出清释放市场空间，头部机构抢占市场优势显著。教培行业市场规模大，需求分散，因初期投资规模相对较小，吸引了大量创业者，地方中小型培训机构数量快速上升，天眼查联合红星新闻等机构发布《2020 教育培训机构行业发展白皮书》，其中指出，截止 2020 年 10 月，全国教培企业总数超 300 万家，其中注册资本在 100 万以下的企业达 113 万余家，100 万元-200 万元有 64 万多家，中小微企业是教培行业的主力军，竞争激烈，产品趋于同质化。自 2021 年双减政策颁布以来，大量教培机构退出市场，大型企业探索转型路径，行业供给深度出清，行业集中度提升。我们认为，头部机构在进入门槛、证照审批、内容监管、资金管控、品牌信任背书及资源支持等多方面具备显著优势，有利于在供给出清下获得更高市占率，发展前景良好。

图 19：2011-2020 年教育培训相关企业注册量（万家）、yoy（仅统计关键词为“教育培训”的企业）



资料来源：企查查，第一财经，天风证券研究所

4. 科技赋能教育，新赛道开辟第二成长曲线

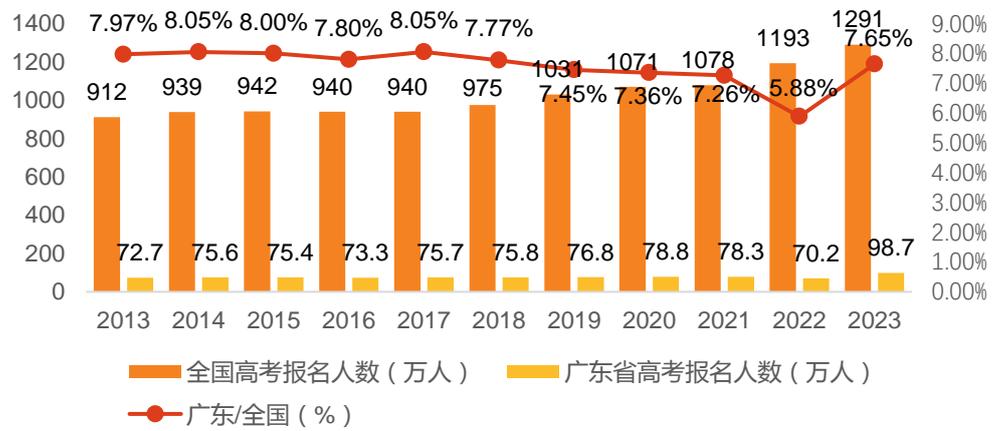
深耕华南市场，未来成长空间广阔。经过 20 余年的发展，公司以广州为中心，深耕粤港澳大湾区，向全国范围辐射扩张，已建立起广泛的教育网络，2017 年有培训中心 180 家，截止 2020 年，公司已有培训中心 268 家，CAGR 为 14.2%，主要分布在广州、佛山、深圳、中山、珠海、东莞等城市。

图 20：2017-2020 年公司培训中心数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：2013-2023 年全国和广东省高考报名人数（万人）、广东报名人数占比（%）



资料来源：教育部，Wind，中国新闻网，华经情报网，天风证券研究所

“强语文”品牌深入人心，得到学生和家長广泛认可。公司 1997 年推出奇趣作文，2014 年推出嘀嗒文学，卓越语文多年持续积累影响力，在语文类产品赛道上始终保持头部教育品牌的优势口碑和强势地位。至 2018 年，卓越“强语文”品牌深入人心，有口皆碑。双减后，卓越教育发挥原有“强语文”优势，积极响应政策，对原有爆品进行非学科转型，推出“奇趣小记者”、“嘀嗒文学”、“文学美育”3 款在教学方式，教学内容等均符合政策要求，并通过了教育主管部门鉴定的非学科语文类产品。

技术驱动教培机构增长，科技赋能精准化教学。在教育信息化 2.0 时代，5G、AI、大数据、大模型等技术的发展，推动教培行业研发更多创新性产品，提升竞争力。公司顺应信息化发展大势，加大教育研发，研发支出从 2015 年的 0.64 亿元增长到 2021 年的 1.42 亿元，CAGR 为 14.2%。利用云计算、大数据、人工智能等技术，持续优化精准教学体系，数字化赋能全日制业务高质量发展，灵活应用多元化教学场景。2022 年公司发布了线上+线下智慧教学系统“卓越慧学系统”，为教师、家長、学生、学校提供一站式解决方案，实现教师“精准教”、学生“高效学”、家長和学校“智慧管”。通过构建“卓越慧学系统”、“生命成长体系”两大护城河，助力中高考学子高效备考。

图 22：2015-2021 年公司研发支出（亿元）

图 23：2018-2022 年公司教师受培训时长（小时/人）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

严格把控授课质量，打造星级教师队伍。公司重视授课质量管控，严格遵守《个性化客户服务八大流程》、《教学业务标准流程》等内部标准，定期开展教案抽查、课程评估、学科知识点测试、微课大赛等活动，确保授课服务质量及教师业务水平，不断打磨课程质量。加大教师培训力度，推进培训效果评估，对教师的专业能力、行为举止、工作表现等方面进行考核，将考核与教师星级评定挂钩，教师培训时长自 2018 年的 90.5 小时/人增加到了 2022 年的 448.1 小时/人，并通过制定有竞争力的薪酬和福利体系保障机制、完善晋升机制等途径培养教师职业道德素养，构建星级教师队伍。

完善产业布局，加强各方合作，充分利用资源及优势探索新赛道，全力发展第二增长曲线。为促进第二曲线探索，推动创新业务的孵化与发展，公司成立了“创新事业部”。基于原有业务品牌优势，在省内开拓新校区，推进全日制业务发展。截止 2023 年 8 月，公司已与广州 50 所中小学开展合作，提供校内课后综合服务，开设了德育课程、思维成长、语言表达、美育艺术、科学素养、烹饪劳动、体育运动、研学实践等 86 项以上素质教育产品，获得了学生和学校的高度认可。

公司充分利用多年累积资源和教研经验优势，与中职院校建立了全面战略合作关系，提供全程、全科和全方位的教育及服务，开设卓越 3+证书高职高考班，为中职院校学生量身定制全封闭管理课程，保障学生高质、高效学习。公司还将深化“素质教育+社区”模式，以社区为中心辐射周边，搭建综合性一站式素质教育基地。

表 4：2018-2023 年公司获得奖项荣誉

时间	奖项荣誉
2018 年	广州民办教育先进集体 广东民办职业与培训教育先进单位 第二届大湾区社会责任年度社会责任杰出品牌奖 年度社会责任企业称号 年度品牌影响力素质教育机构 粤港澳大湾区教育质量评价金质奖
2019 年	被评为“广东民办教育四十周年突出贡献机构” 香港公益金“公益卓越奖” 中华之星传统文化教育实验基地 年度责任公益创新企业
2020 年	被评为“年度先进单位” 高新技术企业 被评为“广东民办教育四十周年突出贡献机构” 企业社会责任行业典范奖 大湾区金质教育品牌 新浪年度综合影响力标杆教育集团 年度民办教育机构十强 卓越技术应用创新企业

	越秀区民办教育抗疫先进集体 企业社会责任行业典范奖 南方公益传播奖·创新奖
2021 年	被评为“年度越秀区民办教育优秀举办者” 广州市民营领军企业 越秀区民办教育抗疫先进集体 教育公益金穗伙伴
2022 年	广州市党建示范基地 被评为“年度越秀区民办教育优秀举办者” 越秀区民办教育抗疫先进集体 连续 4 年（自 2019 年起）获得“中国年度最佳雇主”
2023 年	被评为广州市“双强六好”党组织 荣获新浪&微博教育“2023 年度口碑影响力职业教育品牌”奖

资料来源：公司官网，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

收入端：预期 23-25 年业务多元布局，课程常态开展，网点逐步向全国扩张，收入分别为 4.72/6.84/9.92 亿人民币，增速分别为 -8%/45%/45%。

利润端：伴随业务调整和优化，盈利能力逐步恢复，利润率或逐步回升，我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 0.5/1.2/2.3 亿人民币，增速分别为 -1.37%/140%/91.67%。

表 5：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	18.99	5.13	4.72	6.84	9.92
yoy	12.51%	-73.29%	-8.00%	45.00%	45.00%
素质教育业务	0.74	0.82	0.70	0.90	1.31
yoy	43.45%	10.20%	-14.08%	29.10%	45.00%
占比	3.89%	15.89%	14.84%	13.21%	13.21%
辅导业务	16.63	2.45	1.43	1.94	2.53
yoy	12.86%	-85.24%	-41.69%	35.59%	30.19%
占比	87.54%	47.84%	30.32%	28.35%	25.46%
全日制备考业务	1.62	1.64	2.59	4.00	6.08
yoy	-0.08%	1.16%	58.26%	32.39%	52.00%
占比	8.51%	31.88%	54.84%	58.46%	61.28%

资料来源：Wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为华南地区课外教育服务龙头企业，积极响应政策号召，全面推进素质教育课程，伴随盈利能力逐步恢复、业务逐步调整、运营成熟，网点逐步扩张，市场份额有望持续提升。我们预计公司 23-25 年收入分别为 4.72/6.84/9.92 亿元，归母净利润分别为 0.5/1.2/2.3 亿，EPS 分别为 0.06/0.14/0.27 元人民币/股，PE 分别为 41/17/9x。

我们选择同样具有非学科类培训业务的教育行业公司新东方-S 及思考乐教育作为可比公司，参考可比均值，给予公司 24 年 15-20xPE，对应目标价 2.29-3.05 港元。

表 6：可比公司 wind 一致 PE 预测（截至 24/02/29 收盘）

可比公司	2023E	2024E	2025E
新东方-S	36.51	40.26	28.9
思考乐教育	26.43	17.82	13.44
均值		29.04	

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

（1）政策风险：在 K12 学科类教育培训政策从严的背景下，公司严格遵守教育法规和政策，贯彻国家“双减政策”，密切关注行业形势变化，以谨慎投资、稳健发展为宗旨，确保依法合规经营。

（2）新业务风险：公司在巩固素质教育及辅导等传统业务的同时，积极开拓新业务，由于新业务本身存在不确定性，公司在开展新业务运营时，存在对新业务认识的深度不够，对风险的识别和评估不充分等因素，可能导致新业务风险控制措施不足的挑战或损失。

（3）管理风险：核心管理团队对于公司业务的稳定经营具有重要意义，随着形势的不断变化，公司的核心管理团队变动的风险也进一步增加，可能对公司长期稳定发展带来一定的不利影响。

（4）运营成本上升的风险：受国家宏观政策因素影响，公司将结合实际情况调整新老业务经营策略，可能面临品牌重建、课程打磨、教师及员工队伍重新招聘培养等问题，可能加大公司运营成本，导致公司利润水平减少的风险。

（5）公司流通市值较小的风险：公司流通市值较小，股价易波动的风险。

（6）测算具有主观性风险：本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com