

买入

2024年9月27日

素质教育带动收入超预期，合约负债同比高增

➤ **FY24H1 业绩概览：** FY24H1 公司总收入 3.17 亿元，同比+68.1%；归母净利润 0.55 亿元，同比+160.7%；经调整归母净利润 0.54 亿元，同比+168.9%。公司合同负债为 4.58 亿元，同比增长 183.8%，为全年财务业绩增长提供保障。

➤ **素质教育业务为主要增长引擎：** 分业务看，FY24H1 公司全日制复习贡献收入 1.23 亿元，同比增长 19.7%；辅导项目贡献收入 0.76 亿元，同比增长 31.9%；素质教育贡献收入 1.17 亿元，同比增长 320.9%。素质教育业务快速增长，业务收入已占总收入的 36%，已成为公司业务增长的主要引擎。截至报告期内，公司共有 1785 名员工，相较 23 年底 846 名员工人数呈翻倍增长，为公司的高速增长提供了坚实的基础。

➤ **持续优化素养课程，积极获取办学许可：** 双减后，卓越教育积极响应政策，发挥原有“强语文”优势，对原有爆品进行非学科转型，。在尊重教学规律，依托“强语文”沉淀的基础上，卓越教育推出了“奇趣小记者”、“嘀嗒文学”、“文学美育”3 款非学科语文类产品。此外，公司持续优化多元思维、双语文化、卓越编程等课程，这些产品在教学方式、教学内容等全维度均符合政策要求，并通过教育主管部门鉴定，积极获取广州地区非学科营利性办学许可。

➤ **成本及费用管控良好，利润率显著提升：** 1) FY2024H1 公司毛利率为 44.96%，同比提升 8.0pct。从费用率来看，FY24H1 销售/管理/其他运营/财务费用率分别为 7.16%/12.90%/0.75%/1.63%，同比增加 3.46/-2.27/-0.33/-0.78pct，在毛利率提升和各项费率的良好管控下，公司的经营利润率/归母净利率同比提升 6.1/11.1PCT 至 23.4%/17.2%。此外，2024H1 按公允价值计入损益为盈利 289 万元，2023H1 则为亏损 1794 万元，但考虑到 2023H1 公司将附属公司出售所带来的一次性收入为 1975 万元，合计为盈利 221 万元，与 2024H1 对比差异不大。

➤ **目标价 5.60 港元，给予买入评级：** 公司作为华南地区的教培行业龙头，双减后积极促进业务合规转型，逐步重回正常经营发展轨道，持续深耕华南地区业务。我们预期公司 24-26 年收入预测达到 10.91/19.52/24.49 亿元，同比增长 123%/79%/25%；24-26 年归母净利预测 1.85/3.30/4.12 亿元，同比增长 103%/78%/25%；我们采用 DCF 估值（WACC 12%，永续增长率 2%），求得合理股价应为 5.60 港元，比当前股价高出 94.4%，给予买入评级。

➤ **风险提示：** 政策影响，市场竞争风险，网点扩张不及预期。

李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk
但玉翠
+852-25321956
Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

行业	教育
股价	2.88 港元
目标价	5.60 港元 (+94.4%)
股票代码	3978.HK
已发行股本	8.47 亿股
市值	27.4 亿港元
52 周高/低	4.06/0.62 港元
每股净资产	0.62 元
主要股东	唐俊京、唐俊膺及周贵一致行动人 (54.21%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入（百万元）	491	489	1,091	1,952	2,449
变动（%）	-74.1%	-0.4%	122.9%	79.0%	25.4%
经营利润（百万元）	57	122	253	444	552
变动（%）	-126.3%	115.0%	108.2%	75.4%	24.3%
净利润（百万元）	56	91	185	330	412
变动（%）	-117.3%	62.1%	103.0%	78.1%	24.7%
每股收益（元）	0.07	0.12	0.24	0.43	0.53
市盈率2.88港元（倍）	35.6	21.9	10.8	6.1	4.9
每股派息（港仙）	0.0	4.0	8.1	14.3	17.9
息率（%）	0.0%	1.4%	2.8%	5.0%	6.2%

股价表现


来源：公司资料，第一上海

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	491,134	489,314	1,090,828	1,952,168	2,448,799	盈利能力					
毛利	173,061	229,858	490,872	888,236	1,114,204	毛利率 (%)	35.2%	47.0%	45.0%	45.5%	45.5%
其他收益及利息	55,970	29,390	3,804	3,804	3,804	EBITDA 利率 (%)	16.6%	30.1%	25.3%	24.1%	23.7%
销售及分销成本	32,447	26,081	78,086	138,604	171,416	净利率 (%)	11.5%	18.6%	17.0%	16.9%	16.8%
行政开支	88,694	57,886	140,702	247,899	310,998	核心净利率 (%)	11.4%	18.2%	16.6%	16.5%	16.4%
其他开支	0	0	0	0	0						
经营溢利	56,612	121,728	253,458	444,494	552,287						
融资成本	12,366	8,967	8,967	8,967	8,967	营运表现					
税前盈利	44,246	112,761	244,491	435,527	543,320	SG&A/收入 (%)	24.7%	17.2%	20.1%	19.8%	19.7%
所得税	(9,827)	22,881	61,123	108,882	135,830	实际税率 (%)	-22.2%	20.3%	25.0%	25.0%	25.0%
股东净利润	56,287	91,246	185,202	329,912	411,565	股息支付率 (%)	0.0%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
核心股东净利润	55,903	89,064	180,697	321,849	401,450						
折旧及摊销	18,640	21,343	23,009	25,806	27,483						
EBITDA	81,503	147,051	276,468	470,299	579,770	财务状况					
增长						资产负债比率	53.3%	52.6%	59.0%	61.4%	58.9%
总收入 (%)	-74.1%	-0.4%	122.9%	79.0%	25.4%	流动比率	2.73	2.55	2.09	1.91	1.98
EBITDA (%)	-162.1%	80.4%	88.0%	70.1%	23.3%	ROA	6.5%	8.7%	12.1%	14.9%	14.8%
净利润 (%)	-117.3%	62.1%	103.0%	78.1%	24.7%	ROE	13.9%	18.4%	29.6%	38.6%	36.1%
核心净利润 (%)	-117.3%	59.3%	102.9%	78.1%	24.7%						
资产负债表						现金流量表					
<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	195,084	281,928	643,221	1,170,405	1,633,501	税前盈利	44,246	112,761	244,491	435,527	543,320
预付款项、按金及其他	61,962	92,174	205,483	367,738	461,290	折旧及摊销	18,640	21,343	23,009	25,806	27,483
短期投资	123,001	94,900	94,900	94,900	94,900	预付、应收款项	10,803	(30,212)	(113,309)	(162,254)	(93,552)
其他流动资产	1,628	1,114	2,483	4,444	5,575	其他	(89,086)	187,275	347,034	458,448	267,203
总流动资产	414,563	512,112	988,084	1,679,483	2,237,262	营运现金流	(15,397)	291,167	501,225	757,526	744,453
物业校舍及设备	66,904	57,523	64,514	68,708	71,225						
物业厂房及设备的预付款	13,862	23,579	23,579	23,579	23,579	资本开支	(44,090)	(16,974)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
股权投资	18,146	7,392	7,392	7,392	7,392	其他投资活动	494,554	(127,549)	0	0	0
总资产	869,682	1,046,376	1,524,497	2,216,217	2,773,413	投资活动现金流	450,464	(144,523)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
合约负债	151,196	211,784	472,130	844,934	1,059,885	负债变化	0	0	0	0	0
其他应付款项及应计开支	94,192	106,643	165,636	225,146	251,207	已付利息	(12,403)	1,025	5,778	5,778	5,778
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0	已付股息	0	(26,894)	(54,587)	(97,239)	(121,305)
应付税款	18,876	41,098	41,098	41,098	41,098	其他融资活动	(422,180)	(33,897)	0	0	0
总短期负债	318,866	410,948	730,287	1,162,600	1,403,613	融资活动现金流	(434,583)	(59,766)	(48,809)	(91,461)	(115,527)
长期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	(16,096)	86,844	361,293	527,184	463,096
应付租金	0	0	0	0	0	期初持有现金	211,180	195,084	281,928	643,221	1,170,405
总负债	463,792	549,941	899,280	1,361,593	1,632,606	期末持有现金	195,084	281,928	643,221	1,170,405	1,633,501
少数股东权益	(1,970)	(1,573)	(3,407)	(6,673)	(10,748)						
股东权益	405,890	496,435	625,217	854,623	1,140,808						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号
永安集团大厦19楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。