

华南教培龙头，重启湾区扩张

华泰研究

2024年9月30日 | 中国香港

首次覆盖

K12 教育

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

6.48

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

詹博

zhanbo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524070002
SFC No. BTB676

郑裕佳

zhengyujia@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	6.48
收盘价(港币截至9月30日)	3.61
市值(港币百万)	3,058
6个月平均日成交额(港币百万)	6.89
52周价格范围(港币)	0.65-4.06
BVPS(人民币)	0.62

股价走势图



资料来源: S&P

华南 K12 教育服务龙头，双减后重回增长轨道

卓越教育集团于 1997 年成立于广州,经过二十余年发展逐渐成为华南本土最大的 K12 综合教育服务商。双减后公司坚守教育本质,积极适配新环境新要求,围绕素质教育、全日制复习、职业教育等方向加快转型,运营效率显著提升,收入利润快速修复性增长。我们预计未来三年公司有望持续受益于区域竞争格局改善红利,凭借品牌、教研优势逐步向省内扩张,预计 24/25/26 年收入为 11.04/20.50/25.85 亿元,归母净利润 1.90/3.29/3.93 亿元,可比公司 25 年 PE 一致预测均值为 19.26x,综合考虑港股中小市值流动性折价、区域龙头盈利弹性大、近期港股整体流动性持续改善等因素,给予折价后 15x 25E PE,目标价为 6.48 港元,首次覆盖给予“买入”评级。

受益于区域格局改善,收入利润修复弹性显著

双减后区域内供给大幅出清,存量合规机构优先承接需求转移。公司作为区域内龙头品牌,有望凭借本土优质口碑快速重拾市场份额,推动收入端实现修复性增长。此外,由于行业供不应求,公司产能利用率维持较高水平、获客成本较双减前显著改善,利润率快速修复。23 年公司毛利率/净利率分别达到 46.98%/18.37%,已超过 19 年水平(41.91%/7.36%)。随着收入端的修复和规模效应的释放,整体运营效率和盈利能力有望持续优于双减前。

合规化转型进展区域领先,素质教育有望成为主要增长动力

双减后公司积极探索合规化转型之路,率先推出九大素质产品,并已通过广东省首批非学科认定;同时,公司加速营利性牌照获取,截止 24 年 7 月已取得广州 10 个行政区的营利性牌照,为后续合规扩张打下良好基础。23 年以来公司素质教育收入呈现高速增长趋势,24H1 随着部分完成合规化转型的校区收入逐步并表,同比增速高达 320.9%。随着公司逐步向深圳、佛山、中山等省内城市拓展,未来三年素质教育有望成为公司增长的主要驱动力。

广东 K12 教培市场空间广阔,龙头品牌中长期发展潜力充足

广东教培需求相对集中在广州、深圳、东莞、佛山四个城市,通过与韩国对比,我们发现广东四城 K12 在校生人数与韩国接近,但参培率和生均私立教育支出仍有较大差距。2023 年韩国私立教育市场规模超 1400 亿元,我们估算 23 年广东四城 K12 教培市场规模接近 300 亿元,假设参培率逐渐向双减前靠近,生均年支出逐步慢慢向韩国靠近,我们预计广东 K12 教培市场规模在 2030 年有望接近 500 亿元。基于此,我们看好卓越教育作为转型进度领先的本土龙头品牌的中长期增长潜力。

风险提示:市场渗透率修复缓慢,竞争加剧,优质师资和核心管理人才流失风险,对素养教育和高中学科培训的监管力度加强。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	491.13	489.31	1,104	2,050	2,585
+/-%	(74.13)	(0.37)	125.65	85.68	26.07
归属母公司净利润(人民币百万)	56.29	91.25	190.26	329.34	393.42
+/-%	(117.32)	62.11	108.51	73.10	19.46
EPS(人民币,最新摊薄)	0.07	0.11	0.22	0.39	0.46
ROE(%)	14.84	20.15	32.08	38.61	32.40
PE(倍)	49.45	30.50	14.63	8.45	7.07
PB(倍)	6.82	5.59	4.04	2.74	1.97
EV EBITDA(倍)	(220.33)	48.24	12.37	5.43	3.61

资料来源:公司公告、华泰研究预测



正文目录

核心观点	3
股价复盘.....	3
区别于市场的观点.....	4
聚焦华南，乘风启航	5
华南 K12 教育服务龙头，双减后变革新生.....	5
高管团队稳定，重启股权激励展现长期发展信心.....	6
转型初见成效，业绩快速修复.....	7
对比韩国，广东 K12 教培市场前景广阔	9
广东四城宏观经济指标和升学背景与韩国较为相似.....	10
韩国私立教育参培率高，市场规模庞大，且仍在持续增长.....	12
对比韩国，广东省 K12 市场规模中长期增长空间充足.....	13
广东省政策边界清晰，区域竞争出清，存量品牌机构市场份额有望提升.....	15
卓越教育：素质教育转型标杆，战略聚焦华南拓展	17
快速完成素质教育转型适配本地需求，巩固区域龙头优势.....	17
恢复产能扩张，立足广州并向省内拓展.....	18
科技赋能全日制教育，进一步夯实竞争优势	21
首次覆盖给予“买入”评级	23
盈利预测.....	23
估值分析.....	24
风险提示.....	25

核心观点

短期看，受益于华南区域竞争格局改善，公司作为本土龙头品牌市场份额有望提升。双减后华南区域内供给大幅出清，需求优先向存量合规机构转移。公司作为华南本土最大的 K12 综合教育服务商，口碑积累深厚、教研实力强劲、产能留存相对充足、合规化转型进度领先，有望抓住行业修复性增长的窗口期重拾市场份额，兑现收入的高增长。同时由于区域竞争缓和，公司运营效率较双减前显著提升，盈利弹性大。

中长期看，广东 K12 教培市场空间广阔，公司增长潜力有望逐步兑现。我们估算 23 年广东四城 K12 教培市场规模约为 300 亿元，若谨慎假设参培率逐渐向韩国靠近、生均年支出达到韩国 60% 水平（参考人均可支配收入差距），我们预计广东 K12 教培市场规模有望接近 500 亿元。基于此，我们看好卓越教育作为转型进度领先的本土龙头品牌的中长期增长潜力。

股价复盘

公司上市后股价变化主要分为四个阶段：**第一阶段（2018.12-2020.3）**，公司上市后线上线下并行加快拓展，利润整体呈上升趋势。**第二阶段（2020.3-2021.7）**，这一阶段受疫情及在线教育品牌营销投入增加、行业竞争加剧营销的影响，公司盈利能力出现下滑。**第三阶段（2021.7-2023.11）**，受“双减”政策影响，公司开启向素质教育、职业教育等领域转型，股价整体处于低位调整期。**第四阶段（2023.11-至今）**，随着 24 年 2 月教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》进一步明确行业合规化发展方向，教育行业整体呈现持续复苏态势，公司收入、利润持续修复，股价表现强劲。

图表1：卓越教育股价（港元）复盘（2018.12-2024.9）



资料来源：wind、公司公告、华泰研究

区别于市场的观点

- 1) 市场对于广东省 K12 教培市场空间缺乏较为清晰的认知，我们通过韩国对比，预计 2030 年广东 K12 教培市场规模有望接近 500 亿元。广东教培需求相对集中在广州、深圳、东莞、佛山四个城市，通过与韩国对比，我们发现广东四城 K12 在校生人数与韩国接近，但参培率和生均私立教育支出仍有较大差距。其中，23 年韩国总私立教育支出达到 27.1 万亿韩元（约合人民币 1424 亿元），私立教育参培率达 78.5%（小/初/高分别为 86.0%/75.4%/72.3%），生均私立教育支出约合人民币 27000 元/年，学段越高支出越多。相比之下，我们估算 23 年广东四城 K12 教培市场规模接近 300 亿元，假设 2030 年广东省参培率逐步向双减前修复、生均年支出逐步慢慢向韩国靠近（但仍远低于韩国的水平），我们预计 2030 年广东 K12 教培市场规模或将接近 500 亿元。
- 2) 不同于市场对班课培训机构在市场格局改善后的同质化趋势发展的认知，我们认为行业的变化对不同类型的机构影响是不一致的。从行业结构性和区域性格局改善两个层面来看：行业结构性红利更多反映双减后由于中小机构退出市场，留存下来的品牌机构，无论是新东方好未来还是区域性教培都在 23 年实现了较高的收入增长，门店利用率提升速度优于双减前。而盈利能力方面更多体现为区域性格局改善红利，品牌教培（包括全国化品牌）当前在区域内产能低于双减前，而以卓越教育为代表的少数适配能力强的区域性教培，核心产能留存率高，盈利弹性或更为突出（详见我们 2024 年 8 月 4 日发布的行业报告《时夏方长，变革新生谋发展》）。

聚焦华南，乘风启航

华南 K12 教育服务龙头，双减后变革新生

深耕华南教培市场二十余年，构建全面多元化的业务体系。卓越教育集团于 1997 年 10 月成立于广州，2018 年于香港联交所主板挂牌上市，致力于为用户提供孩子的综合成长服务与解决方案。双减前，卓越教育业务包括学科教育、素质教育、职业教育、全日制学校四大板块。双减后，卓越教育响应政策，加快转型，截至 23 年已构建起包括全日制复学、素质教育、自主学习项目、职业教育和课后辅导项目在内的多元化综合产品及服务。

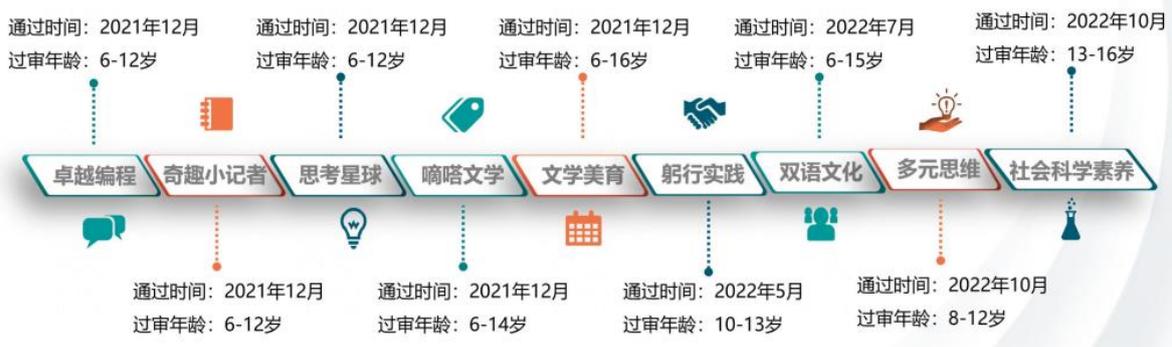
图表2：公司发展历程



资料来源：公司公告、华泰研究

顺势前行，加快素质教育布局，打造转型标杆。双减后公司积极响应政策号召，打造了多个优质素质教育产品。21 年 12 月至 22 年 10 月间，公司旗下卓越编程、奇趣小记者、思考星球、嘀嗒文学等 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，标志着公司在转型进程中的领先地位。

图表3：卓越教育 9 个素质产品完成非学科认定，为广州首批



资料来源：公司公告、华泰研究

双减后聚焦华南市场，立足广州向省内拓展。双减前公司教学网点遍布广州、深圳、中山、佛山、东莞、珠海、上海、南宁、惠州、北京等城市。双减后公司战略聚焦广东省内市场，从大本营广州出发，逐步向深圳、佛山、东莞、中山、珠海等市场拓展。

转型初见成效，业绩快速修复

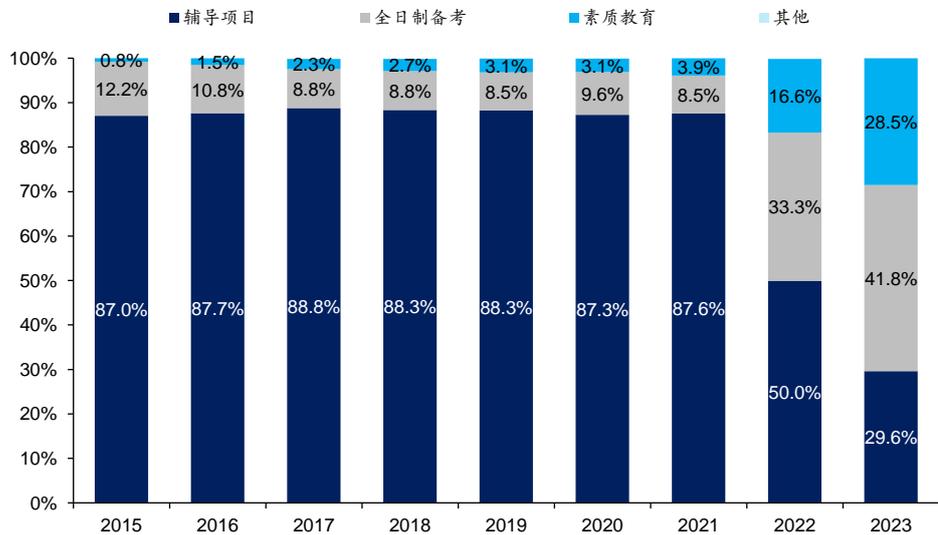
收入端：素质教育业务高速增长，全日制业务稳健提升。双减前（21年）公司营收最高时近19亿元，双减后公司将K9学科培训剥离出上市公司，导致报表上主营业务收入在22年同比下滑约74.1%。但23年起，公司转型成效逐步显现，从收入结构来看，随着多样化素质产品的推出以及非学科牌照审批进程的加快，公司素质教育业务呈现高速增长趋势，23年素质教育收入同比增速达71.1%，占总收入比重同比大幅增加11个百分点至约28.5%，未来有望成为公司收入增长的主要驱动力。另一方面，公司持续迭代智能教学系统，帮助全日制复读考生高效备考，进一步夯实全日制复习业务在华南地区的优势地位。23年全日制复习业务收入同比增长25.2%，收入占比达到41.85%。

图表6：卓越教育主营业务收入（2015-2023）



资料来源：公司公告、华泰研究

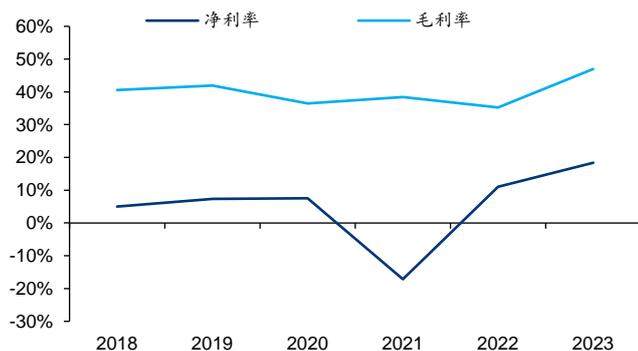
图表7：卓越教育主营业务收入占比（2015-2023）



资料来源：公司公告、华泰研究

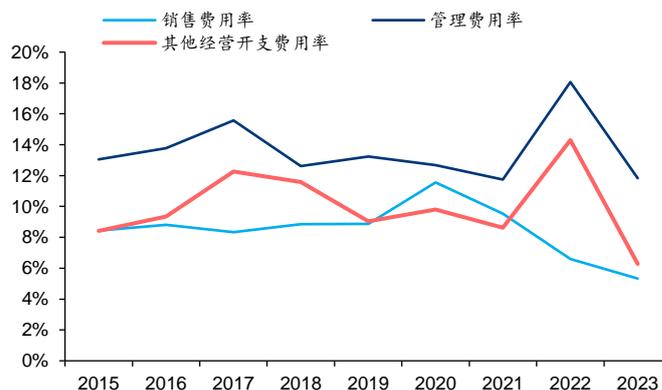
利润端：产能利用率提升驱动运营效率显著改善，23 年利润率已超双减前。22-23 年公司毛利率、净利率持续修复，至 23 年已超过双减前水平，毛利率/净利率分别达到 46.98%/18.37%，我们认为主因：1) 双减后区域内供给大幅出清，存量机构优先承接需求转移，收入快速修复，而转型初期公司对于网点扩张及教师招聘相对谨慎，产能利用率处于高位，规模效应下毛利率显著提升。2) 区域供给出清带来招生竞争缓解，公司作为存量老牌机构可依靠优质口碑高效获客，驱动销售费用率较双减前显著改善。3) 受宏观环境影响，区域内租金近年来有所下降。

图表8：利润率



资料来源：公司公告、华泰研究

图表9：费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

对比韩国，广东 K12 教培市场前景广阔

考虑到宏观经济、人口、社会文化、教育制度等方面的相似性，韩国校外培训监管的政策演变及治理经验对于我国教培行业研究具有重要参考意义，下文我们将韩国与广东省对比，探索广东省教培行业的发展前景。韩国与我国相似，家庭对于下一代的社会成就期望普遍较高，对子女基础教育和升学成绩尤为重视。历史上韩国私立教育（包括一对一、小组课、私立机构、家教、网课等形式）自 20 世纪 60 年代起，经历了平准化教育时代的严格禁止，到英才教育时代对校外培训禁令逐步修正，再到 2000 年后以限制补课时间、限制超纲教学等方式进行监管的曲折过程，具体可以分为以下三个阶段：

平准化教育时代（20 世纪 60-70 年代）。这一阶段随着韩国教育基础设施的逐步完善、学生入学率的上升，韩国小升初、高中的考试竞争日趋激烈，“择校”之风盛行，各类社会补习班遍地开花。为减轻学生负担，1968 年韩国政府取消了初中入学考试，1974 年推出高中教育平准化政策，主要包括取消高中入学考试制度，改为就近入学、抽签分配；高中实行普职分轨制度；取缔重点校、重点班；建立校长、教师学区流动制度，全国教师每 4 年流动 1 次。这些措施一定程度上缩小了学校之间的差距，但也引发了一些新的争议，例如剥夺了学生的教育选择权，低水平均衡下学生积极性和竞争力下降，私立教育崛起等。

严格禁止时期（20 世纪 80 年代-20 世纪末）。韩国经济的高速发展进一步催生了社会对优质教育资源的迫切需求，校外培训愈演愈烈，1980 年韩国政府颁布《7.30 教育改革案》，开启了对校外培训的严格打压。该阶段核心措施包括：禁止各种类型的课外辅导，建立补习机构必须取得教育局的认可，违反者或将受到刑罚；禁止一切公职人员、在岗教师参与校外培训，违规者开除公职并处罚；禁止所有大学生提供有偿课外补习；号召举报，并对违反禁令者进行刑事立案追责；政府牵头成立“课外培训稽查队”专门负责打压全国各地课外辅导机构，等等。禁令推出后课外培训热虽一度平息，但更多补习班转入地下，培训费用一路攀升，多方压力下政府对禁令逐步放宽，1991 年恢复允许在学期内面向中小学生学习提供培训，并允许所有大学生提供课外辅导。

英才教育时代（20 世纪末 21 世纪初-至今）。韩国政府的平准化教育政策虽然取得了一定的社会收益，但带来的学生学习能力下降等问题引起了社会各界的诸多争议，英才教育逐步抬头。亚洲金融危机后韩国政府重新认识到平准化教育无法满足国家对于多元化优质人才的需求，1999 年韩国国会通过《英才教育振兴法》，旨在挖掘在数学、科学、外语、艺术、体育等方面有特长的高中以下学生进行重点培养，为培养这些学生而设立的“特目高”（特殊目的高中）成为了倍受家长青睐的目标，进一步助长了课外补习的需求。随着社会废除补习禁令的呼声高涨，2000 年韩国宪法法院最终以侵犯学生的受教育权为由裁定补课禁令违宪，同年发布《预防过热影子教育与提高正规教育质量方案》，标志着校外培训由全面禁止向合法化过渡。此后韩国政府一方面出台多项法令逐步完善对培训机构补课时间、课程内容范围等的监管，一方面寻求以“放学后学校”（即公立学校开展课后服务）替代校外培训，但由于财政投入和授课时间相对有限，“放学后学校”仍难以替代校外培训。

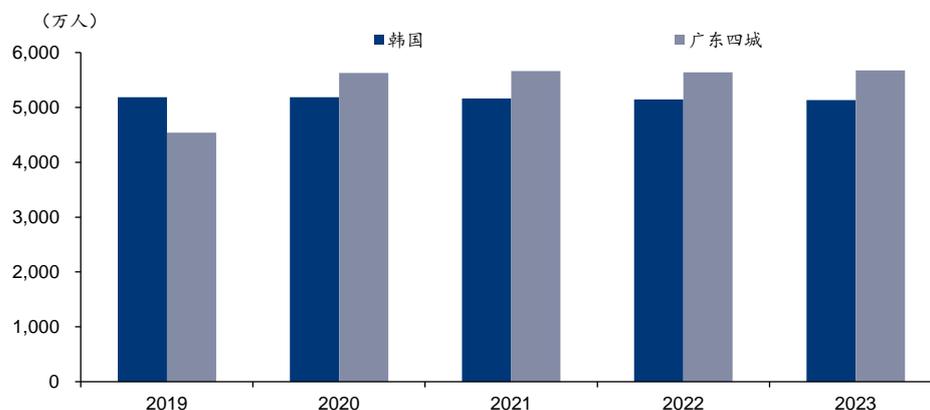
图表10: 韩国基础教育改革及校外培训监管历程

时间	主要政策
1961年	颁布《关于教育的临时特例法》，宣布废除教育自治制度
1968年	废止小学升初中考试制度
1974年	推行高中平准化教育政策，取消高中入学考试制度，改为就近入学、抽签分配；高中实行普职分轨制度；取缔重点校、重点班；建立校长、教师学区流动制度，全国教师每4年流动1次。
1980年	颁布《7.30 教育改革案》，严格禁止各类校外培训
1983年	《基础教育法》中规定建立“特殊目的”高中
1991年	恢复允许在学期内面向中小学学生提供培训，并允许所有大学生提供课外辅导
1995年	《建立新教育体制的教育改革方案》将高中生的“生活记录簿”（记录学生平时在校考试成绩和生活表现）纳入大学入学总成绩，占比40%
1999年	制定《英才教育振兴法》，构建面向高中以下的各级学校在校生，挖掘数学、科学、艺术、体育等领域的特殊人才的全新的教育体系。
2000年	韩国最高法院宣布禁止补课的法令违反宪法，予以取消
2006年	全国范围内推行“放学后学校”
2009年	京畿道教育办公室要求，培训机构给小学生的补课时间截止到晚上9点，初中生截止到晚上11点，高中生截止到晚上12点结束
2014年	颁布《促进公共教育正常化及限制提前教育的特别法令》，要求包括“学院”（即课外培训机构）在内的所有基础教育有关机构不得对学生进行超出教育课程范围的超纲教育。
2019年	教育部宣布从2025年3月起，所有自律型高中、外语学校和国际学校，全部都将转型为普通高中

资料来源：广东省教育研究院（2015）、教育部职业教育发展中心（2009）、王海丰（2021，《天津师范大学学报》）、冯思圆（2022，《上海教育》）、李水山（2005，《教育史研究》）、凌磊（2022，《比较教育学报》）、刘冬、贺志峰（2022，《社会治理》）、芥末堆、华泰研究

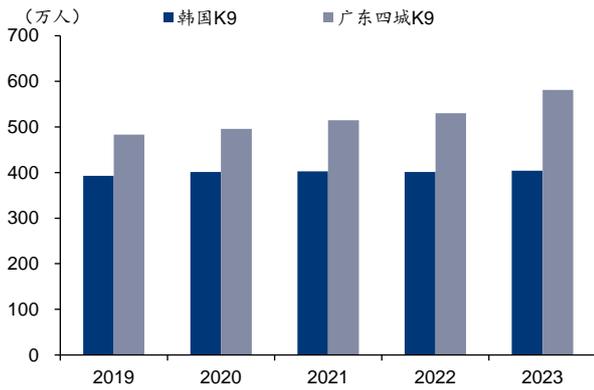
广东四城宏观经济指标和升学背景与韩国较为相似

人口层面来看，广东四城常住人口、K9/K12 在校生人数与韩国较为接近。据广东省统计局，23年广东全省常住人口为12706万人，为全国第一，其中广州、深圳、东莞、佛山（下文统称广东四城）人口总计约5672万人，与韩国总人口（约5133万人）非常接近。从在校生人数来看，2023年韩国K9、K12在校生人数分别约为400万/545万，而广东四城在校生人数近年来持续上升，2023年K9、K12在校生人数分别约为581万/627万，略高于韩国。

图表11: 广东 vs 韩国：常住人口


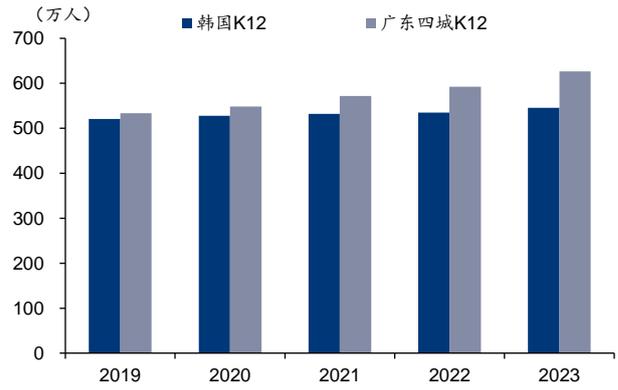
资料来源：广东省统计局、KOSIS、华泰研究

图表12: 广东 vs 韩国: K9 在校生人数



资料来源: 广东省统计局、深圳市教育局、KOSIS、华泰研究

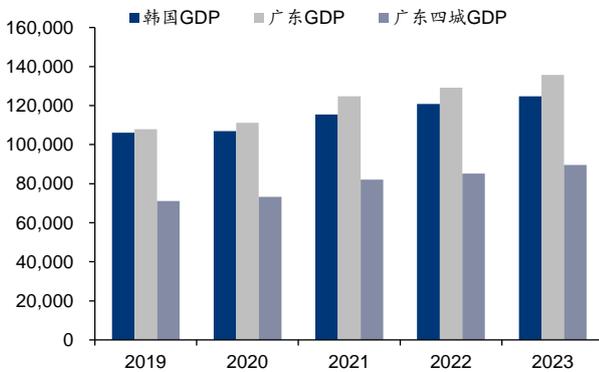
图表13: 广东 vs 韩国: K12 在校生人数



资料来源: 广东省统计局、深圳市教育局、KOSIS、华泰研究

从经济发展水平来看, 广东四城人均可支配收入与韩国的差距持续缩小, 但人均教育支出占比仍有提升空间。23年广东省GDP约为人民币13.5万亿元, 为全国第一, 超过韩国23年名义GDP(约合人民币12.5万亿元); 23年广东四市人均GDP均值约为人民币15.1万元, 约为韩国(23年人均GDP约合人民币24.1万元)的63%, 整体经济发展水平较高。19年广东四城人均可支配收入约为韩国的63%, 到23年该比例达到71%, 与韩国的差距持续缩小。但人均教育文化支出占比方面, 韩国整体有着更高的水平, 19-22年平均约为14%, 且在所有支出类别中仅次于食住行三大基本消费, 足以见得韩国家庭对于教育的重视程度。而广东四城19-22年人均教育文化支出占比在10%上下, 相较于韩国水平而言, 依然存在上升空间。

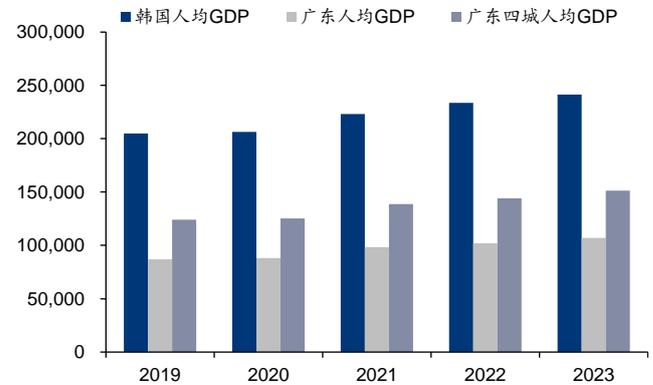
图表14: 广东 vs 韩国: GDP (亿元)



注: 单位已统一为人民币, 韩元兑人民币汇率为190.42。广东四城指广州、深圳、东莞、佛山。

资料来源: 广东省统计局、KOSIS、华泰研究

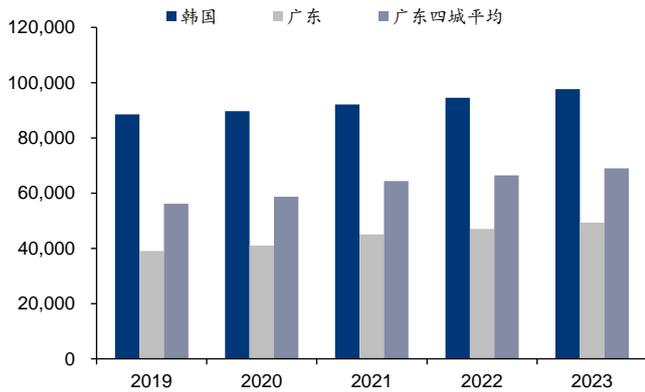
图表15: 广东 vs 韩国: 人均GDP (元)



注: 单位已统一为人民币, 韩元兑人民币汇率为190.42。广东四城指广州、深圳、东莞、佛山。

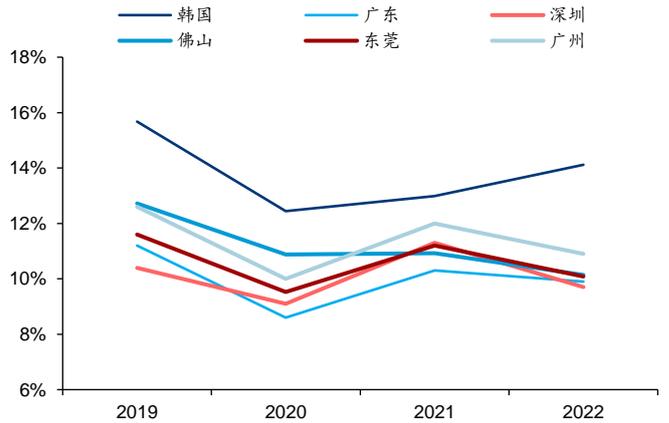
资料来源: 广东省统计局、KOSIS、华泰研究

图表16: 广东 vs 韩国: 人均可支配收入(元)



注: 单位已统一为人民币, 韩元兑人民币汇率为 190.42。广东四城指广州、深圳、东莞、佛山。
资料来源: 广东省统计局、KOSIS、华泰研究

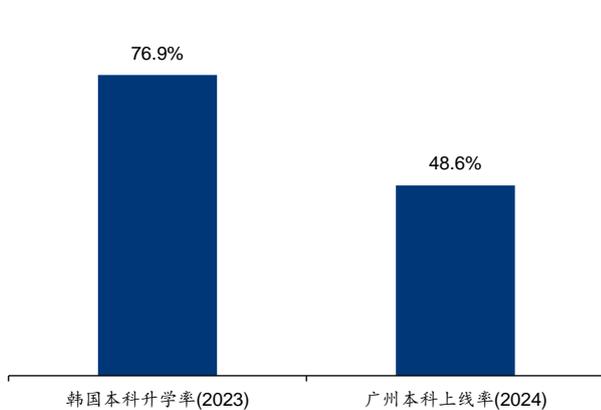
图表17: 广东 vs 韩国: 教育文化消费支出占比



资料来源: 广东省统计局、KOSIS、华泰研究

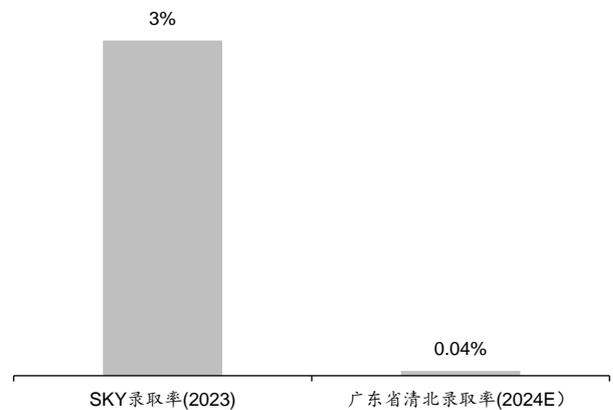
对比韩国来看, 广东省高等教育升学率仍有较大提升空间。我们根据 KOSIS 数据估算, 2023 年韩国普通高中毕业生的本科 (University) 升学率约为 76.9%, 而广东省 24 年高考本科上线率约为 48.6%, 距离韩国还有较大差距。从名校录取难度来看, 韩国 2023 年约有 3% 的高中毕业生成功进入了被称为“SKY 联盟”的三所顶级学府, 而广东 24 年高考实际考试人数约 72 万, 清北在广东招生人数合计预计不到 300 人, 录取率不到 0.04%。由此可见, 广东作为人口和经济大省, 在高等教育升学率方面相比韩国仍有较大提升空间, 因此升学需求或更为强烈。

图表18: 广东 vs 韩国: 本科升学率(上线率)



资料来源: 广州日报、中国教育在线、KOSIS、华泰研究

图表19: 广东 vs 韩国: 名校升学率

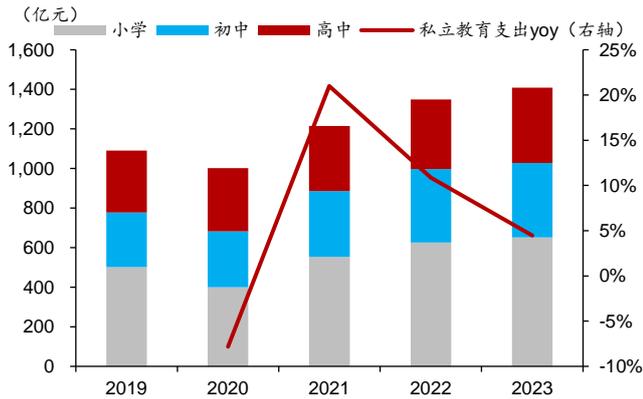


注: 广东省 2024 清北录取率为我们根据 23 年录取人数估计。
资料来源: 广州日报、学校官网、KARIC、KOSIS、华泰研究预测

韩国私立教育参培率高, 市场规模庞大, 且仍在持续增长

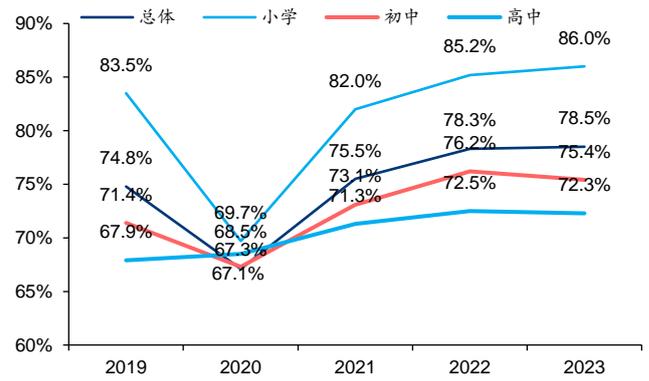
多元化考核驱动高参培率, 韩国私立教育市场规模超 1400 亿人民币。与中国现行的高考制度不同, 韩国高中生进入大学的考核项目不仅包括学生在高中的平时成绩, 还包括社会实践、学科比赛成绩、课外综合素质等项目, 考核因素更加多元。此外, 大部分专业还要进行自主面试。因此, 为应对不同的升学需求, 韩国私立教育衍生出了丰富多样的产品和多种类型的补习班。根据韩国《中央日报》报道, 截至 23 年 6 月, 首尔 25 个行政区内的补习班总数已达 2.42 万家, 接近首尔便利店数量的三倍。据韩国统计厅 KOSIS 数据, 2023 年韩国中小学私立教育参培率已达 78.5% (小/初/高分别为 86.0%/75.4%/72.3%), 每位学生每周参与培训时间为 7.3 小时, 比 2022 年增加了 0.1 小时。23 年韩国总私立教育支出已达到 27.1 万亿韩元 (约合人民币 1424 亿元), 且 2020-2023 年呈持续增长态势。

图表20: 韩国私立教育总支出超过 1400 亿人民币 (2023 年)



注: 单位已统一为人民币, 韩元兑人民币汇率为 190.42
 资料来源: KOSIS、华泰研究

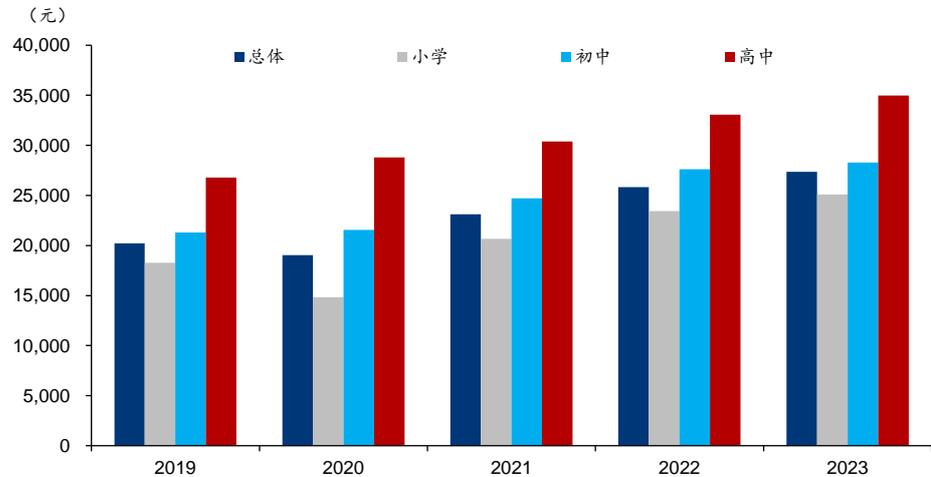
图表21: 韩国课外补习参培率 (2023 年)



注: 单位已统一为人民币, 韩元兑人民币汇率为 190.42
 资料来源: KOSIS、华泰研究

23 年韩国整体生均私立教育支出约合人民币 27000 元/年, 学段越高支出越多。据 KOSIS 数据, 2023 年韩国生均年私立教育支出约为 520 万韩元 (约合人民币 27000 元), 随着学段的升高, 平均支出也在增长, 高中阶段私立教育支出甚至突破了 660 万韩元 (约合人民币 35000 元)。在平均每月私立教育支出方面, 支出在 70 万韩元 (约合人民币 3676 元) 以上的学生比例为 22%, 比 2022 年增长 2.9pct。对于部分低收入家庭来说, 花在孩子私立教育的费用已经相当于日常饮食起居花费的总和。

图表22: 韩国生均私立教育支出逐年上涨, 分学段支出高中>初中>小学



注: 单位已统一为人民币, 韩元兑人民币汇率为 190.42
 资料来源: KOSIS、华泰研究

对比韩国, 广东省 K12 市场规模中长期增长空间充足

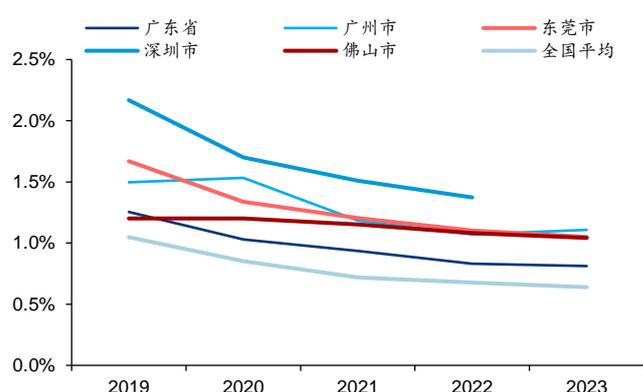
广东省出生人数和生育率维持较高水平, 预计 2030 年以前 K12 学龄人口将稳步上升。广东省作为年轻人净流入的主要目的地之一, 出生率在全国各省市中持续名列前茅, 23 年广东省出生人口达到 103 万人, 出生率为 8.12‰ (vs 全国平均 6.39‰), 连续 6 年为全国第一, 其中广州/佛山/东莞/深圳 (22 年数据) 出生率均超过 10‰, 远高于全国平均水平。从学龄人口绝对值上看, 2016-2020 年全面二孩政策下广东省迎来一波生育高峰, 虽然此后出生人数绝对值有所下降, 但影响传导至 K12 学龄人口仍需较长时间, 我们预计 2030 年以前广东省整体 K12 学龄人口仍将稳步上升。

图表23: 广东省出生人数



资料来源: 广东省统计局、各城市统计局、华泰研究

图表24: 广东省及主要四城出生率



注: 深圳暂未公布 2023 年数据

资料来源: 广东省统计局、各城市统计局、华泰研究

我们估算 23 年广东四城 K12 教培市场规模合计接近 300 亿元, 对照韩国 K12 参培率及生均支出来看, 预计 2030 年有望接近 500 亿元。23 年广东四城小、初、高在校生人数合计为 213/70/44 万人, 我们参考韩国各学段参培率, 并考虑到不同学段学生在校学习时长的差异, 假设 1) 21 年小、初、高课外培训参培率分别为 50%/60%/70%, 双减后先降后升, 23 年修复至 40%/50%/60%; 2) 小、初、高每科每年客单价分别为 8,000/9,000/10,000 元, 3) 小学阶段生均参培 1.2 门课, 初中阶段 1.3 门课, 高中阶段 1.5 门课, 从而估计 23 年广东四城 K12 教培市场规模约为 284 亿元。中长期来看, 我们审慎假设 2030 年以前在校人数和扩科率保持不变, 假设广东省参培率提升 5 个百分点 (向双减前修复)、生均年支出向韩国的 60% 水平靠近 (参考两地人均可支配收入差距), 我们估算 2030 年广东 K12 教培市场规模有望接近 500 亿元。

图表25: 广东四城 K12 教培市场规模

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	广东四城 (2030E) vs 韩国 (2023)	
小学市场规模 (亿元)	139	160	183	75	155	274	
人数 (万)	362.77	369.75	381.02	389.01	404.23	404.23	
参培率	40%	45%	50%	20%	40%	45.00%	86.0%
客单价 (元/年/科)	8000	8000	8000	8000	8000	12,541	25,081
扩科率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	
初中市场规模 (亿元)	57	65	76	40	70	111	
人数	97.03	101.68	107.77	113.68	118.99	118.99	
参培率	50%	55%	60%	30%	50%	55.00%	75.4%
客单价 (元/年/科)	9000	9000	9000	9000	9000	13,059	28,295
扩科率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
高中市场规模 (亿元)	45	51	60	37	59	90	
人数	50.32	52.52	57.21	62.35	65.72	65.72	
参培率	60%	65%	70%	40%	60%	65.00%	72.3%
客单价 (元/年/科)	10000	10000	10000	10000	10000	13,990	34,975
扩科率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	
K9 市场规模 (亿元)	196.07	225.16	258.54	114.59	224.83	384.85	
K12 市场规模 (亿元)	241.36	276.38	318.61	152.00	283.98	474.49	

注: 考虑双减影响, 假设 21-23 年参培率先降后升。表中单位已统一为人民币, 韩元兑人民币汇率为 190.42

资料来源: 公司公告, KOSIS, 华泰研究预测

广东省政策边界清晰，区域竞争出清，存量品牌机构市场份额有望提升

广东省非学科政策边界清晰，加快非学科类培训机构审批。21年12月广东省教育厅出台《广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引》，首次明确给出非学科类目录清单以及“学科内容占比不超过50%，视为不具有学科类别属性特征”的鉴定标准。23年以来广东省进一步颁布了各类校外培训机构设置标准和牌照申请细则，多个区教育局积极组织宣讲和培训会议，对非学科类教培机构证照办理给予了清晰的指导，有利于加快教培机构合规化转型，重回增长轨道。

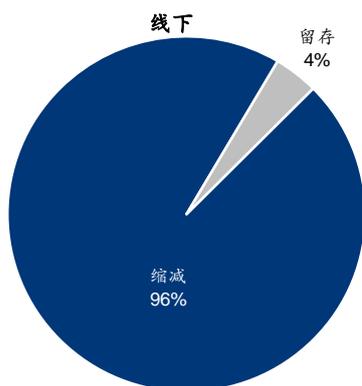
图表26：广东省关于非学科类培训的政策

发布日期	发布机构	政策	内容
2021-5-25	广州市教育局	校外培训机构规范办学行为提示书	严禁无证办学；严禁超前超期预收费；严禁超纲超前教学；严格规范师资条件；严禁虚假广告宣传
2021-12-08	广东省教育厅	广东省中小学校外培训项目学科和非学科类别鉴定工作指引	校外培训机构应当落实主体责任，对其实施的培训服务类别进行审查判断，主动按照学科类或者非学科类的相关管理要求规范开展培训活动。校外培训机构向属地教育行政部门提交自行鉴定情况材料，属地教育行政部门进行审查鉴定，教育行政部门进行审查鉴定后，向校外培训机构发送鉴定结果意见书。
2023-4-7	广东省教育厅等十五部门	广东省规范面向中小學生非学科类校外培训实施方案	省科技厅、省文化和旅游厅、省体育局会同省教育厅制定了《广东省科技类校外培训机构设置标准（试行）》《广东省文化艺术类校外培训机构设置标准（试行）》《广东省体育类校外培训机构设置标准（试行）》。各地市按照非学科类培训机构设置标准，对现有机构进行全面排查，不符合设置标准的要督促对标整改。培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突，线下培训结束时间不得晚于20:30，线上培训结束时间不得晚于21:00。培训机构不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超过3个月或60课时的费用，且不得超过5000元。
2023-5-17	广东省教育厅等五部门	广东省中小學生校外教育培训机构非学科类目录清单	明确了非学科类培训目录清单，总共分为三大类（科技类、文化艺术类、体育类）和其他非学科类
2024-02-20	广东省教育厅	非学科类教育培训机构办学许可证审批流程指引	在广东省辖区范围内，面向中小學生开展各类非学科类培训的校外培训机构，应根据《广东省非学科类校外培训机构办学许可证审批流程指引（试行）》要求，合规整改，确保证照齐全后方可继续从事培训活动。
2024-4-10	深圳市福田区教育局	加快审批中小學生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会	要求在合理合规合法的前提下，尽量优化流程，加快审核、加强辅导，对达到标准的非学科类培训机构应批尽批。
2024-6-27	广州市番禺区教育局	非学科类校外培训机构办学许可证审批业务培训会议	从7月起，番禺区非学科类培训机构办证咨询服务点正式对外开放，为番禺区内未领取办学许可证的无证校外培训机构提供全方面的服务，全力推进番禺民办教育行业自律，合法合规办学。

资料来源：广东省教育厅、各地教育局、华泰研究

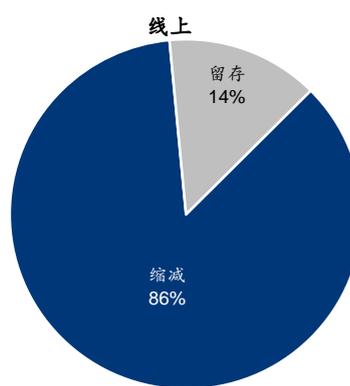
双减政策后广东线上线下机构大幅缩减，区域内存量品牌机构或显著受益于供给出清。广东省教育厅数据显示，双减政策后，广东省内线下机构大幅缩减96%，线上机构缩减86%（截止2022.1），其中2021年内广州市1153家学科类线下校外培训机构压减至15家，压减率超过98%。我们统计了部分双减前知名本地培训机构在核心城市的教学网点数，可以看到头部与中腰部品牌出现显著分化，部分本土品牌机构已经出清，留存下来的头部机构有望进一步提升市场份额。

图表27: 双减前后广东省线下机构数量对比 (截止 2022.1)



资料来源: 广东省教育厅, 华泰研究

图表28: 双减前后广东省线上机构数量对比 (截止 2022.1)



资料来源: 广东省教育厅, 华泰研究

图表29: 24年7月华南教培机构教学网点数量

教培机构	核心城市	教学网点 (个)
新东方	广州、深圳	广州 57、深圳 28
卓越教育	广州、深圳、佛山	广州 131、深圳 20、佛山 7
好未来	广州、深圳	广州 23、深圳 17
思考乐	深圳	145
蓝天教育	深圳	13
邦德教育	深圳	0
明师教育	广州	0

注: 数据为我们手工统计, 可能与实际情况存在差异

资料来源: 公司官方 App、大众点评、华泰研究

卓越教育：素质教育转型标杆，战略聚焦华南拓展

快速完成素质教育转型适配本地需求，巩固区域龙头优势

率先推出九大素质产品适配本地刚需，持续深化“素质教育+社区”新模式。双减后公司成立素质产品中心，专注构建“素质教育+社区”新模式，以社区为中心辐射周边，通过将多种素质教育产品组合在 300 m²-500 m² 左右的社区店里，为学生和家长构建一站式素质教育基地。产品方面，公司在原本“强语文”品牌标签基础上对原有语文产品进行非学科转型，推出了“奇趣小记者”、“嘀嗒文学”、“文学美育”3 款符合义务教育阶段核心素养（文化自信、语言运用、思维能力、审美创造）的产品，持续巩固在人文素养赛道的差异化优势。此外，公司新开发了卓越编程、思考星球、躬行实践、双语文化、多元思维、社会科学素养等多元化拓展课程，满足学生综合发展的需求。上述 9 个产品成为广东省首批通过鉴定的素质教育产品，展现出公司强大的本地化研发能力和优秀的战略执行力。

图表30：卓越教育素质成长中心打造一站式素质教育基地



资料来源：公司公众号、华泰研究

打造鲲鹏少年生长营，整合内外资源吸引优质生源。24 年 4 月卓越教育启动鲲鹏少年生长营，依托卓越产品以及鲲鹏教练团，构建“机构+科研单位+人文单位+知名学府+高科技企业+大师+学霸+鲲鹏教练”的鲲鹏少年培养体系，开展鲲鹏大师课、鲲鹏高手说、鲲鹏少年行、鲲鹏赛事等项目，持续塑造鲲鹏少年六大能力。卓越教育鲲鹏教练团，由资深竞赛教练、C9 名校毕业竞赛老师、内部名师组成，成为鲲鹏少年导师。卓越教育鲲鹏产品，聚焦鲲鹏少年六大能力培养，例如卓越编程和多元思维产品，聚焦激发学生创新创造能力；文学美育和嘀嗒文学培养学生独立思考和思辨能力等。我们看好公司通过鲲鹏少年培养项目打造全链路服务体系，增强与各学段优质生源的长期链接。

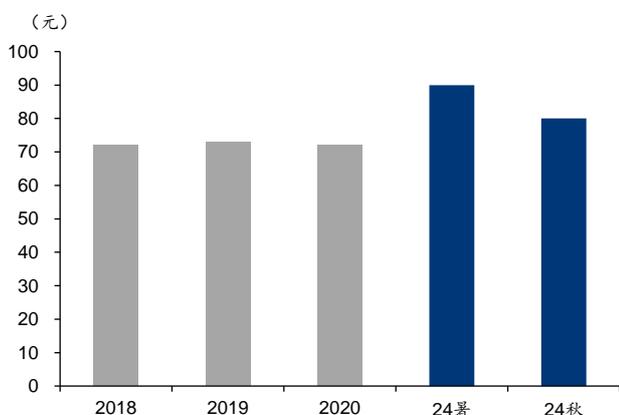
图表31：卓越教育鲲鹏少年生长营活动



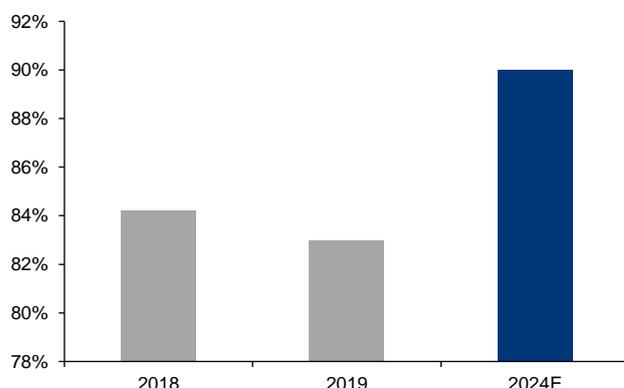
资料来源：公司公众号、华泰研究

延用原校区团队配置，快速迁移原有能力。据多知网 22 年 5 月的报道，双减后公司在团队配置上延用了总部中台统一管理教学与师训、各个成长中心负责服务和营销的管理模式，并在素质产品中心下设立专门的师训部，帮助原有的优秀教师积极向素质类老师转型，从教学内容、教学资质、课堂掌控等多方面快速提升员工能力。同时公司精简了管理层级，由城市直接汇报给分管总裁，并将集团层面的市场营销中心下沉业务单元，使其贴近业务、快速响应，整体管理效率较双减前得到了显著提升。

龙头品牌优势仍在，课时费、续读率或超过双减前水平。受益于区域内竞争格局优化，低价班型减少，公司素质产品客单价较双减前略有提升。据公司年报，18/19/20 年卓越英才项目（素质教育）的课时费为 72/73/72 元，而我们估算 24 暑、秋多科联报折扣后课时费分别在 90-100 元、80 元左右（编程课除外）。此外，18/19 年卓越续读率保持在 80% 左右，而双减后区域内供需关系发生较大变化，而公司维持了良好的教学质量和口碑，24 年春季公司估计续读率进一步提升到了 90% 左右。

图表32：卓越教育素质课程每课时费用


注：24 暑/24 秋的价格为我们根据多科联报折扣估算，可能与实际存在差异。
资料来源：公司公众号、华泰研究预测

图表33：卓越教育素质课程续读率


注：2024E 数据为公司估计。
资料来源：公司公告、华泰研究

恢复产能扩张，立足广州并向省内拓展

加速营利性牌照获取和省内拓展。广州市作为全国“双减”试点城市，在畅通非学科类培训机构审批绿色通道方面进度位于全国前列。公司作为广州本地首批转型的大型品牌机构，截止 24 年 7 月已取得广州 10 个行政区的营利性牌照（仅剩黄埔区），为后续产能扩张打下良好基础。从网点数量来看，23 年以来随着政策环境逐步清晰，公司开始恢复网点扩张，据我们统计，截止 24 年 7 月公司在广东省内合计拥有 162 个素质教育网点，其中 24 上半年新开 11 个网点，并逐步进军深圳、佛山、中山等城市。

图表34：卓越教育部分新开网点

新设教学点日期	城市	区域
2024.3	广州	天河区
2024.6	深圳	龙岗区
2024.6	深圳	宝安区
2024.6	深圳	宝安区
2024.4	佛山	南海区
2024.6	中山	南区

资料来源：公司公众号、华泰研究

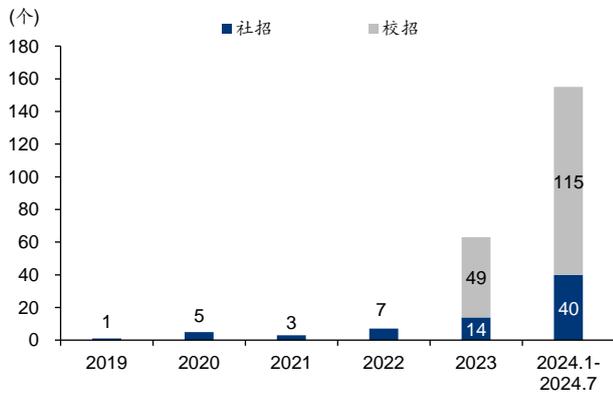
图表35: 卓越素质成长中心开业活动



资料来源: 公司公众号、华泰研究

增加教师招聘, 补全梯度人才体系。受政策变化影响, 公司在 21-22 年对人员进行了大幅优化并暂停了校招, 雇员数量一度较双减前(2020 年)减半。23 年以来由于行业需求持续旺盛, 公司开始加快补充师资力量, 23/24 年 1-7 月在招教师类岗位分别为 63/155 个, 增量主要来自校招, 我们预计新的校招老师经过半年培训后, 有望在 25/26 年形成产能。此外, 随着新的社招和校招老师入职, 此前因战略调整而断档的教师梯度人才体系有望得以补全, 为公司长远发展奠定坚实的人才基础。

图表36: 23 年以来教师类岗位数大幅增加



注: 以上为截至 24 年 7 月 24 日的时点数据, 或与公司实际完整数据存在差异。
资料来源: 公司官网、华泰研究

图表37: 卓越教育 24 届校招老师培训



资料来源: 公司公众号、华泰研究

成熟门店盈利能力稳定。卓越教育双减前(2016-2020 年)单个门店创收水平在 600 万元/年左右, 师资成本约占 40%, 租金及折旧摊销合计约占 12%。假设师资成本占比不变, 租金受外部环境影响略有下降, 销售费用率、管理费用率参考集团 24H1 整体水平(分别约为 7%/13%), 我们预计成熟门店营业利润率有望达到约 24%的水平。

图表38: 卓越教育单店模型

	单店模型预测
营业收入 (万元/年)	600
平均单店面积 (m ²)	500
坪效 (万元/年)	1.2
折旧摊销 (万元/年)	30
%收入	5%
初始投入 (万元)	150
折旧摊销年限 (年)	5
租金成本 (万元/年)	36.5
%收入	6%
平均租金 (元/平/天)	2
师资成本 (万元/年)	240
%收入	40%
毛利润	293.5
毛利率	48.9%
销售费用 (万元/年)	42
%收入	7.0%
管理费用 (万元/年)	78
%收入	13.0%
其他成本费用及总部成本	30
%收入	5.0%
营业利润 (万元/年)	143.5
营业利润率	23.9%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

科技赋能全日制教育，进一步夯实竞争优势

强化全日制教育加工能力，夯实华南地区竞争地位。卓越全日制教育业务创立于 2000 年，具备超 24 年中高考办学经验，主要业务包含：中考复读、高考复读、艺文学苑（艺体生高考文化课）、全日制春季高考、卓越升大部（三年制高考班）等。截至 24 年 6 月，卓越教育全日制中高考复读在广东、上海共设立六大校区，拥有 100 余名资深全职教师，累计助力超过 32,000 名中高考生圆梦理想院校，加工能力受到华南地区学生和家长的广泛认可。教研上，卓越拥有自己的中高考研发团队作为教研后盾，同时建立了卓越考试研究院，为学生生涯规划、志愿填报提供个性化指导。教学上，卓越采用专职教师+学习导师的双师模式，并建立了完善的学习质量保障机制，通过细致到每日的学习规划和分层走班教学的方式，以最大化满足学生个性化的提升需求。

图表39：卓越全日制学校分布



资料来源：公司公众号、华泰研究

图表40：完善的学习质量保障机制助力高效备考



资料来源：公司公众号、华泰研究

图表41：细致到每日的规划帮助学生有效管理时间



资料来源：公司公众号、华泰研究

强化科技赋能，筑高壁垒打造护城河。公司致力于运用科技赋能的精准教学体系，通过融合 AI 技术有效地推进个性化教学和创新学习方式，为每一位学生打造最适合的个性化学习体系。18-21 年公司累计投入研发开支达 6.4 亿元，22 年公司推出了自主研发的“线上+线下”智慧教学系统——卓越慧学系统，通过预、教、学、练、测、管各教学环节的全闭环，让老师可以精准教、学生可以高效学、家校联动、智慧管理，一站式保障学生的学习体验和效果。其中的“鲸准教”系统可以在课前将学情分析数据化，帮助教师精准教研，发现与突破学生难点；课中自动向学生推送实时课堂练习，即时反馈学习成果；课后根据学生学习情况布置分层课后作业，针对性帮助学生攻破难题，实现个性化辅导。同时教师会重点关注培优补弱靶向辅导，帮助学生实现个性化提升。

图表42：“鲸准教”学习系统



资料来源：公司公众号、华泰研究

首次覆盖给予“买入”评级

盈利预测

素质教育：24H1 起广州地区部分校区取得非学科类营利性牌照后逐步重新合并到上市公司报表。根据公司牌照获取进度（广州已获 10 张牌照），我们预计并表事项在 24-25 年逐步完成，26 年收入同比逐渐回归正常增速。根据 24H1 合约负债的同比增量规模（2.47 亿元/116.46%，主要为素质教育下一学期学费），我们预计 24/25/26 年素质教育业务收入为 6.94/14.01/16.16 亿元，yoy+397.9%/101.9%/15.3%。

辅导项目：24H1 辅导项目收入 0.76 亿，yoy+31.9%，综合考虑下半年通常为该业务旺季以及 23H2 相对高基数的影响，我们预计 24H2 该业务收入同比增长 24.8%至 1.09 亿元，24 全年收入为 1.85 亿元，yoy+27.6%。考虑到该业务主要针对高中群体，需求端相对刚性，而供给端由于高中阶段牌照为存量管理，供给相对有限，因此我们预计 25/26 年该业务收入维持较高增速，预计为 27.0%/26.6%，对应收入为 2.35/2.97 亿元。

全日制教育：24H1 该业务收入同比增长 19.7%至 1.24 亿元。上半年该业务收入主要由艺考文化课驱动。下半年考虑到广东省部分普通高中和综合性高中增加了学位供给，或影响初中复读需求，我们谨慎假设 24H2 该业务收入同比持平，约为 1.01 亿元，全年收入 2.25 亿元，yoy+9.9%。考虑到高中学位供给增加带来的高中复读的潜在增量需求要三年后才能体现，因此对于 25/26 年，我们暂假设该业务收入增速与 24 年持平，均为 9.9%。

其他：24H1 起公司加大深圳、佛山等地区的业务拓展，我们预计相关收入有望自 25 年起逐步回表，预计 25/26 年收入为 1.67/4.00 亿元。

利润端：公司 23/24H1 毛利率分别为 47.0%/45.0%，下降主因公司 24 年以来加大网点和师资等前置投入。考虑到公司仍在省内扩张阶段，我们谨慎假设 24/25/26 年毛利率同比略微下降至 46%/45%/44%。23 年公司销售费用率/行政费用率分别为 5.3%/11.8%，24H1 销售费用率/行政费用率分别为 7.2%/12.9%。23 年公司由于处于恢复初期，整体费用支出相对保守，而收入修复相对迅速，因此费用率整体偏低。我们预计 24/25/26 年随着省内扩张步伐加快，销售和管理费用率在 23 年基础上将适当提升，参考 24H1 水平，预计销售费用率维持 7.2%，管理费用率维持 12.9%。公司 23/24H1 研发费用率为 6.3%/4.5%，同比持续下降，主因教学系统的大部分基础投入已在 22 年完成，我们预计 24/25/26 年研发费用率维持在 4.5%的相对稳定水平。

图表43：盈利预测

(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,899	491	489	1,104	2,050	2,585
yoy	12.5%	-74.1%	-0.4%	125.7%	85.7%	26.1%
素质教育	74	82	139	694	1,401	1,616
yoy	43.5%	10.2%	71.1%	397.9%	101.9%	15.3%
占比	3.9%	16.6%	28.5%	62.9%	68.4%	62.5%
辅导项目	1,663	245	145	185	235	297
yoy	12.9%	-85.2%	-40.9%	27.6%	27.0%	26.6%
占比	87.6%	50.0%	29.6%	16.7%	11.5%	11.5%
全日制教育	162	164	205	225	247	272
yoy	-0.1%	1.2%	25.2%	9.9%	9.9%	9.9%
占比	8.5%	33.3%	41.8%	20.4%	12.1%	10.5%
其他					167	400
yoy					NA	140.0%
占比					8.1%	15.5%
毛利润	729	173	230	508	923	1,137
毛利率	38.4%	35.2%	47.0%	46.0%	45.0%	44.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表44：期间费用率预测

(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售开支	181	32	26	79	147	185
销售费用率	9.50%	6.60%	5.30%	7.20%	7.20%	7.20%
行政开支	223	89	58	142	264	333
行政费用率	11.70%	18.10%	11.80%	12.90%	12.90%	12.90%
研发开支	142	70	31	49	92	116
研发费用率	7.50%	14.30%	6.30%	4.50%	4.50%	4.50%
归母净利润	-325	55	91	190	329	393
归母净利率	-17.12%	11.22%	18.65%	17.23%	16.06%	15.22%
股权激励费用	-6	1	-1	0	0	0
经调整归母净利润	-331	56	91	190	329	393
经调整归母净利率	-17.43%	11.36%	18.51%	17.23%	16.06%	15.22%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预计公司 24-26 年主营业务收入为 11.04/20.50/25.85 亿元，yoy+125.7%/85.7%/26.1%；归母净利润为 1.90/3.29/3.93 亿元，yoy+108.5%/73.1%/19.5%。

估值分析

考虑到公司具备稳定盈利能力，我们采用 PE 估值，选取头部 K12 教培公司作为可比公司。可比公司 25E PE 一致预测均值为 19.26x，综合考虑港股中小市值公司流动性折价、区域龙头盈利弹性或优于全国性龙头、近期港股整体流动性持续改善等因素，给予折价后 15x 25E PE，得到目标价 6.48 港元。

图表45：卓越教育 PE 估值关键假设（截至 9 月 30 日）

经调整净利润（百万元）	2025
	329.34
PE	15.00
股权价值（百万元）	4,940
股份数（百万）	847.22
汇率	0.9
目标价（港元）	6.48

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表46：可比公司估值（截至 9 月 30 日）

公司代码	公司简称	收盘价	市值 (百万)	调整后 EPS (美元/元)			PE (倍)		
				FY25E /2024E	FY26E /2025E	FY27E /2026E	FY25E /2024E	FY26E /2025E	FY27E /2026E
EDU US	新东方	73.47	13,048	3.42	4.61	5.85	21.46	15.93	12.56
TAL US	好未来	10.80	6,526	0.25	0.47	0.79	43.72	22.78	13.60
DAO US	网易有道	3.98	476	-0.35	1.41	2.45	-	19.82	11.39
1769 HK	思考乐教育	7.24	4,090	0.31	0.43	0.56	20.94	15.33	11.66
000526 CH	学大教育	63.09	7,774	2.06	2.81	3.58	30.57	22.46	17.62
GOTU US	高途集团	3.70	957	-1.18	-0.38	0.61	-	-	6.11
平均值							29.17	19.26	12.16

注：收盘价和市值为交易货币单位，收入为报表货币单位，美元兑人民币为 7.00，港元兑人民币为 0.90。预测值来自 Wind 一致预测。好未来财年于每年 2 月截止，其他可比公司财年于每年 12 月截止。

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

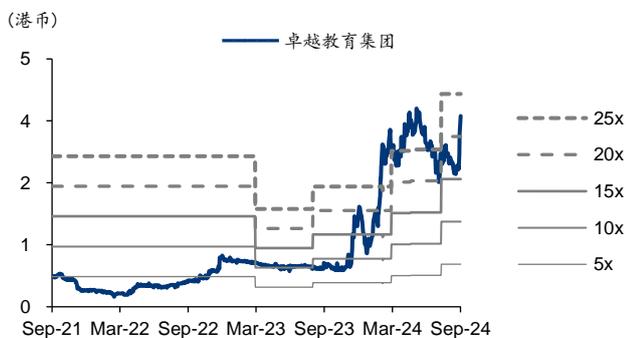
市场渗透率修复缓慢：公司的素养产品内容和形态相对较新且仍在持续迭代，市场接受度和产品刚需性尚待观察，市场渗透率向双减前修复具有一定不确定性。此外，消费者支出也可能会受到宏观经济放缓和家庭收入增长放缓的不利影响，从而导致市场渗透率增长缓慢。

竞争加剧：K12 培训领域市场参与者众多，若公司未能持续根据用户需求优化、完善、迭代产品，聚焦产品研发，则可能难以实现市占率的提升。

优质师资和核心管理人才流失风险：优质师资和核心管理人才是教育机构的核心资源之一。如果不能给教师和管理人员足够的激励，可能会造成人才流失的风险。

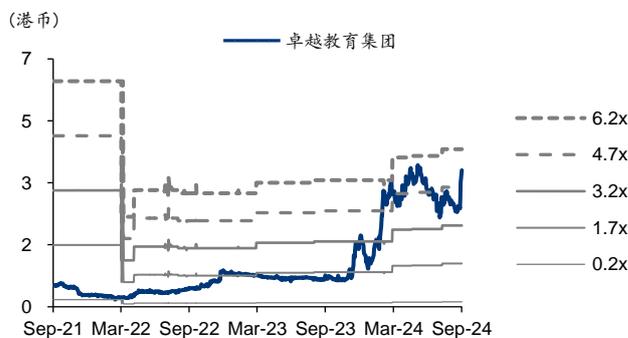
对素养教育和高中学科培训的监管力度加强：如果有关部门决定对高中学科培训和 K9 非学科培训服务的课程内容、价格、经营资格等实施更严格的限制，将对公司的收入和毛利率产生不利影响。

图表47：卓越教育集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表48：卓越教育集团 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	491.13	489.31	1,104	2,050	2,585
销售成本	(318.07)	(259.46)	(596.24)	(1,128)	(1,447)
毛利润	173.06	229.86	507.91	922.59	1,137
销售及分销成本	(32.45)	(26.08)	(79.04)	(146.76)	(185.02)
管理费用	(88.69)	(57.89)	(142.42)	(264.45)	(333.38)
其他收入/支出	(54.85)	(26.76)	(45.54)	(87.95)	(111.91)
财务成本净额	(12.37)	(8.97)	(6.03)	(5.88)	(5.21)
应占联营公司利润及亏损	(0.05)	(1.02)	0.00	0.00	0.00
税前利润	44.25	112.76	249.88	432.54	516.71
税费开支	9.83	(22.88)	(62.47)	(108.14)	(129.18)
少数股东损益	(2.21)	(1.37)	(2.85)	(4.93)	(5.89)
归母净利润	56.29	91.25	190.26	329.34	393.42
折旧和摊销	(101.72)	(81.83)	(68.44)	(70.74)	(74.50)
EBITDA	(11.43)	51.93	187.47	367.69	447.42
EPS (人民币, 基本)	0.07	0.11	0.22	0.39	0.46

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物	195.08	281.93	486.33	771.94	1,134
其他流动资产	219.48	230.18	230.18	230.18	230.18
总流动资产	414.56	512.11	716.51	1,002	1,364
固定资产	66.90	57.52	57.28	56.63	55.95
无形资产	28.35	24.29	24.17	23.91	23.64
其他长期资产	359.88	452.46	456.86	465.80	478.44
总长期资产	455.13	534.27	538.31	546.34	558.03
总资产	869.69	1,046	1,255	1,548	1,922
应付账款	93.45	106.17	106.17	106.17	106.17
短期借款	54.60	51.42	72.47	41.70	27.80
其他负债	170.82	253.35	253.35	253.35	253.35
总流动负债	318.87	410.94	431.99	401.22	387.32
长期债务	144.93	138.99	138.99	138.99	138.99
其他长期债务	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
总长期负债	144.93	139.01	138.99	138.99	138.99
股本	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
储备/其他项目	407.56	497.70	687.96	1,017	1,411
股东权益	407.86	498.00	688.26	1,018	1,411
少数股东权益	(1.97)	(1.57)	(4.42)	(9.35)	(15.24)
总权益	405.89	496.43	683.84	1,008	1,396

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	49.45	30.50	14.63	8.45	7.07
PB	6.82	5.59	4.04	2.74	1.97
EV EBITDA	(220.33)	48.24	12.37	5.43	3.61
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	7.05	6.50	6.81	11.63	13.77

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(11.43)	51.93	187.47	367.69	447.42
融资成本	12.37	8.97	6.03	5.88	5.21
营运资本变动	67.59	17.49	0.00	0.00	0.00
税费	9.83	(22.88)	(62.47)	(108.14)	(129.18)
其他	(110.30)	235.67	130.86	135.59	143.78
经营活动现金流	(31.95)	291.17	261.88	401.02	467.24
CAPEX	(44.09)	(16.97)	(72.48)	(78.77)	(86.18)
其他投资活动	494.55	(127.55)	(0.02)	0.00	0.00
投资活动现金流	450.46	(144.52)	(72.50)	(78.77)	(86.18)
债务增加量	(371.07)	(9.12)	21.05	(30.77)	(13.90)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(63.51)	(50.65)	(6.03)	(5.88)	(5.21)
融资活动现金流	(434.58)	(59.77)	15.02	(36.65)	(19.11)
现金变动	(16.07)	86.88	204.40	285.61	361.94
年初现金	211.18	195.08	281.93	486.33	771.94
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	195.08	281.93	486.33	771.94	1,134

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(74.13)	(0.37)	125.65	85.68	26.07
毛利润	(76.27)	32.82	120.97	81.64	23.26
营业利润	(101.16)	(4,172)	102.22	75.76	19.72
净利润	(117.32)	62.11	108.51	73.10	19.46
EPS	(117.32)	62.11	108.51	73.10	19.46
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.24	46.98	46.00	45.00	44.00
EBITDA	(2.33)	10.61	16.98	17.93	17.31
净利润率	11.46	18.65	17.23	16.06	15.22
ROE	14.84	20.15	32.08	38.61	32.40
ROA	5.14	9.52	16.54	23.50	22.67
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	1.09	(18.38)	(39.94)	(58.10)	(68.54)
流动比率	1.30	1.25	1.66	2.50	3.52
速动比率	1.30	1.25	1.66	2.50	3.52
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.45	0.51	0.96	1.46	1.49
应收账款周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
应付账款周转天数	150.14	138.49	64.10	33.90	26.41
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS	0.07	0.11	0.22	0.39	0.46
每股净资产	0.48	0.59	0.81	1.20	1.67

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、詹博、郑裕佳, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博、郑裕佳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国国价证券指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司