

2025 年 03 月 20 日

素质教育高增，合同负债大幅提升

卓越教育集团 (3978. HK)

评级:	买入	股票代码:	3978
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	4.26/2.36
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	35.24
最新收盘价(港元):	4.16	自由流通市值(亿港元)	35.24
		自由流通股数(百万)	847.22

事件概述

2024 年公司收入/净利润/经调整净利 11.02/1.92/1.93 亿元，同比增长 125.2%/114.0%/116.1%，符合业绩预告。剔除公允价值变动损益、其他收入及其他收益、出售及注销附属公司投资收益、信贷亏损、联营合营公司业绩后归母净利为 1.71 亿元，同比增长 104.2%。

2024 年公司合同负债为 6.02 亿元，同比增长 184.3%，为未来业绩的高速发展提供保障。公司拟派发 2024 年度股息 0.123 港元，约占年内利润的 50%，股息率 2.96%。

2024 年 12 月 31 日，公司成功完成与关联方谈判，收购深圳市卓越教育培训中心及深圳万蝶教育培训中心 100% 的股权，以进一步拓展专业教育培训业务，并为实现长期业绩增长奠定基础，该交易于 2025 年 1 月 1 日完成，现金代价人民币 1 元。

分析判断:

素质教育实现高增长，员工人数高增为未来业务发展提供动力。(1) 分业务看，2024 年公司全日制复习/素质教育/辅导项目分别为 2.07/7.13/1.81 亿元，同比增长 1.0%/411.7%/25.2%，其中素质教育增长迅速，主要由于公司产品完成素质教育转型，且需求旺盛。公司素质教育产品深受家长和学生的喜爱，续读率屡创新高，相关业务经营收入大幅提升。公司关注 AI 技术的快速发展，适时提出全面拥抱 AI 战略，自主研发适合教育场景的垂直应用，为老师、学生、管理团队赋能，为老师与学生提供更高效、更优质的教学及学习场景，成功上线多款 AI 智能体，初步形成内部 AI 智能体生态系统。(2) 截至报告期内，公司共有 3072 名员工，23 年底为 846 名，高增长既有并表因素也有新增储备。

2024 年净利率降幅高于毛利率主要由于销售及管理费用率提升、所得税占比提升、其他收入下降。(1) 2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 46.3%/17.5%，同比下降 0.7/1.2PCT。从费用率来看，24 年销售/管理/财务费用率分别为 6.9%/12.73%/1.07%，同比增加 1.57/0.9/-0.77PCT；其他收入/收入占比下降 3.1PCT，其他收入主要为银行存款、销售教材收入；其他亏损/收入占比提升 1.8PCT，主要为全日制幅度业务场地优化带来的物业、厂房及设备损失；公允价值变动亏损/收入下降 7.9PCT；出售附属物业收入/收入下降 3.9PCT；信贷亏损减值/收入下降 0.5PCT；联营合营公司亏损/收入下降 1.3PCT；所得税占比增加 0.4PCT。

培训预收款大幅增加，为下半年教育业务提供保障。截至 2024 年公司合同负债为 6.02 亿元，同比增长 184.3%，我们分析主要为素质教育业务预收款增加，为 2024 年下半年教育业务经营提供确定性保障。

投资建议

我们分析，(1) 短期来看，公司招生人次、辅导课时数大幅提高以及预收款的大幅增加为素质教育高增提供保障，公司积极接入人工智能，实现降本增效；(2) 长期来看，除广州进一步提升份额，深圳、佛山仍有较大空间。我们维持盈利预测，维持公司 25-26 年收入预测 19.85/25.02 亿元，新增 27 年收入预测 31.21 亿元；维持 25-26 年归母净利预测 3.31/4.23 亿元，新增 27 年归母净利润预测 5.32 亿元，对应维持 25-26 年 EPS 预测 0.39/0.5 元，新增 27 年 EPS 预测 0.63 元，2025/3/20 日收盘价 4.16 港元对应 25-27 年 PE 为 10/8/6X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争风险；网点扩张不及预期的风险；学费提价及学生招生不及预期的风险；管理团队和师资队伍流失风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	489.31	1102.00	1984.91	2501.86	3121.33
YoY (%)	-0.37%	125.21%	80.12%	26.04%	24.76%
归母净利润(百万元)	91.25	192.45	330.98	422.83	532.23
YoY (%)	62.11%	110.91%	71.98%	27.75%	25.87%
毛利率 (%)	46.98%	46.29%	46.29%	46.29%	46.29%
每股收益 (元)	0.11	0.23	0.39	0.50	0.63
ROE (%)	0.18	0.29	0.34	0.30	0.27
市盈率	14.22	15.21	9.95	7.79	6.19

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1港元=0.93元人民币）

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1102.00	1984.91	2501.86	3121.33	净利润	-	330.98	422.83	532.23
YoY(%)	117.96%	80.12%	26.04%	24.76%	折旧和摊销	-	18.34	17.42	16.55
营业成本	591.88	1066.09	1343.74	1676.46	营运资金变动	-	663.63	388.56	465.62
营业税金及附加					经营活动现金流	-	1010.62	826.42	1011.95
销售费用	76.01	211.00	249.69	312.13	资本开支	-	0.00	0.00	0.00
管理费用	140.29	214.37	312.73	405.77	投资	-	0.00	0.00	0.00
财务费用	11.74	-1.06	-26.38	-47.10	投资活动现金流	-	13.88	13.88	13.88
资产减值损失					股权募资	-	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	债务募资	-	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-	-11.74	-11.74	-11.74
营业外收支					现金净流量	-	1012.76	828.56	1014.09
利润总额	248.47	441.05	563.44	709.23	主要财务指标				
所得税	56.13	110.26	140.86	177.31	成长能力				
净利润	192.34	330.79	422.58	531.92	营业收入增长率	125.21%	80.12%	26.04%	24.76%
归属于母公司净利润	192.45	330.98	422.83	532.23	净利润增长率	110.91%	71.98%	27.75%	25.87%
YoY(%)	110.91%	71.98%	27.75%	25.87%	盈利能力				
每股收益(元)	0.23	0.39	0.50	0.63	毛利率	46.29%	46.29%	46.29%	46.29%
资产负债表 (百万元)					净利润率	17.46%	16.67%	16.90%	17.05%
货币资金	512.01	1524.77	2353.34	3367.43	总资产收益率 ROA	10.47%	11.24%	11.06%	10.87%
预付款项					净资产收益率 ROE	29.44%	33.61%	30.04%	27.44%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
其他流动资产	22.89	41.22	51.96	64.82	流动比率	0.91	1.15	1.32	1.46
流动资产合计	880.71	2005.99	2900.43	3993.47	速动比率	0.89	1.13	1.30	1.43
长期股权投资	21.41	21.41	21.41	21.41	现金比率	0.53	0.87	1.07	1.23
固定资产	78.43	74.50	70.78	67.24	资产负债率	64.42%	66.56%	63.18%	60.41%
无形资产	288.38	273.96	260.27	247.25	经营效率				
非流动资产合计	956.70	938.36	920.93	904.38	总资产周转率	0.76	0.83	0.74	0.72
资产合计	1837.41	2944.35	3821.37	4897.85	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.39	0.50	0.63
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	0.77	1.16	1.66	2.29
其他流动负债	898.98	1619.24	2040.95	2546.30	每股经营现金流	0.00	1.19	0.98	1.19
流动负债合计	968.75	1744.90	2199.34	2743.91	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	214.95	214.95	214.95	214.95	PE	15.21	9.95	7.79	6.19
非流动负债合计	214.95	214.95	214.95	214.95	PB	4.48	3.34	2.34	1.70
负债合计	1183.70	1959.85	2414.29	2958.86					
股本	0.30	0.30	0.30	0.30					
少数股东权益	0.00	-0.19	-0.44	-0.75					
股东权益合计	653.71	984.50	1407.08	1939.00					
负债和股东权益合计	1837.41	2944.35	3821.37	4897.85					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。