

买入

2025年4月7日

素质教育同比高增，提升分红比例回报股东

►**FY24 业绩概览：** FY24 公司总收入 11.0 亿元，同比+125.2%；归母净利润 1.92 亿元，同比+114.0%；归母净利润 1.93 亿元，同比+116.1%。公司合同负债为 6.02 亿元，主要为素质教育业务预收款增加，同比增长 184.3%，为明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，FY24 公司全日制复习贡献收入 2.1 亿元，同比增长 1%；辅导项目贡献收入 1.8 亿元，同比增长 25%；素质教育贡献收入 7.1 亿元，同比增长 411.2%。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 3,072 名员工，相较 23 年底 846 名员工人数呈数倍增长，为公司的高速增长提供了坚实的基础。

►**AI 赋能教育，提升教学效率：** 公司坚定推进“AI in AI”战略，对核心产品“鲸准教系统”进行 AI 升级，构建“千人千面”学习路径，精准预测学生薄弱点并针对性提升成绩。其中，作文智能批改系统已在初中阶段落地应用，显著提升教师批改效率。同时，“青椒 AI 助教”全面升级并接入 Deepseek R1，在逻辑性、内容精准度等方面表现优异，覆盖教案撰写、教学活动设计、学情分析等全场景，大幅提升备课效率与教学质量。公司还内部部署多款智能体，初步形成覆盖教学、管理与服务的 AI 生态体系，有效提升产品服务质量和经营管理效率。

►**利润率总体稳定，分红比例逐年提高：** FY2024 公司毛利率为 46.3%，同比降低 0.7pct。从费用率来看，FY24H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.90%/12.73%/4.3%/1.07%，同比+1.6/+0.9/-2.0/-0.76pct，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/归母净利率同比下降 1.3/0.9PCT 至 23.6%/17.5%，总体保持平稳。此外，公司重视股东回报，派息比例逐年提升。2024-2026 年分红比例计划分别为 50%、60%、70%，股息分末期和中期两次派付。

►**目标价 5.9 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，广州业务持续稳健发展，深圳及佛山仍有较大的发展空间。我们预期公司 25-27 年收入预测达到 20.59/25.74/30.21 亿元，同比增长 86.8%/25.0%/17.4%；25-27 年归母净利润预测 3.37/4.32/5.16 亿元，同比增长 75.0%/28.2%/19.6%；我们采用 DCF 估值（WACC 12%，永续增长率 1%），求得合理股价应为 5.9 港元，比当前股价高出 48.2%，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

行业 教育

股价 4.02 港元

目标价 5.90 港元

(+46.8%)

股票代码 3978.HK

已发行股本 8.47 亿股

市值 34.06 亿港元

52 周高/低 4.36/2.31 港元

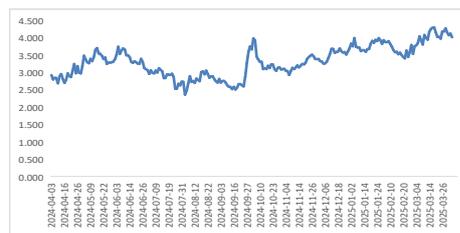
每股净资产 0.77 元

主要股东 唐俊京、唐俊膺及周贵一致行动人 (20.38%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入 (百万元)	489	1,102	2,059	2,574	3,021
变动 (%)	-0.4%	125.2%	86.8%	25.0%	17.4%
经营利润 (百万元)	122	260	445	567	676
变动 (%)	115.0%	113.8%	70.9%	27.5%	19.2%
净利润 (百万元)	91	192	337	432	516
变动 (%)	62.1%	110.9%	75.0%	28.2%	19.6%
每股收益 (元)	0.12	0.25	0.44	0.56	0.67
市盈率4.20港元 (倍)	21.9	10.4	5.9	4.6	3.9
每股派息 (港仙)	4.0	14.2	29.8	44.6	53.4
息率 (%)	1.4%	4.9%	10.4%	15.5%	18.5%

来源：公司资料，第一上海

股价表现


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>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	489,314	1,102,001	2,058,749	2,573,973	3,021,078	盈利能力					
毛利	229,858	510,118	936,731	1,173,732	1,380,633	毛利率 (%)	47.0%	46.3%	45.5%	45.6%	45.7%
其他收益及利益	29,390	32,413	20,000	20,000	20,000	EBITDA 利率 (%)	25.4%	23.6%	21.7%	22.2%	22.5%
销售及分销成本	26,081	76,005	150,289	182,752	211,475	净利率 (%)	18.6%	17.5%	16.4%	16.8%	17.1%
行政开支	57,886	140,285	262,079	325,093	378,542	核心净利率 (%)	18.2%	17.0%	15.9%	16.4%	16.7%
其他开支	0	0	0	0	0						
经营溢利	121,728	260,210	444,757	566,901	675,873						
融资成本	8,967	11,737	11,737	11,737	11,737	营运表现					
税前盈利	112,761	248,473	433,020	555,164	664,136	SG&A/收入 (%)	17.2%	19.6%	20.0%	19.7%	19.5%
所得税	22,881	56,134	99,595	127,688	152,751	实际税率 (%)	20.3%	22.6%	23.0%	23.0%	23.0%
股东净利润	91,246	192,451	336,760	431,751	516,499	股息支付率 (%)	29.5%	50.0%	60.0%	70.0%	70.0%
核心股东净利润	89,064	187,728	328,256	421,120	504,021						
折旧及摊销	21,343	23,009	25,806	27,483	28,490						
EBITDA	124,194	259,745	447,089	570,911	680,889	财务状况					
增长						资产负债比率	52.6%	60.5%	66.2%	66.7%	66.0%
总收入 (%)	-0.4%	125.2%	86.8%	25.0%	17.4%	流动比率	2.55	2.03	1.76	1.73	1.75
EBITDA (%)	206.7%	109.1%	72.1%	27.7%	19.3%	ROA	8.7%	12.8%	15.7%	17.0%	17.6%
净利润 (%)	62.1%	110.9%	75.0%	28.2%	19.6%	ROE	18.4%	32.5%	46.5%	50.8%	51.7%
核心净利润 (%)	59.3%	110.8%	74.9%	28.3%	19.7%						

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>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	281,928	615,907	1,075,193	1,382,614	1,692,477	税前盈利	112,761	248,473	433,020	555,164	664,136
预付款项、按金及其他	92,174	207,588	387,815	484,869	569,092	折旧及摊销	21,343	23,009	25,806	27,483	28,490
短期投资	94,900	94,900	94,900	94,900	94,900	预付、应收款项	(30,212)	(115,414)	(180,226)	(97,055)	(84,223)
其他流动资产	1,114	2,509	4,687	5,860	6,878	其他	187,275	349,411	501,479	270,883	234,901
总流动资产	512,112	962,900	1,604,591	2,010,240	2,405,343	营运现金流	291,167	505,479	780,078	756,476	843,304
物业校舍及设备	57,523	64,514	68,708	71,225	72,735						
物业厂房及设备的预付款	23,579	23,579	23,579	23,579	23,579	资本开支	(16,974)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
股权投资	7,392	7,392	7,392	7,392	7,392	其他投资活动	(127,549)	0	0	0	0
总资产	1,046,376	1,499,483	2,141,495	2,546,562	2,940,696	投资活动现金流	(144,523)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
合约负债	211,784	476,966	891,064	1,114,062	1,307,577	负债变化	0	0	0	0	0
其他应付款项及应计开支	106,643	168,455	234,999	261,817	282,601	已付利息	1,025	(878)	(878)	(878)	(878)
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0	已付股息	(26,894)	(96,226)	(202,056)	(302,226)	(361,549)
应付税款	41,098	41,098	41,098	41,098	41,098	其他融资活动	(33,897)	0	0	0	0
总短期负债	410,948	737,942	1,218,584	1,468,400	1,682,699	融资活动现金流	(59,766)	(97,104)	(202,934)	(303,104)	(362,427)
长期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	86,844	333,979	459,286	307,421	309,863
应付租金	0	0	0	0	0	期初持有现金	195,084	281,928	615,907	1,075,193	1,382,614
总负债	549,941	906,935	1,417,577	1,697,393	1,941,692	期末持有现金	281,928	615,907	1,075,193	1,382,614	1,692,477
少数股东权益	(1,573)	(1,685)	(5,019)	(9,294)	(14,408)						
股东权益	496,435	592,549	723,918	849,169	999,004						

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。