

买入

华南 K12 龙头，素质教育转型成功重回扩张

卓越教育集团(3978.HK)

2025-07-11 星期五

【投资要点】

➤ 深耕华南，业务重回扩张

公司为华南地区教培龙头，成立于 1997 年，2018 年在香港联交所主板上市。公司一直秉承“一切为了孩子健康成长”的初心，致力于为家庭用户提供孩子的综合成长服务与解决方案。2017 年，卓越教育提出了“向未来生长”的品牌战略。2022 年，公司开始积极转型素质教育，2023/2024 年扣非归母净利润同比+108.99%/74.21%，业绩大幅增长。2024 年，公司坚定推进“All in AI”战略，赋能教学体系。

➤ 行业需求刚性，广东 K12 教培市场空间广阔

“双减”政策优化，K12 教培刚需仍然强韧：1) 政策优化：政府鼓励高质量非学科类素质教育校外培训，K9 非学科、高中阶段不再参照 K9 学科监管执行，推动素质教育培训进一步渗透。2) 供给出清，需求刚性强：学科教培供给出清，机构数量较“双减”前压减率达 9 成，龙头有望受益；K12 素质教育市场空间广阔，我们预计 2025-2030 年广州市/深圳市 K12 市场规模 CAGR 为 5%/7%，2030 年分别达 202/279 亿。

➤ 品牌护航，强教学实力，助湾区扩张

公司凭借在教育行业 27 年的从业经验，积累了良好的声誉，近期广州暑期续课率接近 80%。公司的“强语文”优势早已深入人心，在“双减”后，充分发挥其“双减”前“强语文”优势，推动素质教育产品的创新和升级。此外，顺应国家重视人工智能教育的趋势，公司推出人工智能编程课程，团队已连续在世界机器人大赛等多个比赛中获得奖项。受益大湾区人口持续净流入、教育支出水平更高等红利，助力公司进一步提升广州本部市占率，且在深圳、佛山等地仍有较大的拓展空间，业绩成长空间充足。

➤ 给予买入评级，目标价 6.89 港元

公司注重股东回报，逐年提升分红率，2025/2026 年计划派息比例分别为 60%/70%，股息分末期和中期两次派付，股息率在同业中具吸引力，反映公司良好的现金流能力，提升投资者信心。

我们预测公司 2025-2027 年实现收入 19.95/23.81/28.11 亿元，同比增长 81.0%/19.3%/18.1%；归母净利润 3.25/3.82/4.46 亿元，同比增长 68.9%/17.6%/16.8%。公司成长空间充足，分红率高，且目前估值较低，给予目标价 6.89 港元/股，对应 2025 年 PE 为 15 倍，约 26.9%上涨空间，给予“买入”评级。

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	489	1,102	1,995	2,381	2,811
同比增长	-0.4%	125.2%	81.0%	19.3%	18.1%
毛利率	47.0%	46.3%	45.8%	45.0%	44.4%
归母净利润	91	192	325	382	446
同比增长	62.1%	110.9%	68.9%	17.6%	16.8%
净利率	18.6%	17.5%	16.3%	16.1%	15.9%
每股盈利	0.12	0.26	0.42	0.46	0.51
PE@5.43HKD	40.8	19.3	11.8	10.7	9.7

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：6.89 港元

现价：5.43 港元

预计升幅：26.9%

重要数据

日期	2025-07-10
收盘价（港元）	5.43
总股本（亿股）	8.47
总市值（亿港元）	46.0
净资产（亿元）	6.54
总资产（亿元）	18.37
52 周高低（港元）	5.94/2.31
每股净资产（元）	0.77

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

唐俊京	20.38%
唐俊膺	16.94%
周贵	16.90%

相关报告

研究部

姓名：冯浩

SFC: BU780

电话：0755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

目录

1. 公司基本概况	5
1.1 公司简介	5
1.2 公司发展历程	5
1.3 公司股权架构	7
1.4 公司财务分析	9
2. 行业：政策改善，供给出清，需求强韧	11
2.1 政策：“双减”政策优化，素质教育受支持	11
2.2 供给：学科培训机构大幅出清	13
2.3 需求：素质教育刚需性增强	14
2.4 竞争格局：行业朝有序发展，龙头占优	19
3. 区域优质品牌，强教固本，深耕华南	20
3.1 卅载强品牌，K12 全矩阵覆盖	20
3.2 “强语文”为根基，拓展编程等领域	23
3.3 立足广州，拓展大湾区	25
4. 盈利预测与投资建议	26
5. 风险提示	27
【财务报表摘要】	28

图目录

图 1：公司股权架构（截至 2024 年报）	7
图 2：2015-2024 年公司营收及同比变化（单位：亿元）	9
图 3：2015-2024 年公司收入结构变化	9
图 4：2015-2024 年公司净利润及同比变化（单位：亿元）	10
图 5：2015-2024 年公司费用率变化	10
图 6：2015-2024 年公司毛利率及净利率变化	11
图 7：“双减”政策后，学科类教培机构数量骤减	14
图 8：全国高中阶段教育毛入学率及去往普高/中专比例	15
图 9：广东省高中阶段教育毛入学率及去往普高/中专比例	15
图 10：以我国出生人口推算小学/初中/高中入学人数变化趋势（单位：万人）	16
图 11：以出生人口推算，我国初中/高中在校人数分别在 2029/2032 年到达顶峰（单位：万人）	16
图 12：以广州市出生人口推算小学/初中/高中入学人数变化趋势（单位：万人）	17
图 13：以出生人口推算，广州市小学/初中/高中在校人数分别在 2026/2031/2034 年达到顶峰（单位：万人）	17
图 14：公司多元思维课程亮点	22
图 15：公司主要素养产品	23
图 16：公司人工智能编程集训队获得全国赛奖项	24
图 17：公司教职工人数变化	25

表目录

表 1：公司主要业务介绍	5
表 2：公司发展历程	6
表 3：公司高管团队履历	8
表 4：教培行业主要政策梳理	12
表 5：“双减”政策优化后要点梳理	13
表 6：全国、广州、深圳 K12 市场规模测算	19
表 7：教育行业上市公司分类	19
表 8：主要 K12 教培机构主要经营数据对比（截至最新财年）	20
表 9：公司所获荣誉及表彰情况	21

表 10：公司收入拆分	26
表 11：同業估值對比（20250710）	27

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

卓越教育集团于 1997 年 10 月成立于广州，2018 年 12 月 27 日于香港联交所主板挂牌上市，公司一直秉承“一切为了孩子健康生长”的初心，致力于为家庭用户提供孩子的综合成长服务与解决方案。2017 年，卓越教育提出了“向未来生长”的品牌战略。随着 AI 时代的来临，2023 年公司进一步深化品牌，发布了鲲鹏体系，提出了“鲲鹏少年”理念，坚持用创新的教育方式挖掘孩子的个性与潜能。公司目前为华南地区 K12 教育服务龙头，立足广州，并逐步向深圳、佛山、东莞、中山、珠海等省内市场拓展。

在 2021 年“双减”政策出台之前，公司的业务分为学科教育、素质教育、职业教育、全日制中高考备考四大板块，“双减”政策后，公司积极转型，关停部分校区，其余校区转为素质教育。公司目前业务主要包括素质教育项目、辅导服务、全日制备考项目，2024 年收入分别占比 64.74%、16.46%、18.76%。

表 1：公司主要业务介绍

主要业务	业务介绍	24年收入增速
素质教育项目	聚焦于文学、科学素质等核心素养的培养，卓越编程、嘀嗒文学、文学美育、多元思维等九大产品为广东省首批通过非学科鉴定的素质类产品，受到社会及学生的高度认可。	411.75%
辅导服务	包括高中教育和职业教育；基于厚实的教学经验，向高中学生提供辅导业务、个性化业务、复读业务和在线业务；与职业院校深入合作，投入专业研发团队和资源，向学生提供全封闭管理课程，培育新型的职业人才；推出卓越3+证书高职高考班，借助多年教学沉淀帮助学生全面提升。	25.20%
全日制备考项目	包含中考学校、高考学校、艺文学苑、全日制春季高考，多个校区覆盖广州、深圳和上海；卓越全日制中高考，创立于2000年，超25年中高考办学经验，坚持科技助力教学与管理。	0.98%

资料来源：公司官网、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

1.2 公司发展历程

公司的发展可以分为三个阶段：

第一阶段：初创与区域深耕（1997-2008 年）

公司于1997年在广州成立，初期专注于K12学科类教育服务。2000年，卓越高考学校成立；2002年，公司成为全国教育科学“十五”规划课题实验学校；2001年被广州市政府收录进《广州年鉴》；2005年，卓越中考学校成立；2006年，卓越一对一个性化辅导中心成立。在此阶段，卓越教育通过建立区域分校，逐步在华南地区树立了品牌影响力，成为区域教育服务的龙头企业。

第二阶段：全国扩张与业务多元化（2009-2020年）

2009年，卓越教育在上海开设首家区域分校，标志着其从华南走向全国；2013年，公司成立产品中心，进入产品驱动模式；2014年推出“嘀嗒文学”，开启素养教育之路；2017年中国民办教育协会授权成为“教育培训行业教师专业水平认证授权考点”；2018年，卓越教育成功在香港联交所主板上市，同年开始布局校内课后服务；2020年，公司全面加速教育OMO（Online-Merge-Offline）进程，联合中国联通推进“5G+教育”生态布局。此阶段，公司实现了从区域龙头到全国性教育综合服务商的跨越。

第三阶段：素质教育转型与AI赋能（2021年至今）

2021年“双减”政策出台后，卓越教育面临学科类培训业务的大幅收缩，但积极转型素质教育和职业教育。2022年，公司研发的9个素质教育产品通过广东省非学科教育鉴定，同年净利润恢复增长。2024年，素质教育业务收入达7.82亿元，同比增长411.75%，占总收入的64.74%，成为业绩增长的核心引擎。同时，公司坚定推进“All in AI”战略，推出“青椒AI助教”、“AI·爱阅读”、“AI批改”等智能体，构建覆盖教学、管理与服务的AI生态系统。2024年全年收入达12.07亿元，同比增长125.2%；扣非归母净利润2.11亿元，同比增长74.21%。2025年，公司进一步优化AI教学系统，推出个性化推题功能，提升教学效率和学生学习体验。

表 2：公司发展历程

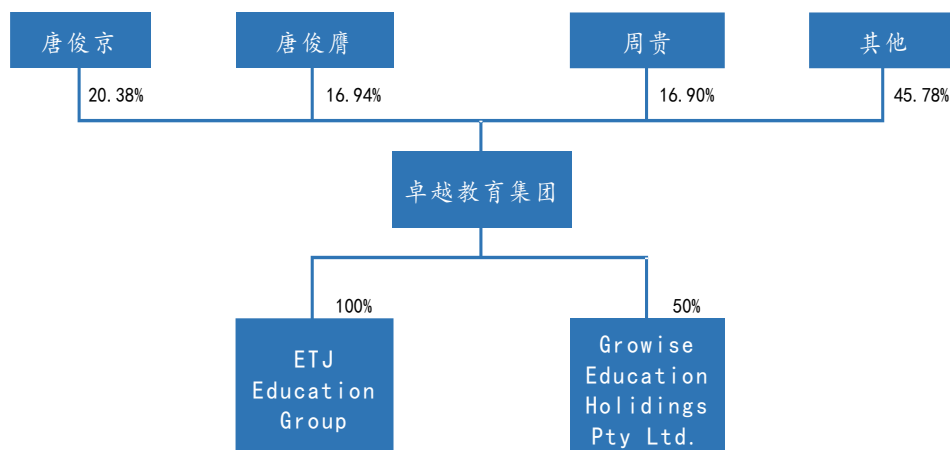
年度	事件
1997	公司于1997年在广州成立，初期专注于K12学科类教育服务
2000	卓越高考学校成立
2005	卓越中考学校成立
2006	卓越一对一个性化辅导中心成立
2009	在上海开设首家区域分校，标志着其从华南走向全国
2014	推出“嘀嗒文学”，开启素养教育之路
2018	成功在香港联交所主板上市，同年开始布局校内课后服务
2021	“双减”政策出台，面临学科类培训业务的大幅收缩，积极转型素质教育和职业教育
2022	研发的9个素质教育产品通过广东省非学科教育鉴定，同年净利润恢复增长
2024	素质教育业务成为业绩增长的核心引擎，推进“All in AI”战略

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司股权架构

公司股权结构稳定，由创始人团队手握控股权，股权集中度较高。截至 2024 年报披露，唐俊京持股比例为 20.38%，唐俊膺持股 16.94%，周贵持股 16.90%，三人合计持股比例超 50%。

图 1：公司股权架构（截至 2024 年报）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

公司管理团队行业经验丰富。唐俊京担任执行董事、董事会主席兼集团总裁，唐俊膺担任执行董事、资深副总裁，二者为双胞胎兄弟。周贵担任执行董事、高级副总裁。唐俊京、唐俊膺及周贵三位在中国教育行业均拥有逾 27 年经验。关玮莹担任执行董事、副总裁，加入卓越教育前有两段市场任职经历。郑洪章担任财务总监，在财务管理方面拥有逾 20 年的经验。

表 3：公司高管团队履历

姓名	职务	年龄	履历
唐俊京	董事会主席、执行董事、行政总裁	55	唐俊京先生负责公司的整体发展、运营及管理。唐俊京先生于1997年10月联合创立本集团，担任广州卓越教育培训中心(自1998年6月至2000年9月称为「广州卓越教育补习中心」)的主要高级管理层成员。彼于2010年8月27日获委任为董事及于2018年6月13日获委任为执行董事，并于2018年6月13日获委任为董事会主席兼行政总裁。自2000年7月，彼担任广州市卓越里程教育科技有限公司的董事兼董事会主席，并自1997年10月至2000年6月担任广州卓越教育培训中心的校长。唐俊京先生于中国教育行业拥有逾27年经验。
唐俊膺	执行董事、高级副总裁	55	唐俊膺先生负责对公司的整体管理及创新事业部的整体运营及管理。唐俊膺先生于2011年1月21日获委任董事及于2018年6月13日获委任为执行董事。唐俊膺先生于1997年10月联合创立本集团，担任广州卓越教育培训中心的主要高级管理层成员。彼自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。唐俊膺先生于中国教育行业拥有逾27年经验。唐俊膺先生自2016年12月亦担任霍尔果斯乐学创业投资有限公司的董事。于共同创立本集团前，唐俊膺先生自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。
周贵	执行董事、高级副总裁	53	周贵先生负责对公司进行整体管理及负责行政管理、素质教育及战略性合作。周先生于1997年10月联合创立本集团，担任广州卓越教育培训中心的高级管理层成员。彼于2011年1月21日获委任为董事及于2018年6月13日获委任为执行董事。周先生于中国教育行业拥有逾27年经验。周先生自2016年12月起亦担任霍尔果斯乐学创业投资有限公司的董事。自1994年7月至1997年9月，彼担任广州市瑞雅广告有限公司副经理。周先生于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。
关玮莹	执行董事、副总裁	55	关玮莹女士负责悦学事业部的整体运营及管理。关女士于2009年2月加入本集团，并于2023年3月1日获委任为本公司资深副总裁。彼自2017年9月起一直担任卓越里程的副总裁。彼自2009年2月至2017年8月期间曾担任本集团市场总监、东莞分校校长和广州分校校长等职务。在加入本集团之前，关女士于1993年7月至2005年10月任职于阿克苏诺贝尔太古漆油(广州)有限公司，且于离职时担任该公司泰国区域的市场总监。自2006年2月至2007年12月，彼担任房地产开发商太古汇(广州)发展有限公司的市场经理。关女士分别于2001年6月及1993年7月获得暨南大学的工商管理硕士学位和中山大学国际贸易学学士学位。
郑洪章	财务总监	52	郑洪章先生负责公司财务管理及投资者关系工作。郑先生于2017年2月加入本集团，并于2018年6月13日获委任为本公司首席财务官。彼自2017年2月起一直担任卓越里程的首席财务官。郑先生在财务管理方面拥有逾20年的经验。在加入本集团之前，郑先生自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。自2004年7月至2006年7月，彼担任乐百氏(广东)食品饮料有限公司业务部财务经理。

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

1.4 公司财务分析

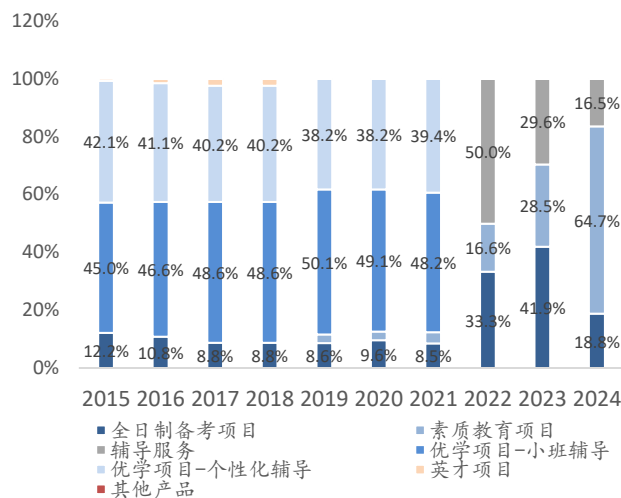
从收入端看，2015-2019 年，公司营业收入呈增长趋势，CAGR 达 25%。2020 年受疫情影响，招生人数与总辅导课时均有所下滑，但公司积极应对，持续推出更多短期课程以维护客户资源，营业收入未出现大幅下滑，同比减少 7.74%至 16.92 亿元。2021 年“双减”政策及疫情压力下，公司仍实现了约 19 亿元的营收，同比增长 12.51%。

“双减”政策后，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 2022 年同比下滑约 74.1%。但 2023 年起，公司转型成效逐步显现，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，公司收入结构出现较大变化，素质教育业务呈现高速增长趋势。2024 年，素质教育收入同比增速达 411.75%，占总收入 64.7%，未来有望成为公司收入增长的主要驱动力。2024 年全日制备考/辅导服务业务收入分别增长 0.98%/25.2%，占比总营收降至 18.8%/16.5%。

图 2：2015-2024 年公司营收及同比变化（单位：亿元）



图 3：2015-2024 年公司收入结构变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

从利润端看，2020 年受外部环境影响，公司扣非归母净利润同比-111.38%至-0.1 亿元。2021 年“双减”政策颁布，公司积极进行调整转型，由于业务变动、校区关闭、计提人员经济补偿金及对外投资减值亏损，致使公司亏损 1.00 亿元，同比-625.00%。2022 年公司完成合规化转型后，实现扣非归母净利润 0.51 亿元，同比+158.08%，实现扭亏为盈。2024 年公司实现扣非归母净利润为 1.93 亿元，同比+74.21%，进一步延续复苏态势。

从费用端看，2020/2021/2022/2023/2024 年公司销售费用率分别为 11.53%/9.53%/6.33%/5.16%/6.90%。2020 年，销售费用率较高主要系公司推出更多短期引流课程增加老师人工成本，同时还有应对外部环境增加的额外费用；2020 年后公司推广活动减少，销售费用率持续下行；2024 年，销售费用率回升，主要系招生费用增长较多。2020/2021/2022/2023/2024 年公司管理费率分别为 12.66%/11.74%/17.29%/11.45%/12.71%，2022 年主要由于收入规模大幅下降影响分母端，导致费率表现承压；2023 年伴随业务进一步调整，经营逐渐步入正轨，经营效率有所改善，管理费用率回落至正常水平。

图 4：2015-2024 年公司净利润及同比变化（单位：亿元）

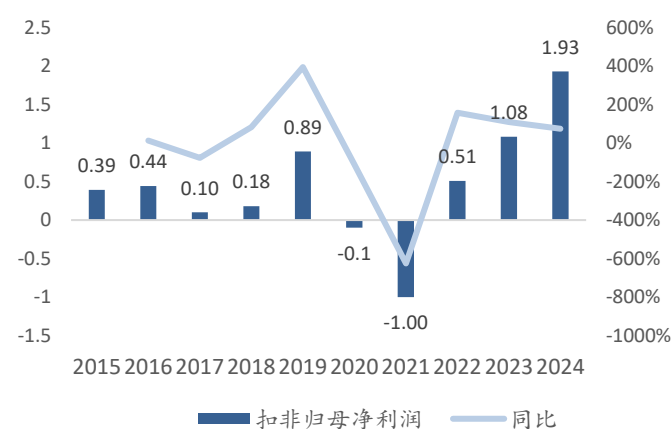
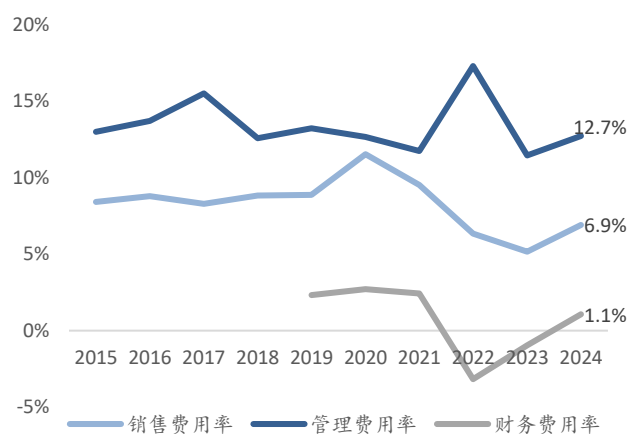


图 5：2015-2024 年公司费用率变化

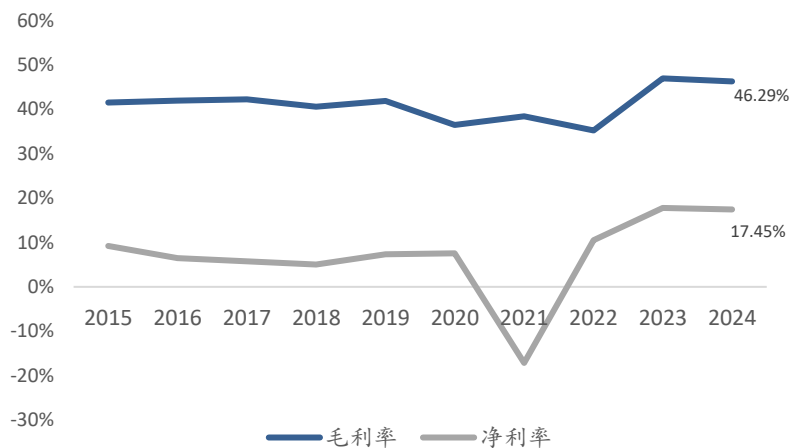


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

从盈利水平看，2020/2021/2022/2023/2024 年公司销售毛利率分别为 36.45%/38.41%/35.24%/46.98%/46.29%，2022 年业务调整导致毛利率处于历史低位，2023 年业务逐渐理顺，人员效率和经营效率显著提升，人工及租金成本降低，使得公司毛利率大幅提升。2020/2021/2022/2023/2024 年公司净利率分别为 7.55%/-17.14%/10.54%/17.78%/17.45%，2021 年受到“双减”政策影响，净利率大幅下滑；后续伴随业务调整逐渐落地，公司净利率实现较大幅度反弹，盈利水平显著提高，公司业务调整效果较为显著。

图 6：2015-2024 年公司毛利率及净利率变化



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2. 行业：政策改善，供给出清，需求强韧

2.1 政策：“双减”政策优化，素质教育受支持

回顾我国校外教育培训政策治理环境的变迁，可以分为四个阶段：

阶段一：萌芽与默许期（1990 年 - 2010 年初）

这一阶段校外培训作为学校教育的补充自发兴起，政策监管几乎空白。聚焦于办学资质审批（如《民办教育促进法》2003），未针对培训内容、收费或资本运作设限。行业以学科补习为主的小型机构快速发展，尚未形成规模化产业。社会普遍视其为“提分帮手”，未引发系统性问题关注。

阶段二：规范探索期（2013-2018 年）

2013 年，教育部在《小学生减负十条规定》首次提及限制校外培训时间，但缺乏实施细则。2018 年，教育部、民政部、人力资源社会保障部等四部门印发《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，开启全国摸排整治，主要排查机构办学许可、消防安全、超前教学（如“奥数”竞赛挂钩升学）、教师资质（禁止在职教师兼职），要求停业整改或取缔无证机构，治理集中于“合规性”（证照安全），未触及资本扩张本质、广告营销乱象及教育焦虑根源，整改后行业迅速反弹。

阶段三：严监管与矛盾积累期（2018-2020 年）

行业政策监管升级，2018 年 8 月国务院发布《关于规范校外培训机构发展的意见》，首次系统性规范，要求教培收费周期≤3 个月、培训结束时间≤20:30、不得留作业。2019 年 7 月，教育部等六部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》，将线上机构纳入监管，要求公示教师信息、课程内容，限制课时时长。虽然监管加严，但头部机构继续融资扩张，以“预付费”改头换面、线上课程超时等方式规避监管，且学校减负政策与升学竞争压力错位，行业矛盾加剧。

阶段四：“双减”政策时代（2021 年至今）

2021 年 7 月，由中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，即“双减”政策，明确学科类培训应登记为非营利机构，且不再审批新的面向学龄前儿童的校外培训机构和面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，高中阶段参照执行。政策对学科培训的业务开展、资本运作等提出严格限制，实现了学科培训机构的大规模清退。

2024 年 2 月，在“双减”政策的基础上，教育部发布《校外培训管理条例》（征求意见稿），征求意见稿细化 K9 学科培训限制条款，明确学科和非学科分类管理，K9 学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），非学科、高中阶段与 K9 学科管理界限更清晰，不再提及参照 K9 学科执行。鼓励政府引入高质量非学科类校外培训参与学校课后服务，为未来行业转型发展指明了发展方向。

表 4：教培行业主要政策梳理

时间	政策
2012 年	《关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》
2016 年	《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》
2018 年	《关于规范校外培训机构发展的意见》：严禁超前教育以及竞赛入学等行为
2019 年	《关于规范校外线上培训的实施意见》：对互联网教育的无序扩张进行规范，严禁超前超标教育。
2021 年 7 月	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》
2021 年 9 月	《学科类校外培训机构转型指引》
2021 年 12 月	《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(试行)》
2022 年 11 月	《教育部办公厅等十二部门关于进一步加强学科类隐形变异培训防范治理工作的意见》
2022 年 12 月	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》：非学科类培训成为学校教育的有益补充
2023 年 11 月	《广东省教育厅关于切实解决面向中小学生的非学科类校外培训机构审批工作系列问题的通知》
2024 年 2 月	《校外培训管理条例(征求意见稿)》：未提及高中阶段

资料来源：卓越教育集团、国元证券经纪（香港）整理

表 5：“双减”政策优化后要点梳理

校外培训分类	K9 学科	转为非营利性机构，禁止设立涉及义务教育阶段（小学与初中）的营利性民办学校和校外培训机构。
	K9 非学科	教培机构申请牌照后可进行营利性非学科培训业务。鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务。
	高中阶段	高中阶段校外培训不再参考义务教育执行“双减”政策。

资料来源：广东省教育厅、国元证券经纪（香港）整理

地方的具体执行政策：1) 针对学科类的判定：广东省 2021 年指引，素养培训提供的内容在义务教育课标内的占比 $\leq 50\%$ ，视为不具有学科类别属性特征；上海等地区判定聚焦课标和相关教材规定的知识即为学科类培训机构；2) 网点设立：广东省仅明确营利性培训机构跨县（市、区）设立分支机构须报所在地审批，上海明确持证校外培训机构可在住所所在区按标准设立培训点（即一区一证）。

2.2 供给：学科培训机构大幅出清

“双减”政策明确 K9 学科类机构需登记为非营利性机构，并从培训材料、违规行为、审批制度、预收款监管、收费监管、广告管控等方面做出详细指导和要求，同时组建公众监督队伍，加强日常监管和执法巡查，因此，K9 教培机构在“双减”政策实施后数量骤减。

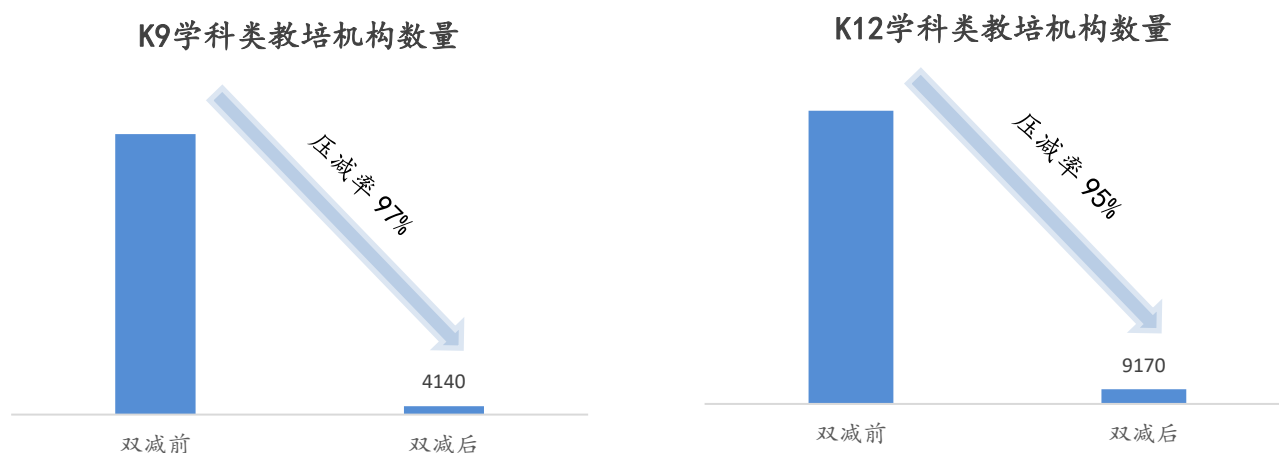
2022 年 10 月，第十三届全国人民代表大会发布“双减”报告，“双减”政策实施后，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的 12.4 万个压减至 4932 个，压减率 96%，线上学科类培训机构由原来的 263 个压减至 34 个，压减率 87.1%。

根据思瀚产业研究院报告，截至 2024 年 5 月中，全国 K12 学科类校外培训机构约 9170 家，是“双减”前的 5%，其中义务教育阶段学科培训机构约 4140 家，是“双减”前的 3%。

“双减”后，学科类培训受政策监管限制，高中校外学科培训收费标准通常由政府指导价管理，收费整体压降。现阶段，政策积极引导素质教育，更多机构

开始转型素质教育课程培训业务。目前全国大部分地区已出台《非学科类校外培训类别细目清单》，并逐步发放营利性非学科类办学许可证。非学科营利性牌照的发放呈现有序增长的趋势，截至 2025 年 6 月，义务教育阶段非学科营利性机构共约 9.6 万家，同比增长约 4.2%，接近“双减”前的 80%。

图 7：“双减”政策后，学科类教培机构数量骤减



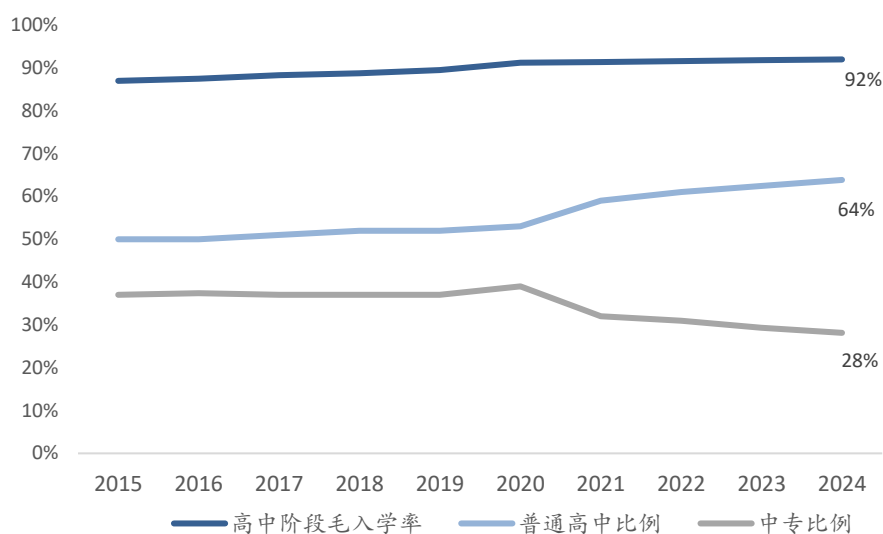
资料来源：思瀚产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

2.3 需求：素质教育刚需性增强

随着国家教育改革的深入，教育理念、教育目标、教育方式、教育角色也一变化。教育观念逐渐从应试教育为主，到应试与素质并重，再到如今转向素质教育，在多元化评价体系下，更强调学生的综合素养与创新能力，鼓励学生个性化发展。随着国家政策对素质教育的推动，加之我国居民重视教育的传统观念仍占主导地位，当前素质教育主要消费人群已从早期的高线城市中高收入家庭子女为主，渗透至更为广泛的中低收入家庭。

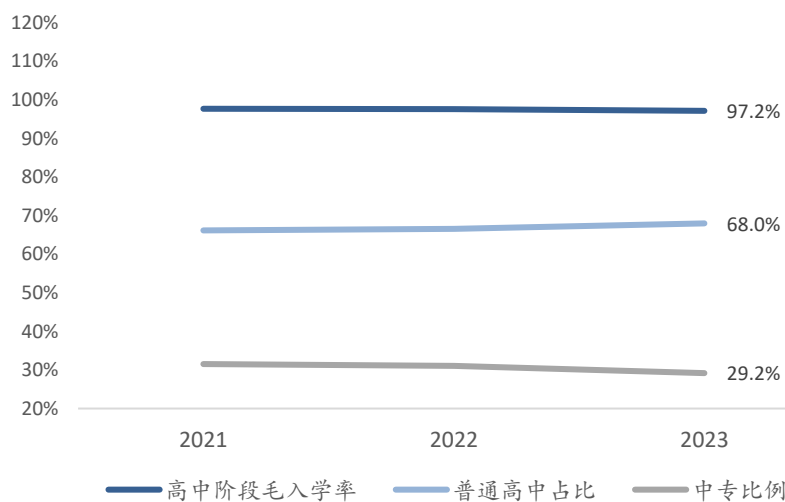
此外，中考、高考的升学压力一直存在，且校内优质教育资源有限，寻求校外培训成为中国家庭的重要方式，居民对教育培训的需求依旧强韧。根据国家统计局数据，2022/2023/2024 年全国高中阶段毛入学率为 91.6%/91.8%/92.0%，当中全国中考考生去往普通高中比例分别为 61%/62%/64%；根据广东省教育厅数据，2021/2022/2023 年广东省高中阶段毛入学率为 97.7%/97.6%/97.2%，当中去往普高的比例分别为 66.2%/66.6%/68.0%。虽然国家开始扩大高中学位，但仍然有 3 成左右的学生面临就读中专或者失学。

图 8：全国高中阶段教育毛入学率及去往普高/中专比例



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

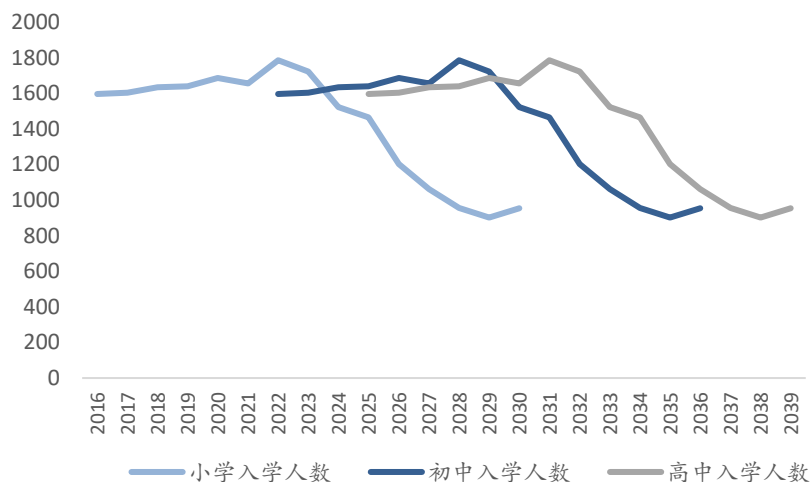
图 9：广东省高中阶段教育毛入学率及去往普高/中专比例



资料来源：广东省教育厅、国元证券经纪（香港）整理

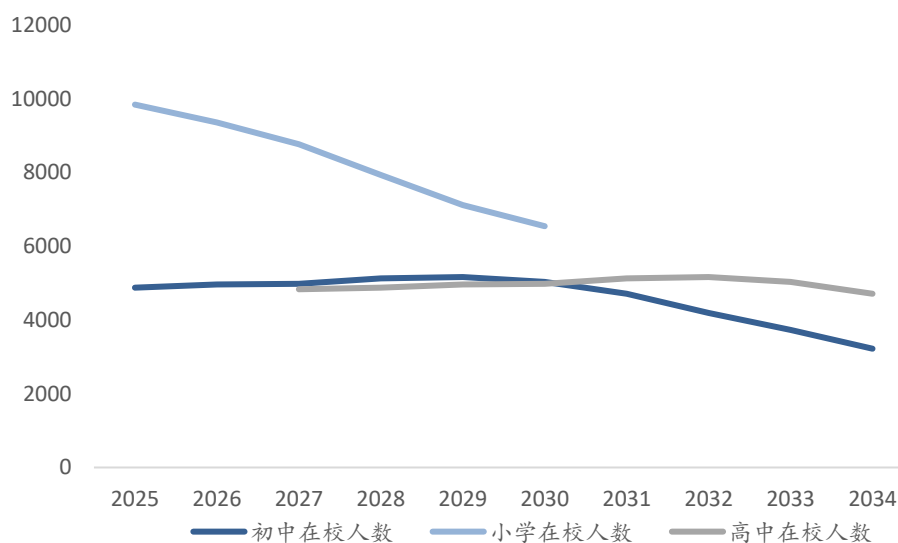
从我国出生人口角度，推算未来小学/初中/高中入学人数的变化趋势，根据国家统计局数据，我国出生人口在 2016 年达到顶峰 1723 万人，其对应小学/初中/高中入学人数的高峰分别在 2022/2028/2031 年，随后开始下行。因此，未来 3 年和 6 年我国初中和高中的入学人数仍在增长，我们预计初中和高中在校人数分别在 2029/2032 年到达顶峰。

图 10：以我国出生人口推算小学/初中/高中入学人数变化趋势（单位：万人）



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 11：以出生人口推算，我国初中/高中在校人数分别在 2029/2032 年到达顶峰（单位：万人）

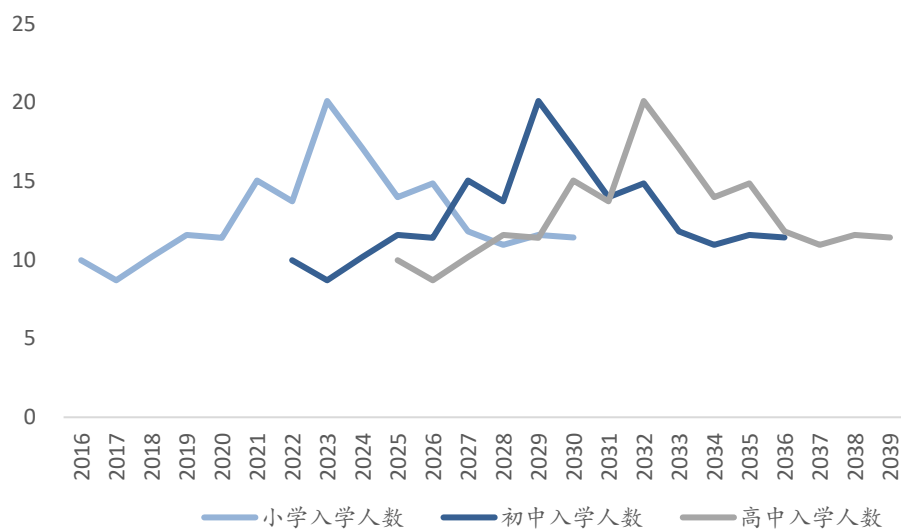


资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

根据广州市统计局数据，广州市出生人口在 2017 年达到顶峰 20.10 万人。若以广州市出生人口推算，广州市小学/初中/高中入学人数的高峰分别在 2023/2029/2032 年，随后开始下行，预计小学/初中/高中在校人数分别在 2026/2031/2034 年达到顶峰。受益于广东省外来人口持续净流入，广州市常住

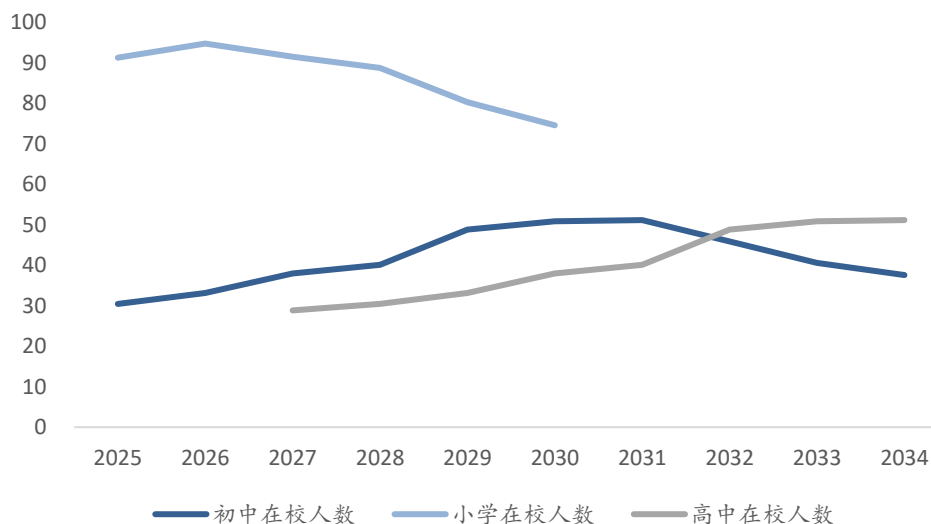
人口持续增加，因此整体入学人口韧性优于全国水平，峰值也较全国平均水平有所延迟。

图 12：以广州市出生人口推算小学/初中/高中入学人数变化趋势（单位：万人）



资料来源：广州市统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 13：以出生人口推算，广州市小学/初中/高中在校人数分别在 2026/2031/2034 年达到顶峰（单位：万人）



资料来源：广州市统计局、国元证券经纪（香港）整理

我们测算校外培训市场规模以「市场规模 = 在校生人数 * 参培率 * 客单价（每人每年）」进行估算。

1) 全国市场规模测算：

- 基于全国出生人口及过往入学人口进行调整，我们预计 2025 年全国 K12 在校人数 1.94 亿人，假设参培率为 30%，年人均客单价为 1 万元，则对应市场规模为 5814 亿。（客单价假设：按一期 1500 元、四期 6000 元计算，每人报 1.5 - 2 门课，综合得出单个学生年消费约 1 万元。）
- 假设参培率每年渗透 0.5 个百分点，客单价每年提升 2%，则到 2030 年，全国 K12 校外培训市场规模为 5867 亿。由此可见，虽然未来 5 年全国 K12 在校人数减少，但随着参培率和客单价的提升，整体市场规模仍在增长。

2) 广州市场规模测算：

- 基于广州市出生人口及过往入学人口进行调整，我们预计 2025 年广州市 K12 在校人数 203 万人，假设参培率为 40%，年人均客单价为 2 万元，则对应市场规模为 162 亿。（客单价假设：按一期 3000 元左右、四期 1.2 万元计算，每人报 1.5 - 2 门课，综合得出单个学生年消费约 2 万元。）
- 假设参培率每年渗透 0.5 个百分点，客单价每年提升 2%，则到 2030 年，广州市 K12 校外培训市场规模为 202 亿。由于未来 5 年广州 K12 在校人数仍在增长，伴随着参培率和客单价的提升，2025-2030 年市场规模 CAGR 约 4.5%。

3) 深圳市场规模测算：

- 基于深圳市出生人口及过往入学人口进行调整，我们预计 2025 年深圳市 K12 在校人数 210 万人，假设参培率为 43%，年人均客单价为 2.2 万元，则对应市场规模为 199 亿。（客单价假设：按一期 3600 元左右、四期 1.44 万元计算，每人报 1.5 - 2 门课，综合得出单个学生年消费约 2.2 万元。）
- 假设参培率每年渗透 0.5 个百分点，客单价每年提升 2%，则到 2030 年，深圳市 K12 校外培训市场规模为 279 亿。由于未来 5 年深圳 K12 在校人数仍在增长，伴随着参培率和客单价的提升，2025-2030 年市场规模 CAGR 达 7.1%。

表 6：全国、广州、深圳 K12 市场规模测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全国K12在校人数（万）	19381	18978	18419	17765	17038	16351
参培率（%）	30%	30.5%	31.0%	31.5%	32.0%	32.5%
客单价（元/年）	10000	10200	10404	10612	10824	11041
全国K12市场规模（亿元）	5814	5904	5940	5939	5902	5867
广州K12在校人数（万）	203	209	213	213	215	215
参培率（%）	40.0%	40.5%	41.0%	41.5%	42.0%	42.5%
客单价（元/年）	20000	20400	20808	21224	21649	22082
广州K12市场规模（亿元）	162	173	182	188	196	202
深圳K12在校人数（万）	210	221	232	243	250	253
参培率（%）	43.0%	43.5%	44.0%	44.5%	45.0%	45.5%
客单价（元/年）	22000	22440	22889	23347	23814	24290
深圳K12市场规模（亿元）	199	215	233	253	268	279

资料来源：国家统计局、广州市统计局、深圳市统计局、国元证券经纪（香港）整理

2.4 竞争格局：行业朝有序发展，龙头占优

自“双减”政策后，一些小型教育培训机构不得不退出市场，供给侧大幅出清，而全国及区域性龙头纷纷完成义务教育阶段非学科培训业务、高中阶段学科培训业务的转型，龙头地位更加稳固，教培行业朝着有序发展。

目前教育行业上市的公司主要分布在 K12 教培、素质教育、高等教育、民办高中、成人教育、职业教育领域。K12 教培属于升学的刚需市场，是“双减”政策后，学科培训转为非学科素质教育培训的主要方式；素质教育类是指培训如琴棋书画、编程等能力，和升学相关性不大的业务；高等教育类是属于牌照经营的民办高校；成人教育类主要是考公、考编和考证的培训业务。

表 7：教育行业上市公司分类

K12教培	高等教育	成人教育
新东方（EDU/9901.HK）	中汇集团（0382.HK）	粉笔（2469.HK）
好未来（TAL）	中国科教产业（1756.HK）	中公教育（002607）
卓越教育集团（3978.HK）	中国科培（1890.HK）	尚德机构（STG）
思考乐教育（1769.HK）	中教控股（0839.HK）	职业教育
学大教育（000526）	建桥教育（1525.HK）	中国东方教育（0667.HK）
昂立教育（600661）	新高教集团（2001.HK）	
豆神教育（300010）	民办高中	
素质教育	天立国际控股（1773.HK）	
盛通股份（002599）		

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

在 K12 教培领域，收入规模领先的是新东方和好未来，新东方作为老牌教育机构，在全国拥有较高的知名度，好未来专注在线教育领域，获得家长和学生的普遍信赖与认可；在华南地区，卓越教育立足广州大本营，后陆续扩张到深圳、珠海、东莞等地，思考乐“双减”政策后在深圳加密布局，并积极在广州开拓市场，卓越教育和思考乐虽然规模远不及新东方和好未来，但凭借区域高口碑与精准布局，持续巩固华南份额护城河。

表 8：主要 K12 教培机构主要经营数据对比（截至最新财年）

	新东方 (EDU. N/9901. HK)	好未来 (TAL. N)	思考乐教育 (1769. HK)	卓越教育 (3978. HK)
成立时间	1993	2003	2012	1997
收入（亿元）	309	161	9	11
净利润（亿元）	22.2	6.1	1.5	1.9
毛利率	52.5%	53.3%	39.1%	46.3%
净利率	10.0%	3.7%	17.1%	17.5%
全职员工	67,935	23,000	1,417	3,072 (教职工人数 1,527)
营收占比	教育服务及备考课程/ 留学咨询/自有品牌及 直播电商占比62.97%/ 10.19%/20.88%	学习技术与内容解 决方案/学习服务占 比31.79%/ 68.21%	辅导服务/素质教育 占比 10.03%/89.97%	全日制备考/辅导服 务/素质教育占比 18.76%/16.46%/ 64.74%
学生人数	2,454,000 (非学科辅导课程)	-	348,523 (非学业素质课)	-
员工流失率	-	-	22.6%	19.21%
合约负债	17.5亿美元/+15.0%	6.71亿美元/+56.7%	2.41亿美元/-12.8%	6.02亿元/+184.3%

注：新东方最新财年截至2024年5月31日，好未来最新财年截至2025年2月28日，思考乐教育和卓越教育最新财年截至2024年12月31日；合约负债中，新东方为截至2025年2月28日的三个季度数据，其他三家公司为最新财年数据。

资料来源：Wind、各公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3. 区域优质品牌，强教固本，深耕华南

3.1 卅载强品牌，K12 全矩阵覆盖

作为华南地区头部教育服务提供商，公司从 1997 年成立至今已有 27 年教育经验，凭借多年在教育行业的深耕及优质服务，积累了良好声誉及强大品牌力。

2022 年，公司凭借突出的党建工作被广州市教育局和市民办教育协会评为“第二批民办教育党建工作示范点”，是获得该荣誉的主体中唯一一家民办教育机构。2024 年，公司连续荣获新浪微博教育三项大奖——“2024 年度影响力教育品牌”“2024 年口碑素质教育领导力品牌”以及“2024 年度儿童教育领导力品牌”。

“双减”政策前，公司续课率保持在 70%以上水平，“双减”政策后，公司完成合规转型，近期广州暑期续课率接近 80%，课程质量稳步提升，品牌口碑一直表现优异。

表 9：公司所获荣誉及表彰情况

时间	奖项及表彰
2015	中国好教育·品牌影响力教育集团
2016	新浪全国五星金牌教师团队、全国优秀教研团队、羊城教育金鼎奖·年度最受学生欢迎机构
2017	年度知名素质教育品牌、年度南粤影响力教育品牌、年度影响力教育品牌
2018	粤港澳大湾区教育质量评价金质奖、年度品牌影响力素质教育机构、广东民办职业与培训教育先进单位、广州民办教育先进集体
2019	广东民办教育四十周年突出贡献机构
2020	年度民办教育机构十强、新浪年度综合影响力标杆教育集团、大湾区金质教育品牌、广东民办教育四十周年突出贡献机构
2021	年度越秀区民办教育优秀举办者
2022	年度越秀区民办教育优秀举办者
2023	新浪年度口碑影响力职业教育品牌奖、腾讯年度影响力素质教育品牌奖、年度深圳最值得网民信赖品牌奖
2024	新浪年度影响力教育品牌、新浪年度口碑素质教育领导力品牌、新浪年度儿童教育领导力品牌

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

随著行业监管的逐步落实，公司围绕“素质教育+全日制复习+职业教育”的核心战略体系，加快素质教育业务的发展，加强职业教育领域的探索，全面满足 K12 多元化需求，为学生提供更丰富、更优质的教育服务和产品。

➤ **素质教育：**公司成立之初便进入素质教育领域，2014 年推出嘀嗒文学，在国学美育类赛道保有优势口碑与地位。“双减”后，公司对原有热门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的非学科语文类产品。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。同时，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为学生和家长构建一站式素质教育基地。

图 14：公司多元思维课程亮点



资料来源：公司公众号、国元证券经纪（香港）整理

- **全日制复习：**公司全日制中高考创立于 2000 年，超 25 年中高考办学经验，主要业务包含中高考复读学校、艺术体育生文化课辅导、以及春季高考。目前团队由双一流/QS 世界百强名校毕业名师组成，均有多年高三毕业班执教经验，平均 12 年教龄，且深度参与高考命题研究，深谙高考命题规律。公司复读学校主要分布来看，公司在广州有四大校区，分别落座于天河区、花都区、越秀区和海珠区，在上海杨浦区也有一个中考复读学校。
- **职业教育：**2022 年，公司开启新篇章，建立职业教育战略布局。公司顺应国家职教改革大方向，集结了一批优秀教学人才和资源，整合公司 20 多年的教学沉淀，研发并推出了高职高考班，助力中职生提升文化素养，升入理想大学。公司通过与民办高校、公办职业院校合作，培养新型职业技术人才，为中职院校学生量身打造全封闭管理课程，提供全程、全科、全方位的教育服务；公司推出卓越“3+证书”高职高考班，采取小班化教学、三师课堂策略，由资深教师通过讲、练、测等多位一体的闭环方式进行授课，以职教高考为导向，帮助学生圆梦理想高校。

3.2 “强语文”为根基，拓展编程等领域

公司拥有强语文优势，在语文类产品赛道上，始终保持着头部教育品牌的优势

口碑和强势地位。至 2018 年，卓越“强语文”品牌已经深入人心，有口皆碑。在“双减”政策后，公司快速推动素质教育产品的创新和升级，原有语文学科培训优势复用，充分发挥其“双减”前“强语文”优势，向非学科素养课转型。在语文领域，公司着重“奇趣小记者”、“嘀嗒文学”、“文学美育”三款产品，分别专注培养孩子的“能说善写，爱表达”、“阅读兴趣、阅读思维和阅读能力，提升人文修养”、“文学艺术的感受力、鉴赏力和创造力”的能力。

国家对语文学科的重视程度日益提高，最新语文课程标准（2022 年版）明确界定了义务教育阶段语文的四大核心素养，分别是文化自信、语言运用、思维能力以及审美创造，在课时占比上，要求语文课时占比 20-22%，而英语和数学分别占据 6-8%和 13-15%。公司作为“强语文”为根基发展的教育培训机构，在国家重视语文教育的环境下，教学优势愈发突出。

图 15：公司主要素养产品



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

此外，公司在素质转型过程中，多个重点项目陆续推出，其中「i01 编程」是公司全新的青少年编程教育子品牌，教学实力强大。卓越编程课程是广东省最早通过鉴定的非学科培训产品之一，目前已成为由信息学奥赛主办单位中国计算机学会（CCF）举办的 GESP 考级服务最高星级合作伙伴，同时也作为由工信部直属单位广东省电子学会（CIE）主办的世界机器人大会青少年机器人设计与信息素养大赛（广东赛区活动）、广东省中小学信息技术创新与实践大赛两大赛事的赛项技术支持单位。

2024 年，公司人工智能集训队在信息学奥赛 CSP-J/S 复赛中获奖率达 92.5%，在 2024 世界机器人大赛（全国）总决赛 ENJOY AI 赛项中获奖率达 100%。在世界机器人大会青少年机器人设计与信息素养大赛（广东赛区活动决赛）和广

东省中小学信息技术创新与实践大赛决赛中，上千名 i01 编程学员荣获省级决赛奖项。

国家重视中小学人工智能教育，在《教育强国建设规划纲要（2024-2035 年）》中明确要求以教育数字化开辟发展新赛道，促进人工智能助力教育变革。广东省为响应国家教育数字化战略，推出了“2+1”方案，当中有特别规范了人工智能课程的各个方面，比如在课时上，小学 1-4 年级每学年至少 6 课时，5-6 年级至少 10 课时，初中 7-8 年级每两周至少 1 课时，高中在高一或高二每两周至少 1 课时。公司顺应教育新方向，推出人工智能编程课程，且教学实力强大，有望持续受益。

图 16：公司人工智能编程集训队获得全国赛奖项



资料来源：公司公众号、国元证券经纪（香港）整理

3.3 立足广州，拓展大湾区

随着大湾区人口的持续净流入，教育文化娱乐类消费支出保持增长，对优质教育资源的需求持续提高，特别是广州、深圳、佛山等城市，教育市场潜力大。根据国家统计局数据，2024 年末，广东省常住人口 12,780 万人，新增 74 万人，外来人口净流入 27 万人，全年出生人口 113.3 万人，在人口总量、常住人口增量、出生人口等多个指标均居全国首位。

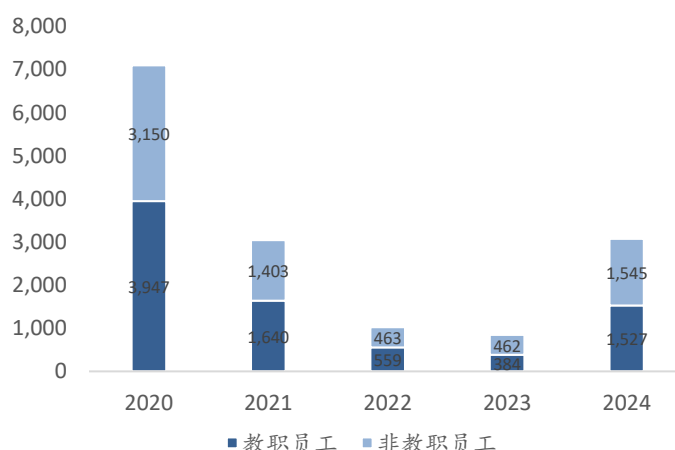
公司计划继续深耕广州本部，持续渗透至郊区，同时，将大力拓展深圳和佛山市场，结合当地文化特色教育政策，设计具有本土特色的课程体系，提供更贴

合本土市场需求的高质量素质产品，将加大在深圳、佛山的资源投入，包括新增网点、引进优秀教师、优化教学设施、改善教学环境等，持续提升品牌知名度和市场竞争力。

“双减”政策之前，公司的学习中心覆盖广州、深圳、中山、佛山、珠海、上海、东莞、南宁、北京等多个城市。“双减”政策后，公司进行素质教育转型，且开始关闭大量学习中心。目前，公司业务主要集中在广州，并积极拓展大湾区市场。截至 2024 年底，公司网点数量超 190 个，2025 年预计新开 40 个校区，上半年已累计新开 20 个校区，主要集中在广州周边（15 个）及佛山市（5 个）。

受“双减”政策影响，公司在 2021-2022 年对教职工人数进行了大幅优化并暂停了校招，雇员数量大幅减少。2023 年以来由于行业监管常态化，教育需求持续旺盛，公司开始加快补充师资力量，教师数量逐步恢复。截至 2024 年底，公司共有 3,072 名员工，其中教职员工占比接近 50%，持续补充优秀教师数量。

图 17：公司教职工人数变化



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司业务按照素质教育、辅导项目、全日制备考进行拆分：

- **素质教育：**公司在“双减”政策实施前，就布局素质教育，政策实施后公司积极调整战略，全力投身于素质教育领域的转型，并持续增加对素质教育的投入，公司 K9 教育积累深厚，在升学培训刚需背景下将稳步增长，预计 2025/2026/2027 年素质教育收入分别为 16.12/19.67/23.60 亿元，增速为 126%/22%/20%。

- **辅导项目：**由于“双减”政策对 K9 学科培训业务的限制，公司的学业辅导课程培训重心将主要转向高中阶段。高中业务受益于广东在校生数量保持增长，预计 2025/2026/2027 年收入分别为 2.14/2.50/2.91 亿元，增速为 18%/17%/16%。
- **全日制备考：**此部分业务外生刺激不强，在高中学位放宽等背景下，预计收入体量将有所缩小，2025/2026/2027 年收入分别为 1.69/1.64/1.60 亿元，增速为 -18%/-3%/-2%。

毛利率及费用率方面，考虑到公司仍在省内扩张阶段，我们谨慎假设 2025/2026/2027 年毛利率同比下降至 45.8%/45.0%/44.3%，费用端，随着省内扩张步伐下适当调升，销售费用、行政及管理费用率维持在 21% 左右。

表 10：公司收入拆分

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、素质教育	82	139	713	1612	1967	2360
同比		71.1%	411.7%	126%	22%	20%
占营收比例	16.59%	28.49%	64.74%	80.81%	82.61%	83.96%
2、辅导项目	245	145	181	214	250	291
同比		-40.9%	25.2%	18%	17%	16%
占营收比例	49.96%	29.62%	16.46%	10.73%	10.52%	10.34%
3、全日制复习项目	164	205	207	169	164	160
同比		25.2%	1.0%	-18%	-3%	-2%
占营收比例	33.29%	41.85%	18.76%	8.46%	6.87%	5.70%
营业收入	491	489	1102	1995	2381	2811
同比		-0.4%	125.2%	81.0%	19.3%	18.1%
毛利		230	510	914	1073	1248
毛利率		47.0%	46.3%	45.8%	45.0%	44.4%
归母净利润		91	192	325	382	446
同比		62.1%	110.9%	68.9%	17.6%	16.8%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

我们预测公司 2025-2027 年实现收入 19.95/23.81/28.11 亿元，同比增长 81.2%/19.3%/18.1%；归母净利润 3.25/3.82/4.46 亿元，同比增长 68.9%/17.6%/16.8%；对应当前股价 PE 为 11.8/10.7/9.7 倍。

公司注重股东回报，逐年提升分红率，2025/2026 年计划派息比例分别为 60%/70%，股息分末期和中期两次派付，股息率在同业中具吸引力，反映公司良好的现金流能力，提升投资者信心。

公司成长空间充足，分红率高，且目前估值较低，给予目标价 6.89 港元/股，对应 2025 年 PE 为 15 倍，约 26.9% 上涨空间，给予“买入”评级。

表 11：同业估值对比（20250710）

公司名称	代码	收盘价（元）	市值 （亿元）	营业收入增速		归母净利润增速		PE	
		2025/7/10		FY1	FY2E	FY1	FY2E	FY1	FY2E
好未来	TAL.N	75.4	64.2	51.0%	38.3%	2467.5%	118.2%	92.3	34.4
新东方-S	9901.HK	37.9	680.3	43.9%	13.1%	74.6%	34.0%	43.3	21.0
思考乐教育	1769.HK	3.3	20.3	49.4%	34.9%	69.4%	51.4%	18.3	8.3
豆神教育	300010.SZ	9.0	186.8	-23.8%	31.8%	334.0%	49.7%	93.6	89.2
昂立教育	600661.SH	11.3	32.4	27.3%	29.9%	74.1%	176.2%	-69.1	85.0
学大教育	000526.SZ	47.8	58.2	25.9%	21.8%	16.8%	40.6%	28.8	23.2
卓越教育集团	3978.HK	4.94	46.0	125.2%	81.2%	117.1%	69.4%	19.3	11.8

注：新东方FY1截至2024年5月31日，好未来FY1截至2025年2月28日，其他公司FY1年截至2024年12月31日；卓越教育集团为公司预测数据。

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

5. 风险提示

- 行业竞争加剧
- 监管政策变化风险
- 行业参培人数下滑风险

【财务报表摘要】

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	282	512	1,021	1,309	1,642
应收帐款	97	118	219	261	308
其他流动资产	133	251	439	524	619
流动资产	512	881	1,678	2,094	2,569
固定资产净值	58	78	164	247	327
无形资产	24	22	21	21	21
其他长期资产	452	856	1,100	1,200	1,300
总资产	1,046	1,838	2,964	3,562	4,217
应付账款	106	222	405	484	571
应付负债	212	602	1,135	1,354	1,599
所得税负债	41	70	99	99	99
其他	52	75	148	177	209
流动负债	411	969	1,787	2,113	2,477
租赁负债	139	210	260	290	320
递延所得税负债	-	5	5	5	5
其他	-	-	-	-	-
总负债	550	1,184	2,052	2,408	2,802
非控股权益	-	(2)	(2)	(2)	(2)
股东权益	496	655	913	1,155	1,414
总权益	496	654	912	1,153	1,414
负债及权益合计	1,046	1,837	2,963	3,562	4,217

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	113	248	422	496	579
所得税	(23)	(56)	(97)	(114)	(133)
折旧	78	88	94	131	173
摊销	4	4	4	4	4
运营资金的变动	213	349	529	199	222
其他	(94)	192	(1)	(2)	(2)
经营活动产生现金流量	291	824	951	715	843
资本开支	(35)	(103)	(180)	(214)	(253)
其他	(110)	(382)	(247)	(104)	(104)
投资活动产生现金流量	(145)	(485)	(427)	(318)	(357)
长期负债	(6)	71	50	30	30
分红	-	(24)	(195)	(268)	(312)
回购	(0)	(11)	(5)	(5)	(5)
其他	(54)	(145)	-	-	-
融资活动产生现金流量	(60)	(109)	(16)	(108)	(153)
现金净变动	87	230	509	288	333
现金的期初余额	195	282	512	1,021	1,309
现金的期末余额	282	512	1,021	1,309	1,642

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	489	1,102	1,995	2,381	2,811
营业成本 (剔除折旧)	182	504	987	1,178	1,390
毛利	308	598	1,009	1,204	1,421
销售及行政管理费 (剔除摊销)	80	213	419	500	590
其他经营开支	31	47	50	50	50
利息折旧及摊销前利润	197	338	540	654	781
折旧	78	88	94	131	173
摊销	4	4	4	4	4
息税前利润	115	246	441	519	604
利息成本	9	12	16	19	21
利息收入	(10)	(17)	(23)	(35)	(44)
其他成本	3	3	3	3	3
除税前溢利	113	248	422	496	579
所得税	23	56	97	114	133
非控股权益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	91	192	325	382	446

主要财务比率					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长性 (%)					
营业收入增长率	-0.4%	125.2%	81.0%	19.3%	18.1%
净利润增长率	68.8%	110.9%	68.9%	17.6%	16.8%
盈利能力 (%)					
毛利率	47.0%	46.3%	45.8%	45.0%	44.4%
净利率	18.6%	17.5%	16.3%	16.1%	15.9%
ROE	12.0%	15.9%	24.6%	31.5%	29.8%
偿债能力 (%)					
资产负债率	52.6%	64.4%	69.2%	67.6%	66.5%
流动性					
流动比率	1.25	0.91	0.94	0.99	1.04
营运能力 (次)					
流动资产周转率	1.06	1.58	1.56	1.26	1.21
每股资料 (元)					
每股收益	0.12	0.26	0.42	0.46	0.51
每股净资产	0.59	0.77	1.17	1.40	1.62
估值比率 (倍)					
PE	40.79	19.34	11.82	10.69	9.70
PB	8.38	6.42	4.22	3.54	3.06

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>