

# 卓越教育集团 (03978.HK)

## K12 素质教育转型标杆，深耕华南行稳致远

优于大市

### 核心观点

**K12 素质教育转型标杆，深耕华南行稳致远。**卓越教育集团 (03978.HK) 是一家专注于华南 K12 教培的综合性教育公司。双减后完成 K9 转型，目前业务涵盖 K9 素质教育、高中辅导、全日制复习等，2024 年公司实现收入 11.02 亿元/+125%，三大业务占比分别为 65%/16%/19%。公司采取深耕华南市场的战略，以广东为核心市场加密网点，在深圳、佛山等城市持续渗透。

**K12 教培分类监管常态化，合规是 K12 教培企业健康发展的红线。**分类监管强化，对违规学科培训采取吊销资质、罚款等惩戒措施，同时有序推进非学科审批。在“双减”意见整体框架下，地方出台具体执行细则，如广东省发布细则明确分类鉴定方法，本土企业具备相对优势。

**广东 K12 教培：湾区红利显著、区域龙头崛起。**1) **市场规模：**受益于领先的出生人口以及随迁子女群体，K12 教培消费群体庞大，测算 2030 年广、深、佛三市有望达到 230/230/110 亿元规模。2) **竞争格局：**“双减”后供给出清&常态化监管，市场份额头部集中，测算广深 CR5 均已超 10%，远超双减前。公司受益于齐全牌照及本土口碑、持续加密网点，广州市占率具备明显优势。

**成长看点：**1) **高续班率支撑招生增长：**2024 年公司续报率同比+3pct，预计 2025 年春季已达 91%。高续班率是市场对产品质量的肯定，也是学生留存和转介绍基础。预计公司续报率稳中有升，支撑 2025 年单点科数 17% 以上增速。2) **广州周边城区仍有较大空间，深、佛份额有望持续提升：**公司广州网点集中在核心老城区，而近年中考人数增长最快区域门店密度（按网点数/每一千中考人数）相对靠后，若按核心城区密度静态测算，中期可新开 78% 网点。深圳、佛山网点数暂未恢复双减前。3) **101 编程课程契合人工智能教育热点需求，有望在“卓越大语文”之外再造新王牌课程，提升单人报科数。**

**投资建议：**K12 教培行业需求刚性仍存，我们持续看好该赛道。但随行业高基数下增速自然放缓，我们也关注到盈利能力及股东回馈重要性提升。公司作为华南 K12 教培龙头，坚持区域深耕战略，分享大湾区人口红利，持续加密广州网点并加速渗透深圳、佛山等市场。凭借区域口碑基础，续读率提升验证产品竞争力；较成功的合规转型及合理网点爬坡期使扩张同时利润率可控。此外，公司高度重视股东回报，发布三年派息计划强化信心。作为区域龙头过去公司估值上有明显折价，但现阶段本土口碑及牌照优势更为突出，估值折价逻辑有望得到扭转，修复空间显著。首次覆盖给予“优于大市”评级，预测 2025-2027 年 EPS 为 0.39/0.47/0.57 元人民币，给予 25 年 15-16 倍 PE，对应目标市值 53.7-57.3 亿港元（取 0.91878 汇率）。

**风险提示：**政策及舆论风险；教师流失；竞争加剧；全日制业务需求下滑等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	489	1,102	1,974	2,350	2,794
(+/-%)	-0.4%	125.2%	79.1%	19.1%	18.9%
归母净利润(百万元)	91	192	329	399	483
(+/-%)	62.1%	110.9%	70.8%	21.2%	21.2%
每股收益(元)	0.11	0.23	0.39	0.47	0.57
EBIT Margin	22.7%	22.0%	22.5%	23.5%	24.4%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	29.4%	41.9%	44.0%	46.0%
市盈率 (PE)	43.2	20.5	12.0	9.9	8.2
EV/EBITDA	24.8	16.2	12.2	11.0	9.9
市净率 (PB)	7.91	6.03	5.02	4.35	3.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究 · 深度报告

#### 社会服务 · 教育

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003  
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级 优于大市(首次)  
 合理估值 6.34 - 6.77 港元  
 收盘价 4.99 港元  
 总市值/流通市值 4228/4228 百万港元  
 52 周最高价/最低价 5.99/2.26 港元  
 近 3 个月日均成交额 7.56 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>公司概况：K12 素质教育转型标杆，深耕华南行稳致远</b>	<b>5</b>
公司沿革：深耕华南二十八载，素养业务发力焕新生	5
收入结构：素养为主，全日制及辅导业务为辅	7
发展战略：深耕华南市场，积极拥抱 AI	10
公司治理：卓越教育集团股权结构稳定，管理团队阵容强大	13
强化投资者回报：发布三年派息计划，积极回馈股东	14
<b>广东 K12 教培行业：湾区红利显著、区域龙头崛起</b>	<b>14</b>
政策环境：常态化分类监管，压减学科培训、规范非学科培训	14
市场空间：湾区人口红利显著，需求旺盛&参培回暖	18
竞争格局：集中度提升&头部机构洗牌，区域龙头崛起	21
<b>成长看点：高续班率为基，驱动省内精细化扩张与拓科</b>	<b>23</b>
驱动 1：招生增长&高续读率支撑单点提效	23
驱动 2：广州周边城区有望加速布局，深圳、佛山份额仍有较大提升空间	25
驱动 3：101 编程课程有望成为新的增长点	27
<b>盈利预测</b>	<b>28</b>
假设前提	28
未来 3 年业绩预测	28
盈利预测情景分析	28
<b>估值与投资建议</b>	<b>30</b>
股价复盘：务实经营导向下，公司估值与业绩表现高度相关	30
估值对比：“区域深耕”与“全国布局”两种模式价值阶段重估	31
投资建议：华南区域龙头有望迎来估值修复，给予“优于大市”评级	33
<b>风险提示</b>	<b>34</b>
传统业务政策风险	34
合约负债过高而潜在的退费风险	34
竞争加剧的风险	34
疫情反复的风险	35
行业竞争加剧风险	35
全日制业务需求下滑的风险	35
课程及技术研发不及预期	35
核心教师流失风险	35
舆情风险	35
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1: 卓越教育集团发展历程回顾 (1997 年至今)	5
图 2: 2017 年末公司旗下 180 所网点分布	6
图 3: 2015-2018 年公司收入规模	6
图 4: 2018 年-2024 年公司入、经调整净利润及经调整净利率	7
图 5: 卓越教育“元语宙”文学素养类课程体系	8
图 6: 卓越教育多元思维课程教材	8
图 7: K12 教培企业的全国化布局及本土化深耕是两种路线	10
图 8: “双减”后公司线下教学网点布局集中在大湾区	11
图 9: 卓越教育集团鲸准教系统	12
图 10: 公司股权结构 (截至 2024 年 12 月 31 日)	13
图 11: 2018 年至今教培行业政策监管经历了 3 大阶段	14
图 12: 2022 年 1 月广东省线上及线下义务教育阶段培训显著压降	15
图 13: 《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)》中学科鉴定流程及鉴定方法	16
图 14: 广东省出生人口数据统计	18
图 15: 2018-2023 年广东省小初高入学率	18
图 16: 2017 年华南地区 K12 教培市场份额	21
图 17: 2017 年头部教培企业华南地区收入	21
图 18: 雇员人数数据	23
图 19: 卓越教育集团续读率水平	23
图 20: 教培机构招生模型中续读率是重要一环	24
图 21: 2025 年各区中考报名人数增速及区域内网点密度	25
图 22: 2025 年广州各区中考名额人数	26
图 23: 2025 年各区中考报名人数增速及区域内网点密度	26
图 24: 卓越教育集团 2019 至今市值及 PE (TTM) 复盘	31
图 25: 2020 年之前卓越教育集团与全国化布局龙头特别是好未来及学大教育间的 PE (TTM) 存在较为明显	32
图 26: 2025 年以来, 卓越教育集团与全国化布局龙头新东方、学大教育 PE (TTM) 估值收敛	32

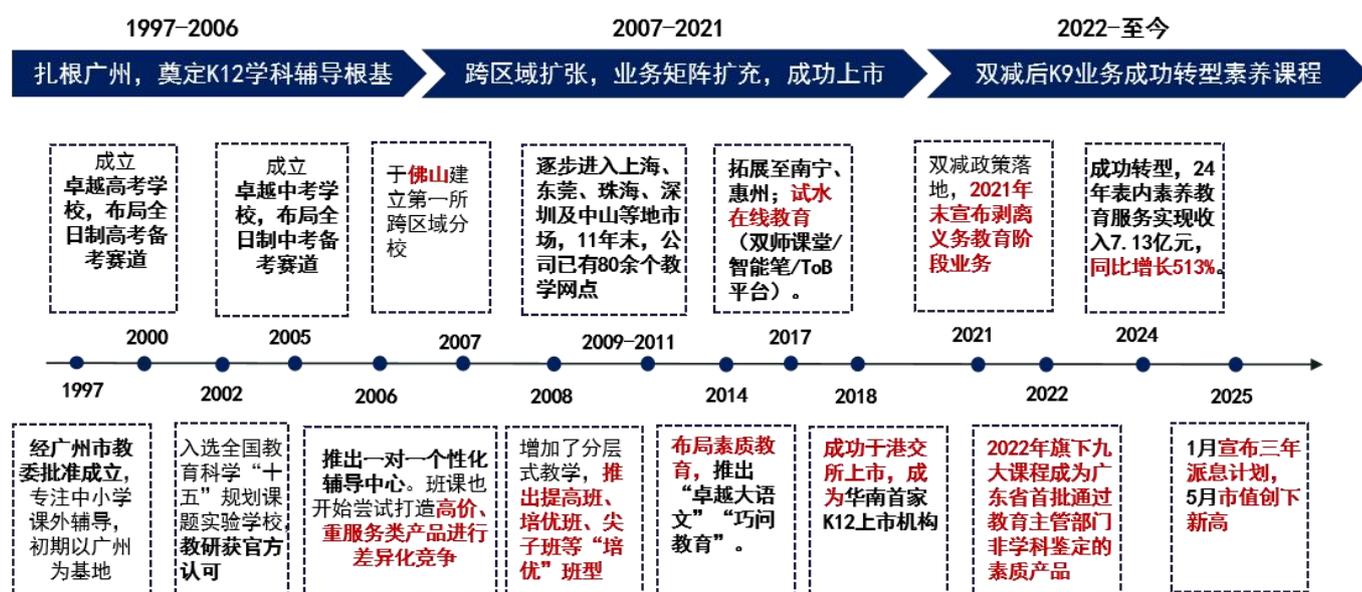
表1: 2024年公司业务收入结构 .....	8
表2: 公司管理层介绍(截至2025年7月30日) .....	13
表3: 2021年7月至2022年中旬,“双减”配套政策陆续出台 .....	15
表4: 2022年以来教培行业政策逐渐清晰,强化分类管理,非学科培训迎来发展机遇 .....	16
表5: 2019年全国分城乡中小学生学科培训参与率 .....	18
表6: 2019年全国分城乡中小学生平均校外学科培训支出 .....	19
表7: “双减”后广东及广州/深圳/佛山K12教培市场规模测算 .....	20
表8: 广深五家机构2024年K12教育培训业务营收规模及按营收市占率情况测算 .....	22
表9: 单个网点年度营收规模的续班率敏感性测算 .....	24
表10: 公司K12教培业务测算 .....	27
表11: 未来3年盈利预测表 .....	28
表12: 情景分析(乐观、中性、悲观) .....	28
表13: 可比公司相对估值表 .....	32

## 公司概况：K12 素质教育转型标杆，深耕华南行稳致远

卓越教育集团（03978.HK）是一家专注于华南 K12 课外教育培训服务的综合性教育公司。自 1997 年成立以来深耕华南地区，双减前曾逐步拓展至全国市场。集团依托卓越教育、万蝶教育、嘀嗒成长中心等直营品牌提供教学服务，核心业务涵盖小初素质教育、高中全学科培训、全日制复习等领域。凭借超过 20 年的本土化运营经验与教研积累，其通过标准化课程体系、师资培训机制及智能教学管理系统构建竞争壁垒，发展成华南地区领先的上市教育企业。“双减”后，公司持续优化业务结构，探索科技赋能与素质教育融合的创新路径，巩固华南市场布局。2024 年全年公司实现收入 11.02 亿元/+125%，实现净利润 1.92 亿元/+114%。

### 公司沿革：深耕华南二十八载，素养业务发力焕新生

图1：卓越教育集团发展历程回顾（1997 年至今）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

卓越教育集团从广州区域学科辅导龙头出发，历经跨区域扩张、政策冲击与合规转型，通过业务多元化和科技赋能实现韧性增长。具体来看：

#### 1997 年-2006 年：扎根广州，奠定 K12 学科辅导根基

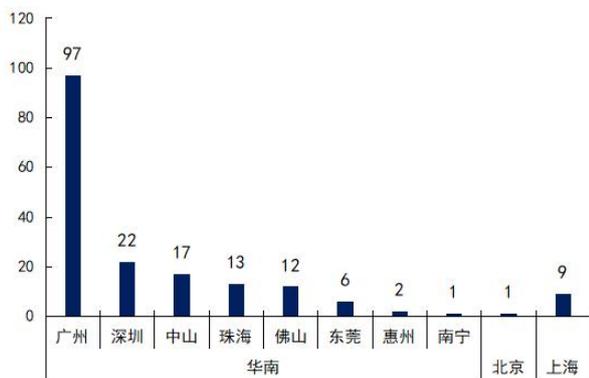
此阶段公司以学科辅导为核心，构建了中考、高考复读及个性化辅导三大业务线，覆盖广州市内不同层级学科培训需求。1997 年卓越教育经广州市教委批准成立，专注中小学课外辅导，初期以广州为基地；2000 年时成立卓越高考学校，布局全日制高考备考赛道。2002 年入选全国教育科学“十五”规划课题实验学校，教研能力获官方认可。2005 年时成立卓越中考学校，布局全日制中考备考赛道。2006 年时推出一对一个性化辅导中心，切入高端定制化教学市场。据多知数据，2006 年卓越教育营收规模已接近 2000 万元，同时 2006 年附近年份保持 60-70% 的复合增长率。

同时，在 2006 年，卓越教育已开始尝试打造高价、重服务类产品进行差异化竞争。据多知数据，2006 年广州一般培训机构一个学期学费为 150 元，而卓越自研教材、讲义，并配套定期家访及召开家长汇报会的产品定价为 500 元；同时公司早期核心教师（如创始人唐俊京、周贵等）也以中高考专家等身份频繁曝光，卓越名师课程形象渐入人心。

### 2007 年-2021 年：资本助力跨区域扩张，探索分级教学、素质教育及在线教育，“大语文”品牌逐渐深入人心

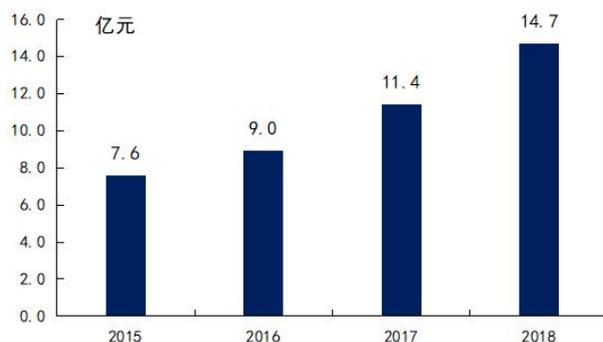
此阶段公司在多轮资本助力下开启了跨区域扩张进程，并在 2018 年成功于香港联交所上市。2007 年，经过十年的广州深耕，公司开始尝试跨区域扩张，于佛山建立第一所跨区域分校。2008 年，卓越历程获独立第三方深圳达鑫投资 1600 万元，2010 年获来自红杉中国的约 6800 万元 B 轮融资。在 2009-2011 年间逐步进入上海、东莞、珠海、深圳及中山等地市场，据新浪 2011 教育盛典，截至 2011 年末，公司包括中高考学校在内共计已有 80 余个教学网点。并在后续 2017 年，进一步拓展至南宁及惠州等地。2018 年公司成功于香港联交所上市，成为华南首家上市 K12 教育机构，并在 2019 年归母净利润同比增长 146.9% 达 1.35 亿元。

图2：2017 年末公司旗下 180 所网点分布



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图3：2015-2018 年公司收入规模



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

在课程设计上，打造分级教学模式，探索素养教育与在线教育。此前卓越教育更加聚焦于“培良”，鼓励学生优先报名薄弱课程与注重综合素质培养；2008 年，卓越教育为顺应市场需求，增加了分层式教学，推出提高班、培优班、尖子班等“培优”班型。2014 年，面对新高考改革，卓越教育开始布局素质教育，推出培养小学生文学素养的“卓越大语文”、以及幼小衔接综合能力培养“巧问教育”、“少儿英语”等。2017 年，卓越教育于在线教育领域也作出诸多尝试，包括双师课堂、卓越云平台（ToB 服务平台）、智能笔、牛市帮（在线一对一教学系统）等；同时也基本形成了优学、英才、全日制的三大事业部体系。

### 2021 年-2025 年：“双减”后合规转型，三大业务共同发展

2021 年“双减”前，卓越教育集团学科辅导业务是主要的业务构成，同时素质教育与全日制复习作为辅助板块初具规模，核心覆盖的年龄段为小初。2021 年公司全年营收 18.99 亿元人民币，同比增长 12.5%。其中，辅导项目（含小班辅导与个性化辅导）、全日制复习项目（即复读学校）、素质教育三大板块分别实现收入 16.62 亿元（其中小班辅导实现收入 9.15 亿元，个性化辅导实现收入 6.44 亿元）、1.62 亿元、0.74 亿元，分别占比 87.5%/8.5%/3.9%。

2021年至2025年，公司在“双减”政策冲击下，坚定推动政策合规化转型，实现了从K12全科培训向K9素养教育、高中辅导、全日制复习三大业务均衡优质发展的成功跨越。据公司公告，义务教育培训产生的收益占公司2020财年及2021年前六个月收益总额的80%。“双减”政策落地后，公司果断剥离K9学科培训业务，当期归母净利润亏损达3.25亿元。

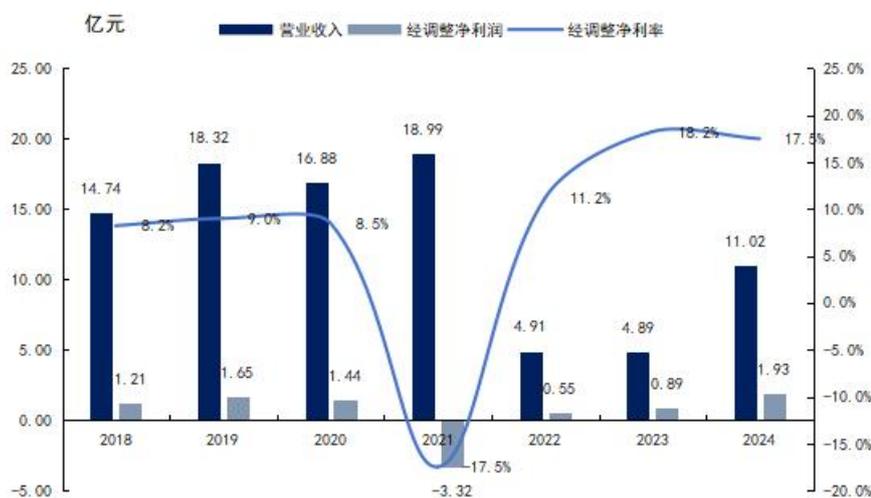
面对行业剧变，公司依托区域品牌优势与前瞻布局，加速推进“K9素养教育+高中辅导+全日制复习”的业务体系：

1) **K9培训9大素养产品通过非学科鉴定，完成合规化转型，实现快速修复。**公司依托“强语文”基因升级推出卓越编程、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、社会科学素养等9大产品，以上产品2022年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。合规化转型后，凭借高质量教学成果及历史积累的品牌口碑，2024年公司表内素养教育服务实现收入7.13亿元人民币，同比增长412%。

2) **高中辅导业务发挥传统优势，业务收入持续较快速增长。**针对高中的学习进度、课程难度、高考重难点和学生特点实现精准化教学，班课采用分班制教学，此外也开设个性化业务。2024年高中辅导业务收入达1.81亿元人民币，同比增长25.2%

3) **全日制复习业务稳健。**公司基于2000年创办的复读办学基因，卓越教育打造中高考复读产品矩阵，涵盖中考复读（面向广东省和上海市）、高考复读（全国I卷考生均可报读）、艺考文化课、职教高考（备考春季高考）班四大方向。2024年全日制复习业务收入2.07亿元人民币，同比增长0.9%。

图4：2018年-2024年公司入、经调整净利润及经调整净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 收入结构：素养为主，全日制及辅导业务为辅

2021年“双减”之后，监管压减学科类校外培训，公司面向小初的学科辅导合规转型为素质教育。素质教育业务成为最大营收板块；高中辅导业务及全日制复习业务受冲击较小，持续健康发展。2024年公司全年实现营收11.02亿元，其中素质教育、全日制复习、辅导项目分别实现收入7.13亿元，2.06亿元，1.81亿元，

分别占比 64.7%/18.8%/16.5%。

表1: 2024 年公司业务收入结构

业务板块	收入规模 (亿元)	收入占比	收入增速	典型产品
素质教育	7.13	64.8%	411.7%	大语文、多元思维、双语课堂、101 编程四大课程体系, 以 13-18 人小班制教学为主, 课程定价约在 150-260 元之间, 相对较高
全日制复习	2.07	18.8%	1.0%	覆盖中高考复读、艺考生文化集训、职业高考服务, 根据官网, 截至 2025 年 7 月, 公司在全国运营 5 个中考复读学校、4 个高考复读学校, 主要分布于广州及上海等核心城市。包含住宿费、资料费在内年收费在 7-10 万之间。
辅导项目	1.81	16.4%	25.2%	辅导业务主要聚焦于高中阶段, 其核心构成包括高中小班课外辅导、高考个性化业务等, 其中个性化业务收费要高于小班课程

资料来源: 公司官网, 卓越教育全日制官方公众号, 国信证券经济研究所整理

### 1、素质教育课程体系

**课程体系 VS 双减前**, 卓越教育 K9 业务完成了素养业务的转型。旗下的课程尝试融汇跨学科的知识, 由提升单一课程的分数的分数向提升学生综合素养和培养思维能力转型, 在结课后的测评环节, 也由过去单纯的考试形式, 转向更加多元化的输出展示, 例如书法、写作评比等等, 公司旗下首批课程也能够顺利通过广东省首批非学科鉴定。截至 2025 年 7 月, 公司素质教育课程分为四大板块, 分别是卓越“元语宙”、多元思维、双语文化、101 编程。

图5: 卓越教育“元语宙”文学素养类课程体系



图6: 卓越教育多元思维课程教材



**以小班制教学为主, 因此课程收费相对高。**卓越教育的素养课程按照年级和科目不同而有所差异, 价格约在 150-260 元之间, 高于广州线下学科 40 元/课时·人次的定价标准 (但公司课程单节课程时长约 110 分钟)。班级容量相对较小, 一般设置在 20-26 人之间, 但目前平均班级人数大概在 13-18 人左右, 仍有较大提升空间。

**1) 卓越“元语宙”为文学素养类素质课程, 包含嗨咯文学、文学美育、奇趣小记者三门具体课程。**嗨咯文学侧重于精读思辨名著 (如探讨“项羽乌江自刍是否值得”), 引导学生深入文史脉络、培养文学素养; 文学美育相对综合全面, 课程体系覆盖阅读、作文、多元体验 (如角色扮演、做手工等) 等多方面; 奇趣小记者侧重于提升学生的表达能力。

2) 多元思维课程是以“培养善思考爱探索的理性思维”为目标，跨领域，跨学科话题式的学习课程。本课程聚焦科学、艺术、经济、文化、天文、体育、生活等领域，通过做手工、简单实验等培养孩子勇于探索、独立思考、敢于质疑的科学态度和理性精神，核心在于帮助学生树立解决问题的思维，而非做题思维。

3) 双语文化课程，是专为6-16岁孩子设计的国际素养课程。课程立足于日常生活，社会话题及世界文化历史等不同的话题单元，通过不同的题材，不同体裁的阅读精读，开展项目式、探究式的主题实践活动；通过引导孩子思考讨论，自由交流，提升语言综合运用能力及表达能力，突出培养学生的文化素养及思辨素养。

4) 101编程是卓越教育旗下的青少年编程教育子品牌。自2022年新课标发布起，卓越教育率先对标新课标进行青少年编程教育产品的研发和迭代，以四大核心素养为出发点，致力于培养具备计算思维、建模思维、工具思维的学术探究型、科技创新型人才。凭借卓越教育27年的教育积淀与大量资源投入，101编程具备更懂教学、更懂新课标、更专业的优势，为孩子规划学业与素养双赢成长的双线体系。对于低龄段的孩子，人工智能编程课程旨在进行AI、编程教育的普及；在中高年段，设计了信息科技、信息学奥赛的双线产品，涵盖图形化编程、Python编程、C++编程等课程。

## 2、辅导项目

双减后，卓越教育集团的辅导业务主要聚焦于高中阶段，其核心构成包括高中小班课外辅导、高考个性化业务等。

## 3、全日制复习项目

卓越教育集团的全日制业务已形成覆盖中高考复读、艺考生文化集训、职业高考的全链条服务体系，根据官网，截至2025年7月，公司在全国运营5个中考复读学校、4个高考复读学校，主要分布于广州及上海等核心城市。包含住宿费、资料费在内年收费在7-10万之间，根据年龄段及成绩进行差异化收费。

**政策回顾：从升学端招生方案及教育部相关条例看，民办复读业务政策环境仍相对宽松。**2002年《教育部关于加强基础教育办学管理若干问题的通知》中明确指出自2003年秋季开学起，各地公办高中不得占用学校正常的教育资源举办高中毕业生复读班，也不得招收高中毕业生插班复读，但没有禁止民办高中及培训机构承接这一需求。在复读生招生层面，目前没有明文要求对复读生实行减分等歧视性政策，高校录取分数线应与应届生无异；仅部分城市出于保护本地学生的目的，在中考复读层面有所限制，如深圳仅深户学生可以再次参加中考。

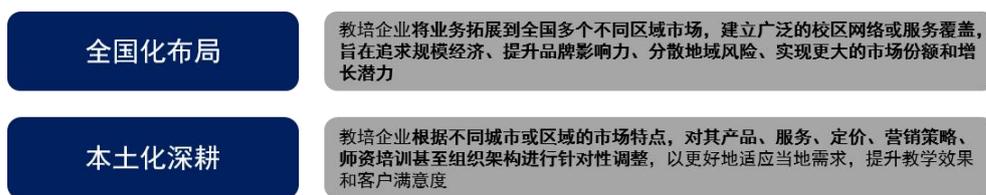
**需求市场：受广州市内普高招生扩张影响，目前初四业务需求承压，但从高考端来看复读考生规模增长迅猛，有望实现对冲。**2025年全国高考报名人数1353万人，而2024年全国普通高中毕业生约904.95万人（按照2021年普通高中入学人数计算），差值448.05万人为2024年参加高考的复读生及中职考生数量，约占全部高考报名人数的30%，规模体量相当庞大，且保持增长趋势。**从中考端看，近年受普通高中扩张影响，需求相对高考复读有一定压力。**

## 发展战略：深耕华南市场，积极拥抱 AI

### 一、深耕华南市场，回归教育服务本质“信任、效果、可持续”

对于 K12 教培行业而言，全国化布局和本土化深耕是两种路线，通常难以同步实现，需要企业在不同发展阶段进行策略性平衡。全国化依赖统一的、标准化的产品模型和师资体系实现规模效益，本土化则要求教培服务实现高度个性化的知识交付，需深度匹配本地学情，如教材版本、教学进度、考试政策等。特别是中考以各地自助命题为主，有别于全国统一命题的高考，使得全国化机构若要实现为各个区域定制教研，成本较高。因此，可以说全国化和本土化是两个相对难以兼顾的方向，若侧重本土化，则会牺牲扩张速度，侧重全国化则需要实现标准化而难以精准契合本土需求。“双减”前，K12 学科培训盛行，需求基本围绕中高考备考，标准化产品适配度高，叠加资本驱动高营销，能够助力全国化企业快速进入新市场。全国化布局的教培企业，意味着强大的融资能力、标准化管理能力和品牌号召力，双减前市场给予能够全国化布局的企业更高的定价，反而可能会认为“区域深耕”是缺乏全国化能力的次优选。

图7：K12 教培企业的全国化布局及本土化深耕是两种路线



资料来源：多知，国信证券经济研究所整理

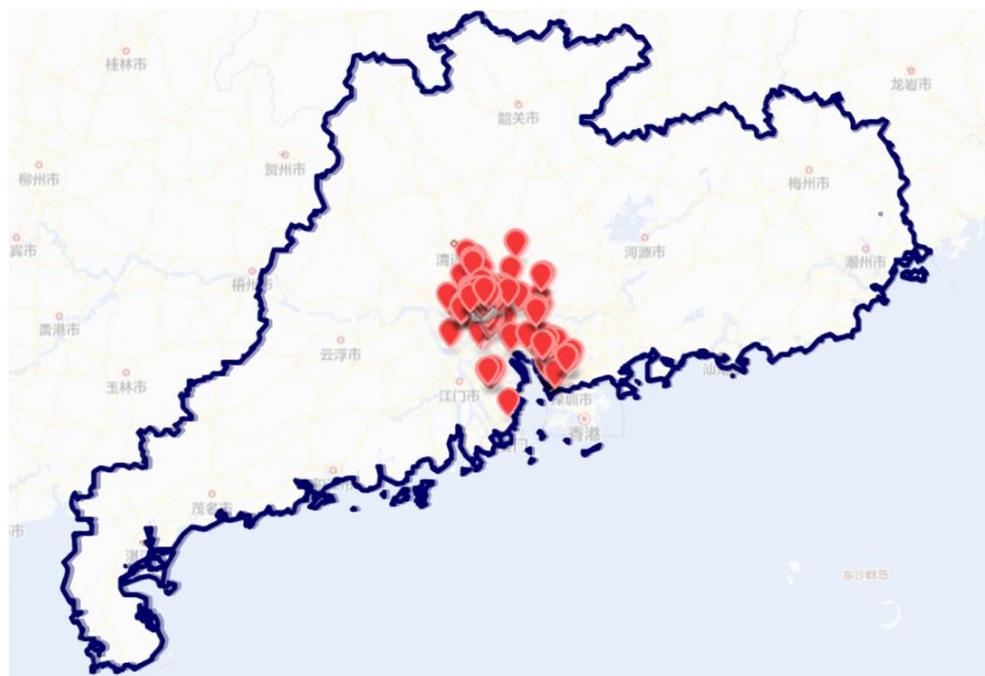
但在“双减”后，本土化深耕战略越来越值得被重视。具体来看，我们认为有以下驱动因子：

- 1) **常态化监管与区域制定监管执行细则，跨区域布局难度提升。**虽然全国层面对双减后的校外培训有统一监管框架，但“双减”具体实施细则由各地制定和执行，例如对机构是否为非学科类培训的判定由区域执行。
- 2) **全国化巨头转型，本土化企业发展空间更为充沛。**头部企业双减后大规模关停学科业务，战略重心转向素质、职业教育、出海或科技，虽随着通过素质教育转型逐步实现回补，但相较双减前竞争格局已发生较大变化（具体我们将在行业分析部分进一步论述），其留下的市场空间和人才资源为本土机构提供了机会。
- 3) **市场需求分化及消费决策周期拉长，本土机构的“高信任度”优势更为突出。**素质类课程的需求本身更具地域文化特色和个性化，例如 K9 的体育类培训一定程度上和当地中考体育项目挂钩。同时在学科培训受限、经济环境影响下，家长付费更理性，更追求确定性和实际效果，深耕本土、口碑扎实、服务精细的机构往往在当地积攒了较强的信任度。
- 4) **行业运营逻辑从“流量规模”到“质量效率”转型。**依靠资本输血、低价引流、大量广告投入实现快速扩张的模式难以为继，盈利能力和健康的现金流成为核心诉求。

目前阶段，卓越教育选择深耕大湾区市场，是综合时代背景与自身基因的较优选。

1) 卓越教育依托深耕华南 20 余年的品牌优势，率先完成转型，其 9 大素质教育产品通过广东省首批非学科鉴定，区域内牌照优势明显；2) 教师团队相对稳固，具备多年深耕大湾区经验，同时也能定制广州市内中考模拟考试的相关服务；3) 本土品牌效应强，广州、深圳、佛山家长认知度高，市场传播度广。基于此现阶段卓越教育集团大湾区市场内扩张更为顺畅，截至 2024 年底，公司收入虽暂未恢复至双减及疫情前，但归母净利润已超越 2019 年水平。

图8：“双减”后公司线下教学网点布局集中在大湾区



资料来源：腾讯地图，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 二、积极拥抱 AI，研发“鲸准教”系统

卓越教育集团的“All in AI”战略是其通过深度整合人工智能技术重构教学、运营与生态的核心转型路径，旨在以技术赋能教育全链条，实现效率提升与个性化服务升级。自主研发适合教育场景的垂直应用，为学生、老师、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。

卓越教育集团研发的“鲸准教”系统是一款基于 AI 技术的智适应教学产品，通过全流程数据打通，实现“精准教、高效学、智慧管”三位一体的个性化教育解决方案。1) **精准教**：课前基于大数据学情树指导教研，课中通过 AI 智能推送分层练习（覆盖 1000+教师、20 万堂课），课后根据学情布置个性化作业，实现班级教学中的“千人千面”。2) **高效学**：利用自适应推题与学情树构建个性化学习路径，AI 学习导师智能分析薄弱点并生成定制学习计划，通过高效错题管理提升学习效率。3) **智慧管**：依托 20 年毕业班管理经验，AI 算法为每个学生定制提分目标及学习计划；教学数据可视化支持多维度（学段/校区/学科）学情分析，并通过智慧教室实现课堂行为归因与教研优化。该系统深度融合数据驱动与 AI 技术，以精准分层教学为核心，兼顾效率提升与科学管理，形成闭环教育生态。

图9：卓越教育集团鲸准教系统

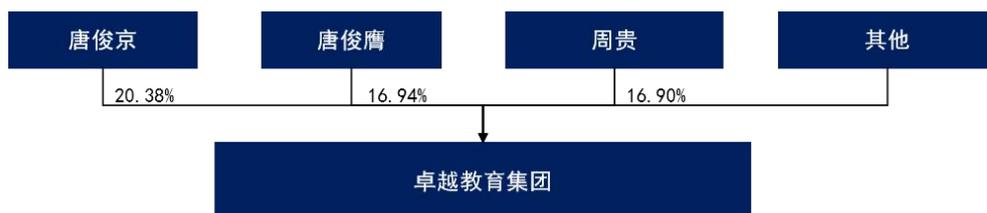


资料来源：广东省人工智能产业协会，国信证券经济研究所整理

## 公司治理：卓越教育集团股权结构稳定，管理团队阵容强大

卓越教育集团创始人团队合计持股 54.22%，激励计划绑定核心团队。截止 2024 年报披露，唐俊京（20.38%）、唐俊膺（16.94%）、周贵（16.90%）三位联合创始人合计持股 54.2%。此外公司近期分别于 2024 年 4 月 30 日、10 月 28 日以及 2025 年 6 月 23 日授予 552/69/54 名员工以 5800 万/277 万/191 万份受限制股份单位，通过股权激励计划绑定核心团队。

图10：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**管理层深耕教育行业，分工明确引领战略升级。**董事会主席兼行政总裁唐俊京统筹全局，其胞弟唐俊膺（执行董事兼高级副总裁）主攻创新业务，周贵（执行董事兼高级副总裁）专注运营落地，三人自 1997 年创业至今协作稳定，信任纽带强化管理稳定性。

表2：公司管理层介绍（截至 2025 年 7 月 30 日）

姓名	年龄	职位	履历
唐俊京	56	董事会主席、执行董事、行政总裁	唐俊京先生是卓越教育集团联合创始人，于 1997 年 10 月共同创立集团，在中国教育行业拥有逾 27 年经验。创立初期担任广州卓越教育培训中心主要高管及校长，2000 年 7 月起任广州市卓越里程教育科技有限公司董事兼董事会主席。2010 年 8 月获委任为集团董事长，2018 年 6 月起担任执行董事、董事会主席兼行政总裁，全面负责公司整体发展、运营及管理。他拥有深圳大学国际金融学士学位及中欧国际工商学院工商管理硕士学位，自 2016 年 12 月起兼任霍尔果斯乐学创业投资有限公司董事会主席。
唐俊膺	56	执行董事、高级副总裁	唐俊膺先生是卓越教育集团联合创始人，于 1997 年 10 月共同创立集团，在中国教育行业拥有逾 27 年经验。创立初期担任广州卓越教育培训中心主要高级管理层成员，1999 年 3 月至 2000 年 3 月任该中心法人代表。2011 年 1 月获委任集团董事长，2018 年 6 月任执行董事，同年 12 月任高级副总裁，负责公司整体管理及优学事业部运营管理。他拥有中山大学国际贸易学士学位及北京大学高级管理人员工商管理硕士学位，自 2016 年 12 月起兼任霍尔果斯乐学创业投资有限公司董事。
周贵	53	执行董事、高级副总裁	周贵先生是卓越教育集团联合创始人，于 1997 年 10 月共同创立集团，在中国教育行业拥有逾 27 年经验。2011 年 1 月获委任集团董事长，2018 年 6 月任执行董事，同年 12 月任高级副总裁，负责公司整体管理及行政管理、校区建设、投资与战略性合作。加入集团前，1994 年 7 月至 1997 年 9 月任广州市瑞雅广告有限公司副经理。周先生拥有中山大学国际贸易学士学位及长江商学院高级管理人员工商管理硕士学位，自 2016 年 12 月起兼任霍尔果斯乐学创业投资有限公司董事。
关玮莹	55	执行董事、副总裁	关玮莹女士于 2009 年 2 月加入集团，2017 年 9 月起任卓越里程副总裁，2018 年 6 月获委任集团副总裁，2023 年 3 月晋升为资深副总裁。任职期间，关女士先后担任集团市场总监、东莞分校校长、广州分校校长等职，目前负责优学事业部、辅导班产品部及广州分校的全面管理。加入集团前，关女士曾任职于阿克苏诺贝尔太古漆油（广州）有限公司及太古汇（广州）发展有限公司，历任市场总监、市场经理。关女士拥有中山大学国际贸易学士学位及暨南大学工商管理硕士学位。
郑洪章	53	财务总监	郑洪章先生于 2017 年 2 月加入集团，任财务总监，2018 年 6 月 13 日获委任集团首席财务官，负责公司财务管理及投资者关系工作。郑先生在财务管理领域拥有逾 20 年经验，加入集团前，曾任任广州光明乳品有限公司财务总监、乐百氏（广东）食品饮料有限公司业务部财务经理。郑先生拥有中山大学工商管理硕士学位，曾在麻省理工学院斯隆商学院及中山大学岭南学院进修国际工商管理硕士课程。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 强化投资者回报：发布三年派息计划，积极回馈股东

2025年1月3日，公司进一步发布三年派息计划，计划于2024年、2025年、2026年三个财政年度，将对应年份的派息比率提升至上一财政年度的50%/60%/70%，并每年通过末期及中期股息分两次派付。

## 广东 K12 教培行业：湾区红利显著、区域龙头崛起

### 政策环境：常态化分类监管，压减学科培训、规范非学科培训

教培行业是伴随市场经济体制建立、义务教育普及产生并飞速发展的，但其后监管措施也接踵而至。1993年国家颁布《中国教育改革和发展纲要》，提出在全国普及九年义务教育，至2010年初中、高中阶段毛入学率分别提升至100%、82.5%，义务教育的普及客观上为教培提供了稳定的客源。与此同时，在激烈的人才市场竞争中，学历、院校排名逐渐成为用人单位选拔人才的硬性条件。回首过往20余年，教培行业的不断壮大，是普及义务教育、市场经济体制建立等因素共同作用的结果。教培行业飞速发展同时，主管部门也加强了对行业的监管。2018年以来，监管部门对教培行业经营也逐渐提出更多要求，教培行业也经历了“2018年合规性提升”——“2021年双减落地，义务教育学生减负”——“2023年正视需求与常态化分类监管并行”三大阶段。

图11：2018年至今教培行业政策监管经历了3大阶段



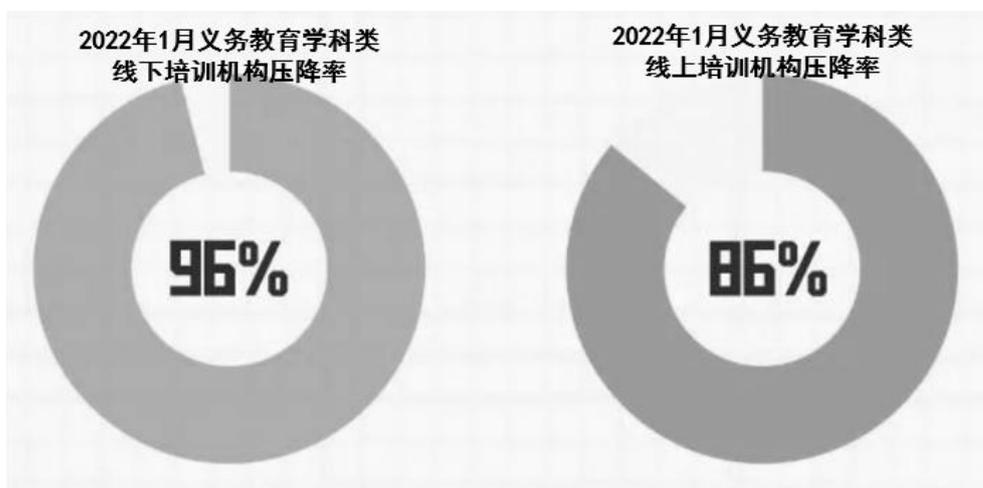
资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

2021年7月，“双减”政策出台，广东省积极响应，义务教育学科培训供给大幅出清。2021年初政策监管趋严已有征兆，3月两会期间多位人大代表以及委员提及对校外培训机构的治理；6月教育部办公厅成立了校外教育培训监管司；2021年7月中共中央办公厅、国务院办公厅颁布《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》，政策意在全面规范校外培训行为，各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。广东省积极响应，据2022年1月，广东省教育厅“双减”工作新闻通气会所述，义务教育阶段线下学科类培训机构数量压减率96%，线上学科类培训机构压减率86%。

**表3: 2021年7月至2022年中旬, “双减”配套政策陆续出台**

时间	法规名称	出台部门	具体措施
2021.07	《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》(双减政策)	中共中央办公厅、国务院办公厅	坚持从严治理,全面规范校外培训行为 1、坚持从严审批机构:各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构,现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。学科类培训机构一律不得上市融资,严禁资本化运作。 2、规范培训服务行为:严禁超标超前培训;校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训;培训机构不得高薪挖抢学校教师,从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格。 3、强化常态运营监管
2021.09	《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》	教育部	-
2021.10	《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》	教育部等六部门	-
2021.11	《关于做好校外培训广告管控的通知》	市场监管总局等八部门	1、不区分学科类、非学科类,要确保做到主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间不刊登、不播发面向中小学(含幼儿园)的校外培训广告。 2、要集中时间、集中力量对主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间校外培训广告开展全面排查,清理存量、杜绝增量。 明确了鉴别依据,即要从培训目的、培训内容、培训方式、评价方式等维度,对培训项目进行综合考量,如符合以下特征,即判定为学科类培训: 一是培训目的以学科知识与技能培训为导向,主要为提升学科学习成绩服务。 二是培训内容主要涉及道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语(英语、日语、俄语)、物理、化学、生物等学科学习内容。 三是培训方式重在进行学科知识讲解、听说读写算等学科能力训练,以预习、授课和巩固练习等为主要过程,以教师(包括虚拟者、人工智能等)讲授示范、互动等为主要形式。 四是结果评价侧重甄别与选拔,以学生学习成绩、考试结果等作为主要评价依据。
2021.11	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	教育部	-
2022.05	《义务教育六科超标超前培训负面清单(试行)》	教育部等	-

资料来源:教育部办公厅,国信证券经济研究所整理

**图12: 2022年1月广东省线上及线下义务教育阶段培训显著压降**


资料来源:广东省教育厅,国信证券经济研究所整理

2021年7月,为进一步规范校外培训,防止隐形变异违规开展学科类培训活动,教育部印发《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》,从培训目的、培训内容、培训方式、结果评价等多方面定性鉴别依据,并且要求省级教育行政部门要对本地培训项目分类鉴别工作进行统筹规范。广东省积极响应、明确划分界限,2021年《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)》中指出,素养培训提供的内容在义务教育课标内的占比>50%,视为具有学科类别属性特征。

图13: 《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)》中学科鉴定流程及鉴定方法



资料来源: 广东省教育厅, 国信证券经济研究所整理

2022 年底, 基于分类鉴别工作的持续推进, 监管部门正视需求与强化分类监管并行, 对违规学科培训采取罚单惩戒, 对非学科培训合规机构加速审批牌照。2022 年 12 月, 教育部等十三部门出台《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》, 指导思想明确“全面规范非学科类培训, 使其成为学校教育的有益补充”; 2023 年 9 月, 国家出台《校外培训行政处罚暂行办法》(10 月 15 日起实施), 政策意在让合规机构受到保护、违法者收到惩戒; 2024 年 2 月, 教育部颁布《校外培训管理条例(征求意见稿)》, 义务教育学科培训延续了强监管态度(限制营利性、培训时段等), 但未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营, 实际是肯定了 K9 学段转型方向及高中学科的渐进放松, 明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位。2024 年 4 月 11 日深圳市福田区召开了加快审批中小学生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会, 提及“优化流程、加快审核, 对达标的教培机构应批尽批”, 但在文件中受理范围仅明确为体育、文化艺术、科技等非学科类培训的校外培训机构; 同年 4 月 16 日, 北京“双减”专项行动启动会中, 明确加快实现非学科类机构“应批尽批”。

表4: 2022 年以来教培行业政策逐渐清晰, 强化分类管理, 非学科培训迎来发展机遇

时间	法规名称	主管部门	具体措施
2022. 12	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	教育部等十三部门	1、准入程序: 非学科类线上培训机构须依法取得省级有关主管部门的行政许可后, 再依法进行法人登记, 并向所在地省级电信主管部门履行互联网信息服务核准手续。非学科类线下培训机构须取得县级有关主管部门的行政许可后, 再依法进行法人登记; 跨县域开展线下培训的, 要依法按要求在每个县域取得有关主管部门的行政许可。对于经营多种非学科类业务的机构, 可由主要监管部门牵头, 实行部门联合审核。 2、收费管理: 非学科类培训机构要坚持公益属性, 遵循公平、合法、诚实信用的原则, 根据培训成本、市场供需等因素, 合理确定收费项目和标准, 控制调价频率和幅度, 并报送主管部门。 3、强化预收费监管: 非学科类培训机构培训收费实行指定银行、专用账户、专款管理。培训机构收费应全部进入本机构收费专用账户, 不得使用本机构其他账户或非本机构账户收取培训费用, 收费账户应向社会公开。 4、信息化管理: 各地要将非学科类培训机构全部纳入全国校外教育培训监管与服务综合平台(以下简称监管平台)统一管理。
2022. 12	《广东省教育厅等六部门关于印发非学科类校外培训机构办学许可证审批流程指引》	广东省教育厅	
2023. 07	《校外培训行政处罚暂行办法》	教育部	对自然人、法人或者其他组织擅自举办校外培训机构的、对自然人、法人或者其他组织未经审批有偿开展学科类隐形变异培训的行为、对校外培训机构拒不执行预收费监管有关规定的行为、对擅自组织面向中小学生的社会性竞赛活动的行为, 宣布具体处罚规定。

2023.07	全国校外教育培训监管与服务综合平台上线	教育部	全国校外教育培训监管与服务综合平台已纳入首批10多万家白名单的校外培训机构(含线上、线下和学科、非学科)，各地主管部门已完成对入驻培训机构相关资质、资金、人员、材料、场地、课程等信息的审核备案。
2024.02	《校外培训管理条例(征求意见稿)》	教育部	K9 学科培训延续了强监管态度(限制营利性、培训时段等)，未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，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，未来行业转型发展指明了发展方向。此外，新政取消了除 K9 学科培训以外业态的培训时长/时段硬性规定，将决策权交给至地方政府因地制宜
2024.04	北京“双减”专项行动启动	北京市委常委、教育工委	北京市部署通审批准入程序，平稳迅速完成审核、审批、法人登记信息变更等事项。各区对符合设置标准的非学科类校外培训机构，进一步强化统筹协调，畅通审批流程，加快实现非学科类机构‘应批尽批’
2024.04	深圳福田非学科类校外培训机构宣讲推进工作会	福田区教育局	校外非学科类培训是学校教育的有益补充，应按照‘应批尽批’原则，对符合设置标准的非学科类教培机构，在合理合规合法的前提下，进一步优化审批流程，加快审核进度、加强专业辅导。
2024.08	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	国务院	推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量，同时鼓励具备资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。指导学校按照有关规定，通过购买服务方式引进符合条件的第三方机构参与课后服务供给
2024.11	《北京市实施民促法办法征求意见稿》	北京市教委	明确各级各类校外培训机构由区级不同部门审批，而此前的双减意见中并未明确规定审批部门
2024.11	《广东省民办培训机构设置广东省教育厅标准》	广东省教育厅	明确不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构，现有存量少学科类培训机构业需要符合一定条件，此新修订《设置标准》从准入门槛、场地要求、从业人员等方面对存量学科类校外培训机构进行分类管理、监管。

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

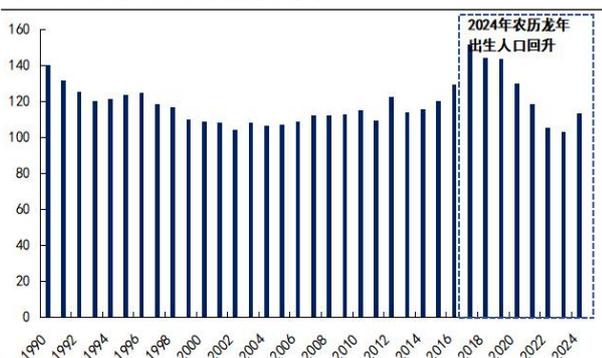
**小结：目前监管并非完全放开，而是走向常态化分类管理，合规成为教培机构健康持续发展的基础。**伴随一系列具体监管细则的出台，现阶段 K12 教培合规边界相较于 2022 年更为清晰，同时也有诸多机构完成由学科类培训向素养类培训转型，重新实现合规化供给。但目前政策环境并非回到“双减”前，上文我们通过现阶段监管政策的梳理，对学科类、非学科类教培的分类监管已逐步常态，对于头部 K12 教培而言，适配各地监管执行细则是合规经营的底线，因此在目前的政策环境下教培企业实现跨区域布局的难度相较“双减”前预计会有明显上升。

## 市场空间：湾区人口红利显著，需求旺盛&参培回暖

2021年“双减”政策落地后教培行业商业模式剧变，义务教育阶段学科培训自此退出历史舞台，但针对K9新业务模式也在积极适应新监管环境，如K9客群虽不再允许做学科培训，但取而代之素养培训却呈现强劲增长态势。本章节我们尝试测算监管新常态下广东省内K12教培行业(小初素养+高中学科培训)的市场规模，核心思路仍为K12课外培训市场规模=K12在校生人数×渗透率×客单价，其中将市场拆分为小学、初中和高中培训市场，具体测算思路如下：

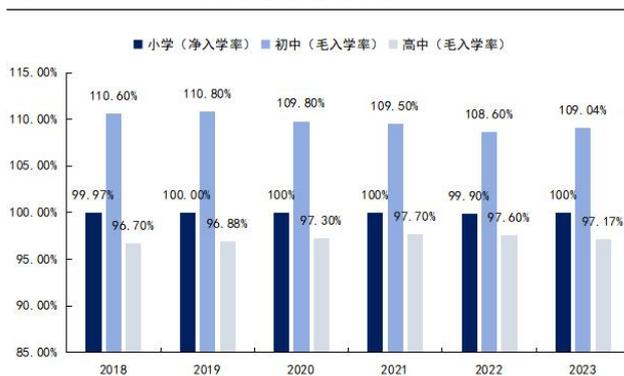
**广东省X年的K12在校生人数：**若计算第X年的K12在校生人数，测算逻辑为分别加总第N年新出生人口\*对应学段毛入学率+外省户籍随迁子女人数，其中N取值为(X-12年至X年)。我们从广东省统计局拉取2000年至今年新出生人口，测算仅基于出生人口的K12适龄人口数，并与官方统计年鉴进行对照，要略低于官方统计人数220-250万人。我们分析这部分是外来务工人员随迁子女带来的增量，假设每年保持稳定，按照上述算法可得2025-2030年K12在校生人数分别为1879/1895/1903/1895/1885/1892万人，整体在校生人数规模维持稳定。同理，测算广州2025-2030年K12在校生人数约213/215/216/242/214/213万人。

图14：广东省出生人口数据统计



资料来源：广东省统计局，国信证券经济研究所整理

图15：2018-2023年广东省小初高入学率



资料来源：广东省教育厅，国信证券经济研究所整理

**参培率：**据2019年CIEFR-HS中小学在校生样本估计，全国平均有24.4%的中小学生在2018—2019学年参加过学科类校外培训；分学段来看，小学学科类校外培训参与率为25.3%，初中为27.8%，高中为18.1%，各学段参与率均在升学前期出现高峰，学科类校外培训仍旧以升学为主要驱动。其中头部城市受益于丰富的教培资源，参培率显著高于下沉市场。我们分析近年伴随着供给逐步向素养课程转型，实现回补，参培率逐步回到2019年水平，并有望实现持续增长。

表5：2019年全国分城乡中小學生学科培训参与率

	全部	城乡		城镇内部		
		城镇	农村	一线城市	二线城市	县城
小学	25.3%	32.4%	14.9%	44.1%	36.5%	20.8%
初中	27.8%	36.5%	16.0%	57.3%	36.0%	22.8%
高中	18.1%	23.2%	9.0%	39.6%	25.7%	16.0%
全部	24.4%	31.4%	14.1%	46.2%	34.0%	20.1%

资料来源：《中国教育财政家庭调查报告2021》，国信证券经济研究所整理

注：CIEFR使用抽样调查的方法测算参与率，调查(CIEFR-HS)覆盖了全国29个省份、345个区县、34643户家庭、107008个家庭成员。其中，幼儿园到高等教育在校生样本总数为18418人。其中高中指“高中阶段”，包括普通高中和中职部分及没有上学的部分，因此对应的是分母为“高中适龄人口”的口径。

**客单价：**参考 CIEFR-HS 中小学在校生样本数据，参与学科类校外培训的学生家庭的年平均支出为 8438 元（中位数为 3000 元），城镇地区年平均支出接近 1 万元，为农村地区的 3 倍左右。各地中学阶段的补习支出普遍高于小学，高中普遍高于初中，除去 2020 年在线化率提升导致客单价结构下滑外，我们判断客单价会以持平略高于 CPI 增速稳步提升。

表6：2019 年全国分城乡中小学生学习平均校外学科培训支出

单位：元	全部	城乡		城镇内部		
		城镇	农村	一线城市	二线城市	县城
小学	6580	7811	2702	18125	7658	2895
初中	9887	11772	4167	21748	13318	5012
高中	12208	13628	6064	28602	13398	8021
全部	8438	9926	3581	20881	10169	4495

资料来源：《中国教育财政家庭调查报告 2021》，国信证券经济研究所整理

**K12 课外培训市场规模：需求刚性、参培率回暖，2025 年市场规模有望恢复达到双减前状态。**参考上文参培率、客单价相关假设数据，市场规模测算数据如下，“双减”后行业供给出清导致 K9 参培率锐降，尽管高中阶段需求韧性较强，但 K9 市场占比更大。但 2022 年下半年以来，监管政策趋于稳定、教培公司商业模式转型初有成效，K12 学科培训（含素养）市场逐渐焕发生机，2025 年时行业有望恢复至“双减”前时状态。

**表7：“双减”后广东及广州/深圳/佛山 K12 教培市场规模测算**

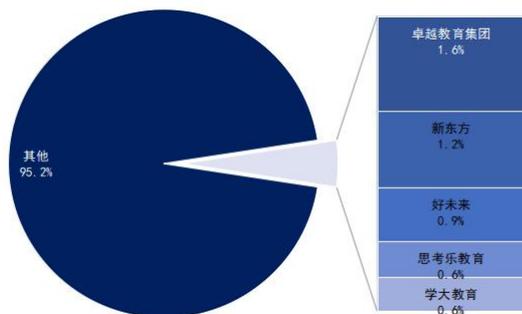
广东省 K12 教培市场规模测算								
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
小初在校学生人数 (万)	1435.77	1489.85	1514.20	1549.53	1562.12	1572.54	1554.64	1545.52
高中在校学生人数 (万)	313.7	320.2	325.3	329.6	332.9	330.7	340.2	339.3
小初参培率	37%	37%	38%	38%	39%	39%	40%	40%
高中参培率	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%	31.0%	32.0%
K9 年均培训支出 (元)	9746.0	9979.9	10179.5	10383.1	10590.8	10802.6	11018.6	11239.0
yoy		2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
高中年均培训支出 (元)	13340	13740	14152	14577	15014	15465	15929	16247
yoy		4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
K9 教培市场规模 (亿元)	510.74	550.14	578.02	611.38	636.95	662.51	676.64	694.81
yoy		7.7%	5.1%	5.8%	4.2%	4.0%	2.1%	2.7%
高中教培市场规模 (亿元)	104.61	114.39	124.30	134.52	144.93	153.42	168.00	176.41
yoy		9.3%	8.7%	8.2%	7.7%	5.9%	9.5%	5.0%
整体规模 (亿元)	615.351	664.525	702.318	745.899	781.875	815.935	844.636	871.219
yoy		8.0%	5.7%	6.2%	4.8%	4.4%	3.5%	3.1%
广州市 K12 教培市场规模测算 (预计深圳市与广州市市场规模近似)								
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
小初在校学生人数 (万)	172.29	178.78	181.70	185.94	187.45	188.70	186.56	185.46
高中在校学生人数 (万)	25.09	25.62	26.02	26.37	26.63	26.46	27.22	27.15
小初参培率	41%	42%	42%	43%	43%	44%	45%	45%
高中参培率	36.0%	36.6%	37.2%	37.8%	38.4%	39.0%	39.6%	40.2%
K9 年均培训支出 (元)	18125	18759.4	19416.0	20095.5	20798.9	21526.8	22280.3	22948.7
yoy		3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%
高中年均培训支出 (元)	28602	29946	31294	32640	34010	35371	36786	38257
yoy		4.7%	4.5%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
K9 教培市场规模 (亿元)	128.03	139.52	148.88	159.93	169.21	178.74	185.38	192.38
yoy		9.0%	6.7%	7.4%	5.8%	5.6%	3.7%	3.8%
高中教培市场规模 (亿元)	25.84	28.08	30.30	32.53	34.78	36.49	39.65	41.75
yoy		8.7%	7.9%	7.4%	6.9%	4.9%	8.6%	5.3%
整体规模	153.87	167.60	179.18	192.46	203.99	215.23	225.03	234.12
yoy		8.9%	6.9%	7.4%	6.0%	5.5%	4.6%	4.0%
佛山市 K12 教培市场规模测算								
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
小初在校学生人数 (万)	86.15	89.39	90.85	92.97	93.73	94.35	93.28	92.73
高中在校学生人数 (万)	18.82	19.21	19.52	19.78	19.97	19.84	20.41	20.36
小初参培率	37%	37%	38%	38%	39%	39%	40%	40%
高中参培率	30.3%	31.3%	32.2%	33.2%	34.1%	35.1%	36.0%	37.0%
K9 年均培训支出 (元)	18125	18759.4	19416.0	20095.5	20798.9	21526.8	22280.3	22948.7
yoy		3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.0%
高中年均培训支出 (元)	28602	29946	31294	32640	34010	35371	36786	38257
yoy		4.7%	4.5%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
K9 教培市场规模 (亿元)	56.99	62.05	66.15	71.00	75.05	79.21	82.09	85.12
yoy		8.9%	6.6%	7.3%	5.7%	5.5%	3.6%	3.7%
高中教培市场规模 (亿元)	16.31	17.98	19.67	21.40	23.16	24.60	27.03	28.78
yoy		10.2%	9.4%	8.8%	8.3%	6.2%	9.9%	6.5%
整体规模	73.30	80.02	85.82	92.39	98.21	103.81	109.12	113.90
yoy		9.2%	7.2%	7.7%	6.3%	5.7%	5.1%	4.4%

资料来源：广东省年鉴、教育部官网、《中国教育财政家庭调查报告 2021》，国信证券经济研究所整理

## 竞争格局：集中度提升&头部机构洗牌，区域龙头崛起

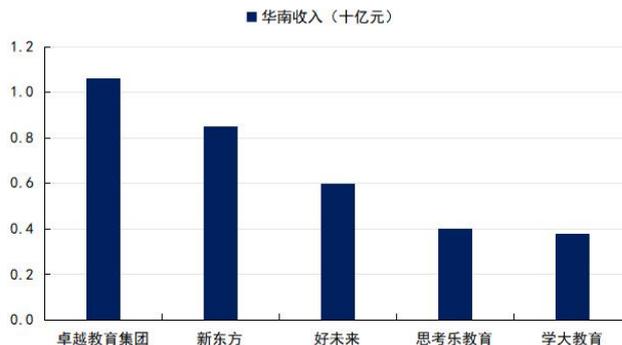
双减前华南地区市场分散，按收益计算 CR5 约为 4.9%。根据弗若斯特沙利文数据，2017 年华南地区市场规模 682 亿元，按收益规模排序 CR5 约为 4.9%，前五大品牌分别为卓越教育集团、新东方、好未来、思考乐教育、学大教育，市占分别 1.6%/1.2%/0.9%/0.6%/0.6%，格局相对分散。此外华南地区还有东莞星火、广州明师、深圳邦德等 K12 教培机构规模居前。

图16: 2017 年华南地区 K12 教培市场份额



资料来源：卓越教育集团招股说明书，国信证券经济研究所整理

图17: 2017 年头部教培企业华南地区收入



资料来源：卓越教育集团招股说明书，国信证券经济研究所整理

双减后行业头部竞争格局生变，卓越教育集团市占优势进一步扩大。由于双减后已无公开资料或报告对华南 K12 教培市场规模和格局进行分析判断，我们根据现有信息对华南地区主要品牌的规模和市场竞争格局进行大致估算。

1) **店均收入**：根据 2024 年上市公司营收规模及门店数量测算出店均收入。其中新东方、好未来分别使用最新财年数据，并且新东方按照 K12 业务在 2024 财年全年收入中的占比（约 46%）折算、好未来剔除内容服务业务数据。

2) **广州、深圳门店数量**：我们根据 2025 年 7 月最新数据进行测算，其中新东方、学大教育根据官网、官方 APP“找校区”功能统计门店数。思考乐、好未来、卓越教育集团统计大众点评公开门店数据。

### 3) 营收规模=店均收入\*门店数量。具体测算结论如下：

表8: 广深五家机构 2024 年 K12 教育培训业务营收规模及按营收市占率情况测算

广州市				
	店均营收 (亿元)	网点数量	营收测算 (亿元)	营收市占率
卓越教育集团	0.06	152	9.12	5.1%
新东方	0.13	65	8.45	4.7%
好未来	0.22	18	3.96	2.2%
学大教育	0.11	13	1.43	0.8%
思考乐教育	0.04	15	0.60	0.3%
				13.1%
深圳市				
	店均营收 (亿元)	网点数量	营收测算 (亿元)	营收市占率
思考乐教育	0.05	160	7.60	4.2%
新东方	0.13	43	5.59	3.1%
好未来	0.22	13	2.86	1.6%
学大教育	0.11	14	1.54	0.9%
卓越教育集团	0.05	26	1.30	0.7%
				10.5%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

**行业集中度提升，卓越教育集团广州市占率预计已优于“双减”前。**受益于尾部机构出清，我们测算 CR5 显著高于 2017 年华南市场水平，广州、深圳两城分别为 13.1%/10.5%，深圳要略低于广州，我们预计主要系未上市的桃李未来、蓝天教育等地方品牌承接了双减后部分头部机构流失的名师；根据大众点评公开网点数据，2025 年 7 月，桃李未来和蓝天教育分别具有 16/25 家网点。卓越教育集团在广州的表现额外突出，预计系受益于广州网点的快速加密，以及教学质量支撑店效维持在可观水平。

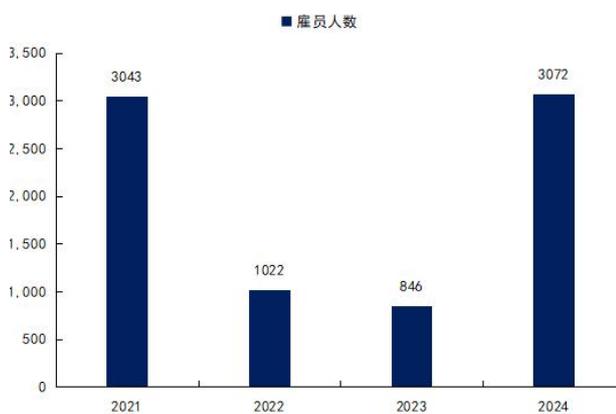
## 成长看点：高续班率为基，驱动省内精细化扩张与拓科

基于以上分析，我们认为卓越教育集团在广州市场的领先地位已经较突出。值得关注的是，其广州市场占有率甚至已超越‘双减’前水平。考虑到教培行业传统上格局分散，市场普遍关注：若公司未来持续深耕广东省内市场，还能创造多少增长空间？以下是我们对这一核心问题的思考：

### 驱动 1：招生增长&高续读率支撑单点提效

教师产能持续扩充，单网点入口端学生覆盖面提升。同时素质教育转型后公司积极扩充教师团队，截至 2024 年末旗下雇员人数已达 3072 人，恢复至 2021 年水平。单网点入口端学生覆盖面提升，有望实现招生人数增长。

图 18：雇员人数数据



资料来源：卓越教育集团招股说明书，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 19：卓越教育集团续读率水平

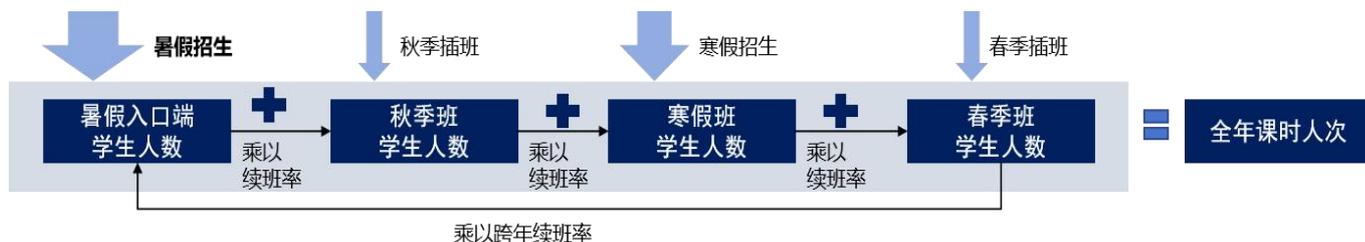


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**核心指标续读率创下新高。**根据公司 2024 年年报，续读率创历史新高，较 2023 年提升 3pct。根据 2020 年年报，公司续读率曾达 88% 水平；续读率提升也进一步推动量价齐升，2024 年报读科数同比增长 396%，同时课程单价提升 3.2%。

续读率是 K12 教培机构的重要经营指标，其同时会影响到收入、业绩、现金流等多个方面。暑期为校外培训需求的集中爆发期，K12 教培行业经过数十年发展逐步形成了“暑期蓄水引流、逐季转化留存”的打法，即大多在暑期设置价格相对较低的引流班吸引家长入读，再通过效果验证、持续服务来吸引家长续保秋季正价课程。续读率的计算方式为，本期期初续班缴费学生/上期期末在读学生人数。

图20: 教培机构招生模型中续读率是重要一环



资料来源: 多知网, 国信证券经济研究所整理

从收入端看, 一般而言, K12 教培机构全年收入模型可理解为:  $\text{年收入} = \text{暑期入口流量} \times \text{扩科率} \times \text{客单价} \times (\text{逐季续读率} + \text{逐季转介绍插班生占比})$ 。续读率高, 意味着家长对教学和服务质量更加满意, 因此相对而言也会更加愿意推荐给身边亲朋好友, 因此续读率高、一般转介绍插班生占比也会较高。目前头部机构预计续读率约在 65%-80%水平, 若在此基础上继续提升 3pct 续读率, 不考虑对转介绍和扩科的影响, 也已经能实现全年人数增长 3.8%-4.3%。下面我们对单个公司单个网点的年度营收规模就续班率敏感性进行测算, 我们假设一个中等规模的网点, 暑期预期能实现招生 500 人次。

表9: 单个网点年度营收规模的续班率敏感性测算

	(7-8月)	(8-12月)	(次年1月)	(2-6月)	合计/平均值	较中性假设
	暑期	暑续秋	秋续寒	寒续春		
折价	0.87	1.00	0.90	1.00		
价格(元)	226.2	260	208	260		
课程数量	12	18	10	18		
单人单科收费(元)	2362	4680	1872	4680		
<b>中性假设</b>						
续班率		80%	80%	90%	83.3%	
转介绍率			20%			
学生人数	500	400	400	450		
营收规模(万元)	118.1	187.2	74.9	210.6	590.8	
<b>乐观假设</b>						
续班率		85%	85%	93%	87.7%	+4.4pct
转介绍率			25%			
学生人数	500	425	467.5	465		
营收规模(万元)	118.1	198.9	87.5	217.6	622.1	5.3%
<b>悲观假设</b>						
续班率		75%	75%	85%	78.3%	-5.0pct
转介绍率			15%			
学生人数	500	375	337.5	425		
营收规模(万元)	118.1	175.5	63.2	198.9	555.7	-5.9%

资料来源: 多知, 国信证券经济研究所整理

从利润端看, 维持高续读率能够迅速摊薄获客成本。相较于收入端, 高续读率对利润端的正面影响更为显著。不仅仅是通过收入增长, 释放规模效应。进而使得单个学生获客成本较高, 而老生续费的边际成本则远小于首次获客的成本。因此维持高续班率的背景下, 获客成本有望持续被摊薄。2024 年下半年, 公司在持续新拓网点的基础上, 销售费用率环比上半年下降 0.4pct 至 6.9%。

暑期入口端招生低价竞争升温, 但教学质量支撑的高续读率中期仍是护城河, 我们预计公司续读率有望维持高位并稳中有升。目前市场较关注外部竞争情况, 我

们分析尾部机构可通过低价竞争获取更多入口流量，可能会对公司的暑期人口增速造成影响。但是教研品牌等仍需要较长时间沉淀，对存量用户续费决策冲击有限。在前文中我们已提到，卓越教育集团具备多年深耕广州经验，同时也能定制广州市内中考模拟考试的相关服务，教研积累丰厚，同时也具备较成熟的“暑秋续报”、“春寒续报”打法，因此我们预计其续读率有望维持高位并稳中有升，后续也有望通过转介绍吸引外部学生回流。

## 驱动 2：广州周边城区有望加速布局，深圳、佛山份额仍有较大提升空间

卓越教育集团在广州的网点布局呈现明显的区域结构性差异。截至 2025 年，集团在广州共开设约 120 余个物理网点，其中白云、番禺、越秀、海珠、天河等核心城区门店占比超过 75%，形成高密度覆盖；而黄埔、南沙、花都、增城、从化等新兴人口流入区门店密度显著偏低。这种分布格局与区域人口增长趋势存在错配，根据 2025 年数据，中考报名人数增速最快的行政区为增城、黄埔、荔湾、南沙区，相对而言都是卓越教育集团门店密度较低的区域。

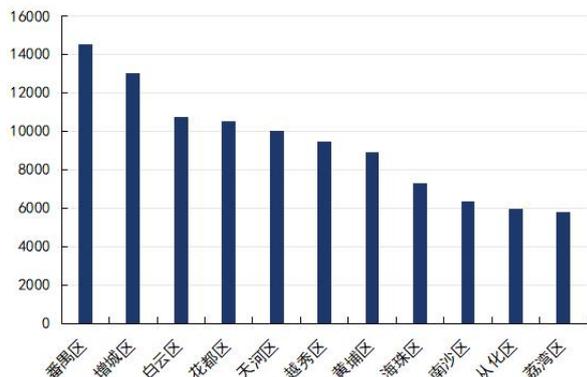
图21：2025 年各区中考报名人数增速及区域内网点密度



资料来源：广州招生考试委员会办公室，大众点评，国信证券经济研究所整理

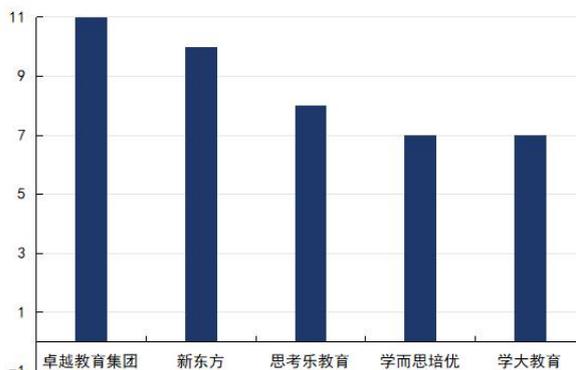
从生源密度与网点匹配度看，广州周边城区存在显著加密空间。根据广州招生考试委员会办公室信息，2025 年广州各区中考人数结合门店分布测算：越秀、海珠、天河等区每千考生网点数达 2.3-2.7 个，而增城、南沙等区不足 0.5 个。若以增城区为例（考生 13023 人，门店仅约 5 家），每店需覆盖近两千名中考考生，结构性优化空间明确。我们假设中期理想状态下，各行政区网点布局密度接近越秀、海珠、天河等区域的平均 2.43 个/每千考生，则目前来看广州市内中期共计可布局 249 家门店，较目前仍有接近 78% 的门店数扩张空间。

图22: 2025年广州各区中考名额人数



资料来源: 广州招生考试委员会办公室, 国信证券经济研究所整理

图23: 2025年各区中考报名人数增速及区域内网点密度



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**牌照壁垒或为卓越教育抢占广州周边城区市场份额提供战略窗口期。**根据大众点评公开数据以及新东方、学大教育官网提供的校区指引, 目前南沙、花都、增城、从化四区中, 仅卓越教育集团与新东方实现网点覆盖(从化区为卓越独家布局), 而学大教育等机构尚未进入。广州实行的“一区一证”政策一方面提高跨区扩张门槛, 卓越凭借先发取得的11个行政区营利性牌照(包括全部外围区域), 预计短期来看卓越教育集团在以上区域能具备较为明显的牌照壁垒优势, 有望通过提前布局实现率先抢占这些区域的市场份额。

**深圳、佛山市占率仍有较大提升空间。**根据我们上文测算, 深圳K12教培市场规模约190亿元, 佛山约90亿元, 截至2025年6月, 卓越教育在深圳仅有26个网点, 佛山仅12个网点, 覆盖密度远低于广州, 同时也未恢复至双减前水平。“双减前”2020年末, 公司深圳布局接近40个网点, 佛山接近20个网点, 公司具备在深圳、佛山跨区域复制能力。同时考虑到目前深圳、佛山CR5水平仍远低于广州, 我们认为公司于深圳、佛山份额仍有较大提升空间。

### 驱动 3：I01 编程课程有望成为新的增长点

卓越教育集团编程课程体系全新升级，深刻植根于人工智能技术的加速发展及其对未来人才需求的重新定义。自 2022 年起，生成式人工智能的爆发性增长凸显了适应性与灵活性作为未来人才核心能力的重要性，卓越教育集团总裁唐俊京明确指出，教育的关键任务在于培养学生应对不确定性的底层能力。为响应这一趋势，2023 年卓越教育发布“鲲鹏少年能力体系”，提出涵盖学习力、创造力、审美力、健康力、沟通力和思辨力的六大能力模型，旨在帮助青少年在 AI 时代实现自我超越。与此同时，国家政策层面亦同步推进变革，2022 年教育部《义务教育课程方案和课程标准》将“信息科技”确立为必修课，聚焦信息意识、计算思维、数字化学习与创新、信息社会责任四大核心素养，强调通过多维度渗透提升学生数字素养。

2024 年 12 月，卓越教育集团正式推出 I01 编程课程。课程体系按照不同年龄段学生需求进行差异化编排，对于低年龄段学生，人工智能编程课程旨在进行 AI、编程教育的普及，对于中高年龄段学生，人工智能编程课程不仅限于信息科技素养培养，同时也开设信息奥赛体系培训的竞赛课程产品。

编程教育行业部分机构运营波动，为卓越教育开拓编程教育赛道创造了独特的窗口期。编程是衔接学科教育较密切的素养课程，其与信息学奥赛等白名单赛事的强关联性，要求课程具备更加严谨的学术体系和进阶路径，而非浅层兴趣培养。卓越教育集团，作为从学科类培训机构转型而来的机构，在体系化教研上更加具备优势。目前卓越教育集团率先聚焦宣传信奥路径，形成高含金量出口，来实现自上而下的打法，鼓励学生参加信奥 CSP-J（入门级）/CSP-S（提高级）赛事。

表 10：公司 K12 教培业务测算

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>素养业务</b>				
—广州（千元）	912000	1210880	1449797	1742387
单个网点科数	1750	1822	2027	2203
成熟网点的爬坡		17%	14%	13%
暑期招生人数增长贡献		15%	13%	13%
续读率提升贡献		2%	1%	0%
网点数	126	156	163	175
单科平均价（元）	4136	4260	4388	4520
—深圳（千元）	130000	168070	210798	257177
单个网点科数	1367	1517	1657	1836
成熟网点的爬坡		19%	16%	15%
网点数	23	26	29	31
单科平均价	4136	4260	4388	4519
—佛山（千元）	80000	135044	184302	236340
单个网点科数	1980	1825	1935	2094
成熟网点的爬坡	30%	25%	20%	17%
网点数	9	16	20	23
单科平均价	4490	4625	4763	4906
—其他城市（千元）	40000	52000	62400	74880
<b>高中辅导业务</b>				
YoY	181443	217732	252569	292980
	25.2%	20%	16%	15%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1) **收入端**，假设广东省人口红利未来三年仍能延续，且家庭子女教育支出持续强烈。公司凭借稳固的教学口碑和优秀的教学服务产品持续吸引学生入读，2025-2027 年公司在广州/深圳/佛山的现有网点 K9 就读学生能够实现 17%/18%/25% 的同比增长，同时公司取得牌照后持续推进所在城市扩张，持续布局网点。高中辅导业务受益于维持高位的高考备考需求而持续增长。全日制业务由于广州普通高中扩招而面临需求承压，部分为高考复读的旺盛需求所抵消，预计 2025 年将下滑 8%，并在后续有望实现收窄。

2) **成本端**，我们预计公司毛利率将在 2025-2027 年内略微下滑，系公司 K12 业务持续新建网点，需经历网点爬坡，及教师人数持续提升，人效有所回落；同时全日制业务需求承压，存在“逆规模效应”，部分为更优的业务结构所抵消。具体来看，我们假设 2025-2027 年的 45.3%/44.9%/44.7%。

3) **费用端**，面对暑期略有升温的招生竞争，我们预计公司销售开支在 2025-2027 年将有所提升，销售开支费用率分别为 7.0%/6.9%/6.7%；行政支出伴随收入规模效应而下滑，2025-2027 年行政支出费用率分别为 12.1%/11.5%/11.0%；融资成本保持稳定，费用率为 1.0%/1.0%/1.0%。具体假设如下：

### 未来 3 年业绩预测

表11：未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11.02	19.74	23.50	27.94
营业成本	5.92	10.80	12.94	15.45
销售费用	0.76	1.38	1.61	1.87
管理费用	1.40	2.39	2.70	3.07
财务费用	0.12	0.20	0.24	0.28
营业利润	2.82	4.97	6.01	7.26
归属于母公司净利润	1.92	3.29	3.99	4.83
EPS	0.23	0.39	0.47	0.57
ROE	29%	42%	44%	46%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 25-27 年收入分别为 19.74、23.50、27.94 亿元，归属母公司净利润 3.21/3.90/4.73 亿元，利润年增速分别为 70.8%/21.2%/21.2%。每股收益 25-27 年分别为 0.39/0.47/0.57 元。

### 盈利预测情景分析

表12：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>				
营业收入(百万元)	1,102	2096	2675	3367
(+/-%)	28.00%	90.2%	27.6%	25.9%
净利润(百万元)	192	342	445	571
(+/-%)	66.20%	78.08%	30.21%	28.24%

<b>摊薄 EPS</b>	0.23	0.40	0.53	0.67
<b>中性预测</b>				
<b>营业收入(百万元)</b>	1102.0	1973.9	2350.1	2794.0
(+/-%)	28.00%	79.12%	19.06%	18.89%
<b>净利润(百万元)</b>	192	329	399	483
(+/-%)	66.20%	71.35%	21.28%	21.05%
<b>摊薄 EPS(元)</b>	0.23	0.39	0.47	0.57
<b>悲观预测</b>				
<b>营业收入(百万元)</b>	1,102	1918	2176	2387
(+/-%)	28.00%	74.0%	13.5%	9.7%
<b>净利润(百万元)</b>	192	312	360	403
(+/-%)	66.20%	62.42%	15.48%	11.85%
<b>摊薄 EPS</b>	0.23	0.37	0.43	0.48
<b>总股本(百万股)</b>	847	847	847	847

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 估值与投资建议

### 股价复盘：务实经营导向下，公司估值与业绩表现高度相关

2025年5月，卓越教育集团市值创下新高。回顾上市至今公司市值及PE表现，我们认为大致可以划分为五个阶段：

1) **上市初期（2018年末-2019年初）**：公司于2018年末登录港交所，伴随2018年民促法的出台，市场担忧政策进一步收紧，将挤压民办教育利润空间，港股民办教育板块整体较低迷。公司卓越教育PE（TTM）一度显著低于美股新东方、好未来前者约20x，后者达40-70x。但随着2019年3月公司发布2018年业绩，核心业务净利实现27.1%增长，验证盈利韧性，公司PE（TTM）回升至接近50x，与龙头新东方、好未来差距缩小。

2) **在线教育竞争激烈，公司迅速调整（2019.7-2020.4）**：2019年上半年在线教育行业竞争激烈，大量投放广告获客，利润空间遭到严重侵蚀。卓越教育集团2019H1同样受到影响，纯利下滑9.1%，估值也下滑至约20x；在此背景下公司剥离在线网校业务，引入外部投资，战略调整迅速见效，2019年纯利+82.1%至1.35亿元，这一阶段估值也逐步修复至50x以上。这一阶段一定程度上反映公司开拓业务时相对克制，同时重视盈利底线的务实风格。

3) **疫情影响线下授课，公司估值回落（2020.5-2021.7）**：由于此前公司对在线教育的投入相对比较克制，因此主要收入仍以线下教育形式为主，疫情期间线下授课受阻，2020H1公司营收7.69亿元（同比-11.3%），估值再次下滑。

4) **双减后的调整期间（2021.7-2024.2）**：伴随“双减”落地，行业受到显著冲击，公司于2021年12月宣布终止K9教培业务，估值显著下行。

5) **监管政策边际明确，公司稳扎稳打，市占率逐步提升，市值修复并创下新高（2024.2-至今）**：2024年2月《校外培训管理条例（征求意见稿）》印发，合规边界进一步明确，此前公司也完成了旗下9大素养产品的非学科认定，公司收入、利润开始持续修复。尽管进入到2024年下半年，行业供给有所回补，市场对竞争格局有所担忧，进而教培板块估值均受到一定抑，但公司收入利润维持较高增速，叠加公司宣布三年派息计划，积极回馈股东，市值不断走高。

图24: 卓越教育集团 2019 至今市值及 PE (TTM) 复盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 估值对比：“区域深耕”与“全国布局”两种模式价值阶段重估

我们分两个时间段观察 K12 教培行业的估值表现，2020-2022 年由于疫情&双减等多方面影响，PE 参考意义较为有限，因此此处先剔除。

### 1) 2019 年：区域龙头的估值折价显著

卓越教育集团在上市初期被市场标签为“华南区域教育龙头”，尽管已实现全国化布局，但其业务高度聚焦广东市场，网点布局区域性特征明显。相比之下，新东方、好未来及学大教育凭借已验证的跨区域复制能力，叠加规模效应带来的营收弹性，获得更高估值溢价。彼时叠加在线教育浪潮，行业正处于高投入、抢份额阶段，资金更愿意为规模和空间支付溢价，因此区域龙头的估值折价实际上较为显著。2019 年，卓越教育 PE (TTM) 仅 20-40 倍，而新东方 PE 达 40-70 倍，好未来、学大教育 PE 更是高达百倍。

### 2) 2024 年-至今：盈利质量重要性提升，估值差逐步收窄

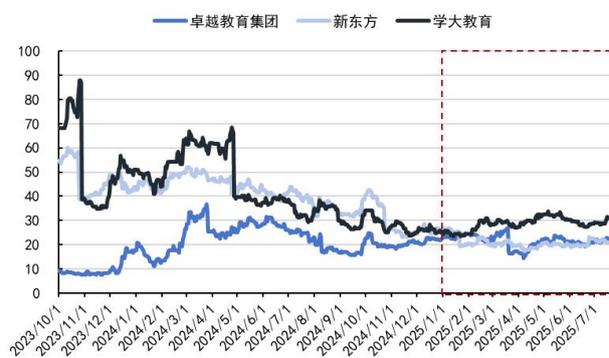
行业阶段切换，盈利质量成估值锚点。2023 年行业处在双减后的快速修复期，全国龙头仍因规模优势估值领先。而进入到 2024 年，行业进入“精耕期”，高基数下增长放缓，市场从单一关注增速转向同样重视盈利质量。但另一方面双减监管常态化下，K12 教培机构经营均仍受到诸多限制，如需要开展多元化业务等，影响利润表现。而卓越教育集团完成合规转型后深耕华南、利润率维持在可控范围内，同时也注重高分红与回购直接增厚股东回报，吸引稳健型资金流入。

图25: 2020年之前卓越教育集团与全国化布局龙头特别是好未来及学大教育间的PE (TTM) 存在较为明显



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 2025年以来, 卓越教育集团与全国化布局龙头新东方、学大教育PE (TTM) 估值收敛



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 相对估值: 53.7-57.3 亿港币市值

卓越教育集团当前主营业务划分为三大板块: 素养教育、辅导项目和全日制辅导业务。其中, 素养教育与辅导项目可合并归类为K12线下教培业务。尽管全日制辅导业务的商业模式与K12教培存在显著差异, 但鉴于其当前面临收入下滑压力, 我们预计2025至2027年间该业务对利润的贡献占比将维持低位。因此, 在采用市盈率(P/E)对公司进行估值时, 我们将其整体利润视为主要来源于K12线下教培业务。相应地, 在进行相对估值比较时, 也将主要对标同行业的K12线下教培公司。

当前国内开展K12线下教培业务的公司可分为两类: 1) 全国化布局龙头: 新东方-S、好未来、学大教育; 2) 区域性深耕龙头: 卓越教育集团、思考乐教育、昂立教育。有道、高途集团、豆神教育等公司, 其业务重心更偏向线上教育, 商业模式与线下教培存在显著差异。因此选取可比公司时, 我们将其排除。具体如下:

表13: 可比公司相对估值表

	代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			ROE	PEG	投资评级
			(元)	亿元	25E	26E	27E	25E	26E	27E	2024	2025	
全国化布局	9901.HK	新东方-S	31.6	516.1	1.87	2.16	2.38	16.84	14.59	13.26	10.50%	1.33	优于大市
	TAL.N	好未来	76.7	466.7	5.8	9.12	14.47	39.68	25.23	15.90	4.70%	0.42	无评级
	000526.SZ	学大教育	54.3	66.1	2.04	2.44	2.95	26.61	22.25	18.40	21.80%	1.10	优于大市
区域性深耕	3978.HK	卓越教育集团	5.0	42.3	0.39	0.47	0.57	12.79	10.62	8.75	29.44%	0.61	优于大市
	1769.HK	思考乐教育	2.7	15.2	0.39	0.53	0.7	6.90	5.08	3.85	22.93%	0.20	无评级
	600661.SH	昂立教育	11.4	32.6	0.13	0.34	0.45	87.46	33.44	25.27		0.50	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 货币单位均为人民币, 其中股价为2025年8月2日收盘价; 其中好未来、思考乐教育、昂立教育为Wind一致预期, 其余为国信社服预测。

以上K12教培公司PE分化较为显著, 其中好未来除线下教培业务外, 亦在开展网校及学习机业务, 支撑实现收入维持较快增速, 同时业绩实现扭亏; 昂立教育同样于2025年上半年度实现扭亏为盈, 因此估值相对较高, 卓越教育集团相对聚焦于K12线下教培业务, 且2022年至今盈利状态较为稳固。新东方-S和学大教育为全国化布局龙头, 前者K12教培业务占比约50%, 其余业务如留学业务(受国际环境和消费意愿影响)、文旅、电商等承压, 预计对估值有一定折价。学大教

育为 A 股最纯正的 K12 教培龙头，但其更多聚焦于监管环境较温和的高中教培赛道，同时也有流动性方面的优势。综合以上对商业模式和标的流动性的分析，我们给予公司 2025 年 PE 估值 15-16x，对应 PEG 为 0.74-0.79，对应市值 53.7-57.3 亿港元（取 0.91878 汇率），对应港币股价为 6.34-6.77 港币目标价，对应 8 月 1 日收盘价 4.99 港币仍有 27.1%-35.6% 的涨幅空间。

### 投资建议：华南区域龙头有望迎来估值修复，给予“优于大市”评级

K12 教培行业需求刚性仍存，我们持续看好这一赛道。但随着行业高基数下增速自然放缓，我们也关注到盈利能力及股东回馈的重要性日益凸显。

卓越教育集团作为华南 K12 教培龙头，已成功完成素质教育转型，支撑收入业绩快速修复。目前公司坚持区域深耕战略，分享大湾区人口红利，一方面在广州大本营持续加密网点，另一方面加速向深圳、佛山等市场渗透。凭借区域内坚实的品牌基础，公司续读率持续提升，不断验证产品竞争力；较成功的合规转型及合理网点爬坡期使扩张同时利润率可控。此外，公司高度重视股东回报，已发布三年派息计划强化长期信心。

我们认为，作为区域龙头，过去公司在估值上有明显折价，但现阶段区域龙头的本土口碑与牌照壁垒优势更为突出，估值折价逻辑有望得到扭转，修复空间显著。因此，我们首次覆盖给予“优于大市”评级，预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.39/0.47/0.57 元人民币为 2025 年 15-16 倍 PE 估值，对应目标市值 53.7-57.3 亿港元。

## 风险提示

### 相对估值的风险

我们采取了相对估值的方法得出公司的合理估值在 53.7-57.3 亿港币之间，我们对公司的三项主要业务进行拆分，并选取了与公司业务相同或相近的 K12 线下教育培训公司，如新东方-S、好未来、学大教育、思考乐教育、昂立教育等的相对估值指标进行比较。然而，这一方法目前面临两大挑战：

**1、业务对标难度较大：**可比公司普遍存在多元化布局（如素质教育、职业教育、全日制课程、AI 教育等），商业模式的不同，导致估值标准存在差异。较难寻找业务完全一致的标的，与卓越教育集团的业务完全匹配。

**2、市场估值分化：**K12 教培板块因业务结构差异、流动性差异及情绪驱动等多方面因素影响呈现显著的估值分化，例如部分 K9 教培公司当前估值水平远低于行业中枢，可能会对整体的估值基准造成影响，因此需更加谨慎地看待可比公司的参考意义。

因此可比公司的估值表现可能会影响，进而造成对卓越教育集团的估值高估、低估，同时市场情绪变化也有可能造成估值出现较为明显的波动。

### 盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 79.1%/19.1%/18.9%，可能存在对公司新招收学生人数预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 45.3%/44.9%/44.7%，可能高估公司对营业成本的控制能力，存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 传统业务政策风险

目前公司主要收入以 K12 教育&复读班为主，教育行业对政策的敏感度高，尽管 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》并未对非义务教育阶段与复读社会考生明确限制，但不排除新的政策变动向非义务教育阶段传导而导致公司股价扰动的可能性。

### 合约负债过高而潜在的退费风险

K12 教培行业普遍采用预收学费模式，导致公司账面形成大量合约负债（即预收的学费）。高额的合约负债虽然提供了运营资金，但也意味着巨大的未来服务交付义务。公司需要确保有足够的师资、场地和运营能力，在相应期间内有效、合规地履行这些服务承诺。合约负债的顺利转化依赖于持续的学生留存（高续读率）和新招生的稳定。若市场环境变化、竞争加剧或公司运营出现问题，导致学生退费增加或新招生不及预期，可能引发退费潮，对公司现金流和声誉造成冲击。

### 竞争加剧的风险

公司正“加速向深圳、佛山等市场布局”，进入新市场必然面临当地现有教育机构的竞争，其品牌影响力、市场份额和获客成本在新市场可能面临挑战。即使在核心的“广州大本营”，公司仍需“持续加密网点”以巩固地位，这本身就反映了区域内市场竞争的存在和持续。网点加密可能加剧局部竞争，增加获客和留存

成本，同时我们也关注到行业部分尾部机构为争夺暑期生源，采用低价班课引流的形式。我们认为公司凭借“区域内坚实的品牌基础”和“续读率持续提升”能够维持竞争力，但竞争对手的策略变化、产品创新或价格竞争可能对其市场份额、续读率及盈利能力构成压力。

### 疫情反复的风险

若未来疫情出现反复且防控政策重新趋严，则公司线下培训场景招生和学习空间营业可能受到冲击，对公司经营造成不利影响。

### 行业竞争加剧风险

K12 教培行业格局分散化，导致价格战与营销成本上升，可能挤压公司利润空间。此外，公司虽在华南区域具备口碑优势，但全国性巨头若持续下沉可能分流生源，尤其在深圳、佛山等新拓市场，竞争白热化或削弱其公司利润率。

### 全日制业务需求下滑的风险

全日制备考业务是公司重要的一块业务，该业务高度依赖中高考复读及艺考培训需求，但近年来广东普通高中持续扩招，叠加职业教育路径多元化（如职高扩招），可能削弱传统全日制备考的吸引力，进而导致业务收入持续下滑。

### 课程及技术研发不及预期

现阶段教育行业正处于 AI 浪潮之中，不排除短期内 AI 对教育行业造成显著影响，若公司课程研发及软硬件技术研发与适配跟进不及预期，则有可能失去在教育行业中的领先地位，并影响公司长期竞争力。

### 核心教师流失风险

教育行业核心资源之一为师资力量，公司主打的 K12 教育培训立足于小班教育和一对一教育，尽管对名师依赖性不显著，但若集团总部教研名师出走则可能对公司教学研究造成负面影响，进而影响公司教学质量。

### 舆情风险

教育行业为社会重点关注行业，公司目前业务涉及 K12 培训，受培训基数较大，若出现学生安全事故、教学设施不安全事件、教师言行不当等可能引发社会广泛讨论，冲击集团声誉进而影响远期经营。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	282	512	907	1009	1110	营业收入	489	1102	1974	2350	2794
应收款项	87	108	178	212	253	营业成本	259	592	1080	1294	1545
存货净额	0	0	15	18	21	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	20	23	296	353	419	销售费用	26	76	138	161	187
<b>流动资产合计</b>	<b>512</b>	<b>881</b>	<b>1634</b>	<b>1876</b>	<b>2144</b>	管理费用	93	191	311	342	379
固定资产	58	78	119	161	203	财务费用	5	5	20	24	28
无形资产及其他	198	288	616	984	1396	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	74	81	81	81	81	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	204	509	509	559	609	其他收入	23	11	81	83	85
<b>资产总计</b>	<b>1046</b>	<b>1837</b>	<b>2959</b>	<b>3661</b>	<b>4433</b>	营业利润	129	249	506	612	739
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	203	414	营业外净收支	(16)	(0)	(85)	(101)	(120)
应付款项	46	77	205	229	252	<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>248</b>	<b>421</b>	<b>511</b>	<b>619</b>
其他流动负债	365	892	1682	1992	2354	所得税费用	23	56	93	112	136
<b>流动负债合计</b>	<b>411</b>	<b>969</b>	<b>1887</b>	<b>2423</b>	<b>3020</b>	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>91</b>	<b>192</b>	<b>329</b>	<b>399</b>	<b>483</b>
其他长期负债	139	215	287	334	364						
<b>长期负债合计</b>	<b>139</b>	<b>215</b>	<b>287</b>	<b>334</b>	<b>364</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>550</b>	<b>1184</b>	<b>2174</b>	<b>2757</b>	<b>3384</b>	净利润	91	192	329	399	483
少数股东权益	(2)	0	(0)	(0)	(1)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	498	654	785	905	1050	折旧摊销	82	92	81	83	85
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1046</b>	<b>1837</b>	<b>2959</b>	<b>3661</b>	<b>4433</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	5	5	20	24	28
						营运资本变动	34	603	632	287	306
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	其它	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
每股收益	0.11	0.23	0.39	0.47	0.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>206</b>	<b>887</b>	<b>1042</b>	<b>768</b>	<b>874</b>
每股红利	0.00	0.00	0.23	0.33	0.40	资本开支	0	(109)	(450)	(493)	(539)
每股净资产	0.59	0.77	0.93	1.07	1.24	其它投资现金流	32	(114)	0	(47)	(57)
ROIC	-	-	-	-	-	<b>投资活动现金流</b>	<b>(62)</b>	<b>(528)</b>	<b>(450)</b>	<b>(590)</b>	<b>(646)</b>
ROE	18%	29%	42%	44%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	47%	46%	45%	45%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	22%	23%	24%	24%	支付股利、利息	0	0	(197)	(279)	(338)
EBITDA Margin	39%	30%	27%	27%	27%	其它融资现金流	(57)	(129)	0	203	212
收入增长	-0%	125%	79%	19%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(57)</b>	<b>(129)</b>	<b>(197)</b>	<b>(76)</b>	<b>(127)</b>
净利润增长率	62%	111%	71%	21%	21%	<b>现金净变动</b>	<b>87</b>	<b>230</b>	<b>395</b>	<b>102</b>	<b>101</b>
资产负债率	52%	64%	73%	75%	76%	货币资金的期初余额	195	282	512	907	1009
息率	0.0%	0.0%	4.7%	6.6%	8.0%	货币资金的期末余额	282	512	907	1009	1110
P/E	43.2	20.5	12.0	9.9	8.2	企业自由现金流	0	773	610	308	384
P/B	7.9	6.0	5.0	4.4	3.8	权益自由现金流	0	640	595	492	573
EV/EBITDA	25	16	12	11	10						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032