

天立国际控股 (01773. HK)

民办 K12 学历教育转型先锋，聚焦高中业务再谋新发展

优于大市

核心观点

转型步伐领先的民办学历教育集团。2002 年成立首校以来，公司致力于建设及运营 K12 学历学校，并实现跨省份复制。2021 年民促法落地后，义务教育学校无法通过关联交易并表。公司相应调整为表外运营 K9 学校；表内业务则聚焦高中，辅以 K12 学校伴生的后勤业务（餐厅、产品销售）、素养课程、游学，并探索向外输出教学能力的 K12 学校托管业务。截至 FY2023 末，公司服务超 10 万名 K12 学生，其中高中生 3.7 万人（包括托管在内）；自营高中达 33 所。FY2023，公司实现收入 23.0 亿元/+160%，为 FY2020 的 177%；归母净利 3.3 亿元/+246%，达到 FY2020 的 88%，转型效果明显。

民办高中政策趋于明朗，多元升学需求旺盛。民办高中并非义务教育，监管态度相较 K9 温和。强劲的多元升学需求下民办高中特色明显，渗透率预计稳步提升，叠加人口红利延期释放，市场需求旺盛。格局分散，但民办高中教学能力验证周期长、壁垒高，龙头凭借品牌护城河脱颖而出。

高中学费+住宿费收入快速增长，K12 伴生业务稳健扩张，K12 学校托管探索自营学校外增长潜力。我们测算，FY2023 高中、K12 伴生业务（餐厅/产品销售/素养/游学）、托管的收入占比为 26%/24%/21%/17%/9%/2%。高中板块是增长基本盘，受益于：1) 校区利用率提升：我们测算目前自营高中利用率仅 27%-37%，优质办学加持下利用率将逐渐爬坡，现有 33 所高中 2028 年利用率将接近 100%。2) 外延扩张：公司计划每年新增 3-5 所自营校，目标 2027 年总数达 40-50 所。综合上述预计公司每年新增自营高中学生约 1 万人，2027 年总量预计达 6-8 万人。3) 学费提升：多元升学学生占比提升拔高平均学费，预计在 3 万元的均价上实现年增长 5%。综合来看预计 2024-26 年高中收入为 9.2/14.4/20.5 亿元。K12 学校伴生业务目前主要面向内部 K12 学校学生，考虑到内部学生增长确定性较高，该部分预计稳健扩张。后续能否借助托管业务实现对外输出待持续观察。K12 学校托管改善第三方教学质量持续得到验证，客户快速增长，在现有 19 个学段基础上，2024-26 年预计新增 30-50 个学段/年，对应年份实现业务收入 0.5/1.6/3.0 亿元。

风险提示：政策变动、教学质量下行、人才流失、增量业务开拓失败。

投资建议：凭借优异办学成果和多元升学服务，公司内部学生数稳定爬坡，高中及 K12 伴生业务成长确定性与弹性俱佳，托管业务也有望起量提升利润率。预计 2024-26 年归母净利润 5.2/7.3/10.1 亿元，CAGR39%，EPS 为 0.24/0.34/0.47 元。考虑到经营确定性较高，我们给予公司 2024 年 PE 估值 20-22x，目标价为 5.34-5.90 港币，较最新收盘价仍有 22-34%涨幅，给予“优于大市”评级。且公司有望重返港股通，建议关注流动性改善机会。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	884	2,303	3,171	4,399	5,963
(+/-%)	156.2%	160.4%	37.7%	38.8%	35.5%
归母净利润(百万元)	97	334	523	728	1011
(+/-%)	-108.7%	245.8%	56.5%	39.3%	38.9%
每股收益(元)	0.04	0.15	0.24	0.34	0.47
EBIT Margin	-	-	8.4%	11.8%	13.9%
净资产收益率(ROE)	5.2%	16.2%	20.2%	22.0%	23.4%
市盈率(PE)	92.9	26.9	17.2	12.3	8.9
EV/EBITDA	-7.0	-8.5	21.6	15.9	12.9
市净率(PB)	4.84	4.34	3.47	2.71	2.07

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

公司研究 · 海外公司深度报告

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：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S098051310003

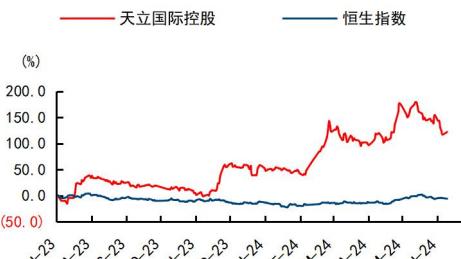
证券分析师：张鲁

010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 5.34 - 5.90 港元
收盘价 4.49 港元
总市值/流通市值 9671/9671 百万港元
52 周最高价/最低价 5.75/1.72 港元
近 3 个月日均成交额 19.47 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

天立国际控股：转型领先的综合教育服务商	5
历史沿革：民办 K12 学历龙头向综合教育服务提供商转型	5
管理层分析：管理团队具备“地产+教育”双重背景	6
股价复盘：转型效果验证股价企稳回暖，静待经营效果持续验证	7
民办高中行业：温和监管态度下渗透率逆势增长，承接多元升学需求市场庞大	8
政策梳理：政策出台规范民办教育，民办高中监管态度温和	9
市场规模：民办高中承接多元升学、复读需求，市场广阔	11
竞争格局：格局分散，教学能力验证周期长，行业门槛高	16
业务透视：营利高中为核心，尝试多元创收	17
高中：公司核心业务，收入利润增长基本盘	18
K12 学校伴生业务：食堂、产品销售、素养游学，立足现有校区发展业务	21
K12 学校托管：对外输出优质办学能力	22
竞争优势：完善的人才培养与留存体系	23
高标准招聘&卓越培养体系，提升人才质量	23
清晰职业发展路径&有竞争力的薪酬福利，实现人才留存	25
成长看点：高中业务快速增长，K12 伴生业务稳健扩张，托管探索自营校外增长潜力	27
高中：校区利用率爬坡+外部新建学校助力学生规模快速扩张	27
K12 学校伴生业务：伴随 K12 学生人数增加，实现持续稳定增长	31
K12 学校托管：探索自营学校外增长潜力，蓝海市场政策鼓励	32
财务分析：转型进展顺利，经营数据改善明显	35
转型进展顺利，收入业绩大幅改善	35
毛利率持续走高，期间费率仍有改善空间	35
经营性现金流受收款节奏影响，呈季节性	36
盈利预测	37
假设前提	37
未来 3 年业绩预测	38
盈利预测情景分析	39
估值与投资建议	40
投资建议：增长确定性与弹性俱佳，给予“优于大市”评级	41
风险提示	42
附表：财务预测与估值	44

图表目录

图1: 天立国际控股发展历程	5
图2: 2021年《民促法实施条例》出台前后, 天立国际控股商业模式对比示意图	6
图3: 天立国际控股股权结构	7
图4: 公司上市至今股价回顾	8
图1: 过度资本化下优质教育资源向民办学校领域集中	10
图5: K9 和高中学段教育经费投入占全学段比例	11
图6: 2022年高中学段教育生均一般公共预算教育经费情况	11
图7: 基础教育各年龄段民办教育渗透率	11
图8: 2014-2023年民办普通高中在校人数 (单位: 万人)	11
图9: 民办高中市场增长驱动因素	12
图10: 基础教育各阶段适龄人口数量 (万人)	12
图11: 2013-2024年高考报名人数及普通高中应届毕业生人数差值	13
图12: 从六大关注重点认识“强基计划”	13
图13: 以清华大学与北京大学为例, 2023年以特殊招生渠道入学的新生比例已约占半数	14
图14: 2000-2022年出国留学人数及同比增速	14
图15: 2016-2022年艺考培训报名人数	14
图16: 2000-2022年国内城镇居民人均年可支配收入及增速	15
图17: 习总书记在考察重庆华溪村时的讲话	15
图18: 2019年全国民办普高市占率TOP5	16
图19: 2023年头部民办教育企业学校数量	17
图20: 2023年头部民办教育高中学生人数	17
图21: 公司业务板块商业模式分析图	18
图22: 2018-2023财年公司政府补贴余额及用于抵消运营成本的金额	19
图23: 2018-2023财年公司政府用于抵减运营开支的政府补助占主营业务收入比例	19
图24: 公司的分层招生模式	20
图25: 2021至2023学年天立高中在读人数及增速	20
图26: 公司“六立一达”课程体系	20
图27: “双减后”有33%的家长对兴趣班增加了投入	21
图28: 达州天立小学部2024年春季部分选修课课程表	22
图29: 公司最根本的竞争优势在于卓越的K12人才培养与管理体系	23
图30: 成都天立学校师资力量学历背景构成	24
图31: 公司的“三雁齐飞”人才培养体系覆盖新老师、中层干部、高管干部	24
图32: 2021-2023年天立高中旗下全职教师人数及增速	26
图33: 天立教育员工晋升“H型立交桥”	26
图34: 营利性高中业务盈利模式示意图	27
图35: 公司自营学校利用率测算图	28
图36: 2020-2023年潍坊天立高中利用率、招生规模增速及后续年份预计	28

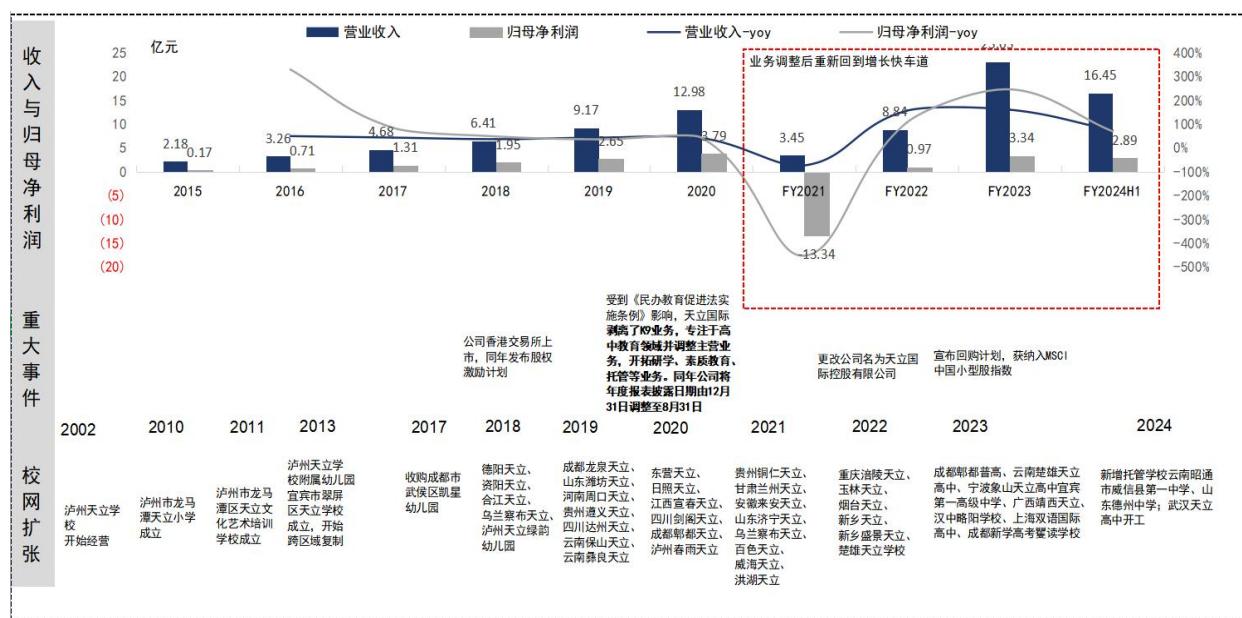
图37: 2018-2022年各年度公司开学的学校数量	28
图38: 2023年泸州天立高中升学率名列前茅	29
图39: 2023年天立学子学科竞赛成绩	29
图40: 2024年公司自营高中数量及后续年份测算	29
图41: 单所新建高中预期新增在校人数	29
图42: 公司高中标准化扩张流程模式示意图	30
图43: 公司FY2015-FY2023餐饮营运收入及客单价数据	31
图44: 托管方输出的是教学管理、教研与课程等教育软实力	33
图45: 托管业务的两个重要条件	33
图46: 头部学历教育集团托管学校数量	34
图47: 2019-2023年我国小初高学校数(单位:万所)	34
图48: 公司营收、归母净利润、经调整归母净利润及增速	35
图49: 公司收入结构	35
图50: 公司毛利率、归母净利率、经调归母净利率	36
图51: 公司期间费率	36
图52: 公司经营性现金流呈现季节性(单位:亿元)	36
图53: 公司现金及等价物保持相对充沛水平	36
图54: 中国科培及中教控股2020年至2024年6月3日动态PE	40
 表1: 核心管理团队职位、分工及履历	6
表2: 公司2022至2024年2月回购数据	8
表3: 民办教育法规政策梳理	9
表4: 政策对比:高中阶段VS义务教育阶段	10
表5: 民办高中市场规模测算	1
表6: 公司业务收入拆分	18
表7: 2023年底,天立国际控股旗下高中梳理	19
表8: 公司向被托管方提供的服务	22
表9: 公司针对教师、班主任及校长的具体培训内容	25
表10: 公司于2018年所推出的股权激励计划	26
表11: 2024年多元升学人数提升对学费的影响测算	31
表12: 高中业务预测及相关核心假设	31
表13: 托管业务相关政策梳理	32
表14: 托管业务需求核心驱动因素	33
表15: 托管业务估算(单位:千元)	34
表16: 公司收入业务拆分(单位:千元)	38
表17: 情景分析(乐观、中性、悲观)	39
表18: 可比公司估值表	41

天立国际控股：转型领先的综合教育服务商

历史沿革：民办 K12 学历龙头向综合教育服务提供商转型

民办 K12 学历学校龙头，2018 年登陆资本市场。2002 年，公司在四川泸州建立了集团的第一所学校——泸州市天立学校，开始民办基础学历学校业务的探索之路。2005 年泸州天立学校招收首届初中学生，2010 年泸州龙马潭天立小学成立，2013 年泸州天立学校附属幼儿园成立，至此公司已覆盖基础教学全学段。2013 年，公司于四川宜宾翠屏区建设天立学校，开始跨区域扩张。2018 年公司成功在香港交易所上市，公司可用资金进一步充裕，加速学校扩张，并首次于省外建校。2020 年，公司实现收入 12.98 亿元、归母净利润 3.79 亿元，创上市以来新高，**K12 学校学费、住宿费是核心创收来源**，合计运营 K12 学校 32 所、学生人数超 5.7 万人。

图1：天立国际控股发展历程



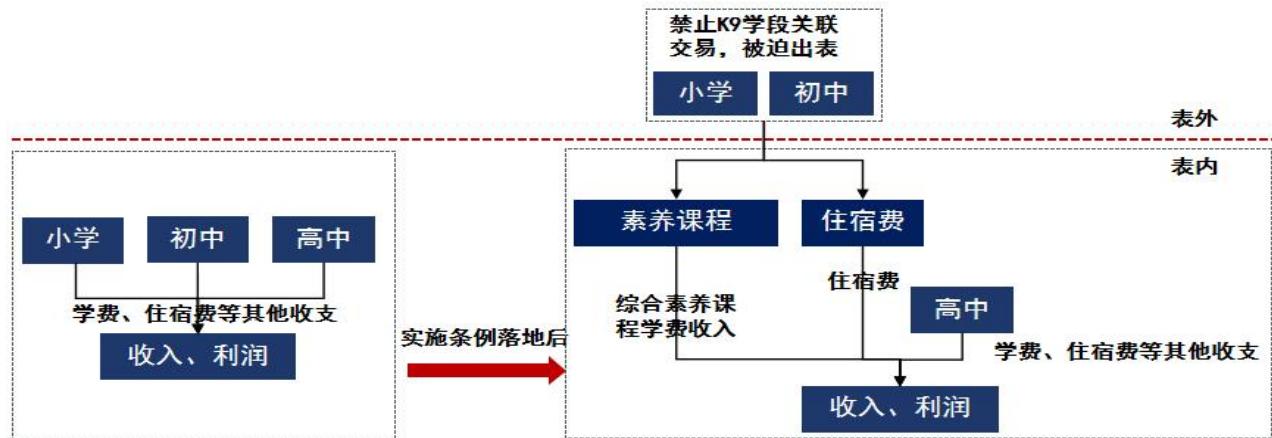
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

2021 年《民促法实施条例》落地后，公司剥离 K9 学校，并提出“一干多支”转型综合教育服务提供商。《民促法及实施条例》落地后，K9 学校无法通过关联交易形式并入上市公司，公司决定将小初学校从财务报表中剥离。公司提出“一干多支”的转型发展战略以适应政策环境变化，公司将业务重心转移至营利性高中教育上，同时积极拓展多元化的教育服务，形成了以高中学校为主体，辅以小、初综合素养教育、游学、托管等“多支”教育增值服务的新模式。此外，公司还运营着食堂及产品销售等服务，旨在为学生提供更全面的成长支持和更丰富的学习体验。

转型效果初步验证，2023 年收入利润重新进入增长快车道。2023 财年，公司实现收入 23.03 亿元，同比增长 160%，实现归母净利润 3.34 亿元，同比增长 246%，恢复至 2020 财年收入的 177%，归母净利润的 88%。新业务素质教育及游学已成为收入贡献的重要来源，占比超 20%。经营层面，服务学生人数稳步增长，2023-2024 秋季学期，集团服务各学段学生总数共计超过 10 万人，同比增长 22%，其中高中

生人数为 3.7 万人，同比增长 44%。该次成功的战略转型，使公司快速适应政策环境变动，并使公司业务版图重回增长，巩固了其在民办教育领域的领先地位，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

图2: 2021年《民促法实施条例》出台前后，天立国际控股商业模式对比示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理层分析：管理团队具备“地产+教育”双重背景

管理团队教育经验丰富，有地产相关背景。董事会主席、执行董事兼行政总裁罗实 1999 年创办四川天立房地产开发有限公司，以地产为基础逐渐切入教育赛道，迄今已拥有 20 逾年教育行业经验。此外，公司首席财务官王锐亦具有地产背景，可以有效整合土地、资金、建设等资源进行校网扩张；公司秘书张潇具有丰富的企业秘书服务经验。

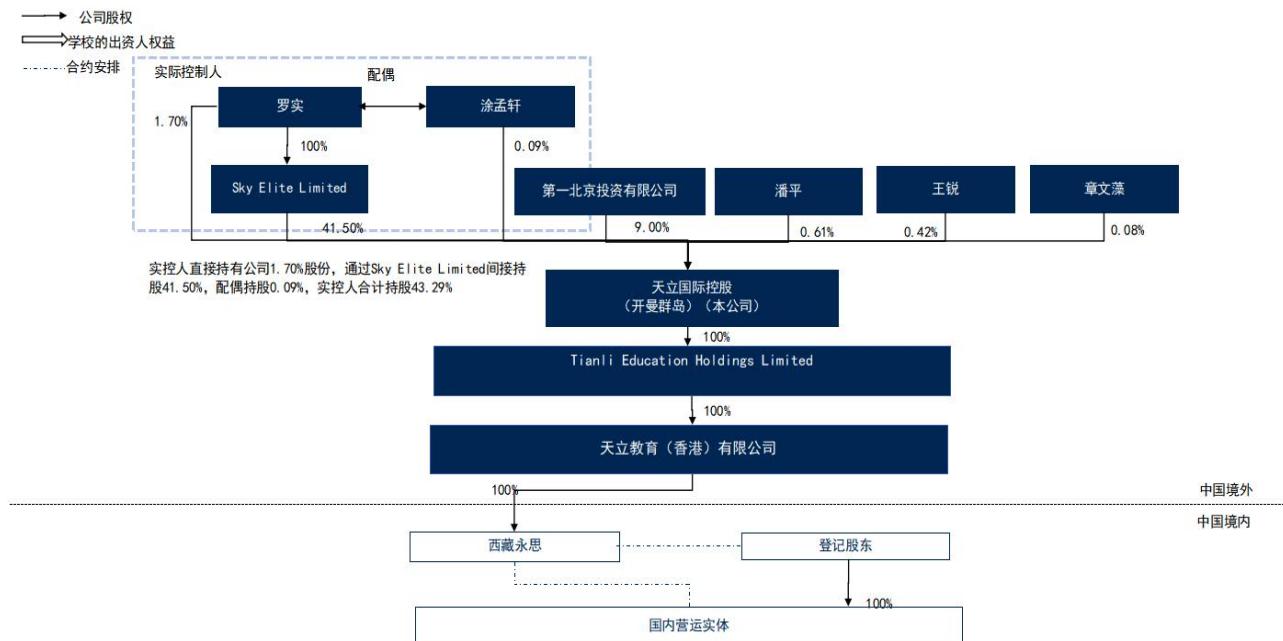
表1：核心管理团队职位、分工及履历

高管姓名	年龄	职位	履历时间	履历
罗实	50	董事会主席、执行总裁	2017 年	于教育行业有逾 20 年的经验。1994-2004 年曾任四川天立房地产开发有限公司创始人，负责策略发展、整体经营管理及主要决策。2004 年至今一直担任神州天立控股集团有限公司董事会主席。2013 年 9 月起担任神州天立教育投资有限责任公司行政总裁兼主席。曾获得“2016 年中国教育创新领军人物”、“2020 中国教育行业杰出人物”、“2023 年度中国教育匠心人物”等多个教育领域含金量较高的奖项。
王锐	42	首席财务官、公司秘书	2018 年	2004-2007 年担任万科企业股份有限公司的财务会计。2007-2008 年，担任新希望房地产开发有限公司的高级财务经理，监察有关该公司财务会计的事务。2008-2014 年担任龙湖地产有限公司重庆分公司及北京分公司的项目财务经理、集团风险及审计经理及大连分公司的首席财务官，负责财务、风险监控及审计工作。2014-2015 年担任先天朗控股有限公司的财务总经理，负责财务营运。
张潇	-	公司秘书	2019 年	2019 年获得香港公开大学企业管治硕士学位。曾任职于方圆企业服务集团(香港)有限公司(一间专注于公司服务的专业服务供应商)的助理经理，于企业秘书服务范畴拥有逾六年经验。
潘平	68	非执行董事	2023 年	1985 年毕业于中共中央党校大专班，1990 年评定为高级经济师，1996-2003 年任江苏省无锡市崇安区副区长。2015-2023 年任神州天立教育投资有限责任公司董事。2010-2016 年任红星美凯龙公司副总经理，2017-2022 年担任红星美凯龙控股集团总裁。
章文藻	66	非执行董事	2023 年	于银行及金融方面具有丰富经验。曾分别任职于中国银行深圳分行公司部、中国建设银行蛇口/深圳南山支行信贷部、招商银行蛇口支行，2015-2018 年担任上市公司深圳海联讯科董事长。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司股权结构集中，有助于提高决策效率。截至 2024 年 2 月 29 日，创始人罗实实益拥有合计 9.32 亿股，约占总股份的 43.29%，其中通过完全控制 Sky Elite Limited 间接持股 41.50%，直接持有股份 1.70%，配偶涂孟轩女士通过股份激励计划持股比例为 0.09%。

图3: 天立国际控股股权结构



资料来源：公司公告，企查查，Wind，国信证券经济研究所整理，持股比例数据截至 2024 年 2 月 29 日

股价复盘：转型效果验证股价企稳回暖，静待经营效果持续验证

复盘公司股价，我们认为公司的股价变动可以分为两个时期：1) 公司上市至 2022 年 3 月，这段时间影响公司股价的主要因素是民办教育相关政策的出台，2018 年 8 月 10 日《民促法实施条例》（修订草案）出台，新增禁止实控人为外方的社会组织举办/参与举办/实际控制实施义务教育的民办学校，公司上市至 2018 年 8 月 15 日期间跌幅 46%。2020 年 4 月多地出台义务教育招生入学政策，落实公民同招细则，预期对民办学校招生造成影响，公司股价 2020 年 2 月 21 日至 4 月 17 日期间跌幅 24%。2020 年 11 月 10 日教育部答复《关于促进民办教育健康发展的提案》，文中明确提出对合法合规的关联交易持开放态度，2020 年 11 月 10 日至 2021 年 2 月 24 日期间涨幅 45%；2021 年 5 月 18 日，《民促法实施条例》正式对外发布，禁止义务教育学校进行关联交易，公司剥离 K9 学校，2021 年 5 月 18 日至 10 月 25 日期间跌幅 68%。2) 2022 年 3 月至今：我们认为这段时期公司股价主要受益于业绩持续验证。在股价经历大幅度回调后，公司调整业务方向，打造“一千多支”业务战略，聚焦高中，辅以 K12 学校伴生的的素养游学、食堂及产品销售业务，并探索向外输出教学能力的托管业务。FY2022-2023，公司实现收入 8.9/23.0 亿元，同比+156%/+160%，归母净利 1.0/3.3 亿元，同比+107%/+246%，收入业绩重回增长快车道，转型成效快速显现，叠加公司 2023 年年内多次回购向市场传递信心，公司股价迎来弹性，自 2022 年 3 月 16 日低点至 2024 年 6 月 3 日，期间涨幅 856%。

图4: 公司上市至今股价回顾


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 公司 2022 至 2024 年 2 月回购数据

时间	购回股份数目 (股)	总代价 (港元)	每股支付最高价 (港元)	每股支付最低价 (港元)
2022 年 3 月	12,000,000	10,027,418	1.12	0.56
2023 年 7 月	2,434,000	6,500,215	2.75	2.55
2023 年 8 月	10,973,000	29,026,621	2.82	2.47
2023 年 9 月	4,698,000	11,473,918	2.60	2.33
2023 年 11 月	292,000	901,024	3.13	3.00
2023 年 12 月	6,632,000	20,523,427	3.30	2.79
2024 年 1 月	6,485,000	19,525,519	3.17	2.85
2024 年 2 月	4,238,000	12,227,123	3.22	2.59

资料来源: 公司公告、天立国际控股投资者关系公众号、国信证券经济研究所整理

公司市值走高, 有望于 2024 年 9 月重返港股通。根据 Live Report 数据预测, 恒生指数公司预计于 8 月中下旬公布 2024 年 6 月 30 日之恒生指数系列季度检讨结果, 相关变动有望于 2024 年 9 月初生效, 截至 2024 年 5 月 2 日, 港股通市值门槛约为 57.05 亿港元, 而截至 2024 年 6 月 3 日, 公司市值已达 106 亿港元, 预计公司近 12 月月末平均市值将超过市值门槛, 有望于 2024 年 9 月重返港股通。

民办高中行业: 温和监管态度下渗透率逆势增长, 承接多元升学需求市场庞大

公司的核心业务为基础教育学历学校, 在行业分析部分, 我们将着重分析基础教育学历学校特别是高中学段所处行业的政策、市场规模及竞争格局。

政策梳理：政策出台规范民办教育，民办高中监管态度温和

民促法实施条例出台后，民办学前及义务教育的资本化运作受到较大程度遏制，而高中学段，政策并未禁止其发展及营利性运营。而针对不同学段政策的分化态度，源于法律地位差异及客观经济条件情况的差异，我们分析监管态度后续仍将维持，民办高中有望在规范中实现良性健康发展。素质教育及托管服务都符合政策大方向，素质教育培训的具体运营已有规范标准，托管业务仍待政策完善。下面我们将具体进行分析。

民办义务教育从营利性选择、关联交易合法性、招生安排等维度从严监管。《民促法实施条例》坚持“义务教育学段不得设立营利性民办学校”、并对民办学校严格分类管理，进一步规定“提供义务教育的学校不得与关联方交易”，同时要求“任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校”，一系列政策体现出政府遏制“义务教育”民办学校过度逐利的决心。

表3：民办教育法规政策梳理

时间	政策文件	重要内容
2016年	《营利性民办学校监督管理实施细则》	提出“不得设立实施义务教育的营利性民办学校”
2017年	《民办学校分类登记实施细则》 《中共中央国务院关于深化教育	对民办学校按照营利性、非营利性进行分类管理，对具体的审批注册、管理部门、财务清算方案等进行指导
2019年	教学改革全面提高义务教育质量 的意见》 《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	民办义务教育学校招生纳入审批地统一管理，与公办学校同步招生 (1) 在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校；任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。 (2) 提供义务教育的学校不得与关联方进行交易
2021年	《关于规范关于规范民办义务教育发展的意见》	确保义务教育学位主要由公办学校提供或通过政府购买学位方式提供，原则上不得审批设立新的民办义务教育学校(含民办九年一贯制学校、十二年一贯制学校和完全中学)。落地到北京、四川、湖南、江苏等地，明确要求民办义务教育学位占比压降至5%。
2023年	《教育部办公厅关于做好2023年普通中小学招生入学工作的通知》 关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》	各地要结合实际优化招生计划安排，努力增加优质普通高中学位供给。要深化普通高中招生管理改革，进一步压减公办和民办普通高中跨区域招生计划，确保到2024年全面实现属地招生和“公民同招”。 明确提出要扩大优质高中教育资源，即深入挖掘优质普高的校舍资源潜力，有序扩大优质普高招生规模。

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

VS 义务教育学段，民办高中政策则态度温和。法律保留了民办高中可以注册为营利性学校的权利，未禁止民办高中兼并收购、协议控制、以公允价值进行关联交易，教学安排、招生工作也更具自由度，较为强硬的压降民办教育占比的政策也只针对义务教育实施。

表4: 政策对比: 高中阶段 VS 义务教育阶段

	义务教育阶段	高中阶段
办学性质	仅能注册为非营利性	可以选择为营利性或非营利性
举办方	在外商准入负面清单的基础上, 在中国境内设立的外商投资企业及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参办附加额外条件与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校	
牌照发放	江苏、湖南等地原则上不再审批建设新的义务教育民办学校, 并压降民办义务教育学校招生计划	无明文提出相关要求
兼并扩张	任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育、非营利性学前教育的民办学校	未限制
关联交易	实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易	与利益关联方进行交易的, 应当遵循公开、公平、公正的原则, 合理定价、规范决策, 不得损害国家利益、学校利益和师生权益。
教学安排	实施普通高中教育、义务教育的民办学校可以基于国家课程标准自主开设有特色的课程, 实施教育教学创新, 自主设置的课程应当报主管教育行政部门备案。	
	禁止使用境外教材	未明文对其进行限制
招生工作	实施学前教育、学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等的招生权, 可以在审批机关核定的办学规模内, 自主确定招生的标准和方式, 与公办学校同期招生	
	应当在审批机关管辖的区域内招生, 纳入审批机关所在地统一管理	应当主要在所在设区的市范围内招生, 符合省、自治区、直辖市人民政府教育行政部门有关规定的可以跨区域招生

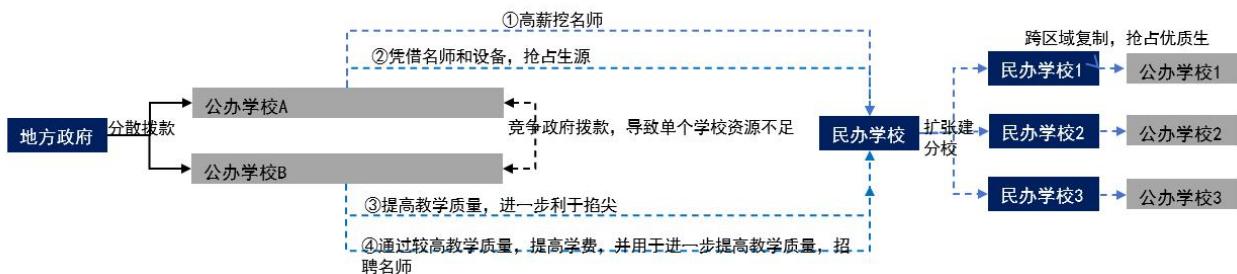
资料来源: 教育部, 国信证券经济研究所整理

我们认为不同学段政策的差异是由客观经济环境、法律地位决定的, 后续监管态度仍将维持, 具体来看原因有以下两点:

1) K9 阶段降低教育支出负担的需求更为迫切。 营利性民办学校可以通过跨区域挖名师、利用奖学金掐尖等方式吸引学生入读, 上述办学成本最终会转嫁到民办学校学生自身, 并且这一过程中优质教育资源向民办教育领域的倾斜与集中, 公办学校学生的利益同样受损, 最终带来更大范围的教育不公平。考虑 K9 学段在我国被纳入义务教育, 即所有公民均需要接受 K9 教育, 营利性 K9 学校最终会加剧全社会的教育负担, 而高中学段暂未被纳入义务教育, 因此 K9 阶段降低教育支出负担的需求更为迫切。

图 1: 过度资本化下优质教育资源向民办学校领域集中

未干涉情况下, 民办学校通过自循环实现扩张, 同时教师、生源向民办学校集中

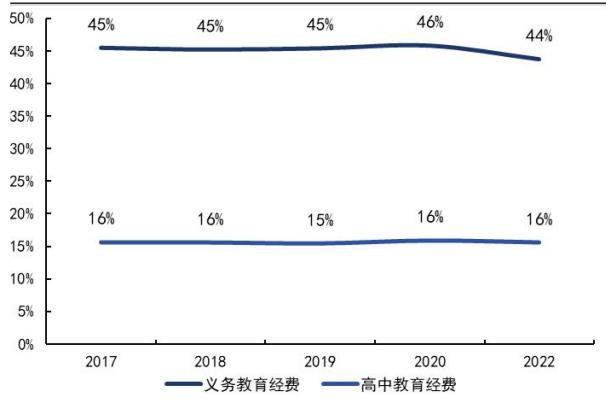


资料来源: 知乎, 国信证券经济研究所整理

2) 政府教育经费投放上需优先义务教育, 高中学段引入外部力量仍是最优选择。 政府将义务教育作为“重中之重”优先保障, 而导致高中教育经费相对 K9 紧张。许多偏远地区的基层公办普通高中长期处于收支平衡的边缘, 学费和教育经费仅

能维持基本运营，难以改善办学条件，此情况下高中引入外部力量仍是最优选择。

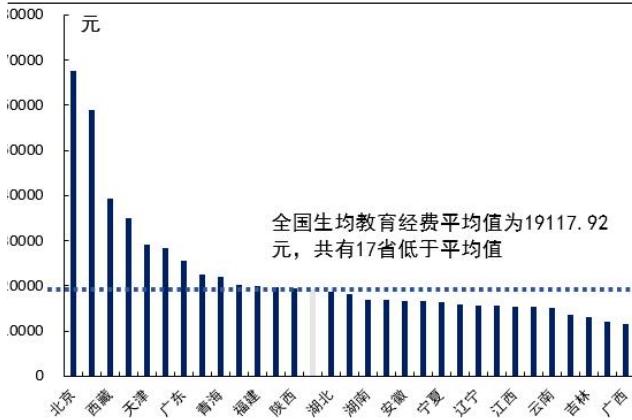
图5: K9 和高中学段教育经费投入占全学段比例



数据来源：各年度教育事业发展统计公报，国信证券经济研究所整理

注：2021 年未披露经费在各级教育间的分配情况

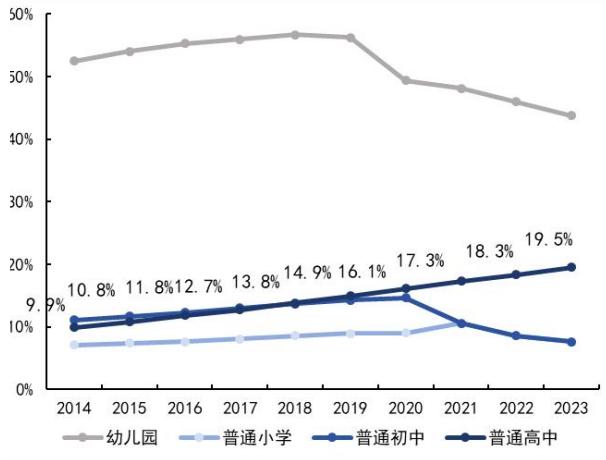
图6: 2022 年高中学段教育生均一般公共预算教育经费情况



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

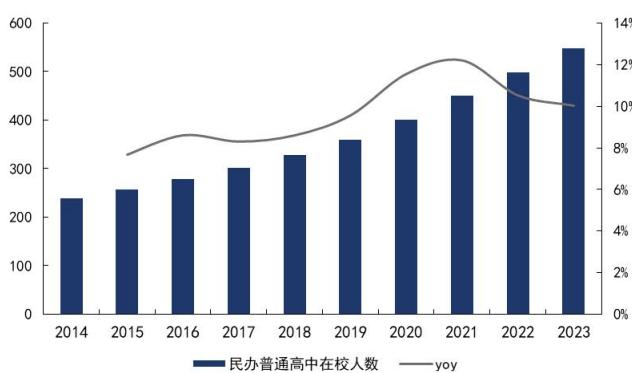
差异政策下，民办普高渗透率逆势走高，民办小初渗透率压降明显。根据教育部全国教育事业发展统计公报数据测算，2023 年学前教育/义务教育/普通高中民办教育渗透率分别为 43.8%/7.6%/19.5%。普通高中民办教育渗透率已大幅领先于 K9 阶段，且呈现出分化趋势，2014 年至 2023 年普高阶段渗透率不断走高，而义务教育 2021 年后、学前教育 2018 年后渗透率压降明显。

图7: 基础教育各年龄段民办教育渗透率



数据来源：各年度教育发展统计公报，国信证券经济研究所整理

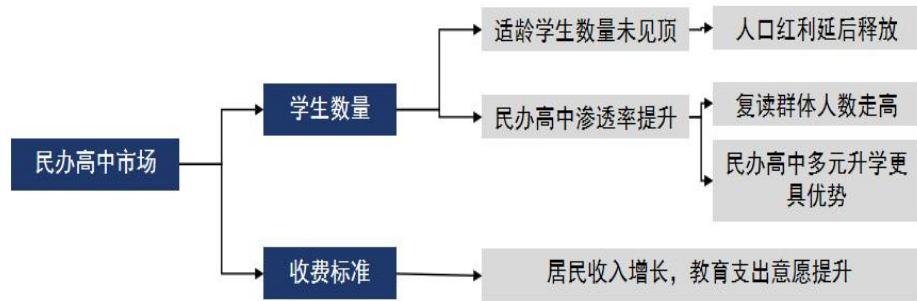
图8: 2014-2023 年民办普通高中在校人数（单位：万人）



数据来源：各年度教育发展统计公报，国信证券经济研究所整理

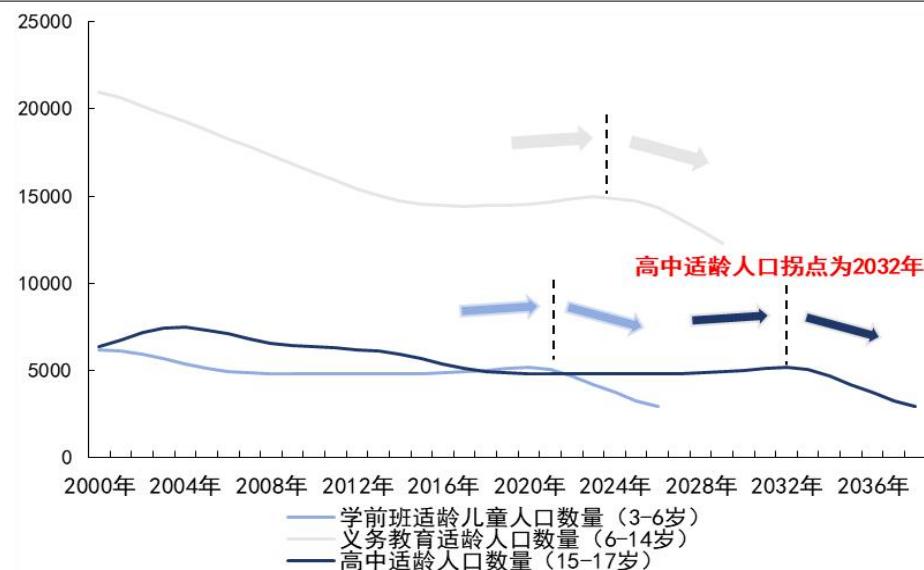
市场规模：民办高中承接多元升学、复读需求，市场广阔

在这一部分，我们将对公司核心业务民办高中的市场规模进行测算。民办高中的需求来源于两方面，一个是就读适龄人口总盘子的大小，另一个是适龄人口中多少会选择就读于民办学校而非公办学校。由于高中学段人口集中在 15-17 岁，且民办学校能够发挥禀赋承载多元升学及复读需求，市场广阔。综合素养课程与托管业务受益于教育理念的更新及教育扩优提质行动计划的开展，需求同样旺盛。

图9: 民办高中市场增长驱动因素


资料来源：教育部官网、统计局、国信证券经济研究所整理

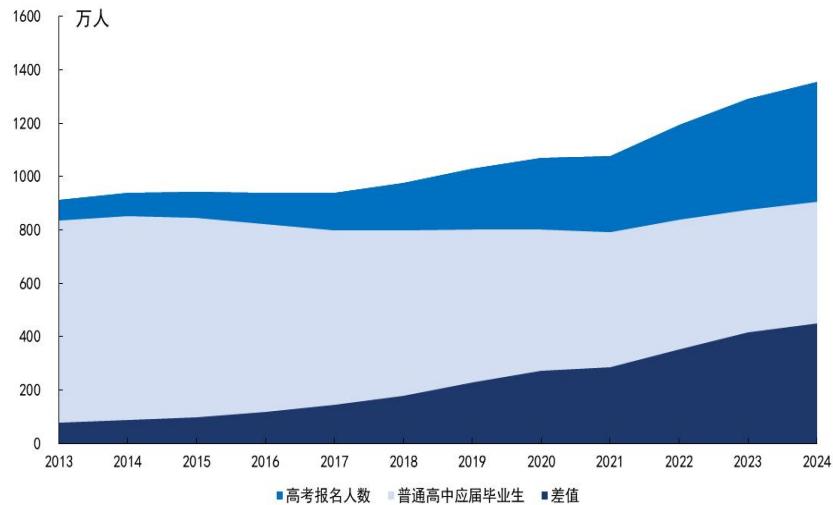
生育高峰红利延后释放，高中入读适龄人群未来5-10年仍将继续走高。高中适龄人群年龄为15-17岁，受出生人口下滑的冲击会晚于义务教育阶段（6-14岁）。根据我国出生人口数量测算，15-17岁高中适龄人数增长尚未达峰，具体来看，2016年出生人口数量达峰，要2032年后影响才逐渐传导至高中就读适龄人群。

图10: 基础教育各阶段适龄人口数量（万人）


数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

民办高中渗透率提升，即更多的家长倾向于选择民办高中而非公办高中的驱动因素有如下几点：

1) **复读生规模增长，民办高中顺势承接需求。**2024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。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为其提供复读服务，民办高中可以顺势承接这一需求。

图11：2013-2024年高考报名人数及普通高中应届毕业生人数差值


数据来源：教育部、中国教育在线、公开新闻报道，国信证券经济研究所整理

2) 多元化升学在高考激烈竞争背景下更受青睐，而民办学校自主办学，能够集中资源提供个性化多元升学服务。多元化升学的途径包括特长考试、学科奥赛、强基计划、海外留学等。在多元办学领域，民办高中相较公办高中优势明显。民办学校通常拥有更大的办学自主权，可以专门招收有意多元化升学的学生，进而调配教师教学资源，提供个性化的教育服务和升学路径规划。而公办学校面向更广阔的学生群体，有限的教学资源要优先做好传统的高考升学。

多元升学渠道之一：自主招生和强基计划。自主招生和强基计划允许高校在高考的基础上，通过综合测评，选拔出具有学科特长和创新潜质的苗子。近年清华大学和北京大学的本科招生趋势显示，通过强基计划、综合评价、高校专项计划、保送生等多元渠道录取的学生比例已超过了50%，并且这一趋势较为稳固。

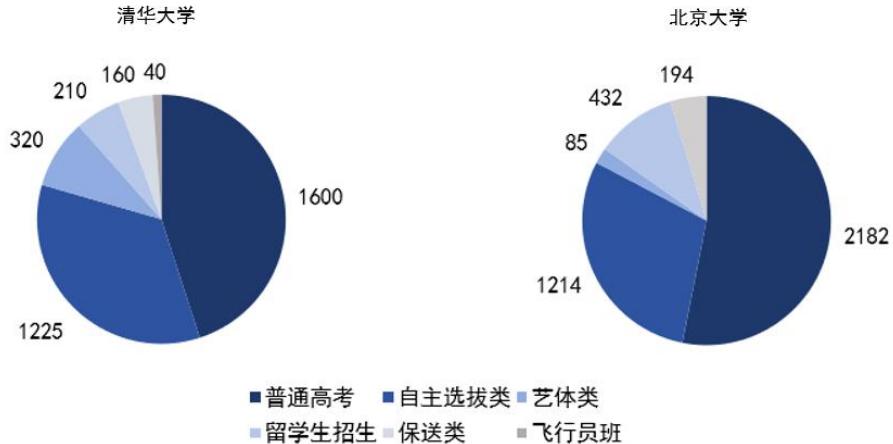
图12：从六大关注重点认识“强基计划”

强基计划关注重点



数据来源：择校无忧，国信证券经济研究所整理

图13: 以清华大学与北京大学为例, 2023年以特殊招生渠道入学的新生比例已约占半数

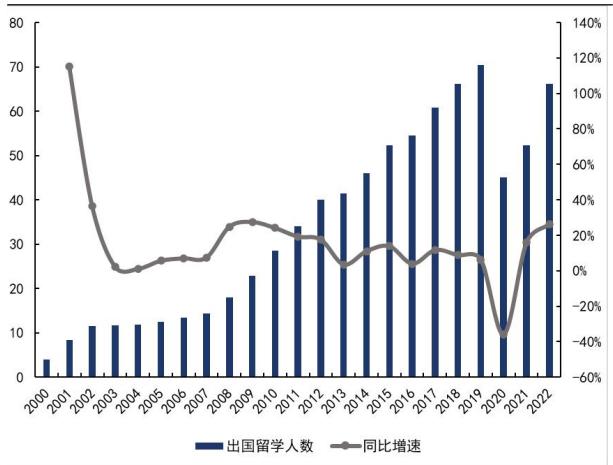


数据来源: 本科招生网、知乎、公开新闻报道, 国信证券经济研究所整理

多元升学渠道之二: 疫情后留学市场迅速回暖, 越来越多的家长希望孩子能够留学获取国际视野。留学市场在疫情后迅速回暖, 根据 CCG 报告数据, 疫后出国留学迅速回暖, 2022 年我国海外本科留学人数为 66.12 万人, 已回升至 2019 年的 94%, 同比增长 26%。越来越多的家长希望孩子能够接受国际教育, 培养国际视野和跨文化交流能力, 规避国内应试教育的弊端, 为将来在国际舞台上竞争做准备。

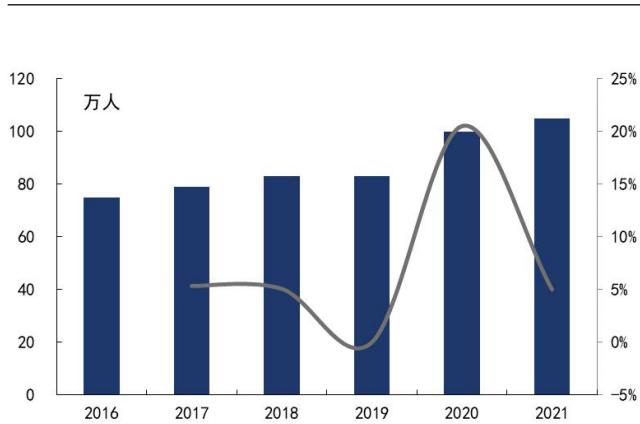
多元升学渠道之三: 艺体考市场规模持续增长, 挖掘多样化人才。艺考、体考市场规模逐步扩大, 根据智研咨询数据, 2022 年全国艺考市场规模达 551.1 亿元, 2015-2022CAGR 为 10.47%。

图14: 2000-2022 年出国留学人数及同比增速



数据来源: 国家统计局、CCG 全球化智库, 国信证券经济研究所整理

图15: 2016-2022 年艺考培训报名人数

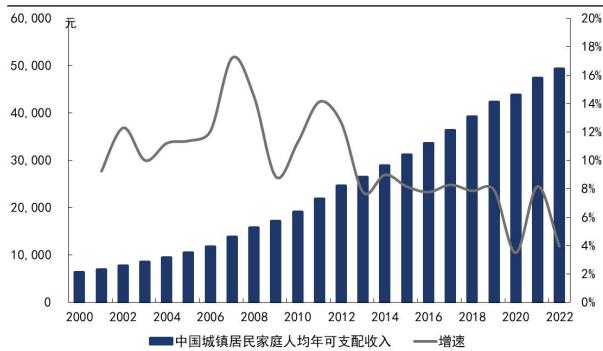


资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

居民收入增长及居民家庭教育支出意愿提升, 为客单价增长提供支撑。公办高中学费一般定在 800-1500 元之间, 而民办高中的学费普遍上万。选择民办高中就读对家庭的教育支出意愿与支付能力有较高要求。自国内恢复高考以来, 高考可以实现人生进位, 改变个人及家庭命运的观念深入人心, “再穷不能穷教育”, 国

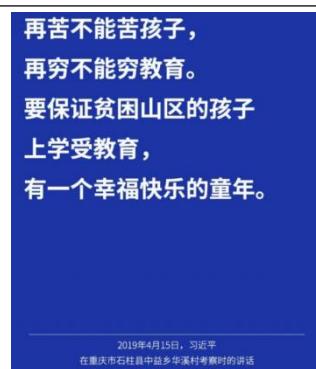
内、特别是城镇居民家庭教育消费的意愿较高。2017年，我国城镇居民人均收入为3.64万元，北大财政所发布的《中国教育财政家庭调查报告（2019）》显示，当年普通高中教育的全国平均生均家庭教育支出为1.77万元，其中城镇1.98万元，农村1.29万元，在家庭收入中占比较高。随着人均可支配收入增多，中等收入规模家庭数量增长，以及在少子化趋势下家庭对子女的重视程度提高，未来我国居民家庭教育支出意愿和能力将会进一步提升，为民办高中提价提供有力支撑。

图16: 2000-2022年国内城镇居民人均年可支配收入及增速



数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图17: 习总书记在考察重庆华溪村时的讲话



资料来源：中新网，国信证券经济研究所整理

综合上述分析，我们预计2032年民办高中市场规模3611亿元，2023-2032年CAGR预计为9.17%，行业仍有翻倍发展空间。根据国内出生人口数据推算，2032年高中适龄人群达到峰值5164万人，随后开始下行。但民办普通高中市场规模受毛入学率、收费价格、民办渗透率、普通/职业高中比例影响，综合展望行业仍有较大发展空间。具体测算如下：

（1）高中适龄人口数量：根据统计局公布的人口数据测算，2032年适龄人口数量（即为2015至2017年出生人口数量总和），合计约5164万人；（2）毛入学率：2023年高中阶段毛入学率为91.8%，十四五规划要求2025年高中阶段毛入学率至少达到92%；（3）普高占比：根据2023教育发展统计公报数据，2023年普高学生数量占比为68.34%，预计后续随着普高学校资源增多，比例将进一步上升，假设2032年普高占比将达到70%；（4）民办教育渗透率：根据2023教育发展统计公报数据，2023年普高民办教育渗透率为19.5%，预计在多元化升学趋势下进一步走高，假设2032年将达到25.0%；（5）民办教育学费+住宿费：我们假设民办普通高中学费+住宿费人均2.8万元/年（根据泸州天立高中招生简章，其学费+住宿费约为3万元），且每年保持约5%增速，预计2032年将达到43437元/年。由此可以测算出2032年全国市场规模可达3611亿元，较2023年1639亿元规模仍有120.32%的提升空间，预计2023-2032CAGR为9.17%。

表5: 民办高中市场规模测算

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
适龄人数 (万人)	4786	4817	4819	4815	4835	4879	4962	4982	5128	5164
高中阶段毛入学率 (%)	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
高中在校学生数量 (万人)	4394	4427	4433	4435	4458	4503	4585	4583	4718	4751
普高占比 (%)	68.34%	68.50%	68.50%	68.50%	68.50%	69.00%	69.00%	69.00%	69.00%	70.00%
普高在校学生数量 (万人)	3003	3032	3037	3038	3054	3107	3164	3163	3255	3326
民办教育渗透率 (%)	20%	20%	21%	22%	24%	25%	25%	25%	25%	25%
民办普高在校学生数量	585	606	638	668	733	777	791	791	814	831
同比增长 (%)		4%	5%	5%	10%	6%	2%	0%	3%	2%
学费+住宿费 (单位: 元/人)	28000	29400	30870	32414	34034	35736	37523	39399	41369	43437
同比增长 (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模 (亿元)	1639	1783	1969	2166	2494	2776	2968	3115	3367	3611
同比增长 (%)	9%	10%	10%	15%	15%	11%	7%	5%	8%	7%

数据来源: 教育部、国信证券经济研究所整理

注: 根据教育部定义, 高中阶段毛入学率是指高中阶段在校生(不考虑年龄)占15~17岁年龄组人口数的百分比

竞争格局: 格局分散, 教学能力验证周期长, 行业门槛高

民办高中学校行业体现出玩家众多、格局分散、长尾效应明显的特点, 但得益于市场规模体量庞大, 且龙头在细分赛道上稍有错位, 竞争温和。第一高中教育集团美股上市申报书中曾披露, 2019年全国民办普高按在校人数规模计算的CR5仅为2.48%, 行业体现高度分散的特征。而行业分散主要系由于高中学生总数过于庞大, 根据教育部数据, 2024年全国民办普高在校学生已达547.8万人, 按照校均1000-2000人的规模计算, 若要提升1%的市占率需要新建50所学校, 市占率的提升有一定难度。从竞争的角度看, 目前民办高中渗透率不足20%, 渗透率提高带来的潜在发展空间巨大, 行业还未进入存量竞争阶段, 且在多元化升学趋势下, 有国际高中、艺术学校等多条细分赛道供选择, 较少出现直接竞争。

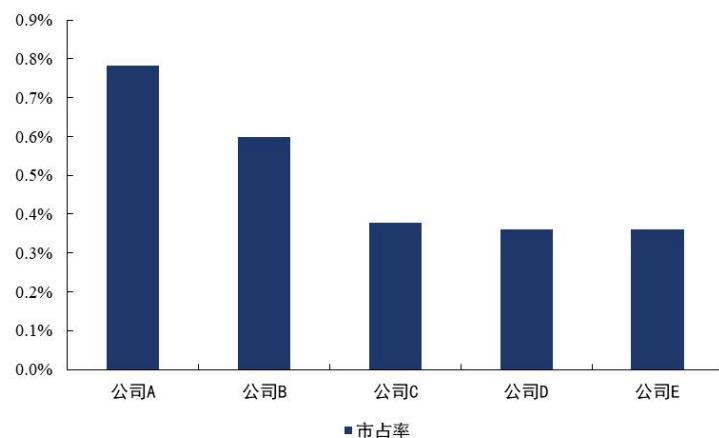
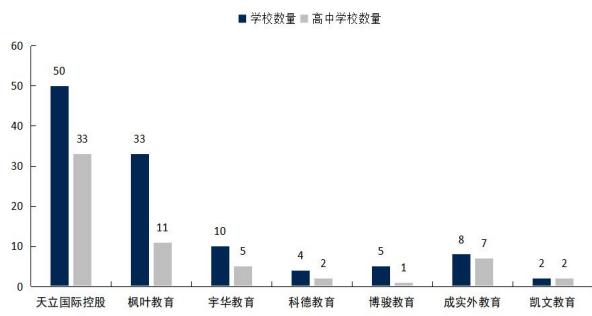
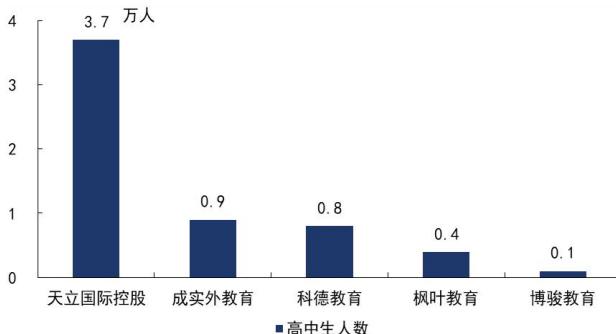
图18: 2019年全国民办普高市占率TOP5

数据来源: 第一教育集团美股上市申报书、教育发展统计公报, 国信证券经济研究所整理

图19: 2023年头部民办教育企业学校数量


资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 2023年头部民办教育高中学生人数


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：天立学校人数包含0.4万人托管学生

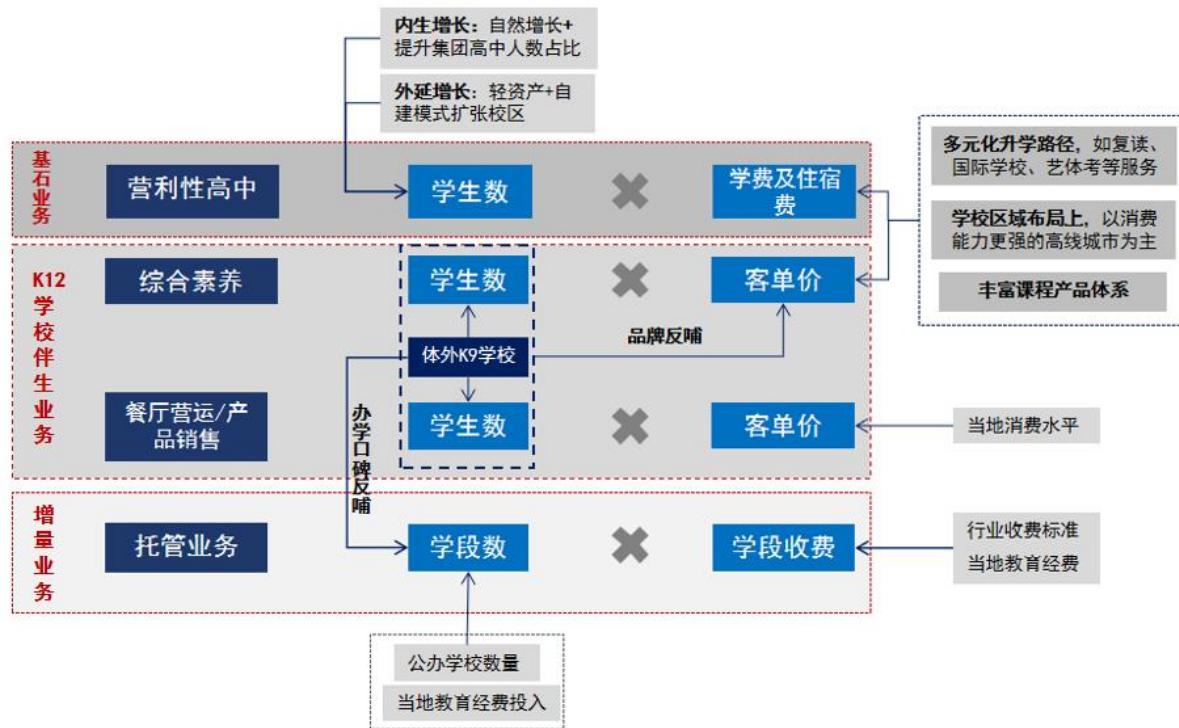
民办高中办学效果验证周期长，行业门槛较高。我国教育事业进入了高质量的新发展阶段，未来粗放的学位供给扩张模式将向优质学校学位扩容模式转型，新建民办高中的审批难度或将提高，已经展现教学质量水平的头部品牌则有望获益。新建学校的资本投入庞大，然而开土动工是打造优质教育资源的第一步。后续如何建立优质教师团队、如何调动人才，设置符合教学规律的课程体系与培养方案、如何保证教学质量，在升学率、学生成绩的考验下打造品牌口碑则是更难的一环。而通过升学率来验证教学成果，至少也需要一届学生3年的周期。由此看来，民办营利性高中的壁垒高，在长期办学过程中积累的办学经验、高素质教育人才与口碑会是优质教育龙头的坚韧护城河。

业务透视：营利高中为核心，尝试多元创收

营利性高中收入占比最高，为收入基本盘。公司2023财年报告披露综合教育服务/产品销售/餐厅营运/管理及特许经营费收入占比分别为53%/24%/21%/2%。综合教育服务包括营利性高中（自营学校高中学生的学费和住宿费，不包括自营高中伴生的餐厅、产品销售、游学收入）、综合素养（收取的综合素养课程费）、游学收入（收取的游学费用），管理及特许经营费对应托管服务费收入。国信社服根据年报披露数据测算，2023财年，营利性高中/产品销售/餐厅营运/素养/游学/托管业务6项业务分别占比26%/24%/21%/17%/9%/2%。

从业务关联性上看，表内运营的高中和表外运营的K9学校是其他业务开展的基石。1) **K12伴生业务：**公司产品销售服务的客户中有很大部分是集团所服务的学生，由于学生数量众多，公司可实现大规模集采进而降低购入商品的成本，是业务开展的基础；公司餐厅服务、游学服务面向集团K12学校学生提供服务，综合素养课程目前主要面向K9学校学生开放，校内师生数量越多，潜在的消费者数量越多。2) **托管业务：**托管业务的业务形式是向外输出公司的办学软实力，而公司表内运营的高中与表外运营的K9学校是公司办学软实力的生动展示，公司自营学校所体现的办学成果越优异，越有助于打造品牌形象，说服外部学校购买服务。

图21: 公司业务板块商业模式分析图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表6: 公司业务收入拆分

定位	业务	对应 报表口径	FY2022	FY2023	FY2024H1
基石业务	高中	纳入综合教育服务	收入（亿元） 收入增速	2.8 133%	6.0 117%
	产品销售	产品销售	收入（亿元） 收入增速	0.6 1045%	5.6 837%
K12伴生业务	餐厅	餐厅营运	收入（亿元） 收入增速	4.3 114%	4.9 12%
	素养	纳入综合教育服务	收入（亿元） 收入增速	0.3 —	4.0 1166%
	游学		收入（亿元） 收入增速	0.4 116%	2.0 432%
增量业务	托管业务	管理及特许经营费	收入（亿元） 收入增速	0.5 351%	0.4 -18%

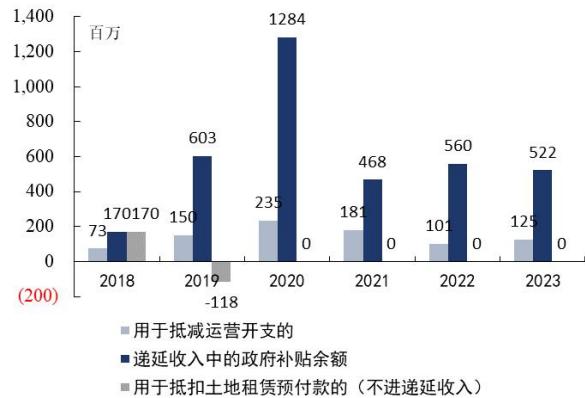
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高中：公司核心业务，收入利润增长基本盘

商业模式：收入来源系学校的学费及住宿费，与在校学生规模和定价关系密切，2023-2024学年秋季学期，公司自营校网内已有3.3万余高中生，剔除表外的非营利性高中人数，我们估计表内高中学生人数约2.6万人。客单价方面，学生学费及住宿费均价约为3.1万元/年。从利润端看，该项业务的主要支出包括教学工作开展所必须的教师工资支出、能源费用及设备的摊销等，部分成本由政府补贴

抵减，利润率较高。出于对教育领域的支持，政府会给予公司补贴以帮助其过渡。公司每年收入的政府补贴先进递延收入项目，并在后续的运营过程中逐渐划出抵消成本。

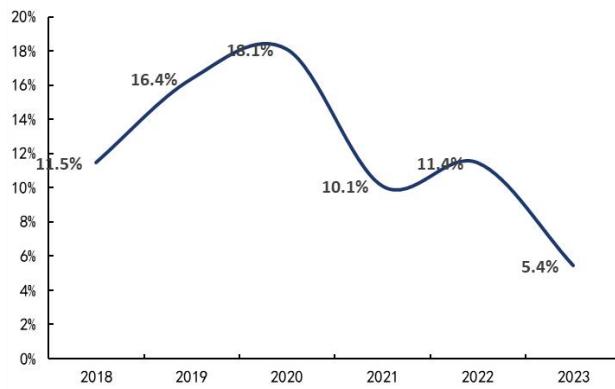
图22: 2018-2023 财年公司政府补贴余额及用于抵消运营成本的金额



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2021 年有 11.4 亿元补贴因业务变动而终止入账。

图23: 2018-2023 财年公司政府用于抵减运营开支的政府补助占主营业务收入比例



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

校区分布：公司通过自建与收购实现校网扩张，旗下已有 33 所高中校区。截至 2024 年 6 月，公司已经在全国 16 个省级区域运营高中校区 33 所，其中营利性高中 26 所，非营利性高中 2 所，4 所一贯制学校的高中部待拆分并表，1 所为公司持股 49%。区域上既覆盖上海、深圳等一线城市，也有中西部低线城市，服务类型上提供传统高中教育、艺考、复读等个性化的教育服务。

表7: 2023 年底，天立国际控股旗下高中梳理

学校性质	学校名称	所属省份	开学时间	学校性质	学校名称	所属省份	开学时间
自营高中	泸州天立		2002	自营高中	雅安天立	四川	
	内江天立	四川	2015		兰州天立	甘肃	
	广元天立		2015		威海天立		
	宜宾天立		2013		济宁天立	山东	2021
	乌兰察布天立	内蒙古			洪湖天立	湖北	
	苍溪天立		2018		上海天立（美达菲）	上海	
	新乡天立	河南			来安天立	安徽	
	遵义天立				楚雄天立	四川	
	保山天立	云南	2019		烟台天立	山东	2022
	彝良天立				深圳天立	广东	
	百色天立	广西			西昌天立	四川	2016
	玉林天立				资阳天立	四川	2017
	周口天立	河南			达州天立	四川	
	东营天立		2020		潍坊天立	山东	2019
	日照天立	山东			德阳天立		
	宜春天立				成都（郫都）天立	四川	2020
	剑门关天立	四川					

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

生源管理：内部 K9 学校储备优秀生源，外部分层招生实现拔尖生源。1) 内部 K9 学生直升：随着集团不断扩大高中部的学位供给，预期将有更多校网内初中毕业生能够获得天立高中的录取机会，释放优质的生源储备，而此前由于高中学位限制，2015-2018 年天立初中毕业生中仅有约 37%、42% 和 41% 的比例能够获得天立高中录取。2) 分层招生：近年天立教育对招生模型进行了更新，在招生过程中按

中考成绩将学生划分为 A+、A、B、C 四层，成绩较高的 A+类学生就读学校可全免学费，此外还设置了丰富的在校期间奖学金制度以吸引优质生源、稳定办学成绩。

图24: 公司的分层招生模式

- 按物价部门审批，学费30000元/年。
- 通过泸州市中考就读泸州市天立学校的考生，参照泸州市近三年中考成绩分段数的平均数，依据泸州市2020年中考成绩确定获奖等级和收费标准。

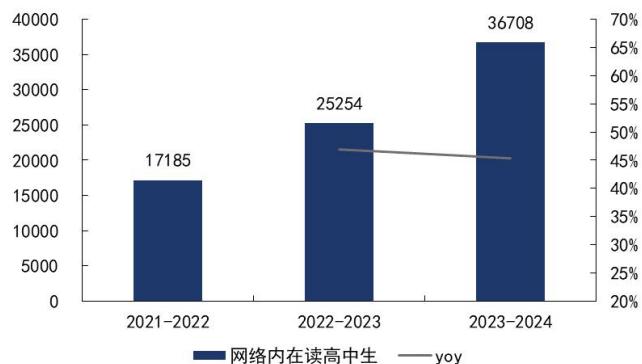
中考成绩	获奖等级	奖学金/年
690 分	特等奖	30000 元 (学费 0 元/年)
675 分	一等奖	15000 元 (学费 15000 元/年)
665 分	二等奖	5000 元 (学费 25000 元/年)
635 分	合格	0 元 (学费 30000 元/年)

特别说明：凡未达合格线的考生，由泸州市天立学校根据招生计划制定补录条件，解释权归泸州市天立学校。

- 住宿费1500元/期。
- 代收费：书副本费1200元/期、床上用品820元（含18件套，一次性缴纳）、校服1900元（19件套，一次性缴纳）。

资料来源：泸州天立公众号，国信证券经济研究所整理

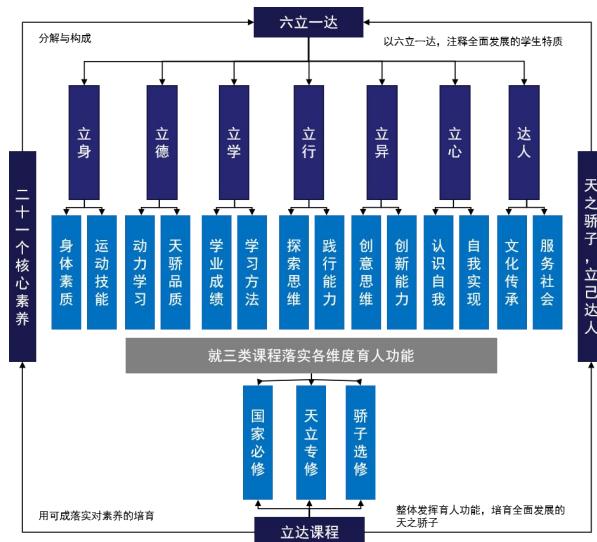
图25: 2021 至 2023 学年天立高中在读人数及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

课程体系：“六立一达”课程体系关注学生综合发展，有望成为公司差异化竞争优势。立达课程通过“国家必修”、“天立专修”、“骄子选修”三大板块培养学生的综合素质。其中国家必修以国家课程标准为基础，培养学生的中国灵魂和民族自信心；天立专修融合国际前沿教育理念和方法，提升学生的批判性思维、创新能力、交往沟通能力、领导力等未来国际化核心素养；骄子选修包括丰富的兴趣选修课程，由行业精英授课，激发学生潜能，促进个性化发展，选修课程种类丰富，根据泸州天立春雨学校公众号发布的2022秋季选修课程选课通知信息，目前学校已开设了99门不同类型的素质教育选修课程。

图26: 公司“六立一达”课程体系



资料来源：天立国际控股招股说明书，国信证券经济研究所整理

教学管理：因材施教理念+双师制。旗下学校通过自研的智慧分层教学系统启鸣云校在课堂、作业、辅导三层面真正落实因材施教，助力优等生精进，帮助暂时落后的同学补差。此外，公司旗下学校还通过双师课程与双导师制实现全面的学习

生活管理，全面助力学生身心健康良性发展。班主任定期召集导师，针对责任组内的问题，分析学生的日常表现，因人施教，全程指导。

K12 学校伴生业务：食堂、产品销售、素养游学，立足现有校区发展业务

1) **食堂服务**，公司主要以包餐制向在校师生提供餐厅服务，该项业务收入规模与在校学生人数强相关。根据测算，公司餐厅的年均客单价为 6000-7000 元。

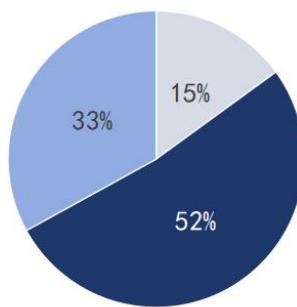
2) **产品销售业务**，公司通过优秀的产品销售渠道管理，能以较低的集采价格获得品正质优的农副产品、学生用品，并向师生及外部销售。根据 FY2024H1 公司披露数据，向学生提供校园电商服务的收入在产品销售业务中占比约 15%，外部销售约 85%。公司从外部购进的农副产品定价较低，销售思路主要是低价走量。截至 2024 年 3 月，公司推出的骄子优品校园电商平台已全面完成 33 个地区的渠道业务店铺建设和“直营店”上线，并顺利突破客单价千元大关，月活人数过万，为全国各地消费者提供暖心的线上购物服务。

3) 综合素养课程

生意本质：客群目前以集团内部 K9 学生为主，提供艺术、思维、体育等多维度课程体系。民促法实施条例出台后，集团旗下小学初中学校被迫剥离出报表，但上述两个学段仍服务近 5 万名学生。基于天立现有的 5 万名庞大的学生资源，公司推出综合素养业务，以低获客成本迅速触达客户需求；而家长端越来越重视综合素质成长，同时出于对天立旗下学校教学体系与师资的高信任度，在选择天立小学初中入学后，往往会选择报读天立的素养课程，以期达成和校内教育的有效互补。据国信社服粗略估算，素质教育在自营学校内的渗透率已接近 100%。

图27：“双减后”有 33% 的家长对兴趣班增加了投入

■ 投入金额减少 ■ 投入金额不变 ■ 投入金额增加



资料来源：多鲸、国信证券经济研究所整理

课程形式：近百门课程供选择，与校内课程时间互补。集团为学生提供包括艺术、思维、体育、生活技能等多维度、近百门差异化课程供学生挑选。其中科技与国学课程是最具特色的课程，天立国学课程以汉诗文吟诵教学为主；天立 TLI “爱创新”科技课程在集团内 30 多所学校落地，覆盖学生 4 万俞名。综合素养课程以校内课后托管与周末课形式进行，主要面向集团内部的学生，客单价约 8000 元。

图28: 达州天立小学部 2024 年春季部分选修课课程表

达州天立小学部24年春季(周末特色课程)开课情况统计表					
开课时间	科目名称	学生容量	任课老师	开设年级	上课时间
周五	数学思维(一)	30	袁玲	2年级	星期五 15:40-17:10
	快乐ABC	20	雷雨华	2年级	星期五 15:40-17:10
	英语提高班3	30	朱律静	3年级	星期五 15:40-17:10
	英语提高班	25	何平	4年级	星期五 15:40-17:10
	数学思维课	20	王小芬	4年级	星期五 15:40-17:10
	英语提高班5	25	涂思思	5年级	星期五 15:40-17:10
	少儿播音与主持	30	代林川	1-2年级	星期五 15:40-17:10
	少儿低段篮球	16	云莎莎	1-2年级	星期五 15:40-17:10
	少儿搭建	30	刘越	1-3年级	星期五 15:40-17:10
	小小发明家	30	李松林	1-3年级	星期五 15:40-17:10
	小小发明家(二)	20	彭颖	1-4年级	星期五 15:40-17:10
	你好,小画家	40	朱宇嘉	1-5年级	星期五 15:40-17:10
	英语绘本与配音	45	林玉佳	1-5年级	星期五 15:40-17:10
	模特	30	杨馨怡	1-5年级	星期五 15:40-17:10
	民族民间舞	20	黄小钦	1-5年级	星期五 15:40-17:10
	跆拳道	40	张界	1-5年级	星期五 15:40-17:10
	快乐足球	60	冯涛	1-5年级	星期五 15:40-17:10
	乒乓球(周五)	30	庾杰	1-5年级	星期五 15:40-17:10

资料来源: 达州天立小学部公众号、国信证券经济研究所整理

4) 游学业务

游研课程面向 K12 学生, 渗透率仍有较大提升空间。公司主要为自营的 K12 学生提供短途的省内春、秋游以及寒暑假的跨省、跨国游学服务。受益于疫后旅游业复苏而高速增长, 2023 学年天立游学活动服务学生超 4.7 万人次, 估算自营学校内渗透率约 50%, 仍有较大提升空间。跨省游需要外包于地接服务公司, 利润率相较于短途省内游较低。

K12 学校托管: 对外输出优质办学能力

托管业务本质上是公司向外输出教学管理与人才培养能力。公司的托管业务指公司向外部学校提供托管服务, 帮助达成教学目的, 收取托管费用的业务。公司向学校承诺需要实现的教学目标, 并安排优秀的管理团队进驻学校管理教学工作; 被托管校需要先支付全部或部分托管费用, 并交付给公司团队相应的管理权。在业务拓展上公司往往通过当地自营校的品牌声誉与校长圈交流来促成交易。

表8: 公司向被托管方提供的服务

被托管校需求	天立对应提供的服务	底层支撑
提高师资质量	培训被托管校教师	公司积累的完善教师培训体系
更新教学理念	引入天立“六立一达”教学体系	公司中央教研院提供的先进教学体系
提高教师积极性	制定激励措施	由公司支付教师激励资金
加强教学管理	提供“校区校长+学段校长”管理团队	公司储备大量管理人才

资料来源: 被托管校公众号, 国信证券经济研究所整理

收费端,公司定价小初高三个学段分别收费 300/400/500 万元, 在此基础上根据学生人数多少进行增减。除去管理团队薪酬及用于教师激励的资金外, 其余支出均由被托管方承担, 因此该业务利润率较高。

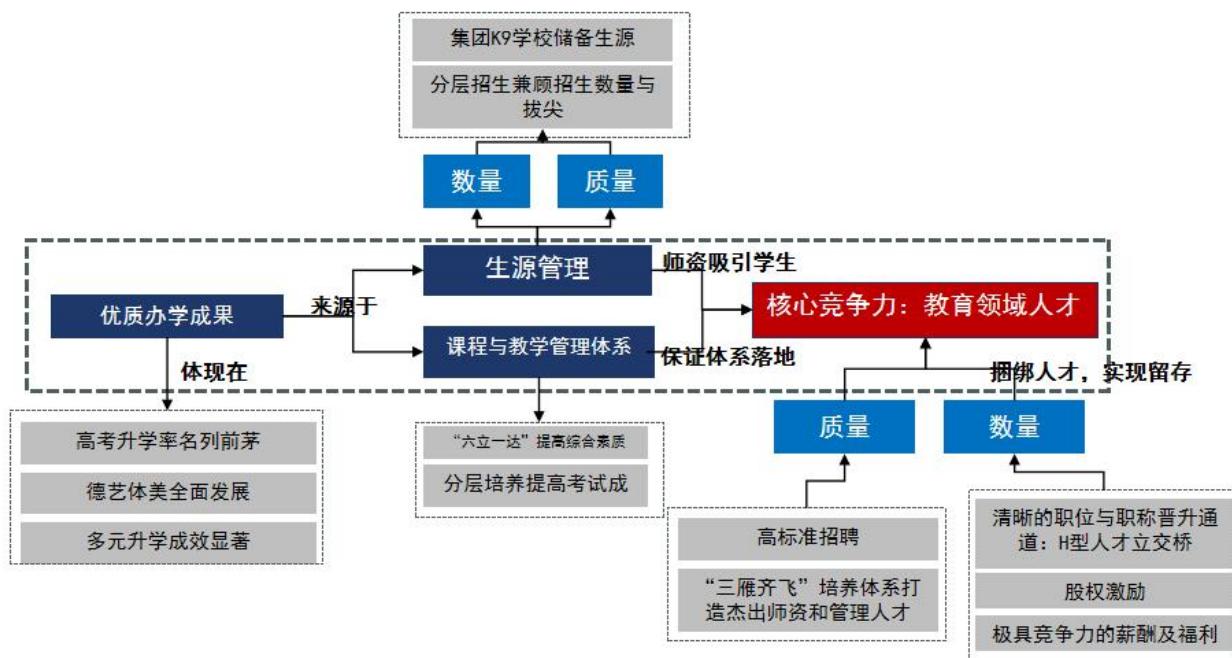
业务扩展迅速, 储备逾 50 个学段。教育落后地区学校改善办学的诉求十分强烈, 而公司在 20 余年的办学与跨区域复制中积累了丰富的办学管理经验与人才储备, 可以向这些学校输出优质办学能力, 供需搭配良好。截至 2024 年 5 月, 公司累计

签约及托管的学校共 16 所，涵盖 28 个学段。此外，集团已储备了逾 50 个意向托管的学段，分布在广西、广东、湖北、湖南、云南等省份，主要为义务教育学段的公办学校。

竞争优势：完善的人才培养与留存体系

公司能够在跨区域办学中维持优异的办学成果，生源、课程、教学、管理缺一不可，而能让这一套教育管理体系落地的核心因素是优质教育领域人才。无论是公司高效异地扩张，还是新业务孵化，都跟人的关系很密切。通过资本投入，短期内任何一所民办学校都有机会获取优质的生源及师资，但长期来看如何实现稳定的教学产出与跨区域复制、并控制成本，重点在于人才培育与储备。

图29: 公司最根本的竞争优势在于卓越的 K12 人才培养与管理体系

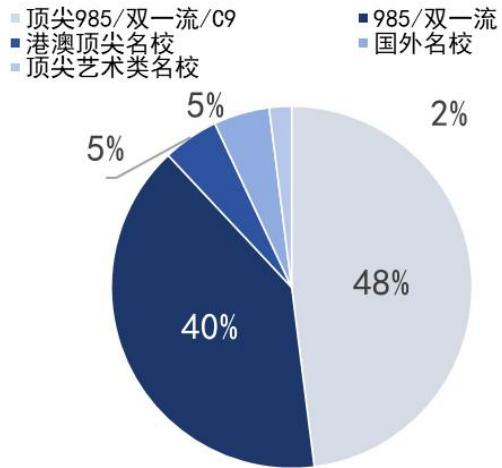


资料来源：公司公告、天立国际控股投资者关系公众号、国信证券经济研究所整理

高标准招聘&卓越培养体系，提升人才质量

以高要求招聘教师及校长，赢在起点。1) 校招教师学历背景出色。学历背景一定程度上能反映教师对教育学理论、所教授知识的理解，及教学方法的掌握程度，进而与教学效果关系密切。2) 招聘骨干教师严格把控教学经验。成都天立 2024 年招聘公告显示，对于骨干教师的招聘，明确要求招聘者为一流名校骨干教师、区级以上名优骨干教师，至少 2 次区级以上赛课一等奖获得者，高中清北教师要求近 5 年所教授学生中至少有 3 人考入清华北大，体现对师资力量的严格把控。

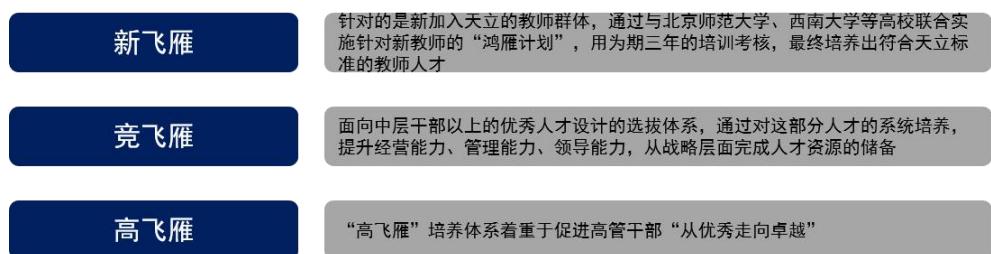
图30: 成都天立学校师资力量学历背景构成



资料来源: 成都天立学校官方微信号、国信证券经济研究所整理

以“三雁齐飞”为指导的系统的教师、管理人才培训体系，助力人才进一步成长。公司秉持“大雁精神”的团队核心价值（志存高远、追求卓越的领头雁之共同愿景，又有荣誉与共、开拓创新的团队合作精神），以“三雁齐飞”为指导进行人才培养，培训体系涵盖年级主任、班主任、骨干教师等类别。

图31: 公司的“三雁齐飞”人才培养体系覆盖新老师、中层干部、高管干部



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

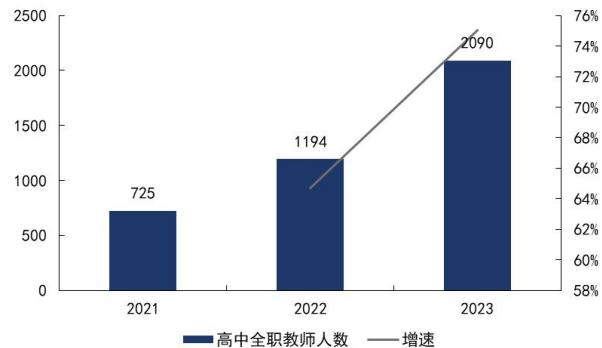
表9：公司针对教师、班主任及校长的具体培训内容

针对群体	培训内容	说明
	教管中心统一培集团内部成立教育管理中心，设立九大学科首席，负责制定集团和地区教学教师标准。	
入职培训	每年新学期开学前将集中举办为期约 10 天的新入职教师培训，通过素质拓展活动传递“大雁精神”企业文化，也有多位专家和名师为“新飞雁”量身打造干货实效课程，	
青蓝计划	在日常工作中亦通过“青蓝计划”师徒对接活动，发挥骨干教师的传帮带作用，帮助新教师迅速成长。	
教师		
“五一计划”	该计划鼓励教师每学期深入阅读至少一本教育基础理论书籍，并提交读书笔记以促进知识内化；每月提交钢笔字和粉笔字字帖，以提升教师的书写技能；每学期参与一次备课比赛，并上一堂入格课或公开课，以此来磨练教学技巧；以及每学期撰写一篇高质量的教学工作总结或学术论文，以深化教学研究和反思。	
教师交流平台	如课程平台、教学论坛、班主任论坛等，为教师提供广泛的学术和专业交流机会。同时，学校还组织各类竞技比赛，并为教师提供更高层次的发展机会，包括参与国家、省、市级的学术研讨，以及出版专著等，通过多种途径激发教师的潜能，促进其职业成长和发展。截至 2023 年底，公司员工人均培训时长达 28.29 小时/人。	
班主任	班主任线上训练公司定期举办班主任线上训练营，针对性地解决班主任在年级管理、团队管理、教学管理、德育课程、学生管理等方面的问题，截至 2024 年 5 月，已经开展至第八期。	
校长	公司按照“优秀校长=心态与价值观*（经营能力+管理能力+领导能力）”的成功方以“成功方程式”程式安排培训。在输送到地方担任校长前，集团通常会提前 2 年招聘培训，并需要指导的培训体系在成熟学校跟岗磨炼。以此在任时能深刻掌握集团内部的全套打法，即使水平稍低的校长也能够胜任。	

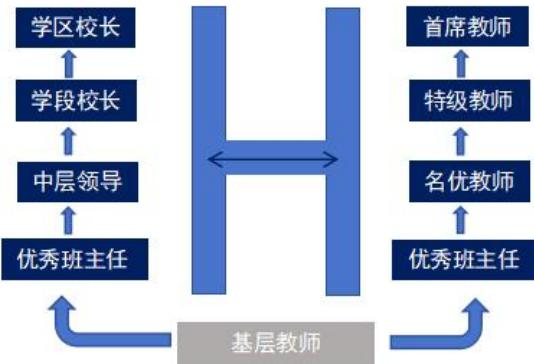
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

清晰职业发展路径&有竞争力的薪酬福利，实现人才留存

重视人才储备，通过清晰职业发展路径、薪酬福利、股权激励绑定人才。截至 2023 年 8 月 31 日，公司上市体系内的全职教师数量从 2022 年末的 1124 名增加至 2090 名。管理人才方面，集团也已经储备 40-50 位校长，可以支撑后续自营校区及托管业务的拓展。公司留存人才的方案主要如下：1) “H”型人才立交桥晋升通道，职业发展路径清晰。在管理职务方面，教师可以从一线教学岗位逐步发展至中层管理岗位，并有机会晋升为校长甚至集团高管；在教师职称方面，教师可以根据个人能力和成就，获得特级、首席教师的集团内职称。明确清晰的晋升通道，能够有效促进人才留存。

图32: 2021-2023年天立高中旗下全职教师人数及增速


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33: 天立教育员工晋升“H型立交桥”


资料来源：学校公众号、国信证券经济研究所整理

2) **薪酬竞争力明显。**天立教育实施结构工资制度，按照教师职级、工作表现和所在地区进行差异化安排，在当地往往具有明显竞争力。根据职友集数据，成都天立学校有 91.6% 的教师月收入在 2-5 万区间内，高于成都平均值 1.17 万元。此外，公司还提供包括购房购车补贴、教育优惠政策以及丰厚的奖金激励等。

3) **股权激励计划绑定管理人才。**公司自 2018 年起设置受限制股份奖励计划，截至 2023 财年末公司就该股份奖励计划购买的股份数目为 5654.8 万股（相当于公司已发行股份总数的约 2.63%），已授予员工的奖励股份数目为 1486.4 万股（相当于公司已发行股份总数的约 0.69%）。

表10: 公司于 2018 年所推出的股权激励计划

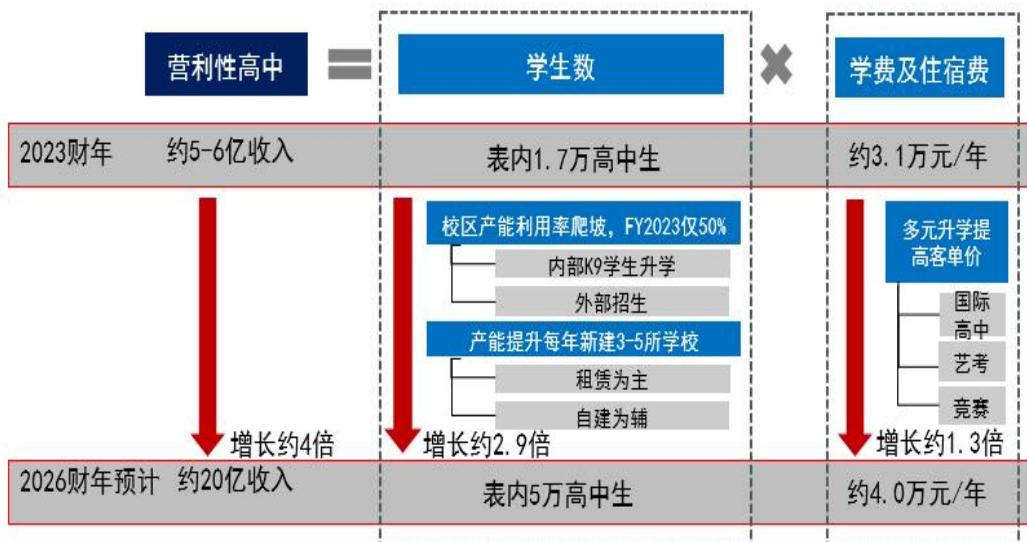
职位或姓名	姓名	授出股权数目（股）	占总股本比例
董事	罗实	6,521,733	0.30%
	王锐	1,956,520	0.09%
报告年度内薪酬最高的五名非董事合计		1,956,520	0.09%
其他授予对象（A类）		85,265,137	3.96%
其他授予对象（B类）		7,043,470	0.33%
其他授予对象（C类）		4,434,778	0.21%
总计		107,178,158	4.98%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

成长看点：高中业务快速增长，K12 伴生业务稳健扩张，托管探索自营校外增长潜力

高中：校区利用率爬坡+外部新建学校助力学生规模快速扩张

图34: 营利性高中业务盈利模式示意图



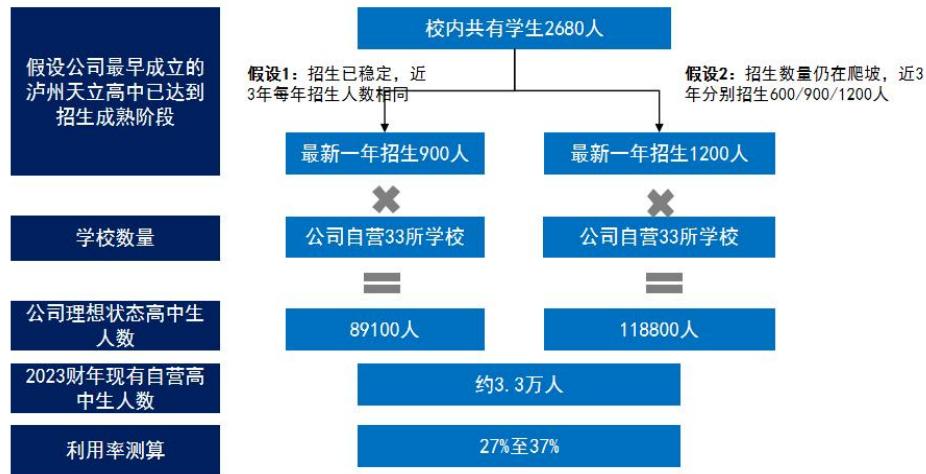
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高中是公司基石业务，业务增长驱动因子如下：

1) 已有校区吸引学生就读，利用率快速爬坡

公司高中学校利用率仅为 27%-37%，利用率爬坡空间巨大。据天立国际投资者关系公众号，集团现有校网可容纳学生约 20 万人，而最新一期财报中披露，公司目前服务学生人数合计约 10 万人左右（该人数包括小初学段），学生人数增长有较大空间。而我们通过测算认为，此处约 10 万人的差值主要集中在自营的高中学段，具体测算如下：根据泸州天立高中公众号披露数据，目前该校在读高中生共有 2680 人。由于泸州天立高中是公司最早成立的学校，我们认为该校招生已进入相对成熟阶段。因此我们假设公司自营的高中学校达到成熟期后理想状态下每年可招生 900-1200 人，在校高中生人数可达到 2700-3600 人，进而计算得出自营的 33 所高中学校在校高中生人数可达 9 万-12 万人左右，而根据我们测算目前公司自营高中学生人数仅为 3.3 万人，利用率仅 27%-37%。

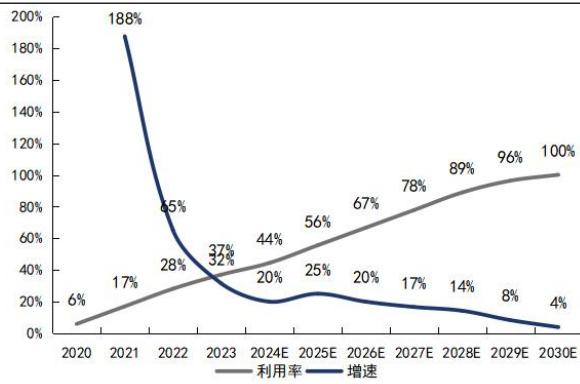
图35: 公司自营学校利用率测算图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

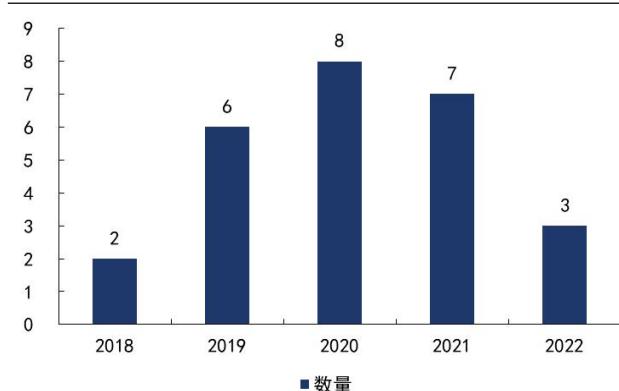
集团学校招生计划稳定扩张, 我们预计 2024 年学校利用率爬坡带来的增速约为 30%-40%, 2028-2030 年公司现有学校利用率将爬坡至较高水平。考虑到数据的完整性, 我们以潍坊天立高中为例进行公司自营学校利用率的爬坡测算。潍坊天立学校 2020 年开始招收高中生, 据各年度潍坊天立高中的招生简章, 2020 年-2023 年该校招生计划分别为 160/300/300/400 人; 上文提到, 我们认为理想状态下各学校在校学生人数可达 2700-3600 人, 据此可测算得出该校利用率为 6%/17%/28%/37%, 在校学生规模增速为 188%/65%/32%/20%。线性假设下, 预计该校将于 2030 年进入招生成熟期, 该校对应爬坡周期为 9-10 年。但考虑到潍坊天立高中是公司于山东开办的首个学校, 初期招生相对保守, 从公司层面来看各学校平均爬坡周期更快。由于公司 2019-2021 年新建学校数量较多, 我们预计 2028-2030 年目前已有的 33 所学校利用率将达到较高水平。此外, 结合前文对公司 33 所自营学校利用率的测算 (27%-37%), 我们认为 2024 年学校利用率爬坡带来的增速在 30%-40%。

图36: 2020-2023 年潍坊天立高中利用率、招生规模增速及后续年份预计



数据来源: 潍坊天立高中官网, 国信证券经济研究所整理

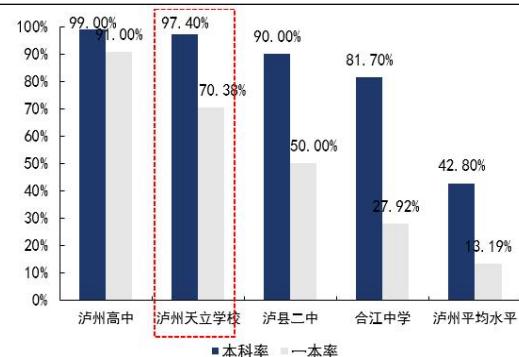
图37: 2018-2022 年各年度公司开学的学校数量



数据来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

吸引就读人数增长的主要驱动力为公司较高的升学率和多元升学成果。1) 高考升学率在当地名列前茅。2023 年集团内本科率达 83.5%，一本率达 50.3% (同年各省份披露的一本率在 12.92%-44.05%)；集团内办学时间最长的泸州天立学校本科率高达 97.40%，一本率达 70.36%，远超泸州市当地平均水平。截至 2023 年底已有 150 余位清北校友。2) 多元升学稳步推进，教学成果逐渐兑现。国际升学方面，2024 年 4 月，集团内学生内共收到超 300 份的 QS50 大学 offer，相较同期 2023 年的 124 份增长明显；艺考方面，集团内部预计最终会有 3-5 个学生入读清华美院（清华美院一届招生规模约 200 人）；学科奥赛方面，泸州、德阳天立学校均有学子获奖，打破绵阳、成都两市学校在四川省奥林匹克学科竞赛获奖的垄断局面。

图38: 2023 年泸州天立高中升学率名列前茅



资料来源：各学校通报信息，国信证券经济研究所整理

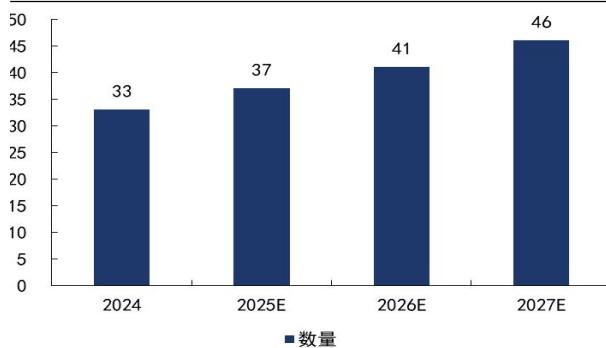
图39: 2023 年天立学子学科竞赛成绩

奖项	人数
化学竞赛全国获奖	其中金牌2人，银牌、铜牌各1人
生物竞赛全国获奖	其中金牌1人，银牌、铜牌各1人
物理竞赛全国铜牌	1人
化学竞赛省一等奖	10人
物理竞赛省一等奖	9人
数学竞赛省一等奖	2人
信息竞赛省一等奖	1人

资料来源：天立投资者关系公众号，国信证券经济研究所整理

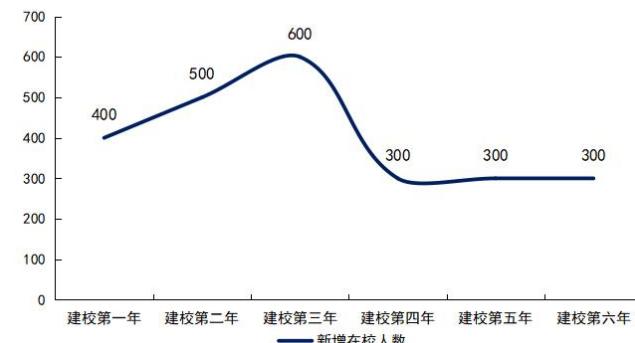
2) 自营高中学校数量保持稳定扩张 (3-5 所/年，轻资产为主/重资产为辅)，助力学生人数快速增长

图40: 2024 年公司自营高中数量及后续年份测算



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41: 单所新建高中预期新增在校人数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

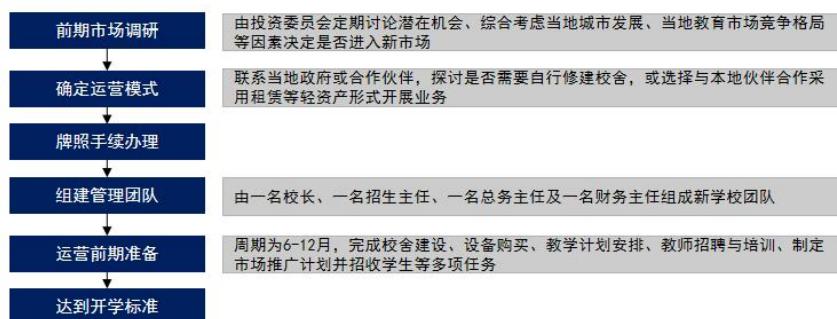
计划每年新增 3-5 所学校 (至 2027 年达到 40-50 所)，带来新增学生 1200-2000 人。截至 2024 年 2 月，公司校网内共有 33 所高中 (26 所营利性自营高中+5 所一贯制高中+1 所非营利性+1 所参股高中)。考虑到民办高中政策温和及旺盛的需求，我们预计集团学校数量将稳步扩张，每年新增学校 3-5 所，2027 年公司自营高中数量计划达到 40-50 所。我们假设新建学校学生首届招生 400 人 (潍坊天立首届招生 160 人，但百色天立首届招生 700 人，我们取中值)，则每年新建学校带来的新增学生可达 1200-2000 人。此外，由于高中学校需要逐年招满三届学生，前

三年没有毕业生，每年净增新招学生人数，因此新建高中在校人数前三年增速将显著快于已有学校。根据天立国际控股投资者关系公众号，2024年春节前夕，公司新建学校武汉天立高级中学已举办奠基仪式，预计将于2025年9月正式开始招收新生。

兼顾履约能力与现金流安全，扩张模式调整为轻资产租赁模式为主、重资产为辅。2021年以来，公司接受的政府补助金额有所下降，需要更加注重资金的有效利用和现金流的安全性，租赁办学模式因此成为公司适应新形势的合理选择。通过该模式，公司能更灵活地调整学校布局，快速进入新市场，同时减轻财务压力，确保企业的稳健发展。目前公司在财政资金充足、生源可靠的一线城市维持自投自建（预计每所学校4-5亿元），在二、三线城市采取租赁模式办学。

标准化扩张流程，助力学校高效复制。集团扩张一般遵循以下流程，1) 集团设立投资委员会，定期探讨潜在机会（目前以地方政府招商主动引进为主），并持续进行市场研究和项目可行性讨论；2) 在确定是否自行建设校舍或寻找本地合作伙伴后，集团会与相关方讨论设立学校的条款，并签订协议；3) 在取得所需的许可证和批文后，集团将委任由校长、招生部长、人事部长和财务部长组成的团队来负责新学校的运营，包括安排必要的设施和设备，获取必要的牌照和批准，并编制有效的教学计划等；4) 同时，集团的市场推广团队会为新学校制定市场推广计划，并为运营团队提供培训，以进行本地市场推广、完成教师招聘及扩大招收学生。从开始建设到学校开学，整个过程通常需要8至12个月的时间；5) 在后续教学运营中，学校建设了“中央厨房式”的教学管理中心，集中进行教学管理和课程研发，为各校区提供全面的教育解决方案，以实现不同学校教育品质的标准化，迅速提升新建校区的教学质量。

图42：公司高中标准化扩张流程模式示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) **学费提价：**学费提价主要来源于多元升学服务溢价。多元升学服务为学生提供个性化的升学服务，聘请专业教师的成本较高，相较于传统的高中服务有一定溢价。经测算，公司层面学费均价约为3.13万元，而据学校招生简章，国际高中学费13-23万元/年，艺体部学费约5-7万元/年。若公司未来提高多元升学学生比例，人均学费有望稳步提升，结合随物价上涨而带来的学费自然提价，我们认为未来学费客单价约将保持5%左右的增长。

表11: 2024年多元升学人数提升对学费的影响测算

测算				
学费均价	3.13 万元			
表内学生人数	25600 人			
假设新增学生人数	10000 人 (+40%)			
艺考学生在新增人数中占比	1%	5%	10%	15%
学费均价提升	0%	1%	3%	4%
国际高中学生人数中占比	1%	5%	10%	15%
学费均价提升	1%	7%	13%	20%

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

根据以上对于公司高中学生人数扩张及学费提价的分析, 我们对公司高中板块 2024-2026 年的业务预测如下:

表12: 高中业务预测及相关核心假设

	2023	2024E	2025E	2026E
高中在校生 (N-1 年 9 月份数据)	25,524	36,708	47,170	57,365
托管	1,167	3,698	3,698	3,698
自营	24,357	33,010	43,472	53,667
高中收入 (亿元)	5.43	9.22	14.42	20.49
Yoy		69.8%	56.4%	42.1%

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

K12 学校伴生业务: 伴随 K12 学生人数增加, 实现持续稳定增长

餐厅、校园电商面向全体 K12 学生, 有望随着高中学生人数增加持续稳定增长。由于公司旗下学校多为寄宿制, 学生需要在学校食堂就餐、在学校提供的渠道购买生活用品, 需求相对刚性, 因此这两部分业务的增速与 K12 学生人数增速有较强关联性。具体来看由于公司未来重心放在高中, 高中学生增速会快于整体 K12 学生增速, 因此测算时两项业务增速会相对慢于高中学生增长。

图43: 公司 FY2015-FY2023 餐饮营运收入及客单价数据


数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

备注: 公司 FY2021 年报告期为 2020 年 12 月 31 日-2021 年 8 月 31 日, 餐饮营运收入的统计较正常年份少四个月。自 FY2022 起公司仅披露校网内高中生人数, 我们预计小初学生人数每年增长 5%.

对外销售的产品销售业务处于卖家市场, 公司控制能力较强。公司向第三方销售

的产品主要是价格弹性较高的日用品及农副用品，公司通过集中采购降低商品购入成本，能够以优惠的价格向市场出售，因此常常供不应求，公司对该部分业务的控制能力较强。

游学业务面向公司 K12 校内学生，短期看渗透率提升，后续受益于 K12 学生人数增长。公司提供的游学服务包括三类：春秋游、跨省寒暑假游学、出国寒暑假游学。根据天立国际控股投资者关系公众号，2023 年公司游学服务学生人数已超 4.7 万人，对应集团内部学生渗透率约 50%，预计 2024 年服务对象有望超过 10 万人，渗透率迅速提升至接近 100%，收入有望实现翻倍增长。**该业务渗透率快速提升的驱动因素与此前公司素养业务渗透率快速提升类似**，系家长愈发重视培养孩子的综合能力，出于对天立旗下学校教学体系与师资的高信任度，同步选择报名游学课程，以期达成和校内教育的有效互补。后续随着自营学校 K12 学生规模扩张，有望持续增长。

综合素养主要面向 K9 学生，渗透率已较高。公司以独创的立达课程为基础，创建了包含综合素养课程、科技国学特色课程等丰富内容的综合教育课程体系，目前已有约 100 门特色课程。收入核心来源于集团内的 K9 学校，据我们测算，综合素养课程及科技国学特色课程在自营校的渗透率已较高（接近 100%）。

目前来看，公司 K12 学校伴生业务均依赖于自营 K12 学校开展，受公司在校学生规模影响较大。后续能否通过托管业务向外部输送、实现突破现有资源禀赋制约的爆发增长，有赖于观察产品在三方客户的认可度。

K12 学校托管：探索自营学校外增长潜力，蓝海市场政策鼓励

托管业务是民办学校发展的新思路，且有国家政策鼓励支持。据上海市民办教育协会信息，“教育托管”最早可以追溯到 2004 年，上海浦东新区率先在公办学校实行委托管理模式，在学校性质、经费投入机制不变的前提下，将薄弱公办校委托给独立的社会教育管理机构管理。托管的意义对公办与民办学校双方也是显而易见的，公办学校提高教育质量、弥补公办学校在管理、师资、教研教学方面的不足。对于民办校来说，既可以获得托管经费以及民办学校发展上的支持优惠条件，同时可以输出社会影响力，是民办教育发展的新出路和新方式。《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》提出：深化公办学校办学体制改革，积极鼓励行业、企业等社会力量参与公办学校办学，扶持薄弱学校发展，扩大优质教育资源，增强办学活力，提高办学效益。各地可从实际出发，开展公办学校联合办学、委托管理等试验，探索多种形式，提高办学水平，因而此举措符合义务教育优质均衡发展政策大方向。

表13: 托管业务相关政策梳理

时间	法律法规	重要内容
2017 年	《国家教育事业发展“十三五”规划》	促进义务教育均衡优质发展。推广集团化办学、强校带弱校、委托管理、学区制管理、学校联盟、九年一贯制学校等办学形式，加速扩大优质教育资源覆盖面，大力提升乡村及薄弱地区义务教育质量。
2021 年	民促法实施条例	其中第五十八条明确指出，县级人民政府根据本行政区域实施学前教育、义务教育或者其他公共教育服务的需要，可以与民办学校签订协议，以购买服务等方式，委托其承担相应教育任务。
	“十四五”县域普通高中发展实施县中托管帮扶工程	地方政府可给予托管高校一定管理费，用于托管工作有关支出。
2023 年	关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见	以扩优提质为目标，推动基础教育的发展。培育一批优质特色高中，普通高中多样化发展扎实推进，高中阶段毛入学率持续提升

资料来源：教育部官网，国信证券经济研究所整理

托管业务需求驱动因素包括学校提质需求、区域竞争及特色化普通高中建设要

求。近年政策提出教育扩优提质行动计划后，教学质量的提升更受当地政府所重视。地区间教学质量的差异会传导至人口流动上，成为区域竞争的重要因素，加剧改善办学的需求。此外，特色化普通高中建设有望成为趋势，特色化建设落后的学校可以借助民办学校的丰富经验进行转型。

表14: 托管业务需求核心驱动因素

驱动类型	驱动因素	分析
核心需求	教育扩优提质	以公司 2024 年 4 月新托管的威信一中为例，该学校已有 73 年的办学历史，曾一度成为全市乃至全省的名校。但近年威信一中一本上线连年减少。2024 年，威信一中与天立国际控股集团签订托管协议，接受天立高端品质及教学管理资源，希望借此改善学校升学率。
刺激需求	区域间竞争	学校间、区域间的竞争进一步激发学校改进教学需求。当一个地区的学校，通过引入托管迅速提高了教育质量，能够吸引优秀学生和教师、带来人口迁入，进而对周边县市的学校产生压力，促使它们也采取行动来提升自身的教育水平。这种由单一学校教学质量提升引发的连锁反应，可以在整个地区内激发学校改进教学质量的需求，推动外部托管业务发展。
新需求点	特色化普高建设	政策要求建设特色化普通高中，创造新的需求。教学水平的提升，不仅要求优质资源总量扩大，并且要求高中教育坚持多样特色发展，要关注多样化对各级各类人才培养的价值和作用。《扩优提质意见》中指出，要建设一批具有科技、人文、外语、体育、艺术等方面特色的普通高中，积极发展综合高中。已经建立了特色课程和教学体系的学校，可以向那些在特色化建设方面尚有提升空间的学校输出经验和模式，以促进教育质量的整体提升和均衡发展。

资料来源：天立国际控股投资者关系公众号，国信证券经济研究所整理

民办教育集团的教学管理与教研能力与历史办学成绩，是托管业务两个重要条件。为改善目标公办院校现有薄弱的运营成绩，实现相应的教学目标，民办教育集团需向学校安排优秀管理团队进驻学校管理教学工作，包括不限于校长、各学科带头人等，并通过培训改善被托管方的师资水平，因此托管业务对于民办教育集团的人才储备与培养能力提出较高的要求；考虑到托管业务的见效周期长、试错成本高，民办教育集团历史办学成绩，如重本率、名校人数等，将决定公司是否具备托管资格的重要考核项。

图44: 托管方输出的是教学管理、教研与课程等教育软实力

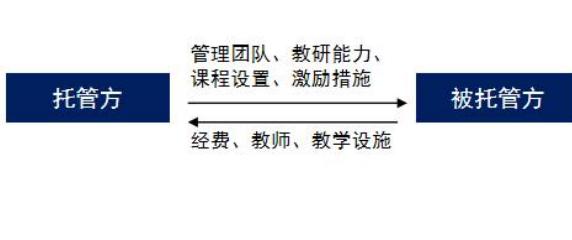
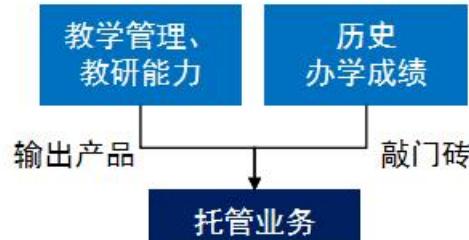


图45: 托管业务的两个重要条件



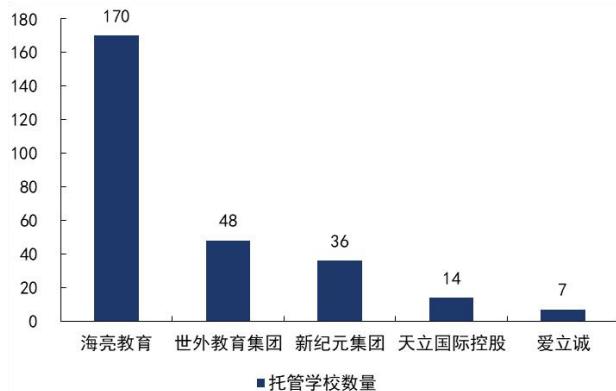
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

托管赛道理论上竞争仍偏蓝海阶段，CR5 不足 0.3%。目前民办教育集团大多为非上市公司，据各公司官网最新数据估算，海亮教育目前托管学校约 170 家、上海世外教育集团已经成功托管了 48 所学校，主要分布在上海、浙江等东部发达地区。此外，爱立诚教育投资发展有限公司也在上海、浙江地区托管了 7 所学校。除了上述集团外，学大教育、博实乐教育、光正教育和成实外教育等教育机构也在积

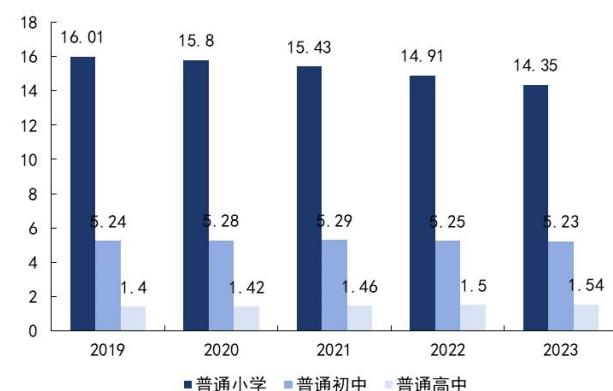
极布局托管公办学的业务。据教育部最新数据，2023 年中国有义务教育阶段学校 19.6 万所，假设其中 50% 存在托管需求，即估算 CR5 约 0.29%，理论上行业竞争仍偏蓝海阶段。

图46: 头部学历教育集团托管学校数量



资料来源：对应公司官网，国信证券经济研究所整理，截至 2024 年 5 月

图47: 2019–2023 年我国小初高学校数（单位：万所）



资料来源：教育部发展规划司、国信证券经济研究所整理

“民托公”业务潜在风险方向。一方面民办教育集团多为非上市公司，另一方面与政府合作办学也有其特殊性，故行业内并未有非常典型的案例可供分析参考，但基于对业务的理解，我们将民办教育集团从事公办院校托管业务可能会出现的风险点整理如下：

- 1) **政府履约风险：**如民办教育集团与部分中西部地区签订托管协议，最后虽达标完成了所承诺的升学率/重本率等，但最终付款可能会有折扣，或者终止合作协议。
- 2) **运营合作风险：**民办教育集团在托管过程中需要派出核心管理人员，如校长、学科带头人等，而这些管理者在日常运营管理中难免与原有公办院校管理层会有职能上交叉，不排除可能存在经营的摩擦，进而影响合作效果的达成。
- 3) **合作模式变相演变：**由于种种原因，公办学校与民办学校之间的委托管理，有时会突破委托管理的界限，演变为公办学校参与举办民办学校，或者公办学校按照民办学校机制运营，而这与政策初衷是相悖的。

天立国际控股在托管业务方面的展望：2024 年以来公司先后签约了山东德州东城中学、云南威信第一中学等学校，累计签约及托管的学校共 14 所，涵盖 23 个学段。此外，集团已储备了逾 50 个意向托管的学段，受益于强劲的需求、政策明确支持和公司出色的办学效果，预计 2024 年公司有望再签约落地 30 至 40 个学段，按照每学段单价 300 万元计算，有望新增 1-2 亿元收入，同时由于该项业务利润率较高，随着该项业务收入的增加，未来有望拉升公司整体利润率。

表15: 托管业务估算（单位：千元）

	2023	2024E	2025E	2026E
管理及特许经费收入	38,999	51,300	164,079	297,901
yoy	-17.65%	31.54%	219.84%	81.56%
新增托管学段 (当年新增托管学段收入体现在 N+1 年)	8	40	45	50
当年创造收入的学段数量	12	19	59	104

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述，考虑到托管业务仍处于发展的早期阶段，赛道 CR5 不到 1%，我们认为天立国际控股依托自身历史办学成果与充足的师资资源，托管业务短期有望迅速起量，且托管业务具备典型的轻资产属性，托管业务收入占比提升后，公司盈利能力边际有望改善。中期看，托管业务可能仍存些许不确定性，正如上文风险提示中所提及的合作履约、运营合作等风险，若在合作中出现问题需终止合作，民办教育集团往往为合作双方中较为弱势的一方，故长期看，托管业务能否在天立教育集团中实现收入的稳步增长，我们认为仍有待观察，建议保持动态跟踪。

财务分析：转型进展顺利，经营数据改善明显

转型进展顺利，收入业绩大幅改善

业务转型顺利，收入重新进入增长快车道。 FY2022 业绩迅速扭亏为盈。FY2020-FY2023，公司营业收入分别为 13.05/3.55/8.89/23.15 亿元，对应同比增长 41.24%/-72.78%/150.25%/160.53%，FY2023 公司营收已大幅超过民促法政策落地前峰值，达到 FY2020 的 177%。

具体到各项业务，FY2023 综合教育服务营收为 12.33 亿元/同比+254%，餐厅营运营收为 4.85 亿元/同比+12%，产品销售营收为 5.55 亿元/同比+561%，托管费营收为 0.39 亿元/同比-18%。 各项业务均有较大规模涨幅，但其中综合教育服务的营收增速最为显著，收入占比最高，我们分析综合教育服务快速增长主要系新增综合素质的收入，叠加高中的稳定增长；产品销售业务放量较快，体现公司对第三方产品销售业务的较强控制能力；**餐厅营运增速慢于高中学校人数增长，系受 K9 学段学生人数稀释影响。** 各项业务增长情况符合我们前文所作出的判断。

业绩端快速恢复， FY2020-FY2023 公司归母净利润分别为 3.60/-13.44/0.90/3.30 亿元，FY2022/FY2023 分别实现同比+107%/+246%。**业绩端快速恢复，** 主要系 FY2021 年低基数（剥离 K9 业务），以及转型成效显著。FY2023 公司归母净利润已达民促法实施条例落地前最高水平的 88%。**业绩端恢复慢于收入端，** 我们认为主要系转型后新业务爬坡&餐厅及产品销售业务毛利率相对较低。

图48: 公司营收、归母净利润、经调整归母净利润及增速

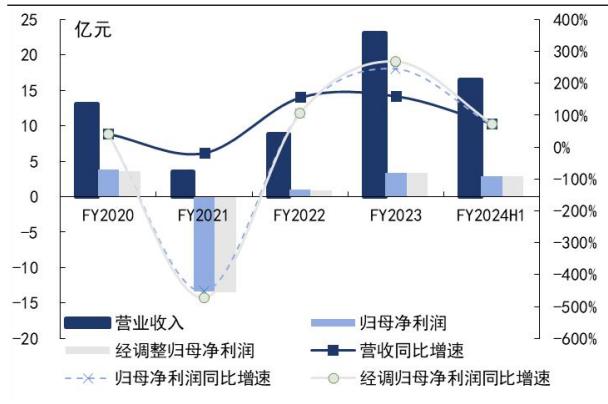
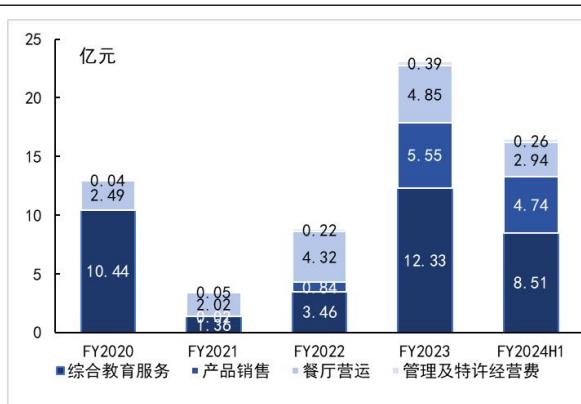


图49: 公司收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

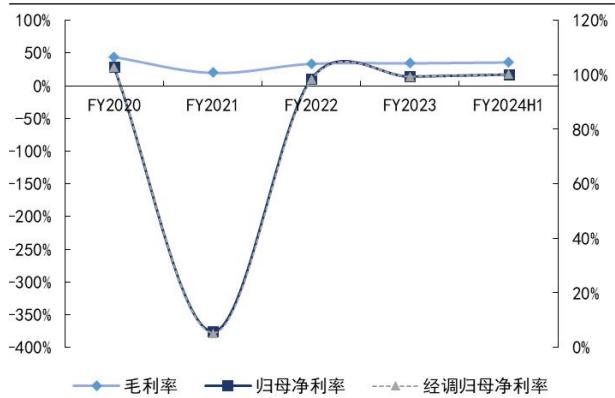
毛利率持续走高，期间费率仍有改善空间

毛利率受益于业务拓展带来的摊薄效应，持续走高。 FY2021/2022/2023 年的毛利率分别为 19.8%/33.5%/34.2%，毛利率呈现较稳定的上升趋势，系业务快速扩展，

储备人才、校区利用率上升，摊薄固定成本。相较民促法实施条例颁布前 FY2020 年的 43.6% 有所下降，主要系业务结构中毛利率较低的餐厅及产品销售业务占比提升。

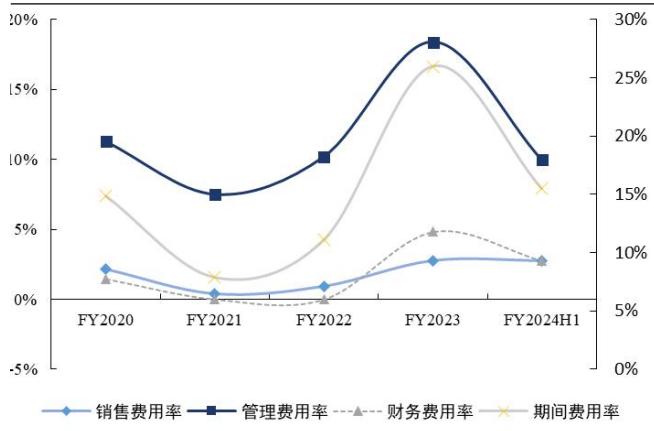
从期间费用来看，公司 FY2020-FY2023 销售费用率分别为 2.4%/8.6%/1.4%/1.6%，随新业务开展，业务拓展所需的销售费用率有所提升；管理费用率分别为 11.6%/57.8%/14.9%/10.43%，转型以来公司高中及新业务快速拓展，人力成本上升。考虑到公司仍在转型阶段，新业务（游学、素养、托管）运营模式仍在打磨，未来期间费用仍有较大提升空间。

图50: 公司毛利率、归母净利率、经调归母净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图51: 公司期间费率

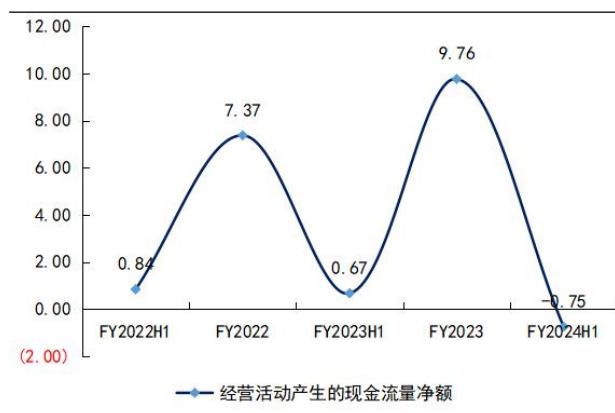


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营性现金流受收款节奏影响，呈季节性

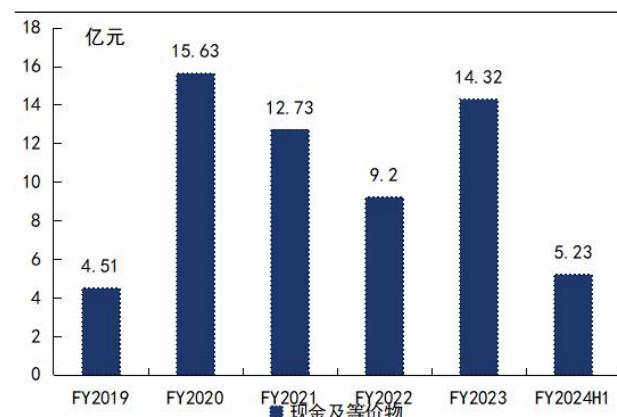
FY2024H1 经营活动现金流转负，主要系收款节奏影响。公司业务现金收入主要表现为学生学费及住宿费的年内一次性收款，收款节奏对经营活动现金流影响较大，进而呈现较为明显的季节性。但考虑到公司账上现金及等价物保持相对充沛水平，经营性现金流的季节性对公司现金流健康的影响程度有限。

图52: 公司经营性现金流呈现季节性（单位：亿元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图53: 公司现金及等价物保持相对充沛水平



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入端按照报表口径进行分析：

1) **综合教育服务**：由高中学费及住宿费、素养、游学等构成。高中方面，公司校网扩建节奏较为稳定（每年新建3-5所学校）+已有校区利用率爬坡（高质量教学水平+多元升学吸引学生就读），学生人数预计实现稳定增长，国际高中、艺考学校占比预期提升，带动客单价结构性提升；**素养课程**方面，内部K9学校学生渗透率已较高，客单价预计随产品质量提升而稳步上涨；**游学**方面，考虑公司游学业务在起步阶段，参考素养课程发展历程，初期通过渗透内部学校将实现快速增长，后续增长将逐渐平稳。**部分具体假设见下表。**

2) **管理及特许经营**：考虑经过初期2-3年的办学验证后，市场对公司办学能力认可度提升，且托管业务理论上仍处在蓝海阶段，行业渗透率有较大提升空间，预计中期公司托管学段数量增速将逐步加快，单价望随品牌塑造而逐步提升。目前在业务开展过程中，公司先收款（按年结算，部分分两次收款）后提供服务，收入回款的稳定性有一定保证。**具体假设见下表。**

3) **餐厅营运**：公司为自营学校的师生提供餐厅服务，将随K12学生人数增长稳步扩张。公司议价能力相对较强，客单价有望稳定增长。**具体假设见下表。**

4) **产品销售**：分为对内部学生的校园电商服务（约占15%）和对外部第三方的产品销售服务（约占85%），内部校园电商服务有望随学生人数增长+稳步提价而实现增长，对外部第三方产品销售服务考虑需求强劲而起量较快。**具体假设见下表。**

2、成本端：

1) **销售成本**：高中业务、素养课程、餐厅业务布局已经成型，规模效应有望显现，预计毛利率保持稳定；游学业务前期投入及布局基本完成，后进入加密&逐步放量阶段，预计毛利率较快提升；**托管业务**仍在布局初期，但该项业务毛利率已较高；**产品销售业务**，公司通过销售结构调整，能保持毛利率相对稳定。综上所述，公司主要业务毛利率均能保持相对稳定，但考虑到高毛利率的托管业务占比提升及游学业务毛利改善，总体毛利率水平有望逐步上升，2024-2026年分别为35.2%/35.3%/35.5%。

2) **费用端**：考虑收入增长有望摊薄支出+运营效率提升，预计行政开支占比将得到进一步控制。由于公司主体业务布局基本成型，且素养、游学、餐厅等业务主要面向校内学生，获客成本较低，且托管业务正逐渐经过办学验证期，品牌力有望释放，预计销售费用将保持平稳。

表16: 公司收入业务拆分 (单位: 千元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2, 302, 540	3, 170, 607	4, 399, 364	5, 963, 179
 yoY	160. 36%	37. 70%	38. 75%	35. 55%
1、综合教育服务 (包含素养、游学服务等)	1, 223, 218	1, 701, 600	2, 277, 356	2, 940, 420
 yoY	253. 84%	39. 11%	33. 84%	29. 12%
 高中收入	543, 068	921, 600	1, 441, 556	2, 048, 872
 人数	17, 348	25, 600	38, 136	51, 622
 综合素养	400, 000	440, 000	470, 800	499, 048
 人数	48, 000	48, 000	48, 000	48, 000
2、餐厅营运	485, 093	569, 184	673, 604	785, 013
 yoY	12. 27%	17. 34%	18. 35%	16. 54%
 覆盖学生 (自营幼小初高)	73657	82310	92772	102967
 客单价 (千元)	6. 59	6. 92	7. 26	7. 62
3、产品销售	555, 230	805, 640	1, 177, 527	1, 727, 593
 yoY	837. 38%	45. 10%	46. 16%	46. 71%
4、管理及特许经营	38, 999	51, 300	164, 079	297, 901
 yoY	-17. 65%	141. 50%	187. 61%	88. 33%
毛利率	34%	35%	35%	36%
费用				
 销售费用	-36227	-72924	-109984	-137153
 %	2%	2%	3%	2%
 行政/管理费用	-240061	-253649	-343150	-459165
 %	10%	8%	8%	8%
归母净利润	331073	523150	729195	1010759
 yoY	244%	58%	39%	39%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 31. 7/44. 0/59. 6 亿元, 同比增速 38%/39%/36%, 归母净利润分别为 5. 2/7. 3/10. 1 亿元, 同比增速 58%/39%/39%。

未来 3 年业绩预测

未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2303	3171	4399	5963
营业成本	1524	2055	2846	3846
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	36	73	110	137
管理费用	240	254	343	459
利润总额	444	696	972	1348
所得税费用	113	174	243	337
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	331	523	729	1011

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测情景分析

表17: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	884	2303	3187	4452	6099
(+/-%)	156.20%	160.36%	38.40%	39.70%	37.00%
净利润(百万元)	97	334	531	743	1040
(+/-%)	107.23%	245.79%	59.00%	40.00%	40.00%
摊薄EPS	0.04	0.15	0.25	0.34	0.48
中性预测					
营业收入(百万元)	884	2303	3171	4399	5963
(+/-%)	156.20%	160.36%	37.70%	38.75%	35.55%
净利润(百万元)	97	334	523	729	1011
(+/-%)	107.23%	245.79%	56.71%	39.39%	38.61%
摊薄EPS(元)	0.04	0.15	0.24	0.34	0.47
悲观预测					
营业收入(百万元)	884	2303	3154	4344	5825
(+/-%)	156.20%	160.36%	37.00%	37.70%	34.10%
净利润(百万元)	97	334	516	715	982
(+/-%)	107.23%	245.79%	54.42%	38.77%	37.23%
摊薄EPS	0.04	0.15	0.24	0.33	0.46
总股本(百万股)	2154	2154	2154	2154	2154

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

相对估值: 5.34-5.90 港元

教育板块公司大体可分为学校类与培训类两大资产: 1) 培训类(轻资产): 代表公司 A 股主要为学大教育、中公教育, H 股主要有新东方-S、思考乐教育、卓越教育集团、粉笔, 美股主要有新东方、好未来、高途等; 2) 学校类(偏重资产): A 股主要有科德教育、凯文教育, H 股主要有中国科培、中教控股、新高教集团, 美股暂无代表标的。培训类公司业务核心是输出教育培训课程, 但对学校而言, 校园场地是必要服务基础, 故学校类教育公司资产规模一般更大。回看天立国际控股, 公司以高中业务为核心, 未来将采用自建+轻资产的运营扩张模式, 截至 FY2023, 公司拥有 33 所高中, 固定资产净值达 44.6 亿, 公司是较为典型的学校类资产标的, 下文我们重点关注学校类标的估值逻辑:

A 股: 凯文教育、科德教育商业模式与天立国际控股具备可比性, 但成长性有差异。 1) 凯文教育自业务转型后, 主要为北京海淀凯文和北京朝阳凯文 2 所 12 年一贯制学校提供运营服务(房屋租赁、教育服务、餐饮服务), 这个构成了凯文教育的收入基本盘。由于公司为北京国资控股, **扩张节奏较为稳健, 未来预计也更多以服务输出寻求增长。** 2) 科德教育通过收购运营高中学校, 覆盖职教、普高、艺体特色高中、封闭式补习学校等多元升学板块。但科德教育公司旗下的学校数量远小于天立国际控股, 仅有 5 所全日制学校、2 所中职学校、且区域上仅覆盖 3 座城市, **跨区域复制能力仍待验证**, 此外科德教育涂料、油墨、颜料等制造 2023 年业务收入占比超 50%、且公司 2023 年收购 AI 芯片独角兽公司中昊芯英, 对公司的教育板块业务估值造成了一定的干扰。**因此我们认为在商业模式上凯文教育最为可比, 科德教育次之。** 根据 Wind 数据, 凯文/科德教育 2024E 的 PE 估值分别为 223/22x, 其中凯文教育估值较高系朝阳凯文目前仍处于亏损状态导致利润的低基数。

图54: 中国科培及中教控股 2020 年至 2024 年 6 月 3 日动态 PE



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

港股: 港股高教公司商业模式存在一定可比性, 但赛道政策环境差异较大。 以中教控股、中国科培等港股典型的高教标的, 其主业为通过所运营的本科、专科学校学费、杂费创收, 自建(校区扩容)+外延并购双轮驱动。除学段不同外, 与天立国际控股商业模式也具有较大相似度。回顾其 2020 年至 2024 年 6 月 3 日动态 PE, 我们发现中教控股于《民促法实施条例》落地前夕(2021 年 4 月 26 日) PE 达到区间峰值 58.5x, 后续则逐渐走低, 2024 年 6 月 3 日至 8.2x; 中国科培 2020

年至 2021 年内动态 PE 在 15-25x，2024 年 6 月 3 日降至 3.7x。我们分析主要系高等院校选营进展相对缓慢，监管态度仍待进一步清晰，最终导致产生了估值折价。而天立旗下民办高中成功选营，政策更为明朗。

综上所述，天立国际控股处于高中学历赛道，VS 民办高教赛道、政策态度明朗，且公司依托自身禀赋实现对外扩张，成长性也显著更优。天立国际控股旗下已有 33 所高中，历史上已验证了自身跨区域的复制能力，且表外仍在运营 K9 学校也给公司综合素养业务提出了稳定生源。我们预期公司 2024-2026 年归母净利润增速为 58%/39%/39%，由于收入业绩与学生人数强相关，故经营确定性较高，综合板块估值水平，我们给予公司 2024 年 20-22x 的估值，**对应市值为 115-127 亿港币（取港币兑人民币汇率 0.9268），对应股价为 5.34-5.90 港元（公司总股本取 2154 百万股），对应涨幅 21.6%-34.4%。**

表18: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值EPS			PE			投资评级
			亿元	24E	25E	26E	24E	25E	
300192.SZ	科德教育	10.43	34	0.50	0.62	0.74	20.86	16.82	14.09
002659.SZ	凯文教育	3.51	21	0.02	0.07	0.13	222.53	50.14	27.00
0839.HK	中教控股	4.89	126	0.81	0.91	1.02	6.04	5.38	4.80
1890.HK	中国科培	1.47	29	0.39	0.41	0.44	3.78	3.59	3.35
2001.HK	新高教集团	2.17	33	0.49	0.55	0.60	4.42	3.94	3.61

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，其中科德教育、凯文教育、中国科培、新高教集团为 Wind 一致预测，中教控股为国信社服预测

投资建议：增长确定性与弹性俱佳，给予“优于大市”评级

凭借优异办学成果和特色多元升学服务，公司内部学生数量稳定爬坡，核心主业高中及 K12 学校伴生业务（餐厅、产品销售、素养、游学）受益于此，成长确定性与弹性俱佳，伴随 K12 公办学校托管业务起量利润率也有望上行。预计 2024-2026 年归母净利润 5.2/7.3/10.1 亿元（+58%/+39%/+39%），期间 CAGR 为 39%，对应 EPS 为 0.24/0.34/0.47 元，考虑到经营具备较高确定性，我们给予公司 2024 年 PE 估值 20-22x，目标价为 5.34-5.90 港币，对应股价有 21.6%-34.4% 溢价，给予“优于大市”评级。随着公司市值回升，公司 9 月重返港股通可能性较大，流动性有望进一步提升。

风险提示

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 5.34-5.90 港元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的民办教育公司，如科德教育、凯文教育、中教控股、中国科培等的相对估值指标进行比较，选取了商业模式最为相近的可比公司凯文较、科德教育 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司跨区域复制能力得到验证且成长性较为确定，给予其一定估值溢价，最终给予公司 24 年 20-22 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 37.7%/38.8%/35.6%，可能存在对公司新建学校数量及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 年毛利分别为 35.2%/35.3%/35.5%，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。

政策风险

教育领域是关系到民生的重要领域，近年国家接连出台规范民办教育运营。目前公司核心业务民办高中政策态度较小初学段温和，但民办高中作为基础教育的一环，随着经济和法律环境变化，未来政策仍有可能会依照小初学段进行调整，从而对公司业务造成较大影响。此外，公司的新业务托管服务仍处在初期探索阶段，政策规范尚不明确，若未来政策更新后公司未能及时调整，会对该项业务造成较大打击。

人口结构调整

如果未来人口结构持续调整，公司潜在服务的学生人数可能会减少，进而对其业务产生负面影响。此外，人口区域间的流动可能会加速偏远落后地区学生人数的下降，公司过去集中在人口流出较多区域的学校受到影响可能会更大。

教学质量下滑

无论是跨区域新建学校或是新业务拓展，公司都极大依赖优异的升学成绩带来的品牌口碑。而升学成绩每届都要经历一次考核，若公司面临日渐激烈的学生间竞争与高速发展的教育事业，未能及时更新教学理念和教学体系，可能会导致公司教学质量下滑，进而影响公司高中口碑，对业务的开展造成严重打击。

产能无法满足业务拓展

我们分析公司的核心竞争力是“人”，尽管目前公司已经建立其了完善的人才培养体系，并通过薪酬福利、股权结构等实现了人才捆绑。但随着集团内学校人数及托管业务的开展，未来对优质的教师和校长的需求会逐渐走高。公司面对走高的产能压力，培训体系能否继续发挥作用还需要进一步观察。若储备的教师、校长数量无法满足业务开展需求，或由于高速扩充团队而导致了整体团队水平的下滑，会对公司的口碑造成极大破坏。

增量业务拓展不及预期

实施条例落地后，公司拓展了一系列新业务，如综合素养课程、游学游业务、多元升学服务等。但目前公司的此类业务均仅面向集团内部学校，前期通过渗透校内学生能迅速起量，但未来随着集团内部学生人数增速放缓，新业务势必要向外走，公司新业务能否在集团外部学生群体中获得同样的口碑仍待观察。公司的托管业务目前仍在运营初期，尚未形成标准化的商业模式，交付及续约等方面存在风险。

行业竞争加剧

民办学历学校各个学段中，K9 阶段压降明显，高教阶段初期投入过大，民办高中板块吸引玩家入场，渗透率逆势走高。新玩家入场可能会导致行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E 利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	920	1432	1600	1760	3408 营业收入	884	2303	3171	4399	5963
应收款项	1141	728	999	1386	1879 营业成本	591	1524	2055	2846	3846
存货净额	19	27	21	32	45 营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	0	0	0	0 销售费用	1644	1425	159	158	208
流动资产合计	2206	2371	2804	3399	5597 管理费用	1277	1855	692	877	1078
固定资产	3640	4455	4450	4422	4370 财务费用	(14)	36	99	101	66
无形资产及其他	214	278	260	241	223 投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1838	2216	2216	2216	2216 变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	233	231	231	281	331 其他收入	2732	2977	524	546	571
资产总计	8131	9552	9961	10560	12737 营业利润	118	440	691	963	1337
短期借款及交易性金融负债	240	554	1959	694	463 营业外净收支	7	4	0	0	0
应付款项	167	193	191	286	406 利润总额	125	444	691	963	1337
其他流动负债	3407	3822	2111	2958	4043 所得税费用	29	113	173	241	334
流动负债合计	3815	4569	4261	3937	4912 少数股东损益	(0)	(3)	(4)	(6)	(8)
长期借款及应付债券	891	1118	1118	1118	1118 归属于母公司净利润	97	334	523	728	1011
其他长期负债	1546	1768	1968	2168	2368					
长期负债合计	2438	2887	3087	3287	3487 现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	6252	7456	7347	7224	8399 净利润	97	334	523	728	1011
少数股东权益	27	30	26	20	11 资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1852	2065	2588	3316	4327 折旧摊销	346	492	524	546	571
负债和股东权益总计	8131	9552	9961	10560	12737 公允价值变动损失	0	0	0	0	0
					财务费用	(14)	36	99	101	66
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E 营运资本变动	309	692	(1779)	744	899
每股收益	0.04	0.15	0.24	0.34	0.47 其它	(0)	(3)	(4)	(6)	(8)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00 经营活动现金流	751	1516	(737)	2012	2473
每股净资产	0.86	0.96	1.20	1.54	2.01 资本开支	0	(849)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-64%	-48%	5%	8%	15% 其它投资现金流	89	(60)	0	(37)	(44)
ROE	5%	16%	20%	22%	23% 投资活动现金流	88	(907)	(500)	(587)	(594)
毛利率	33%	34%	35%	35%	36% 权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-297%	-109%	8%	12%	14% 负债净变化	149	227	0	0	0
EBITDA Margin	-258%	-87%	25%	24%	24% 支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	156%	160%	38%	39%	36% 其它融资现金流	(1490)	(550)	1405	(1265)	(230)
净利润增长率	-109%	246%	57%	39%	39% 融资活动现金流	(1192)	(96)	1405	(1265)	(230)
资产负债率	77%	78%	74%	69%	66% 现金净变动	(353)	512	168	160	1648
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0% 货币资金的期初余额	1273	920	1432	1600	1760
P/E	92.9	26.9	17.2	12.3	8.9 货币资金的期末余额	920	1432	1600	1760	3408
P/B	4.8	4.3	3.5	2.7	2.1 企业自由现金流	0	(1530)	(1556)	1178	1594
EV/EBITDA	(7)	(9)	22	16	13 权益自由现金流	0	(1879)	(225)	(163)	1314

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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