

以办学实力为基，营利性高中成长动力充足

——天立国际控股深度报告

核心观点：

- **国内领先的 K12 民办教育服务商，转型聚焦营利性高中业务。**公司成立于 2002 年，早期学校以 K9 为主，曾荣获中国教育创新示范单位、中国教育行业标杆集团等多项荣誉。2018 年赴港上市后，公司依托近二十年办学积累与良好口碑推进异地扩张，目前在全国拥有 50 所学校，覆盖 16 个省份。在此期间，公司依托优质升学口碑，成功于 2021 年民促法实施条例颁布后转型发展营利性高中，FY23 公司实现营收 23.2 亿元/同比+161%，超过 2020 年的历史峰值；实现归母净利润 3.3 亿元/同比+246%，恢复至 2020 年的 92%。
- **人口与政策共振，民办高中教育仍有广阔发展空间。**尽管中国高中阶段在校人数可能最早于 2029 年达峰，但我们认为在当前政策鼓励有序扩大普高招生、推动普职融通发展的背景下，国内高中阶段人口红利仍将延续。综合考虑国内教育经费投入与地方财政状况，以及民促法本身对高中阶段限制较少等有利因素，我们认为民办教育资本在高中阶段仍有可观发展空间。我们测算至 2031 年国内民办普高市场规模将超过 2000 亿元，CAGR 约 7.8%。
- **公司看点：以办学实力为基，“一干多支”打开成长空间：**公司旗下成熟高中一本率远超四川省平均，亦好于北京、上海普通高中平均水平，叠加原 K9 学段生源充足，因此公司转型高中后招生人次快增的趋势仍可延续。截止 1H24，公司校网容量 20 万人，而当前在校生仅 10 万人/同比+22%，其中高中生仅 3.7 万人/同比+44%。考虑公司优异的办学实力，对比全国普通高中平均在校生水平，我们测算公司高中在校生仍有 80%以上增长空间。此外，公司多支业务发展迅速，除餐饮、产品销售收入有望跟随在校人数稳步增长，公司亦为学生提供包括综合素质、竞赛、国际升学、艺考在内的各类教育增值服务，以满足学生差异化教育需求，未来有望驱动生均综合教育服务费提升。外延方面，公司每年预计仍将新增 3-5 所高中；同时公司还将依托优质办学口碑，加速拓展委托管理业务，目前累计签约 14 所学校、20+学段，对标海亮教育 190 所托管校体量，公司未来轻资产托管业务亦有广阔拓展空间。
- **投资建议：**我们预计公司 FY24-26 归母净利润各为 5.5 亿、8.1 亿、11.1 亿，对应 FY24-26 PE 各为 17X、12X、8X。考虑公司内生、外延增长动力充足，当前成长性与估值较同业具备吸引力，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**招生进展低于预期的风险；新业务拓展进展低于预期的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2303	3428	4588	5934
收入增长率%	160%	49%	34%	29%
归母净利润(百万元)	334	549	808	1108
利润增速%	246%	65%	47%	37%
摊薄 EPS(元)	0.16	0.26	0.38	0.52
PE	15.97	16.90	11.49	8.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

天立国际控股(1773)

推荐 (首次)

分析师

顾熹闽

☎：18916370173

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

市场数据

2024-06-20

股票代码	1773
H 股收盘价(元)	4.39
恒生指数	18335.32
总股本(万股)	211565.40
实际流通 A 股(万股)	211565.40
流通 H 股市值(亿元)	84

相对恒生指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目 录

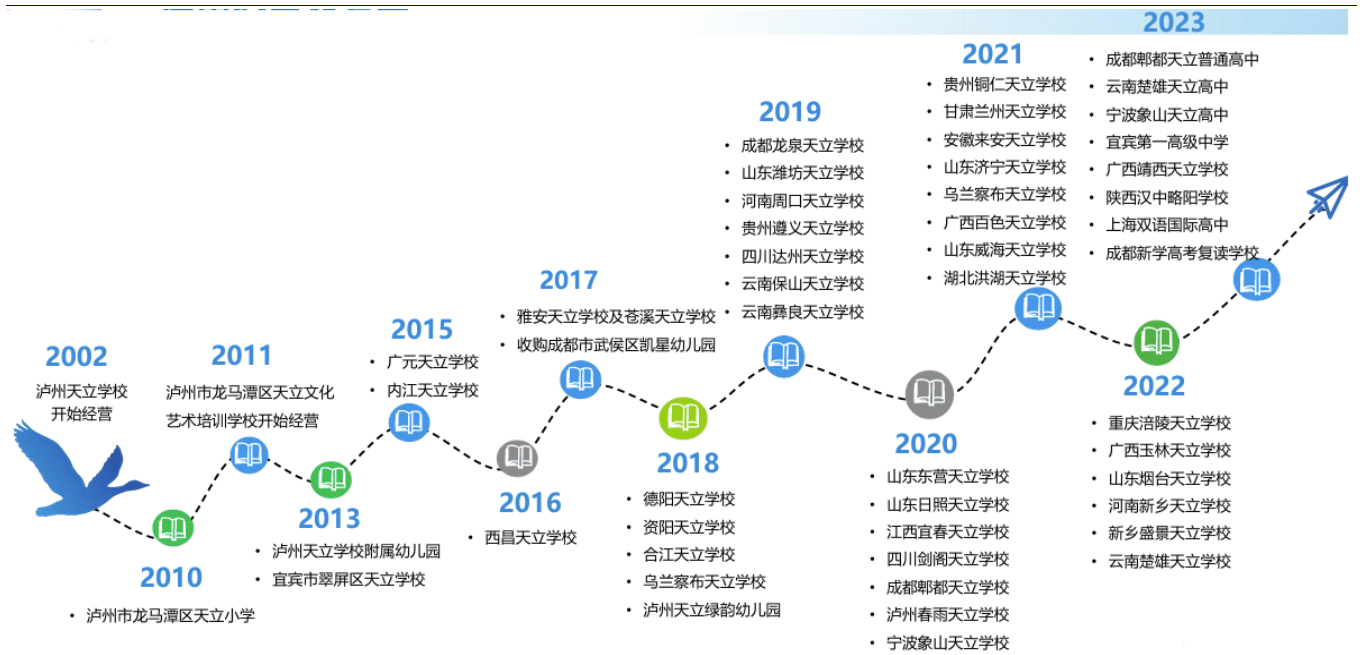
一、公司概况：办学实力久经验证，一千多支拓展成长空间	3
（一）国内头部 K12 教育服务商，转型聚焦营利性高中	3
（二）公司治理及股权架构	4
（三）财务分析：民促法政策变化对公司的影响已基本消退	5
二、政策对民办高中限制少，市场规模有望破千亿	7
（一）民办教育行业监管框架已完备，高中阶段受限较少	7
（二）现实资源约束与不人口红利延续，将进一步推动民办高中发展	9
三、公司看点：内生增长动力充足，综合教育服务拓宽空间	11
（一）公司高质量办学能力久经验证，品牌影响力卓著	11
（二）“一千”：校网容量仍未打满，高中在校生增长空间可观	13
（三）“多支”：增值服务嫁接入校，满足学生与家长多元需求	14
（四）依托高质量办学品牌背书，承接轻资产托管需求	16
四、投资建议	18
（一）业务拆分	18
（二）投资建议	18
五、风险提示	19
附录：	22
（一）公司财务预测表	22

一、公司概况：办学实力久经验证，一千多支拓展成长空间

（一）国内头部 K12 教育服务商，转型聚焦营利性高中

天立国际控股有限公司成立于 2002 年，早期学校主要以四川省内为主，聚焦 K9 学段业务，历经二十年办学积累，成果丰硕，升学情况位居当地前列，曾荣获中国教育创新示范单位、中国教育行业标杆集团等多项荣誉。公司于 2018 年赴港上市，并于同年开始向全国扩张。截至 FY23，公司已拥有 50 所学校，覆盖全国 16 个省份、36 个城市。

图1：公司旗下学校分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

受民办教育行业政策变化影响，公司自 2021 年 8 月 31 日起将受影响的 K9 业务剥离，并提出“一千多支发展战略”，战略重心聚焦营利性高中。其中，一千为重点发展营利性高中，辅以“多支”教育增值服务，包括素养课程、游学活动、后勤综合服务、智慧教育“云”平台以及托管业务等，目前已取得良好成效。截至 2023 财年，公司在校生人数突破 10 万人，同比增长 21.6%；其中高中共 37 所，校网内高中生人数达 3.67 万人，占比 37%。

图2：公司已确立“一千多支”发展战略

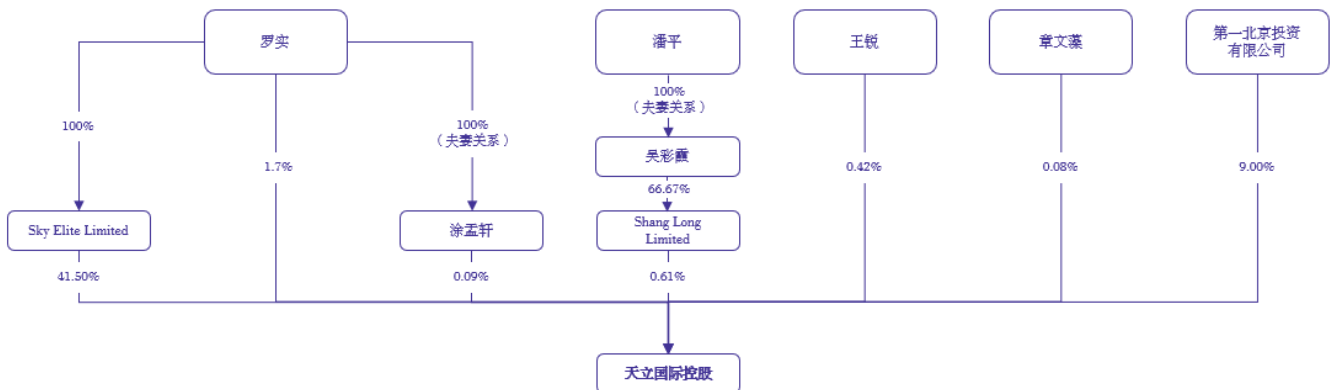


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司治理及股权架构

罗实先生通过 Sky Elite Limited 持股 43.21%，为公司实控人。截至 FY23，罗实先生通过完全控制的 Sky Elite Limited（41.5%）、配偶涂孟轩女士（0.09%）及购股权计划（未行使）合计持有上市公司 43.29% 的股份。第二大股东为第一北京投资有限公司，持股比例 9.0%。此外，公司董事王锐通过直接持股+未行使的购股权计划持有 0.42% 股权，非执行董事章文藻/潘平持股各为 0.08%/0.61%。

图3：公司股权架构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司管理层具备丰富教育及管理经验，薪酬及激励机制健全。公司多数管理层均于教育行业有较长工作年限。其中，公司实控人罗实先生进入教育行业逾 20 年，具备深厚的行业经验和卓越的集团领导能力。公司独董杨东先生于四川教育行业拥有逾三十年的经验，此前为成都师范学院教师，并担任四川省陶行知研究会副会长及秘书长。2023 年伴随公司转型战略顺利实施，公司向董事及高管授出共计 6100 万份购股权。此外，公司启动最高 2 亿港元的股份回购计划，最多回购 21540 万股，截至 2024 年 6 月已累计回购 5034.6 万股，并注销 3834 万股。

表1: 公司核心管理层概况

管理层	职务	持股比例	个人简历
罗实	执行董事（主席）；提名委员会	43.29%	天立国际控股创始人，2017年委任为公司董事，于教育行业有逾17年的经验。
王锐	执行董事；首席财务官	0.09%	2015年担任公司首席财务官，加入集团前于西安天朗控股有限公司财务总监。
潘平	非执行董事	0.61%	现任金科地产集团股份有限公司监事；红星美凯龙家居集团股份有限公司执行总裁。
章文藻	非执行董事	0.08%	曾任职于深圳市索智达实业有限公司，现任职于深圳市新乐天歌科技有限公司。
廖启宇	独立非执行董事；审核委员会（主席）		中国香港会计师公会会员及英国特许公认会计师公会资深会员；自2017年8月至今担任复锐医疗科技有限公司独立非执行董事。
杨东	独立非执行董事；薪酬委员会		于四川教育行业拥有逾三十年的经验。自二零一二年五月起担任成都师范大学的教师。
程益群	独立非执行董事；薪酬委员会（主席）		2001年4月至今，担任北京市通商律师事务所合伙人；2020年9月至今，担任上海宝立食品科技股份有限公司独立董事。

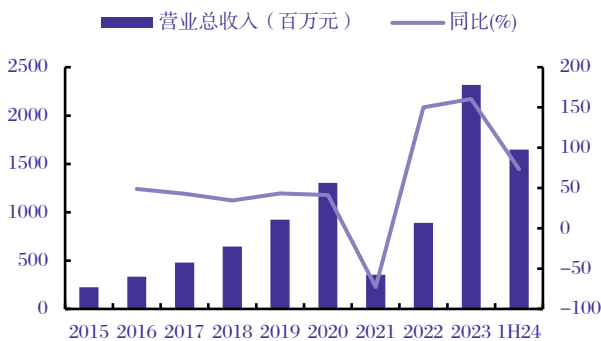
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）财务分析：民办教育政策变化对公司的影响已基本消退

业务结构调整迅速，2023财年以来财务情况已完全摆脱民促法影响。2021年国务院令公布修订后的《民办教育促进法实施条例》（下称“民促法实施条例”），由于义务教育阶段属于非营利性业务，公司此前与义务教育学校相关的教育、教学活动相关的收入均出表，导致公司FY21与FY22营收较此前大幅下滑。而伴随2022年公司全面转型营利性高中业务，并依托多年积累的办学实力和品牌效应取得良好成绩，FY23公司实现收入23.2亿元/同比+161%，已超过2020年的历史高峰（约13.0亿）；归母净利润3.34亿元/同比+246%，已接近2020年水平（3.79）。截止1H24，公司实现营收16.5亿/同比+74%，归母净利润2.89亿/同比+70%，基本面持续保持快速增长趋势。

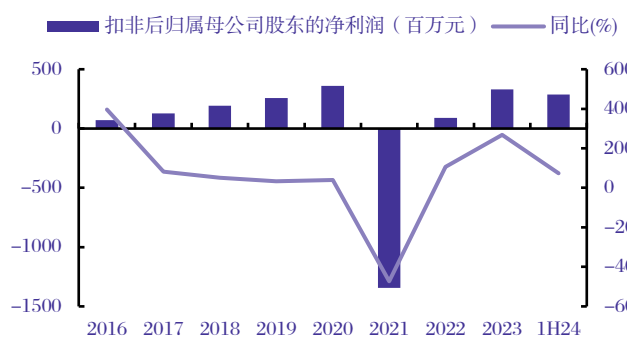
公司营收快速增长，主要受益于高中学段在校生人数增长。截止2023年秋季学期，公司学校网络拥有36708名高中生/同比+43.8%，其中高中招生人数19071人/同比+41%。受益于高中段学生占比增加，1H24公司营收增长73.8%，快于整体在校生人数增速（+21.6%）。伴随校内生源增长以及公司拓宽校内电商服务，FY23公司综合教育服务/产品销售/餐厅运营/管理及特许经营费收入同比+254%/841%/12%/-17%；1H24综合教育服务/餐厅运营/销售产品/管理及特许经营费收入则分别同比+64%/+20%/+189%/35%。其中，综合教育服务和餐厅运营收入提升主要受益于高中招生增长驱动整体在校人数增长。

图4: FY23公司营收已超过历史峰值



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5: FY23公司归母净利润接近历史峰值

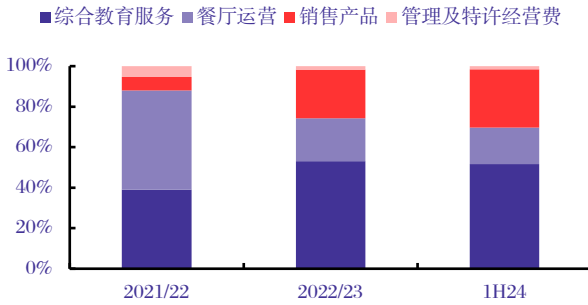


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司历史毛利率平稳，1H24毛利率波动主要受收入结构变化影响。2021年之后，由于公司营收结构变化，以及K9业务营收剥离但固定成本无法完全剥离影响，公司毛利率仍低于2021之前水平，但伴随高中在校生占比提升，FY23公司毛利率已回升至33.9%/同比+0.6pct。FY1H24，公司实现毛利率35.4%/同比-3.7pct，主要因毛利率较低的产品销售收入占比提升所致。如果从与教育活动直接相关的成本费用开支看，公司员工成本、D&A、材料消耗等与教学相关的成本项增速均低于综合教学服务收入，反映与教育活动相关的业务毛利率因学生人数增长、增值服务渗透率增长而得到提升。

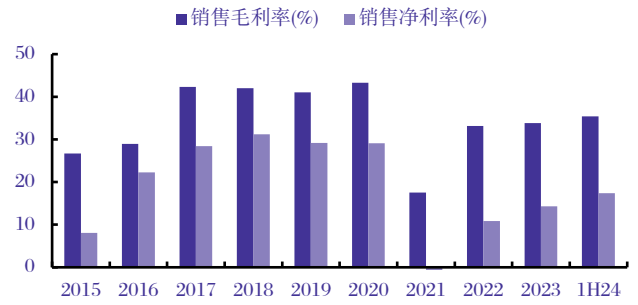
受益于学生人数增长带来的规模效应，公司净利率提升明显，且未来仍有改善空间。FY23 公司净利率提升 3.5pct 至 14.3%，主要受益于学生人数增长、多元业务收入增加带来的期间费用摊薄。FY1H24 公司净利率 17.4%，同比略降 0.7pct，主要因毛利率较低的产品销售收入占比提升，但净利率降幅低于毛利率降幅，反映伴随营收规模扩大，期间费用被进一步摊薄。与 2021 年相比，我们认为当前公司净利率较低，亦主要受业务结构变化所致，以及营利性高中所使用的部分场所与土地，无法完全与公司原有 K9 业务实现分割有关，未能充分反映公司资产的盈利能力。

图6：公司营收结构变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

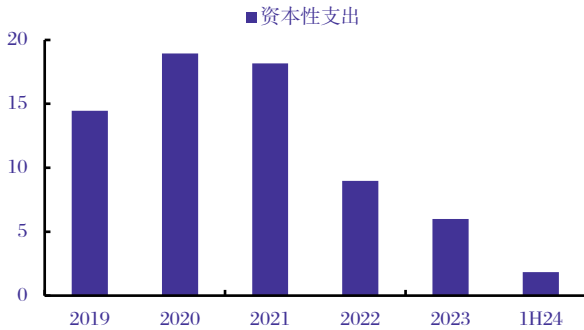
图7：公司盈利能力变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

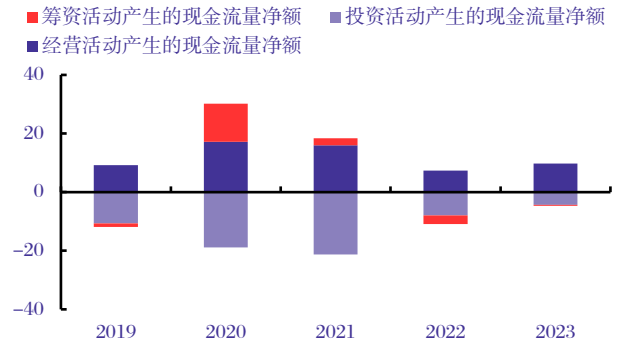
现金流保持健康，可有效应对未来扩张需求。截止 FY23，公司 CAPEX 已由 FY21 的 13.5 亿降低至 5.8 亿，且由于学历教育业务现金压力主要集中于学校扩建期，伴随公司 CAPEX 高峰已过，未来公司现金流状况将随招生增长得到进一步改善。此外，虽然公司未来仍有每年新增 3-4 所高中的规划，但由于该等学校不再全部通过重资产方式进行建设，因此对整体现金流影响将较为有限。

图8：公司 CAPEX 高峰已过 (单位：亿)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

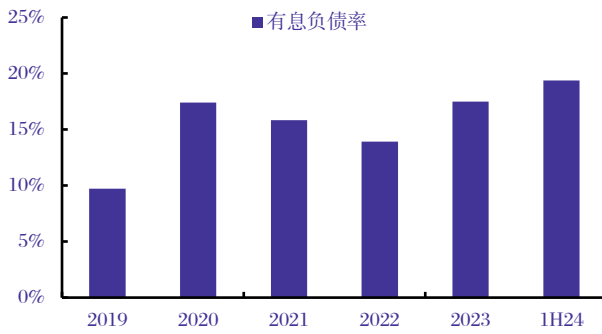
图9：公司现金流变化 (单位：亿)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

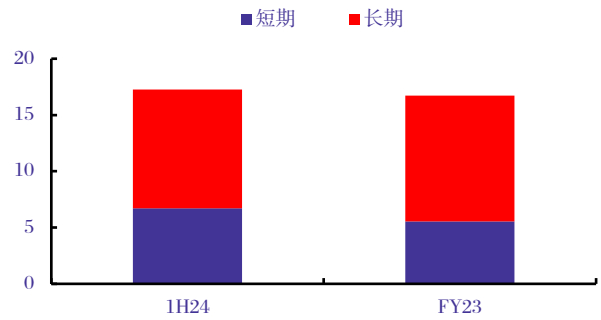
资产负债表结构稳健。从负债端来看，FY23 公司借款约 16.72 亿元，其中短/长期借款分别 5.54/11.18 亿元，有息负债率为 17.5%。1H24 公司短/长期借款分别 6.7/10.6 亿元，整体计息负债较 FY23 有所增长，有息负债率为 19.4%，仍维持健康水平。

图10：公司有息负债率保持平稳



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

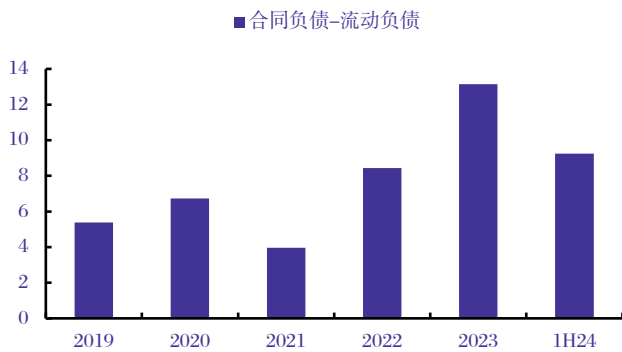
图11：公司有息负债规模及结构（单位：亿）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

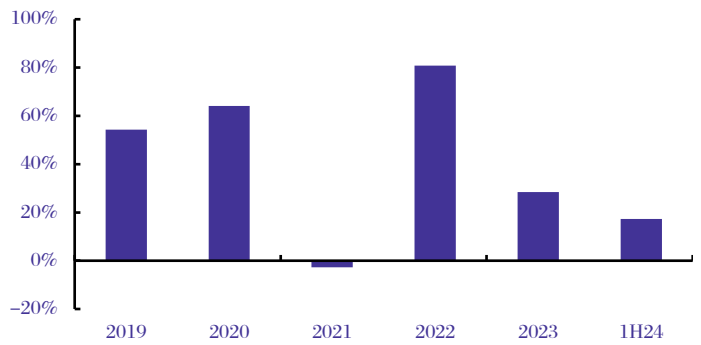
公司在战略转型后政府补助已大幅下降，1H24 政府补贴占税前利润比例下降。1H24 公司合同负债 9.2 亿元/同比+21%，主要受益于优异的办学口碑驱动高中招生持续增长。此外，由于公司营利性高中增长不依赖于新建校区，当前政府补贴对公司利润的贡献显著减少，1H24 递延收入占税前利润比重由 27.3%降至 17.4%。

图12：公司合同负债变化（单位：亿）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图13：政府补贴占税前利润比重变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、政策对民办高中限制少，市场规模有望破千亿

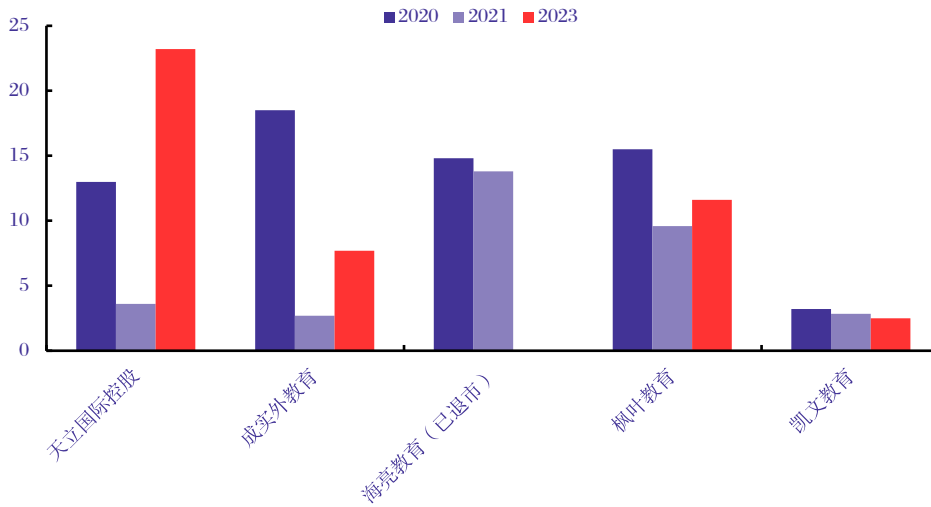
（一）民办教育行业监管框架已完备，高中阶段受限较少

2018–2021 年中国教育监管部门开始推动民办教育行业规范化发展，其中对 K12 民办学校的影响主要以 2021 年 9 月开始实施的民促法实施条例为著。民促法实施条例核心内容包括：1) 明确规禁止社会组织及个人通过并购或协议控制的方式控制提供义务教育的民办学校，以及提供学前教育的非营利性民办学校；2) 限制义务教育阶段的民办学校与关联方之间的关联交易；3) 义务教育阶段学校的性质必须为非营利；4) 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。

2021 年之前多数上市民办教育公司业务涵盖义务教育阶段，因此受民促法实施条例影响最为直接。由于在港股上市的民办教育企业多数采用 VIE 架构上市且业务多以 K9 义务教育阶段学校为主，因此受冲击最为剧烈。其影响主要体现为：一方面，此前异地复制扩张的成长路径被切断；另一方面相关 K9 业务必须出表，导致营收、利润大幅下滑。此外，根据近年来国家规范民办义务教育发展专项工作的系列政策要求，地方各级政府均加快推进义务教育结构调整和布局优化，确保义务教育学位主要由公办学校提供或政府购买学位方式提供，普遍把省域一级民办学校在在校生规模占比控制在 5% 以内，县请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

域一级不超过 15%。同时亦禁止民办教育“掐尖”，不得通过举办重点班或者以兴趣班为由的各种变相重点班等方式调整生源结构，限制民办企业通过非合理方式提高办学成绩。

图14：民促法实施前后上市 K12 学校营收变化（单位：亿）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

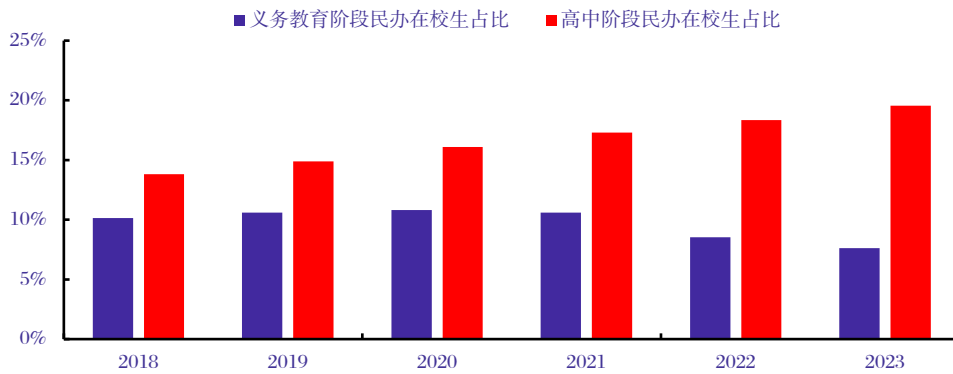
民办教育资本在高中阶段受限较少，规模仍稳步提升。以民促法实施条例为代表的政策初衷，在于厘清民办教育发展的关键性问题，回应民办教育领域多方主体利益诉求，并从法律层面明确各方权责。事实上，2020年后中国政府同样多次发文鼓励企业社会组织合法开办、运营学校及各类教育机构。其中，受民促法限制较少的高中阶段，近年民办高中在校生人数及占比均保持稳步提升。

表2：2020年后民办教育行业政策梳理

时间	文件	核心内容
2020年	《关于政协十三届全国委员会第三次会议第4842号(教育类379号)提案答复的函(摘要)》	教育部对合法合规的关联交易持开放态度，并明确非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇；政府应当依法支持和规范社会力量举办民办教育，保障民办学校依法办学、自主管理，鼓励、引导民办学校提高质量、办出特色，满足多样化教育需求。
2021年9月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	重新提出“鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展，稳步推进民办教育分类管理改革，开展高水平中外合作办学”
2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	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；《意见》鼓励普通高中的多样化发展，即要求建设一批具有科技、人文、艺术等特色的普通高中，在保证必修课程水准的基础上，适时开发多样特色选修课程，发挥特色办学的示范引领作用。
2023年7月	《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》	

资料来源：教育部，国务院，中国银河证券研究院

图15：2018–2023年不同教育阶段民办在校生占全国比重

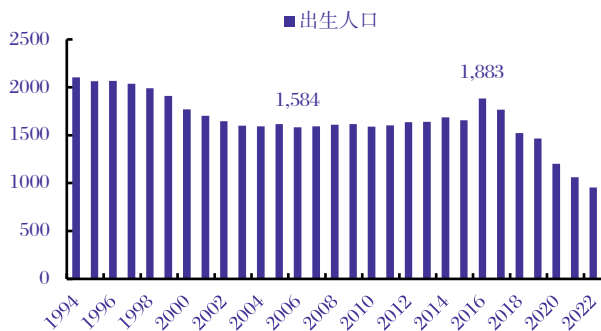


资料来源：教育部，中国银河证券研究院

（二）现实资源约束叠加需求增长，民办高中市场仍有可观增长空间

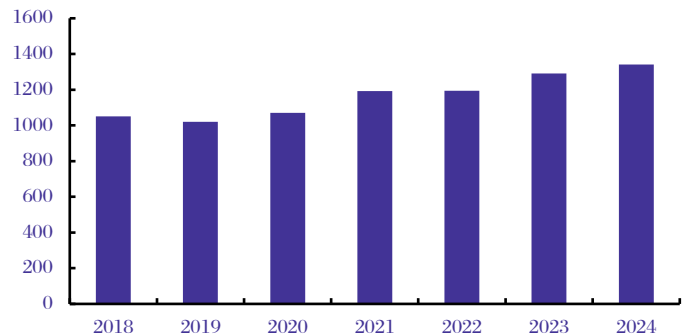
需求端，我们认为高中阶段适龄人口见顶较晚，预计至2029年后达峰。从出生人口的趋势看，中国高中阶段的适龄人口最快将于2029年达到峰值，而考虑到当前为进一步强化教育公平、提高教育质量、发展职业教育，政策层面鼓励有序扩大普通高中招生规模、推动职普融通，我们认为高中在校生人数达峰或晚于人口趋势变化。

图16：2006–2016年的出生人口逐年抬升（单位：万）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

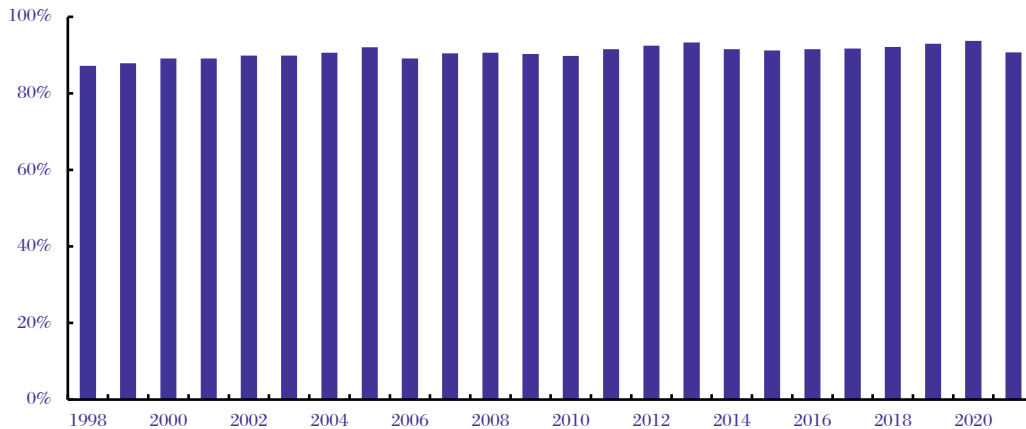
图17：2018–2024年高考人数持续增长（单位：万）



资料来源：教育部，中国银河证券研究院

在教育资源供给端，当前地方教育经费正面临现实条件约束。中国教育经费主要由国家财政性教育经费、民办学校办学经费、社会捐赠经费、事业收入、其他等五个部分构成。其中，国家财政性教育经费占中国教育经费比重79%，是中国教育事业发展的最主要的经费来源。进一步拆解国家财政性教育经费的来源，容易发现该部分经费主要由地方财政承担，例如2021年国家财政性教育经费中，地方财政性教育经费占比91%，这意味着地方财政承担了中国教育经费的72%。

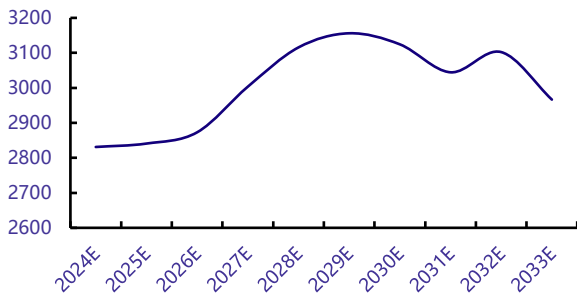
图18：地方财政性教育经费占国家财政性教育经费比重



资料来源：财政部，中国银河证券研究院

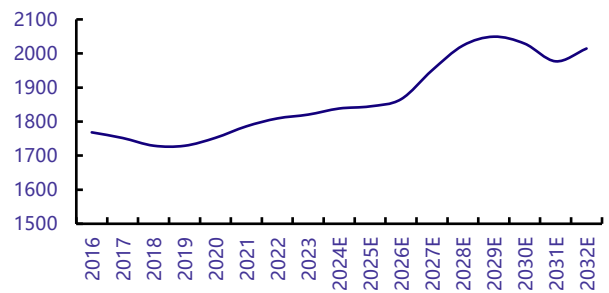
考虑当前地方财政情况，我们认为未来民办教育对于解决不断增长的高中阶段教育需求仍有重要意义。我们测算至 2029 年，中国普高招生人数将增长至 1032 万人，全国普通高中在校生人数将达到 3127 万人。假设当前中国普通高中学校数量不再增长，则单个普通高中承载的在校学生数量将由 2023 年的 1821 人增长至 2029 年的 2030 人，届时生均校舍面积将降低至 21.5 m²，这一水平低于当前政府对普通高中生均面积的要求（25 m²）。

图19：2024–2033 年中国高中阶段在校生人数（万）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

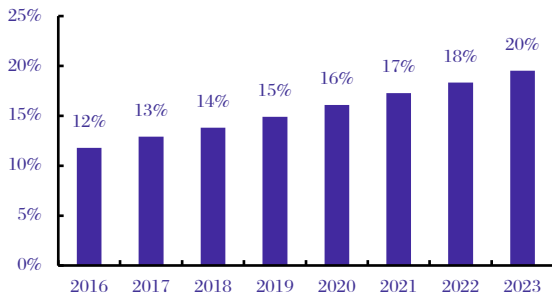
图20：平均单校在校高中生数量（人/校）



资料来源：教育部，中国银河证券研究院

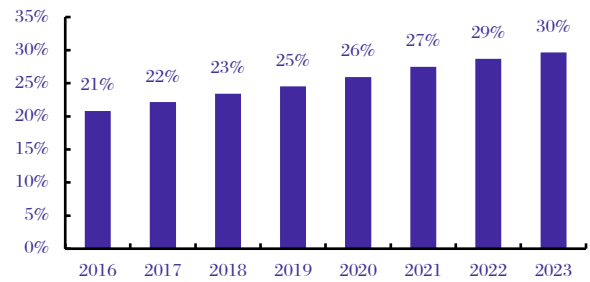
民办普通高中在校生、学校数量占比近几年仍维持提升，验证政策对民办高中的限制较少。据教育部统计公报，2000–2022 年，我国义务教育阶段民办校在校生人数占全国比重已由 2020 年最高的 10.8% 降低至 2022 年的 8.6%。同期，民办学校普通高中在校生占全国普通高中比重由 2016 年的 12% 提升至 2023 年的 20%，同期民办普通高中学校数量由 21% 提升至 30%，已成为中国普通高中教育体系的重要组成部分。我们认为综合前述对地方财政等现实资源存在约束条件的判断，未来民办资本在高中阶段仍将扮演重要角色。

图21: 民办高中在校生人数占全国普高在校生比例



资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

图22: 民办高中数量占全国普高数量比例



资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

民办高中市场规模测算: 我们认为当前中国高中阶段的教育资源供需关系, 已逐步开始面临地方财政压力加大与学生入学需求增长的矛盾, 尤其是学生与家长对于优质高中教育资源的需求, 将进一步驱动民办普通高中渗透率提升。我们基于如下核心假设对民办普高市场规模进行测算: (1) 民办普通高中在校人次渗透率: 由 2023 年的 20% 提升至 2033 年的 30%; (2) 客单价: 生均收费 2 万/年, 并按 2% 每年递增。综上, 我们预计民办高中教育市场有望持续增长, 整体市场规模将由 2024 年的 1222 亿, 增长至 2031 年的 2044 亿, CAGE 约 7.8%。

表3: 民办高中市场规模测算

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
普高在校人数 (万)	2714	2804	2859	2893	2924	3034	3094	3127	3047	3105
民办普高在校人数占比	18.3%	19.5%	20.5%	21.5%	22.5%	23.5%	24.5%	25.5%	26.5%	27.5%
民办普高在校生 (万)	498	548	587	623	659	714	759	799	809	855
平均学费 (万/学年)	2	2	2.04	2.08	2.12	2.16	2.21	2.25	2.30	2.34
市场规模 (亿)	996	1117	1222	1322	1427	1577	1710	1835	1895	2044

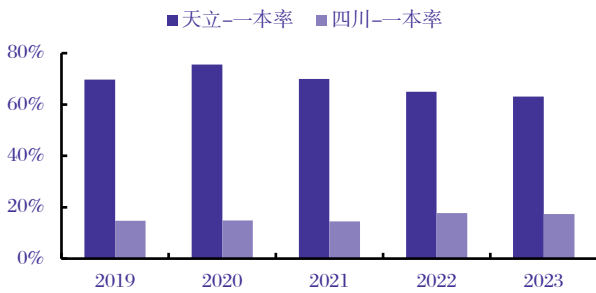
资料来源: 教育部, 中国银河证券研究院

三、公司看点: 内生增长动力充足, 综合教育服务拓宽空间

(一) 公司高质量办学能力久经验证, 品牌影响力卓著

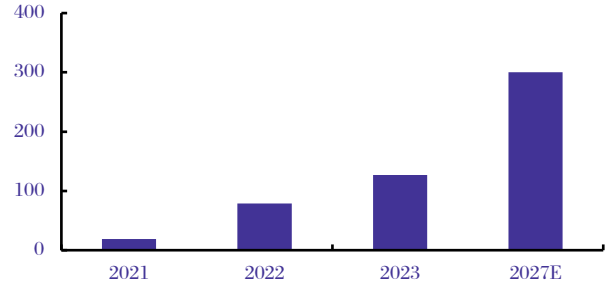
公司旗下高中一本率维持较高水平, 头部重点高校录取人数屡创新高。2022/23 学年, 公司旗下学校 83.5% 学生超过本科录取分数线, 63.1% 学生达一本线, 远超四川省平均水平, 同时也超过北京、上海一本率。其中, 公司 22/23 学年共有 127 名高中毕业生入读清华、北大等世界排名前 50 的高校, 同比增长 61%。根据公司规划, 至 2027 年将实现单届清北录取人数 100 人, QS 前 50 强大学录取人数 200 人。

图23：公司旗下成熟学校一本率



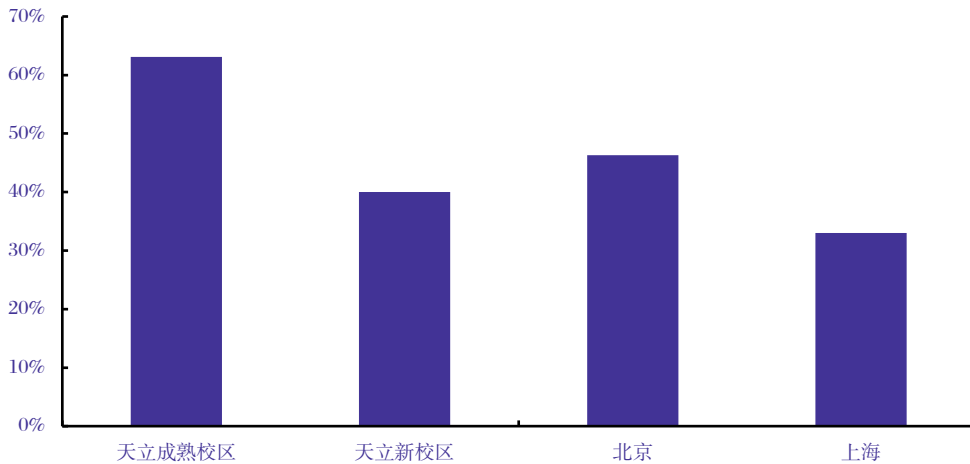
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图24：公司历届高三学生进入清北+QS 前 50+人数屡创新高



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图25：天立旗下学校一本率与北京、上海高中平均水平对比

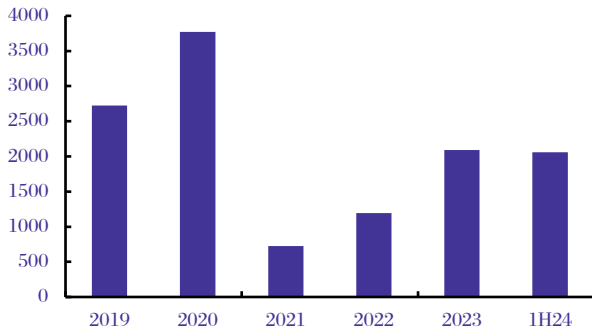


资料来源：公司公告，上海教育考试院，北京教育考试院，中国银河证券研究院

公司高质量的办学成果主要源自成熟的教研及管理体系。招生端：公司目前确立 A+、A、B、C 四层招生模型，确保营利性高中学校兼顾办学质量+财务回报；教学端：公司全面推行 ABC 分层教学法，结合天立云平台的教育科技手段赋能，可为不同层级高中学生提供精准的教学服务，确保成绩高效提升；升学端，公司目前已加大对多元升学服务的投入，包括高中生竞赛和强基培训力度，同时公司亦充分布局国际升学、艺术等多元路径，满足学生与家长的多样化需求。课程端，公司独创“六立一达”课程体系，围绕“立身、立德、立学、立行、立异、立心、达人”七大维度，以核心素养界定课程类别，逐步探索课程开发到课程运用的模式并发展出独具天立特色的精品课程，如《田园课程》《阶梯阅读》等特色课程。

灵活的管理及激励机制，确保优质教育人才供给。2023 财年，公司自有学校全职教师达到 2090 名，同比+86%，对比 2021 年之前数量减少，主要因目前表内老师均为高中教师。公司在快速扩充师资力量的同时，依然注重保障高质量的教师供给：一方面是通过高薪，确保新招聘教师拥有较高的学历背景或良好的教学经历，如公司成都天立校区高中骨干教师年收入在 25-60 万元，高中段清北教师要求近 5 年所教授学生中至少有 3 人考入清华北大。另一方面，公司针对教师的培训、管理、晋升形成了完备制度，除定期对学校教师进行培训外，公司会以教学技巧、学生成绩以及学生及家长的反馈为基准进行评估并予奖励，同时针对教师职称和行政管理两种晋升路径提供可预见的晋升通道。

图26: 公司教师员工数量变化 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图27: 公司员工晋升机制

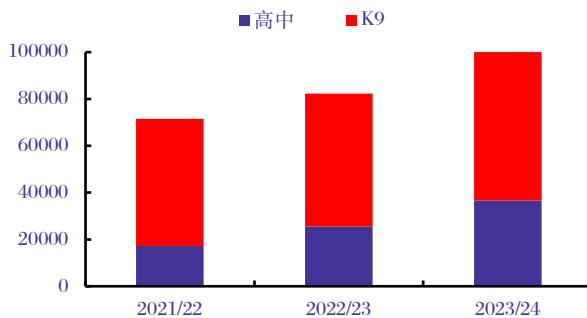
管理晋升: 教师—中干—校长—学区校长—集团高管;
专业成长: 初级—中级—高级—正高级—特级—首席教师;

资料来源: 公司公众号, 中国银河证券研究院

(二) “一干”: 校网容量仍未打满, 高中在校生增长空间可观

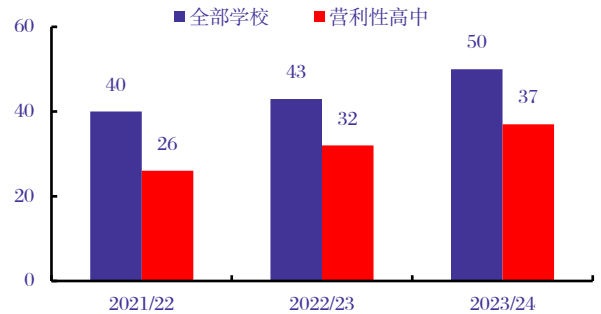
公司校网利用率仍有提升空间。FY23 公司校网内学校共 50 所, 总计可容纳 20 万学生, 其中 37 所为高中。截止 23 年秋季, 公司 K12 学生总量约 10 万人, 其中高中生约 3.7 万人/同比+43.8%, 占校网总人数比重提升至 37%。公司目前已将业务重心转向做大做强营利性高中, 一方面公司未来将持续增加含高中学段的学校数量, 另一方面公司也将招生资源主要集中在高中阶段, 因此我们预计未来公司校网利用率的提升将主要由高中段学生驱动。

图28: 2021/22-2023/24 学年公司在校人数 (单位: 人)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

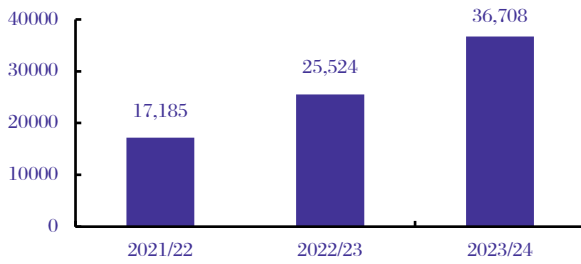
图29: 公司学校数量变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

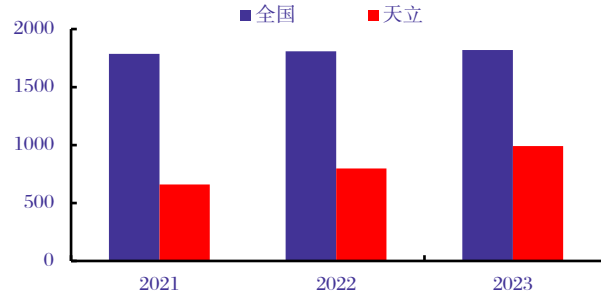
高中招生增长强劲, 校均人数存 80%以上增长空间。根据公司 22/23-23/24 学年数据, 我们测算公司高中校均人数为 797、992 人, 同比各增 21%、24%, 考虑在此期间公司具有高中学段的学校数量增长 23%、16%, 而新设高中在初期招生数量较成熟学校更少, 因此我们推断公司较为成熟的高中校均人数增长应好于表现水平。进一步看, 考虑公司整体办学实力与口碑俱佳, 未来随着各高中校区进入成熟期, 我们认为公司的高中校均人数应不低于全国平均水平。根据教育部数据, 2023 年全国普通高中校均人数为 1821 人, 对比公司当前校均仅 992 人, 我们认为未来公司高中校均人数将有 84% 的提升空间。

图30：2021/22-2023/24 学年公司高中在校生（单位：人）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图31：天立的高中校均人数仍低于全国平均水平（单位：人/校）



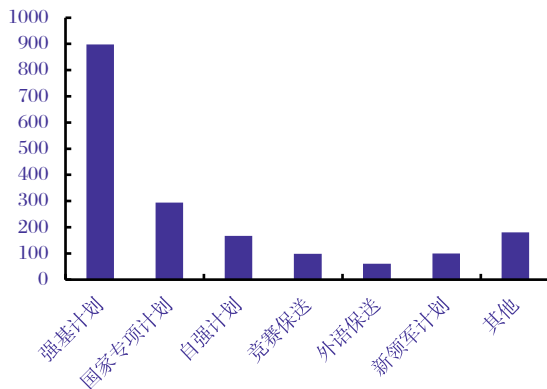
资料来源：教育部，公司公告，中国银河证券研究院

公司未来高中数量仍有增长空间。公司当前校网内共 37 所高中，其中 33 所为自营高中，4 所为托管高中，我们预计公司未来仍有进一步扩张高中学校数量的空间，至 2027 年高中学校数量有望扩展至 40-50 所。高中数量的增长来源，我们认为主要来自两个途径：1) 公司仍在持续通过各种优化措施，将当前的一体化学校的高中学段，独立为营利性高中。截止 1H24，公司已成功独立出 5 所学校，目前仍有 6 所一体化学校待推进；2) 未来公司仍可通过外延方式新增高中，但考虑到整体市场环境变化，未来扩张方式将由以往的重资产建设，转为更轻的租赁模式。其中，公司在一线城市学校仍可通过自建/租赁双轮驱动，但在二、三线及以下市场则将以租赁方式进行扩张，降低资本开支风险与财务压力。

（三）“多支”：增值服务嫁接入校，满足学生与家长多元需求

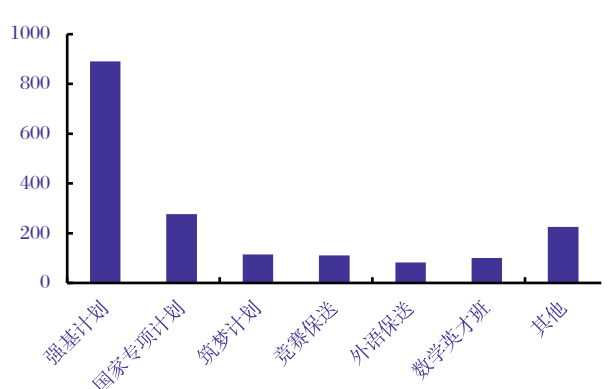
特殊招生项目已成为内地学生进入顶级高校的重要路径，民办校相较于公办校具备体制优势。在近年国内头部高校更加重视学生综合素质的背景下，通过高考进入清华与北大两所高校的学生数已逐步降低。从 2023 年数据看，清华与北大两所高校在内地合计招生 6518 人，其中 55% 的录取名额主要通过强基计划、国家专项计划、竞赛保送等特殊进行分配，通过高考进入两所学校的人数仅为当年清北招生人数的 45%。这意味着传统公办学校所能提供的校内教育服务，已难以充分满足以清北等优质高校为目标的学生与家长的需求。相较于公办校，民办校则可依托灵活的运营机制，通过定制化的服务，为学生与家长的多元化教育需求提供对应资源。

图32：2023 年清华大学特殊招生项目录取人数



资料来源：清华大学官方公众号，中国银河证券研究院

图33：2023 年北京大学特殊招生项目录取人数



资料来源：北京大学官方公众号，中国银河证券研究院

公司在常规校内教学服务外，亦为学生提供各类综合教育服务，包括综合素养课程、学科竞赛、游学/研学、艺术培训、国际升学、高考复读等，确保学生与家长的差异化教育需求得到满足：

1) K9 综合素养：参考公司披露数据，FY23 公司为约 5 万名适龄人士提供服务，对应约 90%+K9 在校生。

2) 学科竞赛：公司当前已招募组建了一批由全国顶尖教练领衔的竞赛团队，教练成员超 40 名，内容覆盖数学、物理、化学、生物、信息学五大竞赛学科。从学科竞赛成绩表现看，2023 年天立学校共有 14 名学生在物理、化学、数学、生物及信息的五大学科竞赛中获全国联赛省级赛区一等奖，6 人入选；23-24 上学期，共 15 人荣获全国联赛省级赛区一等奖，3 人入选省队并在全国决赛中获 2 枚金牌。

3) 游/研学：目前已形成生涯教育、历史文化、跨学科融合、“人生第一次”、成长探索营地、全球视野六大系列板块。2023 学年，天立游研学活动在全集团学校和 9 所外部学校顺利开展，服务学生超 4.7 万人次，预计 2024 学年，游研学的服务对象有望进一步突破 10 万人大关。

4) 公司目前还在部分校区拓展艺术升学、高考复读、国际升学服务，该部分业务学费较高（国际升学 13-23 万/年、艺术班 5-7 万/年）。

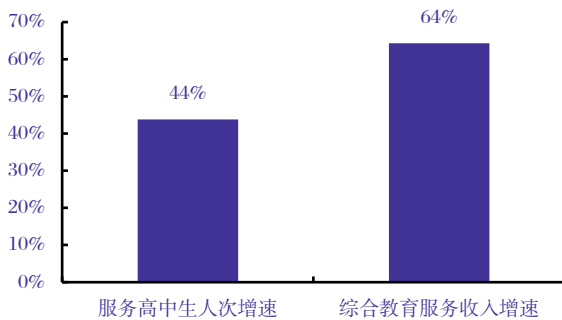
图34：公司多支业务-立达素养课程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

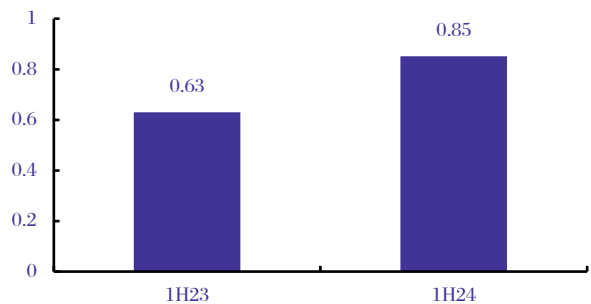
多支业务渗透率提升有望持续拉动生均收入。1H24 公司在校生约 10 万人/同比+21.6%，高中生在校生同比+43.8%，但综合教育服务收入（含学费、增值教育服务费）同比+64%，表明除学费收入随在校高中生人数增长外，公司多支业务覆盖率也在不断提升。

图35：1H24 公司综合教育服务收入增速快于学生人数增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

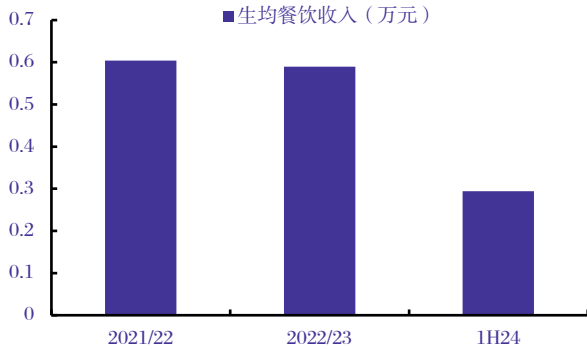
图36：1H24 公司生均综合教育服务收入同比+35%（单位：元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

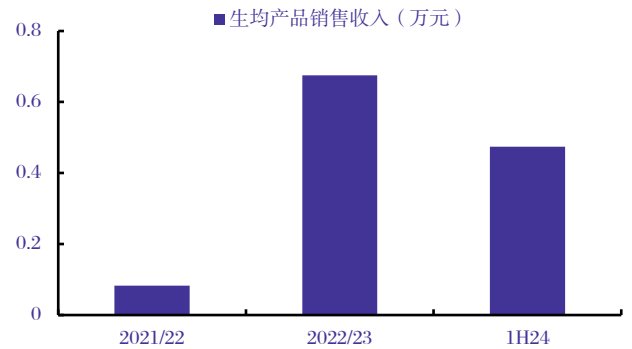
产品销售及食堂：依托在校生流量资源，满足一站式需求。公司致力于为学生提供在校学习及生活的一站式服务保障，该部分业务不受民促法影响，因此公司 K9 及高中学生产生的收入均可并表。FY22-23，公司销售产品分别实现收入 0.6、5.6 亿元，以公司在校生成人数测算，对应生均消费分别为 800、6700 元，同比实现大幅增长，原因预计主要得益于公司天立“骄子优品”电商平台全面完成 33 个地区的渠道业务店铺建设和“直营店”上线，商城注册会员人数超 12 万人。此外，生均餐饮收入 6000、5900 元，表现较为平稳。整体而言，考虑商品销售与餐饮收入主要与公司在校生成人数相关，预计未来该部分收入将主要随总在校人次和通胀水平保持稳定增长。

图37：公司生均餐饮收入平稳



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图38：公司生均产品销售收入增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图39：公司多支业务-后勤综合服务



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）依托高质量办学品牌背书，承接轻资产托管需求

轻资产托管业务加速推进。1-5月公司依托在四川近20多年的办学经验和办学成绩积累，在西部乃至全国地已形成了卓越的品牌影响力。在21年民促法实施条例颁布前，公司主要依托这一优势为其异地扩张提供了有力支持，为当前50所全国校网布局奠定了基础。而在21年之后，受民促法对民办教育资本在义务教育直接开展运营的限制，公司则依托这一优势转为通过输出教研管理的轻资产方式，协助各地政府及各类学校，为当地学生提供优质教育服务。截止FY1H24，公司已累计签约及托管学校

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

14 所，涵盖 23 个学段，其中 1-5 月公司合计新签约 4 个托管项目，共计 8 个学段（FY1H24 为 9M23-2M24）。

图40：1H24 公司部分新增托管校



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

以委托办学为代表的轻资产管理模式的本质，是基于教育资源分配不均的现实而出现的需求，具备一定持续性。委托办学的底层逻辑，是教育资源在区域、城乡、学校之间的差距较大，而产生的一种现实需求，部分也与地方政府打造新区、托举土地财政的诉求有关，但在本质上仍是基于现实教育资源分布不均而产生的一种现象与结果。因此从形式上看，过去二十年我国的委托办学既有民托公，也有公托公、公托民等多种模式。在政策支持方面，如教育部发布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》提出，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，允许各地可从实际出发，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。因此，我们认为当前公司拓展委托办学业务，具备现实需求基础和政策依据。

对标海亮教育，公司轻资产托管业务具备较大的成长空间。1H24 管理及特许经营费业务实现收入 0.26 亿元/同比+44%。参考公司披露数据，我们估算其中 1 个学段对应收入 200-300 万。考虑轻资产业务在成本和费用方面的支出，主要为派驻的校长、核心骨干教师人力成本，因此净利率预计将显著高于公司当前整体业务水平。中长期看，对标海亮集团 190+所托管校体量，（截止 3M24）公司未来成长空间依然较为广阔，包括公司未来还可为托管校嫁接自身综合教育服务业务，进一步提升托管业务营收增量。

四、投资建议

(一) 业务拆分

我们预计 FY24-26 公司营收各为 34.3 亿、45.9 亿、59.3 亿，同比+49%、+34%、+29%。其中营收增长将主要受益于高中在校人数增长，预计人数同比+44%、+33%、+30%；部分受益于综合素养、竞赛培训、艺考、国际升学业务覆盖率提升带来的客单价增长。

1) 综合教育服务：包含高中学费、综合素养课程、学科竞赛、游研学、国际升学等，预计 FY24-26 营收 18.2、24.1、30.9 亿元，同比+49%、+32%、+28%，受益于增值教育服务覆盖率提升，预计整体增速将高于在校人次增长；

2) 餐厅运营：含 K9+高中学生，整体增速跟随在校人次增长，预计较为稳健，FY24-26 营收 6.1、7.4、8.8 亿，同比+25%、+22%、+18%；

3) 产品销售：考虑公司产品销售对象以学生及家长为主，预计销售增速在经历覆盖率的快速提升后，将逐步与在校人次增速匹配，我们预计 FY24-26 营收 9.5、13.5、18.3 亿，同比+71%、+42%、+36%；

4) 管理及特许经营费：考虑公司轻资产业务处于起步阶段，我们暂时给予较谨慎的假设，预计每年新增 20 个学段，对应每年新增约 4000 万轻资产托管收入。

表4：公司分业务营收拆分

	2022/23A	2023/24E	2024/25E	2025/26E
1.在校人数（人）	82,282	100,037	118,370	140,153
其中：高中	25,524	36,708	48,708	63,525
K9	56,758	63,329	69,662	76,628
2.客单价（万元/人）				
其中：综合教育服务-高中学费	3.0	3.1	3.2	3.3
综合教育服务-K9 素养	0.8	0.8	0.9	0.9
综合教育服务-其他	0.4	0.4	0.4	0.5
餐厅运营（含 K9）	0.6	0.6	0.6	0.6
产品销售（含 K9）	0.7	0.9	1.1	1.3
3.营收（百万）	2,303	3,428	4,588	5,934
其中：综合教育服务	1,223	1,820	2,410	3,093
餐厅运营	485	607	740	877
产品销售	555	948	1,346	1,833
管理及特许经营费	39	52	92	132

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 投资建议

综上所述，我们预计公司 FY24-26 归母净利各为 5.5 亿、8.0 亿、11.1 亿，同比+66%、+44%、+38%，对应 FY24-26 PE 各为 17X、12X、9X。

由于公司主营业务以营利性高中为主，目前在 A 股、港股上可供对标标的主要为成实外教育、凯文教育、枫叶教育，但由于相关公司的估值水平可参考性较低，故我们将对标标的扩大至高中课外教培（学大教育）、高考复读（科德教育）及港股高等教育代表公司（中教控股）。整体而言，公司当前成长性均好于高教公司，与高中课外教培公司相近，但估值显著低于高中课外科培标的，故我们认为当前公司在估值层面上具备较强吸引力，叠加公司当前市值已满足进入港股通标准，预计 9 月份将被正式纳入港股通名单，公司整体流动性改善亦将有助于估值水平提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：相关公司盈利预测估值表（以 6 月 16 日为收盘价）

代码	公司	归母净利润增速			PE (X)		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
1565.HK	成实外教育	183%	N.A	N.A	11	N.A	N.A
1317.HK	枫叶教育	-91%	N.A	N.A	190	N.A	N.A
002659.SZ	凯文教育	48%	119%	342%	N.A	217	49
000526.SZ	学大教育	1035%	67%	35%	40	30	23
300192.SZ	科德教育	84%	21%	24%	23	21	17
0839.HK	中教控股	6%	18%	13%	6	5	4
2001.HK	新高教集团	13%	9%	11%	5	4	4
1773.HK	天立国际控股	246%	65%	45%	15	17	12

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：对标公司盈利预测均取自 Wind 一致预测，2023 年 PE 以 12 月 31 日收盘价计算

五、风险提示

招生进展低于预期的风险；新业务拓展进展低于预期的风险。

图表目录

图 1: 公司旗下学校分布.....	3
图 2: 公司已确立“一千多支”发展战略.....	4
图 3: 公司股权架构.....	4
图 4: FY23 公司营收已超过历史峰值.....	5
图 5: FY23 公司归母净利润接近历史峰值.....	5
图 6: 公司营收结构变化.....	6
图 7: 公司盈利能力变化.....	6
图 8: 公司 CAPEX 高峰已过 (单位: 亿)	6
图 9: 公司现金流变化 (单位: 亿)	6
图 10: 公司有息负债率保持平稳.....	7
图 11: 公司有息负债规模及结构 (单位: 亿)	7
图 12: 公司合同负债变化 (单位: 亿)	7
图 13: 政府补贴占税前利润比重变化.....	7
图 14: 民促法实施前后上市 K12 学校营收变化 (单位: 亿)	8
图 15: 2018-2023 年不同教育阶段民办校在校生占全国比重.....	9
图 16: 2006-2016 年的出生人口逐年抬升 (单位: 万)	9
图 17: 2018-2024 年高考人数持续增长 (单位: 万)	9
图 18: 地方财政性教育经费占国家财政性教育经费比重.....	10
图 19: 2024-2033 年中国高中阶段在校生人数 (万)	10
图 20: 平均单校在校高中生数量 (人/校)	10
图 21: 民办高中在校生人数占全国普高在校生比例.....	11
图 22: 民办高中数量占全国普高数量比例.....	11
图 23: 公司旗下成熟学校一本率.....	12
图 24: 公司历届高三学生进入清北+QS 前 50+人数屡创新高.....	12
图 25: 天立旗下学校一本率与北京、上海高中平均水平对比.....	12
图 26: 公司教师员工数量变化 (单位: 人)	13
图 27: 公司员工晋升机制.....	13
图 28: 2021/22-2023/34 学年公司在校生人数 (单位: 人)	13
图 29: 公司学校数量变化.....	13
图 30: 2021/22-2023/34 学年公司高中在校生 (单位: 人)	14
图 31: 天立的高中校均人数仍低于全国平均水平 (单位: 人/校)	14
图 32: 2023 年清华大学特殊招生项目录取人数.....	14
图 33: 2023 年北京大学特殊招生项目录取人数.....	14
图 34: 公司多支业务-立达素养课程.....	15
图 35: 1H24 公司综合教育服务收入增速快于学生人数增速.....	15
图 36: 1H24 公司生均综合教育服务收入同比+35% (单位: 元)	15
图 37: 公司生均餐饮收入平稳.....	16
图 38: 公司生均产品销售收入增长.....	16
图 39: 公司多支业务-后勤综合服务.....	16
图 40: 1H24 公司部分新增托管校.....	17

表格目录

表 1: 公司核心管理层概况.....	5
表 2: 2020 年后民办教育行业政策梳理.....	8
表 3: 民办高中市场规模测算.....	11
表 4: 公司分业务营收拆分.....	18
表 5: 相关公司盈利预测估值表（以 6 月 16 日为收盘价）.....	19

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn