

2024年09月30日

## 天立国际控股(1773.HK)

——重归港股通，稳健经营托管项目持续落地

增持(首次覆盖)

## 投资要点:

- 8月16日，恒生指数公司宣布截至2024年6月30日的恒生指数系列季度检讨结果，天立国际控股获纳入恒生综合指数成分股，该变动于2024年9月9日收市后实施，并于9月10日正式纳入沪港通及深港股名单。
- 持续稳健经营，校网人数同比高增。**2024年秋季学期初，集团向58所学校合共约13万名学生提供综合教育服务，学生总人数较2023年秋季学期初的约10万人增长30%，其中集团服务的高中生人数约5.4万人，较2023年秋季学期初的约3.7万人增长46%。根据我们测算，公司当前市占率仅为2.4%（学生人数口径），仍具备广阔空间，2024年公司将继续稳健扩展校网，并不断提升教学质量和建设多元化升学体系。
- 托管项目持续落地，开拓第二增长曲线。**8月15日公司与广东云浮郁南县委、县政府、教育局举行了蔡朝焜纪念中学运营管理服务签约仪式，截至8月底，公司今年已签约8个托管学校，共计14个学段。天立将持续落地优质项目并输出高品质的教学管理资源，与当地政府、学校合作打造管理精细、特色鲜明、办学水平和质量俱佳的优质品牌学校。托管业务有望为公司带来第二增长点。
- 收入利润高速增长，股份回购彰显公司信心。**FY2024H1公司实现营收16.45亿元，同比增长73.8%，实现经调整净利润3.19亿元，同比增长70.0%。分业务看，公司综合教育服务/餐厅运营/销售产品/管理及特许经营费收入分别为8.51/2.94/4.74/0.26亿元，同比分别增长64.41%/19.94%/188.72%/34.88%。9月12日公司公告以每股3.35港元回购384.7万股，回购金额约为1289.9万港元，占公司已发行股份约0.18%。公司延续回购计划，维持稳定股东回报，彰显公司长期经营信心。
- 盈利预测与估值：**我们预计2024-2026年营业收入分别为33.15亿元、45.36亿元、60.14亿元，同比分别增长43.97%、36.8%、32.6%；经调整归母净利润分别为5.44亿元、7.52亿元、10.29亿元，同比分别增长48.9%、38.1%、36.8%，对应PE分别为17X、12X、9X。考虑到天立国际重新纳入港股通，估值有望重塑，叠加集团学生人数增长稳健，托管业务持续落地，预计全年收入利润延续高增长。我们选取学大教育、科德教育、新东方作为可比公司，2024-2026年平均PE分别为23X、17X、13X，公司PE低于可比公司平均水平。首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**招生不及预期；托管项目推进不及预期；监管政策变化风险。

## 盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	884.37	2302.54	3314.98	4535.80	6014.32
同比增长率(%)	156.20%	160.36%	43.97%	36.83%	32.60%
经调整归母净利润(百万元)	97.14	365.66	544.46	751.97	1028.66
同比增长率(%)	-335.59%	276.42%	48.90%	38.11%	36.80%
毛利率(%)	33.19%	33.83%	35.00%	34.80%	34.80%
每股收益(元/股)	0.05	0.16	0.26	0.36	0.49
ROE(%)	5.25%	17.70%	25.96%	31.43%	34.77%
市盈率	28.53	14.39	16.63	12.04	8.80

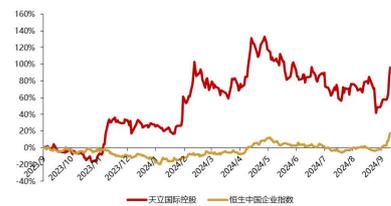
## 证券分析师

朱芸  
S1350524070001  
zhuyun@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

## 市场表现:



## 股票数据: 2024年9月27日

收盘价(港元) 4.75

一年内最高/最低(港元) 5.70/1.89

总市值(百万港元) 10049

市净率PB 4.08

## 基础数据: 2024年2月29日

总股本(百万股) 2154.00

总资产(百万元) 8908.37

净资产(百万元) 2293.55

每股净资产(元) 1.05

资料来源:公司公告, ifind

损益表	单位: 人民币(百万)			
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,303	3,315	4,536	6,014
增长率	160.4%	44.0%	36.8%	32.6%
营业成本	1,524	2,155	2,957	3,921
%销售收入	66.2%	65.0%	65.2%	65.2%
毛利	<b>779</b>	<b>1,160</b>	<b>1,578</b>	<b>2,093</b>
%销售收入	33.8%	35.0%	34.8%	34.8%
其他收入	13	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	36	50	68	72
%销售收入	1.6%	1.5%	1.5%	1.2%
管理费用	240	348	463	601
%销售收入	10.4%	10.5%	10.2%	10.0%
研发费用	11	15	20	25
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
财务费用	59	58	67	72
%销售收入	2.6%	1.7%	1.5%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	<b>503</b>	<b>753</b>	<b>1,035</b>	<b>1,402</b>
%销售收入	21.8%	22.7%	22.8%	23.3%
投资收益	-2	-1	-1	0
%税前利润	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.0%
除税前利润	<b>444</b>	<b>695</b>	<b>968</b>	<b>1,330</b>
利润率	19.3%	21.0%	21.3%	22.1%
所得税	113	174	242	333
所得税率	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东损益)	<b>331</b>	<b>521</b>	<b>726</b>	<b>998</b>
少数股东损益	-3	2	3	3
经调整归母净利润	<b>366</b>	<b>544</b>	<b>752</b>	<b>1,029</b>
增长率	276.4%	48.9%	38.1%	36.8%
净利率	15.9%	16.4%	16.6%	17.1%

现金流量表	单位: 人民币(百万)			
	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	334	519	723	995
少数股东损益	-3	2	3	3
营运资金变动	468	316	282	271
其他变动	176	313	343	367
经营活动现金流量净额	<b>976</b>	<b>1,150</b>	<b>1,351</b>	<b>1,635</b>
资本开支	-600	-715	-670	-625
投资	-178	-209	-179	-164
其他	343	21	37	27
投资活动现金流量净额	<b>-435</b>	<b>-904</b>	<b>-813</b>	<b>-762</b>
股权募资	-33	-33	-34	-35
债权募资	518	400	250	160
其他	-516	-524	-473	-479
筹资活动现金流量净额	<b>-31</b>	<b>-157</b>	<b>-257</b>	<b>-354</b>
现金净变动	<b>512</b>	<b>96</b>	<b>287</b>	<b>525</b>

来源: 公司公告, 华源证券研究所

资产负债表	单位: 人民币(百万)			
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,432	1,528	1,816	2,341
应收款项	728	862	953	1,143
存货	27	36	41	49
其他流动资产	184	214	235	251
流动资产	<b>2,371</b>	<b>2,641</b>	<b>3,045</b>	<b>3,784</b>
权益性投资	231	230	228	227
固定资产	4,455	4,866	5,207	5,483
无形资产	278	328	380	434
非流动资产	<b>7,181</b>	<b>7,836</b>	<b>8,408</b>	<b>8,917</b>
资产总计	<b>9,552</b>	<b>10,477</b>	<b>11,453</b>	<b>12,701</b>
应付款项	47	66	90	120
短期借款	554	754	904	1,004
其他流动负债	3,968	4,409	4,763	5,202
流动负债	<b>4,569</b>	<b>5,229</b>	<b>5,757</b>	<b>6,326</b>
长期债务	1,118	1,318	1,418	1,478
其他长期负债	1,768	1,800	1,850	1,900
非流动负债	<b>2,887</b>	<b>3,118</b>	<b>3,268</b>	<b>3,378</b>
负债总计	<b>7,456</b>	<b>8,347</b>	<b>9,025</b>	<b>9,705</b>
归属母公司股东权益	<b>2,065</b>	<b>2,097</b>	<b>2,393</b>	<b>2,958</b>
少数股东权益	30	32	35	38
负债股东权益合计	<b>9,552</b>	<b>10,477</b>	<b>11,453</b>	<b>12,701</b>

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)