

天立国际控股 (01773.HK) —2024 年报点评

经调净利润增长 56%，轻重结合转型推动 ROE 创下新高

优于大市

核心观点

公司2024财年经调净利润增长56%，超出预期。2024财年公司实现收入33.21亿元/+44.2%，实现净利润5.56亿元/+66.3%，经调整净利润5.77亿元/+56.4%，符合此前盈喜预告所披露的收入+43%，经调净利+56%。同时也超出我们此前预期（经调整净利润5.6亿元），体现公司较为突出的运营能力。

分业务看，2024财年公司综合教育业务收入+43%，产品销售业务收入+66%，综合后勤+23%，托管业务+53%，四项业务分别占比53%（持平）/28%（+4pct）/18%（-4pct）/2%（持平）。**综合教育业务**仍实现较高增长，受益于高中在校生持续增加（2024学年在校生人数为3.7万人/+45%，而2025学年初在校生人数达5.4万人/+47%），以及疫情后游学业务的快速增长。**产品销售业务**增速较快，受益于多地加密销售渠道布局，其中供应链业务+97%。**托管业务**受益于托管项目增加而实现较快增长，本财年公司新增14个托管学段。

收入规模效应下期间费率持续走低。公司2024财年经调净利率为17.4%/+1.4pct。毛利率33.7%/-0.1pct，主要系低毛利率的产品销售占比走高所致。但期间费用率-2.2pct至12.5%，其中销售费用率+0.6pct至2.1%，主要系业务销售人员和广告投入增长；管理费用率-2.7pct至7.8%（若不考虑股权激励费用，同口径下管理费用率同比仅+1.8%，体现公司极强的费用管控能力），此外财务费用率受益于国内利率下行而2.6%/-0.1pct。

轻重资产结合转型推动ROE创新高，充沛现金流用以积极回报股东。公司维持较谨慎态度仅考虑在核心区域重资产自建学校，学校外延扩张将更多以租赁方式实现。轻重资产结合转型下，本财年资本开支-32.2%至4.07亿元，ROE也进一步提升8.5pct至新高24.3%。另外公司也将更充沛现金流用以积极回报股东，自23年7月以来公司已斥资约1.4亿港元回购4632万股，并维持稳定的派息政策（2024财年分红率为30%，并预计在后续将维持该比例）。

风险提示：政策变动、人才流失、增量业务开拓失败、在校生增长不及预期。

投资建议：公司2024年收入业绩超出我们此前预期，再次证明其出色的办学能力。考虑到近期多地出台表述积极的民办教育政策，从监管端看行业已度过最艰难时刻，而公司办学能力也持续得到验证（2024年川内成熟校本科率维持90%以上，远超四川省平均水平）。此外公司多支业务已向集团外部学校拓展，后续有望带来更多收入业绩弹性。鉴于2024年业绩的超预期表现，我们上调公司2025-27年收入预测为45.5/61.7/82.9亿元（43.6/59.2亿元/首次预测），归母净利润预测为7.8/10.6/14.8亿元（7.4/10.3亿元/首次预测），对应PE为10.5/7.7/5.5x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,303	3,321	4,547	6,166	8,290
(+/-%)	160.4%	44.2%	36.9%	35.6%	34.5%
归母净利润(百万元)	334	576	779	1062	1480
(+/-%)	245.8%	72.5%	35.2%	36.3%	39.4%
每股收益(元)	0.15	0.27	0.36	0.49	0.69
EBIT Margin	21.2%	25.1%	24.0%	24.4%	24.8%
净资产收益率 (ROE)	16.2%	23.3%	23.9%	24.6%	25.5%
市盈率 (PE)	24.4	14.1	10.5	7.7	5.5
EV/EBITDA	23.6	15.0	10.2	9.3	8.4
市净率 (PB)	3.94	3.29	2.50	1.89	1.41

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 · 海外公司财报点评

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

zhongxia@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

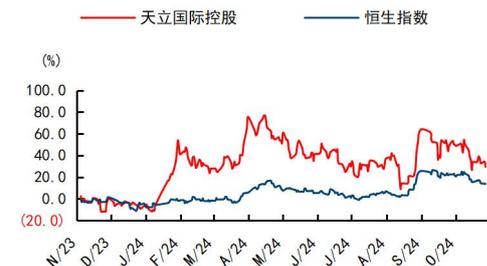
zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.09 港元
总市值/流通市值	8653/8653 百万港元
52周最高价/最低价	5.98/2.53 港元
近3个月日均成交额	25.68 百万港元

市场走势



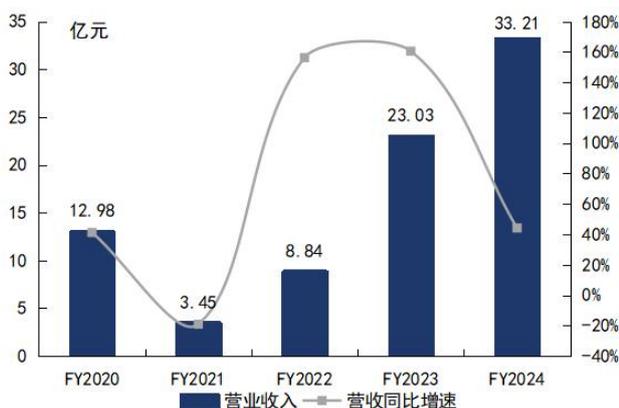
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天立国际控股 (01773.HK) - 新学期集团高中生人数增长良好，托管及多支业务望加速贡献新动能》——2024-09-18
- 《天立国际控股 (01773.HK) - 民办 K12 学历教育转型先锋，聚焦高中业务再谋发展》——2024-06-12

2024 财年收入业绩超出预期，经调净利率增长 56.4%。2024 财年公司实现收入 33.21 亿元/+44.2%，实现净利润 5.56 亿元/+66.3%，经调整净利润 5.77 亿元/+56.4%，略超此前正面盈利预告所披露的收入+43%，经调整净利+56%。同时也超出我们此前预期（此前我们预期 2024 财年公司实现经调整净利润 5.6 亿元），体现公司较为突出的运营能力。经调前后净利润差异主要系剔除 2024 财年的股权激励费用 4137 万元及收购附属公司产生的净收益 2623 万元。

图1：公司 2020-2024 财年营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

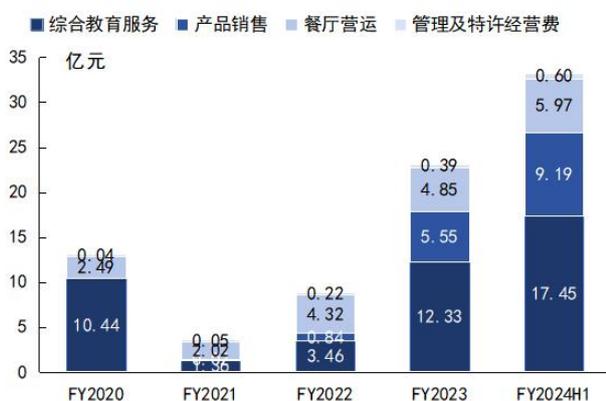
图2：公司 2020-2024 财年经调前后净利润（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

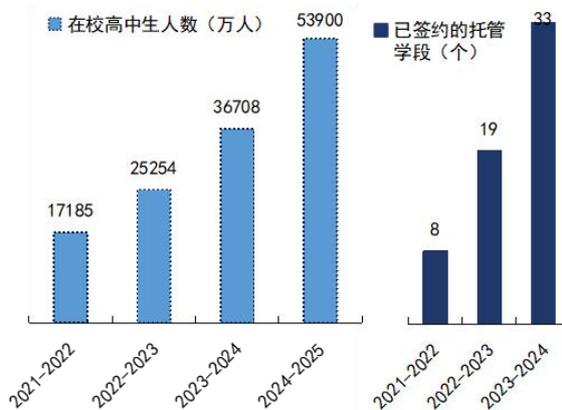
分业务看，2024 财年公司综合教育业务（即高中、素养、游学）实现收入 17.45 亿元/+43%，产品销售业务实现收入 9.19 亿元/+66%，综合后勤（即食堂等）实现收入 5.97 亿元/+23%，托管业务实现收入 0.60 亿元/+53%。占比上四项业务分别为 53%（持平）/28%（+4pct）/18%（-4pct）/2%（持平）。**综合教育业务**仍实现较高速增长，受益于高中在校生持续扩张（2024 学年在校生人数为 3.67 万人，同比上一学年增加 45.4%，而 2025 学年年初在校生人数达 5.39 万人/+46.8%），以及疫情后游学业务的快速增长（2024 财年贡献收入 2.25 亿元）。**产品销售业务**增速较快，受益于多地加密销售渠道布局，其中校园电商业务约 1.42 亿元/-11%，供应链整合业务约 7.77 亿元/+97%。**托管业务**受益于公司旗下托管项目的增加而实现较快增长，2024 财年公司新增 14 个托管学段。

图3：公司 2020-2024 财年营业收入业务结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

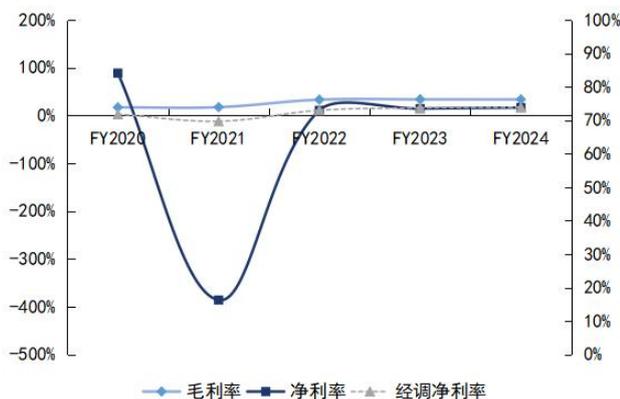
图4：公司 2020-2024 财年在读高中生人数及托管学段



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

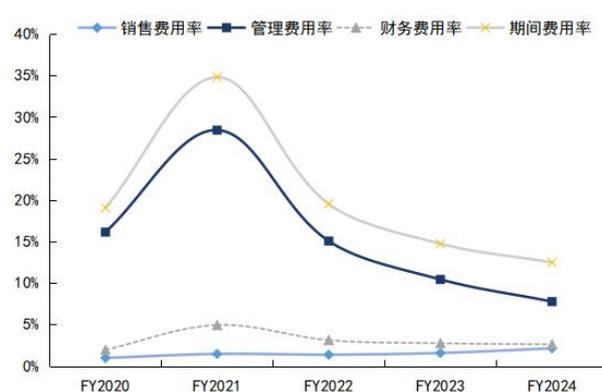
收入规模效应下期间费率持续走低。公司 2024 财年净利率为 16.7%/ +2.2pct，经调净利率为 17.4%/+1.4pct。毛利率略微-0.1pct 至 33.7%，主要系低毛利率的产品销售占比走高所致。但期间费用率-2.2pct 至 12.5%，其中销售费用率+0.6pct 至 2.1%，主要系业务销售人员和广告投入增长；管理费用率-2.7pct 至 7.8%（若不考虑股权激励相关的费用，同口径下管理费用同比仅+1.8%，体现公司极强的费用管控能力），此外财务费用率受益于国内利率下行而-0.1pct 为 2.6%。

图5: 公司 2020-2024 财年毛利率及经调前后净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

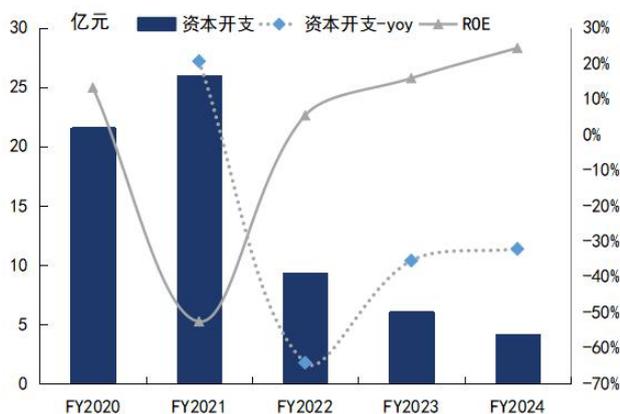
图6: 公司 2020-2024 财年期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

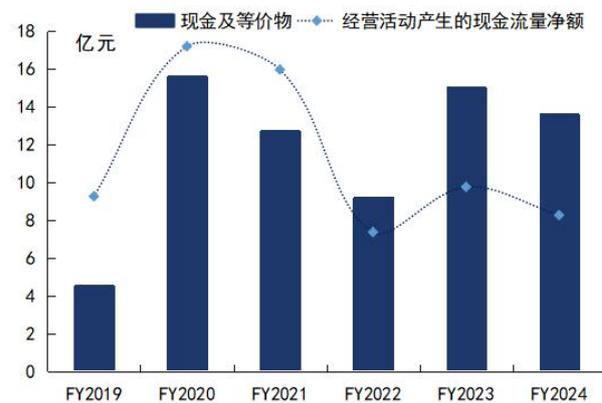
轻重资产结合转型推动 ROE 创下新高，充沛现金流用以积极回报股东。对于自建学校，公司维持较谨慎态度，后续只会考虑在核心区域重资产自建。后续的学校外延扩张，将更多以租赁方式实现。轻重资产结合转型下，公司 2024 财年资本开支同比-32.2%至 4.07 亿元，同时 ROE 也进一步提升 8.5pct 至 24.3%，为近年峰值。另一方面，公司也积极回报股东，自 2023 年 7 月以来，公司已斥资约 1.4 亿港元回购 4632 万股股份，并维持稳定的派息政策，宣布全年股息金额将以报表净利润的 30%进行派发，管理层表示后续预计将维持每年 30%的分红率。

图7: 公司 2020-2024 财年资本开支、对应增速及 ROE



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司 2019-2024 财年现金及等价物及经营活动净现金流



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

多支业务及云平台业务建设成效显著，积极向集团外拓展。公司在积极推进高中及托管业务发展的同时，大力建设多支业务。素养、研学、餐厅、产品销售、多元升学以及云平台业务 2024 财年内均取得不错进展。其中多元升学业务一方面强

化布局学科竞赛，招募 40 余名顶尖教练组建具有竞争力的竞赛“梦之队”，向集团内外多所学校提供定制化的竞赛培训服务；另一方面，在自营校区内外建立多个“启鸣·云状元”线下门店，提供升学指导服务。云平台业务符合大力发展数字教育的政策导向，公司旗下启鸣科技公司科技赋能成效显著，2024 年 10 月与北京四中呼和浩特分校签约合作以 AI 学伴精准提分方案冲刺 2025 年高考。

投资建议：公司 2024 年收入业绩超出我们此前预期，再次证明其出色的办学能力。考虑到近期多地出台表述积极的民办教育政策，从监管端看行业已度过最艰难时刻，而公司办学能力也持续得到验证（2024 年川内成熟校本科率维持 90%以上，远超四川省平均水平）。此外公司多支业务已向集团外部学校拓展，后续有望带来更多收入业绩弹性。鉴于 2024 年业绩的超预期表现，我们上调公司 2025-27 年收入预测为 45.5/ 61.7/82.9 亿元（43.6/59.2 亿元/首次预测），归母净利润预测为 7.8/10.6/14.8 亿元（7.4/10.3 亿元/首次预测），对应 PE 为 10.5/7.7/5.5x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
300192.SZ	科德教育	13.85	46	0.49	0.60	0.75	28.27	23.08	18.47	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，且为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1432	1349	2459	5550	9477	营业收入	2303	3321	4547	6166	8290
应收款项	728	818	1432	1943	2612	营业成本	1524	2202	2941	3971	5341
存货净额	27	26	33	46	65	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	12	36	59	92	108
流动资产合计	2371	2219	3949	7569	12190	管理费用	279	250	454	601	786
固定资产	4455	4969	4807	4625	4421	财务费用	0	0	66	53	38
无形资产及其他	278	604	564	523	483	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2216	2389	2389	2389	2389	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	231	13	13	63	113	其他收入	(47)	(92)	(24)	(33)	(44)
资产总计	9552	10194	11721	15169	19596	营业利润	440	740	1003	1416	1973
短期借款及交易性金融负债	554	741	512	602	618	营业外净收支	4	0	0	0	0
应付款项	193	242	293	418	584	利润总额	444	740	1003	1416	1973
其他流动负债	3822	3674	4721	6693	9257	所得税费用	113	184	251	354	493
流动负债合计	4569	4657	5526	7712	10460	少数股东损益	(3)	(20)	(27)	0	0
长期借款及应付债券	1118	1312	1018	1018	1018	归属于母公司净利润	334	576	779	1062	1480
其他长期负债	1768	1752	1952	2152	2352	现金流量表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	2887	3064	2970	3170	3370	净利润	334	576	779	1062	1480
负债合计	7456	7721	8497	10883	13830	(27) 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	30	0	(27)	(27)	(27)	折旧摊销	202	270	602	623	644
股东权益	2065	2473	3251	4313	5793	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	9552	10194	11721	15169	19596	财务费用	0	0	66	53	38
关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	692	(379)	678	1772	2243
每股收益	0.15	0.27	0.36	0.49	0.69	其它	(3)	(20)	(27)	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1226	447	2032	3456	4367
每股净资产	0.96	1.15	1.51	2.00	2.69	资本开支	0	(774)	(400)	(400)	(400)
ROIC	12%	16%	20%	39%	181%	其它投资现金流	(60)	159	0	(5)	(6)
ROE	16%	23%	24%	25%	26%	投资活动现金流	(58)	(397)	(400)	(455)	(456)
毛利率	34%	34%	35%	36%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	25%	24%	24%	25%	负债净变化	227	194	(294)	0	0
EBITDA Margin	30%	33%	37%	34%	33%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	160%	44%	37%	36%	34%	其它融资现金流	(1109)	(521)	(229)	90	16
净利润增长率	246%	73%	35%	36%	39%	融资活动现金流	(655)	(133)	(523)	90	16
资产负债率	78%	76%	72%	72%	70%	现金净变动	512	(83)	1110	3091	3927
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	920	1432	1349	2459	5550
P/E	24.4	14.1	10.5	7.7	5.5	货币资金的期末余额	1432	1349	2459	5550	9477
P/B	3.9	3.3	2.5	1.9	1.4	企业自由现金流	0	(258)	1700	3120	4029
EV/EBITDA	24	15	10	9	8	权益自由现金流	0	(585)	1128	3171	4016

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。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