

天立国际控股(01773)

报告日期: 2024年11月30日

现有院校利用率爬坡, 外延轻资产模式扩张

——天立国际控股深度报告

投资要点

□ 一、一句话逻辑

现有院校利用率爬坡利润高增, 轻资产模式外延扩张驱动超预期增长。

□ 二、超预期逻辑

1、存量校稳定爬坡带动利润率改善超预期、内生增长价值被低估

市场预期: 公司内生增长较慢, 租赁高中扩张节奏有不确定性。

我们认为: 不能忽视校舍利用率提升带来的利润率提升效应

公司当前集团校 58 所, 遍布 18 个省份, 成熟校已实现超过 55% 的一本录取率和 90% 的本科录取率, 我们认为高口碑下招生增长无虞。天立目前现有自有学校学生为 9+ 万人, 现有校舍已完成建设可容纳 16 万人, 在校生爬坡驱动学费收入及综合服务增长, 带来基本盘收入端增速 24-27 财年 CAGR 超过 23%, 而据我们测算, 折旧摊销被摊薄下, 高中业务费用率 24-27 财年有望优化约 10pct, 带动公司经调整利润 24-27 财年 CAGR 超过 28%, 而当前公司 FY25 PE 仅约 11x。

2、托管等轻资产模式实现覆盖院校快速扩张, 叠加“多支”业务对外渗透

市场预期: 1) 担心托管等外延业务的市场需求(不同区域政府接受度、财政能力等)相对有限, 限制托管项目数量潜在空间; 2) 担心托管复制性有所不足; 3) 担心在外延扩张的学校中难以充分渗透公司原有“多支”业务(基于办学信任度、原学校的既有利益格局等因素)。

我们认为:

- 1) 教育资源的不均衡导致地方政府对优质教育资源需求强烈, 托管模式在财政能力受限情况下实现“花小钱、办大事”。我国当前优质教育资源分布依然不够均衡, 尤其是在新城区/开发区/县域等地区易向高线城市流失优质教学资源及生源, 进而导致办学质量恶性循环, 优质教育资源的引入是破局关键。相比在财政、土地等方面巨额补贴民办主体投资办学, 托管服务对地方财政属于“花小钱、办大事”。在华东、西南等省份已有相对成熟的托管模式操作先例, 地方政府接受度较高。公司配备有较强项目开发能力的团队。
- 2) 天立 20 余年办学已经形成成熟的“中央厨房”式教研及教学体系, 辅以符合托管校基层诉求的改革管理, 托管较易落地复制。公办校老师往往并不缺乏工作责任感及能动性, 但缺乏好的教研资源, 天立成熟的集团校教研体系及专训资源是极好的补充。此外天立在掌握托管校预算后可激活其考核机制, 相比过往大锅饭模式或漫长的升迁机制, 公办校老师在劳有所得下积极性易被激活。因此, 天立的托管介入并非“空降管理”, 而是赋能与激活, 落地性及复制性较强。
- 3) 天立素养课、后勤服务等“多支”业务在集团化的规模运营优势下已取得更优性价比, 相关业务向外延托管校渗透存在较大空间。除川内的中央厨房餐厅及成都的竞赛中心已经建成投产外, 公司在山东、甘肃、广西、云南等地区对供应链进行加密布局。公司旗下启明达人公司在 2B、2CAI 教育产品方面已完成基础模型和系统的自主研发, 在集团内已开展试点运营。根据我们测算, 假设“多支”业务在 50 个学段渗透率 5%, 有望贡献新增收入 4500 万元, 长期来看假设 300 个托管学段逐步提升渗透率至 50%, 有望贡献收入 27 亿元, 潜力巨大。

□ 当前市场对公司基本盘及外延扩张能力仍存在较多预期差, 在校生增长/托管项目签约/多支业务的“渗透”将是可追踪的验证及催化。

我们认为由于公司时隔 2 年后(22 年 9 月调出)于 24 年 9 月恢复进入港股通, 南向资金对公司的认知仍未充分。此外, 由于托管及多支业务由 22 年开始孵化, 目前仍在商业模式充分验证的前夕, 且基于地方财政等外部环境因素, 市场

投资评级: 买入(首次)

分析师: 段联

执业证书号: S1230524030001

duanlian@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 陈制

执业证书号: S1230524090008

chenzhao01@stocke.com.cn

分析师: 刘梓晔

执业证书号: S1230524090016

liuziye@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|-----------|----------|
| 收盘价 | HK\$4.30 |
| 总市值(百万港元) | 9,097.31 |
| 总股本(百万股) | 2,115.65 |

股票走势图



相关报告

对于托管等外延发展潜力、“多支”业务对外扩张校的渗透能力存在分歧，叠加底部投资资金在公司重回港股通前后兑现收益导致了部分回撤。我们认为尽管托管业务从谈判、签署到教学成绩验证均需要一定时间，“多支”业务的渗透亦需循序渐进，但天立过往已经验证的办学能力及教学资源正是低线G端刚需，公司项目开发团队配置较强，托管项目的持续落地及“多支”业务的逐步渗透仅是时间问题。

□ 盈利预测与估值

伴随自有院校在校生持续爬坡，拓展托管等外延业务并进一步带动“多支”业务渗透扩张，带动收入保持较快增长。预计天立国际控股FY2025-FY2027营业收入分别为45.0/57.0/68.7亿元，同比增长+36%/+27%/+20%。预计FY2025-FY2027归母净利润分别为7.6/10.3/13.2亿元，同比增长+32%/+36%/+28%。

基于天立国际控股的业务稳定性、托管业务增长空间仍大，我们给予FY25业绩15x PE，目标市值为114亿元，较2024年11月29日收盘价具备36%收益空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

托管业务发展不及预期；自营高中拓展不及预期；局部地方政府教育财政支出能力不足；“多支”业务独立面向市场的产品迭代及竞争力不足。

财务摘要

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3321 | 4504 | 5700 | 6867 |
| (+/-) (%) | 44% | 36% | 27% | 20% |
| 归母净利润 | 576 | 759 | 1028 | 1318 |
| (+/-) (%) | 73% | 32% | 36% | 28% |
| 每股收益(元) | 0.28 | 0.36 | 0.49 | 0.62 |
| P/E | 14.64 | 11.15 | 8.23 | 6.42 |

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 1 天立国际控股：深耕 K12 教育，“教学成绩”为第一竞争力 | 6 |
| 1.1 聚焦民办教育，从西部到全国 | 6 |
| 1.2 股权结构稳定，管理层经验丰富 | 7 |
| 1.3 业务及时调整，进入新发展阶段 | 9 |
| 2 行业分析：民办教育为重要补充，政策调整后积极转型 | 10 |
| 2.1 优质教育资源供给稀缺，引入民办力量进行补充 | 10 |
| 2.2 政策明确扩大优质高中教育，民办高中资源补充促发展 | 13 |
| 2.3 行业比较：天立率先完成转型 | 14 |
| 3 “一千多支”战略转型 | 14 |
| 3.1 营利性高中为基 | 14 |
| 3.2 “多支”业务添增速 | 16 |
| 3.2.1 针对 K9 阶段提供综合素养服务和游学研学 | 16 |
| 3.2.2 开展多元升学服务，满足学生需求 | 18 |
| 3.2.3 丰富产品销售，餐厅运营受益于在校生人数增加 | 21 |
| 4 托管业务打造第二成长曲线 | 21 |
| 4.1 托管符合“优质均衡”发展方向，处于发展初期 | 21 |
| 4.2 天立教育发力托管，有望成为第二成长曲线 | 24 |
| 5 盈利预测与估值分析 | 26 |
| 6 风险提示 | 29 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 天立教育办学成果总览..... | 6 |
| 图 2: 天立教育发展历程..... | 6 |
| 图 3: 天立校网扩张: 从四川走向全国..... | 7 |
| 图 4: 天立 K12 在校生人数 15-16 学年至 24-25 学年 CAGR=29% (单位: 人) | 7 |
| 图 5: 公司股权结构 (截至 2024 财年半年报) | 8 |
| 图 6: 公司 23 年 7 月以来累计回购近 1.4 亿港元..... | 8 |
| 图 7: 天立收入快速增长, FY2024 增速+44% | 9 |
| 图 8: 天立净利润快速增长, FY2024 增速+66% | 9 |
| 图 9: 公司“一千多支”发展战略 | 9 |
| 图 10: 天立国际控股合约负债 (万元) | 9 |
| 图 11: 天立国际控股各业务版块收入 (万元) 及增速 | 10 |
| 图 12: 天立国际控股各业务版块收入占比 | 10 |
| 图 13: 天立毛利率保持稳定、管理费用率有所下降 (%) | 10 |
| 图 14: 天立盈利能力逐渐修复 (%) | 10 |
| 图 15: 中国公共财政支出中教育支出比例仍在提升 | 11 |
| 图 16: 中国公共教育支出投向以 K9 为主 (2022 年占比 63%) | 11 |
| 图 17: 民办学校数量在小、初、高、大学阶段的占比持续提高 | 11 |
| 图 18: 高中生均财政性教育经费支出差异大 (万元/人) | 11 |
| 图 19: 2022 年全国 647 所营利性普通高中及其分布 (单位: 所) | 12 |
| 图 20: 民办普通高中在校生人数及全国市场占比 | 13 |
| 图 21: 公办普高和民办普高历年在校生人数增长率 | 13 |
| 图 22: 高中适龄人口仍保持增长 (2023-2030 年 CAGR=1.2%) | 13 |
| 图 23: 普通高中在校生人数 2023-2030 年 CAGR=2.7% | 13 |
| 图 24: 天立集团一本率远超四川省平均 | 14 |
| 图 25: 24-25 学年度高中生在校人数同比增长 47% (单位: 人) | 14 |
| 图 26: 天立教育“六立一达”育人目标及课程体系、实施路径 | 15 |
| 图 27: 天立教育学校布局和渗透 (截止于 24 财年) | 16 |
| 图 28: 天立的资本支出有所下降 | 16 |
| 图 29: 天立目前有 37 所高中 (截止于 23 财年) | 16 |
| 图 30: 天立现有学校利用率 50% (截止于 23 财年) | 16 |
| 图 31: 天立教育提供丰富的选修课程 | 17 |
| 图 32: “双减”后家长对兴趣班投入金额变化占比 | 17 |
| 图 33: 参加素质教育培训原因 | 17 |
| 图 34: 天立提供丰富多样的游学研学活动 | 18 |
| 图 35: 中国游学研学行业市场规模 (亿元) | 18 |
| 图 36: 23 年参加研学项目的学生人数明显增加 | 18 |
| 图 37: 2023 年艺考培训市场规模 532.8 亿元 | 19 |
| 图 38: 出国留学人数 (人) 与人均 GDP (元) 高度相关 | 19 |
| 图 39: 2024 年清北入学途径统计 | 19 |
| 图 40: 天立教育学科竞赛优势 | 19 |
| 图 41: 天立多个校区荣登 2024 年四川省五大学科竞赛获奖总数前 10 榜单 | 20 |
| 图 42: 中职、复读及社会生源参加高考人数不断提升 (万人) | 20 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 43: 样本省份 21 年平均高考复读率约为 9%..... | 20 |
| 图 44: 测算天立学校人均餐厅消费约 6000-7000 元..... | 21 |
| 图 45: 天立产品销售收入及采购成本..... | 21 |
| 图 46: 托管学校数量(单位: 所)..... | 22 |
| 图 47: 海亮教育学校布局..... | 24 |
| 图 48: 海亮集团托管学校以华东和西南地区为主..... | 24 |
| 图 49: K12 教育公司估值横向比较..... | 28 |
| 图 50: 天立国际控股历史估值比较..... | 28 |
| | |
| 表 1: 管理层经验丰富..... | 8 |
| 表 2: 《民促法实施条例》允许发展营利性高中..... | 12 |
| 表 3: 民办教育公司财务数据对比..... | 14 |
| 表 4: 托管模式政策梳理..... | 22 |
| 表 5: 海亮教育业务介绍..... | 23 |
| 表 6: 海亮集团学校综合管理服务模块梳理..... | 24 |
| 表 7: 天立教育不断落地新的托管项目..... | 25 |
| 表 8: 托管学校多支业务敏感性分析..... | 26 |
| 表 9: 天立国际控股收入预测(千元)..... | 26 |
| 表 10: 天立国际控股学生人数预测..... | 27 |
| 表 11: 天立国际控股盈利预测(千元)..... | 27 |
| 表附录: 三大报表预测值..... | 30 |

1 天立国际控股：深耕 K12 教育，“教学成绩”为第一竞争力

1.1 聚焦民办教育，从西部到全国

天立国际控股集团是国内民办教育龙头，定位于“做中国民办基础教育的创新者和引领者”。根据公司官网，天立教育潜心办学 21 年，累计打造近 60 所天立学校，覆盖全国 18 个省，在校生超 10 万人，以卓越的管理和师资团队、高规格的治学环境、丰硕的育人成果，收获了社会各界的赞誉。

图1：天立教育办学成果总览



资料来源：天立教育官方微信号、浙商证券研究所

公司 2002 年在四川泸州起步，扎根于西部地区，扩张辐射全国。2021 年《民办教育促进法实施条例》发布后，公司调整战略以为营利性高中为主，辅以 K9 素质教育/游学/托管等综合运营服务。目前，公司已经在全国范围内打造了覆盖四川、山东、上海、浙江、香港、广东、广西、湖北、湖南、河南、江西、安徽、内蒙、陕西、甘肃、重庆、云南、贵州等 18 个省的学校网络。

图2：天立教育发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

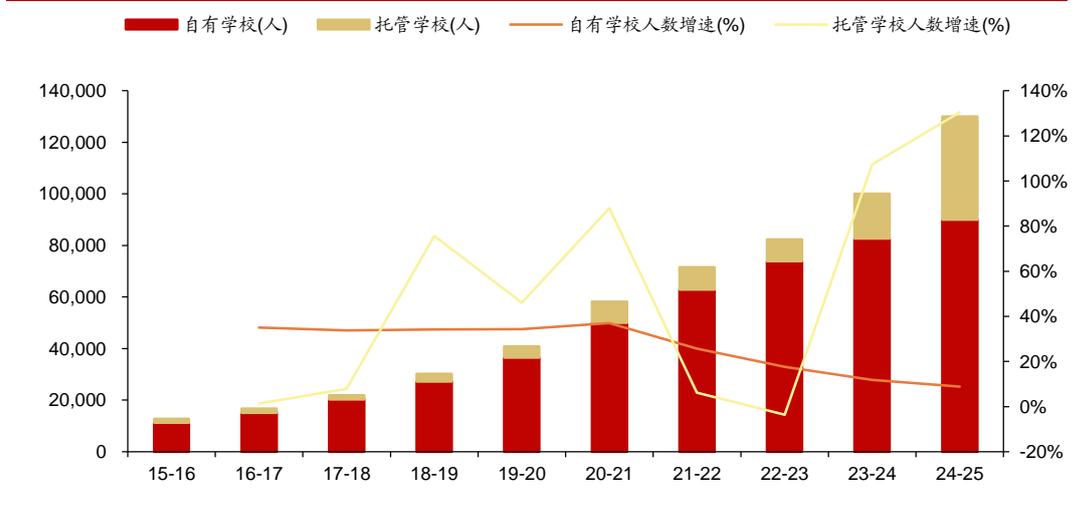
图3: 天立校网扩张: 从四川走向全国



资料来源: 23 财年业绩会、浙商证券研究所

校网规模不断扩展, 在校生成人数创新高。自 2018 年起, 天立一直保持每年新开 5-8 所学校的扩张步伐。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%。2015-2024 年, 在校生成人数从万余人增长到十三万人, 年复合增长率达到 29%。

图4: 天立 K12 在校生成人数 15-16 学年至 24-25 学年 CAGR=29% (单位: 人)



资料来源: 23 财年业绩会、公司公告、浙商证券研究所

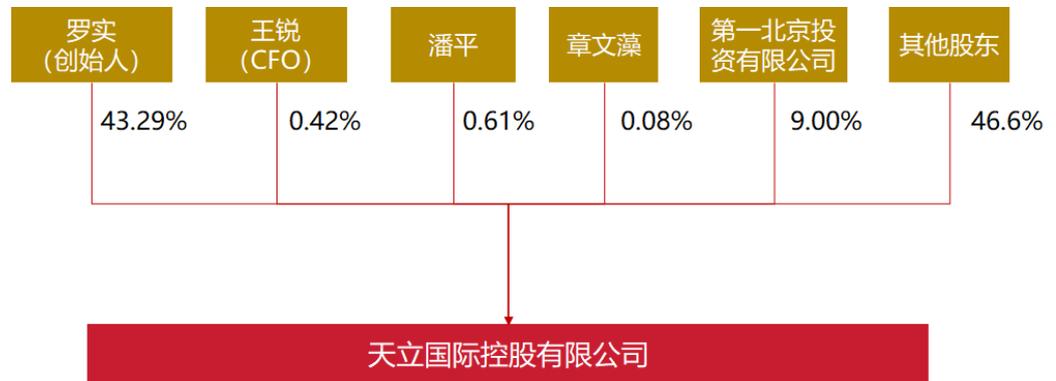
1.2 股权结构稳定, 管理层经验丰富

创始人罗实股权占比 43%, 为公司实际控制人。第二大股东为机构投资者第一北京投资有限公司, 持股比例为 9%。公司创始人罗实从房地产业起家, 建设自有 K12 学校与土地、资金密切相关, 相关房地产经验可赋能教育行业。

股份回购计划彰显高层信心。自 2023 年 7 月 26 日开启回购计划以来, 公司已透过公开市场累计回购了合共 4,632 万股公司股份, 斥资约 1.4 亿港币, 充分表明了公司管理层对未来业务发展的坚定信心。

重返港股通有望改善流动性。2024年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。

图5: 公司股权结构 (截至2024财年半年报)



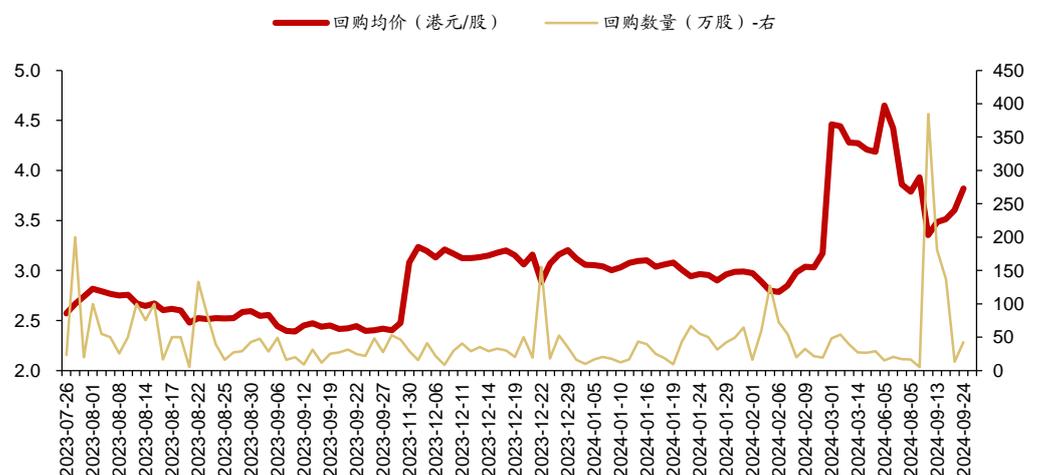
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表1: 管理层经验丰富

| 姓名 | 职务 | 主要经历 |
|----|----------------|---|
| 罗实 | 董事会主席、 总裁 | 本集团的创始人。彼于2017年1月24日获委任为本公司董事，于2018年1月31日获委任为本公司执行董事，于2018年6月24日获指定为本公司董事会主席兼行政总裁。同时，罗先生亦为本集团若干附属公司或学校之董事/理事。罗先生自2013年9月起担任神州天立教育投资有限责任公司之行政总裁兼主席。罗先生于教育行业有逾20年的经验。彼自2004年3月起一直担任神州天立控股集团有限公司的董事会主席。在此之前，彼于1994年4月至2004年3月为四川天立房地产开发有限公司的创始人、董事会主席兼总裁，负责策略发展、整体经营管理及主要决策。 |
| 王锐 | 执行董事、首 席财务官 | 自2015年3月1日起担任公司首席财务官，自2018年1月31日起担任执行董事兼联席公司秘书，亦为公司薪酬委员会之成员。2014年6月至2015年2月担任西安天朗控股有限公司财务总监。2008年6月至2014年4月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。2007年6月至2008年6月，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。2004年7月至2007年4月担任万科企业股份有限公司的财务会计。 |

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图6: 公司23年7月以来累计回购近1.4亿港元



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.3 业务及时调整，进入新发展阶段

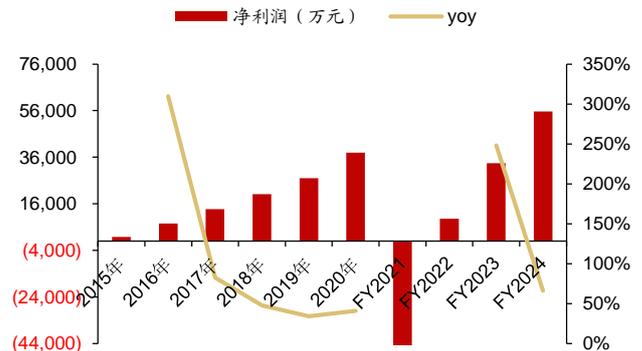
新政发布后公司快速进行业务调整，目前形成“一千多支”的发展策略。根据2021年《中华人民共和国民办教育促进法》，任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校。政策颁布后，公司调整K9阶段教育业务，发展K9综合素养、游学、课后托管服务；针对高中，采取从一体化学校中独立出营利性高中业务。及时的业务调整，叠加新业务拓展，带动天立快速增长，FY2024收入和利润增速分别+44%、+66%，收入和利润体量均超过2020年。

图7：天立收入快速增长，FY2024增速+44%



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

图8：天立净利润快速增长，FY2024增速+66%



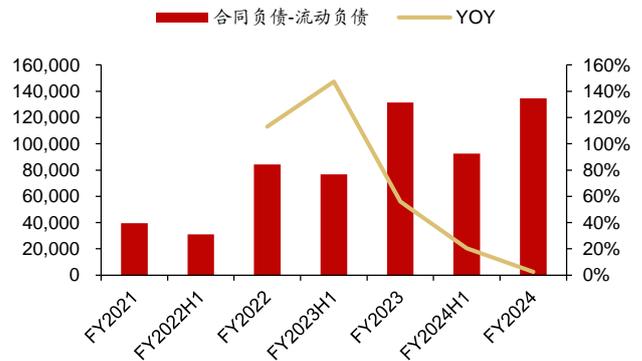
资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

图9：公司“一千多支”发展战略



资料来源：23财年业绩会，浙商证券研究所

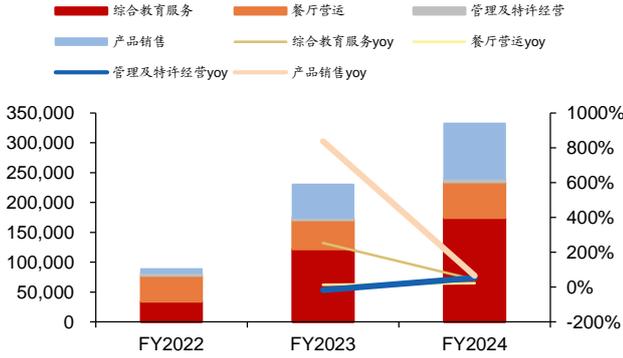
图10：天立国际控股合约负债（万元）



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

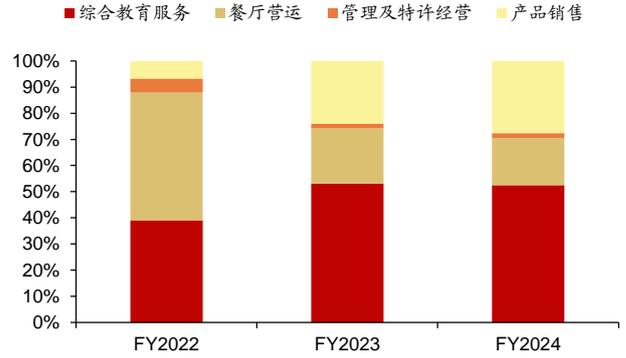
分业务看，FY2024教育服务、产品销售均保持较快增长。1) 得益于入读人数增长和游学业务复苏，综合教育服务增加42.7%至FY2024年17.4亿元。2) 产品销售收入增速高达65.5%，增至9.2亿，其中销售学生用品（校服、床上用品、日用品及文具）收入为1.42亿元；通过整合渠道资源及物流体系供销农副产品收入7.77亿元。3) 得益于服务学生人数增加，餐厅营运收入增长23.2%至5.97亿元。4) 托管学校持续拓展，管理及特许经营费收入增长53%至0.6亿元。

图11: 天立国际控股各业务版块收入(万元)及增速



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

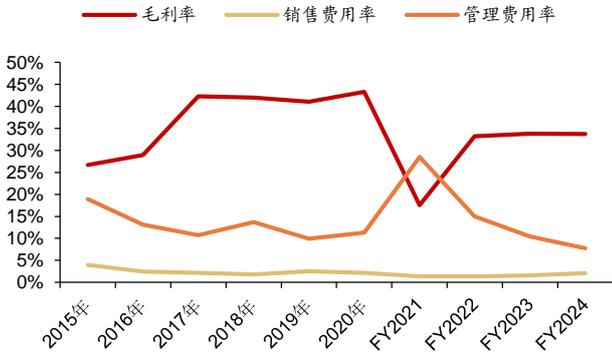
图12: 天立国际控股各业务版块收入占比



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

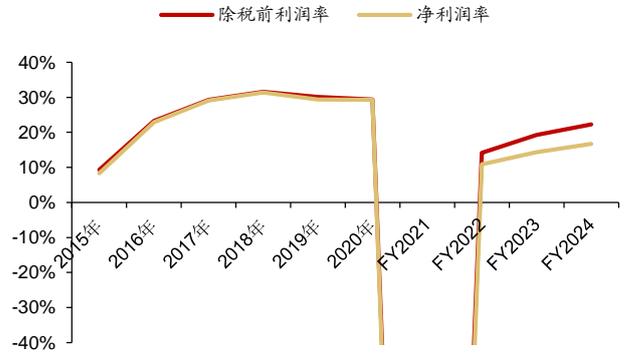
外部扰动下毛利率调整回升, 轻资产业务有望进一步抬升盈利能力。2022年政策扰动毛利率受压, FY2024年得益于业务调整 and 成本管控, 毛利率回升至34%左右, 和2021年之前的40%+毛利率比较有一定差距, 主要是因为业务构成变化, 产品销售为低毛利率的业务, 我们估计原有的教育业务毛利率保持稳定。FY2024年净利润率修复至17%, 伴随托管等轻资产业务未来占比提升, 利润率中枢水平不断提高。

图13: 天立毛利率保持稳定、管理费用率有所下降(%)



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

图14: 天立盈利能力逐渐修复(%)



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

2 行业分析: 民办教育为重要补充, 政策调整后积极转型

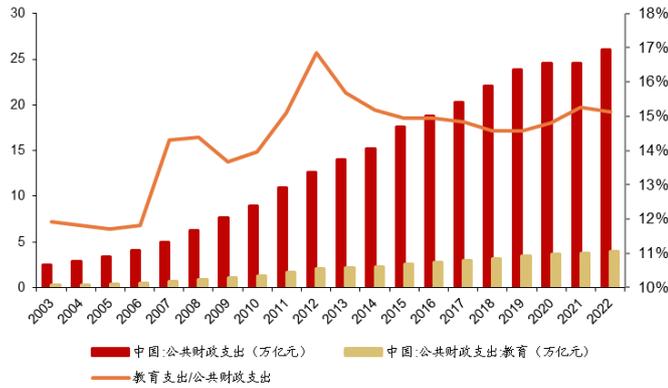
2.1 优质教育资源供给稀缺, 引入民办力量进行补充

财政资源分配逐步向教育领域倾斜有其过程, 期间校内外民办教育可作为有效补充。当前优质教育供给仍存在不充分或不均衡, 而财政支出的提升才能解决不充分和不均衡问题, 在教师薪酬及人才培养、学校硬件条件、课后服务丰富度等方面逐步缓解升学焦虑, 但财政能力充足性受到外部环境影响, 政府职能及重点由投资向民生领域切换也需要一定过程, 期间民办教育(校内、校外)的规范发展都有助于教育资源的补充。

财政资源向K9阶段倾斜, 高中阶段民办力量作为重要补充。中国公共财政支出中教育支出比例仍在提升, 但财政资源的有限性决定了只能优先投向义务教育K9阶段, 2022

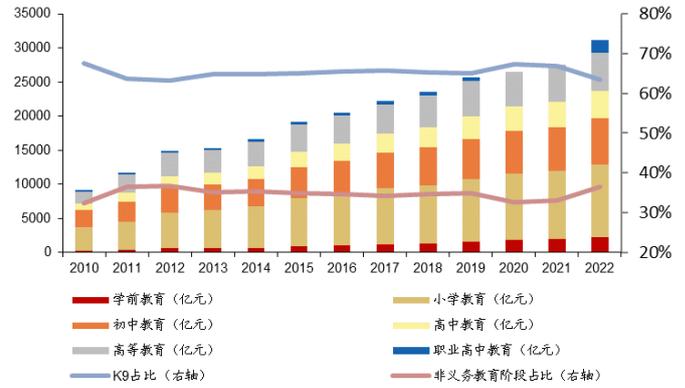
年，中国公共教育支出中 63%投向了 K9 阶段，高中阶段投入仅占不到 10%。公共财政投入不足，这是民办高中得以发展的核心原因。另外，民办教育在小、初、高、大学阶段的占比持续提高，其中，高中和大学阶段占比最高。2021 年，民办高中学校占比近 30%，高中段、高教板块民办力量参与逐步提升。

图15：中国公共财政支出中教育支出比例仍在提升



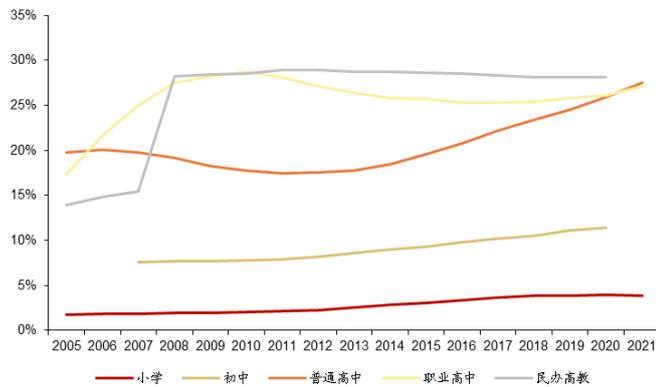
资料来源：wind，浙商证券研究所

图16：中国公共教育支出投向以 K9 为主（2022 年占比 63%）



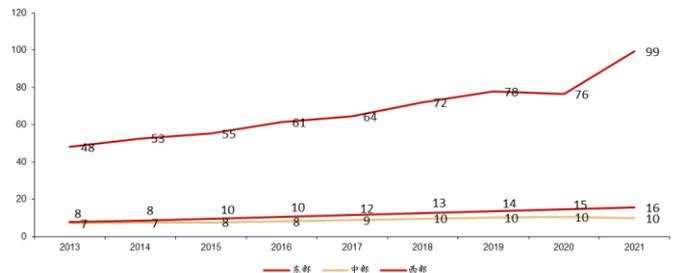
资料来源：wind，浙商证券研究所

图17：民办学校数量在小、初、高、大学阶段的占比持续提高



资料来源：wind，浙商证券研究所

图18：高中生均财政性教育经费支出差异大（万元/人）



资料来源：wind，浙商证券研究所

政策允许非义务教育阶段营利性教育发展，社会资源投入有益补充教育供给。2021 年《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》明确规定，举办者不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校，实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易，但对非义务教育阶段的民办高中没有进行约束。举办者可以依法募集资金举办营利性民办学校，非义务教育阶段的民办高中可以选择营利性经营，可以进行公允的关联交易。政策支持和允许社会资源投入对高中阶段教育供给形成有益补充。

表2: 《民促法实施条例》允许发展营利性高中

| | 2018年《民促法(送审稿)》内容 | 2021年《民促法实施条例》内容 |
|--------|---|--|
| 营利性 | <p>举办者可以依法募集资金举办营利性民办学校, 所募集资金应当主要用于办学, 不得擅自改变用途, 并按规定履行信息披露义务...</p> <p>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。</p> | <p>举办者可以依法募集资金举办营利性民办学校, 所募集资金应当主要用于办学, 不得擅自改变用途, 并按规定履行信息披露义务...</p> <p>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。</p> |
| 兼并收购 | 实施集团化办学的, 不得通过兼收并购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校 | |
| 关联交易 | 民办学校与利益关联方发生交易的, 应当遵循公开、公平、公允的原则, 不得损害国家利益、学校利益和师生权益。 | 实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。其他民办学校与利益关联方进行交易的, 应当遵循公开、公平、公允的原则, 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。 |
| 举办者变更 | 非营利性民办学校举办者变更的, 应当签订变更协议, 并不得从变更中获得收益; 现有民办学校的举办者可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益, 但不得以牟利为目的, 不得涉及学校的法人财产。举办者变更协议应当依据民办教育促进法第五十四条的规定, 与其他材料一并报审批机关核准。 | 民办学校举办者变更的, 应当签订变更协议, 但不得涉及学校的法人财产, 也不得影响学校发展, 不得损害师生权益; 现有民办学校的举办者变更的, 可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益。 |
| 发展基金提取 | 在每个会计年度结束时, 非营利性民办学校应当从年度净资产增加额中, 营利性民办学校应当从年度净收益中, 按不低于年度净资产增加额或者净收益的 25% 的比例提取发展基金, 用于学校的建设、维护, 教学设备的添置、更新和教职工的进修培训等。 | 在每个会计年度结束时, 民办学校应当委托会计师事务所对年度财务报告进行审计。非营利性民办学校应当从经审计的年度非限定性净资产增加额中, 营利性民办学校应当从经审计的年度净收益中, 按不低于年度非限定性净资产增加额或者净收益的 10% 的比例提取发展基金, 用于学校的发展。 |
| 职业教育 | - | 实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素, 举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。 |

资料来源: 教育部, 浙商证券研究所

高中营利性牌照发放推进快于高教板块。截至 2022 年, 全国共有 647 所取得营利性牌照的民办普高, 较多分布在河北、湖南等教育资源较为稀缺的省份地区, 北京、上海等发达城市地区分布较少。由于民办高中办学只需经市政府审批通过, 而民办高校办学需通过省政府许可, 流程较长、手续复杂, 目前民办高中领先民办高校选设进程。

图19: 2022年全国647所营利性普通高中及其分布(单位: 所)



数据来源: 城华教育智库, 浙商证券研究所;

2.2 政策明确扩大优质高中教育，民办高中资源补充促发展

政策鼓励高中教育规模化、多样化，民办高中发挥独特优势促发展。教育部 2023 年 7 月，教育部等三部门联合印发《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》，《意见》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》另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。

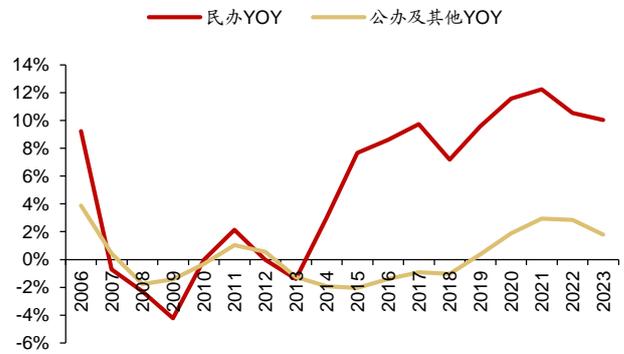
民办普高在校生人数增长，市场占比不断提升。民办普高在校生人数保持高于公办普高在校生人数的速度高速增长，2019-2023 年保持 10%左右的高位增长。民办普高在校生全国占比不断提升，已从 2010 年的 9%增至 2023 年的 20%。民办普高发展的背后，需求端反映了对升学的意愿仍在增加，供给端推进高中营利性选设激发民办力量的活力。

图20: 民办普通高中在校生人数及全国市场占比



资料来源: wind, 教育部, 浙商证券研究所

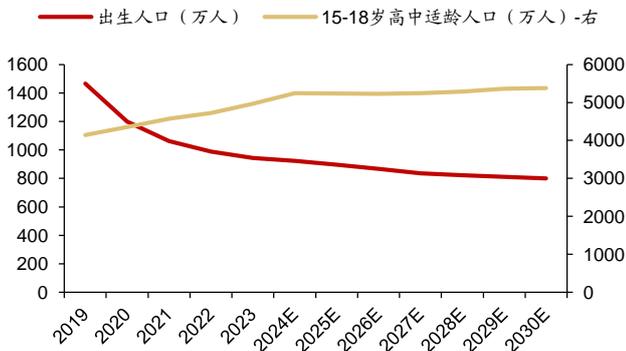
图21: 公办普高和民办普高历年在校生人数增长率



资料来源: wind, 教育部, 浙商证券研究所

适龄高中人口保持稳健，入学率提升带动普通高中在校生增长。近几年我国出生人口有所下滑，但传导至高中端需要一定时间，预计高中适龄人口 2023-2030 年 CAGR=1.2%，仍保持稳健增长。另一方面，伴随升学需求增加，预计普通高中的入学率未来几年有望提升，我们估计普通高中在校生人数 2023-2030 年 CAGR=2.7%。普通高中在校生人数未来几年的增长，为民办普高提供了发展机遇，需要民办力量进行补充。

图22: 高中适龄人口仍保持增长 (2023-2030 年 CAGR=1.2%)



资料来源: wind, 教育部, 浙商证券研究所

图23: 普通高中在校生人数 2023-2030 年 CAGR=2.7%



资料来源: wind, 教育部, 浙商证券研究所

2.3 行业比较：天立率先完成转型

政策变动下行业积极应对调整，天立率先完成战略转型。民促法实施后，行业内 K12 民办教育公司纷纷采取措施调整应对，剥离义务教育阶段学校的学费等业务，转向重点发展高中、提供综合素养服务、拓展职业教育。对比 20/23 年收入和利润规模来看，除天立国际外，各公司均出现较大程度的下滑。在本轮调整中，天立率先实现战略转型，在“一千多支”战略驱动下收入创新高，也反映出公司经营发展的韧性较强。

表3：民办教育公司财务数据对比

| | 天立教育 | 枫叶教育 | 凯文教育 | 成实外教育 | 博骏教育 |
|---------------|--|--|---|---|-------------------------------------|
| 23 年营业收入 (亿) | 23.03 | 11.51 | 2.54 | 7.62 | 0.81 |
| 20 年营业收入 (亿) | 12.98 | 15.29 | 3.21 | 18.45 | 3.76 |
| 23 年归母净利润 (亿) | 3.34 | 0.05 | -0.5 | 0.32 | 0.51 |
| 20 年归母净利润 (亿) | 3.79 | 5.05 | -1.3 | 2.25 | 0.09 |
| 23 年毛利率 (%) | 33.83% | 43.72% | 26.72% | 33.03% | 14.66% |
| 23 年净利率 (%) | 14.38% | 0.44% | -4.60% | 5.06% | 62.78% |
| 23 年业务收入构成 | 教育服务 (53.12%) / 学校餐厅营运 (21.07%) / 销售学生用品 (24.11%) / 管理及特许经营费 (1.69%) | 学费及住宿费 (76.83%) / 出售课本、货品及材料 (5.41%) / 餐饮服务 (4.39%) / 冬夏令营 (2.02%) / 其他 (11.34%) | 教育服务收入 (72.13%) / 培训费收入 (26.25%) / 其他 (1.63%) | 学费 (79.17%) / 住宿费 (5.66%) / 食堂运营 (7.93%) / 管理及咨询服务 (3.40%) / 非学历培训学费 (2.65%) / 升学咨询服务费 (0.92%) / 其他 (0.27%) | 学历教育 (55.01%) / 教育咨询及管理服务费 (44.99%) |

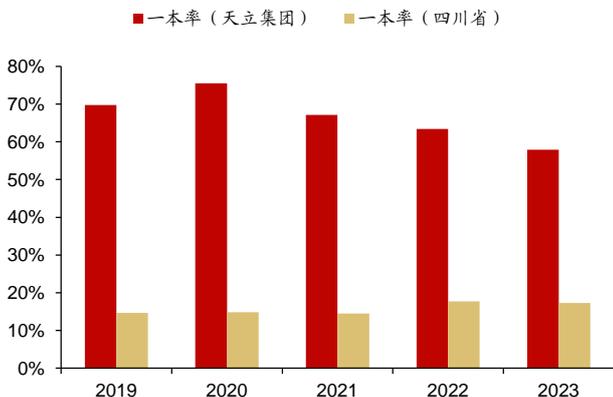
资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

3 “一千多支”战略转型

3.1 营利性高中为基

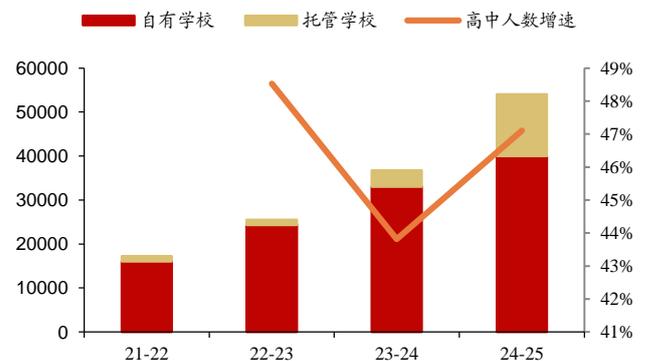
聚焦高中发展，优异的教学成绩吸引学生。2024 年秋季学期初，集团服务的高中生人数约 5.4 万人，较 2023 年秋季学期初的约 3.7 万人增长 47%。教学成绩是公司营利性高中业务增长的重要驱动力。全集团成熟校区的一本上线率平均 50% 以上，本科上线率平均在 90% 以上，均远超四川省平均水平。集团成长期学校平均一本上线率提升约 20%，本科上线率提升约 30%。2024 年 272 名毕业生入读世界前 50 名大学，同比增加 144%。

图24：天立集团一本率远超四川省平均



资料来源：天立国际控股投资者关系官方微信、浙商证券研究所

图25：24-25 学年度高中生在校人数同比增长 47% (单位：人)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

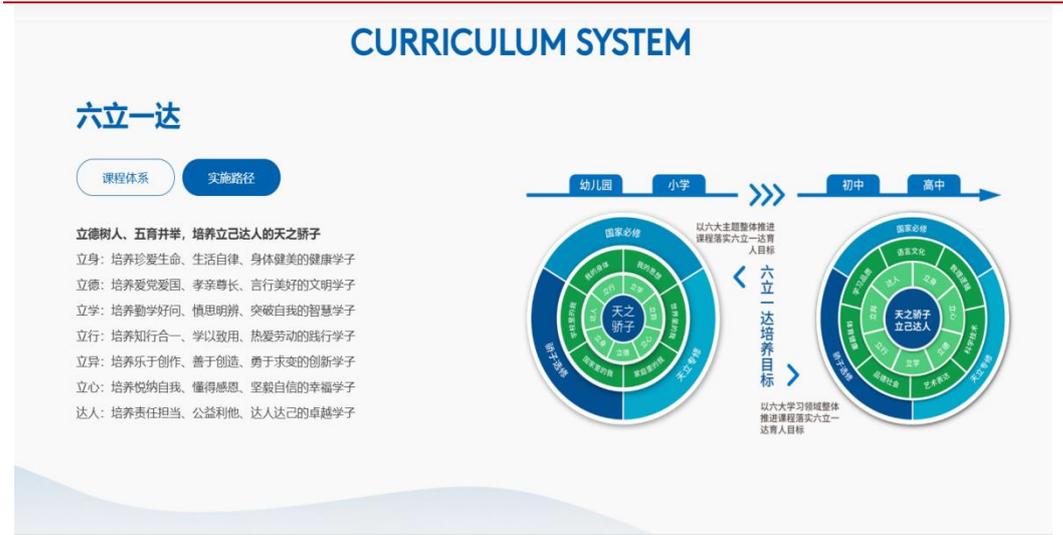
优异的教学成绩离不开完善的课程和教师培养体系，亦是未来增长和发展的基石。

1) 课程体系方面追求因材施教。公司基于发展每名学生的长处及潜能，推动终身学习及成长贯彻“六立一达”的教育核心理念，促进学生全面发展。在招生和教学方面，各校已开始全面推行ABC分层教学法，结合天立云平台的教育科技手段赋能，可有效确保ABC各层级高中生的成绩得以精准、高效的提升。

2) 多元升学体系，注重高质量升学。公司已组建一只由全国顶尖教练领衔的竞赛团队，教练成员40余名，覆盖数学、物理、化学、生物、信息五大竞赛学科。加大对高中生竞赛和强基的培训力度，同步充分发掘有意向学生走国际、艺术等多元升学路径的可能性。天立现已定下“27300”的质量目标，即到2027年实现单届清北录取人数100人，QS前50强大学录取人数200人。

3) 师资力量方面，公司重视优质教师的招聘和培养。截至2024年2月29日，公司自有学校聘请全职教师2,060名，使公司于扩张的同时能够维持教育服务的质量。天立现已有效形成“三雁齐飞”的干部人才培养体系，“四轮驱动”的专业人才培养体系，以及“五大队伍”的教师人才培养体系，培训对象涵盖了各级各类的教师及管理人才队伍。通过标准化的教学及管理培训赋能，可有效保障天立师资管理团队得以高水平、高效率输出。

图26: 天立教育“六立一达”育人目标及课程体系、实施路径



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

多元扩张模式助推高速增长。公司采取自建自营、合作办学、租赁模式、外部并购、托管模式等多种扩张模式。一线城市公司会继续考虑自建自营，能够积累师资、经验，培育品牌知名度；在二三线城市则将以租赁办学的轻资产运营模式为主，减轻财务负担，实现高速扩张。公司设有专业投资拓展部门和并购业务部，通过多元化的扩展模式不断扩大校园规模，计划未来5年每年新拓3-5所高中，至2027年运营50所高中，为6-8万高中生提供教育服务。

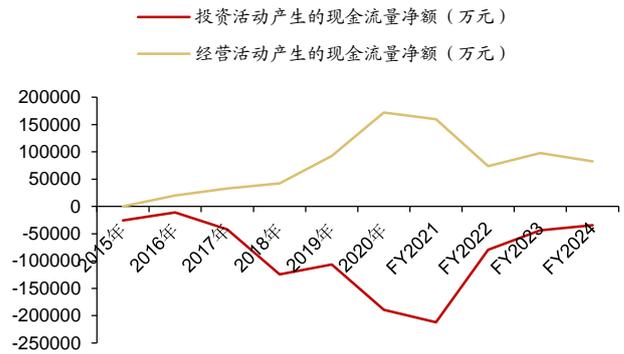
截止于23财年，学校服务人数约10万人（含托管），利用率仅50%，最大容量储备可达20万人（含托管）。从自有学校来看，我们估计现有自有学校学生为9+万人，现有校舍已完成建设可容纳16万人，在校生爬坡及学费提升带来基本盘收入端增速24-27财年CAGR超过23%。

图27: 天立教育学校布局 and 渗透 (截止于 24 财年)



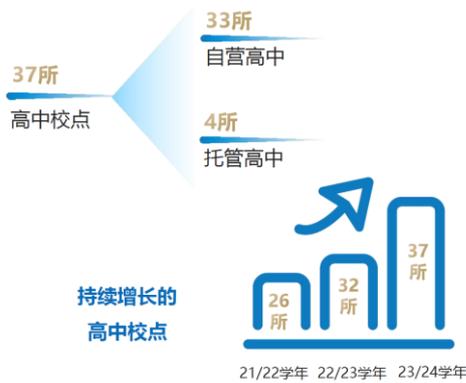
资料来源: 天立国际控股投资者关系官方微信、浙商证券研究所

图28: 天立的资本支出有所下降



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图29: 天立目前有 37 所高中 (截止于 23 财年)



资料来源: 23 财年业绩会、浙商证券研究所

图30: 天立现有学校利用率 50% (截止于 23 财年)



资料来源: 23 财年业绩会、浙商证券研究所

3.2 “多支” 业务添增速

3.2.1 针对 K9 阶段提供综合素养服务和游学研学

K9 阶段学科教育转型为综合素养课程+研学服务。 政策调整后, 公司小初阶段课程从学科教育转型为综合素养服务, 包括但不限于国学、科技、体育及艺术等项目。天立课程体系分为国家必修、天立专修、骄子选修三大模块, 涵盖瑜伽、阅读、AI、领导力、生涯规划等数十门课程。集团还通过子公司艾度科技提供校内人工智能相关兴趣课程班、校外运营科技场馆, 以及通过子公司明德宏远提供国学书院建制班及泛国学业务。

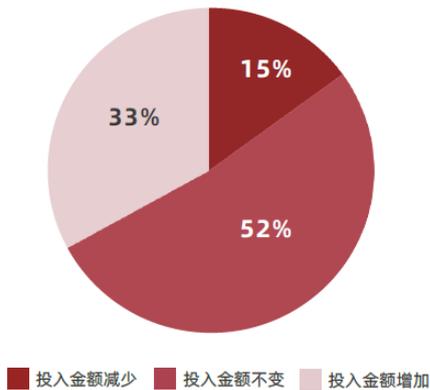
素质教育提升综合能力, 家长付费意愿依然较强。 广州市家庭教育促进会调研数据显示, “双减”后家长对兴趣班的投入不变和增加的比例为 85%, 家长对素质教育的投入与支持仍有较高的意愿。素质教育主要针对幼儿和小学生, 根据艾瑞咨询调研, 约 60%家长倾向于通过参加素质教育课程培训提高孩子的综合素养。

图31: 天立教育提供丰富的选修课程



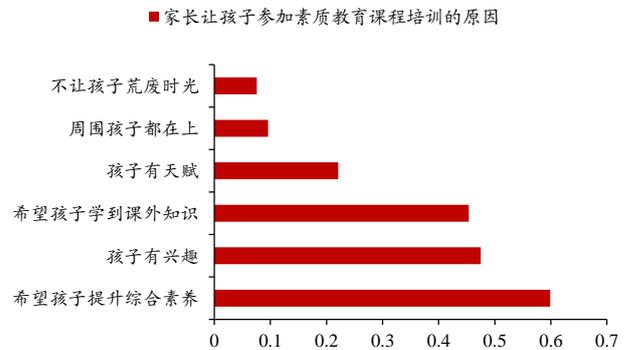
数据来源: 成都天立官网, 浙商证券研究所;

图32: “双减”后家长对兴趣班投入金额变化占比



资料来源: 广州市家庭教育促进会, 浙商证券研究所

图33: 参加素质教育培训原因

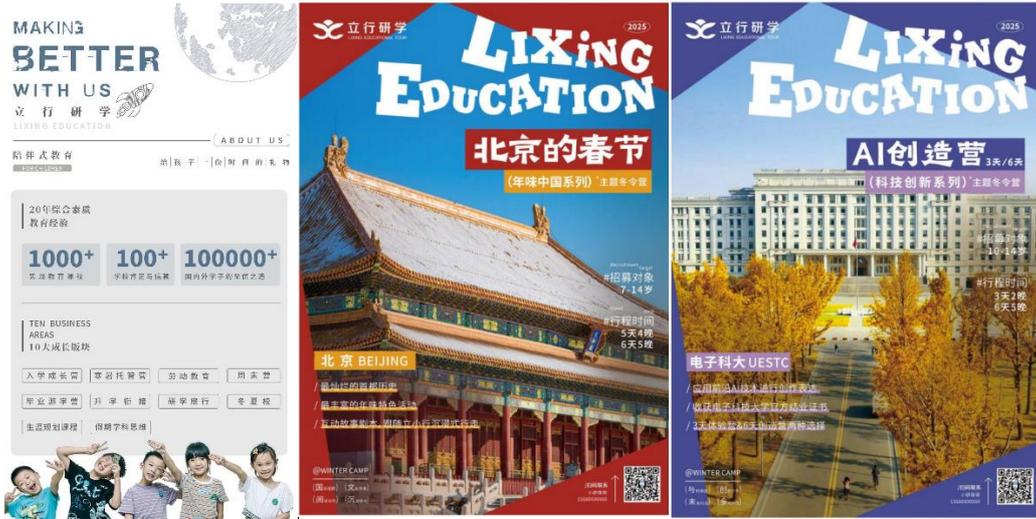


资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

游学研学业务受益于消费升级和出行需求释放。2016年《教育部等11部门关于推进中小学生研学旅行的意见》发布，指出“各中小学把研学旅行纳入学校教育教学计划”，受到政策鼓励扶持。游学研学可以开阔视野、提升综合能力，伴随消费升级，受到家长的欢迎。伴随23年线下出行场景恢复，市场迎来大幅反弹。根据文创中国周报调研，55%的受访企业表示与2019年同期相比，今年参加研学项目的学生人数增加。根据艾媒咨询数据，2022年中国游学研学行业市场规模达909亿元，2023年市场规模有望达1469亿元，同比增长61.6%。

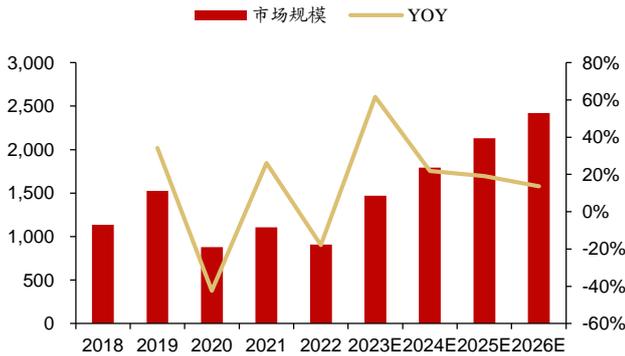
天立设立子公司“立行研学”专门从事游学研学业务，2024财年服务人次超过11万人（vs 2023学年服务学生超4.7万人次）。在全面覆盖自营学校的同时，为集团外30多所学校共计1.5万人次提供游学研学服务。

图34: 天立提供丰富多样的游学研学活动



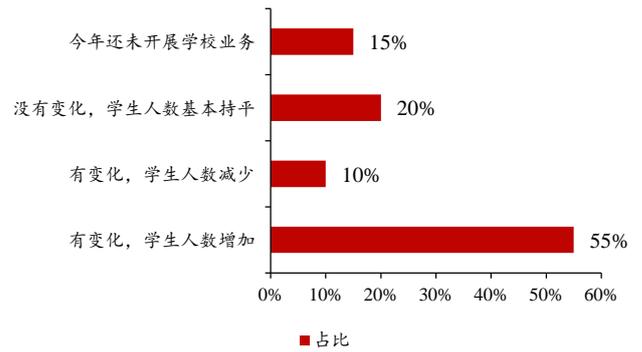
资料来源: 立行研学官微, 立行研学小程序, 浙商证券研究所

图35: 中国游学研学行业市场规模 (亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

图36: 23年参加研学项目的学生人数明显增加



资料来源: 文创中国周报, 浙商证券研究所

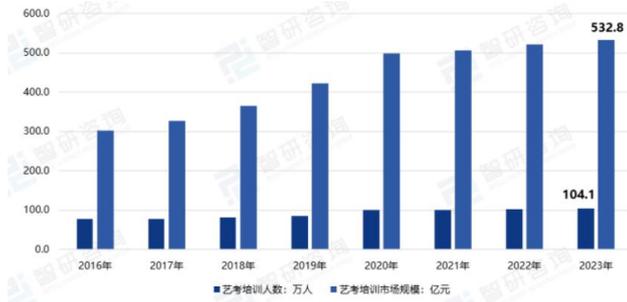
3.2.2 开展多元升学服务, 满足学生需求

公司积极拓展包括艺术升学、国际升学、复读等多元升学服务, 满足学生需求。

艺术升学规模持续扩大, 文化成绩要求不断提高。2021年教育部发布《关于进一步加强对和改进普通高等学校艺术类专业考试招生工作的指导意见》, 明确要求逐步提高文化成绩要求, 逐步扭转部分高校艺术专业人才招聘“重专业轻文化”倾向。在此趋势下, 公司利用扎实学科背景+艺术专项服务为艺考生赋能。根据智研咨询数据, 2023年艺考培训人数2023年约104.1万人(2016-2023年CAGR=4.5%), 艺考培训市场规模约532.8亿元(2016-2023年CAGR=8.5%)。

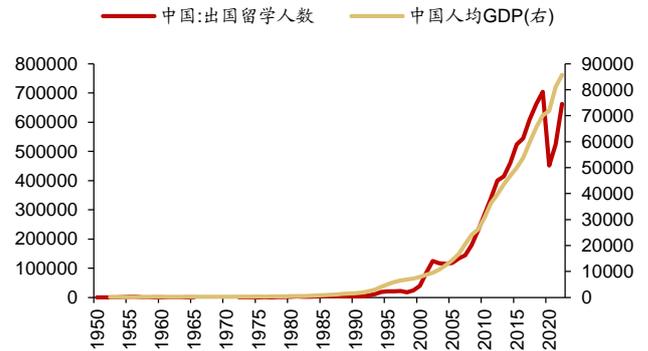
留学市场疫情后回暖迅速, 公司打造国内+国外双通道升学渠道。由于国内升学的竞争压力, 越来越多的家长希望孩子能够接受国际教育, 培养国际视野、综合素质和跨文化交流能力。天立逐步在普高课程体系中融入语言及国际课程, 兼顾国内+国外双通道升学建设, 为学生提供灵活的选择空间, 目前公司已在上海、深圳、成都设立国际升学校点。2022年我国出国留学人数为66.12万人, 已基本回升至2019年水平, 同比增长26%。

图37: 2023年艺考培训市场规模532.8亿元



资料来源: 智研咨询、浙商证券研究所

图38: 出国留学人数(人)与人均GDP(元)高度相关

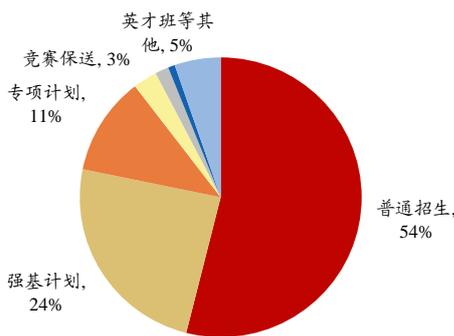


资料来源: 教育部、全球化智库 CCG、浙商证券研究所

整合集团优势, 提供学科竞赛个性化升学服务。2023, 清华大学和北京大学的本科招生数据显示, 通过强基计划、国家专项计划、高校专项计划、竞赛保送生、英才班等多元渠道录取的学生比例约 46%。公司利用集团化办学资源整合优势, 搭建科学的竞赛管理和培育体系: ①天立教育竞赛组专门制定《拔尖生一体化管法手册》, 搭建起贯通小初高的拔尖人才一体化选拔和培养体系; ②组建起由顶尖教练领衔的集团竞赛工作组, 覆盖数学、物理等五大竞赛学科; ③每年寒暑假, 集团竞赛组会联合学校, 组织竞赛强基集训营, 为学子提供学习和交流的平台。

2024 年五大学科竞赛中, 四川省获奖总数前 10 的学校里, 德阳天立中学、泸州市天立学校、达州市天立学校、内江市市中区天立学校均榜上有名。近年已有 60 余位天立学子获得学科竞赛省级及以上一等奖, 多人入选国家集训队, 竞赛、强基保送清北等突破不断。

图39: 2024年清北入学途径统计



资料来源: 京城教育圈微信公众号, 浙商证券研究所

图40: 天立教育学科竞赛优势

- **全面覆盖:** 已覆盖数学、物理、化学、生物、信息学等五大学科竞赛。
- **师资领先:** 拥有一支由国内外顶尖专家组成的专业教练团队; 注重内部选拔培养, 教练梯队完备。
- **一体化培养:** 贯通小、初、高, 实现拔尖创新人才的一体化选拔与培养。
- **课程科学:** 根据学科竞赛的特点和难度, 进行科学的课程设置, 教学效果领先。
- **注重实战:** 注重实战训练, 通过科学的试题练习和模拟考试, 帮助学生掌握考试技巧和做题策略。
- **精准个辅:** 提供全方位的课后辅导, 帮助学生解决个性化的困难和问题。

资料来源: 天立教育官方微信, 浙商证券研究所

图41: 天立多个校区荣登 2024 年四川省五大学科竞赛获奖总数前 10 榜单

| 序号 | 市州 | 学校 | 化学 | 生物 | 数学 | 物理 | 信息学 | 总计 |
|----|----|-----------------|-----|-----|----|-----|-----|-----|
| 1 | 成都 | 成都市第七中学 | 19 | 13 | 31 | 33 | 29 | 125 |
| 2 | 绵阳 | 四川省绵阳中学 | 23 | 22 | 5 | 15 | 6 | 71 |
| 3 | 成都 | 四川省成都市树德中学 | 10 | 19 | 8 | 10 | 11 | 58 |
| 4 | 绵阳 | 绵阳东辰学校 | 9 | 17 | 6 | 13 | 2 | 47 |
| 5 | 成都 | 成都外国语学校 | 12 | 7 | 3 | 6 | 15 | 43 |
| 6 | 成都 | 成都市锦江区嘉祥外国语高级中学 | 4 | 2 | 14 | 8 | 5 | 33 |
| 7 | 成都 | 成都石室中学 | 7 | 7 | 1 | 3 | 11 | 29 |
| 8 | 成都 | 天府第七中学 | 3 | 4 | 7 | 8 | 6 | 28 |
| 9 | 成都 | 成都市教育科学研究院附属中学 | 9 | 3 | 2 | 9 | 2 | 25 |
| 10 | 德阳 | 德阳天立中学 | 11 | 2 | | | 1 | 14 |
| 11 | 绵阳 | 绵阳南山中学 | 4 | 4 | 1 | 2 | 3 | 14 |
| 12 | 成都 | 成都石室天府中学 | | 3 | 4 | | | 7 |
| 13 | 泸州 | 泸州市天立学校 | 1 | 3 | 1 | 1 | | 6 |
| 14 | 成都 | 成都市成华区嘉祥外国语高级中学 | 2 | 1 | | 1 | 1 | 5 |
| 15 | 成都 | 成都市实验外国语学校 | 1 | | 3 | 1 | | 5 |
| 16 | 南充 | 南充高级中学 | 2 | 2 | 1 | | | 5 |
| 17 | 成都 | 成都七中英才学校 | 1 | 2 | | | 1 | 4 |
| 18 | 成都 | 成都市新津区成实外高级中学 | | | | | 4 | 4 |
| 19 | 自贡 | 自贡衡川实验中学 | 1 | | | 2 | | 3 |
| 20 | 眉山 | 仁寿实验中学 | | | 3 | | | 3 |
| 21 | 成都 | 成都市温江区东辰外国语学校 | 2 | | | | | 2 |
| 22 | 成都 | 彭州市嘉祥外国语学校 | 1 | 1 | | | | 2 |
| 23 | 乐山 | 乐山市高新区嘉祥外国语学校 | | | | 1 | 1 | 2 |
| 24 | 成都 | 成都金苹果锦城第一中学 | | | 1 | | | 1 |
| 25 | 成都 | 双流棠湖中学 | | 1 | | | | 1 |
| 26 | 达州 | 达州市天立学校 | | 1 | | | | 1 |
| 27 | 德阳 | 德阳成都外国语学校 | | | | | 1 | 1 |
| 28 | 甘孜 | 泸定中学 | | | | 1 | | 1 |
| 29 | 泸州 | 泸州高级中学校 | 1 | | | | | 1 |
| 30 | 绵阳 | 绵阳外国语学校 | | | 1 | | | 1 |
| 31 | 内江 | 内江市市中区天立学校 | | 1 | | | | 1 |
| 32 | 资阳 | 安岳中学 | | | | 1 | | 1 |
| 总计 | | | 123 | 118 | 89 | 115 | 99 | 544 |

资料来源: 天立教育官方微信, 浙商证券研究所

公办学校被禁止组织高考复读, 大部分流向民办学校及培训机构。早在 2002 年, 教育部提出“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。”近些年各省市不断明确, 禁止公办高中组织高考复读, 对于有复读需求的群体, 可参加民办学校、社会培训机构组织的相关培训。

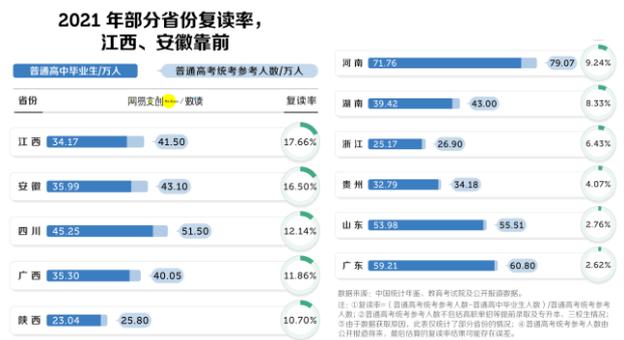
预计目前高考复读市场规模约为 121 亿元。2022 年高考报名人数为 1193 万, 当年普通高中毕业生为 824 万, 据此测算得到中职、高考复读及社会生源为 369 万, 近几年该数据不断走高, 背后重要原因在于中职考生参加高考的提升。参考湖南省、河南省数据统计, 高考报名人数中约 70%-80% 为普通高考, 假设比例为 75% 则得到普通高考人数为 895 万。参考网易统计数据, 可以计算得到江西等 11 个省份加权平均复读率为 9%, 据此可以得到 22 年预计普通高考复读人数为 80.5 万人。假设全国客单价平均为 1.5 万元, 市场规模预计约为 121 亿元。

图42: 中职、复读及社会生源参加高考人数不断提升 (万人)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图43: 样本省份 21 年平均高考复读率约为 9%



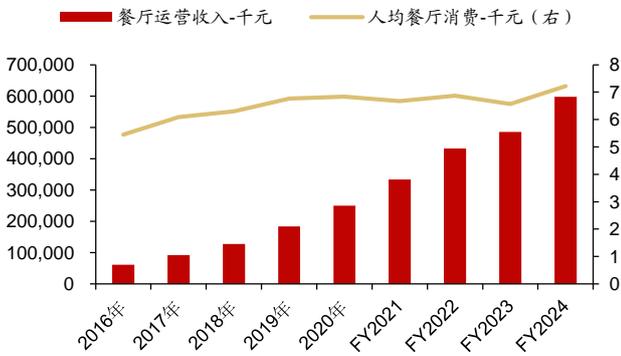
资料来源: 网易, 浙商证券研究所

3.2.3 丰富产品销售，餐厅运营受益于在校生人数增加

产品销售业务迅速起量，但属于低毛利业务。公司通过在线校园商城向学生提供校服、床上用品、日用品等学生用品的销售收入在 FY2023、FY2024 分别为 1.6 亿元、1.42 亿元；通过整合渠道资源及物流体系供销农副产品的收入在 FY2023、FY2024 分别为 3.95 亿元、7.77 亿元，该部分业务收入体量可观，但整体偏低毛利。我们测算天立产品销售的毛利率 FY2023、FY2024 分别为 17%和 14%（注：变动较大主因供销农副产品占比更大）。

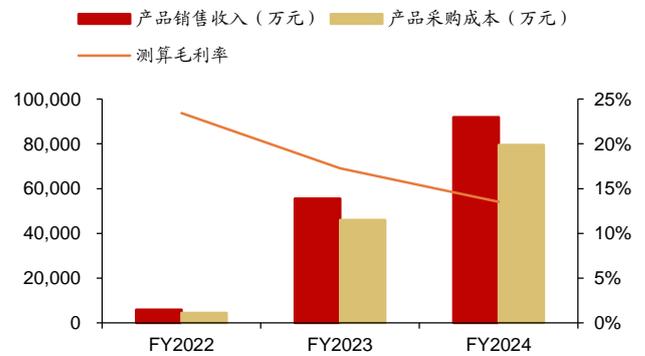
餐厅消费为刚性需求，受益于在校生人数增加。由于公司旗下学校多为寄宿制，学生在校内就餐需求相对刚性，同时该部分业务客单价较为稳定，业务收入将随学校学生人数规模稳定增长。我们测算天立学校学生每年人均餐厅消费约 6000-7000 元。

图44： 测算天立学校人均餐厅消费约 6000-7000 元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图45： 天立产品销售收入及采购成本



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 托管业务打造第二成长曲线

4.1 托管符合“优质均衡”发展方向，处于发展初期

当前教育资源分布仍不均衡，县级中学有迫切升学需求。根据武汉大学社会学系教授杨华的调查研究，近些年来，县域普通高中面临着尖子生流失、清北率和本科率下滑等诸多挑战，其背后的主要原因在于超级中学的跨区域“聚焦优秀生源”。我国当前优质教育资源分布依然不够均衡，尤其是在新城区/开发区/县域等地区缺少优质教学资源及生源。例如，一般的县域普通高中较难充分吸引能够支撑高质量升学的师资、专项教育资源及优质生源从而形成良好的办学循环，而相关地区并不缺乏获取优质教育资源的迫切需求，且华东、西南等地区已有相对成熟的托管模式操作先例，这给天立发展托管业务奠定了需求基础。天立具备优秀的过往办学成绩、成熟的教学体系及丰富的专项教育资源，在强大的拓展团队支撑下，快速扩张托管项目能力具有较高保障。

托管业务可以复用教学经验，受到国家政策鼓励支持。《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。《关于构建优质均衡的基本公共教育服务体系的意见》提出：“完善集团化办学和学区制管理办法及运行机制，促进校际间管理、教学、教研紧密融合，强化优质带动、

优势互补、资源共享，加快实现集团内、学区内校际优质均衡，为县域义务教育优质均衡发展奠定基础。”托管办学可以复用学校优秀的办学经验，提升办学质量，符合义务教育优质均衡发展政策大方向。

表4: 托管模式政策梳理

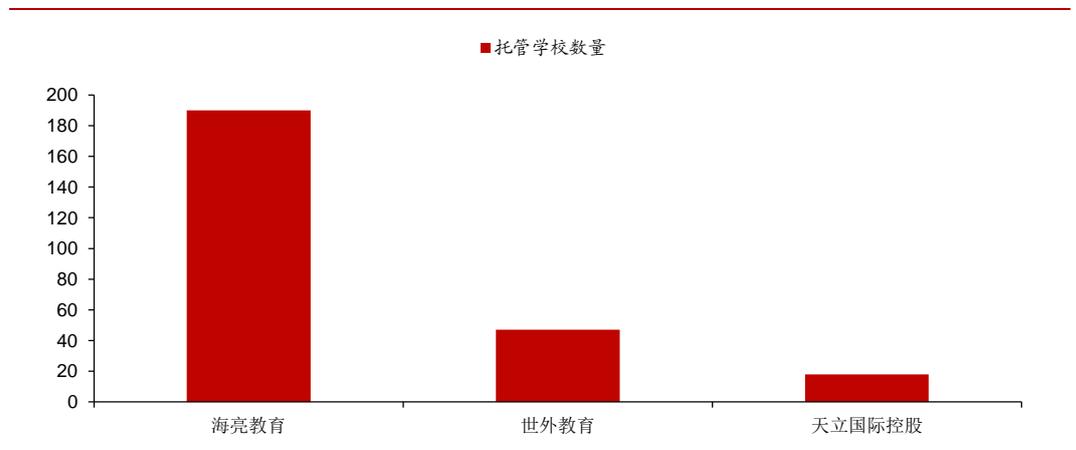
| 时间 | 政策名称 | 政策内容 |
|-------|-------------------------------|---|
| 2010年 | 《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020)》 | 深化公办学校办学体制改革，积极鼓励行业、企业等社会力量参与公办学校办学，扶持薄弱学校发展，扩大优质教育资源，增强办学活力，提高办学效益。各地可从实际出发，开展公办学校联合办学、委托管理等试验，探索多种形式，提高办学水平。 |
| 2021年 | 《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》 | 县级人民政府根据本行政区域实施学前教育、义务教育或者其他公共教育服务的需要，可以与民办学校签订协议，以购买服务等方式，委托其承担相应教育任务。 |
| 2021年 | 《“十四五”县域普通高中发展提升行动计划》 | 实施县中托管帮扶工程。通过国家引导、地方支持、双向选择的方式，开展多种形式的县中托管帮扶工作，努力使每个教育基础薄弱县都得到支持，加快整体提升县中办学水平。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 | 《关于构建优质均衡的基本公共教育服务体系的意见》 | 以推进师资配置均衡化为重点，加快缩小校际办学质量差距。完善集团化办学和学区制管理办法及运行机制，促进校际间管理、教学、教研紧密融合，强化优质带动、优势互补、资源共享，加快实现集团内、学区内校际优质均衡，为县域义务教育优质均衡发展奠定基础。 |

资料来源：国务院、教育部、浙商证券研究所

托管赛道目前市场广阔，我国东部地区率先发展。根据《共享发展：基础教育集团化办学的路径探寻》相关研究，2002年杭州成立第一个公办义务教育集团——杭州求是教育集团，2004年杭州市政府首次提出实施名校集团化办学战略。上海市浦东新区自2005年开始实施公办学校“委托管理”模式，由政府出资将所属公办学校——东沟中学委托给上海成功教育咨询中心管理，开启了调动社会资源扶持薄弱学校加速发展的新路径，2007年上海市教育委员会颁发通知，在全市范围内开展委托管理。经5轮委托管理项目实施，到2017年累计托管农村学校208所，惠及学校班级4400余个、学生16万人，学生和家長对委托管理的满意度分别达到91%和92%。

据教育部数据，2023年中国有小学14.35万所、初中5.23万所、普通高中1.54万所。而目前托管业务的主要玩家海亮教育托管学校约190家、上海世外教育集团托管学校约47所，主要分布在上海、浙江等东部发达地区，以及西南地区。除了上述集团外，其他一些教育机构，如学大教育、凯文教育等托管学校的业务仍处于探索和实验阶段。

图46: 托管学校数量(单位: 所)



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

海亮教育的发展经验: 1) 丰富多样的产品输出。海亮教育目前对外输出学校综合管理服务、教育科技类服务、素质教育类服务、后勤管理类服务等, 且实现了更大范围的覆盖, 例如学校综合管理服务作为主要业务类型之一, 截至 2024 年 3 月, 服务 20+省、190+所学校、24 万+在校学生。基于托管业务, 海亮在教育科技类服务、后勤管理类服务等也实现了较多的学生覆盖。

表5: 海亮教育业务介绍

| 业务类型 | 业务介绍 | 覆盖学生/学校 |
|----------|---|--|
| 学校综合管理服务 | 海亮教育主要业务类型之一, 通过派驻资深干部团队, 在区域党委政府的领导支持下, 协助教育主管部门衔接落地适配的教育服务资源与智能化教育产品, 制定个性化教育质量提升方案, 提供覆盖学校管理、教研共建、教师培养、生源质量优化、拔尖人才培养等多场景、一站式的学校质量提升解决方案, 助力区域教育活力和质量提升。 | 截至 2024 年 3 月, 服务 20+省、190+所学校、24 万+在校学生。 |
| 教育科技类服务 | 海亮科技集团, 聚焦“教、学、考、评、管”五大业务流程, 围绕学生发展、智慧教学、教师提升、学校管理四大服务场景, 通过萃取最优教育理念, 提炼最佳办学实践, 打造具备海亮特色及行业影响力的知识研究型和教育科技型产品。 | 截至 2024 年 3 月, 服务超 20 省、90 市、200 所学校 30 万名师生。 |
| 素质教育类服务 | 海亮素质教育集团为地方政府、中小学、教育机构师生家长等客户提供以“课后服务+”育人体系为核心的素质教育产品与服务, 为优质教育资源流通及区域教育高质量发展提供全面高效的解决方案。 | 截至 2024 年初, 服务覆盖 4 国家、25 省、103 市县 4000+所学校、300 万+学生。 |
| 后勤管理类服务 | 浙江海亮智汇后勤管理集团依托近 30 年校园后勤全领域管理经验, 以“让服务更有温度, 为客户创造价值”为核心服务理念, 以“标准化、数字化、专业化”为核心保障能力, 以“后勤学院、后勤联盟”为人才选拔:培养和共享平台, 打造“软服务+硬科技”多元化产品涉及配送服务、餐饮运营、商超运营、物业运营、后勤科技、后勤培训六大业务板块。 | 截至 2024 年 2 月, 服务覆盖 14 省、28 市县、100+学校 25 万+师生。 |
| 师训干训类服务 | 海亮优才教师研修院作为浙江省中小学教师继续教育学分培训认定机构, 聚焦中小学校领域教师及管理干部培养, 提供全生命周期专业发展解决方案 | 截至 2024 年 1 月 31 日, 服务覆盖 21 省、58 县市、129 所中小学、6000+名干部、19000+名教师, |
| 艺术教育类服务 | 浙江海亮天籁艺术教育致力于打造高品质校内艺术教育服务特色品牌, 构建“专业化、创新型”艺术教育服务链。 | 截至 2024 年 3 月, 服务覆盖 6 省、9 县、11 所学校、1000 名学生。 |
| 体育教育类服务 | 浙江海亮体育发展公司致力于打造高品质体育教育服务特色品牌, 提供体育竞技项目管理、体育技能培训、赛事经营等多种体育综合服务, | 截至 2024 年 2 月, 累计受训人数 47 万+, 承办省级及以上赛事 30+场, 到访师生人数 1 万+人次, 累计直播赛事 300+场, 观众人数 100 万+。 |

资料来源: 海亮教育官方微信公众号, 浙商证券研究所

2) 托管业务瞄准县域学校群体, 抓住痛点、升学成绩为发展基石。截至 2024 年 9 月, 海亮教育县域学校综合管理服务(乡村教育振兴事业)覆盖 22 省 55 市 80 县 141 所学校(园所), 服务超过 22 万名学生 1.5 万名教职员工, 海亮教育的托管业务也主要是瞄准了县域学校。

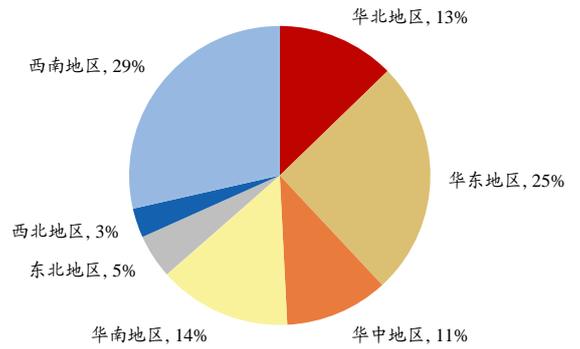
海亮教育通过派驻资深干部团队, 协助教育主管部门衔接落地适配的教育服务资源与智能化教育产品, 制定个性化教育质量提升方案, 提供覆盖学校管理、教研共建、教师培养、生源质量优化、拔尖人才培养等多场景、一站式的学校质量提升解决方案, 助力区域教育活力和质量提升。2022 年 7 月, 海亮教育签约托管安塞区高级中学, 改造效果良好, 2024 年高考一本上线人数 104 人, 同比增长 82.5%, 二本上线人数 685 人, 同比增长 14.5%。

图47: 海亮教育学校布局



资料来源: 海亮教育官方微信公众号, 浙商证券研究所

图48: 海亮集团托管学校以华东和西南地区为主



资料来源: 海亮教育官网, 浙商证券研究所, 根据海亮教育官网整理的服务学校名单, 计算各地学校的占比

表6: 海亮集团学校综合管理服务模块梳理

| 服务模块 | 包含内容 |
|---------|---|
| 学校管理 | 优秀公办教师激励、优秀校长团队派遣 |
| 教师培养 | “三新”教学示范课程、名师大讲堂、优师赋能、教师命题能力培养、教师内驱力机制建设、教师信息化能力培养、教师心理健康教育能力培养、教师分群体专业成长计划、名师高分教程、骨干教师培养、课题研究及论文写作解决方案、教研领导力提升培训咨询服务 |
| 数字化教育产品 | 班级教学绩效评价体系建设、学科教学能力强力提升方案、学生内驱力养成、智慧后勤管理、家校共育平台、学生综合素质评价、鸿儒教研、中高考复习难点突破专题研修 |
| 课程建设 | 清北朋辈导师生涯规划、学生心理辅导点、演讲力能力打造、课后服务 |
| 拔尖人才 | 优质生源班级组建、人才联合培养、优质生源集中培养、双师课堂、清北朋辈导师榜样引领、艺术升学整体解决方案 |
| 教研共建 | 校际教研、常规教学培训系列 |
| 学校诊断 | 痛点诊断与解决方案输出 |
| 资源共享 | 与海亮优质学校结对 |
| 其他服务 | 学校品牌建设、精品社团课程、后勤管理培训、外派团队及产品落地诊断、名校筑梦系列冬夏令营 |

资料来源: 海亮教育官网, 浙商证券研究所

4.2 天立教育发力托管, 有望成为第二成长曲线

托管业务符合义务教育优质均衡发展方向, 天立教育拓展托管业务。优质民办教育集团依然稀缺, 除了有资金、师资、管理等方面的实力, 还需要有积累多年的品牌, 有优秀的历史成绩作为信誉保障和依托 (例如天立教育一本率远超四川省平均)。针对托管院校学段, 天立核心输出有: 1) 天立教育拥有近 20 年的办学历史和丰富的管理经验, 可以输出其“六立一达”素质教育课程体系; 2) 天立教育作为民办教育中的佼佼者, 通过激励机制调动教师积极性; 3) 天立教育在学科竞赛、出国升学等多元升学方式有丰富经验, 满足升学的相关需求; 4) 更个性化的辅导学生, 提高学生的学习积极性。由于公办校老师往往并不缺乏工作责任感及能动性, 但缺乏好的教研资源, 天立成熟的集团校教研体系及专训资源是极好的补充。此外天立在掌握托管校预算后可激活其考核机制, 相比过往大锅饭模式或漫长的升迁机制, 公办校老师在劳有所得下积极性易被激活。因此, 天立的托管介入并非“空降管理”, 而是赋能与激活, 落地性及复制性较强。

表7: 天立教育不断落地新的托管项目

| 落地时间 | 学校 | 介绍 |
|----------|----------------------|---|
| 2024年10月 | 北京四中呼和浩特分校 | 此次双方的合作由学校负责准备一套师资, 常态教学管理回归学校为主体; 天立教育负责配备集团首席、天立名师、心理咨询师、赋能教练、运营人员以及相关软硬件进行赋能, 负责结果交付; 同时建立双方领导定期会晤制度和工作人员定期联席会议制度, 推动合作关系不断发展和深化。通过以上步骤的实施帮助学生实现整体提升和针对性突破, 达到预期总体提升目标。该校办学地址位于南京市溧水区, 总占地面积约100亩。目前学校正在紧密筹划准备中, 暂定于2026年9月1日开学。在学校全面完工交付后, 天立将为其提供管理运营服务, 按照“南京一流, 江苏知名”的目标定位, 将其打造为管理精细、特色鲜明、办学水平和质量俱佳的优质名牌学校。 |
| 2024年10月 | 南京市一所新高中 | 天立与一所中学就学科竞赛课程培训服务签订服务协议。凭借集团卓越的竞赛人才一体化选拔和培养体系, 天立将选派优秀的专家及竞赛教练实施线下教学, 并输出天立重磅打造的教学平台和教学资源, 助力该校进一步拓宽学校学生个性发展渠道, 提升学校五大学科竞赛教师教学教研与赛事指导水平, 为国家强基计划及重点高校特殊类型招生培育更多的优秀生源。 |
| 2024年10月 | 福建省泉州市一所中学 | 广东云浮蔡朝焜纪念中学是1996年创办的一所县直属重点公办完全中学。学校占地86784.27平方米, 2024年秋, 学校共有初高中生约4,800人。未来天立教育将为蔡朝焜纪念中学提供全面的学校管理服务, 涵盖教学管理、后勤服务、教师培训、课程开发等各个环节。 |
| 2024年8月 | 广东云浮蔡朝焜纪念中学 | 与天立教育在拔尖创新人才培养、特殊班型教育教学服务、教学课程资源共享、教学质量提升、教师培养等方面开展密切合作 |
| 2024年6月 | 攀枝花十五中 | 智造新城第一所直属学校, 作为市教育局直属公办义务教育学校进行办学, 是天立教育与衢州市政府携手打造的一所高起点、高规格、高品位的长三角区域战略标杆学校。学校占地86亩, 设计规模为54个班, 其中小学36个班, 初中18个班, 可容纳学生2500余名。 |
| 2024年5月 | 衢州智造新城实验学校 | 河北省滦州市新增小初高一体化民办托管项目 |
| 2024年5月 | 河北省滦州市新增小初高一体化民办托管项目 | 该学校成立于2004年, 经过全体师生的努力, 荣获全国民办教育先进学校、河北省民办教育明星学校。学校占地140亩, 目前在校学生约5000人。 |
| 2024年3月 | 云南省昭通市威信县第一中学 | 学校创办于1947年, 1971年设立高中班, 正式定名为“威信县第一中学”, 1996年被评定为“云南省二级一等完全中学”。目前, 该学校在校生成人数逾7000人。 |
| 2024年2月 | 山东省德州市东城中学校 | 山东省德州市东城中学校始建于1976年, 学校占地72.5亩, 建筑面积2.83万平方米, 最多可容纳36个教学班、1800名学生。在山东合作的第一个公办初中共建校。 |
| 2023年9月 | 陕西略阳天立学校 | 略阳县天立实验学校是由略阳县政府倾力举办的一所集小学、初中于一体的“高起点、高品质、高品位”的九年制现代寄宿制公办学校。略阳县天立实验学校于2023年9月投入使用, 占地40亩。 |
| 2023年9月 | 靖西市外国语学校 | 靖西市外国语学校于2019年9月1日开学。学校占地500亩, 建筑面积17万平方米, 项目总投资9亿元人民币。学校规划建设有小学部48个班、初中部60个班、高中部24个班, 学生约6000人、教职工约500人。 |
| 2023年9月 | 宜宾第一高级中学 | 宜宾三江新区第一高级中学校于2023年9月投入使用, 占地128亩, 共设初高中各36个班, 可为3600余名初中、高中学生提供优质的学习环境。 |
| 2023年9月 | 宁波市象山县天立高中 | 宁波市象山县大目湾高级中学是天立教育与象山县政府携手打造的一所长三角区战略标杆学校, 项目总投资约2.84亿元, 总用地面积5.04万平方米, 总建筑面积4.36万平方米, 规划建设48个班级。学校于2023年9月开学, 高一一年级招收18个班, 新生828名。 |

资料来源: 天立国际控股投资者关系官方微信号, 浙商证券研究所

天立复用教学经验, 发力托管业务。2022-2023学年, 天立教育开始孵化托管业务, 累计托管7所学校, 托管业务收入为3900万, 据此测算单个学校收入平均为557万元。至24-25学年开学初, 天立累计签约及托管的学校共18所, 涵盖33个学段。我们估计目前小学/初中/高中的托管费用约处于每年300万元/300-400万元/500-600万元的水平附近。由于前期托管学校的办学效果已逐步得到验证, 托管业务当前处于经初步验证后的临爆发增长阶段。我们估计FY25起每年新签40-50个托管学段, 假设单个学段贡献500万元, 若拓展50个学段估计直接贡献托管服务收入2.5亿元。在托管业务中, 天立主要是输出管理团队和复用经验, 偏轻资产经营, 伴随该业务占比提升, 带动整体利润率提升。在每个托管项目中, 公司派出4-5人的管理团队将天立成熟的教研教学体系在公办校中进行落地, 单项目毛利率我们估计约在60%左右。

托管学校探索多支业务, 打开长期发展空间。伴随学校托管的开展, 除了收取托管费, 天立基于成熟的运营经营和优秀的服务品质, 旗下的游学研学、食堂、学生用品(如

校服)、竞赛及综合素养等“多支”业务服务有望拓展更多学生群体。公司 FY23-FY24 托管项目平均单校在校生人数超过 2000 人,若谨慎假设未来每个学段在校生人数超过 1000 人,若未来每年拓展 50 个托管学段,新增覆盖学生有望超过 50000 人。假设“多支”业务在托管学校中的渗透率 5%,则每年有望贡献新增收入 4500 万元,长期来看假设 300 个学段渗透率 50%,有望贡献新增收入 27 亿元,以 FY24 收入为基准,通过托管服务+“多支”业务渗透服务实现接近翻倍式发展,进一步打开天立发展空间。

表8: 托管学校多支业务敏感性分析

| | | | | | |
|---------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 每个学段人数(人) | 1000 | | | | |
| 假设客单价合计(元) | 18000 | | | | |
| 综合素养服务客单价(元) | 7000 | | | | |
| 游学研学客单价(元) | 3000 | | | | |
| 餐厅客单价(元) | 6000 | | | | |
| 学生用品销售客单价(元) | 2000 | | | | |
| 学段数(个)/渗透率—对应收入(万元) | 5% | 10% | 20% | 30% | 50% |
| 50 | 4500 | 9000 | 18000 | 27000 | 45000 |
| 100 | 9000 | 18000 | 36000 | 54000 | 90000 |
| 150 | 13500 | 27000 | 54000 | 81000 | 135000 |
| 200 | 18000 | 36000 | 72000 | 108000 | 180000 |
| 250 | 22500 | 45000 | 90000 | 135000 | 225000 |
| 300 | 27000 | 54000 | 108000 | 162000 | 270000 |

资料来源: 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值分析

伴随自有院校在校生持续爬坡,拓展托管等外延业务并进一步带动“多支”业务渗透扩张,带动收入保持较快增长。预计天立国际控股 FY2025-FY2027 营业收入分别为 45.0/57.0/68.7 亿元,同比增长+36%/+27%/+20%。

表9: 天立国际控股收入预测(千元)

| | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(千元) | 2,302,540 | 3,320,898 | 4,503,645 | 5,700,032 | 6,867,135 |
| yoy | 160% | 44% | 36% | 27% | 20% |
| 餐厅运营 | 485,093 | 597,409 | 749,174 | 858,950 | 1,041,320 |
| yoy | 12% | 23% | 25% | 15% | 21% |
| 产品销售、销售学生用品 | 555,230 | 918,923 | 1,263,861 | 1,611,491 | 1,943,860 |
| yoy | 837% | 66% | 38% | 28% | 21% |
| 管理及特许经营费 | 38,999 | 59,621 | 99,000 | 219,000 | 339,000 |
| yoy | -18% | 53% | 66% | 121% | 55% |
| 综合教育服务 | 1,223,218 | 1,744,945 | 2,391,610 | 3,010,591 | 3,542,954 |
| yoy | 254% | 43% | 37% | 26% | 18% |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1) 餐厅运营: 与学生人数密切相关, 除了自有学校餐厅运营, 有望往托管学校提供餐厅等服务, 带动餐厅运营收入增长。预计 FY2025-FY2027 餐厅运营营业收入分别为 7.5/8.6/10.4 亿元, 同比增长+25%/+15%/+21%。

2) 产品销售: 学生用品与学生人数密切相关, 同样可拓展托管学校学生群体; 另外天立通过整合渠道资源及物流体系供销农副产品, 该部分业务收入体量可观、增速较快(价格优势)。预计 FY2025-FY2027 产品销售营业收入分别为 12.6/16.1/19.4 亿元, 同比增长+38%/+28%/+21%。

3) 管理及特许经营费: 与拓展的托管学段数有关, 伴随公司逐渐发力托管, 低基数下有望实现高增长。预计 FY2025-FY2027 管理及特许经营费营业收入分别为 1.0/2.2/3.4 亿元, 同比增长+66%/+121%/+55%。

4) 综合教育服务: 主要为 K9 阶段的综合素养服务、高中段学费及多元升学服务、优学研学等, 与在校生人数密切相关, 在托管学校拓展和自有学校持续爬坡下, 预计 FY2025-FY2027 秋期开学在校生高中段分别增长+22%/+36%/+27%、K9 阶段分别增长+16%/+38%/+27%。从而带动 FY2024-FY2027 综合教育服务营业收入分别为 23.9/30.1/35.4 亿元, 同比增长+37%/+26%/+18%。

表10: 天立国际控股学生人数预测

| 秋期开学在校生(人) | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 高中在校人数 | 36,708 | 54,000 | 66,125 | 89,925 | 114,040 |
| yoy | 44% | 47% | 22% | 36% | 27% |
| 其中: 自有高中在校人数 | 33,010 | 40,000 | 46,000 | 52,300 | 58,915 |
| 其中: 托管高中在校人数 | 3,698 | 14,000 | 20,125 | 37,625 | 55,125 |
| K9 阶段学校人数 | 63,329 | 76,660 | 89,049 | 122,582 | 156,136 |
| yoy | 12% | 21% | 16% | 38% | 27% |
| 其中: 自有 K9 在校人数 | 49,667 | 50,660 | 51,674 | 52,707 | 53,761 |
| 其中: 托管 K9 在校人数 | 13,662 | 26,000 | 37,375 | 69,875 | 102,375 |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表11: 天立国际控股盈利预测(千元)

| | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|---------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 毛利(千元) | 778,847 | 1,118,969 | 1,531,320 | 1,970,857 | 2,397,171 |
| 毛利率 | 33.8% | 33.7% | 34.0% | 34.6% | 34.9% |
| 销售及分销开支 | -36,227 | -70,531 | -94,577 | -119,701 | -137,343 |
| 费用率 | 1.6% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.0% |
| 行政开支 | -240,061 | -257,499 | -322,737 | -385,502 | -427,028 |
| 费用率 | 10.4% | 7.8% | 7.2% | 6.8% | 6.2% |
| 归母净利润 | 333,829 | 575,956 | 758,515 | 1,028,002 | 1,318,263 |
| yoy | 246% | 73% | 32% | 36% | 28% |
| 归母净利率 | 14.5% | 17.3% | 16.8% | 18.0% | 19.2% |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

盈利能力: 1) 毛利率: 学校在校生人数持续爬坡有望改善学校的毛利率, 但多元化业务的开展(例如相对低毛利业务的供应链产品销售逐渐起量)对毛利率同样有较大影响; 2) 费用率: 公司主要业务较为成熟, 预计销售费用率整体保持稳定, 管理费用率有所优化; 3) 净利润: 预计 FY2025-FY2027 归母净利润分别为 7.6/10.3/13.2 亿元, 同比增长 +32%/+36%/+28%。

估值分析: 横向比较看, A 股的 K12 教育公司对应 24 年 PE 普遍在 20x 以上, 美股的新东方和好未来对应 25 财年 PE 分别为 18.0x 和 57.7x, 而天立国际控股对应 25 财年 PE 仅 11.1x; 纵向比较看, 2021 年之前, 天立国际控股的估值 PE 的中枢从 20x 左右最高提升至 40x 左右, 估值中枢抬升的背后是天立高速增长业绩的不断兑现。

基于天立国际控股的业务稳定性、托管业务增长空间仍大, 我们给予 FY25 业绩 15x PE, 目标市值为 114 亿元, 较 2024 年 11 月 29 日收盘价具备 36% 收益空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图49: K12 教育公司估值横向比较

| 单位 | 2024/11/30 | 市值(亿) | 全年收入 | | | 全年利润 | | | PS | | | PE | | | |
|---------|------------|--------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| | | | FY24 | FY25E | FY26E | |
| EDU.N | 美元 | 新东方 | 97 | 43.1 | 49.5 | 59.6 | 3.8 | 5.4 | 7.3 | 2.3 | 2.0 | 1.6 | 25.6 | 18.0 | 13.4 |
| | | YOY | 44% | 15% | 20% | 47% | 42% | 34% | | | | | | | |
| TAL.N | 美元 | 好未来 | 60 | 14.9 | 20.6 | 26.0 | 0.9 | 1.0 | 2.0 | 4.0 | 2.9 | 2.3 | 70.6 | 57.7 | 30.6 |
| | | YOY | 46% | 39% | 26% | NA | 22% | 88% | | | | | | | |
| 1773.HK | 人民币 | 天立国际控股 | 84 | 33.2 | 45.0 | 57.0 | 5.8 | 7.6 | 10.3 | 2.5 | 1.9 | 1.5 | 14.6 | 11.1 | 8.2 |
| | | YOY | 44% | 36% | 27% | 73% | 32% | 36% | | | | | | | |

| 单位 | 市值(亿) | 全年收入 | | | 全年利润 | | | PS | | | PE | | | | |
|-----------|-------|--------|------|------|------|-------|------|------|------|------|-----|------|-------|-------|-------|
| | | 23年 | 24年E | 25年E | 23年 | 24年E | 25年E | 23年 | 24年E | 25年E | 23年 | 24年E | 25年E | | |
| GOTU.N | 人民币 | 高途集团 | 52 | 29.6 | 44.9 | 62.2 | 0.5 | -6.9 | -4.6 | 1.8 | 1.2 | 0.8 | 102.5 | -7.6 | -11.4 |
| | | YOY | 19% | 52% | 39% | -62% | NA | NA | | | | | | | |
| 000526.SZ | 人民币 | 学大教育 | 53 | 22.1 | 27.4 | 33.8 | 1.5 | 2.1 | 3.0 | 2.4 | 1.9 | 1.6 | 34.5 | 24.9 | 18.0 |
| | | YOY | 23% | 24% | 23% | 1312% | 39% | 38% | | | | | | | |
| 300192.SZ | 人民币 | 科德教育 | 47 | 7.7 | 8.2 | 9.2 | 1.4 | 1.6 | 2.0 | 6.1 | 5.7 | 5.1 | 33.7 | 29.0 | 23.8 |
| | | YOY | -3% | 6% | 12% | 87% | 16% | 22% | | | | | | | |
| 002599.SZ | 人民币 | 盛通股份 | 41 | 24.0 | 24.9 | 28.2 | 0.0 | 0.2 | 0.6 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 998.0 | 175.8 | 74.5 |
| | | YOY | 7% | 4% | 13% | NA | 468% | 136% | | | | | | | |
| 600661.SH | 人民币 | 昂立教育 | 38 | 9.7 | 12.9 | 16.7 | -1.9 | 0.3 | 1.7 | 3.9 | 3.0 | 2.3 | -20.2 | 113.3 | 22.7 |
| | | YOY | 27% | 33% | 30% | NA | NA | 400% | | | | | | | |
| 002659.SZ | 人民币 | 凯文教育 | 32 | 2.5 | 3.4 | 4.2 | -0.5 | 0.0 | 0.3 | 12.4 | 9.3 | 7.5 | -63.4 | 820.4 | 98.1 |
| | | YOY | 48% | 33% | 25% | NA | NA | 736% | | | | | | | |
| 300010.SZ | 人民币 | 豆神教育 | 203 | 9.9 | | | 0.3 | | | 20.5 | | | 643.0 | | |
| | | YOY | -2% | | | NA | | | | | | | | | |
| 3978.HK | 人民币 | 卓越教育集团 | 27 | 4.9 | 9.5 | 16.9 | 0.9 | 1.7 | 2.9 | 5.4 | 2.8 | 1.6 | 29.1 | 15.8 | 9.1 |
| | | YOY | 0% | 95% | 78% | 62% | 83% | 73% | | | | | | | |
| 1769.HK | 人民币 | 思考乐教育 | 27 | 5.7 | 8.7 | 12.4 | 0.9 | 1.8 | 2.4 | 4.7 | 3.1 | 2.2 | 31.3 | 15.1 | 11.1 |
| | | YOY | 42% | 52% | 43% | 58% | 107% | 37% | | | | | | | |

资料来源: wind, 彭博, 浙商证券研究所, 注: 新东方、好未来、学大教育和天立国际控股为浙商预测值, 高途为彭博一致预期, 其余为 wind 一致预期

图50: 天立国际控股历史估值比较



资料来源: wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

- 1) 托管业务发展不及预期: 公司托管业务尚处于发展早期, 由于签约时间较长、办学成果尚需一定周期验证, 且地方教育部门需要支付一定费用, 落地时间可能与预期存在一定偏差;
- 2) 自营高中拓展不及预期: 自营高中拓展一方面需要获取营利性牌照, 另一方面需要租赁/自建学校, 租赁学校进展或获取牌照时间可能与预期存在一定偏差;
- 3) 局部地方政府教育财政支出能力不足: 局部地方政府对于高中项目的建设进度、对于通过托管等方式采购优质教育的能力可能受到外部宏观环境的干扰进而影响G端需求;
- 4) “多支”业务独立面向市场的产品迭代及竞争力不足: 天立基于学生需求拓展素养课、学科竞赛、游学研学、出国留学、艺考升学、复读、独立餐饮/食品/用品等供应链等业务, 独立运营并面向外部市场拓展尚处于发展早期, 发展可能与预期存在一定偏差。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 2,219 | 2,336 | 3,416 | 4,773 |
| 现金 | 1,349 | 1,166 | 1,941 | 3,002 |
| 应收账款及票据 | 18 | 25 | 32 | 38 |
| 存货 | 26 | 36 | 45 | 54 |
| 其他 | 825 | 1,110 | 1,398 | 1,679 |
| 非流动资产 | 7,975 | 7,811 | 7,624 | 7,415 |
| 固定资产 | 4,969 | 4,735 | 4,477 | 4,195 |
| 无形资产 | 604 | 574 | 545 | 518 |
| 其他 | 2,402 | 2,502 | 2,602 | 2,702 |
| 资产总计 | 10,194 | 10,147 | 11,040 | 12,187 |
| 流动负债 | 4,657 | 4,382 | 4,690 | 4,963 |
| 短期借款 | 741 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 57 | 76 | 96 | 115 |
| 其他 | 3,859 | 4,305 | 4,594 | 4,848 |
| 非流动负债 | 3,064 | 2,626 | 2,189 | 1,752 |
| 长期借款 | 1,312 | 875 | 437 | 0 |
| 其他 | 1,752 | 1,752 | 1,752 | 1,752 |
| 负债合计 | 7,721 | 7,008 | 6,879 | 6,714 |
| 归属母公司股东权益 | 2,473 | 3,139 | 4,161 | 5,473 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 2,473 | 3,139 | 4,161 | 5,473 |
| 负债和股东权益 | 10,194 | 10,147 | 11,040 | 12,187 |

利润表

| (百万元) | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3321 | 4504 | 5700 | 6867 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 2202 | 2972 | 3729 | 4470 |
| 销售费用 | 71 | 95 | 120 | 137 |
| 管理费用 | 257 | 323 | 386 | 427 |
| 财务费用 | 86 | 35 | 9 | (28) |
| 除税前溢利 | 740 | 1011 | 1371 | 1758 |
| 所得税 | 184 | 253 | 343 | 439 |
| 净利润 | 556 | 759 | 1028 | 1318 |
| 少数股东损益 | (20) | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 576 | 759 | 1028 | 1318 |
| EBIT | 827 | 1046 | 1380 | 1730 |
| EBITDA | 827 | 1357 | 1718 | 2095 |
| EPS (最新摊薄) | 0.28 | 0.36 | 0.49 | 0.62 |

主要财务比率

| | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 44.23% | 35.62% | 26.56% | 20.48% |
| 归属母公司净利润 | 72.53% | 31.70% | 35.53% | 28.24% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 33.69% | 34.00% | 34.58% | 34.91% |
| 净利率 | 17.34% | 16.84% | 18.04% | 19.20% |
| ROE | 23.29% | 24.17% | 24.71% | 24.09% |
| ROIC | 13.72% | 19.55% | 22.51% | 23.70% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 75.74% | 69.06% | 62.31% | 55.09% |
| 净负债比率 | 28.47% | -9.28% | -36.14% | -54.85% |
| 流动比率 | 0.48 | 0.53 | 0.73 | 0.96 |
| 速动比率 | 0.47 | 0.53 | 0.72 | 0.95 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.44 | 0.54 | 0.59 |
| 应收账款周转率 | 185.47 | 208.20 | 202.06 | 197.65 |
| 应付账款周转率 | 42.47 | 44.67 | 43.28 | 42.40 |
| 每股指标(美元) | | | | |
| 每股收益 | 0.28 | 0.36 | 0.49 | 0.62 |
| 每股经营现金 | 0.39 | 0.61 | 0.66 | 0.79 |
| 每股净资产 | 1.17 | 1.48 | 1.97 | 2.59 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14.64 | 11.15 | 8.23 | 6.42 |
| P/B | 3.45 | 2.70 | 2.03 | 1.55 |
| EV/EBITDA | 11.16 | 6.02 | 4.05 | 2.61 |

现金流量表

| (百万元) | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 827 | 1296 | 1403 | 1671 |
| 净利润 | 576 | 759 | 1028 | 1318 |
| 少数股东权益 | (20) | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 0 | 311 | 338 | 365 |
| 营运资金变动及其他 | 271 | 227 | 37 | (13) |
| 投资活动现金流 | (344) | (147) | (151) | (156) |
| 资本支出 | 0 | (47) | (51) | (56) |
| 其他投资 | (344) | (100) | (100) | (100) |
| 筹资活动现金流 | (560) | (1327) | (470) | (448) |
| 借款增加 | 0 | (1178) | (437) | (437) |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | 0 | (148) | (33) | (11) |
| 其他 | (560) | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | (83) | (183) | 775 | 1060 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>