

天立国际控股 (01773.HK)

K12 民办学校龙头品牌效应价值显现，业务转型轻资产模式开辟第二曲线

买入（首次）

2025年02月18日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书: S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入(百万元)	2315	3321	4375	5572	6938
同比(%)	160.53	43.45	31.73	27.37	24.52
归母净利润(百万元)	333.83	575.96	765.83	1,020.91	1,341.70
同比(%)	245.80	72.53	32.97	33.31	31.42
EPS-最新摊薄(元/股)	0.16	0.27	0.36	0.48	0.64
P/E(现价&最新摊薄)	26.92	15.60	11.73	8.80	6.70

投资要点

- **公司成立于2002年，是国内K12头部民办学校教育集团。**公司早期以K9业务为主，2002年在四川省泸州市建立了第一所学校，后立足四川，向全国实现异地扩张，2018年公司成功在港交所上市，2021年民促法之后，公司业务结构实现较大调整，K9学校剥离出表，高中新建和托管学校加速，截至2024年11月，公司在宁波、安徽、湖北、上海等省市建立学校，学校数量达58所，覆盖18省市，共服务在校生超过13万，同比增长30%，服务高中生5.39万人，同比增长46%。2024年财年，公司实现了营收33.2亿元，同比+44%，实现了归母净利润5.76亿元，同比+73%。
- **民促法之后，天立教育已经较快地完成了业务结构调整，行业龙头地位稳固：**2021年民促法对K9民办学校主体影响较大，民促法出台后行业出现了较大调整，目前已经较难有新增民办学校主体，部分原有民办学校上市集团在将K9业务剥离出表的同时，也在收缩发展，整体调整偏慢，而天立则凭借着较为高效有执行力的组织架构，实现了较快调整，目前行业龙头地位稳固。
- **凭借着优秀的提分和升学成绩，天立能够成功实现较好的异地扩张：**公司国内升学成绩优异，高中升学率和高考一本率均保持在较高水平，每年清北等一线985学校的录取人数稳步上升。国际留学中多人录取到QS前50的名校，公司实行分层培养与三层教学，提分能力强，出色的教学成果也为公司在异地扩张中能够从当地政府中拿到较多优质项目打下了坚实的基础。
- **公司每年保持3-5所新开高中增长，托管业务也将持续贡献业绩增长。**截至2023年11月，天立教育校园容量最高可达20万人，其中高中生最高可容纳10万人，现有学校爬坡还有较大增长空间，此外，公司计划于5年内将保持每年新开3-5所高中，到2027年实现全国运营40-50所高中，为6-8万名在校高中生提供综合教育服务。同时，托管业务作为公司近年来高速成长的业务，未来也将持续为公司的收入和业绩贡献增量。
- **盈利预测与投资评级：**天立国际控股是我国K12民办学校公司集团龙头，办学质量优异，升学成绩突出，行业地位稳固，在2021年民促法之后业务结构已经实现了较好的调整，目前每年能保持3-5所高中扩张速度，以及数十个学段的托管扩张，我们预计FY2025-FY2027归母净利润为7.7/10.2/13.4亿元，对应2025-2027年PE分别为12/9/7倍，首次覆盖，给与“买入”评级。
- **风险提示：**招生人数不及预期的风险，政策风险，新校区扩张表现不及预期的风险等

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.54
一年最低/最高价	3.10/5.98
市净率(倍)	3.88
港股流通市值(百万港元)	9,560.70

基础数据

每股净资产(元)	1.17
资产负债率(%)	75.74
总股本(百万股)	2,105.88
流通股本(百万股)	2,105.88

相关研究

《天立国际控股(01773.HK): 2020年
报点评: 收入+42%，经调整净利
+44%，新学校异地扩张高速推进中》

2021-03-21

《天立国际控股(01773.HK): 天府名
校走向全国，看好K12学校龙头品牌
扩张》

2021-01-29

内容目录

1. 公司概况：始于西部、“一千多支”助力全国扩张	5
1.1. 公司发展历程：扎根西部，扩展全国	5
1.2. 公司股权结构：罗实先生持股 43.29%，管理层行业经验丰富	7
1.3. 民促法之后公司业务调整迅速，业绩实现快速恢复	9
2. 行业：政策环境逐渐稳定，地方对高质量民办高中需求较强	10
2.1. 政策：规范民办教育行业，总体支持民办教育高质量发展	10
2.2. 行业竞争格局：民办学校进入门槛较高，行业格局较为稳定	11
2.3. 未来生源供给依旧充足，民办高中需求保持增长	12
3. “教研+人才+管理”核心竞争力积攒优质品牌声誉	14
3.1. 多元优质升学打造品牌护城河	14
3.2. 推行多层次教学教研模式，用科技赋能教育	16
3.3. 完善的激励培养机制保证卓越人才队伍供给	17
3.4. 推行标准化管理保证教学任务落地执行	19
4. 从基础教育的引领者到综合教育的服务商：围绕营利性高中展开多元化业务	20
4.1. 营利性高中：内部校网利用率增长潜力大，外部轻资产租赁扩展	20
4.2. 以 K12 教育为基础，增值业务多点开花	21
4.3. 托管业务加速布局，挖掘第二增长曲线	23
5. 财务分析：业绩恢复迅速，盈利能力持续改善	24
6. 盈利预测与投资建议	26
6.1. 盈利预测	26
6.2. 投资建议	27
7. 风险提示	28

图表目录

图 1:	公司开设学校时间线.....	5
图 2:	FY2017-2024/11 校网学校总数.....	6
图 3:	截至 2024 年 11 月公司集团旗下学校数量.....	6
图 4:	2017/2018 学年-2024/2025 学年公司 K12 学校在校生人数及增速.....	7
图 5:	公司“一千多支”战略示意图.....	7
图 6:	公司股权结构图（更新到 2024 年 8 月底）.....	8
图 7:	FY2016-FY2024 营业收入及增速.....	9
图 8:	FY2015-FY2024 营业收入结构.....	9
图 9:	FY2017-FY2024 归母净利润及增速.....	10
图 10:	FY2016-FY2024 毛利及增速.....	10
图 11:	2022-2024 年部分民办教育企业市值.....	12
图 12:	2014-2023 年 K12 不同学段在校生人数.....	12
图 13:	未来 15 年初中毕业生的出生年份所对应人口出生数.....	13
图 14:	2014-2023 年民办普通高中在校生人数及增速.....	13
图 15:	2014-2023 年民办普通高中在校生占全国普通高中在校生比例.....	13
图 16:	2014-2023 年新增普通高中数量.....	14
图 17:	2014-2023 年公办普通高中与民办普通高中结构.....	14
图 18:	2023 年天立各学校一本录取率.....	15
图 19:	成都天立国高首届国外留学情况.....	15
图 20:	公司“六立一达”育人目标.....	17
图 21:	FY2018-FY2024 公司自有全职教师数量及增速.....	18
图 22:	2021/2022 学年-2023/2024 学年公司高中在校生人数.....	20
图 23:	天立“TLI”课程.....	22
图 24:	天立“骄子优品”电商平台.....	23
图 25:	FY2018-FY2024 毛利率.....	24
图 26:	FY2018-FY2024 主营业务成本及增速.....	25
图 27:	FY2021-FY2024 主营业务成本结构占比.....	25
图 28:	FY2018-FY2024 销售费用率与管理费用率.....	25
图 29:	FY2018-FY2024 经营性现金流量净额.....	26
图 30:	FY2018-FY2024 合约负债及增速.....	26
图 31:	FY2018-FY2023 政府补助.....	26
表 1:	公司董事会状况.....	8
表 2:	《北京市实施<中华人民共和国民办教育促进法>办法（修订草案征求意见稿）》重点内容摘录.....	11
表 3:	天立各学校 2024 年四川省五大学科竞赛获奖情况（人）.....	16
表 4:	ABC 分层培养教学.....	16
表 5:	德阳天立 2024 招聘公告.....	18
表 6:	青蓝工程实施方案.....	19
表 7:	员工晋升路径.....	19
表 8:	百色天立 2024 招生简章.....	20

表 9: 2022-2024 年天立部分高中招生人数	21
表 10: 公司部分研学项目价格	22
表 11: 2024 年天立新增部分托管项目	23
表 12: 公司 FY2025-FY2027 年盈利预测	27
表 13: 港股可比教育公司估值表	28

1. 公司概况：始于西部、“一千多支”助力全国扩张

1.1. 公司发展历程：扎根西部，扩展全国

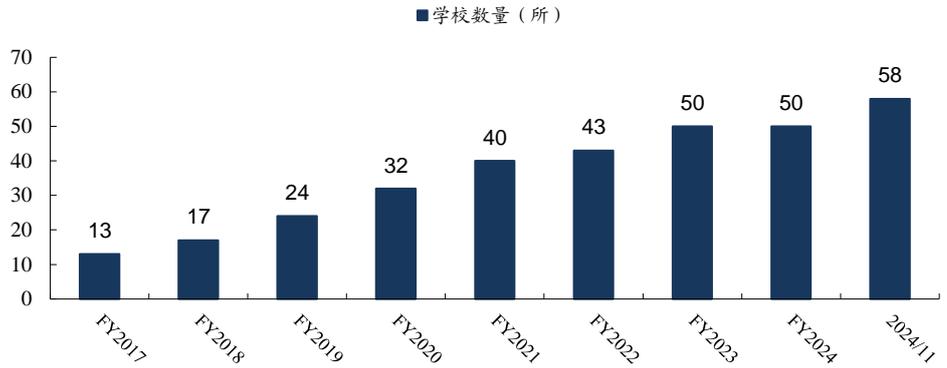
天立国际控股有限公司成立于2002年，是国内K12头部民办学校教育集团。公司早期以K9业务为主，2002年在四川省泸州市建立了第一所学校——泸州市天立学校，并于2005年招收首届初中学生。2010年建立泸州市龙马潭区天立小学，2013年建立泸州天立学校附属幼儿园，业务覆盖K9全学段。同年，公司于四川省宜宾翠屏区建设天立学校，开启跨区域扩张。2018年公司成功在港交所上市，公司校园网不断向外扩展、延伸全国。截至2024年11月，公司在宁波、安徽、湖北、上海等省市建立学校，学校数量达58所，覆盖18省市，共服务在校生超过13万，同比增长30%，服务高中生5.39万人，同比增长46%。

图1：公司开设学校时间线



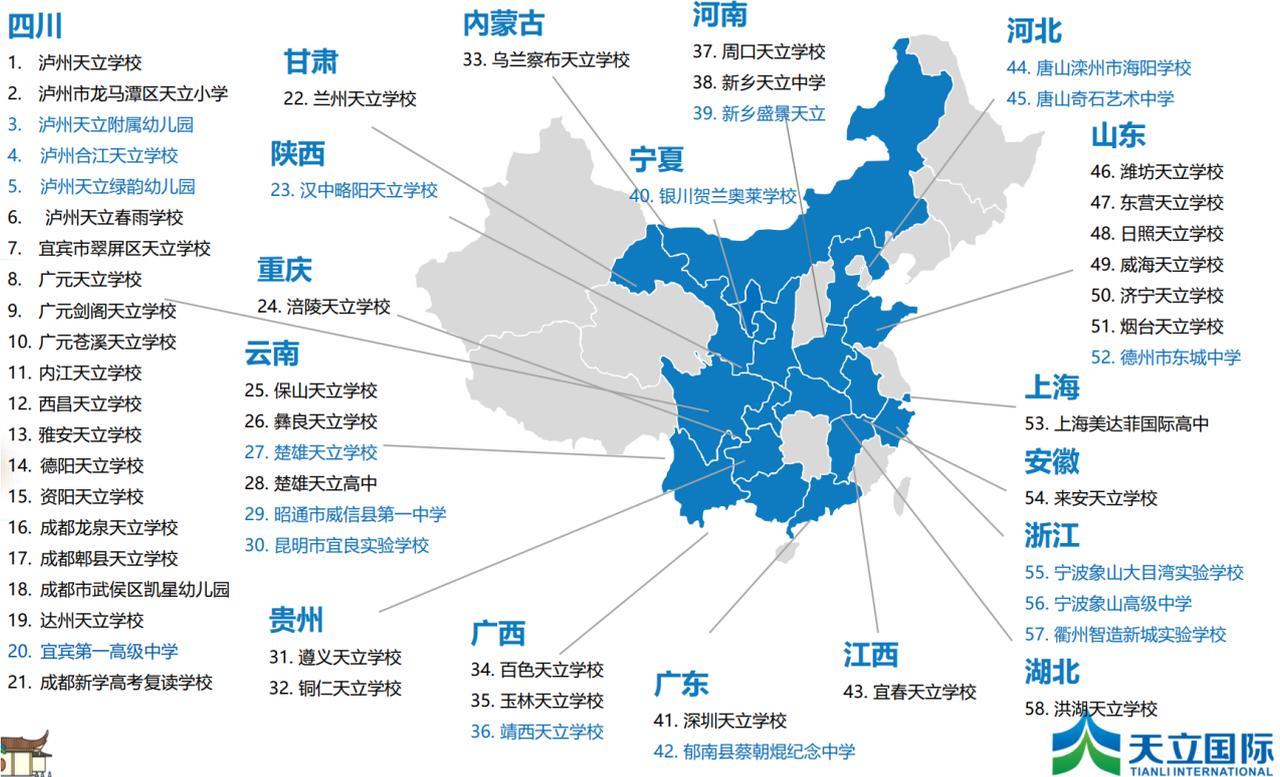
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2: FY2017-2024/11 校网学校总数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

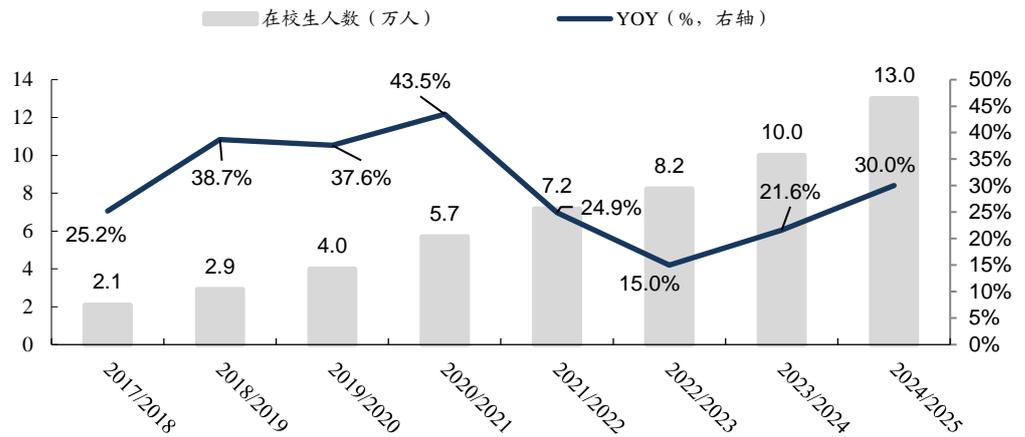
图3: 截至 2024 年 11 月公司集团旗下学校数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 标蓝的学校为托管的学校

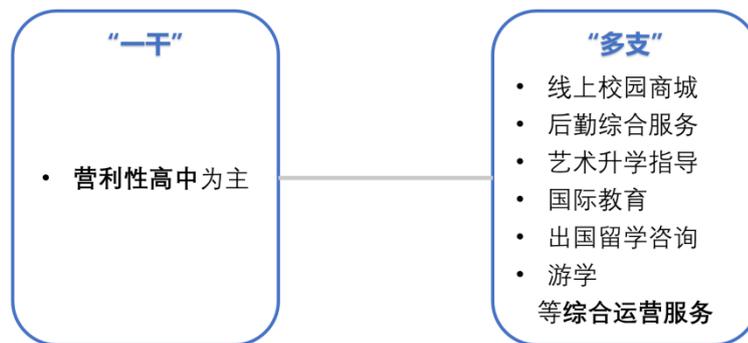
图4: 2017/2018 学年-2024/2025 学年公司 K12 学校在校生人数及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021 年《民办教育促进法实施条例》发布, 公司业务结构调整: 2021 年《民办教育促进法实施条例》明确规定: “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。”; “提供义务教育的民办学校不得与关联方进行交易。” 因此, 公司于 2021 年 8 月 31 日起将受影响的 K9 业务从综合财务报表的范围中剥离, 并提出 “一千多支” 战略, 聚焦营利性高中业务, 并为学生提供包括但不限于线上校园商城、后勤综合服务、艺术升学指导、国际教育、出国留学咨询及游学等综合运营服务。

图5: 公司 “一千多支” 战略示意图

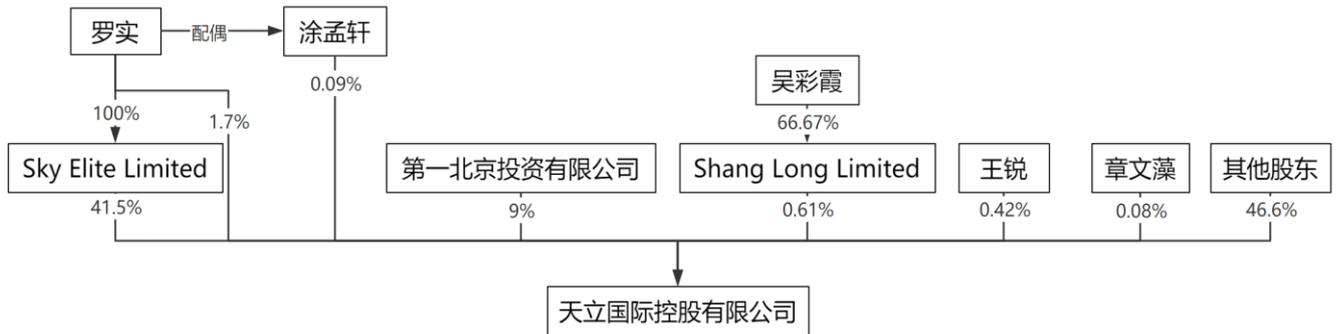


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构: 罗实先生持股 43.29%, 管理层行业经验丰富

公司执行董事、主席兼总裁罗实先生持股 43.29%, 是公司的实际控制人。

图6: 公司股权结构图 (更新到 2024 年 8 月底)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司管理层深耕行业多年, 行业经验丰富。集团创始人、执行董事罗实先生从事教育行业已有 20 余年, 自 2004 年 3 月起一直担任神州天立控股集团的董事会主席。1994 年 4 月至 2004 年 3 月作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; 自 2017 年 3 月起为中国管理科学研究所的特约研究员。执行董事、首席财务官王锐先生在加入集团前有多段财务事务的工作经验, 其中包括西安天朗控股有限公司、龙湖地产有限公司重庆分公司及北京分公司、万科企业股份有限公司等企业。

表1: 公司董事会状况

姓名	职务	个人履历
罗实	董事会主席, 执行董事	天立国际控股有限公司创始人, 从事教育行业 20 余年, 自 2004 年 3 月起一直担任神州天立控股集团的董事会主席。
王锐	执行董事	自 2015 年 3 月 1 日起担任天立国际控股有限公司首席财务官, 并自 2018 年 1 月 31 日起担任执行董事兼联席公司秘书。
程益群	独立非执行董事	现任北京市通商律师事务所合伙人, 自 2018 年 6 月起任天立教育国际控股有限公司独立董事。
廖启宇	独立非执行董事	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, 自 2018 年 6 月至今担任天立教育国际控股有限公司独立非执行董事。
杨东	独立非执行董事	自 2018 年 6 月起任天立国际控股有限公司独立非执行董事。于四川教育行业拥有逾 30 年的经验。
潘平	非执行董事	自 2010 年 12 月起任红星美凯龙家居集团股份有限公司副总经理, 2023 年 4 月起任天立国际控股有限公司非执行董事。
章文藻	非执行董事	自 2015 年 7 月起任深圳市新乐天歌科技有限公司董事、董事长, 自 2023 年 4 月起任天立国际控股有限公司非执行董事。
李晓梅	非执行董事	于证券与资本市场、外商投资、境外投资、私募投资、收购兼并与重组、银行和融资等领域的法律服务方面具有丰富经验。2024 年 12 月起任天立国际控股有限公司非执行董事。

数据来源: wind, 东吴证券研究所

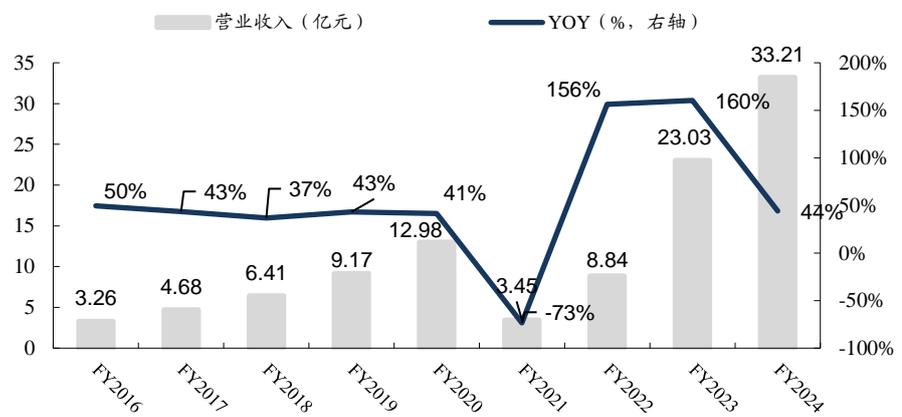
公司分红稳定: 此外, 公司持续回馈股东。公司派发截至 2024 年 8 月 31 日的末期股息, 每股 0.0408 元, 股息派付率为 30%。自 2023 年 7 月至今, 公司累计回购 4632 万

股，占已发行股份的 2.2%，共斥资约 1.4 亿港元。

1.3. 民促法之后公司业务调整迅速，业绩实现快速恢复

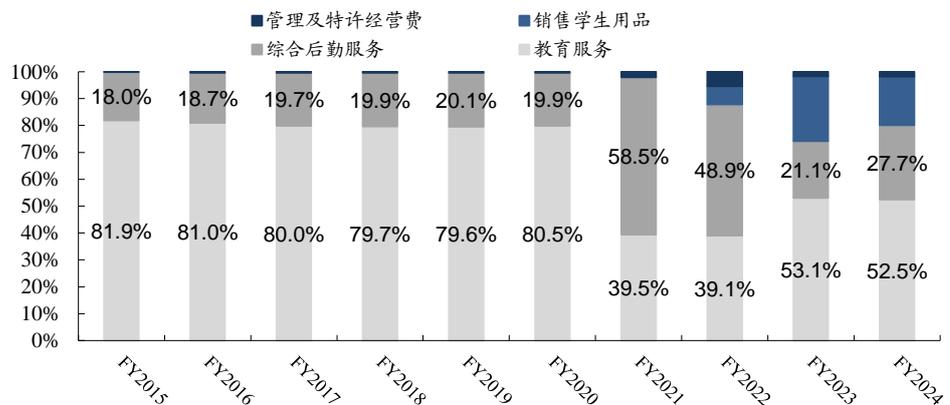
自 2021 年 8 月 31 日起，公司将受民促法影响的业务剥离出表，公司也进行了相关业务调整。FY2024 公司实现营业收入 33.21 亿元，同比+44.2%，业绩恢复迅速。分具体业务看，在 FY2024，公司教育服务收入 17.45 亿元，同比+42.7%，主要来自于高中生就读人数的增长与疫情结束后游学业务的增长；销售学生产品收入 9.19 亿元，同比+65.6%，主要因为集团在山东省、甘肃省、广西省和云南省加密供应链渠道布局带来的收益增加；管理和特许经营费收入 5960 万元，同比+52.9%，主要来自于新增的 3 家托管学校；学校综合后勤服务收入 5.97 亿元，同比+23.2%，主要受学生人数增加影响。

图7: FY2016-FY2024 营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

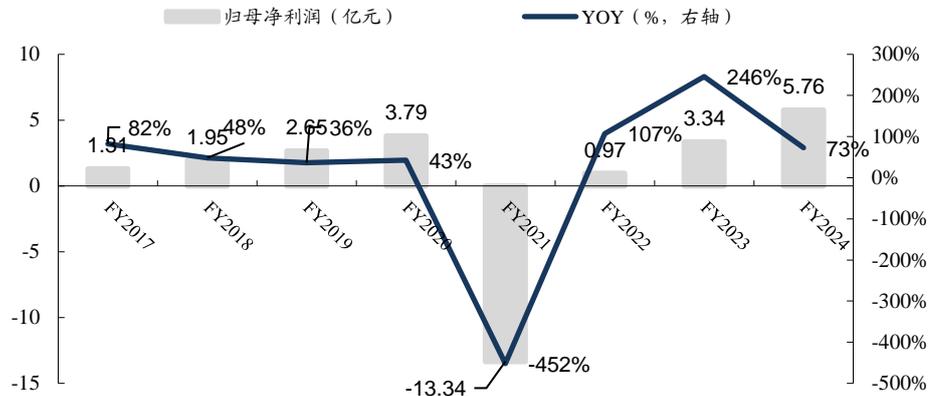
图8: FY2015-FY2024 营业收入结构



数据来源：公司公告，iFind，东吴证券研究所（注：FY2023 年报开始，公司将收入结构整合为四个板块，2023 年前相关指标按 2023 年报内的注释计入相关板块。FY2024 年度业绩报告中“学校餐厅营运”一栏更名为“综合后勤服务”，数据不变。）

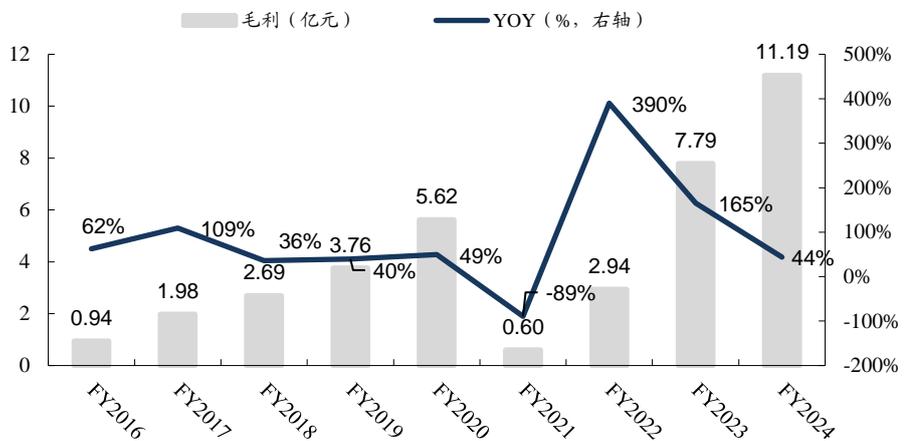
FY2024，公司实现归母净利润 5.76 亿元，同比增长 72.53%，依旧保持较快增长的趋势，业绩恢复迅速。公司实现毛利 11.19 亿元，同比增长 43.7%，主要是由在校高中生人数与集团提供的综合素养服务及进行产品销售的收益增加。公司实现的毛利率为 33.7%，较去年同期相比基本持平，保持健康增长。

图9: FY2017-FY2024 归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10: FY2016-FY2024 毛利及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业：政策环境逐渐稳定，地方对高质量民办高中需求较强

2.1. 政策：规范民办教育行业，总体支持民办教育高质量发展

政策方向上仍会支持民办教育高质量发展。中共中央、国务院印发的《中国教育现代化 2035》将民办教育纳入“推进教育治理体系和治理能力现代化”的发展框架，指出

“鼓励民办学校按照非营利性和营利性两种组织属性开展现代学校制度改革创新”。2021年3月发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》将民办教育作为“建设高质量教育体系”部分一并部署，提出“支持和规范民办教育发展”的要求。落实到全国各地，相关部门也正在《实施条例》的基础上助推民办教育行业发展。

2024年11月6日，北京市教育委员会、北京市人力资源和社会保障局发布的《北京市实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法(修订草案征求意见稿)》提出，鼓励社会力量依法设立民办教育发展方面的基金会或者专项基金，用于支持民办教育发展。支持社会力量按照有关规定举办具有国际化特色的民办学校，支持外商投资举办营利性职业技能培训机构，发展教育新业态。北京作为首都，其政策发布具有一定风向引领作用，该征求意见稿的颁布体现出国家对进一步完善民办教育行业的规范，支持民办教育高质量发展的态度不会改变。

表2: 《北京市实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法(修订草案征求意见稿)》重点内容摘录

重点条目	重点内容
第五条	国家机构以外的社会组织或者个人可以单独或者联合举办民办学校，自主选择设立非营利性民办学校或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
第十一条	民办学校应当建立完善教学管理制度；依照相关法律法规，开展办学模式、育人方式、特色课程建设等教育改革，运用人工智能等新技术手段推动教学管理、育人评价创新发展，提升学校办学水平和人才培养质量。
第十三条	民办学校的受教育者在升学、就业、社会优待、参加先进评选、医疗保险、助学贷款、奖助学金等方面，享有与同级同类公办学校的受教育者同等权利。用人单位应当为民办学校受教育者提供平等的就业机会。
第十八条	教育、人力资源社会保障行政部门及其他有关部门应当完善民办学校信用档案和举办者、校长执业信用制度，制定信用分级分类认定标准。对信用良好的民办学校，可以免于年度检查；在同等条件下，安排财政性资金项目以及实施各类政府优惠政策时给予优先考虑和扶持。
第十九条	市、区人民政府可以安排财政资金，用于支持民办学校的发展，奖励和表彰有突出贡献的集体和个人。
第二十一条	民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。民办学校按照税法 and 有关规定获得免税资格后，对其取得的符合税收政策规定的收入可以作为免税收入处理。

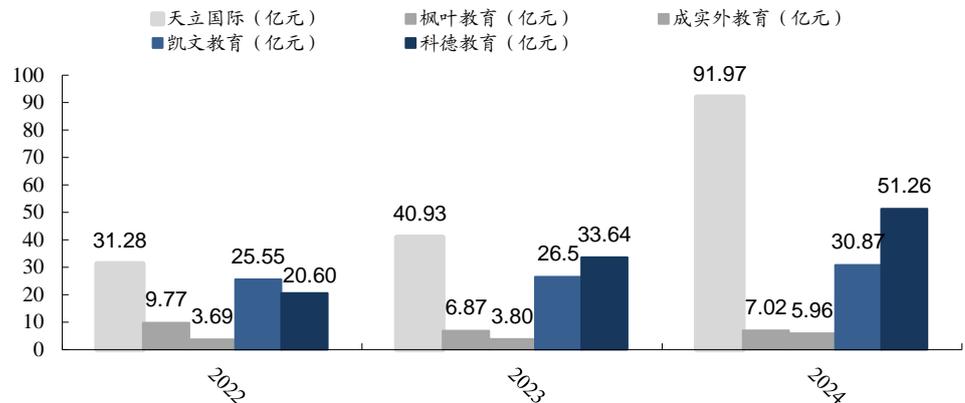
数据来源：北京市人民政府，东吴证券研究所

2.2. 行业竞争格局：民办学校进入门槛较高，行业格局较为稳定

在政策环境稳定后，无法适应环境变化的企业已经退出的情况下，竞争格局较为稳定。通过比较不同企业的市值我们可以发现，天立国际控股保持规模最大，在行业内属于头部企业。而通过比较这些企业在《实施条例》发布后几年的市值变化，我们可以看到不同企业在市值上并没有出现排位的明显变化，在政策环境稳定后民办教育企业的竞

争格局已经基本稳定。

图11: 2022-2024 年部分民办教育企业市值

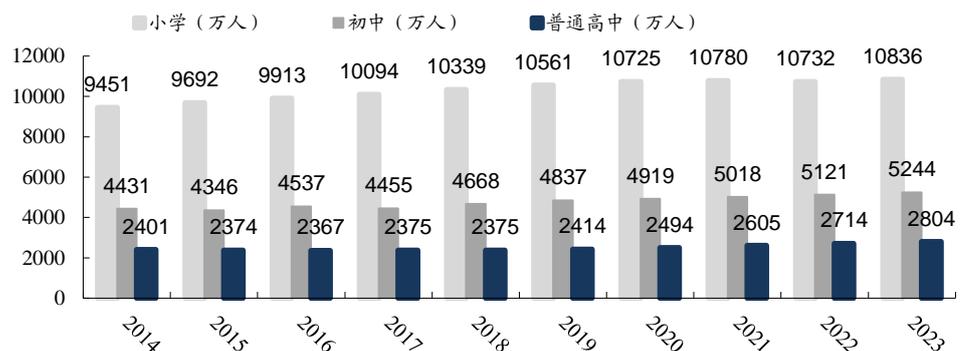


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所 (注: 市值数据取 2022、2023、2024 年 11 月 8 日数据)

2.3. 未来生源供给依旧充足, 民办高中需求保持增长

近年来在校生生源供应稳定: 根据教育部发布的《2023 年全国教育事业统计公报》, 2023 年小学阶段在校生 1.08 亿人, 同比增长 0.97%; 初中阶段在校生 5243.69 万人, 同比增加 2.12%; 普通高中在校生 2803.63 万人, 同比增加 3.31%。从 K12 教育整体来看, 近年来在校生数量保持稳定并持续增长趋势, 生源供给相对充足。

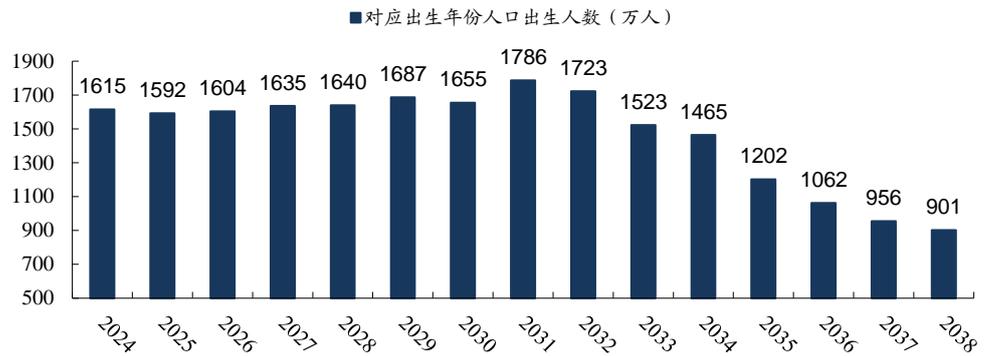
图12: 2014-2023 年 K12 不同学段在校生人数



数据来源: 教育部, 东吴证券研究所

在 2035 年之前, 高中入学人数不会受到出生人口下滑的明显影响: 从出生人口角度看, 尽管目前出生人口数量逐年下降, 不过由于出生人口对于高中教育行业的影响具有滞后性, 从短期来看暂时不会对高中教育行业造成相关负面影响。我们根据对应年份人口出生数的变化趋势来推算, 预计在 2035 年之前, 高中入学人数不会受到出生人口下滑的明显影响。

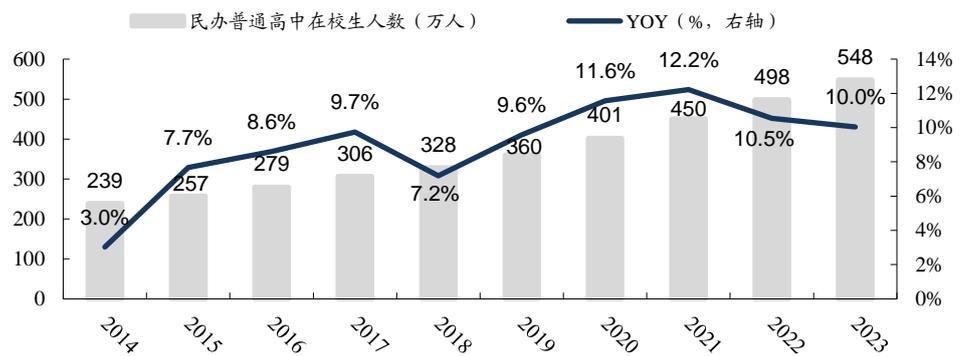
图13: 未来 15 年初中毕业生的出生年份所对应人口出生数



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所 (注: 毕业生对应出生年份人口出生人数选取毕业年份 15 年前的相关数据)

民办高中在校生占比逐年提升: 2023 年民办普通高中在校生人数为 547.76 万人, 同比增加 10.04%, 占全国普通高中在校生人数的 19.54%。民办普通高中在校生人数逐年增加, 同时占全国普通高中在校生比例持续走高。

图14: 2014-2023 年民办普通高中在校生人数及增速



数据来源: 教育部, 东吴证券研究所

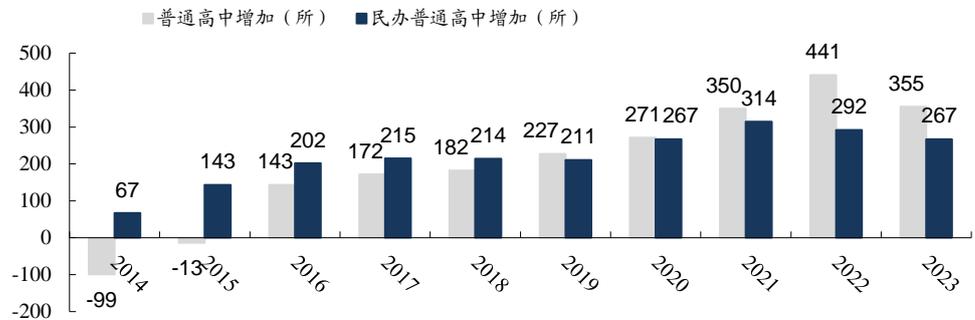
图15: 2014-2023 年民办普通高中在校生占全国普通高中在校生比例



数据来源: 教育部, 东吴证券研究所

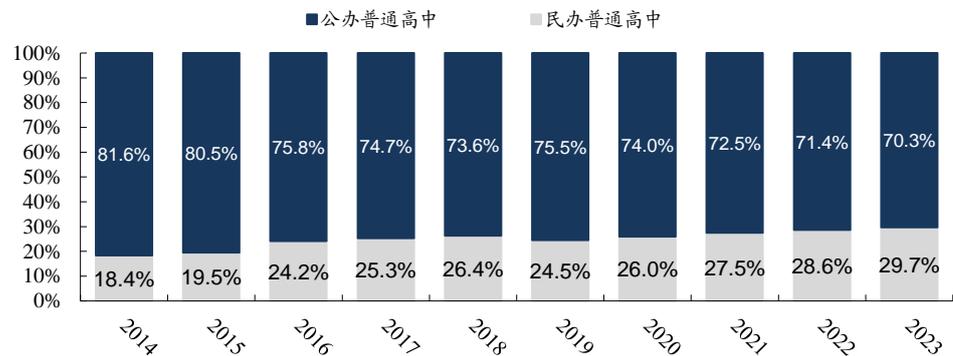
民办高中数量占比逐年提升：近年新增普通高中中新增民办普通高中数量显著大于公办普通高中数量，新增民办高中数量对于全国新增普通高中数量的贡献率依旧保持在高位水平，民办普通高中占比逐年提高，有效补充高中教学需求

图16：2014-2023年新增普通高中数量



数据来源：教育部，东吴证券研究所

图17：2014-2023年公办普通高中与民办普通高中结构



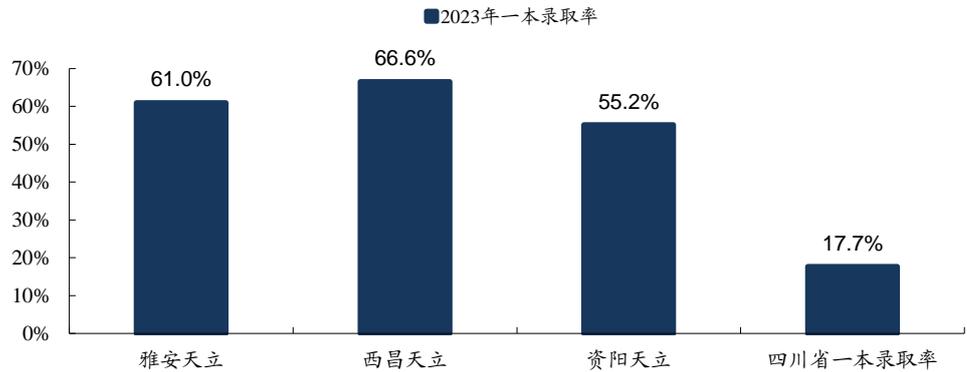
数据来源：教育部，东吴证券研究所

3. “教研+人才+管理”核心竞争力积攒优质品牌声誉

3.1. 多元优质升学打造品牌护城河

国内升学成绩优异：天立高中升学率一直保持在较高水平，2023-2024 学年天立高中共有 12 人通过竞赛、强基、专项保送清华、北大；32 人达到清华北大录取线，18 人达到清华美术专业线，其中 6 人达到清华美院录取分数线；理科四川全省前十 2 人，文科四川全省前二十四 4 人。其中，理综类 700 分以上 4 人，650-699 分 114 人。2022-2023 学年，天立高中 83.5% 的学生超过中国大学本科录取分数线，50.3% 的学生超过一本录取分数线。公司近年来在四川新成立的各所学校一本录取率均高于四川省一本率。

图18: 2023年天立各学校一本录取率



数据来源: 各学校公众号, 四川省教育考试院, 东吴证券研究所 (注: 西昌天立和资阳天立为理科一本录取率)

国际留学中多人录取到 QS 前 50 的名校: 根据天立国际控股投资者关系公众号, 2023-2024 学年 QS 全球 50 强名校预计录取 272 人, 同比 2023 年(127 人)增长 114%, 9 人升入 QS 全球排名前 10 的顶级名校, 其中 2 人升入 QS 排名第二的剑桥大学。2024 届成都天立国高 QS 前 50 录取率 70%, 多名学生斩获伦敦大学学院、悉尼大学、香港大学等知名学校 offer。

图19: 成都天立国高首届国外留学情况



数据来源: 成都天立西区公众号, 东吴证券研究所

强基竞赛中公司也有较好的表现: 公司旗下高中在 2024 学年竞赛强基中取得了 3 金、1 银、4 铜、6 个省队、26 个省一等奖的优异成绩, 1 人入选国家集训队并保送清北, 10 位学生在强基计划审核中获得“优秀”, 6 位获强基计划录取。2024 年全国五大学科竞赛四川省获奖总数排行榜中, 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。

表3: 天立各学校 2024 年四川省五大学科竞赛获奖情况 (人)

学校	化学	生物	数学	物理	信息学	合计
德阳天立中学	11	2			1	14
泸州市天立学校	1	3	1	1		6
达州市天立学校		1				1
内江市市中区天立学校		1				1

数据来源: 天立教育公众号, 东吴证券研究所

3.2. 推行多层次教学教研模式, 用科技赋能教育

实行 ABC 分层培养与三层教学, 打造因材施教教学培养体系。公司旗下高中实施 ABC 分层培养策略, 针对不同层次学生 (A 层-清北、985、211 升学目标, B 层-重本升学目标, C 层-本科升学目标), 设计差异化教学内容和训练方法。在学生分层的基础上, 建立内容分层、课堂分层、用时分层等三层教学具体实施框架。

表4: ABC 分层培养教学

环节	分层	要求
内容分层	A	基础+拓展+选修
	B	基础+拓展
	C	基础+训练
课堂分层	A	问题设计+挑战题+自改+知识、题型、方法+易考点
	B	问题设计+思维题+互改+知识、高考题型、方法选择+易错点
	C	知识活化+挑战题+师改+基础知识、基本题型+易错点、易混点
用时分层	A	自学启发: 第 1 节课; 作业改错: 第 2-3 节课; 反思小结: 第 4 节课+复习; 检测: 考试
	B	自学启发: 第 1-2 节课; 作业改错: 第 3-4 节课; 反思小结: 复习; 检测: 考试
	C	自学启发: 第 1-3 节课; 作业改错: 第 4 节课; 反思小结: 复习; 检测: 考试

数据来源: 立达课程 Tianliculum 公众号, 东吴证券研究所

依托“天之骄子, 立己达人”的办学理念, 独创“六立一达”课程体系。公司构建立身、立心、立德、立学、立行、立异、达人的“六立一达”课程体系, 并基于此设置三类专题课程以服务个性化学习需求 (国家必修、天立专修、骄子选修)。国家必修根据国家课程标准的要求开设, 即直面多元化升学路径的课程, 突出国家必修文化课上的分类、分层教学; 天立专修是根据不同年龄段学生发展需求和国际前沿教育理念而创设研发的, 涵盖国学、科技、运动、艺术、阅读等方面; 骄子选修, 根据不同学生的天赋去针对性培养, 更具个性化, 平时主要以社团活动的形式开展。

图20: 公司“六立一达”育人目标



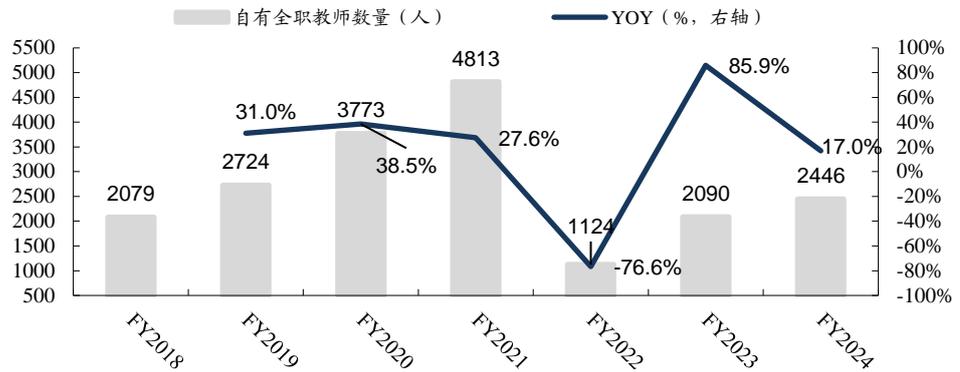
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“AI+大数据”上线启鸣数字驱动教学管理云平台，实现智慧学校的全数据融通。启鸣达人科技有限公司系天立教育集团旗下的全资子公司，集成公司标准化教学管理体系，研发启鸣数字驱动教学管理云平台（以下简称云平台），实现教、学、研、管、辅、评的全场景一体化教学闭环管理。2024年10月，公司与北京四中呼和浩特分校签署合作协议，通过云平台赋能北京四中呼和浩特分校在智慧教育全场景方面实现教育高质量发展。此外，启鸣达人研发团队陆续推出启鸣AI智习室、启鸣AI新高考助手等产品，预计未来公司旗下系列“AI+教育”产品先于集团内部大部分学校推广，成熟后面向全社会扩展。

3.3. 完善的激励培养机制保证卓越人才队伍供给

师资是教育公司得以行稳致远的根本保障。截至2024年8月末，公司自有学校聘请教师2446名，2022年公司披露的自有教师数量不包括义务教育阶段，导致统计意义上数据有所下降，2023年自有数量增速恢复高增长，主要原因为高中学生人数增加。

图21: FY2018-FY2024 公司自有全职教师数量及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海纳百川多渠道满足师资需求，旨在提高师资质量。公司通过多种渠道及方式招聘教师，包括校园招聘、一般公开招聘及利用线上招聘网站，并向主修教育或相关学科在招聘过程中具有潜质的本科生提供实习。同时，公司也积极向公立学校及其他民办学校物色经验丰富的教师，以扩充人才资源。师资质量上，在普通教师的招聘基础上，设置骨干教师与清北教师专岗，校招岗位要求为重点师范院校或“双一流”院校优先考虑，要求骨干教师岗位的应聘者名校名优骨干教师、学科带头人、区级以上名优骨干教师、至少获得2次区级以上赛课一等奖。

表5: 德阳天立 2024 招聘公告

岗位	岗位要求
清北名师	大学本科学历及以上，年龄不超过45周岁，全国百强重点高中就职工作经历近5年有不少于5个本人亲自培养的学生成功考入清华、北大的成熟教师 有班主任工作经历者优先 特别优秀者，可适当放宽条件
在职教师	大学本科学历及以上，年龄不超过45周岁，教学质量业绩突出，全国重点高中教学工作经验者优先 获得过省市赛课一等奖者优先 有班主任工作经历者优先 特别优秀者，可适当放宽条件
应届毕业生	大学本科学历及以上，有应聘学段所需教师资格证 积极向上、正直诚信，有志于在民办教育领域长期发展 成绩优良，在院系年级排名前40%；获得过院级以上奖学金 积极参加学校社团活动、有学生工作者优先 一专多能，多才多艺者优先

数据来源：德阳天立学校公众号，东吴证券研究所

多元化培养选拔管理体系，锻炼兼具学术素养和实践能力的优秀人才。公司坚持“学习是提高个人修养的重要途径”培训理念，制定多份人才培养管理制度，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和“五大队伍”的教师人才培养体系，并实施“双化”人才建设方案，全面提升干部、教职工的专业化能力和职业化水平。2023年，公司致力于建立学习型组织，鼓励员工持续学习、不断创新，持续继续深化“青蓝工程”活动，为每一位新教师提供进步机会。

表6: 青蓝工程实施方案

方案	具体细则
师徒结对	新教师与资深教师结成师徒关系，进行业务水平和教学水平的传、帮、带，帮助新教师尽快成为教学骨干，提高教学质量。
开展“五个一”工程	鼓励青年教师每学期读一本教育基础理论书，提交读书笔记；每月提交一次钢笔字和粉笔字字帖；每学期参加一次备课比赛和上一堂入格课或公开课；每学期撰写一篇高质量的教学工作总结或论文。
开展多种活动	报告年度内，学校搭建多样交流平台，包括晒课平台、教学论坛、班主任论坛等，同时组织竞技比赛和提供更高级别的发展机会，如参加国家、省、市级学术研讨、出版专著等，通过多种方式推动教师的职业发展。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“优厚薪酬福利+股权激励+H型晋升路径”实现人才留存。成都天立招聘公告显示，初职高中教师年薪16-25万，名优高中教师年薪23-50万，清北教师30-50万，竞赛教练50-120万，待遇上不封顶，并在此基础上提供“六险一金”、子女优教育等福利保障。透过股份拥有权使合格人士的利益与集团的利益一致，2023年公司就该股份奖励计划购买的股份数目为5654.8万股，已授予员工的奖励股份数目为1486.4万股。公司鼓励并支持老师从“学术发展”和“管理发展”两条专业路径中选择适合自己的发展路径，并为相应的专业发展提供差异化的、有竞争力的激励方案，集团晋升“H型”通道畅通。

表7: 员工晋升路径

晋升通道	发展前景	相关文件
教师职称晋升	新锐→骨干→名优→特级→首席	《首席、特级教师评选办法》 《首席、特级教师薪酬方案》
行政管理晋升	教师→中层干部→后备干部→学段 校长→学区校长→大学区校长	《行政职务晋升管理制度》 《后备干部评价考核办法》

数据来源：广元天立学校公众号，东吴证券研究所

3.4. 推行标准化管理保证教学任务落地执行

公司旗下学校运营管理可分为集团层面和学区层面。集团层面负责总体教学体系研发与设计，及各学区运营监管，以及指派学区校长，副校长，后勤等核心管理人员集中标准化统筹。地区则负责提供中层人员协助管理，因地制宜。每当开设一所新学校，集团都会提前一年开始招聘该学校核心管理人员，提前在总部培训好，然后再向各学校输

出，该模式标准化，部署较为明确，利于其规模化，异地复制的可行性高，能相对有效地降低运营成本，提高运营效率。

内部直升贯通+外部掐尖优秀学生减免学费，强化生源管理。 内部：公司发挥前期义务教育阶段的生源优势，实施一贯制培养，可通过校内直升进入高中部就读，同时设置直升贯通班，旨在培养强基、竞赛等多元化升学路径，为各学校高中部学科竞赛提前储备人才。外部：公司对部分学校实行梯度招生模式，根据西昌天立招生公告显示，学校依据中考总分缴纳差异化学费，总分 A+ 的学生可享受学费全免，并设置强基班、清北班、清央班、天骄班、实验班因材施教。

表8：百色天立 2024 招生简章

中考总评分	学费	住宿费 (含水、电与空调 费)	资料费 (含服务性收费与代收 费)
9A+	0	0	0
总评 A+且语数外物 化均为 A+	0	1400 元/期	1400 元/期
其他总分 A+	3000 元/期	1400 元/期	1400 元/期
A	15000 元/期 (语数外物化) 每 有一科 A+减 1000 元	1400 元/期	1400 元/期
B+	16500 元/期	1400 元/期	1400 元/期
B	18000 元/期	1400 元/期	1400 元/期

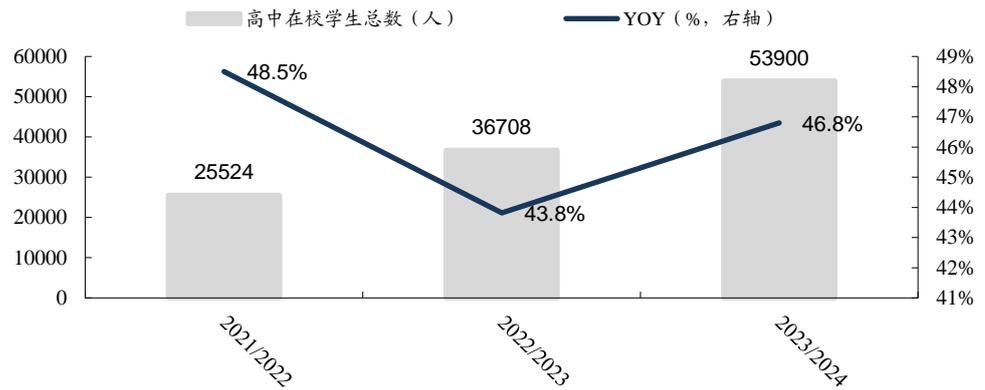
数据来源：百色天立学校公众号，东吴证券研究所

4. 从基础教育的引领者到综合教育的服务商：围绕营利性高中展开多元化业务

4.1. 营利性高中：内部校网利用率增长潜力大，外部轻资产租赁扩展

据公司 2023-2024 学年秋季招生情况显示，公司 58 所学校为约 13 万名学生提供综合教育服务，同比+30%，其中高中生人数约 5.4 万人，同比+46.8%。截至 2023 年 11 月，天立教育校网容量最高可达 20 万人，其中高中生最高可容纳 10 万人，对标 2022-2023 学年高中生在校人数，营利性高中校网利用率仅为 36.7%，随着近年新建高中的扩招，未来发展潜力较大。此外，公司在依托原有 K9 义务教育的办学基础，从一体化学校独立出拥有独立运营牌照的高中优化营运结构。

图22：2021/2022 学年-2023/2024 学年公司高中在校人数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司计划于 5 年内将保持每年新开 3-5 所高中，到 2027 年实现全国运营 40-50 所高中，为 6-8 万名在校高中生提供综合教育服务。公司外部扩张营利性高中以净资产租赁模式为主，租赁模式下由于场地和设备租金较高，净利润率略低于自建模式，但短期内利用率提升对业绩拉动更大。因此公司在一线城市我们会继续考虑自建自营，但在二三线城市则将以租赁办学的轻资产运营模式为主。

盈利模式上，营利性高中的收费模式主要为学生人数和学费及住宿费两部分，以公司近年来新增高中平均 2500 人的标准学校为例，前五年的新生人数大约是 400、688、800 人，达到 2400 人以上的稳定招生需要至少三年时间。生均收费方面，学费约为 3 万元，住宿费 2000 元，餐费 7000 元，新生产品销售费用约 2000 到 3000 元（餐费、新生产品销售费用等视为附加业务，实际计入产品销售/餐厅营运报表口径），总计生均收费约为 4 万元。

表9：2022-2024 年天立部分高中招生人数

学校	年份	招生人数
西昌天立高中	2022	招收 670 人
西昌天立高中	2023	招收 770 人
西昌天立高中	2024	招收 880 人
威海天立高中	2022	招收 100 人（含艺体特长生）
威海天立高中	2023	招收 275 人（含艺体特长生）
威海天立高中	2024	招收 375 人（含艺体特长生）
玉林天立高中	2022	600
玉林天立高中	2023	800
玉林天立高中	2024	1000

数据来源：各学校招生简章，东吴证券研究所

4.2. 以 K12 教育为基础，增值业务多点开花

公司依托营利性高中提供增值服务。公司就天立独创的立达课程，现已发展成为集综合素养课程、科技国学特色课程、游研学课程为一体的综合教育课程体系。借助小学初中部大体量生源基数与家长对天立旗下学校教学系统及师资力量的高度信赖，目前综合素养课程已落地实施3年，涵盖书法、棋类、编程、摄影、体育、舞蹈、手工等多个领域，并增设综合素养课程部部长岗位，专项落实各学校综合素养课程的实施及过程跟踪。

国学与科技是天立“立达课程”皇冠上的两颗明珠，公司将这套课程简称为“TLI课程”。2023学年，天立TLI“爱创新”科技课程已在集团内30多所学校落地，覆盖学生超4万名；国学板块也同样实现了《立达人文》的课程迭代，学生家长对国学特色书院班的报名需求日益旺盛。

图23: 天立“TLI”课程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

游研学板块借助原先K12教育的生源优势，公司开发了50余条旅游线路，并在游学领域进行创新，且盈利水平与客单价高于同行其他企业。公司游学已经成为细分市场的全国领导者。根据天立国际投资者关系公众号，随着全球旅游业的逐渐复苏，以及学生游研学的兴趣持续高涨。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，2024学年，立行研学的服务人次超11万人大关。在全面覆盖自营学校的同时，为集团外30多所学校共计1.5万人次提供游研学服务。

表10: 公司部分研学项目价格

学校/机构	项目	价格
日照天立高中	2024 暑期“乌兰察布-大同”研学	研学费用在校生 7600 元/人，非天立本校生 8600 元/人
烟台天立高中	古蜀成都立行之旅	5980 元/人
立行研学	我在“尔滨”过大年主题冬令营	6180 元/人

数据来源：日照天立公众号，烟台天立公众号，立行研学公众号，东吴证券研究所

公司综合后勤服务板块主要由校园餐厅、供应链和校园电商三大业务构成。校园餐

厅：由学校食堂为教职员工和在校学生统一提供一日三餐，今年7月，后勤板块的神州宏宇公司开始运营泸州的中央厨房，成都净菜公司中心已建成投产，为区域内校园单位配送更高质量、更低成本的后勤服务；通过整合上下游供销渠道资源，供应链业务在做好后勤食材安全保障的同时有效兼顾降本增效。2023 学年，公司完成了全国 30 个地区的战略经销渠道建设，各地平均产值在千万以上；校园电商致力于为学生提供在校学习及生活的一站式物资及服务保障。2023 学年，天立“骄子优品”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，商城注册会员人数超 12 万人，并顺利突破客单价千元大关。

图24：天立“骄子优品”电商平台



数据来源：德阳天立公众号，东吴证券研究所

4.3. 托管业务加速布局，挖掘第二增长曲线

民办教育集团托管公办学校既符合政策鼓励的方向，也满足了公办教育优质均衡发展发展的现实需要。因此天立可以借助自身品牌口碑、管理团队、教学教研资源，通过公民办学校的教师、管理干部的轮岗交流，加强对普通一般公办学校的管理，从而提升教学质量。同时，托管业务符合公司减少重资产投入，转向轻资产发展的战略转型。FY2024 公司已向 10 所托管学校提供学校管理及特许经营服务。

凭借卓越的教育实力和深厚的管理运营经验，公司托管服务业务持续落地，未来或成为公司收入业绩增长第二曲线。2024 年下半年，集团教育版图新增呼和浩特、南京、泉州三大城市，将为更多学子提供优质教育的机会。其中，泉州托管项目为学科竞赛课程培训服务，旨在提升学校五大学科竞赛教师教学教研与赛事指导水平，南京托管项目是天立在南京布局的首所学校，也是公司向一二线城市策略性扩展校网的又一见证。

表11：2024 年天立新增部分托管项目

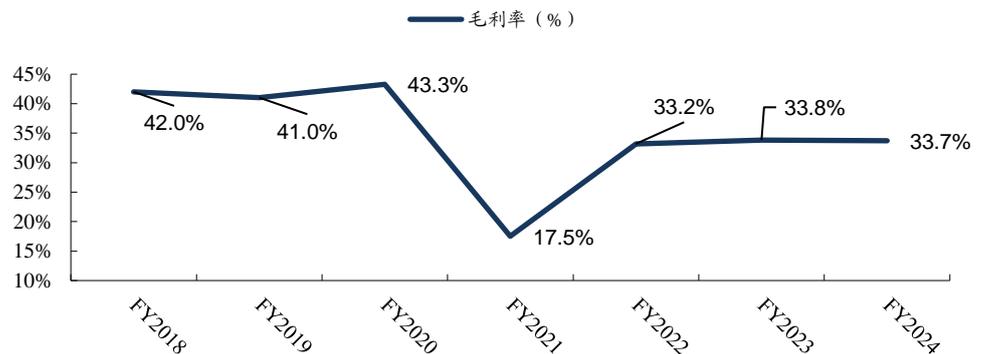
签约时间	签约学校
2024年2月	山东德州东城中学
2024年3月	云南邵通威信县第一中学
2024年6月	攀枝花第十五中
2024年8月	广东云浮郁南县蔡朝焜纪念中学
2024年10月	北京四中呼和浩特分校

数据来源：天立国际控股投资者关系公众号，天立教育公众号，东吴证券研究所

5. 财务分析：业绩恢复迅速，盈利能力持续改善

“民促法”之后公司毛利率稳定在 33%-34% 水平，毛利率在“民促法”实施前稳定在 42%-44% 之间，FY2021-FY2022 公司仍处于业务结构调整转型期，FY2023 随着高中生入读人数与公司提供综合素养服务及进行产品销售的收入增加，毛利率 33.8%，FY2024，公司实现毛利率 33.7%。

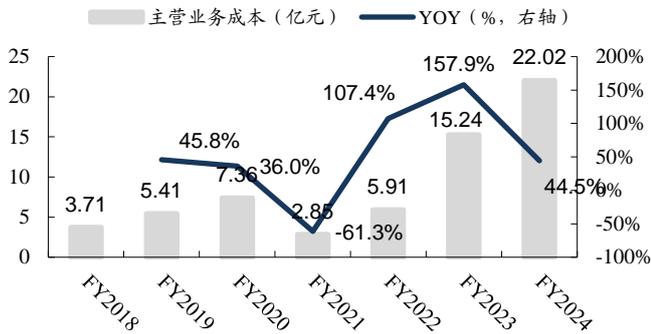
图25: FY2018-FY2024 毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

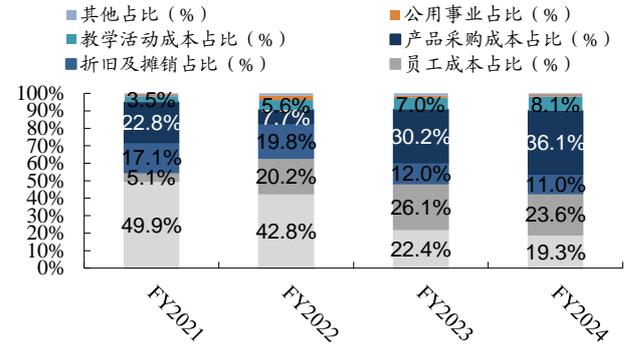
公司成本端主要包括采购成本，员工开支和材料消耗：FY2024 公司主要成本开支结构中，占比前三名的分别为：产品采购(36.1%)、员工成本(23.6%)、材料消耗(19.3%)，产品采购成本占比高的主要原因为公司新业务拓展导致产品销售收入大幅增加，进而推动采购成本进一步提高，员工成本占比较高的主要原因为由于高中生人数增加而聘请新教师以及公司提供综合素养服务及进行产品销售业务等导致的人力成本增加；材料消耗成本占比较高的主要原因为提供综合后勤服务的人数增加。

图26: FY2018-FY2024 主营业务成本及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

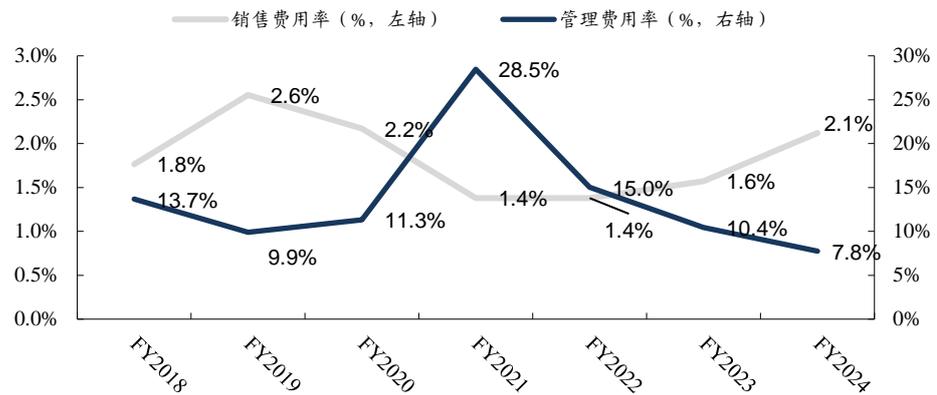
图27: FY2021-FY2024 主营业务成本结构占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司销售费用率略有提升主要因为集团其他综合性业务的快速增长带来的业务销售人员及广告宣传费同比增加, 公司管理费用率逐年下滑主要得益于学生人数增长带来的规模效应。

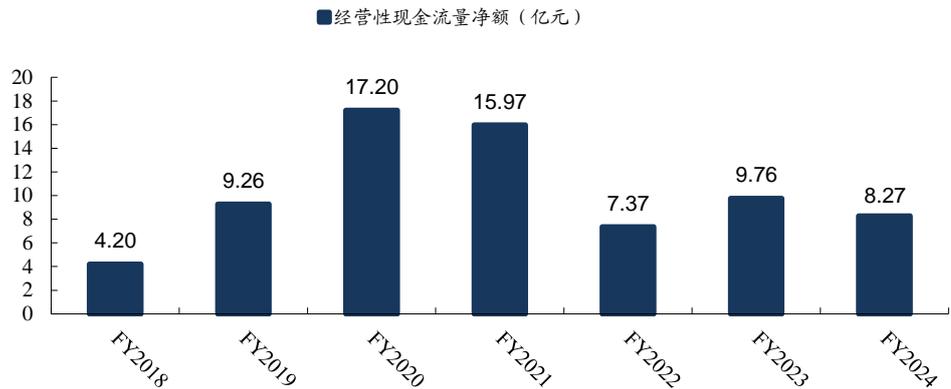
图28: FY2018-FY2024 销售费用率与管理费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

FY2024 经营性现金流量净额下降的主要原因是暑期四川持续高温, 部分学校延迟开学导致收款滞后。受到民办教育高中商业收款模式的影响, 学费、住宿费、学杂费等多为一次性收费, 集中在录取志愿结束和入学报道, 因此下半年为公司收款的主要时期, 经营性现金流量净额也呈现较为明显的季节性。

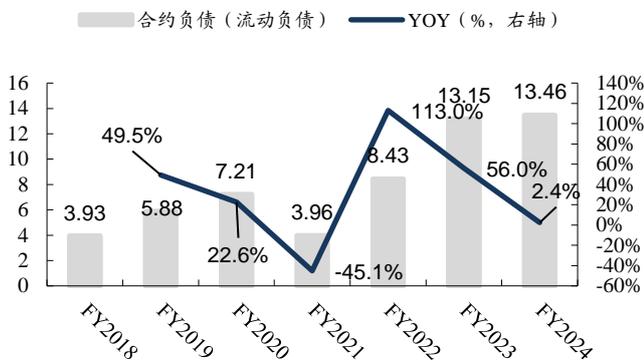
图29: FY2018-FY2024 经营性现金流量净额



数据来源: 公司公告, iFinD, 东吴证券研究所

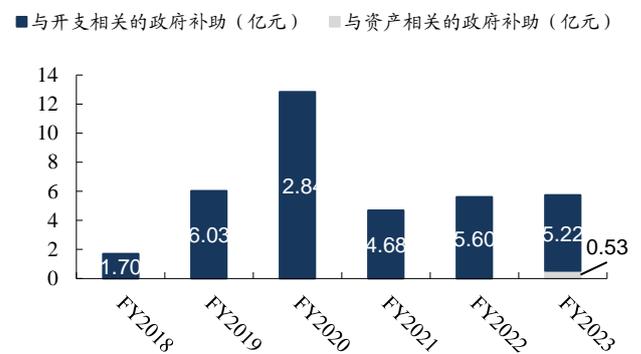
公司合同负债保持增长, 政府补贴稳定: 公司的合同负债主要包括向学生预收的教育服务费、餐厅营运费及预收经销商的货品销售款项, FY2023 公司的合同负债大幅上升的主要原因为在校生人数增加。FY2023 之前, 公司收到的政府补助均为与收益相关的政府补助, 主要用于补偿公司旗下若干学校进行教学活动所产生的薪金及工资薪酬, FY2023 收到与开支相关的政府补助 5.22 亿元, 收到与资产相关的政府补助 0.53 亿元。

图30: FY2018-FY2024 合约负债及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: FY2018-FY2023 政府补助



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

我们预测公司 FY2025-FY2027 每年平均新增 4 所高中, 同时预测托管业务 FY2025-FY2027 每年平均新增 30 学段, 平均学费每年保持 5% 的增长, 综上, 我们预计公司 FY2025-FY2027 收入分别为 43.75/55.7/69.4 亿元, 同比增速 32%/27%/25%。

表12: 公司 FY2025-FY2027 年盈利预测

亿元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
收入	23.03	33.21	43.75	55.72	69.38
yoy	160%	44%	32%	27%	25%
综合后勤服务	4.85	5.97	7.77	9.86	12.33
yoy	12%	23%	30%	27%	25%
综合教育服务	12.23	17.45	22.16	27.70	34.07
yoy	254%	43%	27%	25%	23%
销售产品	5.55	9.19	12.86	16.72	20.91
yoy	837%	66%	40%	30%	25%
管理及特许经营费	0.39	0.60	0.95	1.43	2.07
yoy	-18%	53%	60%	50%	45%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

成本端, 我们预测随着过去 3 年新开学校的陆续爬坡, 学校利用率的提升, 公司毛利率将有小幅提升, 预计 FY2025-FY2027 毛利率分别为 33.9%/34.5%/35.2%。

费用端, 我们预测公司销售费用率基本保持稳定, 管理费用率将随着规模效应的凸显, 逐步下降, 考虑到公司仍将维持一定比例的资本支出, 利息费用将保持增长。

综上, 我们预测公司 FY2025-FY2027 归母净利润为 7.7/10.2/13.4 亿元, 同比增速为 33%/33%/31%。

6.2. 投资建议

天立国际控股是我国 K12 民办学校公司集团龙头, 办学质量优异, 升学成绩突出, 行业地位稳固, 在 2021 年民促法之后业务结构已经实现了较好的调整, 目前每年能保持 3-5 所高中扩张速度, 以及数十个学段的托管扩张, 业绩增长确定高, 我们预计 FY2025-FY2027 为 7.7/10.2/13.4 亿元, 同比增速为 33%/33%/31%, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 12/9/7 倍, 我们选取同为港股的 K12 阶段教育公司和进入了港股通的教育公司为可比公司, 可比公司的 2025 年最新平均 PE 为 10 倍, 考虑到天立国际控股整体增速更快, 我们认为可给与一定的估值溢价, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

表13: 港股可比教育公司估值表

代码	简称	总市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2469.HK	粉笔	69	3.08	4.52	5.51	6.65	14	12	10
0667.HK	中国东方教育	60	2.75	4.24	5.15	5.15	13	11	11
1769.HK	思考乐教育	18	3.13	1.74	2.39	2.39	10	7	7
3978.HK	卓越教育集团	30	3.53	1.61	2.95	2.95	18	10	10
行业平均							14	10	9
1773.HK	天立国际控股	96	4.54	5.76	7.66	10.21	16	12	9

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 粉笔和天立国际控股净利润预测来自东吴证券研究所, 其他公司净利润预测来自 wind, 其中天立国际控股 2024E 对应 FY2024, 其他年份依次类推。数据更新至 2025 年 2 月 17 日

7. 风险提示

招生人数不及预期的风险: 如果教育改革、考试制度变革等, 可能导致学校运营模式、教学内容、师资队伍等方面的调整会影响到学校的招生。

政策风险: 公司集团涉及到部分 K9 学历教育的服务, 受到一定的政策监管, 可能会面临一定的政策监管风险。

新校区扩张表现不及预期的风险: 新校区的扩张涉及到异地扩张, 可能会在招生端需要重新适应当地的教育习惯, 教育政策等, 可能会面临新校区爬坡不及预期的风险。

天立国际控股三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,218.66	3,234.59	5,036.95	7,343.22	营业总收入	3,320.90	4,374.60	5,571.95	6,938.16
现金及现金等价物	1,349.02	2,103.50	3,603.43	5,564.82	营业成本	2,201.93	2,890.00	3,648.02	4,493.68
应收账款及票据	18.36	24.30	30.96	38.55	销售费用	70.53	91.87	117.01	145.70
存货	26.46	32.11	40.53	49.93	管理费用	257.50	297.47	362.18	416.29
其他流动资产	824.82	1,074.67	1,362.03	1,689.92	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	7,975.06	8,855.84	9,736.34	10,617.81	其他费用	28.08	37.18	47.36	58.97
固定资产	4,969.30	5,357.43	5,744.91	6,133.01	经营利润	762.86	1,058.07	1,397.39	1,823.51
商誉及无形资产	603.85	896.50	1,189.52	1,482.89	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	12.83	12.83	12.83	12.83	利息支出	86.39	93.83	105.83	117.83
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	63.99	56.87	69.65	83.26
其他非流动资产	2,389.08	2,589.08	2,789.08	2,989.08	利润总额	740.45	1,021.11	1,361.21	1,788.94
资产总计	10,193.72	12,090.43	14,773.29	17,961.03	所得税	184.29	255.28	340.30	447.23
流动负债	4,657.05	5,556.52	6,982.69	8,588.35	净利润	556.16	765.83	1,020.91	1,341.70
短期借款	740.94	890.94	1,040.94	1,190.94	少数股东损益	(19.79)	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	56.63	72.25	91.20	112.34	归属母公司净利润	575.96	765.83	1,020.91	1,341.70
其他	3,859.48	4,593.33	5,850.55	7,285.06	EBIT	826.84	1,114.94	1,467.04	1,906.77
非流动负债	3,063.63	3,301.21	3,543.17	3,789.73	EBITDA	1,029.24	1,134.16	1,486.54	1,925.30
长期借款	1,312.05	1,462.05	1,612.05	1,762.05					
其他	1,751.58	1,839.16	1,931.12	2,027.67					
负债合计	7,720.68	8,857.73	10,525.86	12,378.08					
股本	179.76	179.76	179.76	179.76	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.26	0.26	0.26	0.26	每股收益(元)	0.27	0.36	0.48	0.64
归属母公司股东权益	2,472.77	3,232.43	4,247.17	5,582.69	每股净资产(元)	1.17	1.53	2.02	2.65
负债和股东权益	10,193.72	12,090.43	14,773.29	17,961.03	发行在外股份(百万股)	2,105.88	2,105.88	2,105.88	2,105.88
					ROIC(%)	14.98	16.54	17.62	18.53
					ROE(%)	23.29	23.69	24.04	24.03
					毛利率(%)	33.69	33.94	34.53	35.23
					销售净利率(%)	17.34	17.51	18.32	19.34
					资产负债率(%)	75.74	73.26	71.25	68.92
					收入增长率(%)	43.45	31.73	27.37	24.52
					净利润增长率(%)	72.53	32.97	33.31	31.42
					P/E	15.60	11.73	8.80	6.70
					P/B	3.65	2.78	2.12	1.61
					EV/EBITDA	9.05	8.14	5.41	3.31

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年2月12日的0.94,预测均为东吴证券研究所预测。其中2025E对应FY2025E,其他年份以此类推。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>