2025 年 04 月 29 日

战略性招收优秀高中生，新增 8 所托管学校

天立国际控股(1773.HK)

评级：	买入	股票代码：	1773
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价(港元)：	5.1/3.44
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	82.97
最新收盘价(港元)：	3.94	自由流通市值(亿港元)	82.97
		自由流通股数(百万)	2,105.88

事件概述

FY2025H1 集团总收入/年内利润分别为 18.76/3.90 亿元、同比增长 14.0%/36.3%，符合市场预期。派发中期股息 5.78 分，分红率维持 30%，对应股息率 2.9%。

分析判断：

核心业务教育服务及托管业务增长 19%/116%，托管学校新增 8 所。1）FY2025H1 公司综合教育服务/餐厅运营/综合后勤服务/管理及特许经营费收入分别为 10.12/4.75/3.32/0.56 亿元，同比增长 18.9%/0.2%/12/9%/116.3%。其中综合教育服务和提升主要由于高中入读人数增长。管理及特许经营费收入增加主要是由于 FY2025H1 新增 8 所托管学校。2)从教学效果来看，2024 年高考考生中，约 90%超过中国大学本科分数录取线，同比提升 6.5PCT，约 55%超过中国一本大学本科录取线，同比提升 4.7PCT，有 272 人收到世界排名前 50 的大学（其中 9 人升入 QS 前 10），同比增加 114%。

归母净利率提升高于毛利率主要由于销售及行政费用率下降、其他开支减少。FY2025H1 毛利率为 37.6%、同比提升 2.2PCT；净利率为 20.8%，同比提升 3.4PCT，我们分析净利率提升主要来自高中及托管业务；（1）销售开支/收入下降 0.5PCT 至 1.7%；（2）行政开支/收入降低 1.7PCT 至 6.3%，主要由于股权激励开支下降，财务费用/收入占比提升 1.1PCT 至 3.2%；（3）其他收入/收入下降 0.1PCT 至 0.4%；其他开支/收入下降 0.6PCT，所得税/收入占比下降 0.1PCT。

合同负债有所增长，资本开支提升、ROE 创历史新高。FY2025H1 合约负债为 9.75 亿元、同比增加 5.4%。FY25H1 资本开支为 2.18 亿元，同比增加 19.1%，ROE 为 25%。

投资建议

我们分析，展望未来：1）核心业务高中有望每年保持 30%左右收入增长，且仍处于爬坡期净利率有望稳步提升：2024 年秋季学校网络拥有 53900 名高中生，同比增长 46.8%。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，高中学生人数有望实现翻倍。2）高净利率托管业务取得突破，但托管业务目前受制于早期项目费用偏低，从而对收入增速略有影响，未来有望逐步提升，目前 18 所托管学校，略低于预期。3）素养业务目前维持稳增长，未来有望渗透进托管学校业务，我们预计游研学、竞赛、AI、供应链等业务仍有成长性。基于高中因为战略招生影响学费使得增速放缓、综合素养及综合后勤服务业务增速放缓，调整盈利预测，下调 25-27 财年公司收入预测 44.89/59.66/78.43 亿元至 37.71/44.01/51.43 亿元；维持 25-27 财年归母净利 7.57/10.16/13.29 亿元；对应 25-27 年 EPS 0.36/0.48/0.63 元。公司最新收盘价（2025 年 4 月 29 日）为 3.94 港元，对应 25-27PE 为 10/8/6X（1 港元=0.94 元），维持“买入”评级。

风险提示

学校扩张不及预期的风险；托管项目收费低于预期风险；管理团队和师资队伍流失风险；系统性风险

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E

营业收入(百万元)	2302.54	3320.90	3771.09	4401.29	5142.73
YoY（%）	156.20%	160.36%	44.23%	13.56%	16.71%
归母净利润(百万元)	333.83	575.96	756.62	1015.72	1328.53
YoY（%）	245.80%	72.53%	31.37%	34.24%	30.80%
毛利率（%）	33.83%	33.69%	37.69%	37.89%	38.89%
每股收益（元）	0.15	0.27	0.36	0.48	0.63
ROE（%）	0.16	0.23	0.23	0.24	0.24
市盈率	15.41	14.95	10.36	7.71	5.90

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 港元=0.94 元人民币）

分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：

分析师：李佳妮
邮箱：lijn@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524120003
联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3320.90	3771.09	4401.29	5142.73
YoY(%)	43.45%	13.56%	16.71%	16.85%
营业成本	2201.93	2349.59	2733.43	3142.48
营业税金及附加				
销售费用	70.53	75.42	83.62	92.57
管理费用	257.50	379.64	291.98	222.55
财务费用	86.39	48.47	48.47	48.47
资产减值损失				
投资收益	13.71	13.69	13.67	13.66
营业利润				
营业外收支				
利润总额	740.45	974.16	1307.75	1710.49
所得税	184.29	243.54	326.94	427.62
净利润	556.16	730.62	980.81	1282.87
归属于母公司净利润	575.96	756.62	1015.72	1328.53
YoY(%)	72.53%	31.37%	34.24%	30.80%
每股收益(元)	0.27	0.36	0.48	0.63

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1349.02	3768.45	4895.94	6124.97
预付款项				
存货	26.46	43.92	37.95	56.18
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	2218.66	3837.14	4958.66	6205.91
长期股权投资	12.83	12.83	12.83	12.83
固定资产	4969.30	4720.84	4484.79	4260.55
无形资产	603.85	573.66	544.97	517.72
非流动资产合计	7975.06	7696.40	7431.68	7180.19
资产合计	10193.72	11533.54	12390.34	13386.10
短期借款	740.94	740.94	740.94	740.94
应付账款及票据	56.63	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	3673.63	4525.31	4401.29	4114.18
流动负债合计	4657.05	5266.25	5142.24	4855.13
长期借款	1312.05	1312.05	1312.05	1312.05
其他长期负债	1751.58	1751.58	1751.58	1751.58
非流动负债合计	3063.63	3063.63	3063.63	3063.63
负债合计	7720.68	8329.89	8205.87	7918.76
股本	179.76	179.76	179.76	179.76
少数股东权益	0.26	-25.74	-60.65	-106.31
股东权益合计	2473.04	3203.66	4184.47	5467.34
负债和股东权益合计	10193.72	11533.54	12390.34	13386.10

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	575.96	756.62	1015.72	1328.53
折旧和摊销	0.00	278.66	264.72	251.49
营运资金变动	0.00	1410.16	-118.05	-305.33
经营活动现金流	827.11	2403.95	1112.01	1213.56
资本开支	0.00	0.00	0.00	0.00
投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-344.42	63.96	63.95	63.93
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	380.59	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-559.87	-48.47	-48.47	-48.47
现金净流量	-83.35	2419.44	1127.49	1229.03

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	160.36%	44.23%	13.56%	16.71%
净利润增长率	72.53%	31.37%	34.24%	30.80%
盈利能力				
毛利率	33.69%	37.69%	37.89%	38.89%
净利润率	17.34%	20.06%	23.08%	25.83%
总资产收益率 ROA	5.65%	6.56%	8.20%	9.92%
净资产收益率 ROE	23.29%	23.43%	23.93%	23.84%
偿债能力				
流动比率	0.52	0.48	0.73	0.96
速动比率	0.51	0.47	0.72	0.96
现金比率	0.29	0.72	0.95	1.26
资产负债率	78.06%	75.74%	72.22%	66.23%
经营效率				
总资产周转率	0.34	0.35	0.37	0.40
每股指标（元）				
每股收益	0.27	0.36	0.48	0.63
每股净资产	1.17	1.53	2.01	2.63
每股经营现金流	0.39	1.14	0.53	0.57
每股股利	0.05	0.04	0.00	0.00
估值分析				
PE	14.95	10.36	7.71	5.90
PB	3.48	2.43	1.85	1.41

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。