

2025年12月01日

存在一次性费用影响，期待明年招生恢复增长及 AI 业务突破

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):	4.76/2.08
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	51.25
最新收盘价(港元):	2.29	自由流通市值(亿港元)	51.25
		自由流通股数(百万)	2,109.26

事件概述

FY2025 集团总收入/年内利润/经调归母净利/经营性现金流分别为 35.89/6.48/6.18/8.53 亿元、同比增长 8.1%/16.5%/7.0%/3.1%，符合业绩预告。调整项合计为 0.305 亿元（股份奖励计划及购股权计划开支 0.26 亿元、外汇亏损 0.008 亿元、因升值而产生的折旧摊销 0.1 亿元、合营联营公司溢利 -0.009 亿元、物业厂房减值拨回 1 亿元、商誉减值亏损 0.09 亿元、金融资产减值亏损 0.03 亿元、减值亏损确认的递延税项 0.24 亿元）。拆分上下半年来看，上半财年收入/利润分别为 18.76/3.90 亿元，同比增长 14.0%/36.3%；下半财年收入/利润分别为 17.13/2.59 亿元，同比增长 2.2%/-4.3%，下半年利润下滑、整体来说，我们分析公司在 FY25 主要受到：1) 行业高中扩招叠加公司侧重 A 类学生的策略变化，影响了招生人数；2) 公司对 AI 等投入加大，但我们分析其中包含了一次性费用影响约 1.1-1.2 亿。

公司派发末期股息 3.9 分，中期派息为 5.78 分，分红率维持 30%，对应股息率 3.98%。

分析判断：

核心业务教育服务及托管业务全年增长 7%/94%，新增 8 所托管学校。1) 公司综合教育服务（高中+综合素质+游研学）/销售产品/餐厅运营/管理及特许经营费收入分别为 18.68/9.92/6.13/1.16 亿元，同比增长 7.0%/8.0%/2.6%/93.9%，拆分上下半年来看，上半财年公司综合教育服务/销售产品/餐厅运营/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%，下半财年公司综合教育服务/销售产品/餐厅运营/管理及特许经营费收入分别为 8.55/5.17/2.81/0.59 亿元，同比增长 -4.3%/16.2%/-7.4%/76.6%。公司向 53,900 位高中生提供综合教育服务，同比提升 46.8%。2) 管理及特许经营费收入增长基本符合翻倍预期，FY2025 新增 8 所托管学校/学段至 18 所/40 个，单校/学段收费 644/289 万元，同比增长 8%/-8%。3) 从教学效果来看，2025 年高考考生中，约 90% 超过中国大学本科分数录取线，同比持平，约 58% 超过中国一本大学本科录取线，同比提升 3PCT，有 399 人收到世界排名前 50 的大学（其中 26 人升入 QS 前 10），同比增加 46.7%。

毛利率提升但经调净利率下降主要由于其他收入占比下降、财务费用占比提升。FY2025 毛利率为 33.8%、同比提升 0.1PCT；净利率/经调净利率为 18.1%/17.2%，同比提升 1.3/-0.2PCT；毛利率提升但经调净利率下降主要由于其他收入占比下降 0.5PCT、财务费用占比提升 0.9PCT。拆分上下半年来看，上半财年毛利率/净利率分别为 37.6%/20.8%，同比增长 2.2/3.4PCT；下半财年毛利率/净利率分别为 29.7%/15.1%，同比增长 -2.3/-1.0PCT。

合同负债有所下降，资本开支持平。FY2025 合约负债为 13.0 亿元、同比下降 3.5%。FY25 资本开支为 4.04 亿元，较上年 4.07 亿元基本持平。

投资建议

我们分析，展望未来：1) 核心业务高中招生明年有望恢复增长，虽然行业高中扩招仍在持续，但公司策略转变有望兼顾中短期平衡，且 A 类生的储备有利于长期提升口碑。2025 年秋季学期初，公司学校网络拥有约 6

万名高中生，同比增长约 11%，但这包含托管及表外高中，预计未来自有生源保持 5% 以上增长。2) AI 业务方面有望在组织新的营销团队背景下加快推进，AI 冲刺营、AI 智习室、AI 课堂等产品有望提供新增量。3) 高净利率托管业务未来有望保持每年 20 个学段新增的拓展速度。4) 高净利率素养业务预计维持稳增长，未来有望渗透进托管学校业务，我们预计游研学、竞赛、供应链等业务仍有成长性。维持盈利预测，维持 26-27 财年公司收入预测 39.37/42.47 亿元，新增 28 财年收入预测 46.21 亿元；维持 26-27 财年归母净利润 7.45/8.38 亿元，新增 28 财年归母净利润预测 9.58 亿元；对应维持 26-27 年 EPS 0.35/0.40 元，新增 28 财年 EPS 预测 0.45 元。公司最新收盘价（2025 年 12 月 1 日）为 2.29 港元，对应 26-28PE 为 6/5/5X（1 港元=0.91 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3320.90	3588.90	3936.53	4246.77	4620.94
YoY (%)	160.36%	44.23%	8.07%	9.69%	7.88%
归母净利润(百万元)	575.96	664.26	745.44	837.84	958.38
YoY (%)	72.53%	15.33%	12.22%	12.40%	14.39%
毛利率 (%)	33.69%	33.81%	34.01%	34.11%	34.31%
每股收益 (元)	0.27	0.31	0.35	0.40	0.45
ROE (%)	0.23	0.22	0.20	0.18	0.17
市盈率	14.47	10.95	5.90	5.25	4.59

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 港元=0.91 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)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3588.90	3936.53	4246.77	4620.94	净利润	664.26	745.44	837.84	958.38
YoY(%)	8.07%	9.69%	7.88%	8.81%	折旧和摊销	0.00	272.02	258.42	245.50
营业成本	2375.37	2597.58	2798.05	3035.33	营运资金变动	0.00	2335.89	-460.18	-572.61
营业税金及附加					经营活动现金流	852.59	3265.82	546.32	538.59
销售费用	72.49	78.73	84.94	83.18	资本开支	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	254.19	353.05	343.65	334.09	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	124.82	55.13	55.13	55.13	投资活动现金流	-531.97	124.56	124.55	124.54
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.90	0.87	0.86	0.85	债务募资	326.03	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-705.01	-55.13	-55.13	-55.13
营业外收支					现金净流量	-383.78	3335.25	615.74	608.00
利润总额	841.58	969.79	1090.00	1246.81	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	193.45	242.45	272.50	311.70	成长能力				
净利润	648.13	727.34	817.50	935.11	营业收入增长率	44.23%	8.07%	9.69%	7.88%
归属于母公司净利润	664.26	745.44	837.84	958.38	净利润增长率	15.33%	12.22%	12.40%	14.39%
YoY(%)	15.33%	12.22%	12.40%	14.39%	盈利能力				
每股收益(元)	0.31	0.35	0.40	0.45	毛利率	33.81%	34.01%	34.11%	34.31%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	净利润率	18.51%	18.94%	19.73%	20.74%
货币资金	965.24	4300.49	4916.23	5524.23	总资产收益率 ROA	6.66%	6.20%	6.77%	7.51%
预付款项					净资产收益率 ROE	22.31%	20.02%	18.37%	17.36%
存货	20.38	42.09	25.20	47.80	偿债能力				
其他流动资产	1.59	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.48	0.49	0.79	0.99
流动资产合计	2020.64	4352.36	4951.22	5581.81	速动比率	0.47	0.48	0.79	0.98
长期股权投资	13.73	13.73	13.73	13.73	现金比率	0.23	0.78	0.98	1.24
固定资产	3045.79	2893.50	2748.83	2611.39	资产负债率	75.74%	70.27%	69.32%	63.55%
无形资产	2394.60	2274.87	2161.13	2053.07	经营效率				
非流动资产合计	7947.39	7675.37	7416.95	7171.45	总资产周转率	0.36	0.36	0.35	0.37
资产合计	9968.03	12027.73	12368.17	12753.26	每股指标 (元)				
短期借款	755.37	755.37	755.37	755.37	每股收益	0.31	0.35	0.40	0.45
应付账款及票据	80.78	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.41	1.77	2.16	2.62
其他流动负债	3097.01	4723.83	4246.77	3696.75	每股经营现金流	0.40	1.55	0.26	0.26
流动负债合计	4146.84	5479.20	5002.13	4452.11	每股股利	0.08	0.10	0.00	0.00
长期借款	1623.66	1623.66	1623.66	1623.66	估值分析				
其他长期负债	1234.50	1234.50	1234.50	1234.50	PE	10.95	5.90	5.25	4.59
非流动负债合计	2858.16	2858.16	2858.16	2858.16	PB	2.44	1.18	0.96	0.80
负债合计	7005.00	8337.36	7860.29	7310.28					
股本	179.23	179.23	179.23	179.23					
少数股东权益	-14.46	-32.56	-52.90	-76.17					
股东权益合计	2963.03	3690.37	4507.87	5442.98					
负债和股东权益合计	9968.03	12027.73	12368.17	12753.26					

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。