

# 民办学历教育转型标杆，开辟多元成长曲线

华泰研究

2024年12月24日 | 中国香港

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

5.87

研究员

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523110002  
SFC No. BUS698

詹博

zhanbo@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524070002  
SFC No. BTB676

郑裕佳

zhengyujia@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

天立国际控股是中国西部地区 K12 民办学历教育龙头,《民促法实施条例》发布后公司确立以营利性高中为主、综合运营服务为辅的“一千多支”战略,向全国性综合教育服务商稳步转型, FY22 以来业绩快速修复。我们认为民办学历教育政策边界逐步清晰、未来 5 年行业需求和竞争格局预计维持相对稳定,公司具备良好的教学口碑、高度标准化的运营管理能力、优秀的异地扩张能力,增长潜力充足。首次覆盖给予买入评级,目标市值 114 亿人民币,对应目标价 5.87 港元,对应调整后归母净利润 FY25 PE 约 14.8x。

## 政策相对稳定叠加学龄人口红利,利好营利性高中业务稳健发展

政策方面, 21 年《民促法实施条例》颁布后民办学历教育政策边界逐步清晰,高中阶段营利性和关联交易风险解除,监管进入相对稳定期。需求方面, 学龄人口增长和高中毛入学率提升背景下, 预计未来 5 年全国范围内、尤其在重点布局的四川和山东等地普高学位需求维持刚性, 公办学位增量供给相对有限, 民办高中有望成为重要补充。天立自有高中数量领先同业, 运营管理高度标准化, 具备全国复制扩张能力, 未来存量学校利用率自然爬升以及新校拓展有望驱动自有高中在校生人数持续稳健增长。

## 托管业务尚为蓝海, 有望打造第二曲线

《民促法》允许县级人民政府以购买服务等方式委托民办学校承担相应教育任务, 为民办教育集团转型提供契机。我们估算托管业务潜在市场空间约在百亿规模, 而当前头部市占率合计不到 10%, 市场仍是蓝海。凭借良好的教学口碑和成熟的运营管理经验, 天立的托管业务处于快速拓展阶段, 我们认为轻资产托管业务有助于增厚公司收入利润、为多元化综合运营服务打开增长空间、完善生源体系, 有望成为继高中业务后的第二增长点。

## 我们与市场观点不同之处

市场对托管业务的发展前景存在一定分歧。通过统计部分民办教育集团现有托管学校数, 我们认为当前市场处于蓝海状态, 天立强大的标准化管理能力和优质教学品质输出能力与托管业务所需能力高度契合, 轻资产运营模式下预计利润率可观, 看好该业务中长期成长性。

## 盈利预测与估值

我们预计 FY25/26/27 调整后归母净利润为 7.71/9.95/11.32 亿元, 考虑到学历教育公司运营周期长、现金流相对稳定, 我们采用 DCF 估值法, WACC 为 10.76%, 永续增长率 1%, 对应目标价 5.87 港元, 给予“买入”评级。

风险提示: 民办教育政策收紧的风险, 在校生规模增长不及预期, 托管业务拓展进度不及预期, 教师及核心管理人才缺乏或流失风险。

## 经营预测指标与估值

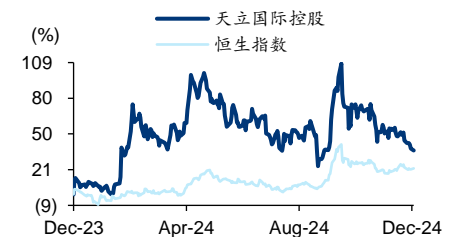
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	2,303	3,321	3,941	4,810	5,466
+/-%	160.36	44.23	18.67	22.06	13.63
归属母公司净利润 (人民币百万)	337.03	575.96	718.69	951.12	1,101
+/-%	249.11	70.89	24.78	32.34	15.78
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.16	0.27	0.34	0.45	0.52
ROE (%)	17.21	25.38	26.31	28.32	26.64
PE (倍)	21.95	12.84	10.29	7.78	6.72
PB (倍)	3.58	2.99	2.47	1.99	1.63
EV EBITDA (倍)	20.25	16.12	10.74	8.18	6.83

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (港币)	5.87
收盘价 (港币 截至 12 月 23 日)	3.80
市值 (港币百万)	8,039
6 个月平均日成交额 (港币百万)	17.35
52 周价格范围 (港币)	2.56-5.98
BVPS (人民币)	1.17

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,303	3,321	3,941	4,810	5,466
销售成本	(1,524)	(2,202)	(2,583)	(3,081)	(3,468)
<b>毛利润</b>	<b>778.85</b>	<b>1,119</b>	<b>1,358</b>	<b>1,729</b>	<b>1,997</b>
销售及分销成本	(36.23)	(70.53)	(84.64)	(97.33)	(107.07)
管理费用	(240.06)	(257.50)	(283.25)	(311.57)	(342.73)
其他收入/支出	(17.29)	(28.08)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(62.53)	(86.39)	(103.13)	(111.17)	(117.93)
应占联营公司利润及亏损	(1.65)	13.71	0.12	0.12	0.12
<b>税前利润</b>	<b>443.94</b>	<b>740.45</b>	<b>937.53</b>	<b>1,259</b>	<b>1,480</b>
税费开支	(109.43)	(184.29)	(233.34)	(313.41)	(368.37)
少数股东损益	(2.52)	(19.79)	(14.50)	(5.29)	10.46
<b>归母净利润</b>	<b>337.03</b>	<b>575.96</b>	<b>718.69</b>	<b>951.12</b>	<b>1,101</b>
折旧和摊销	(203.00)	(269.71)	(303.78)	(314.47)	(330.06)
EBITDA	724.40	927.03	1,344	1,685	1,928
EPS (人民币, 基本)	0.16	0.27	0.34	0.45	0.52

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	27.28	26.46	31.40	38.32	43.54
应收账款和票据	90.29	146.92	174.35	212.81	241.81
现金及现金等价物	1,502	1,358	2,088	2,908	3,706
其他流动资产	751.83	686.89	686.89	686.89	686.89
<b>总流动资产</b>	<b>2,371</b>	<b>2,219</b>	<b>2,980</b>	<b>3,846</b>	<b>4,679</b>
固定资产	4,455	4,969	5,155	5,345	5,534
无形资产	34.49	38.42	36.00	33.75	31.01
其他长期资产	2,691	2,967	2,881	2,883	2,981
<b>总长期资产</b>	<b>7,181</b>	<b>7,975</b>	<b>8,072</b>	<b>8,261</b>	<b>8,546</b>
<b>总资产</b>	<b>9,552</b>	<b>10,194</b>	<b>11,052</b>	<b>12,107</b>	<b>13,224</b>
应付账款	559.08	666.49	781.78	932.64	1,050
短期借款	574.16	761.59	827.85	827.85	827.85
其他负债	3,436	3,229	3,229	3,229	3,229
<b>总流动负债</b>	<b>4,569</b>	<b>4,657</b>	<b>4,839</b>	<b>4,989</b>	<b>5,107</b>
长期债务	1,338	1,772	1,945	2,119	2,293
其他长期债务	1,549	1,292	1,292	1,292	1,292
<b>总长期负债</b>	<b>2,887</b>	<b>3,064</b>	<b>3,237</b>	<b>3,411</b>	<b>3,585</b>
股本	151.36	178.43	151.36	151.36	151.36
储备/其他项目	1,914	2,294	2,839	3,574	4,390
股东权益	2,065	2,473	2,990	3,726	4,542
少数股东权益	30.00	0.26	(14.24)	(19.53)	(9.06)
<b>总权益</b>	<b>2,095</b>	<b>2,473</b>	<b>2,976</b>	<b>3,706</b>	<b>4,532</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	21.95	12.84	10.29	7.78	6.72
PB	3.58	2.99	2.47	1.99	1.63
EV EBITDA	20.25	16.12	10.74	8.18	6.83
股息率 (%)	1.46	2.34	2.90	3.84	4.44
自由现金流收益率 (%)	(3.73)	7.21	10.33	12.72	13.44

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	724.40	927.03	1,344	1,685	1,928
融资成本	62.53	86.39	103.13	111.17	117.93
营运资本变动	(261.77)	51.61	82.92	105.48	82.94
税费	(109.43)	(184.29)	(233.34)	(313.41)	(368.37)
其他	559.94	(53.62)	(103.24)	(111.29)	(118.04)
<b>经营活动现金流</b>	<b>975.67</b>	<b>827.11</b>	<b>1,194</b>	<b>1,477</b>	<b>1,642</b>
CAPEX	(600.00)	(406.24)	(400.18)	(503.78)	(614.47)
其他投资活动	164.77	61.82	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(435.23)</b>	<b>(344.42)</b>	<b>(400.18)</b>	<b>(503.78)</b>	<b>(614.47)</b>
债务增加量	589.65	621.09	240.08	173.82	173.82
权益增加量	(31.66)	27.07	(27.07)	0.00	0.00
派发股息	(102.00)	(108.63)	(174.23)	(215.61)	(285.34)
其他融资活动现金流	(486.83)	(1,099)	(103.13)	(111.17)	(117.93)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(30.84)</b>	<b>(559.87)</b>	<b>(64.35)</b>	<b>(152.96)</b>	<b>(229.45)</b>
现金变动	509.60	(77.18)	729.36	820.10	798.57
年初现金	929.90	1,502	1,358	2,088	2,908
汇率波动影响	571.82	(143.34)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>1,502</b>	<b>1,358</b>	<b>2,088</b>	<b>2,908</b>	<b>3,706</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	160.36	44.23	18.67	22.06	13.63
毛利润	165.33	43.67	21.37	27.30	15.53
营业利润	259.63	57.20	29.81	33.30	17.24
净利润	249.11	70.89	24.78	32.34	15.78
EPS	249.11	70.89	24.78	32.34	15.78
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	33.83	33.69	34.46	35.94	36.54
EBITDA	31.46	27.91	34.11	35.03	35.28
净利率	14.64	17.34	18.24	19.77	20.15
ROE	17.21	25.38	26.31	28.32	26.64
ROA	3.81	5.83	6.77	8.21	8.69
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	19.86	47.51	22.92	1.05	(12.89)
流动比率	0.52	0.48	0.62	0.77	0.92
速动比率	0.51	0.47	0.61	0.76	0.91
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.26	0.34	0.37	0.42	0.43
应收账款周转天数	12.54	12.86	14.67	14.49	14.97
应付账款周转天数	97.78	100.19	100.93	100.15	102.89
存货周转天数	5.45	4.39	4.03	4.07	4.25
现金转换周期	(79.80)	(82.93)	(82.22)	(81.59)	(83.66)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.16	0.27	0.34	0.45	0.52
每股净资产	0.98	1.17	1.41	1.76	2.15

## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>5</b>
政策逐步明朗，升学需求刚性，利好营利性高中业务稳健增长.....	5
托管业务战略地位突出，有望打造第二增长曲线.....	5
我们与市场观点不同之处.....	5
<b>民办学历教育转型标杆，开辟多元成长曲线</b> .....	<b>6</b>
西部 K12 学历教育龙头，转型全国性综合教育服务商.....	6
“一千多支”战略：以营利性高中为主干，探索托管和综合运营服务.....	8
积极应对市场变化，收入利润实现高速修复性增长.....	9
<b>民办教育政策和行业竞争进入相对稳定期</b> .....	<b>11</b>
政策边界清晰：义务教育阶段强调公办主导，高中阶段支持与规范并重.....	11
全国普高学位有待扩容，民办教育发挥重要补充作用.....	12
四川、山东等地普高学龄人口众多，升学需求相对刚性.....	13
民办普高竞争格局逐步稳定，天立规模优势凸显.....	14
<b>天立：办学成果出色，具备异地复制能力</b> .....	<b>15</b>
专注低线城市实现错位竞争，多元化升学成果斐然.....	15
运营管理高度标准化，具备全国复制扩张能力.....	17
未来发展：营利性高中稳定基本盘，托管业务有望打造第二增长曲线.....	21
营利性高中：存量学校稳健爬坡，新学校拓展向轻资产模式转型优化.....	21
托管业务战略地位突出，有望打造第二增长曲线.....	21
盈利预测和投资建议.....	23
盈利预测.....	23
估值及投资建议.....	26
风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1：天立学校分布图 (FY24).....	6
图表 2：天立国际控股：股价主要与政策和校网人数相关.....	7
图表 3：天立 K12 学生数量.....	7
图表 4：天立高中学生数量.....	7
图表 5：天立国际控股股权结构（截至 1HFY24）.....	8
图表 6：天立国际控股“一千多支”业务体系.....	9
图表 7：“多支”业务——综合素养课程.....	9
图表 8：“多支”业务——在线校园商城.....	9
图表 9：天立国际控股：FY22 以来营业收入同比高速增长.....	10
图表 10：天立国际控股：综合教育服务占比提升.....	10
图表 11：天立国际控股：成本结构.....	10
图表 12：天立国际控股：费用及利润率.....	10

图表 13: 民促法及相关政策要点.....	11
图表 14: 中国普通高中学龄人口、学位缺口估算.....	12
图表 15: 2010 年以来民办普通高中学校数量占比持续提升.....	12
图表 16: 2010 年以来民办普通高中在校生占比持续提升.....	12
图表 17: 四川省、山东省出生人口情况.....	13
图表 18: 四川省、山东省普通高中在校生人数及预测.....	13
图表 19: 各地普高升学率 (2022).....	14
图表 20: 各地普高校均在校生人数 (2022).....	14
图表 21: 营业收入: 主要 K12 学历教育公司.....	14
图表 22: 归母净利润: 主要 K12 学历教育公司.....	14
图表 23: 天立: 川内高中本科率、一本率在当地属于第一梯队 (2024).....	15
图表 24: 天立成熟校区一本率远超四川省平均一本率.....	15
图表 25: 天立部分新学校首届高考本科率、一本率.....	15
图表 26: 天立竞赛教练团队 (部分).....	16
图表 27: 天立: A/B 类学校模型示例.....	17
图表 28: “立达”课程体系.....	18
图表 29: “立达”课程体系推广情况.....	18
图表 30: ABC 三层教学法, 助力因材施教.....	19
图表 31: 天立: 一流的师资团队.....	20
图表 32: 天立教师薪酬福利 (以成都天立为例).....	20
图表 33: 天立: “三雁齐飞”人才培养体系.....	20
图表 34: 天立: 双“H”晋升通道.....	20
图表 35: 天立: 自营高中单校模型假设 (A 类校).....	21
图表 36: 部分民办教育集团托管公立校示例 (截至 24 年 9 月).....	22
图表 37: 象山大目湾高级中学部分师资.....	22
图表 38: 天立教育集团整体运营蔡朝焜纪念中学签约仪式.....	23
图表 39: 收入预测.....	25
图表 40: 盈利预测.....	26
图表 41: 自由现金流预测.....	26
图表 42: DCF 核心假设.....	26
图表 43: DCF 估值.....	27
图表 44: 可比公司估值 (2024/12/23).....	27
图表 45: 天立国际控股 PE-Bands.....	27
图表 46: 天立国际控股 PB-Bands.....	27

## 投资要点

天立国际控股是中国西部地区 K12 民办学龄教育龙头,《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》(2021 年,下文简称《民促法实施条例》)颁布后公司确立以营利性高中为主、综合运营服务为辅的“一千多支”战略,向全国性综合教育服务商稳步转型,凭借良好的教学质量和品牌口碑、高度标准化的运营管理能力、优秀的异地扩张能力, FY22 以来业绩快速修复。我们认为民办学龄教育政策边界逐步清晰、未来 5 年行业需求和竞争格局预计维持相对稳定,公司业务规模和转型进程领先同业,营利性高中在校生人数有望在“内部利用率提升+外延扩张”双轮驱动下稳健增长,奠定良好的基本盘;托管和素质教育等新业务拓展潜力充足,有望打造新增长点,助力公司逐步从单一的学历教育服务商转型成长为全国性的综合教育服务提供商。公司短期内基本盘稳健,中长期成长空间较为清晰,首次覆盖天立国际控股并给予买入评级,目标价 5.87 港元。

### 政策逐步明朗, 升学需求刚性, 利好营利性高中业务稳健增长

《民促法实施条例》颁布后,民办教育政策边界逐步明朗,高中阶段实施分类管理,允许“三公”(公平、公正、公开)关联交易,分红风险基本解除。在学龄人口增长和高中毛入学率提升背景下,未来 5 年全国范围内普高升学需求预计维持刚性。天立自有高中数量大幅领先同业,规模优势凸显;管理流程高度标准化保障集团全国复制扩张能力,未来 3-5 年内,存量学校利用率预计逐步提升,叠加每年 3-5 所新校拓展规划,有望持续驱动自有高中在校生人数稳健增长。

### 托管业务战略地位突出, 有望打造第二增长曲线

2016 年修订的《民办教育促进法》(下文简称《民促法》)允许县级政府采购教育服务,为民办教育集团转型教育服务商提供契机,东部沿海地区民办教育集团托管业务率先发展,其中海亮教育托管学校已达到 141 所。天立托管业务自 FY21 以来发展迅速,截至 24 年秋季(FY25 初),公司已托管 18 所学校,33 个学段,意向托管储备项目 100+,我们预计 FY25-27 每年新增 10/40/30 个托管学段,按每个学段平均收费 400 万元假设,预计 FY25-27 该业务收入为 1.32/2.92/4.12 亿元,同比+121.4%/121.2%/41.1%,有望显著增厚公司整体收入利润。中长期看,托管学校和在校生数量的增加有望为后续多元化综合运营服务的渗透转化打开空间,并有助于在集团范围内打通小-初-高人才输送体系,为高中业务的持续拓展奠定生源基础。

### 我们与市场观点不同之处

市场对营利性高中业务的发展前景持乐观态度,但对托管业务的市场规模、竞争格局与商业模式仍存在一定分歧。我们认为,

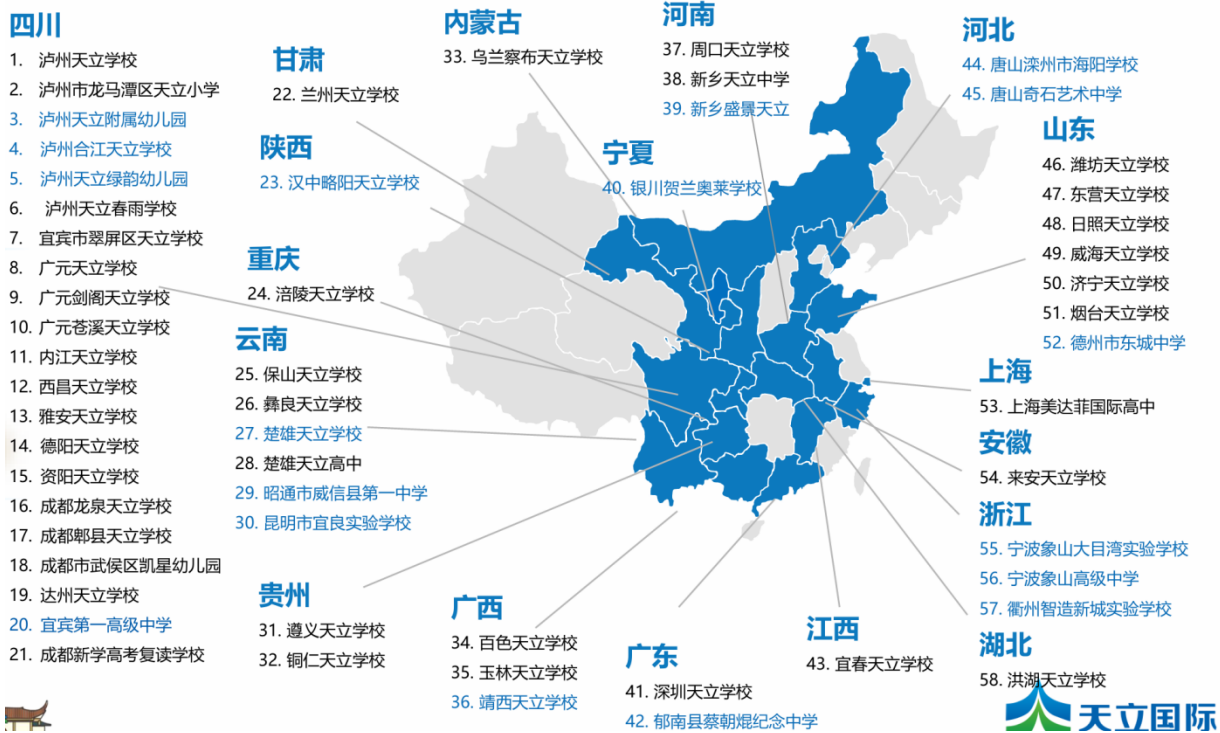
- 1) **从市场规模来看**,按照 23 年全国 20 余万普通小初高学校,其中长尾的 1%学校有托管需求、每所学校托管 2 个学段,每个学段平均收取 300 万元托管费来计算,则托管业务潜在市场规模有望达 127 亿元。
- 2) **从竞争格局来看**,目前开展托管业务的民办教育集团主要包括海亮教育(141 所)、上海世外教育集团(48 所)、爱立诚教育(6 所)等,相对集中在上海、江浙等地区;成都地区包括嘉祥教育集团(3 所)等。对照前述假设的潜在需求学校数(21.12 万\*1%)来看,上述民办教育集团市占率合计不到 10%,市场整体处于蓝海状态。
- 3) **从商业模式来看**,县级政府采购教育管理服务的流程较为通畅,天立卓越的标准化管理能力 and 高效的教学品质输出能力与托管需求高度吻合,轻资产模型下有望增厚集团整体利润率。

## 民办学历教育转型标杆，开辟多元成长曲线

### 西部 K12 学历教育龙头，转型全国性综合教育服务商

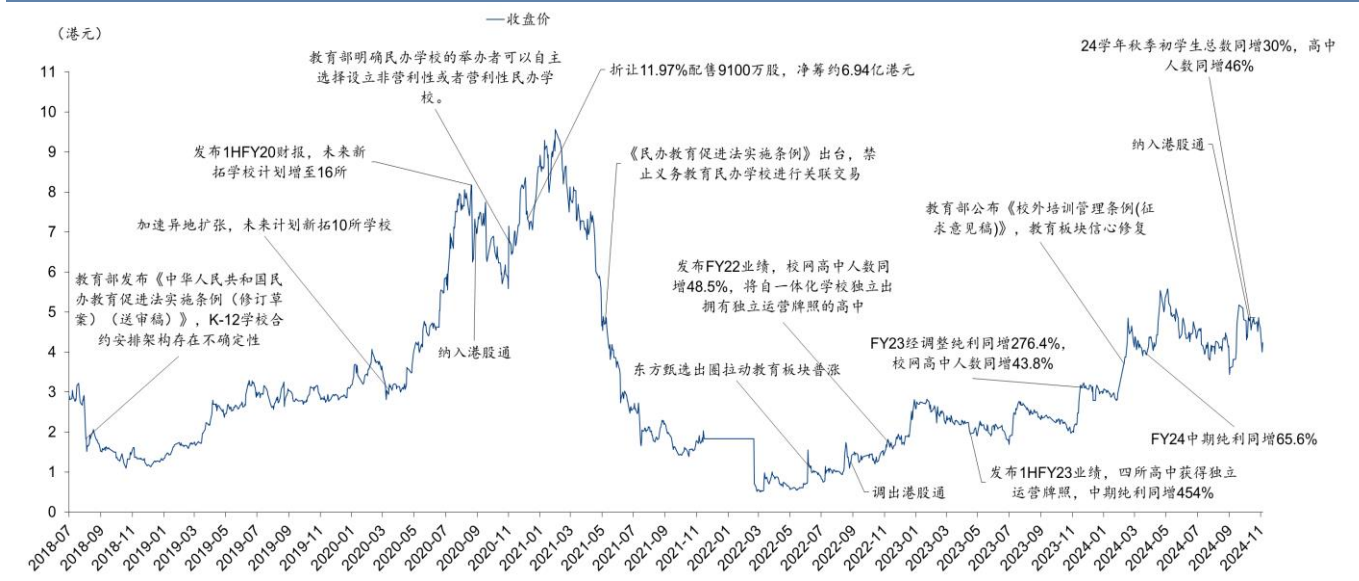
天立国际控股于 2002 年成立，是中国西部地区领先的 K12 综合教育服务运营商。公司自四川省起家，凭借自建+租赁+托管逐步将业务版图向全国拓展。2002 年集团首所学校泸州天立学校成立，此后持续发展，2002-2013 年完成 K12 全学段学校覆盖；2013-2018 年开启跨区域复制，逐步成长为西部地区民办 K12 学历教育龙头；2018 年在香港交易所成功上市后加速异地扩张，从西部逐步走向全国；2021 年受《民促法实施条例》影响，旗下 K9 学校剥离出上市公司报表，公司向综合教育服务商转型，确立以营利性高中为核心的“一千多支”战略。随着校网的快速扩张，18-23 财年公司校网在校生人数保持约 30% 的 CAGR，截至 24 年秋季学期初，公司校网内共有 58 所学校，遍布内蒙古、山东、河南、贵州、江西、浙江、云南、甘肃、安徽、广西、广东、陕西、上海、重庆及湖北的 36 座城市，校网内 K12 在校生合计约 13 万人 (yoy+30%)，其中高中 (含托管) 约 5.4 万人 (yoy+46%)。

图表1：天立学校分布图 (FY24)

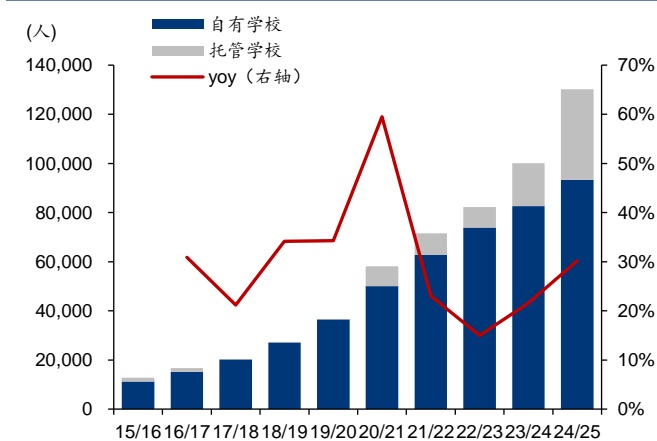


资料来源：公司公告、华泰研究

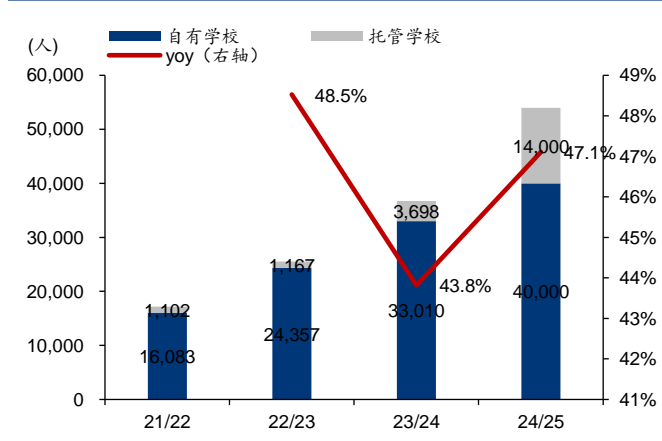
图表2：天立国际控股：股价主要与政策和校网人数相关



图表3：天立K12 学生数量

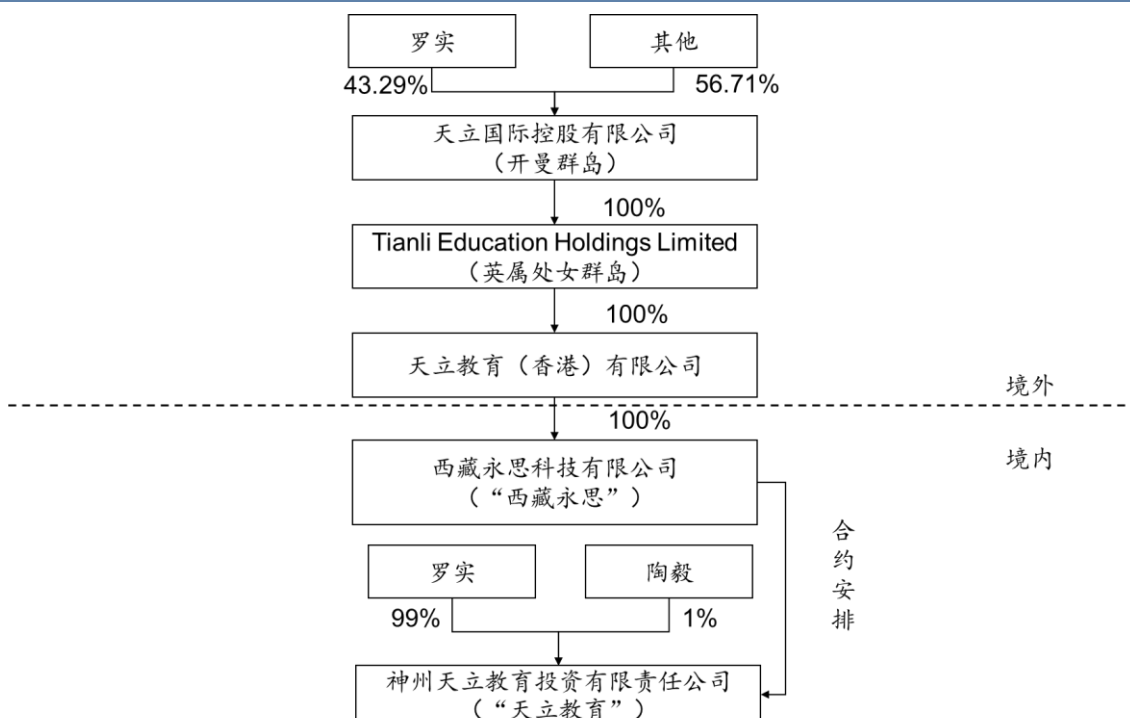


图表4：天立高中学生数量



创始人为公司实控人，核心管理层人员稳定。自公司上市以来，创始人兼执行董事罗实持股比例维持稳定，截至1HFY24持股43.29%，为公司实控人；首席财务官、执行董事兼联席公司秘书王锐持股0.42%。核心管理层在教育、财务等领域拥有超过10年的工作经验，且已在公司任职多年，熟悉公司整体经营管理，业务能力扎实。上市后公司通过受限制股份激励计划、购股权计划等方式绑定集团董事、管理人员、校长等核心员工利益，有效地维持了管理团队的稳定和效率，助力公司健康快速发展。

图表5：天立国际控股股权结构（截至 1HFY24）



资料来源：公司招股书，公司公告，华泰研究

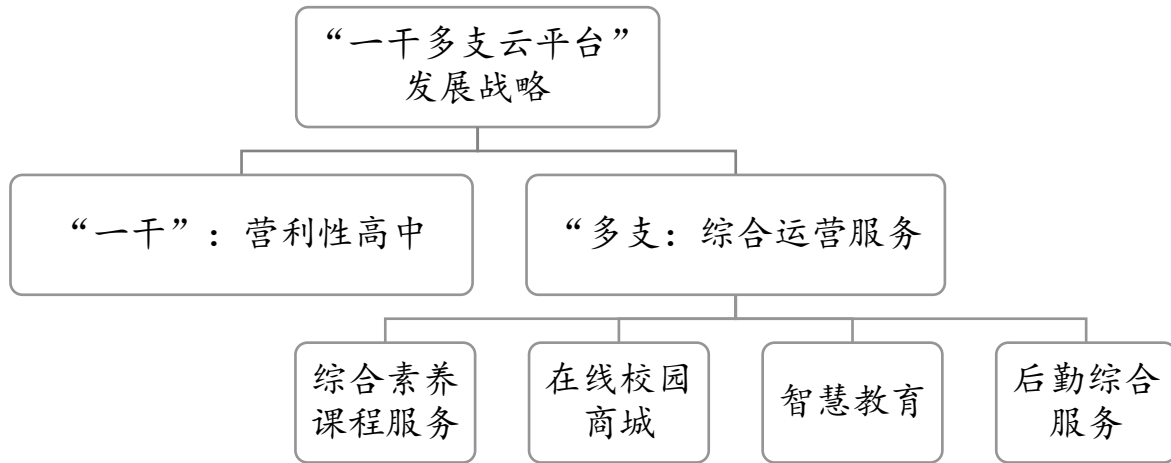
### “一千多支”战略：以营利性高中为主干，探索托管和综合运营服务

**营利性高中（“一千”业务）**以收取学宿费为主要商业模式，是当前公司业务的基本盘。《民促法实施条例》发布后，公司逐步将K9学校剥离出表，报表内保留原有独立高中以及从一体化学校中分拆并表的高中学校。截至24年秋季，公司旗下自有高中达33所，在校生人数约4万人，生均学宿费约3万元。未来营利性高中业务增长主要由在校生人数增长驱动，包括1)原有自建高中爬坡过程中的内生增长，以及2)公司计划每年新拓3-5所高中（租赁模式为主，自建模式为辅）带来的新招生人数增长。

**托管业务以轻资产模式实现品牌能力输出**，是公司中短期重点发力的第二增长曲线。托管业务主要针对优质教育资源相对欠缺的低线城市学校，天立以轻资产模式向被托管学校输出5人左右经验丰富的管理团队、全面成熟的天立课程体系、标准化的管理体系等，帮助被托管学校有效提升其教学质量。托管业务以按学段收取固定托管费+成果奖励为主要商业模式，小/初/高学段的固定托管费通常为每年300/400/500万元。截至24年秋季（FY25初），公司已托管18所学校，33个学段，意向托管储备项目100+，公司预计FY28以前每年新增30-40个托管学段，有望兑现较高收入增速。

**综合运营服务（“多支”业务）**核心是为校网内学生提供高附加值衍生服务来拓展收入来源。该业务目前处于初期探索阶段，未来随着校网学生人数的增长和渗透率提升，成长潜力较大。综合运营服务主要包括立达素养课程、后勤综合服务、在线校园商城、智慧教育“云”平台等，其中核心业务为立达素养课程，主要针对K9在校生，利用“课后三点半”的时间在校内开展国学、体育、艺术、科学等多元化课后服务，作为课程教学有益补充，进而促进学生全面发展。公司通过下设的业务子公司进行素养课程交付，主要品牌包括：“成都天骄”（提供综合素养课程服务）、“立行研学”（游研学业务）、“艾度科技”（校内人工智能相关兴趣课程班、校外运营科技场馆）、“明德宏远”（提供国学书院建制班及泛国学业务）。

图表6：天立国际控股“一千多支”业务体系



资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：“多支”业务——综合素养课程



资料来源：成都天立公众号、东营天立公众号、华泰研究

图表8：“多支”业务——在线校园商城

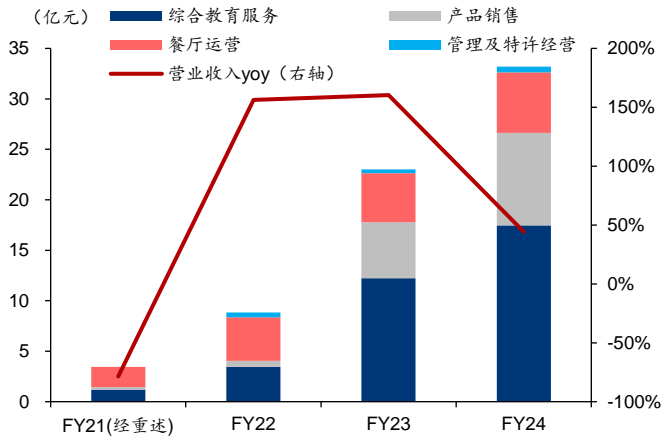


资料来源：天立在线校园商场小程序、华泰研究

### 积极应对市场变化，收入利润实现高速修复性增长

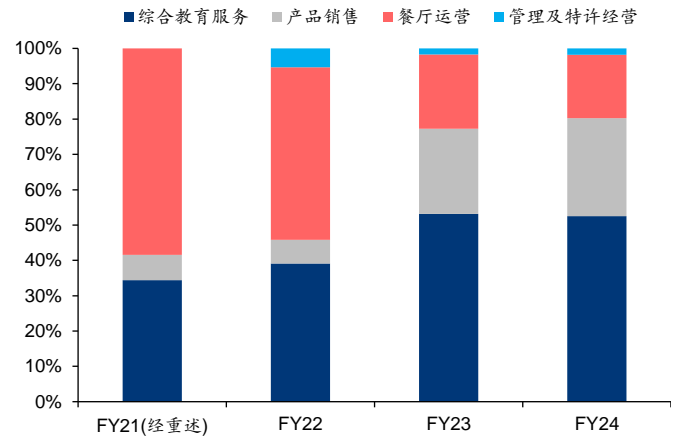
**FY22 以来收入高速增长，主要由营利性高中人数增长驱动。**公司收入构成包括综合教育服务、餐厅运营、产品销售、管理及特许经营费。FY22/23/24 公司总收入同比增长 156%/160%/44%，其中综合教育服务收入同比增长 191%/254%/43%，主要源于 1) 入读高中生人数的自然增长，2) 从一体化学校独立出 5 所拥有独立运营牌照的营利性高中；3) 综合素养课程服务快速渗透；4) 疫情结束后游研学业务迎来高速增长。根据公司“一千多支”的战略规划，校网产能利用率仍有较大提升空间（当前约 50%），我们预计未来 3-5 年校网内营利性高中人数的增长和托管学段的增加将是公司收入增长的主要驱动力。

图表9：天立国际控股：FY22 以来营业收入同比高速增长



资料来源：公司公告、华泰研究

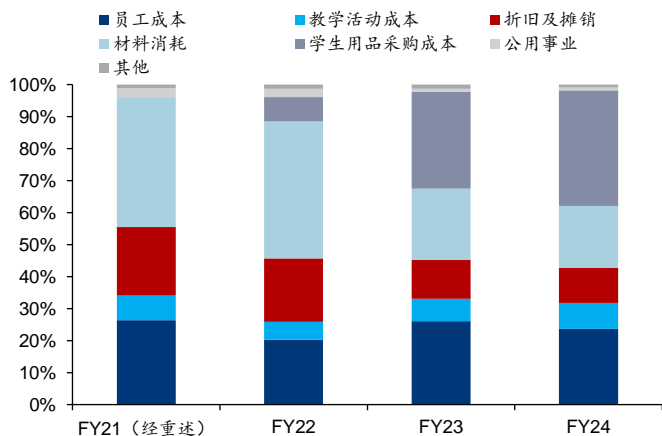
图表10：天立国际控股：综合教育服务占比提升



资料来源：公司公告、华泰研究

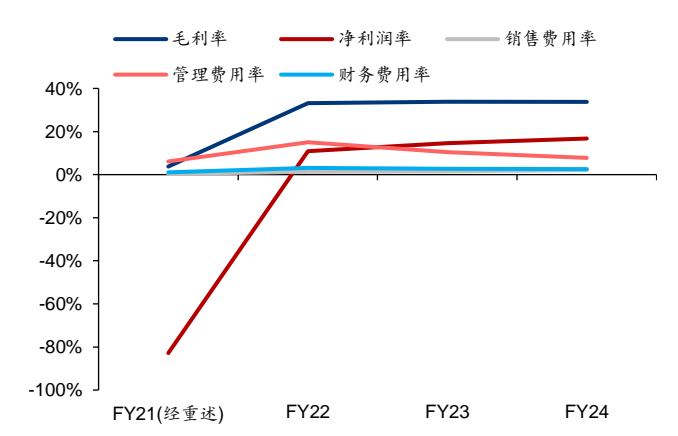
**规模效应下利润率稳步提升。** FY22/23/24 公司毛利率分别为 33.2%/33.8%/33.7%，公司校园内高中入学人数及综合素养服务和产品销售收益持续增加，虽然部分新业务初始投入亦有增加，但人力、材料消耗、折旧摊销等成本整体控制良好，毛利率整体较为稳定。规模效应下费用率持续改善，FY22/23/24 销售费用率+管理费用率+财务费用率之和分别为 19.5%/14.7%/12.5%，净利润率分别达到 10.9%/14.5%/16.7%，归母净利润率分别为 10.9%/14.6%/17.3%。

图表11：天立国际控股：成本结构



资料来源：公司公告、华泰研究

图表12：天立国际控股：费用及利润率



资料来源：公司公告、华泰研究

## 民办教育政策和行业竞争进入相对稳定期

### 政策边界清晰：义务教育阶段强调公办主导，高中阶段支持与规范并重

**义务教育阶段：强调公办主导地位，严格限制民办规模和关联交易。**《民办教育促进法》（“民促法”，2016年）明确规定“民办学校的举办者不得设立实施义务教育的营利性民办学校”，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（“实施条例”，2021年）进一步规定“实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易”，强化了民办义务教育的公益属性。2021年7月教育部等八部门发布《关于规范公办学校举办或者参与举办民办义务教育学校的通知》后，全国范围内“公参民”（即公办参与举办的民办学校）全面“转公”，并且原则上已不再审批新的民办义务教育学校。一系列体量调控措施下，2021-2023年我国义务教育阶段民办在校生占比从10.6%下降到3.8%。但值得一提的是，存量民办义务教育学校符合“六独立”要求的民办义务教育学校依然可以继续办学，并且教育部明确提到“引导民办学校立足多样化、特色化的发展定位”，形成“公平而优质、均衡而多样、全面而特色的义务教育”。

**允许县级政府采购教育服务。**实施条例明确提到“县级人民政府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。委托民办学校承担普惠性学前教育、义务教育或者其他公共教育任务的，应当根据当地相关教育阶段的委托协议，拨付相应的教育经费”，我们认为这为具备强运营能力的民办教育集团打开了转型教育服务提供商的新篇章。

**高中阶段：监管重点在于规范招生行为，允许营利性和关联交易。**民促法和实施条例强调“实施普通高中教育的民办学校应当主要在学校所在设区的市范围内招生，符合省、自治区、直辖市人民政府教育行政部门有关规定的可以跨区域招生”，从制度上限制了无序的跨区域竞争性招生、掐尖招生等行为，同时也给了省级统筹管理权。而对于实施普通高中教育的民办学校选择营利性、实施关联交易（符合“三公开”原则前提下），民促法和实施条例并未禁止，这意味着营利性民办普高依然可以按照法律规定纳入上市公司合并范围。

图表 13：民促法及相关政策要点

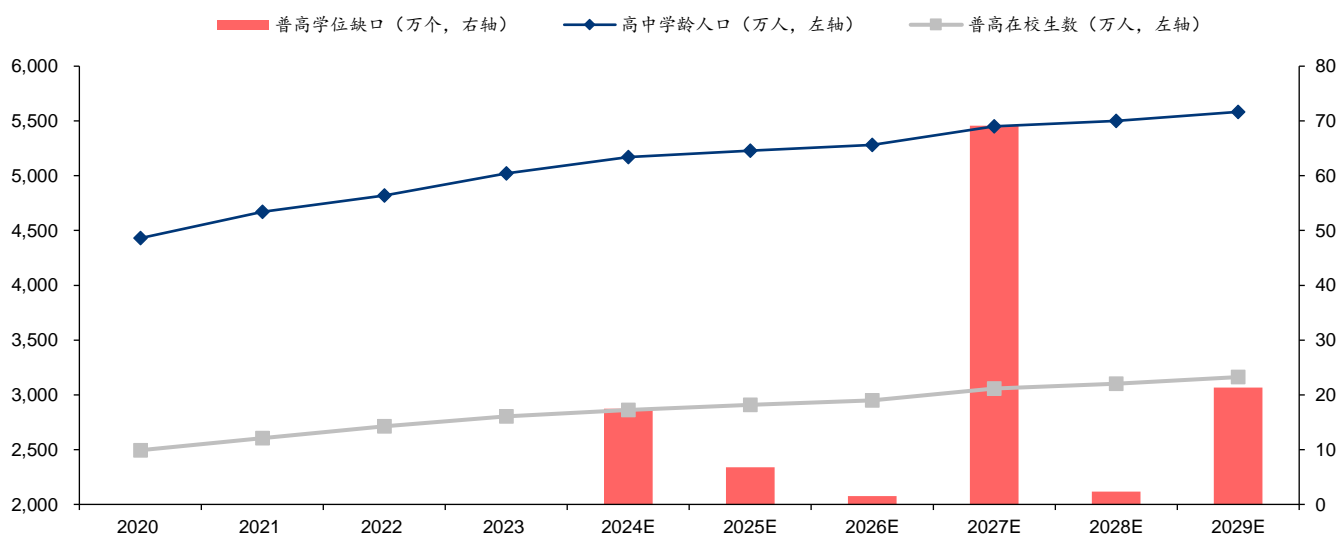
日期	政策名称	主要内容
2016年11月	《中华人民共和国民办教育促进法》	国家对民办教育实行积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理的方针。 民办学校与公办学校具有同等的法律地位，国家保障民办学校的办学自主权。 民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。
2021年5月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	<b>设立：</b> 实施义务教育的公办学校不得举办或者参与举办民办学校，也不得转为民办学校。其他公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。 <b>课程设置：</b> 实施普通高中教育、义务教育的民办学校可以基于国家课程标准自主开设有特色的课程，实施教育教学创新，自主设置的课程应当报主管教育行政部门备案。实施义务教育的民办学校不得使用境外教材。 <b>招生权：</b> 实施学前教育、学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等的招生权，可以与公办学校同期招生。实施普通高中教育的民办学校应当主要在学校所在设区的市范围内招生。 <b>关联交易：</b> 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。 <b>采购服务：</b> 县级人民政府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。委托民办学校承担普惠性学前教育、义务教育或者其他公共教育任务的，应当根据当地相关教育阶段的委托协议，拨付相应的教育经费。
2021年7月	《教育部等八部门关于规范公办学校举办或者参与举办民办义务教育学校的通知》	不得再审批设立新的“公参民”学校。公办学校也不得以举办者变更、集团办学、品牌输出等方式变相举办民办义务教育学校。

资料来源：国务院、教育部、华泰研究

## 全国普高学位有待扩容，民办教育发挥重要补充作用

学龄人口增长及毛入学率提升背景下，未来5年全国普通高中学位供给面临较大扩容压力。根据西南大学张立龙等学者（《教育研究》，2022年）的测算，基于七普数据和《中国教育现代化2035》“高中阶段毛入学率到2035年达到97%”的目标来看，“十四五”期间我国高中阶段学龄人口规模将一直处于上升趋势，2029年将达到峰值5583万，其中我们假设2023-2035高中毛入学率每年提升0.4pct（到2035年达到97%的目标），假设职普融通背景下普高占比降至60%（2023年普高在校生占比60.8%），则我们预计2029年普高在校生人数约为3162万，比2023年增加359万/13%，意味着6年期间平均每年普高学位需净增约60万个，而过去五年（2019-2023）全国普高每年招生人数增长在20-40万之间波动，由此可见未来5年内我国普通高中学位供给需进一步扩容。在此背景下，2023年7月教育部、国家发展改革委、财政部联合发布《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》，提出“扩大优质高中教育资源，增加学位供给，有序扩大优质普通高中招生规模”“积极发展综合高中”等举措以更好地满足适龄学生就读需求。

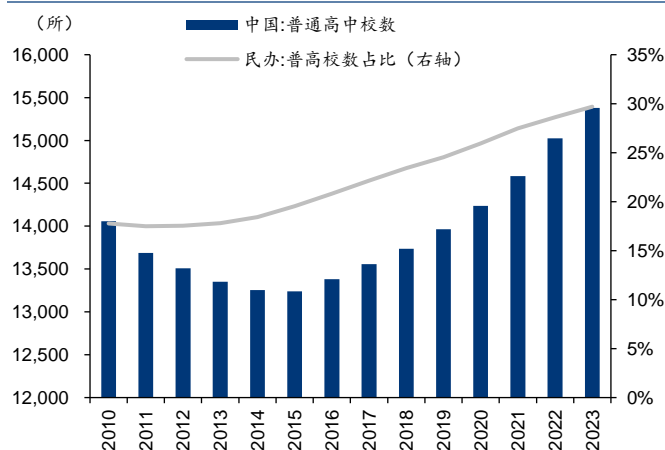
图表14：中国普通高中学龄人口、学位缺口估算



注：高中学龄人口数为西南大学张立龙等预测，预测期普高在校生数和普高学位缺口为华泰研究预测（假设普职比60%，每年学位净增40万个）。  
资料来源：西南大学张立龙等（《教育研究》，2022年）、华泰研究

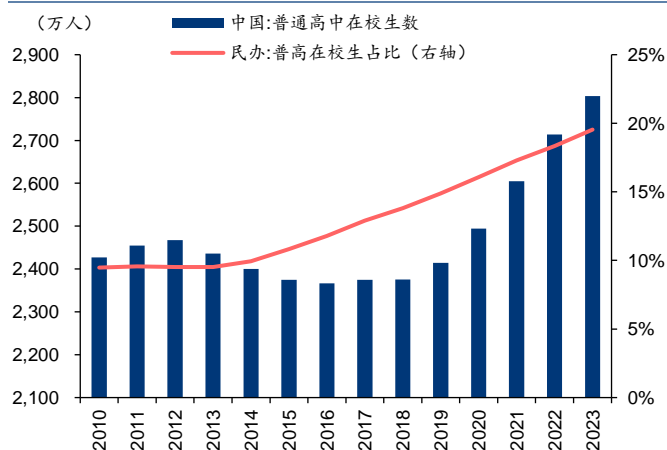
民办普高凭借灵活的办学机制可以形成有益补充，近年来招生规模呈稳健增长态势。据教育部，2010-2023年我国普通高中学校数量从14058所增至15381所，其中民办占比从17.8%增至29.7%；普通高中在校生数从2427万人增至2804万人，其中民办占比从9.5%增至19.5%。我们预计未来5年随着适龄人口的增长，民办普高招生规模有望进一步扩大。

图表15：2010年以来民办普通高中学校数量占比持续提升



资料来源：教育部官网，华泰研究

图表16：2010年以来民办普通高中在校生占比持续提升



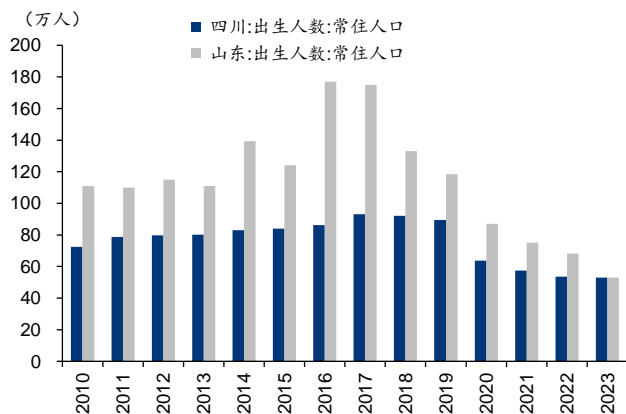
资料来源：教育部官网，华泰研究

## 四川、山东等地普高学龄人口众多，升学需求相对刚性

四川、山东两地普高升学率低于全国平均水平，且普高在校生人数或在未来 8-10 年持续增长。天立的自营高中目前相对集中在四川、山东，因此我们主要研究这两个省份普通高中教育资源的供需情况。根据教育部和国家统计局数据，22 年四川、山东普高毛入学率（普通高中招生人数/普通初中毕业人数）分别约为 53.8%、58.2%，均低于全国平均水平的 58.3%。结合两地近年出生人口变化（四川省 2017 年出生人口开始下降，山东省 2016 年开始下降）、各级学校招生人数、毕业生人数以及普高毛入学率，我们假设普高毛入学率逐年提升 1 个百分点至 66% 左右（参考山东济宁 2024 普通高中扩容行动规划的毛入学率），我们预计山东、四川普通高中在校生数分别在 2032、2033 年之前将持续增长，高峰人数分别约为 285 万人、178 万人，较 2023 年增加约 45%、18%。

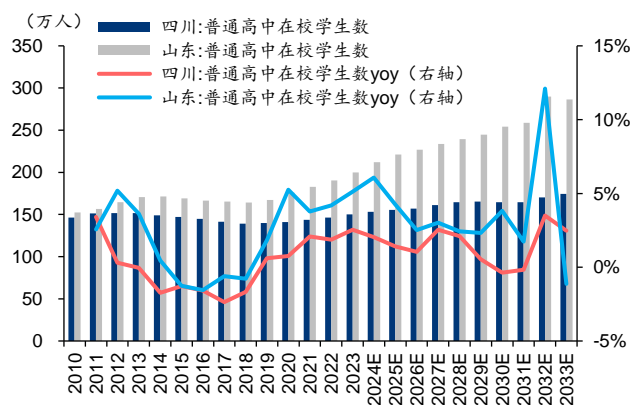
四川、山东普高校均在校生人数大于全国平均，意味着教育资源供给集中度高，学校总数仍有不足。据教育部数据，2022 年山东、四川普通高中学校校均在校生人数分别约为 2527 人和 1811 人，大于全国平均水平（1806 人），对比北京/上海等教育资源发达地区的 567/689 人有明显差距。我们认为在消除“大校额”、合理分流的政策导向下，两地普通高中学校数量有望进一步增加。

图表 17：四川省、山东省出生人口情况



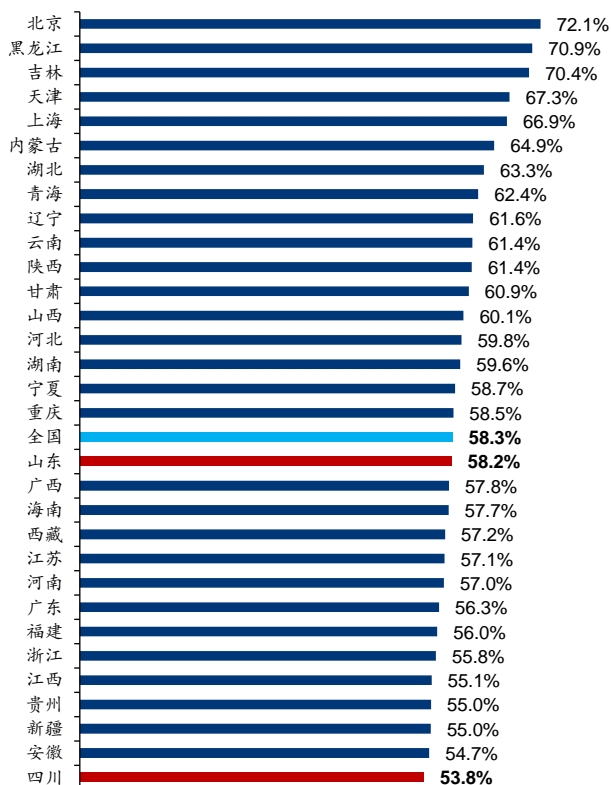
资料来源：国家统计局、华泰研究预测

图表 18：四川省、山东省普通高中在校生人数及预测



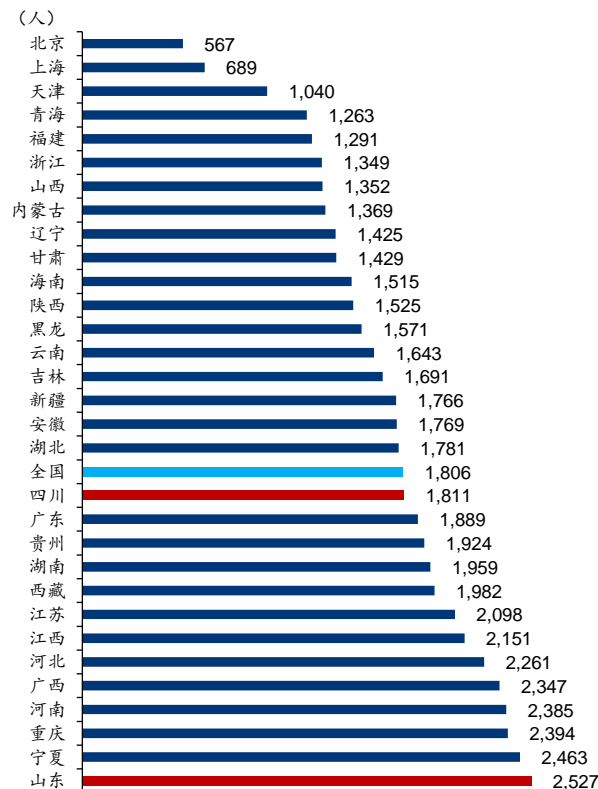
资料来源：国家统计局、华泰研究预测

图表19: 各地普高升学率 (2022)



资料来源: 国家统计局, 教育部, 华泰研究

图表20: 各地普高校均在校生人数 (2022)



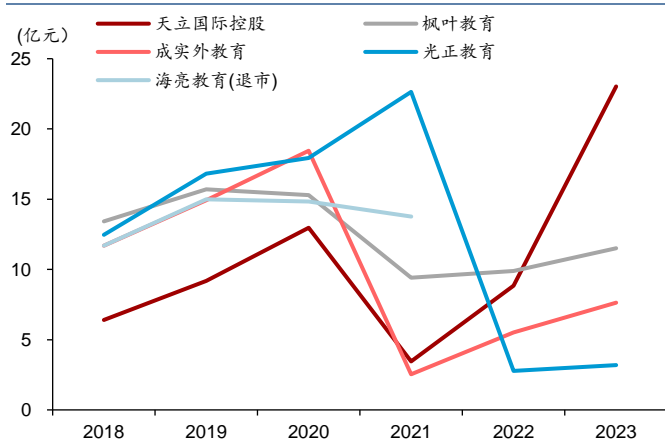
资料来源: 国家统计局, 教育部, 华泰研究

### 民办普高竞争格局逐步稳定, 天立规模优势凸显

民促法实施条例后主要 K12 学历教育上市公司纷纷转型, 全国性竞争格局逐步稳定。成实外教育专注于高中和高等教育, 枫叶教育专注于国际学校, 光正教育转型为学校相关供应链服务商, 海亮教育转向轻资产模式下的运营管理公司 (2022 年退市)。民促法限制下我们认为行业未来难以再出现无序扩张和争抢生源等加剧行业竞争的问题, 行业格局或在现有基础上保持相对稳定, 存量玩家将由生源竞争逐步转向管理能力竞争。

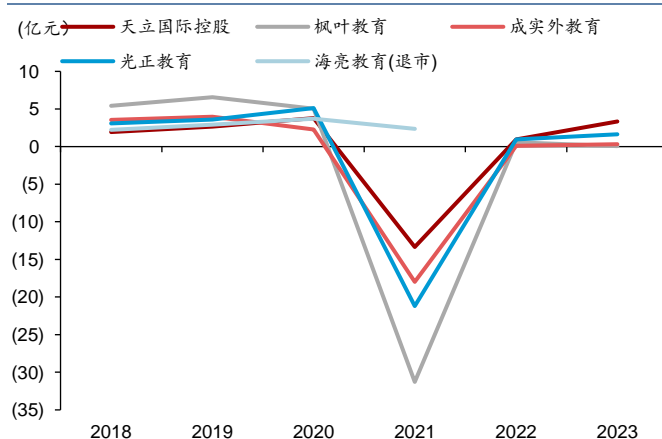
天立凭借领先的自有高中数量保留了业务基本盘, 规模优势突出, 业绩修复最快。截至 1HFY24, 在存量仍有国内自营高中业务的上市公司中, 天立以 33 所自有学校数量大幅领先同业 (海亮教育 10 所, 成实外教育 9 所, 枫叶教育 7 所), 且随着大部分学校顺利获得独立的营利性高中牌照并纳入合并报表, 2021-2023 年天立的收入利润大幅反弹, 业绩修复速度显著优于同行。

图表21: 营业收入: 主要 K12 学历教育公司



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表22: 归母净利润: 主要 K12 学历教育公司



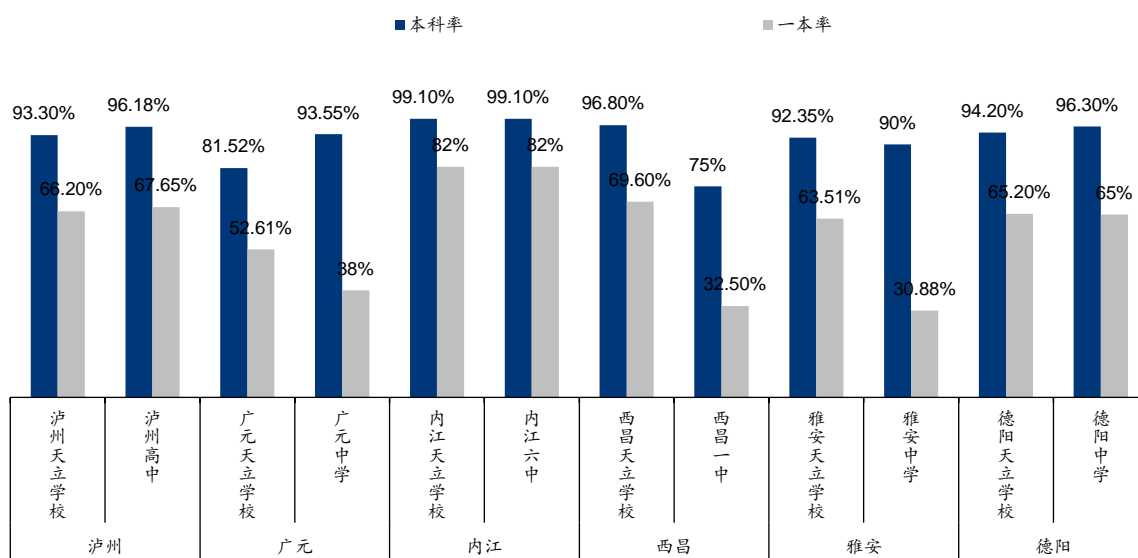
资料来源: 教育部官网, 华泰研究

## 天立：办学成果出色，具备异地复制能力

### 专注低线城市实现错位竞争，多元化升学成果斐然

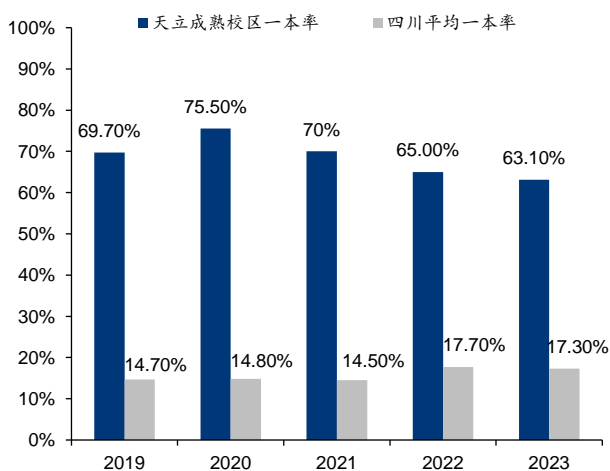
传统高考方面，优质加工能力已经验证。低线城市受限于当地经济发展水平，优质教育资源相对稀缺，天立从四川省内泸州、广元等三四线城市起家，以出色的办学实力铸就起良好的办学口碑。2023年集团整体本科率达83.5%，一本率达50.3%，其中四川省内成熟学校本科率和一本率大幅超过全省平均水平，泸州天立2024年应届(不含艺体)重本率66.2%，本科率93.3%，教学成绩在当地属第一梯队；内江天立2024年本科上线275人，相对入口成绩的本科培养成功率达到147%。川外新学校虽尚在爬升期，但依然展现了天立稳定的教学品质输出能力，兰州/彝良/乌兰察布/周口/来安等学校首届毕业生本科率达到80%或以上，其中乌兰察布天立2024首届高考600分以上9人，相对入口时排名提分成功率150%，成功实现“低进高出”。

图表23：天立：川内高中本科率、一本率在本地属于第一梯队（2024）



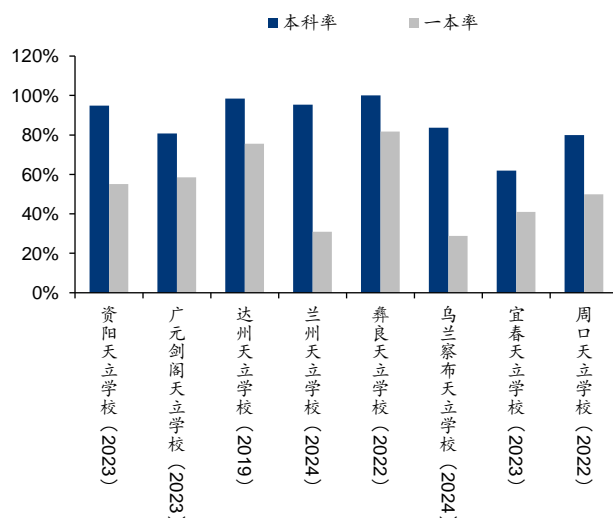
资料来源：各校官方公众号、华泰研究

图表24：天立成熟校区一本率远超四川省平均一本率



资料来源：公司公告、华泰研究

图表25：天立部分新学校首届高考本科率、一本率



资料来源：各学校微信公众号、华泰研究

多元化升学路径打造差异化优势，升学成绩亮眼。除传统高考路径以外，天立通过竞赛强基、艺体升学、国际升学等方式帮助学生争取到了更多进入名校的机会。

- **竞赛方面**，天立组建了一支由国际金牌教练领衔、原国家集训队成员和名校竞赛教练组成的顶尖教练团队，教练成员超 40 名，涵盖数学、物理、化学、生物、信息五大学科领域。截至 24 年 5 月已有近 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，竞赛升学成绩卓著。
- **艺体升学方面**，天立为艺体学生单独编班，从专业和文化成绩两个方面进行系统设计，聘请艺考专业教师和职业体育教练员团队，每天集中训练，确保艺体专业达标；针对艺体学生文化课相对薄弱的特点，聚焦高考考试方向，针对易得分和提分的学科及知识点，反复训练、讲解和过关，确保文化课过线。截至 1HFY24，天立校网内高中已有 28 所高中设立艺术升学班。
- **国际升学方面**，天立内外两端同时发力，对外于 2023 年收购了上海美达菲国际学校，对内在多所自有高中开展国际班，以成都天立为例，该校国际升学创新课程班致力于 QS 世界排名前 100 学校的全球化升学，开设 IGCSE、A- Level、AP 课程、德国高中课程，配备顶尖的教学团队和经验丰富的升学团队，90% 的教师持有硕博学历，8 年以上国际课程经验。班级采用分层分级教学，实施小班化模式（25 人以下），师生比高达 1:4，给予学生足够关注，注重个性化培养。2024 年该班首届毕业生 13 人，收获 90 多份 offer，QS TOP50 录取率达到 70%，QS TOP100 录取率达到 90%。

图表 26：天立竞赛教练团队（部分）

 <p><b>鲁志祥</b> 物理竞赛教练</p> <p>国际物理金牌竞赛教练 湖北省特级教师 原华师一附中竞赛教练 所带学生获得 13 块国际物理奥林匹克竞赛金牌 世界 8 块亚洲物理奥林匹克竞赛金牌 100 多位学子夺得全国竞赛金牌</p>	 <p><b>叶新年</b> 数学竞赛总教练</p> <p>中学数学特级教师 中学正高级职称 中国数学奥林匹克高级教练 国际数学奥林匹克金牌教练 指导学生 19 人（22 次） 入选数学国家集训队 4 人入选国际数学奥林匹克（IMO）中国国家队 指导多名学生获 IMO 金牌 助力中国队赢得参赛史上最佳成绩</p>	 <p><b>杨运新</b> 数学竞赛教练</p> <p>曾三次入选 IMO 中国国家集训队 保送北京大学数学科学学院 教龄 20 年 曾在某顶级公立学校 担任数学竞赛总教练 辅导多名学生入选中国国家集训队</p>	 <p><b>李典</b> 化学竞赛教练</p> <p>全国化学竞赛金牌教练 四川省化学学会会员 指导学生中，4 名入选 国家集训队，7 人获 全国金牌，15 人进入省队 近 20 名同学通过化学竞赛 保送、强基保分等途径进入清华北大</p>	 <p><b>张驰</b> 物理竞赛教练</p> <p>清华大学本科 清华大学硕士 第 29 届全国中学生物理竞赛金牌 入选国家集训队 工学、经济学双学位 清华大学新生二等奖学金</p>	 <p><b>杨润宇</b> 化学竞赛教练</p> <p>北京大学 曾获全国高中生化学竞赛一等奖 北京大学龙软科技奖学金 指导两位学生获得化学竞赛一等奖 指导多名学生通过清北 等名校强基计划选拔</p>
 <p><b>李天奇</b> 物理竞赛教练</p> <p>清华大学博士 全国物理竞赛金牌 指导学生获得全国物理竞赛金牌 曾任成都某知名学校 物理竞赛主教练</p>	 <p><b>仲恒</b> 数学竞赛教练</p> <p>北京大学 希腊联盟“优秀教练员” 曾任某顶级名校数学竞赛教练 2019 年高中数学联赛中 有 13 人获得赛区一等奖 人数位列全省第二 2 名同学进入省队</p>	 <p><b>陈俊兵</b> 数学竞赛教练</p> <p>清华大学，6 年教龄 高考 699，数学 147，理综 297 清华大学校测数学化学 浙江省第一 培养 10 位学生考入清北，数十位 C9 所教学生数学单科最高得分 49 分</p>	 <p><b>林靖轩</b> 信息竞赛教练</p> <p>北京师范大学 计算机科学专业 NOIP2018 一等奖 大学期间连续 4 年获得奖学金 CCPC 湘潭邀请赛冠军 ICPC2021 南昌站金牌 ICPC2022 东大陆决赛银牌 曾经担任成都七中林荫校区 及高新校区信息竞赛辅导老师</p>	 <p><b>李飞</b> 生物竞赛教练</p> <p>生物竞赛功勋教师 优秀科研标兵 所教学生 60 余人考入清华北大 其中一人夺得省理科状元 指导学生 2 人获得生物竞赛国际金牌 指导学生 8 人入选国家集训队</p>	 <p><b>李亚龙</b> 中学生物教师兼竞赛教练</p> <p>中山大学硕士 生物奥林匹克竞赛省级三等奖 物理奥林匹克竞赛省级二等奖 四川大学自强社优秀干部 中山大学优秀学生干部</p>

资料来源：公司公告、华泰研究

## 运营管理高度标准化，具备全国复制扩张能力

天立在集团层面建立了一套高标准、可复制的教学体系和管理机制，以保证在异地扩张中维持高质量的教学品质。我们认为主要可以归纳为以下几个方面：

**第一，建校流程高度标准化，最大程度保障稳定统一的输出质量。**公司层面，设立投资委员会负责物色及决定新校址的一系列事项，包括进行市场研究、讨论项目可行性、学校位置、运营模式（自建/合作）、讨论条款、签订协议、取得许可证委派营运团队等。历史上天立将学校分为 A、B 两类模型，A 类校通常是位于省会城市的旗舰校，投资金额约 8-12 亿元（小初高合计），生均学费 5-6 万元/年；B 类校通常位于地级市，投资金额 3-5 亿元，生均学费约为 3 万元/年。**学校层面**，公司通常委派学区校长 1 人、学段校长 1 人、招生主任 1 人、总务主任 1 人及以财务主任 1 人组成新学校核心团队，负责学校基础设施建设、领取牌照、编制教学计划等工作。**在招生端**，公司设立了 A+、A、B、C 四层招生模型，最大程度保障高中学校在稳定办学成绩的同时兼顾财务运营指标要求。

图表 27：天立：A/B 类学校模型示例

类别	城市等级	代表学校	投资额	容量	师生比 (2024)	收费标准 (2024)
A 类校	省会城市	成都郫都天立学校 (2020 年建校)	8 亿元 (小初高)	3000 人	7.5:1	小学学费 51400 元/年 初中学费 52700 元/年 高中学费 56000 元/年
B 类校	地级市、州	德阳天立学校	5 亿元(小初高)	5300 人	17:1	小学学费 28000 元/年 初中学费 28000 元/年 高中学费 31000 元/年

资料来源：成都天立公众号，德阳天立公众号，华泰研究

## 第二，总部主导下的标准化教研和教学

- **教研方面：总部设立天立教育教学研究院，主导集团教育教学、课程大纲、运营管理。**天立教育教学研究院是集团教育研发顶层设计部门，研究院团队下设院长、副院长、研究员及各学科首席教师，汇集全国多地名校特级教师、学科带头人、竞赛金牌教练，兼具丰富的理论知识和一线教学经验。
- **课程方面：自研“立达”课程体系和学习管理系统，全链路赋能课程质量管理。**天立于 2015 年启动“六立一达”（简称“立达”）课程研发，构建了一套“体育健康、学习品质、数理逻辑、科学技术、语言文化、品格社会、艺术表达”七大维度融通的 K12 课程体系，对应国家必修、天立专修和骄子选修等共计上百门课程内容。此外，2021-2023 年公司逐步完成数字化评价平台的升级，搭建了一套完整的在线学习管理系统（TLMS），从而实现了“教、学、评”一体化大闭环。自 2017 学年起，“立达”课程开始在各天立学校逐步推行；2019 年正式启动立达课程的体系化建设，实施范围逐年扩大，从最初的 13 所小学，到如今已全面拓展到幼儿园、小学、初中与高中各个学段。
- **授课方面：实行精品小班化分层教学，小学/初中/高中班额通常不超过 36/40/50 人，**全面推行 ABC 三层教学法，将学习内容分为 A、B、C 三个层次，分别对应不同学术水平的学生，按照因材施教的理念针对性地分层备课、分层授课、分类指导等，配合导师帮扶制、精准个辅等实现高效课堂教学和“低进高出，高进优出”的培养目标。

图表28：“立达”课程体系

立达课程体系



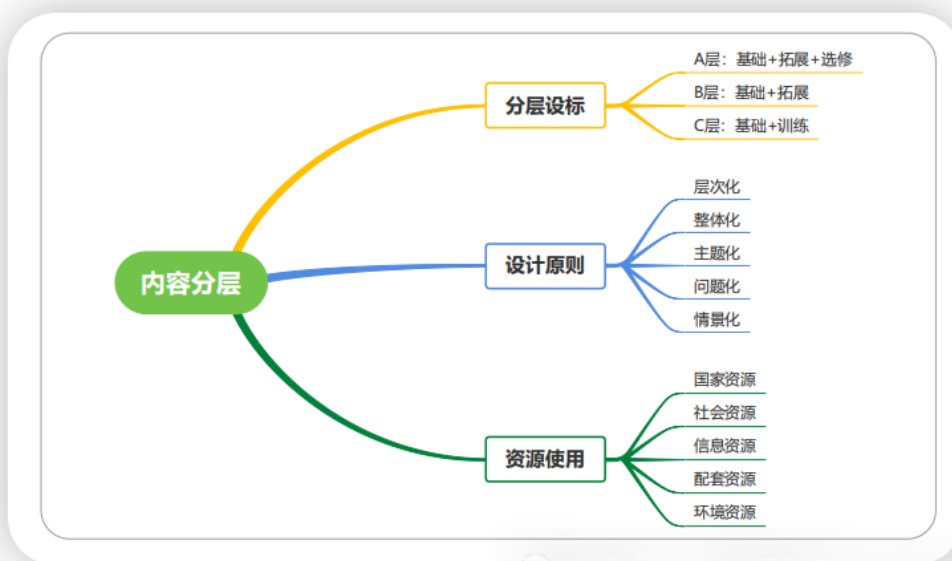
资料来源：成都天立西区公众号、华泰研究

图表29：“立达”课程体系推广情况

学年	自研课程实验的学校数量									
	故事型教学	三层教学管法	国学	书院班	科技	研学	思维阅读	快乐足球	幸福生涯 (含天赋潜能测评)	立达儿童 (含APP)
2015-2016	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
2016-2017	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
2017-2018	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
2018-2019	1所幼儿园	/	/	/	1所小学	/	/	/	/	/
2019-2020	/	/	/	/	5所小学	/	2所幼儿园 7所小学	1所小学	/	/
2020-2021	/	/	18所小学 12所初中	/	8所小学	10	2所幼儿园 17所小学	5所小学	1所幼儿园 6所小学	/
2021-2022	/	5所高中 3所初中 3所小学	29所小学 19所初中	/	13所小学	21	3所幼儿园 23所小学	16所小学 2所中学	1所幼儿园 10所小学 12所中学	2所幼儿园
2022-2023	/	全面实施	30所小学 28所初中	1所小学	30所小学 28所中学	33	3所幼儿园 27所小学	27所小学 11所初中	1所幼儿园 12所小学 16所中学	2所幼儿园
2023-2024	/	全面实施	31所小学 27所初中	3所小学	28所小学 26所中学	进行中	3所幼儿园 27所小学	27所小学 16所初中	1所幼儿园 13所小学 18所中学	2所幼儿园

资料来源：立达课程公众号，华泰研究

图表30: ABC 三层教学法, 助力因材施教



**内容分层:** 将学习内容分为 A、B、C 三个层次, 分别对应不同学术水平的学生。

环节	A层	B层	C层
自学	粗读、细读、精读	粗读、细读、精读	粗读、细读、精读
启发	问题设计 导图板书设计	问题设计 导图板书设计	知识活化 导图板书设计
作业	挑战题	思维题	基础题
改错	自改	互改	师改
小结	知识、题型、方法	知识、高考题型、方法选择	基础知识、基本题型
反思	易考点	易错点	易错点、易混点

	第1节课	第2节课	第3节课	第4节课	复习	考试
稳定层	三段 自学 启发	作业改错	反思小结	检测		
	环节 新课	练习	提升	复习	单元 测试	
	目标 懂与会 (学与思)	熟与准 (练与思)	牛 (说与思)	反思 小结 (思与记)	A层 试卷	
潜力层	三段 自学启发	作业改错	反思小结	检测		
	环节 新课	练习	复习	单元 测试		
	目标 懂与会	熟与准	反思 小结	B层 试卷		
后进层	三段 自学启发	作业改错	反思小结	检测		
	环节 新课	练习	复习	单元 测试		
	目标 懂与会	熟	反思 小结	C层 试卷		

**课堂分层:** 确保教练测评各环节与学生水平相匹配。 **用时分层:** 合理安排学段用时和班内用时。

资料来源: 立达课程公众号、华泰研究

**第三, 高度重视师资投入,** 集团内部调派与外部招聘相结合, 组建由集团名师、清北名师、骨干教师、新锐教师构成的当地一流的教师阵容。以雅安天立为例, 学校现有在校生 2300 余人, 教职工 330 余人, 专任教师 163 人, 其中语文、英语、数学学科省特级教师各一人, 省、市级骨干教师 20 多名。其中, 高中部拥有特级教师 2 人、高级教师 10 人、清北教师 12 人、学科带头人 10 人、骨干教师 25 人、研究生以上学历 3 人, 分别来自河北衡水、绵阳、成都等省内外名校; 学科名优教师/骨干教师/优秀新大学生占比约为 60%/25%/15%, 成熟教师占比高, 教学经验丰富, 教学成果丰硕。

图表31：天立：一流的师资队伍



资料来源：烟台天立高中公众号、华泰研究

**教师激励充足，工作积极性有保障。**天立对优秀教师人才提供了丰厚的薪酬和完善的福利保障，以成都天立为例，**薪酬方面**，初职教师/名优教师年收入分别为 16-25 万元/20-50 万元，竞赛教练年收入可达百万；**福利方面**，教师可享受五险一金待遇、补充商业保险、免费三餐、集团修建的商住房优惠、子女学费减免等福利。此外，公司设置受限制股份奖励计划，奖励对象包括学区校长、学段校长、学校后备高管等，充分激发骨干教学管理人才的工作积极性。

图表32：天立教师薪酬福利（以成都天立为例）

	学科教师	竞赛教练
<b>薪酬</b>	初职教师 16-25 万元（清北优才计划：初职教师年收入 25-35 万元），名优教师 20-50 万元	年收入 50-300 万元，特别优异者上不封顶
<b>福利</b>	福利高保障：按国家规定购买“六险一金”，并特别为每位教师购买 60 万元商业保险； 子女优教育：学校为教师子女入学提供就读学位和学费减免； 培训快发展：海内外访学/研学，学历提升支持计划； 安居好环境：学校提供教师宿舍和工作餐，让教师食宿无忧。	

资料来源：重庆师范大学公众号，西华师范大学公众号，成都天立公众号，华泰研究

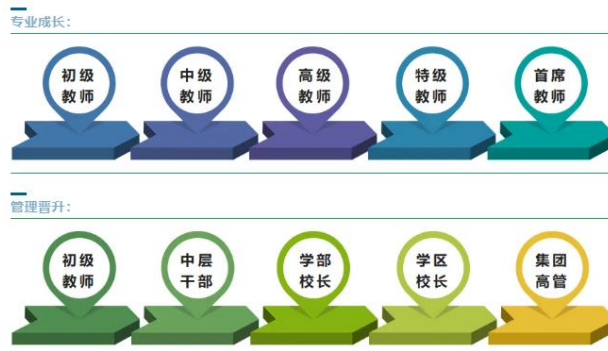
**教职工培养体系成熟，职业发展空间广阔。**在**晋升方面**，天立凭借集团化办学优势，为优秀教师提供学术、行政管理双“H”发展路径，包括：「初职/新锐教师→中级/骨干教师→高级/知名教师→特级教师→首席教师」的学术发展路线和「初职教师→中层干部→学部校长→学区校长→集团高管」的干部晋升路线，给予人才多元化的发展空间。在**人才培训方面**，天立建立了“三雁齐飞”人才培养体系，全面覆盖新教师、后备干部、高管干部，通过学区校长领航训练营、认证培训、骨干教师培训、通识培训等多种方式持续提升教职工的专业能力和职业水平，23 财年公司员工人均培训时长达 28.29 小时/人，培训覆盖率为 57%。

图表33：天立：“三雁齐飞”人才培养体系



资料来源：公司公告、华泰研究

图表34：天立：双“H”晋升通道



资料来源：公司公告、华泰研究

**第四，管理团队以自主培养为主，有效保障高水平、高效率输出。**天立的学区校长、学段校长需要经过层层选拔、考核合格后聘用上岗，大部分从集团内部成熟学校提拔，少部分来自外部招聘。天立已建立起一套成熟的培训系统用于培养管理团队，以确保在学校落地过程中维持统一的教学品质和管理质量，其中集团管理层负责学校校长的培训，若是外聘校长则需经过半年至两年的实战性学习；校长培训班每期约 30 人，淘汰率达 30%。截至 24 年 4 月集团已储备 40+ 名校长人选，未来随着托管业务的发展，储备人才池有望进一步扩大。

### 未来发展：营利性高中稳定基本盘，托管业务有望打造第二增长曲线

#### 营利性高中：存量学校稳健爬坡，新学校拓展向轻资产模式转型优化

**存量学校利用率仍有较大提升空间。**历史上四川省内自有学校利用率打满通常需要 4-5 年，省外学校预计满员所需时间更长。当前公司整体校园利用率在 50% 左右，其中 33 所自有高中里面有 24 所是 2019 年以后开始招生、尚在爬坡中的新学校，数量占比超过 70%，我们预计未来 3-5 年存量学校利用率的提升将是高中业务增长的主要驱动力。

**维持每年 3-5 所新校拓展预期，轻资产模式下拓展效率或更优。**未来 5 年内天立计划保持每年新开 3-5 所营利性高中，拓展模式将由原本的自建+政府补贴转向以租赁办学为主的轻资产运营模式，除一线城市的标杆学校采用自建方式外，二三线城市新增学校均采用租赁办学的模式。原本自建模式下的投资回收期通常在 8 年或以上，而轻资产租赁模式的初始投资较少，回本周期有望大幅缩短。我们参考成都、烟台等 A 类自营高中，假设单校初始投资 3-4 亿元（分 50 年摊销），设计容量 1500 人，学费 3 万元/人/年，若不考虑学费增长，预计标准模型下单体高中学校利用率在第 5-6 年左右打满并在累计经营利润层面实现扭亏。

图表 35：天立：自营高中单校模型假设（A 类校）

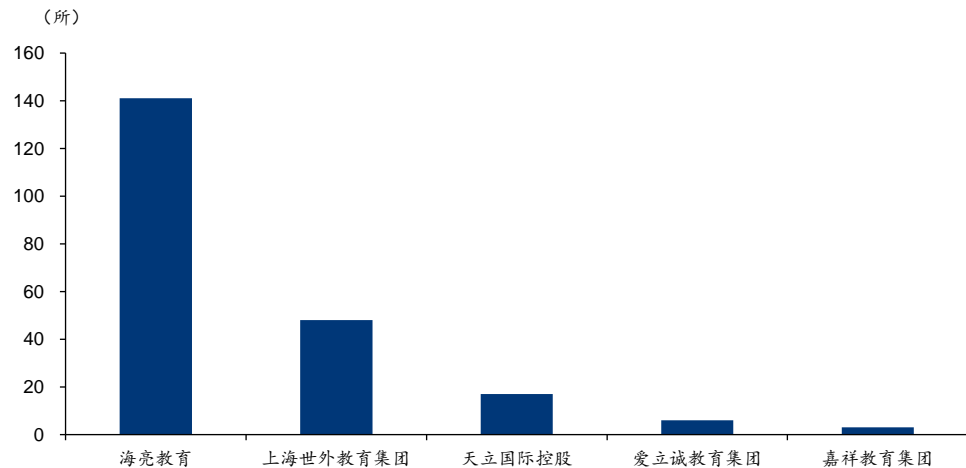
年份	1	2	3	4	5	6
新招生（人）	200	300	400	500	500	500
在校生（人）	200	500	900	1,200	1,400	1,500
利用率	13%	33%	60%	80%	93%	100%
每年学费（万元/人）	3	3	3	3	3	3
收入（万元）	600	1,500	2,700	3,600	4,200	4,500
折旧摊销（万元）	-800	-800	-800	-800	-800	-800
人工+其他成本费用（万元）	-495	-1,133	-1,890	-2,356	-2,590	-2,775
当年经营利润（万元）	-695	-433	10	444	810	925
累计经营利润（万元）	-695	-1,128	-1,118	-675	135	1,060

资料来源：成都天立公众号，烟台天立高中公众号，华泰研究预测

#### 托管业务战略地位突出，有望打造第二增长曲线

**托管标的主要为县域公立学校。**早在 2016 年左右浙江、山东等地已经开始探索将薄弱学校交由优质民办学校托管，对于扩大优质教育资源、加快提高薄弱校办学水平起到了积极作用。2016 年《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》提到“积极鼓励公办学校与民办学校相互购买管理服务、教学资源、科研成果”，2021 年《“十四五”县域普通高中发展提升行动计划》要求“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”。

**预计托管业务潜在市场空间超百亿元，目前为蓝海市场。**据教育部，2023 年我国共有普通小学、初中、高中 14.35/5.23/1.54 万所（合计 21.12 万所），我们谨慎假设长尾的 1% 学校有托管需求、每所学校托管 2 个学段，每个学段平均收取 300 万元托管费来计算，我们预计潜在市场规模可达 127 亿元。我们观察到目前主要开展托管业务的民办教育集团包括海亮教育（141 所）、上海世外教育集团（48 所）、爱立诚教育（6 所）等，相对集中在上海、江浙等地区；成都地区包括嘉祥教育集团（3 所）等。对照前述假设的潜在需求学校数（21.12 万\*1%）来看，上述民办教育集团市占率合计不到 10%，市场整体处于蓝海状态。

**图表36：部分民办教育集团托管公立校示例（截至 24 年 9 月）**


资料来源：公司官网，华泰研究

天立利用集团化办学优势，深度参与托管校师资和课程体系升级，输出高品质教学运营管理服务。以象山县大目湾高级中学为例，该校是天立与象山县委县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，天立为其引入了：

- 1) 高水平的管理团队：学区校长由浙江省特级教师担任；执行校长为天立教育集团首批职业校长、天立教育集团数学特级教师；高中部校长为四川省成都市双流区物理学科带头人、中学物理高级教师；高中部副校长为中学政治高级教师。
- 2) 高水平师资团队：组建“全国各地名优教师+名校毕业生”的教师团队，名优教师包括安徽省特级教师、广州市骨干教师、湖北省武汉市高中物理学科带头人、河南省许昌市学科带头人等，青年教师包括中国人民大学博士、华东师大、陕西师大、华中师大研究生等名校毕业生，师资力量雄厚。
- 3) 天立“立达”课程体系和分层教学法：引入“六立一达”的课程体系，ABC 三层培养+三层教学法，保障高标准输出教学品质。
- 4) 多元升学体系：国内升学+艺体升学+国际升学+全科竞赛，配备专业的评测、志愿填报专家一对一指导等服务。
- 5) 丰富的学习资源、德育、艺体活动：学校与天立集团共享优质的升学资源以及德育体系、生涯规划、综合素养课程等资源。

**图表37：象山大目湾高级中学部分师资**

宋军	中学物理教师	毕业于四川师范大学，中学物理高级教师，四川省成都市双流区物理学科带头人，成都市双流区教师课堂大赛一等奖，先后培养多名学生考取清北、QS 世界排名前 50 名校
徐长山	中学语文教师	毕业于北京师范大学，全国优秀教师，安徽省特级教师，安徽省语文学科带头人，海淀区优秀教师，北京市海淀区高中语文课堂竞赛一等奖
乔长春	中学数学教师	毕业于华中师范大学，广州市骨干教师，广东省增城市优秀教师，广州市“高考数学突出贡献奖”，第四届全国中学生数理化学科能力解题技能展示活动优秀指导教师
杨家波	中学物理教师	毕业于华中师范大学，湖北省武汉市高中物理学科带头人，湖北省物理学会会员、武汉市物理学会理事，湖北省武汉市物理优质课一等奖、百优班主任，曾培养多名学生考取清北、上交、浙大等名校
韩伟语	中学化学教师	毕业于河南师范大学，河南省许昌市市级学科带头人，许昌市优秀教研员，许昌市市优质课比赛优秀辅导员，许昌市化学学会理事，所教学生十余人考上清北名校
郑贤明	中学英语教师	安徽省清北名师、特级教师、骨干教师、学科带头人。
白万超	中学政治教师	中国人民大学硕士研究生、在读博士具有高中政治、高校教学教研经验，教学经验丰富，教学成绩突出

资料来源：学校公众号，华泰研究

天立的托管业务采用轻资产运营模式，利润率或较为可观。2021 年起公司开始大力发展公办学校托管业务，将集团优质教育资源向三四线城市输送，打开更广阔的收入空间。商业模式上，天立通常会指派 5 个人左右的管理团队负责标的学校的日常运营管理，按学段收取管理服务费（小学/初中/高中每年收费分别约为 300/400/500 万元），并按照约定的质量目标的完成情况收取奖励费用。考虑到轻资产模式下天立主要承担的成本费用为派出团队薪酬和少量运营开支，我们预计该业务净利率较为可观。

图表38：天立教育集团整体运营蔡朝焜纪念中学签约仪式



资料来源：天立教育公众号，华泰研究

我们认为托管业务的战略作用主要有三方面：**1) 增厚收入利润。**优秀的升学率和管理模式使得公司吸引到大量来自公办学校的托管需求，托管业务进展较快，截至24年9月已托管18所学校，33个学段，储备意向托管学段百余个。按照公司每年新增30-40个托管学段的计划，我们预计到FY28年末，托管的学段总数有望接近200个，按400万元/学段/年的平均收费假设，年营收贡献有望达8亿元（对应市占率约6.3%）。**2) 为“多支”业务打开增长空间。**我们观察到2024年新签约的托管学校大多已经是3000-5000人左右的成熟学校，无需等待爬坡期，随着托管签约推进，校网人数有望快速增厚，为后续多元化综合运营服务的渗透转化打开空间。**3) 打通小-初-高人才输送体系。**我们认为托管业务的发展不仅有利于天立在新城市建立口碑，积累教学和当地运营管理经验，并且能够将当地优质生源纳入集团校网范围内，为高中业务的拓展奠定基础。

## 盈利预测和投资建议

### 盈利预测

**综合教育业务：FY24 该业务收入为 17.45 亿元 (yoy+42.7%)，我们预计 FY25/26/27 收入同比增长 23.4%/26.3%/14.7%至 21.54/27.21/31.22 亿元，其中，**

- **高中：**我们预计 FY25/26/27 收入同比增长 38.6%/41.3%/18.5%至 11.35/16.03/18.98 亿元，主要由并表在校生人数增长驱动。根据公司公告，截至24年秋季学期初(即FY25)，公司校网总人数约为13万人，同比增长约30%，其中高中总人数约5.4万人(含托管)，同比增长46%，自营高中约为4万人，考虑到有4所高中尚未并表，我们预计其中并表高中人数约为3.5万人。假设剩余4所高中于FY26完成营利性变更及并表，我们预计FY25/26/27自有高中总人数同比增速有望达21%/20%/15%，并表人数同增35%/37%/15%。学费方面，考虑到新学校生均收费普遍高于老学校，多元化升学学费显著高于普通班，预计随着新学校爬坡以及多元化升学渗透率的提升，FY24/25/26自营高中整体平均学费有望每年小幅提升3%/3%/3%。
- **素质教育：**我们预计FY25/26/27收入为4.66/5.21/5.79亿元，同比+12.7%/11.9%/11.2%，主要由自有小初参培人数增长贡献。考虑到自有小初学校均为成熟学校，人数和渗透率增长空间较为有限，我们预计FY25-27自有小初参培人数同比增长9.5%/8.6%/7.9%，增速逐渐放缓。此外，我们预计随着素质教育课程的逐渐丰富，FY24/25/26客单价同比有望小幅增长2.3%/3.4%/3.3%。

- **游研学及其他：**游研学服务 FY24 收入贡献约 2.25 亿元，同比增长 45% (FY23 基数较低)，未来我们谨慎假设该业务逐步完成对校网内学校的覆盖，预计 FY25/26/27 收入同比分别增长 5%/5%/5%。

**管理及特许经营 (托管)：**FY24 该业务收入为 0.6 亿元 (yoy+52.9%)，截至 24 年秋季学期初 (即 FY25) 公司已签约托管学段 33 个，储备学段 100 余个，我们预计 FY25-27 每年新增 10/40/30 个托管学段，按每个学段平均收费 400 万元假设，预计 FY25-27 该业务收入为 1.32/2.92/4.12 亿元，同比+121.4%/121.2%/41.1%。

**产品销售：**FY24 收入 9.19 亿元 (yoy+65.5%)，其中 1) 在线校园商城收入 1.42 亿元 (yoy-11.3%)，主要销售对象为自有学校新生，我们预计 FY25-27 该业务收入随自有学校人数同步增长 16.3%/14.8%/12.3%。2) 大宗产品贸易收入约 7.77 亿元 (yoy+96.6%)，主因公司自建中央厨房和供应链体系以优化后勤服务品质，考虑到主要设施已经建成投产，我们预计 FY25-27 该业务收入恢复常态化增速，预计同比增长 5%/5%/5%。

**综合后勤服务：**FY24 收入 5.97 亿元 (yoy+23.2%)，主要为校内餐厅运营收入，预计 FY25-27 该业务收入与自有学校人数增速持平，同比增长 12.9%/11.4%/9.1%。

**毛利率：**FY24 公司整体毛利率为 33.7% (yoy-0.1pct)，我们预计 FY25/26/27 逐步上升至 34.5%/35.9%/36.5%，上升原因在于 1) 存量自营高中内生增长带来规模效应，2) 轻资产托管业务收入占比提升，拉升整体毛利率水平。

**费用率：**FY24 销售费用率为 2.1% (yoy+0.5pct)，管理费用率为 7.8% (yoy-2.6pct)，考虑到公司雇员增速 (FY24 为 12.7%) 远低于收入增速 (FY24 为 44%)，规模效应有望逐步显现，我们预计 FY25/26/27 销售费用率为 2.1%/2.0%/2.0%，管理费用率为 7.2%/6.5%/6.3%。FY24 财务费用率为 2.6%，考虑到未来公司将逐步转向轻资产模式，资金利用效率有望提升，我们预计 FY25/26/27 公司债务规模维持相对稳定，财务费用率有望逐步降低，预计为 2.6%/2.3%/2.2%。

综上，我们预计 FY25/26/27 公司总收入为 39.41/48.10/54.66 亿元，yoy+18.7%/22.1%/13.6%；经调整净利润为 7.57/9.90/11.43 亿元，yoy+31.0%/30.8%/15.4%；调整后归母净利润为 7.71/9.95/11.32 亿元，yoy+23.7%/29.1%/13.8%。

图表39：收入预测

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
<b>总收入 (百万元)</b>	2,303	3,321	3,941	4,810	5,466
yoy	160.4%	44.2%	18.7%	22.1%	13.6%
<b>1. 综合教育服务 (百万元)</b>	1,223	1,745	2,154	2,721	3,122
yoy	253.8%	42.7%	23.4%	26.3%	14.7%
占比	53.1%	52.5%	54.6%	56.6%	57.1%
<b>1.a 高中</b>	550	819	1,135	1,603	1,898
yoy	99.2%	48.8%	38.6%	41.3%	18.5%
并表人数 (人)	18,000	26,010	35,000	48,000	55,200
yoy		44.5%	34.6%	37.1%	15.0%
生均收费 (万元)	3.10	3.10	3.20	3.30	3.40
yoy	0%	3%	3%	3%	3%
<b>1.b 素质教育 (百万元)</b>	400	413	466	521	579
yoy	1151.6%	3.2%	12.7%	11.9%	11.2%
在校生人数	48,000	48,111	52,663	57,203	61,730
yoy		0.2%	9.5%	8.6%	7.9%
生均收费 (万元)	0.83	0.86	0.88	0.91	0.94
yoy		3.6%	2.3%	3.4%	3.3%
<b>1.c 游研学</b>	155	225	236	248	260
yoy		45.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>1.d 其他综合教育服务</b>	118	288	317	349	384
yoy	149.3%	144.3%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>2. 管理及特许经营 (托管) (百万元)</b>	39	60	132	292	412
yoy	-17.6%	52.9%	121.4%	121.2%	41.1%
占比	1.7%	1.8%	3.3%	6.1%	7.5%
年平均托管学段数 (个)		23	33	73	103
平均收费 (万元/年)		200	400	400	400
<b>3. 产品销售 (百万元)</b>	555	919	981	1,046	1,112
yoy	837.4%	65.5%	6.7%	6.6%	6.3%
占比	24.1%	27.7%	24.9%	21.7%	20.4%
校服床品	160	142	165	190	213
yoy		-11.3%	16.3%	14.8%	12.3%
大宗产品贸易	395	777	816	857	899
yoy		96.6%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>4. 综合后勤服务 (百万元)</b>	485	597	674	752	820
yoy	12.3%	23.2%	12.9%	11.4%	9.1%
占比	21.1%	18.0%	17.1%	15.6%	15.0%

注：综合教育服务内部拆分为华泰预测

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**图表40：盈利预测**

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
毛利润 (百万元)	779	1,119	1,358	1,729	1,997
毛利率	33.8%	33.7%	34.5%	35.9%	37%
销售费用率	1.6%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
管理费用率	10.4%	7.8%	7.2%	6.5%	6.3%
财务费用率	2.7%	2.6%	2.6%	2.3%	2.2%
净利润 (百万元)	335	556	704	946	1112
yoy	247.9%	66.3%	26.6%	34.3%	17.5%
归母净利润 (百万元)	337	576	719	951	1,101
yoy	249.1%	70.9%	24.8%	32.3%	15.8%
调整项 (股权激励费用+合营/联营企业应占损益+外汇损益+因升值而产生的折旧摊销)	35	47	52	44	31
<b>经调整净利润 (百万元)</b>	<b>366</b>	<b>577</b>	<b>757</b>	<b>990</b>	<b>1143</b>
yoy	276.4%	57.9%	31.0%	30.8%	15.4%
<b>经调整归母净利润 (百万元)</b>	<b>372</b>	<b>623</b>	<b>771</b>	<b>995</b>	<b>1132</b>
yoy	281.1%	67.8%	23.7%	29.1%	13.8%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**估值及投资建议**

绝对估值法下，我们参考彭博 WACC 核心假设，谨慎假设永续增长率 1%，基于 CAPM 得到 WACC 为 10.76%，对应 FY25 目标价 5.87 港元。相对估值法下，我们选取港股其他学历教育上市公司作为对比，可比公司 FY25 Wind 一致预期 PE 均值约为 5.4x，天立当前市值对应 FY25 调整后 PE 约 12.15x，考虑到以高等教育业务为主业的可比公司估值受到营利性登记进度缓慢和资本开支压力拖累，而天立以 K12 学历教育为主，高中营利性风险较小，且高中资本开支规模通常小于高校，加上公司转向轻资产模式为主后，资本开支进度整体可控，因此我们认为天立相对可比公司应享受合理溢价。

综合来看，考虑到学历教育公司运营周期长、现金流相对稳定，我们认为采用 DCF 这一绝对估值法更为合理。基于 FY25 目标价 5.87 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表41：自由现金流预测**

(百万元)	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E
EBIT	1,041	1,370	1,598	1,767	1,917
NOPLAT	782	1,029	1,200	1,327	1,440
加：折旧摊销	304	314	330	317	334
减：经营性营运资本的增加	83	105	83	80	(39)
减：资本支出	(400)	(504)	(614)	(580)	(567)
公司自由现金流 FCFF	768	946	999	1,144	1,168

资料来源：华泰研究预测

**图表42：DCF 核心假设**

指标	数据	备注
无风险利率	2.14%	Bloomberg 无风险利率
市场风险溢价	8.73%	Bloomberg 市场风险溢价
有效所得税税率	25%	假设高教公司完成营利性登记后可享受优惠所得税率
贝塔值( $\beta$ )	1.19	Bloomberg $\beta$
股权资本成本 Ke	12.53%	根据 CAPM 计算
债务成本 Kd	4.00%	根据 FY23 平均贷款利率假设
永续增长率	1%	
债务比率 D/(D+E)	18.58%	根据 FY24 有息债务比率假设
WACC	10.76%	

资料来源：Bloomberg、公司公告、华泰研究预测

图表43: DCF 估值

(百万元)	2025E
自由现金流现值	4,054
终值	12,092
终值现值	8,035
企业价值	12,089
净现金/(债务)及少数股东权益	(671)
股权价值	11,418
股份数(百万股)	2116
目标价(港元)	5.87

资料来源: Bloomberg、公司公告、华泰研究预测

图表44: 可比公司估值 (2024/12/23)

公司代码	公司名称	收盘价	市值 (百万, 交易货币单位)	EPS (元)			P/E (倍)		
				FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
839 HK	中教控股	3.47	94	0.78	0.85	0.92	4.85	4.45	4.09
2001 HK	新高教集团	1.22	19	0.52	0.55	0.57	2.54	2.39	2.32
1890 HK	中国科培	1.38	28	0.42	0.45	0.47	3.54	3.35	3.22
0382 HK	中汇集团	2.17	26	0.64	0.73	0.68	3.66	3.23	3.45
0667 HK	中国东方教育	2.69	59	0.24	0.29	0.00	12.39	10.12	-
<b>平均值</b>							<b>5.39</b>	<b>4.71</b>	<b>3.27</b>
1773.HK	天立国际控股	3.80	80	0.34	0.46	0.54	12.15	8.98	7.65

注: 可比公司一致预期来自 Wind, 天立预测值为华泰研究预测

资料来源: Wind, 华泰研究预测

## 风险提示

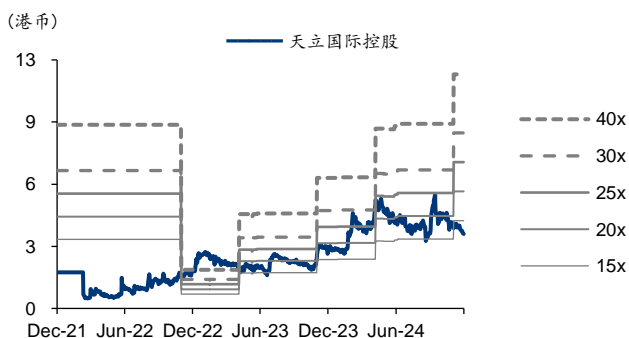
**民办教育政策收紧的风险:** 近年来国家和地方教育主管部门逐步完善对民办学校的新设、招生、收费、运营等方面的监管, 如果未来监管政策进一步收紧, 可能对公司业务开展产生不利影响。

**在校生规模增长不及预期:** 若公司不能持续提升办学质量, 民办学校招生政策有所收紧, 或自有高中取得营利性独立牌照进度不及预期, 则公司收入可能无法保持持续增长。

**教师及核心管理人才缺乏或流失风险:** 师资和核心管理人才是教育公司的核心资源之一。如果不能给教师和管理人员足够的激励, 可能会造成人才流失。

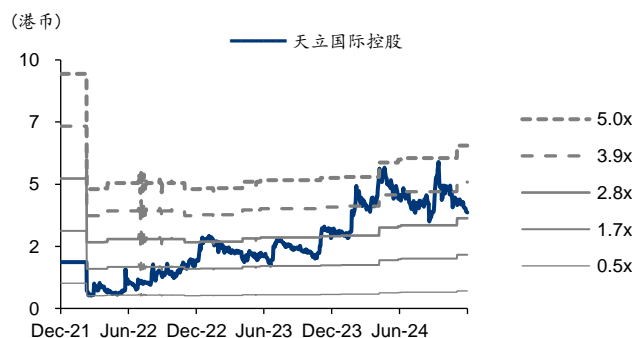
**托管业务拓展进度不及预期:** 托管业务整体仍处于初步探索阶段, 若公司无法按原计划增加托管项目储备, 可能对收入增速造成负面影响。

图表45: 天立国际控股 PE-Bands



资料来源: S&amp;P、华泰研究

图表46: 天立国际控股 PB-Bands



资料来源: S&amp;P、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 夏路路、詹博、郑裕佳, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 天立国际控股（1773 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博、郑裕佳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 天立国际控股（1773 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司