

天立国际控股 (01773.HK)

增持 (首次)

民办教育龙头转型涅槃，重回高增长

天立国际控股有限公司是我国西部地区领先的民办教育服务提供商，2021年《民促法实施条例》发布后公司转型一千多支战略，聚焦营利性高中，以成熟标准化的管理和强大的师资团队为核心竞争力打造高升学率和优质口碑，未来公司扩大学校建设和招生以及开拓托管第二成长曲线有望支持高速增长，看好刚需驱动下民办教育行业发展前景及公司多元业务增长潜力，首次覆盖给予“增持”投资评级。

□天立国际控股：国内领先的民办教育服务提供商。天立国际控股有限公司是我国西部地区领先的民办教育服务提供商，2021年《民促法实施条例》发布后，公司业务调整为以营利性高中为主、辅以小初综合素养教育/游学/托管等服务，截至2023财年天立已覆盖国内36座城市。

□民办教育行业：千亿市场空间广阔，政策规范不断明确。近年民办高中渗透率持续小幅增长，2010-2022年间从9.5%稳步提升至18.3%，目前适龄人口仍未见顶，经测算25年民办普高市场规模区间为1500-2185亿元。政策端看，《民促法实施条例》于2021年修订落地，禁止义务教育阶段民办学校与利益相关方实施关联交易，促进行业健康发展；2022年起国家发布文件鼓励、规范民办学校设立，有望促进民办教育企业释放办学活力、实现向好增长。

□商业模式及竞争优势：转型“一千多支”战略，标准化管理及充足资源铸就高升学率。天立“一千”业务聚焦营利性高中，“多支”业务提供小初综合素养课程、游学、托管、后勤等教育增值服务。天立在学历教育赛道能够成功脱颖而出的竞争优势在于其成熟优质标准化的管理体系+丰富奖励和晋升机制驱动下强大优质的师资，以及当地政府的大力支持与补贴，进而打造出的出色教学成果、优秀口碑及品牌影响力，2023年天立本科录取率达83.5%，远超四川省水平，127名学生升入世界前50名大学，高升学率也保障了学校的充足生源从而促进业务增长正向循环。

□未来成长驱动：存量业务成长空间大，托管有望开拓新增长曲线。天立自有存量学校利用率提升空间大，截至2023年秋季学期天立总在校生人数突破10万人，预计到2027年自营学校在校生有望维持15-20% CAGR，此外公司未来每年拓展3-5所高中新校，生源增长将保障收入稳健增速。此外，预计2027年有望落地100+托管学段，托管业务将成为收入及利润第二增长曲线。

□投资建议：天立控股作为地方教育龙头品牌效应显著，未来扩大学校建设和招生以及开拓托管模式有望支持公司保持高速增长，看好刚需驱动下民办教育行业发展前景及公司多元业务增长潜力，此外公司加强股东回报彰显长期经营信心，预计2024-2026财年经调整净利润分别为5.3/7.2/9.5亿元，给予2024财年轻调整净利润20倍PE，对应目标价5.36港元/股，首次覆盖给予“增持”投资评级。

□风险提示：宏观经济风险、政策风险、托管学段拓展不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入(百万元)	884	2303	3090	4104	5030
同比增长	-	160.4%	34.2%	32.8%	22.5%
净利润(百万元)	125	444	634	874	1152
同比增长	-	254.2%	42.9%	37.8%	31.8%
经调整净利润(百万)	97	366	525	724	955
同比增长	-	276.4%	43.7%	37.8%	31.8%
每股收益(元)	0.05	0.17	0.24	0.34	0.44
PE (Non-GAAP)	84.3	22.4	15.6	11.3	8.6
P/B	4.5	3.9	3.2	2.6	2.1

资料：公司数据、

TMT及中小盘/传媒  
目标估值：5.36港元  
当前股价：4.18港元

基础数据

总股本(万股)	215400
香港股(万股)	215400
总市值(亿港元)	95
香港股市值(亿港元)	95
每股净资产(港元)	1.05
ROE(TTM)	16.16
资产负债率	78.1%
主要股东	罗实
主要股东持股比例	41.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.7	94.7	100.7
相对表现	-2.2	98.6	117.9

资料：公司数据、

## 正文目录

一、天立国际控股：国内领先的民办教育服务提供商	5
1、天立国际控股：聚焦民办教育，转型营利性高中	5
2、股权结构：创始人持股 43%，2023 年起加大股东回报	6
3、财务分析：23 年收入及利润增长强劲，未来成长动力充足	6
二、行业分析：千亿市场，政策规范不断明确	8
1、市场规模：民办高中渗透率持续小幅增长，适龄人口仍未见顶	8
2、政策端：政策红线明确，促进行业健康可持续发展	10
二、商业模式：一千多支，转型聚焦营利性高中	12
三、竞争优势：标准化管理及充足资源铸就高升学率	13
1、优势表现：高质量办学教学成果出色，保障充足生源	13
2、底层竞争力：成熟高质量管理体系及方案助力标准化扩张	14
（1）管理及办学方法成熟，标准化复制保障快速高质量扩张	14
（2）优秀管理团队人才池，自研课程体系+技术赋能高效教学	15
3、底层竞争力：强大师资及政府支持保障充足供给	16
（1）丰富奖励及晋升机制实现强大师资	16
（2）政府大力补贴及扶持支持建校扩张	17
四、未来成长驱动：存量业务成长空间大，托管有望开拓新增长曲线	18
1、学校利用率提升+新建学校有望保障收入稳健增速	18
2、托管业务有望开拓收入利润第二增长曲线	19
五、投资建议及盈利预测	19

## 图表目录

图 1: 天立校网分布.....	5
图 2: 《实施条例》发布前业务结构 (2020 财年) .....	5
图 3: 《实施条例》发布后业务结构 (2023 财年) .....	5
图 4: 天立收入规模及增速.....	7
图 5: 天立分业务规模及增速.....	7
图 6: 天立销售费用率.....	7
图 7: 天立经调整净利润及增速.....	7
图 8: 民办普通高中学校数量及增速.....	8
图 9: 2020-2030 年中国高中阶段教育适龄人口数 (万人) .....	9
图 10: 2020-2030 年中国普高入学率和民办普高渗透率.....	9
图 11: 2025 年中国民办普高市场规模测算.....	10
图 12: 民办教育准入政策分析.....	10
图 13: 民办教育优惠政策分析.....	11
图 14: 民办教育领域重要政策和文件.....	11
图 15 天立转型“一千多支”战略.....	13
图 23 天立 AI 未来智慧学校云平台.....	16
图 23 天立国际控股 forward PE .....	20
图 16: 天立本科录取率远高于四川省平均水平.....	14
图 17: 天立一本录取率远高于四川省平均水平.....	14
图 18: 天立旗下美达菲学校国际升学榜.....	14
图 19: 天立高中在读生人数高速增长.....	14
图 20: 天立自有学校数量快速扩张.....	15
图 21: 天立教学管理团队架构.....	15
图 22: 天立 TLI 爱创新课程体系.....	15
图 24: 天立教师数量保持快速增长.....	16
图 25: 天立与全国企业/教师员工流失率对比 (2022) .....	16
图 26: 天立员工收入持续增长且 23 年高于成都教师平均工资.....	17
图 27: 天立教师/干部职级晋升通道.....	17
图 28: 我国地方财政教育支出占比整体呈提升趋势.....	18
图 29: 天立每年获得政府补助额及增速.....	18

表 1: 天立国际控股大股东及管理层持股 (截至 2023 年 8 月 31 日) .....	6
表 2: 天立国际控股高级管理人员 .....	6
表 3: 天立教师招聘薪酬及福利 (以百色天立学校为例) .....	17
表 4: 天立近年新开学校 .....	18
表 5: 天立高中数量及存量学校学生人数自然增长下的收入增长 .....	18
表 6: 天立国际控股盈利预测 .....	19
表 7: 可比公司估值 .....	20
附: 财务预测表 .....	21

## 一、天立国际控股：国内领先的民办教育服务提供商

### 1、天立国际控股：聚焦民办教育，转型营利性高中

天立国际控股有限公司是我国西部地区领先的民办教育服务提供商，创办于2002年，于2018年7月份在港交所上市。公司前期主要从事K12教育服务，2021年《民办教育促进法实施条例》发布后，公司业务调整为以营利性高中为主、辅以小初综合素养教育/游学/托管等服务的一千多支战略。公司在全国范围内打造了广泛覆盖的学校网络，截至2023秋期开学已覆盖内蒙古、山东、河南、贵州、江西、浙江、云南、甘肃、安徽、广西等36座城市，为超过10万在校生提供高品质综合教育服务。

图 1：天立校网分布



资料：公司官网、

**业务结构及调整：**2020 财年天立国际控股有限公司的三大收入主要来自学费、学校餐厅运营和住宿费，其中学费占比达到 73%。2021 年 5 月新修订《民办教育促进法实施条例》发布，对义务教育阶段民办学校在关联交易、协议控制、兼并收购、招生、教材等领域进行严格限制，禁止义务教育学校与利益关联方进行交易。公司顺应最新调控政策开展一千多支战略转型，将发展重心逐步由基础教育转向营利性高中，同时义务教育学段调整为以托管及综合素质服务为主的经营模式。目前公司收入主要划分为综合教育服务（主要涵盖高中学宿费、综合素养服务收入、游学服务）、产品销售（通过线上校园商城向学生提供给的校服/床上用品/日用品及文具等）、餐厅运营、管理及特许经营费（主要为托管费），2023 财年上述分业务收入占比分别为 53%、24%、21%、2%。

图 2：《实施条例》发布前业务结构（2020 财年）

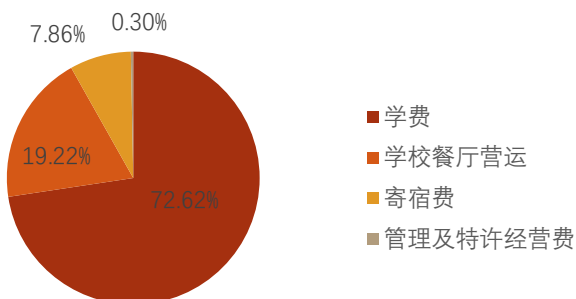
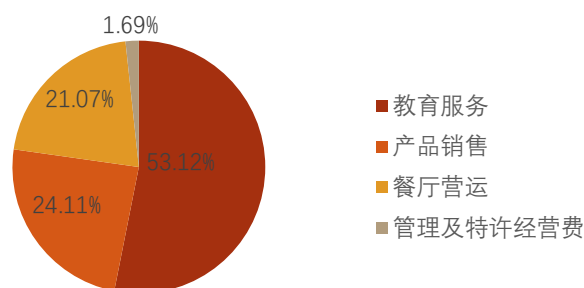


图 3：《实施条例》发布后业务结构（2023 财年）



资料：公司财报、

资料：公司财报、

## 2、股权结构：创始人持股 43%，2023 年起加大股东回报

股权结构集中，创始人持股 43%。公司创始人罗实先生为公司实际控制人，截至 2023 财年持股比例为 43.21%，其中通过完全控制 Sky Elite Limited 持股比例为 41.42%，通过股份激励计划持股比例为 0.30%，其配偶涂孟轩女士通过股份激励计划持股比例为 0.09%；第二大股东为第一北京投资有限公司，持股比例为 8.01%；此外公司董事潘平、王锐、章文藻的持股比例分别为 0.61%、0.42%、0.08%。

**股东回报：**2023 年 7 月起公司开启回购计划，已累计回购约 3799 万股，回购金额达 1.1 亿港元；2024 年 1 月公司宣布使用最高不超过 1.2 亿港元在公开市场回购股份，反映公司对其运营前景及财务情况的长期信心。

表 1：天立国际控股大股东及管理层持股（截至 2023 年 8 月 31 日）

股东	持股比例	持股数量（万股）
罗实	43.21%	93072.36
第一北京投资有限公司	8.01%	17243.00
潘平	0.61%	1304.33
王锐	0.42%	895.65
章文藻	0.08%	170.20

资料：公司公告、

表 2：天立国际控股高级管理人员

姓名	职务	履历
罗实	董事会主席，执行董事，行政总裁	天立国际控股有限公司创始人，1994 年至 2004 年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，2004 年起担任天立控股的董事会主席兼总裁
潘平	非执行董事	现任金科地产集团股份有限公司监事，红星美凯龙家居集团股份有限公司执行总裁
王锐	执行董事，首席财务官，联席公司秘书	曾担任西安天朗控股有限公司的财务总经理、新希望房地产开发有限公司高级财务经理、万科企业股份有限公司财务会计
章文藻	非执行董事	曾任职于深圳市索智达实业有限公司，现任职于深圳市新乐天歌科技有限公司
张潇	联席公司秘书	为方圆企业服务集团（中国香港）有限公司副总监

资料：公司公告、

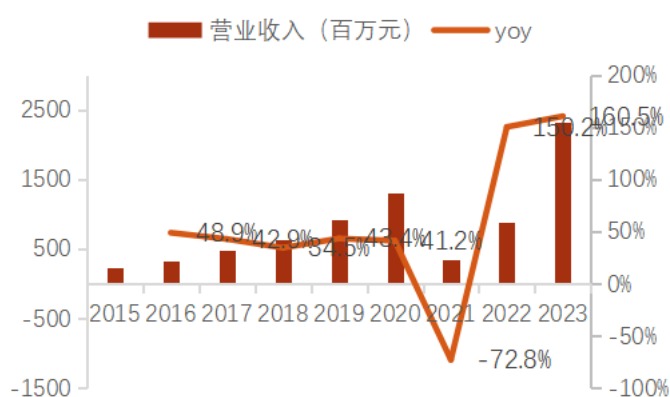
## 3、财务分析：23 年收入及利润增长强劲，未来成长动力充足

新政发布收入构成调整，23 年以来收入规模快速增长。民促法政策出台前，2020 年公司主营业务 K12 营收 12.6 亿元，占总收入 97%；政策颁布后，公司剥离小初学历教育及早教业务同时财年时间调整为当年 9 月 1 日至次年 8 月 31 日，收

入规模下降。2023 年监管政策趋于常态化，伴随新建高中学校、生源持续扩张及产品销售的快速发展推动下，收入回归高速增长，2023 财年收入增速达 160%。

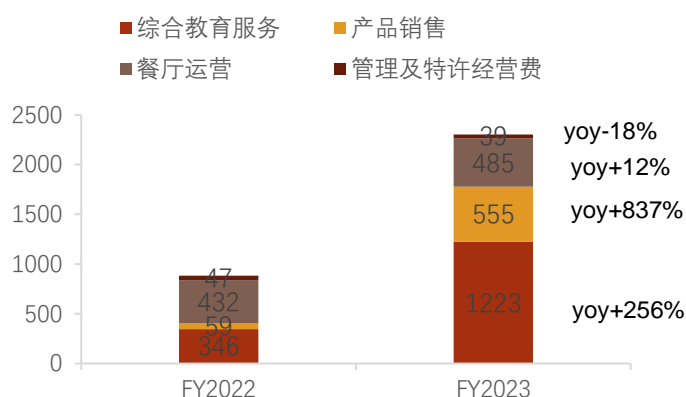
**分业务收入：综合教育服务及产品销售收入增长强劲，后续生源增长及托管业务驱动下收入成长动力充足。**分业务来看，2023 财年公司综合教育服务、产品销售、餐厅运营、管理及特许经营费收入增速分别为 254%/ 837%/ 12%/ -18%，其中综合教育服务收入的快速增长主要由于：1) 高中入读人数增长；2) 一体化学校进一步独立出四所拥有独立运营牌照的营利性高中且并入报表；3) 加强国学、科技、体育等综合素养服务在小初学生中的渗透；4) 疫情结束后游学业务的爆发式增长。此外，产品销售收入增长主要来自学生用品销售以及粮油等供销农副产品销售业务的大幅扩张。后续新建高中学段、扩大招生以及托管业务有望持续拓展，收入增长确定性较强。

图 4：天立收入规模及增速



资料：公司财报、

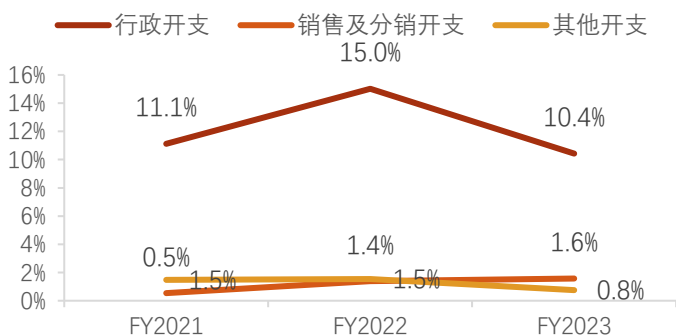
图 5：天立分业务规模及增速



资料：公司财报、

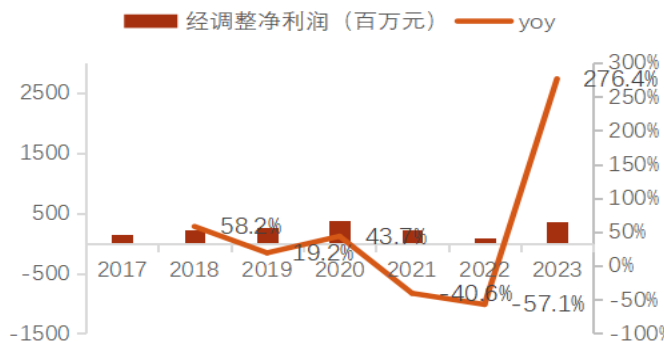
**规模快速增长加大成本摊销，净利润增长迅猛。**2023 财年公司毛利率为 33.8%，同比基本维持稳定；从成本结构来看，公司 23 财年业务成本中材料消耗、员工成本、折旧摊销、产品采购、教学活动成本、公用事业成本分别占比 22%、26%、12%、30%、7%和 1%。从费用端来看，伴随收入规模快速扩张，公司费用率整体下降，2023 财年行政管理费用、销售费用、其他费用分别占比 10.4%、1.6%、0.8%，分别同比-4.6pct、0.2pct、0.8pct，全年经调整净利润为 3.7 亿元，同比 +276%。未来高毛利业务综合素养教育服务和托管业务（毛利率 50-60%）占比有望进一步提升带动利润持续增长。

图 6：天立销售费用率



资料：公司财报、

图 7：天立经调整净利润及增速



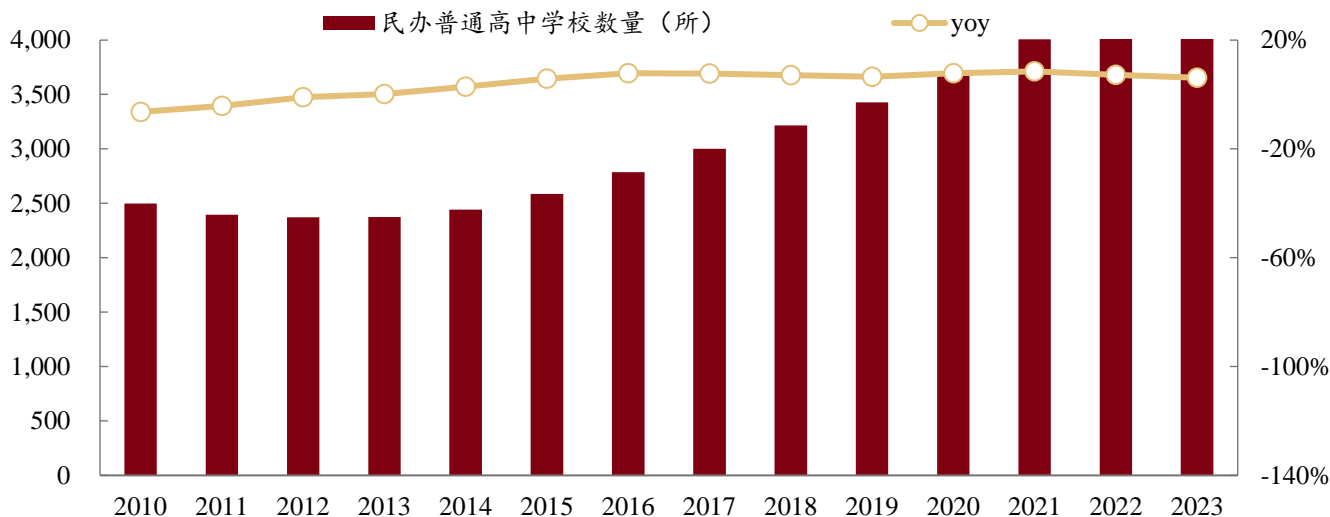
资料：公司财报、

## 二、行业分析：千亿市场，政策规范不断明确

### 1、市场规模：民办高中渗透率持续小幅增长，适龄人口仍未见顶

民办普通高中数量及民办普高学生在高中学生中渗透率持续增长。根据《2023年全国教育事业基本情况》数据统计，2023年全国共有各级各类民办学校16.72万所，占全国学校总数的比例33.54%；在校生4939.53万人，占全国在校生总数的比例16.96%；民办普通高中4567所，占全国普通高中总数的比例27.48%；民办普通高中在校生547.76万人，占全国普通高中在校生的比例17.29%。和2022年数据相比，各级各类民办学校总量减少1.11万所，在校生人数减少343.19万人；民办普通高中学校数量比上年增加314所，在校生人数比上年增加49.05万人。

图 8：民办普通高中学校数量及增速

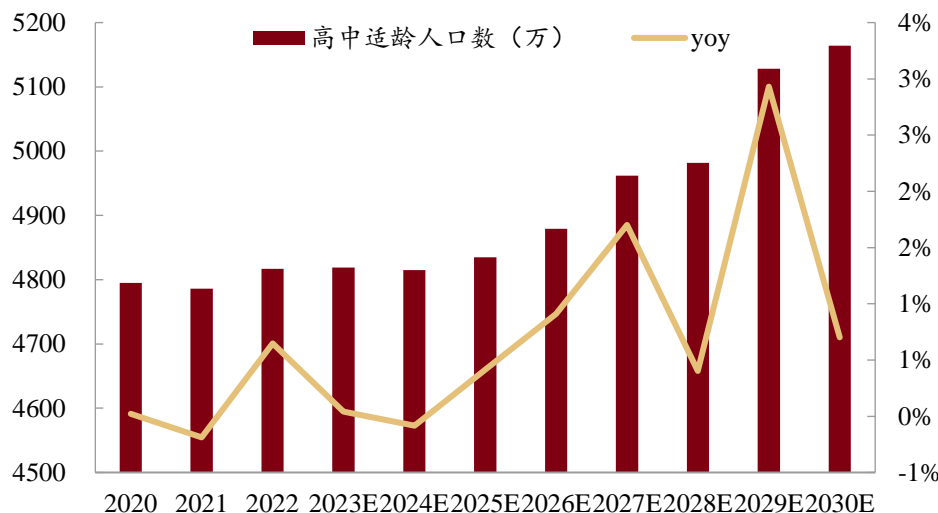


资料：教育部、

**适龄学生人数：**按照高中生15岁入学计算，例如，2005年出生人数=2020年入学高中适龄人数，依次类推。根据2005-2023年中国出生人口数可以推算出2020年至2030年中国高中阶段教育适龄人口数，普高在校生人数预计2030年达顶峰5164万人。



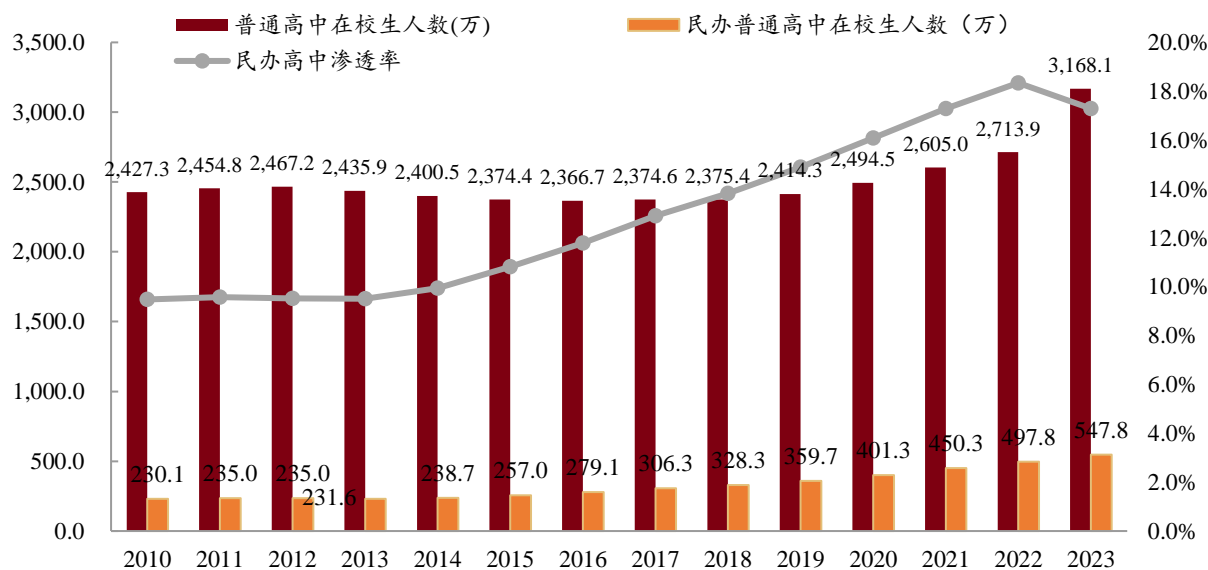
图 9: 2020-2030 年中国高中阶段教育适龄人口数 (万人)



资料 : 教育部、

**民办高中学生渗透率:** 民办高中学生渗透率 (民办高中在校生人数/普通高中在校生人数) 在 2010-2022 年间从 9.5% 稳步提升至 18.3%。23 年同比下降 1pct 至 17.3%。

图 10: 2020-2030 年中国普高入学率和民办普高渗透率



资料 : Wind、

**生均支出及市场规模:** 不同地区的民办普通高中学费标准差异显著，例如商丘市的民办普高学费标准在 1.1 万元到 3.4 万元之间，成都的民办普高学费则高达 5 万元到 5.8 万元之间，天立国际控股普通高中的学费则在 3 万元到 4 万元之间。参考一线城市至四线城市民办高中学费平均值，假设 2020 年高中生均学费和住宿费合计为 3 万元/人/年。我们预计随着民办普高的数量和在校生人数增长以及国家政策倾斜下教学质量的改善，民办普高的学费和住宿费有望稳步提升。我们基于 25 年毛入学率提升至 58.8%，则普通高校在校人数为 2890.7，以民办高中渗透率、生均支出为关键指标进行市场规模的敏感性测算，得出 25 年市场规模区间为 1500.3-2185.4 亿元。

图 11: 2025 年中国民办普高市场规模测算

		民办高中渗透率				
		17.3%	18.3%	18.5%	18.7%	18.9%
生均支出	3	1500.3	1587.0	1604.4	1621.7	1639.1
	3.3	1650.3	1745.7	1764.8	1783.9	1803.0
	3.5	1750.3	1851.5	1871.8	1892.0	1912.2
	3.7	1850.4	1957.3	1978.7	2000.1	2021.5
	4	2000.4	2116.0	2139.1	2162.3	2185.4

资料 : Wind、 测算

## 2、政策端：政策红线明确，促进行业健康可持续发展

《民促法实施条例》于 21 年 5 月 14 日修订落地，细化“集团化办学”相关政策表述，禁止义务教育阶段民办学校与利益相关方实施关联交易，促进行业健康发展。2021 年 5 月 14 日，民办教育领域的纲要性政策文件《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（下称《条例》）正式出台，于当年 9 月 1 日起正式实施，规定了民办学校的分类性质，坚持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，从法律的性质赋予了民办学校的合法权益，民办教育发展的不确定性解除。《条例》明确坚持民办教育公益性基本原则，规定实施义务教育的公办学校不得举办或参与举办民办学校，也不得转为民办学校，实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易，这一举措减少以资本化方式办学的行为，有助于维护教育公平。同时，《条例》加强了对民办教育的规范，包括完善民办学校招生规则，规范利用互联网技术的在线办学行为，完善民办学校收费管理机制，健全民办学校关联交易监管机制等，严禁任何社会组织和个人通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育、非营利性学前教育的民办学校，加强对外方为实际控制人的社会组织办学的监管等。

图 12: 民办教育准入政策分析

《中华人民共和国民办教育促进法》	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》
举办民办学校的社会组织，应当具有法人资格； 举办民办学校的个人，应当具有政治权利和完全民事行为能力； 民办学校应当具备法人条件。	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。联合举办民办学校的，应当签订联合办学协议，明确办学宗旨、培养目标以及各方的出资数额、方式和权利、义务等。
设立民办学校应当符合当地教育发展的需求，具备教育法和其他有关法律、法规规定的条件。 民办学校的设置标准参照同级同类公办学校的设置标准执行。	公办学校参与举办民办学校，不得利用国家财政性经费，不得影响公办学校正常的教育教学活动，并应当经主管的教育行政部门或者劳动和社会保障行政部门按照国家规定的条件批准。

资料 : 国务院、

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/775342104144011144>