



# 天立教育 (1773.HK) 新股报告：中国西部第二大 K12 民办学校，“自建+轻资产”剑指全国二三线沃土

2018.07.12

黄莞 (分析师)

田鹏 (研究助理)

电话: 020-88832319

020-88836115

邮箱: huanguan@gzgzhs.com.cn

tian.peng@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310517050001

A1310117080001

## 摘要:

2018年7月12日，天立教育正式登陆港股市场，成为第10家登陆港股的民办学校。

### ● 立足西部市场，布局迈向全国，K12学校未来仍是主要的营收增长点。

(1) 中国西部地区第二大 K12 民办学校营运机构。公司主营业务主要包含 K12 教育、K12 课外培训、早教和配套服务，业务体系全面涵盖学前、小学、初中、高中。公司办学网络由 13 所营运中 K12 学校及 11 间培训中心以及 4 间早教中心组成，办学模式包括自有、托管、加盟三类。截至 2017 年秋季学期末，公司的 K12 学校的入读人数约为 20924 人。按学生入读人数计，2017 年集团在中国西部地区民办基础教育市场中排名第二，市场份额为 0.3%。(2) “自建+轻资产”多重扩张方式助力全国扩张。本次 IPO 首发募集 5 亿股，募集资金净额约 12.35 亿港元，约 60% 将会用于扩张公司办学网络。公司目前规划或筹建中的 K12 学校有 11 所，分布于四川省、内蒙古、湖南省及山东省等地，其中大部分将于 2018 年及 2019 年 9 月份陆续开始运营，预计将带来 37580 名的学生增量，后续增长可期。

### ● 对比同业看未来：绝对体量初具规模，内生增长蓄势待发。

我们挑选了港股上市的民办 K12 学校标的（睿见教育、枫叶教育、宇华教育、成实外教育）与天立教育进行横向比较，整体看公司从营收、净利、办学规模等绝对体量上较小但已初具规模，后续从内生及外延上的增长潜力值得关注。

(1) 市值方面：公司发行市值规模达 53.2 亿，基本符合入选港股通的市值标准。我们预估公司 2018 年净利润约 1.9 亿，则对应 FY2018 的 PE 约 27-28 倍之间。(2) 财务方面：天立教育近两年财年营收及净利润分别为 3.26 亿/0.71 亿、4.68 亿/1.31 亿元，对应增速为 49.67%/329.15%、43.41%/84.52%。从营收净利绝对体量上与港股同类型教育集团比仍有一定差距，但增速处行业前列。从盈利能力上看，随着新设学校的逐渐成熟，公司盈利能力逐步增强，近三年净利率由 8.11% 增至 28.22%，毛利率由 26.67% 增至 42.29%，基本处于行业中游。(3) 运营层面：目前天立 K12 学校数量共 13 家，已超过睿见教育和成实外教育，位居可比公司中游。学生人数约 2.1 万人，体量仍较小，但增长势头较强，近两年增速维持在 25%-30% 之间。学校利用率也有所提高，目前学校利用率约 74.4%，位于行业中游水平，仍具备一定的内生增长空间。从办学区域覆盖来看，公司扎根西部市场的同时早早地将触角伸向全国其他二三线城市地区，规划及筹建中学校仍有 11 所，是少有的在上市前就实现国内跨区域扩张的办学集团。

	2015	2016	2017
营业收入 (亿元)	2.18	3.26	4.68
同比(%)	-	49.67	43.41
归母净利润 (亿元)	0.17	0.71	1.31
同比(%)	-	329.15	84.52

风险提示：政策不确定性、市场竞争加剧

## 相关报告

1. 华立大学年内第 8 家冲刺港股，海外上市民办学校总市值超 860 亿 -20180105
2. 12 起案例，超 33 亿金额，五大维度解析民办学校并购扩张之路 -20180205
3. 14 省市 6 大维度横向对比，全方位解读民促法最新落地进展 -20180227
4. 民办学校收入端要素拆分：看好并购和轻资产扩张模式 -20180516
5. 广证恒生 2018 年教育行业中期策略：民办学校，寻求确定性，推荐“教育皇冠上的明珠” -20180610
6. 广证恒生教育行业专题报告：庖丁解牛之民办学校支出端要素全面拆解 -20180613
7. 朴新教育 (NEW) 新股报告：上市首日大涨 24%，并购+整合助其三年营收破 10 亿级 -20180616

广证恒生  
做中国新三板研究极客





## 目录

目录	2
图表目录	3
<b>1. 中国西部第二大 K12 民办学校，天立教育港股敲钟</b>	<b>4</b>
1.1 立足西部市场，布局迈向全国，教学效果亮眼	4
1.2 股权集中，管理层经验丰富	4
<b>2. 民办基础教育市场崛起，“并购+轻资产”助力抢占市场高地</b>	<b>6</b>
2.1 广袤的西部民办基础教育市场，地域红利彰显	6
2.2 “量”为“价”先，并购及轻资产为教育集团扩张的主要方式	8
<b>3. 业务概况：多年龄段广覆盖、三业务模式齐发力</b>	<b>10</b>
3.1 K12 学校	11
3.2 培训中心及早教中心	13
3.3 业务模式：“自有+托管+加盟”多点开花	13
<b>4. 对比同行看未来：内生增长蓄势待发</b>	<b>13</b>
4.1 看财务：绝对体量初具规模，增长态势强劲	14
4.2 看运营：量上先行，省内外校网早布局	17
<b>5. 核心竞争力：品牌+标准化的管理输出助公司快速发展</b>	<b>19</b>
5.1 立足西部地区，“自建+轻资产”的多重扩张方式助力全国布局	19
5.2 教学成果突出，具备强大的品牌声誉	20
5.3 集中及标准化的管理制度为轻资产模式实现迅速扩张提供了可能	20



## 图表目录

图表 1 天立教育十五年发展主要里程碑 .....	4
图表 2 2018 年 6 月全球发售后公司的股权结构图 .....	5
图表 3 中国民办基础教育市场收益总额逐年上升 .....	6
图表 4 西部地区民办基础教育市场收益总额逐年上升 .....	7
图表 5 西部地区民办基础教育市场学生入读总人数逐年增加 .....	7
图表 6 三种增加学校数量的模式有其各自的特点 .....	9
图表 7 2017 年以来部分民办学校的主要扩张方式 .....	10
图表 8 学校网络广布于四川省内外 .....	11
图表 9 校网内经营中、开发中及规划中的 K-12 学校 .....	11
图表 10 校网内 K12 学校各学段学费（单位：元） .....	13
图表 11“自有+托管+加盟”三业务模式齐发力 .....	13
图表 12 天立教育市值仍处于可比公司中的低位 .....	14
图表 13 天立教育相较于港股其他民办 K12 学校营业收入规模较小（单位：百万元） .....	15
图表 14 天立教育营业收入增幅显著高于港股其他民办 K12 学校上市集团（%） .....	15
图表 15 天立教育净利润规模较小（单位：百万元） .....	16
图表 16 天立教育净利润增速处于高位（%） .....	16
图表 17 天立教育净利率逐年增加，2017 年首度超过睿见教育（%） .....	17
图表 18 天立教育毛利率逐年上升，趋于与其他几家公司持平（%） .....	17
图表 19 天立教育学生数量稳步上涨（单位：人） .....	18
图表 20 港股民办 K12 集团学生数量增速对比 .....	18
图表 21 港股民办 K12 教育集团学校数量 .....	18
图表 22 天立教育学校数量近三年每年均增加 2 间 .....	18
图表 23 港股民办 K12 教育集团学校利用率（%） .....	19

# 1. 中国西部两大 K12 民办学校，天立教育港股敲钟

## 1.1 立足西部市场，布局迈向全国，教学效果亮眼

天立教育创办于 2002 年，是中国西部地区第二大的 K12 民办学校营运机构。公司主要从事提供 K12 教育服务，辅以专为 K12 学生及学前班儿童而设的培训服务。截至 2017 年秋季学期末，K12 学校的入读人数约为 20,924 人，办学网络由位于四川省八个城市的 13 所营运中 K-12 学校及 11 间培训中心以及 4 间早教中心组成。根据弗若斯特沙利文报告，2017 年按学生入读人数计，集团在中国西部地区民办基础教育市场中排名第二，市场份额为 0.3%（中国西部地区五大民办基础教育集团合共占中国西部地区民办基础教育市场的 1.1%）。公司于 2018 年 6 月 27 日递交港股上市聆讯资料，将于今年 7 月 12 日正式在港交所挂牌上市。本次首发 5 亿股，拟募资 11.38 亿港元，募集资金将用于扩大四川省的校网并进入全国其他潜力较大的市场（60%），支付新建校区的建筑工程费用（20%），以及部分作为营运资金（10%）和偿还银行贷款（10%）。

立足于西部地区，布局逐步迈向全国，教学业绩表现突出。截止 2018 年 6 月 20 日，天立教育已在四川省的八个城市拥有了 13 所营运中的 K12 学校，在建或规划中的 K12 学校已广分布于四川省成都、达州、合江、德阳、资阳，以及内蒙古自治区乌兰察布、湖南省湘潭市以及山东省东营市，已逐步推动了布局的全国化和业务的多元化。公司办学成绩喜人，2017 年高中毕业班大学录取率分别为 88.2%、95.2%、95.6%，一本录取率约 51.4%、62.9%、71.6%，远高于四川省同期 34.5%、36.5% 及 36.9% 的平均大学录取率和约 8.4%、10.7% 及 10.6% 的平均一本大学录取率。

图表 1 天立教育十五年发展主要里程碑

年份	事件
2002 年	首所学校泸州天立学校成立
2009 年	首所小学泸州市龙马潭区天立小学成立
2010 年	首间培训中心泸州市龙马潭区天立文化艺术培训学校成立
2013 年	透过成立泸州天立学校附属幼儿园及宜宾市翠屏区天立学校扩展至泸州以外地区
2014 年	广元天立国际学校及内江天立（国际）学校成立
2016 年	西昌天立（国际）学校成立；泸州天立学校获四川省教育厅确认为四川省一级示范学校
2017 年	雅安天立学校及苍溪天立学校成立

资料来源：招股说明书，广证恒生

## 1.2 股权集中，管理层经验丰富

天立教育国际控股有限公司是一家于 2017 年 1 月注册在开曼群岛的有限责任公司免税企业。集团的早期历史可追溯到 2002 年 1 月罗实于四川创办的首所学校——泸州天立学校。2004 年 4 月成立天立控股为中国的有限责任公司，控股股东为罗实。2013 年 4 月成立天立教育作为主要营运实体，持有中国营运学校



年3月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。罗实于教育行业有逾15年的经验。2004年3月起担任天立控股的董事会主席兼总裁。目前担任公司的董事会主席、执行董事兼行政总裁。

杨昭涛：四川教育学院教育管理学士，先后任成都金苹果教育投资有限责任公司总经理，成都市泡桐树小学校长兼党委书记，青羊区教育局委员会成员兼副局长。自2014年1月起担任本集团副总校长兼成都学区校长，目前担任公司的执行董事。

王锐：西南财经大学会计学学士，先后担任万科财务会计，新希望房地产开发有限公司高级财务经理，龙湖地产财务经理、集团风险及审计经理及大连分公司CFO，西安天朗控股有限公司CFO。自2015年3月起担任公司的首席财务官，目前兼任执行董事兼联席公司秘书。

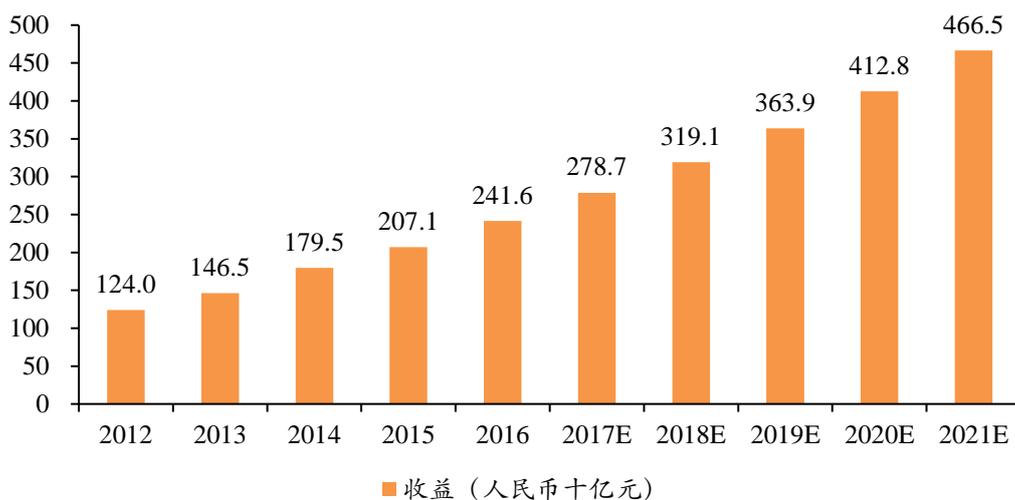
郭刚：毕业于西南师范大学和四川师范大学，高级中学教师，于教育行业有逾二十年的经验，曾担任四川省泸州市教育委员会基础教育处处长，四川省泸县第二中学副校长，泸州天立学校副校长。自2013年5月起担任本集团副总校长兼教学管理中心总监。

## 2. 民办基础教育市场崛起，“并购+轻资产”助力抢占市场高地

### 2.1 广袤的西部民办基础教育市场，地域红利彰显

根据弗若斯特沙利文报告，2017年中国基础教育市场空间约2800亿，年均复合增长率约14%。其增长源于消费升级下家长的教育观念转变，增加了对民办学校的认可和需求，使得民办学校学生入读人数增加以及民办学校的议价能力有所提升。

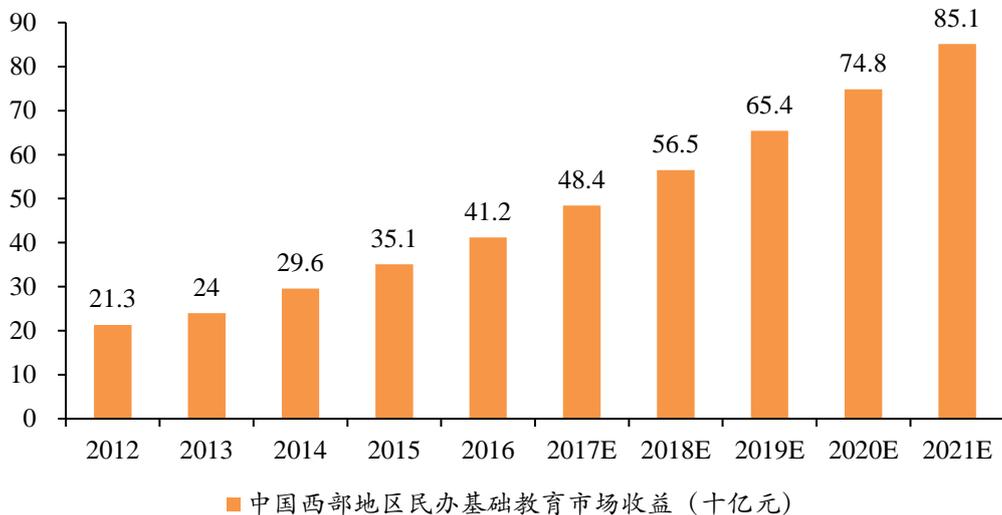
图表3 中国民办基础教育市场收益总额逐年上升



数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文报告、广证恒生

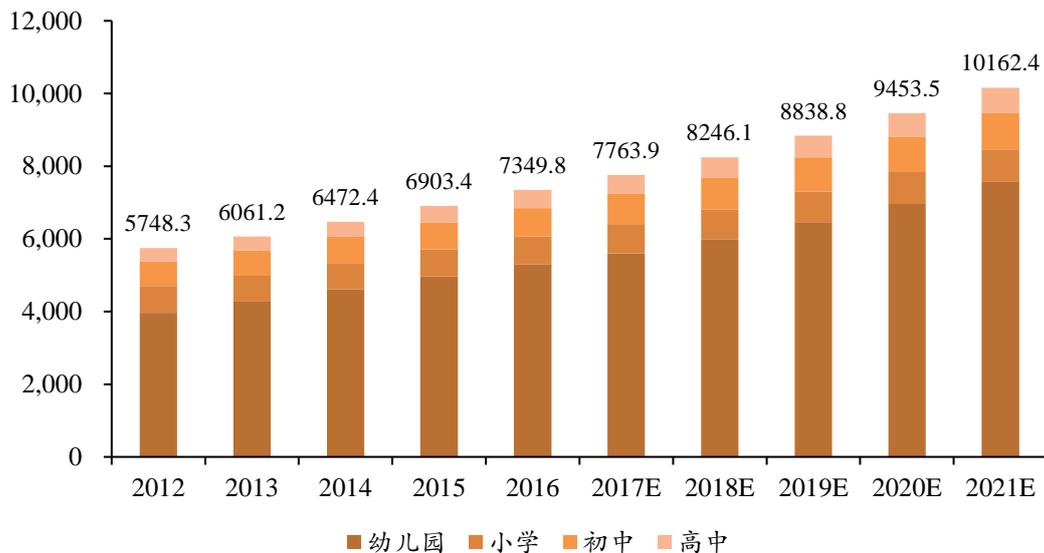
中国西部地区基础教育市场空间约480亿。中国西部地区包括云南省、贵州省、四川省、重庆市、西藏自治区、陕西省、宁夏省、甘肃省、青海省、新疆维吾尔自治区及内蒙古自治区，于2016年占中国总

人口 23.6% 及占国内生产总值 17.8%。西部地区民办基础教育市场收益由 2012 年的 213 亿元增至 2016 年的 412 亿元，复合年增长率为 18.0%。预期其将由 2016 年至 2021 年继续按复合年增长率 15.6% 增长，于 2021 达到 851 亿元。

**图表 4 西部地区民办基础教育市场收益总额逐年上升**


数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文报告、广证恒生

西部地区民办基础教育市场收益总额的预期增长主要来自于学生人数的增加和学费的提升。2012 年至 2016 年西部地区民办基础教育市场学生人数以 6.3% 的年复合增长率逐年增加，根据弗若斯特沙利文报告，预计 2016 年至 2021 年的学生入读总人数将按复合年增长率约 6.7% 的速度保持增长。

**图表 5 西部地区民办基础教育市场学生入读总人数逐年增加**


数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文报告、广证恒生

竞争格局较为分散，天立教育为中国西部地区第二大基础教育集团，市场份额约 0.3%。于 2017 年按学生人数算，中国西部地区五大民办基础教育集团合计仅占总市场份额的 1.1%。其中，天立教育的市场

份额为 0.3%，在中国西部地区民办基础教育市场中排名第二。余下的第一名、第三至第五名的市场份额分别为 0.3%、0.2%、0.2% 及 0.2%，五大集团的市场份额均未超过 0.5%，西部地区民办基础教育市场的竞争格局较为分散。

## 2.2“量”为“价”先，并购及轻资产为教育集团扩张的主要方式

民办学校的收入经“量”、“价”拆分后，收入取决于 ARPU 值和学生人数。

(1) 从 ARPU 值的提升空间来看：80% 以上来自学生的学费和住宿费，其次包含一些如夏令营、游学、课外兴趣培训等配套服务收入。学费和住宿费为收入提价周期为两到三年，速度缓慢，其提价速度和幅度取决于各学校的具体情况以及各省市对民办学校提价限制。根据《民办教育收费暂行管理办法》，提供学历教育的民办学校的收费种类与金额须经相关政府部门批准，提供非学历教育的民办学校则须报相关政府部门备案。目前各地针对学费定价方面所确定的政策放开程度有较大的差别，仅云南、湖北、内蒙古 3 个省份全面放开民办学校收费自主定价，在市场化定价的推进下以及教育集团品牌实力的增强下有一定涨价空间；配套服务收入规模较小且不确定，服务品类丰富下也有一定增长空间。

(2) 从增加学生人数来看：学生人数取决于学校数量和单校就读人数，其中单校就读人数又可拆分为学校容量和学校使用率。2017/2018 学年中各大民办教育集团的招生总人数基本在 2.0 万至 7.6 万之间。学校数量方面，目前民办 K12 的学校数量在 8 所到 80 所之间不等，民办高教的学校数量则都在 10 所以内。民办高校主要通过收购新学校扩张规模，而民办 K12 的扩张模式轻资产和收购兼具，相比之下扩张能力更强。单校入读人数方面，民办高校的入读人数普遍在万人级别，民办 K12 的单校入读人数跨度较大，数量在几百至一万不等，其中国际 K12 学校以及幼儿园的入读人数较低，一般在千人以下；单校利用率方面，整体学校的利用率基本都在 60% 以上，其中民办高校基本在 80% 以上且趋于饱和。

通过增“量”提升学校收入速度快成效显著，其中外延扩张比通过提高学校使用率以扩增单校学生人数的内生增长方式在增加学生人数上更为迅速。从上市企业将过半上市募集资金用于增加学校数量的现象来看，寻求学校数量的增长也成为各个民办学校上市集团的共识。

增加学校数量的增加方式主要有自建、并购和轻资产三种模式，在资金、资质门槛上各有差别，适合不同阶段、不同类型的学校。(1) 自建主要指教育集团自身建立新学校，在这类模式下教育企业须自行购置土地、获取办学资质、建设校舍，所需的资金投入较大，且时间周期较长。(2) 轻资产扩张是指教育企业与政府、房地产商等第三方合作办学，通过第三方解决拿地难，建设投入大、办学资质获取难等问题从而降低扩张成本。(3) 并购主要指民办学校集团投资收购其余学校，资金方面主要取决于并购标的的规模大小，时间成本上主要包括审批时间及后续的整合时间。

**图表 6 三种增加学校数量的模式有其各自的特点**

模式	资金	时间	建设和运营	土地	财务处理	风险点	阶段
自建	教育企业一般需要投入几亿元，资金压力大	时间长（拿地时间、建设学校时间、申请牌照时间、学校成熟时间）	教育集团建设和运营	教育企业筹备	采用每年折旧摊销的方式计算费用	回收周期长	各阶段均使用、一般在发展初期均采用自建方式
并购	根据并购标的的规模大小资金，教育企业投入不一	包括审批时间、后续整合时间；整体而言是，最快实现学校数量增加的方式	原举办人建设、教育集团运营	利用原企业的土地/校舍/设施或进行改扩建	如控股进入合并报表；参股计入投资收益	整合风险，并购标的业绩不达预期	相对成熟后的发展周期，对其整合能力、体系输出能力、资金实力具备一定要求
轻资产	教育企业初期投入仅需投入几千万	时间较长（建设学校时间、学校成熟时间）	教育集团或第三方建设、教育集团运营	第三方提供，一般由政府或房地产商提供	以行政费用或租金的方式计算费用	可能会受学校实际举办人的影响和制约	企业拥有较高知名度的成熟期，对品牌实力要求较高

数据来源：Wind、广证恒生

收购是上市教育集团实现快速扩张的有效模式，同时轻资产也是优质民办 K12 学校扩张的利器。学校类资产固有的运营模式决定了其盈利能力强但内生增长较慢的特征，因此通过外延并购做大做强是目前民办教育集团的首选方式之一。2017 年以来港股市场的民办教育集团已进行了 17 起收购事件，枫叶教育、宇华教育、新高教、民生教育、中教控股等都进行了不止 1 起并购事件，具有资金力量的上市企业通过整合现有学校资源快速提升市场份额，巩固自身市场地位。同时，轻资产也是 K12 阶段实现快速扩张的模式。轻资产可通过与政府、房地产商等第三方合作办学解决拿地难，建设投入大、办学资质获取难的问题，但是对学校的品牌实力和复制能力要求高。从教育阶段来说，K12 阶段对学校品牌实力的敏感度比较高，单校体量较小，更易于通过轻资产模式进行扩张。轻资产的模式大大加强了具备优质办学经验的民办 K12 学校的扩张能力。例如民办 K12 巨头枫叶教育 2017 年以来通过轻资产模式增加了 15 所学校，截至 2018 年 3 月 31 日枫叶教育的学校网络遍及国内 19 个城市和加拿大 2 个城市，共有 20 所幼儿园、24 所小学、22 所初中、13 高中及 3 所外籍人员子女学校。

图表 7 2017 年以来部分民办学校的主要扩张方式

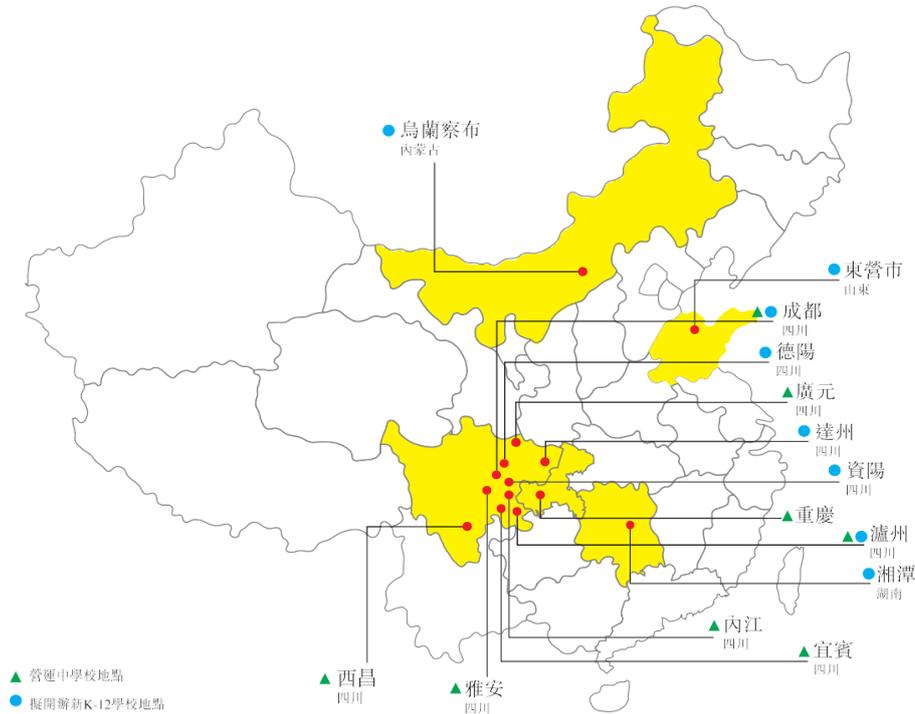
主营业务	企业名称	扩张模式	增加的学校
基础教育	枫叶教育	轻资产	济南枫叶国际学校、枫叶大学学校—南澳大学等 15 所学校
		收购	海南国科园实验学校、深圳市伊思顿龙岗书院、美文学校、常春藤幼儿园、美华学校、美舍学校
	睿见教育	收购	揭阳学校、潍坊市潍州外国语学校
教育阶段全覆盖	宇华教育	收购	湖南猎鹰技工学校、湖南涉外经济学院、博望高中
高等教育	新高教	自建	西北学校
		收购	河南学校、新疆学校
	民生教育	轻资产	乐陵民生职业中等专业学校
		投资	渤海实验学校、重庆电信职业学院、安徽文达信息工程学院、培根国际学院、香港能仁学院等
	中教控股	收购	广州白云工商高级技工学校、郑州城轨交通中等专业学校、西安铁道技师学院、松田学院

数据来源：公司公告、广证恒生

### 3. 业务概况：多年龄段广覆盖、三业务模式齐发力

目前天立教育的主营业务主要包含 K12 教育、K12 课外培训、早教和配套服务，业务体系全面涵盖学前、小学、初中、高中。K12 学历教育主要提供中国课程，同时提供双语教学环境，另外，集团内的泸州天立学校还开设了针对高中学生的国际课程。K12 课外培训涵盖数学、英语、中文、物理及化学等核心科目，以及以 K12 学生为对象的音乐、艺术及体育培训服务。早教中心主要提供以学前班儿童为对象的幼儿培训。配套服务包括服务校园餐厅及交通服务。

布点方面，校网由位于中国八个城市运营中的 13 所 K12 学校、11 间培训中心及 4 间早教中心组成。2015-2017 年，集团以每年新开两所 K12 学校的速度稳步拓宽学校网络布局。截至 2018 年 6 月 20 日，公司已就于 2018 年开办六所 K-12 学校及于 2019 年开办五所 K-12 学校订立协议，新布局广泛分布在多省市。

**图表 8 学校网络广布于四川省内外**


数据来源：招股说明书、广证恒生

### 3.1 K12 学校

截止 2018 年 6 月 20 日，公司在四川省八个城市经营 13 所 K12 学校，其中 10 所为自有。近年公司加快了办学网络于全国的布局步伐，目前开发或规划中的 K12 学校有 11 所，分布于四川省成都、达州、合江、德阳及资阳、内蒙古自治区乌兰察布、湖南省湘潭市以及山东省东营市，其中有 2 所将于今年 9 月份开始运营，6 所将于明年 9 月份正式运营。这些新办 K12 学校的目标盈亏平衡点预计为学校开始运营后第一二年，目标投资回收期预计为四至八年。

**图表 9 校网内经营中、开发中及规划中的 K-12 学校**

学区及学校	学校类别	开始经营 (预期开始运营时间)	性质
<b>成都学区</b>			
成都市武侯区凯星幼儿园	幼儿园	2014 年 3 月	自有
成都西区天立学校	1-9 年级	规划中 (2019 年 9 月)	自有
成都天立小学	1-6 年级	规划中 (2019 年 9 月)	自有
成都东区天立学校	K-12	规划中 (2019 年 9 月)	自有
<b>达州学区</b>			
达州天立国际学校	K-12	规划中 (2019 年 9 月)	自有
<b>德阳学区</b>			



德阳天立国际学校	1-12 年级	规划中 (2018 年 9 月)	自有
<b>东营学区</b>			
东营天立学校	1-12 年级	规划中 (2019 年 9 月)	自有
<b>广元学区</b>			
苍溪天立学校	K-9	2017 年 9 月	自有
广元天立国际学校	K-12	2015 年 9 月	自有
<b>泸州学区</b>			
泸州天立学校	7-12 年级	2002 年 9 月	自有
泸州市龙马潭区天立小学	1-6 年级	2010 年 9 月	自有
古蔺县天立幼儿园	幼儿园	2016 年 9 月	自有
泸州天立学校附属幼儿园	幼儿园	2013 年 9 月	委托
泸州天立英才外国语学校	1-6 年级	2003 年 9 月	委托
泸州天立绿韵幼儿园	幼儿园	2018 年 3 月	委托
合江天立国际学校	1-12 年级	开发中	委托
<b>内江学区</b>			
内江天立 (国际) 学校	K-9	2015 年 9 月	自有
<b>乌兰察布学区</b>			
乌兰察布天立国际学校	K-9	开发中	委托
乌兰察布天立幼儿园	幼儿园	规划中	委托
<b>湘潭学区</b>			
湘潭天立国际学校	K-12	规划中 (2019 年 9 月)	自有
<b>西昌学区</b>			
西昌天立 (国际) 学校	K-12	2016 年 9 月	自有
<b>雅安学区</b>			
雅安天立学校	K-12	2017 年 9 月	自有
<b>宜宾学区</b>			
宜宾市翠屏区天立学校	K-12	2013 年 9 月	自有
<b>资阳学区</b>			
资阳市雁江区天立学校	1-9 年级	开发中 (2018 年 9 月)	自有

资料来源: 招股说明书, 广证恒生

2015 年至 2017 年, K12 阶段学校学费分别占收入总额的 74.6%、73.1%及 72.0%, 住宿费则分别占收益总额 7.3%、7.9%及 8.0%。生均学费每学年在 2.2 万元左右, 通住宿费每年在 2400-3000 元左右。学费涨幅因各学校地理位置差异和学段差异而不同, 平均涨幅范围大概在 10%-30%之间。



图表 10 校网内 K12 学校各学段学费 (单位: 元)

学段	2015-2016 学年	2016-2017 学年	2017-2018 学年
高中	20,000 – 22,000	20,000 – 22,000	22,000 – 25,000
初中	16,000 – 20,000	20,000 – 25,000	20,000 – 25,000
小学	16,000 – 21,500	20,000 – 24,000	20,000 – 24,000
幼儿园	26,000	26,000	26,000 – 90,000

资料来源: 招股说明书, 广证恒生

### 3.2 培训中心及早教中心

培训中心主要是为 K12 学生及学前班儿童提供培训服务, 主要提供(1)以小学生及初中生为主的课后培训服务, 涵盖数学、英语、中文、物理及化学等核心科目, 及(2)以 K-12 学生为主的音乐、艺术及体育培训服务。截止 2018 年 6 月 20 日, 公司于四川省办学网络内有 11 间营运中培训中心, 其中 9 所为公司控制及经营的自有培训中心、2 所为公司提供管理服务的托管培训中心。

早教中心主要提供以学前班儿童为对象的幼儿培训服务。四川省及重庆办学网络中有 4 所早教中心, 其中一所为公司控制及经营的自有早教中心、三所为公司特许授予“天立”品牌并提供推荐课程及教材的特许幼儿培训学校, 公司自特许学校收取的特许经营费仅占收入总额的 0.1%。为保持品牌的高质量形象, 未来公司将不再增设新的特许早教中心。

### 3.3 业务模式: “自有+托管+加盟” 多点开花

自有为主, 托管为辅, 加盟再添翼, 公司的办学网络呈现多点开花的态势。自有业务模式作为公司主要的业务开展模式将长期成为公司的业务增长点, 目前公司自主拥有及营运 10 所 K12 学校、9 所培训学校及 1 所早教中心。托管业务是以轻资产的模式通过为合作方提供学校管理服务从而获取管理费, 合作方主要有政府、房地产商和其他第三方。目前此模式下的办学网络包括 2 所培训学校和 2 所 K12 学校, 随着公司运营经验的日益积攒及良好的品牌效应, 预期未来托管的轻资产模式将会成为未来公司拓宽业务的主要着力点。特许加盟模式下公司授权 3 所早教中心使用公司品牌并收取特许服务费, 此模式下公司仅为加盟方输出课程及教学材料等的推荐服务但不提供管理服务, 以维持公司的长期的高品牌质量。

图表 11 “自有+托管+加盟” 三业务模式齐发力

办学网络	自有业务模式	托管委托模式	特许加盟模式	合计
K12 学校	10	3	-	12
培训学校	9	2	-	11
早教中心	1	-	3	4
合计	20	4	3	-

资料来源: 公司资料, 广证恒生

## 4. 对比同行看未来: 内生增长蓄势待发

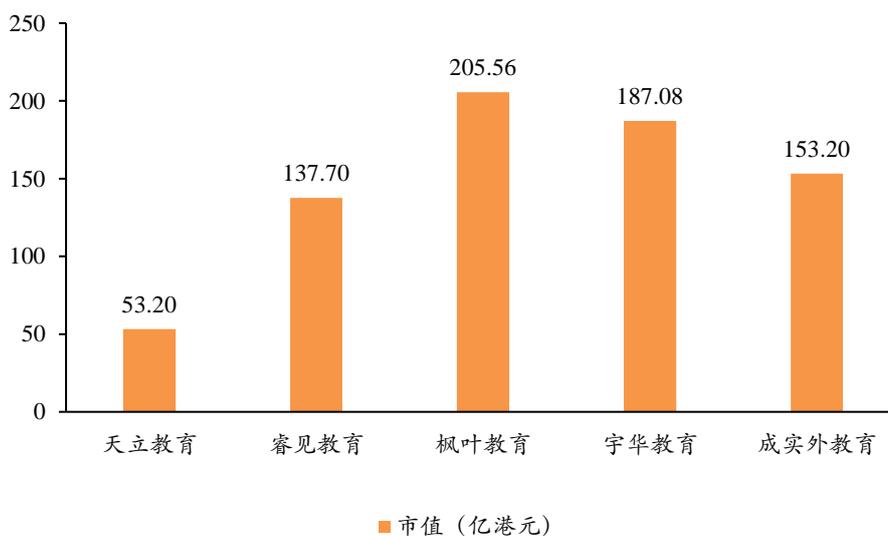
我们将天立教育的核心财务数据及运营数据与港股上市的民办 K12 学校标的 (睿见教育、枫叶教育、

宇华教育、成实外教育) 进行横向比较。整体而言, 天立教育从绝对体量上, 包括市值水平、营收规模、净利润规模、学生人数规模, 均小于其余 4 家已上市标的。而值得注意的是其后续内生增长潜力: (1) 成长性指标上: 营收增速、净利润增速、毛利率增长和净利率增长均明显的优于其他 4 家上市公司 (2) 从单校利用率来看, 2017 年其利用率为 74.4%, 相较可比公司仍具有一定的增长空间; (3) 从学校数量增长上看, 公司截止 2018 年 6 月 2 日, 规划或开发中的 K12 学校数量已达 11 所, 学校扩张速度位于可比公司中上游, 日益扩张的办学网络也验证了其具备体系输出的轻资产扩张能力, 未来公司将继续搭载轻资产模式加速在全国市场进行跑马圈地。

## 4.1 看财务: 绝对体量初具规模, 增长态势强劲

发行市值规模 53.2 亿, 符合入选港股通市值标准。按照询价配售结果, 公司按 2.66 元发行新股, 对应 20 亿股总股本, 公司发行市值规模达 53.2 亿, 基本符合入选港股通的市值标准。我们预估公司 2018 年净利润约 1.9 亿, 则对应 FY2018 的 PE 约 27-28 倍之间。从绝对体量上看, 天立教育市值与其他 4 家相比体量上仍然较小, 鉴于公司正在逐步搭建和扩张中的网络布局和逐渐成熟且可标准化输出的办学管理体系, 公司的后发优势值得关注。

图表 12 天立教育市值仍处于可比公司中的低位

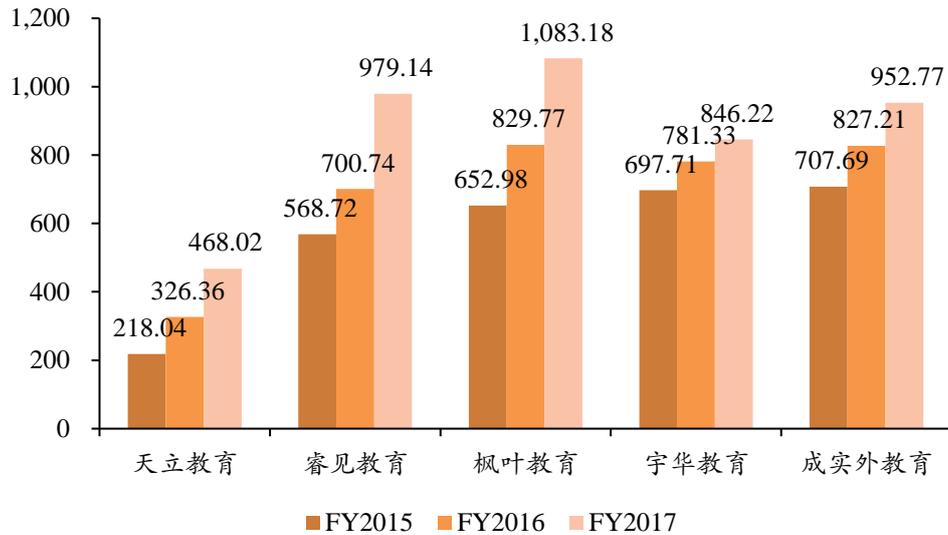


资料来源: wind, 公司招股书, 广证恒生

注: 市值为 2018 年 7 月 9 日数据

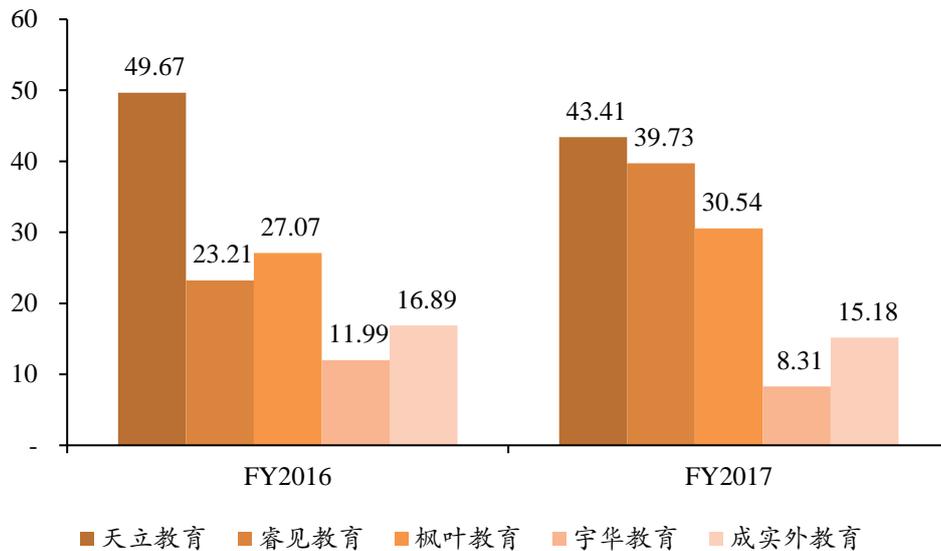
营收较同行业其他公司而言较小, 但处于稳定增长态势, 且增速位居前列。天立教育营业收入从 2015 年度的 2.18 亿元增加到 2017 年度的 4.68 亿元, 复合年增长率达到 46.51%, 营收规模明显扩大。综合对比港股已上市的主要民办 K12 学校集团的数据来看, 其营收的绝对体量上位于可比公司中的低位; 但从营收增速上看, 其近两年均位于榜首, 明显高于其他 4 家 K12 港股上市集团, 营收的快速增长主要来自于现有学校入学人数的增加以及新开办 K12 学校使得学生人数明显增加。

图表 13 天立教育相较于港股其他民办 K12 学校营业收入规模较小 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 公司招股书, 广证恒生

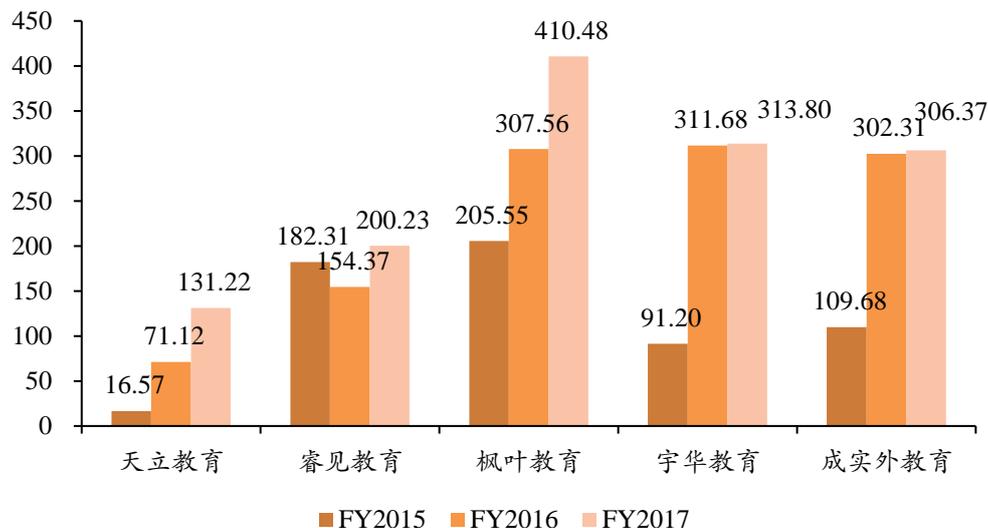
图表 14 天立教育营业收入增幅显著高于港股其他民办 K12 学校上市集团 (%)



资料来源: wind, 公司招股书, 广证恒生

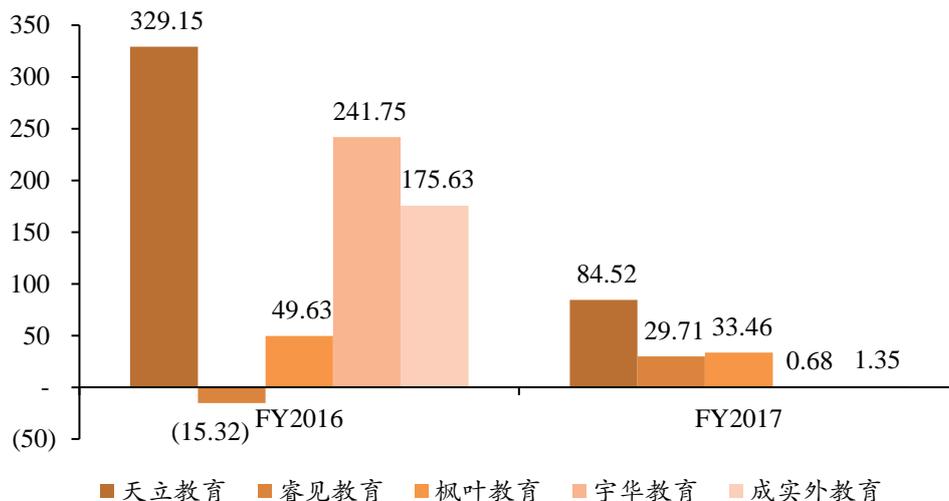
**净利润规模较小, 净利润增速处于高位。**2015-2017 年度净利润分别为 0.17 亿元, 0.72 亿元, 1.31 亿元, 净利润规模均小于其他 4 家公司。但近三年净利润的年复合增长率高达 181.42%, 近两年净利润同比增长率分别为 329.15%, 84.52%, 增速远高于其他几家公司, 净利润的快速增长主要是由于办学网络的迅速扩大使得营收快速成长, 且公司的成本管控能力加强使得毛利率明显提升, 整体带动了净利润的快速增长。

图表 15 天立教育净利润规模较小 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 公司招股书, 广证恒生

图表 16 天立教育净利润增速处于高位 (%)

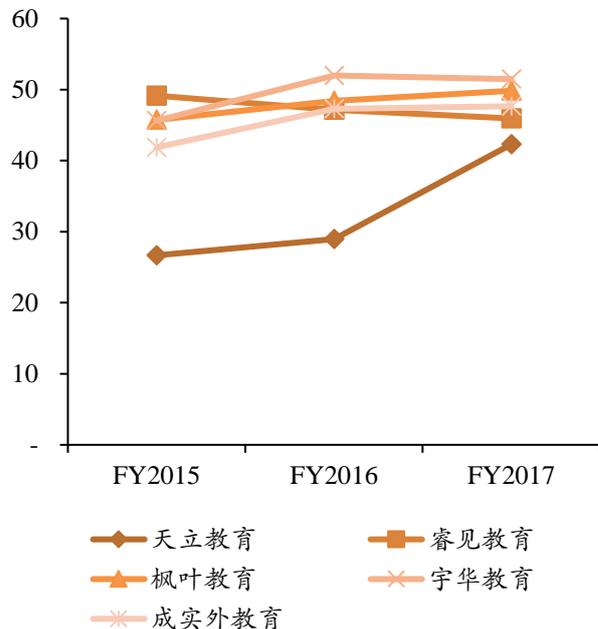
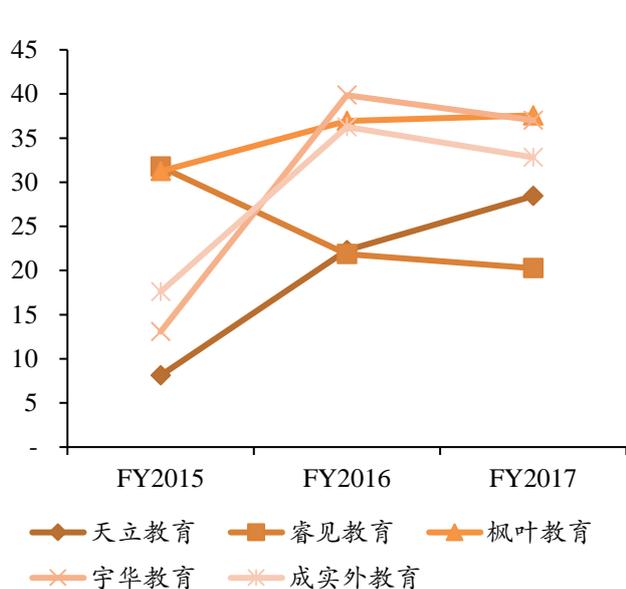


资料来源: wind, 公司招股书, 广证恒生

**净利率、毛利率逐年增加, 公司盈利能力稳步提升。**随着公司近年来扩张的校区逐渐成熟, 盈利能力显著加强, 公司净利率由 2015 年的 8.11% 增加到 2017 年的 28.44%, 毛利率由 2015 年的 26.67% 增加到 2017 年的 42.29%。与可比公司比较, 天立净利率及毛利率逐渐趋于与其他 4 家教育公司持平。具体来看, 净利率和毛利率的增长主要由于公司业务的快速增长逐渐形成的规模效应增加了公司的获利能力, 规模效应使得以重资产运营模式为主的公司充分发挥经营杠杆的作用, 有效地降低了成本, 成本管控能力有所加强。

图表 17 天立教育净利率逐年增加, 2017 年首度超过睿见教育 (%)

图表 18 天立教育毛利率逐年上升, 趋于与其他几家公司持平 (%)



数据来源: 招股说明书、广证恒生

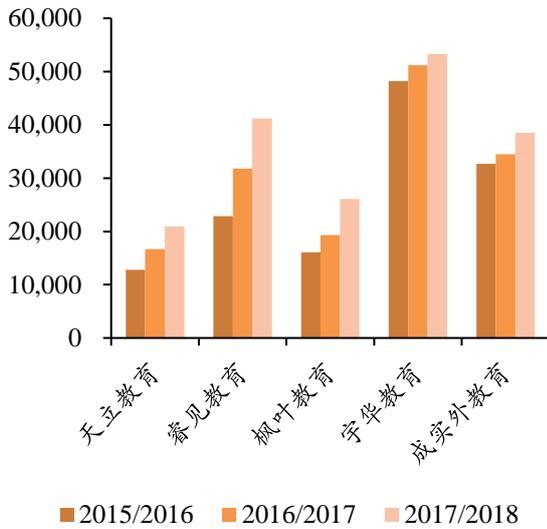
数据来源: 招股说明书、广证恒生

综合分析天立教育的财务数据, 天立教育的营收规模、净利润规模已经初具规模, 但与港股已上市的同类型 K12 民办学校集团比仍有一定差距, 但公司的成长能力较强, 营收规模, 净利润, 净利率和毛利率均呈现上涨趋势, 且盈利能力逐步加强, 近两年总体呈现稳步追赶态势。优秀的增长潜能主要是受益于公司的稳步扩张的办学网络, 公司近几年加快了业务市场拓宽的步伐, 学校数量逐渐增多, 且日益积累的品牌优势使得其议价能力明显提升, 学费也有所增长。

## 4.2 看运营: 量上先行, 省内外校网早布局

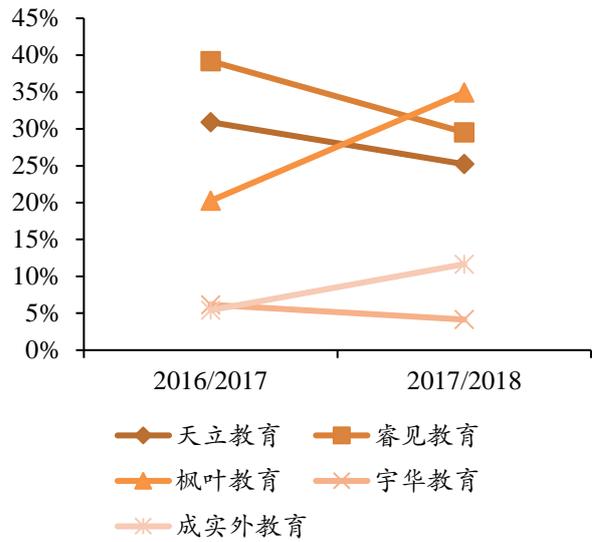
办学网络稳步扩张, 学生人数增长潜力较大。2017 学年天立教育入学人数为 20924 人, 较前两年有所增长, 增长速度 2016 学年在 5 家港股民办 K12 集团中排名第二, 2017 学年排名第三, 增长速度较为稳健。学生数量的增加主要来自于学校数量的增加, 在过去三年里, 天立教育每年均增加 2 所学校。根据招股说明书披露, 公司在 2018 年正在筹建和规划中的 K12 学校达到 6 所, 并已签订了于 2019 年开办 5 所 K12 学校的协议, 预期未来公司学校数量的增加将进一步推动学生人数的增加, 从而带来收入规模的扩大。

图表 19 天立教育学生数量稳步上涨 (单位: 人)



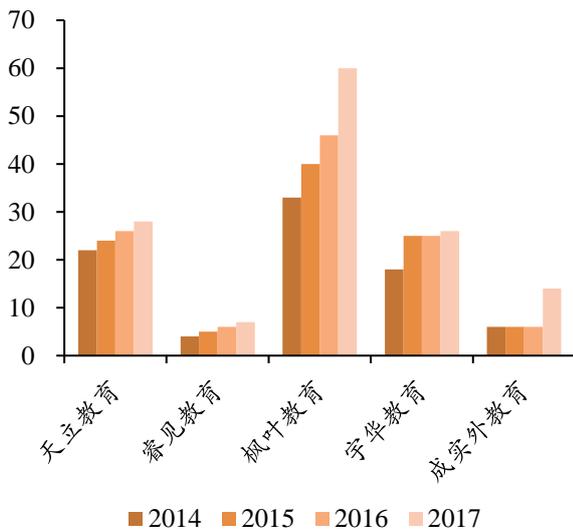
数据来源: wind、公司招股书、广证恒生

图表 20 港股民办 K12 集团学生数量增速对比



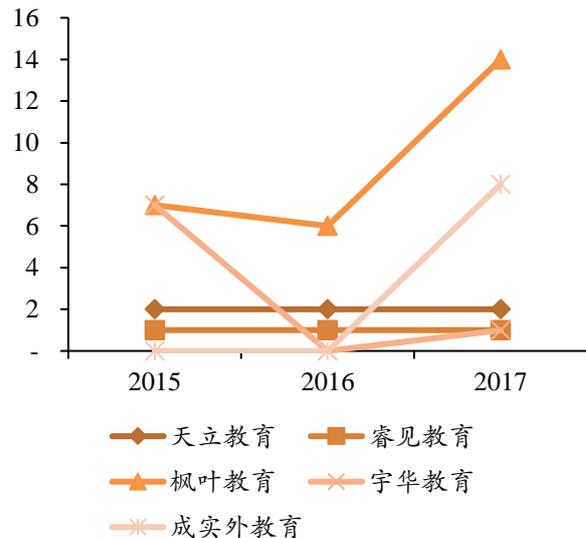
数据来源: wind、公司招股书、广证恒生

图表 21 港股民办 K12 教育集团学校数量



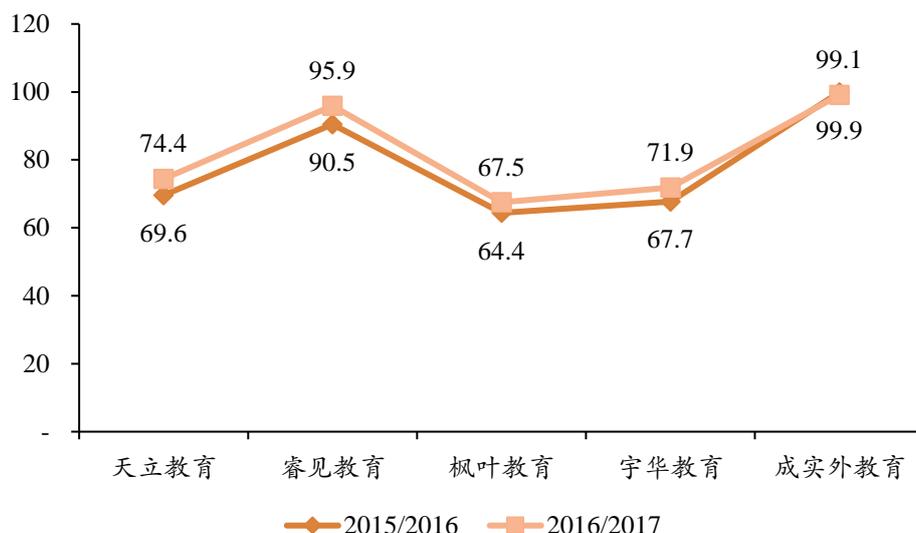
数据来源: 招股说明书、广证恒生

图表 22 天立教育学校数量近三年每年均增加 2 间



数据来源: 招股说明书、广证恒生

天立教育的学校利用率有所提高, 处于行业中位。天立教育 2015 学年和 2016 学年的学校整体利用率分别为 69.6%、74.4%, 位于可比公司的中位。由于近两年公司处于办学网络逐步扩大的阶段, 新建学校的充分利用需要一定的缓冲期, 扩张阶段使得公司的整体学校利用率较低, 其旗下运营相对成熟的学校单校使用率也基本接近饱和。对于民办学校来说, 保持较高单校利用率一定程度上也证明了学校具有较强的品牌实力, 招生压力较少, 积累的口碑优势将为公司未来进行新校区的扩张奠定基础。随着公司的资源优化和日益成熟的办学管理能力, 其新建的学校利用率也逐渐提升, 预计未来学校利用率将继续增加。

**图表 23 港股民办 K12 教育集团学校利用率 (%)**


资料来源：广证恒生

**深度布局西部地区，校网逐渐辐射全国。**截至 2017 年财年，天立教育已运营学校均在四川省，布局学校则涉及四川、内蒙古、湖南省以及山东省。民办 K12 学校上市公司中，枫叶教育布局最广，学校分布在华东、华中、华北及东北等地区合计 10 个省份以及加拿大；睿见教育学校分布在广东省、辽宁省和山东省；另外两家公司的学校主要围绕省内布局：成实外教育布局以成都为核心的西南地区，宇华教育布局以河南为核心的华中地区。各港股民办 K12 学校的业务地理布局直接影响到学校每年的生源，公司作为一家即将上市的民办 K12 学校集团，未借助公开资本市场的力量即已实现了跨省份布局。其内生增长能力较强。

综合分析公司的运营数据，天立教育是 K12 民办学校集团中正在茁壮成长的新生力量，学校数量具备一定规模，位居可比公司中游，学生人数增长势头较强，学校利用率增长稳定且仍具备一定内生增长空间。公司扎根西部市场的同时已早早地将触角伸向全国其他二三线城市地区，发展势头较好。

## 5. 核心竞争力：品牌+标准化的管理输出助公司快速发展

### 5.1 立足西部地区，“自建+轻资产”的多重扩张方式助力全国布局

立足西部地区，公司采用“自建+轻资产”的方式扩大公司的办学网络。作为中国西部地区排名第二的民办 K12 学校集团，天立教育立足于中国最大 K12 教育市场之一的四川省，并已在内蒙古、山东省、湖南省等实现初步布局，是目前少有的未上市就已实现跨省市布局的 K12 民办学校集团。未来公司还将重点布局中国其他省份的二三线城市，不断扩大公司的校网。公司采用“自建+轻资产”的方式扩大公司的办学网络，目前自有 19 所学校及 1 家早教中心，同时为 5 所托管学校提供管理服务，并给 3 间特许早教中心授予使用“天立”品牌的权限。公司目前已与多家第三方开展合作扩大办学布局，通过轻资产模式，公司无需向发展或规划中的委托 K12 学校注入资本投资，减少了该业务链条的资本开支，建设及营运托管



学校产生的成本均主要由托管学校管理协议的相关对手方承担，公司只需承担劳工成本和管理开支，并向托管学校收取管理费来获得收益，此种轻资产方式灵活地扩充了公司的校网，使得公司在不产生重大资本开支的情况下进军新市场，是除自有 K12 学校所产生收益外拓展的一项多元化收益来源。

## 5.2 教学成果突出，具备强大的品牌声誉

学校为学生提供优质课程，注重学生全面发展，教学成果突出。高中部分，2015 学年、2016 学年、2017 学年，集团学校的高中毕业班学生参加有关学校所在地相关城市举行的高考，分别约有 88.2%、95.2% 及 95.6% 获中国大学录取，及分别约有 51.4%、62.9% 及 71.6% 获中国一本大学录取，远高于四川省的平均水平；另外，公司 2016 年有 5 名同学获清华大学或北京大学录取，2017 年则有 4 名。初中部分，2016 年，泸州及宜宾市级中考的最高分数考生均分别来自公司于两所城市的初中学校。小学部分，公司的小学学生于美术、语文能力及科学创新等方面已夺得逾 490 项国家级，350 项省级和 380 项市级奖项。

基于良好的品牌形象及为多个年龄层提供教育的服务体系，公司建立了稳定的校网内学生输送管道，确保了稳定的生源。于 2015、2016、2017 学年，公司分别有约 69%、59% 及 60% 的幼儿园毕业生直接进入校网小学，约 71%、75% 及 82% 的小学毕业生获公司初中部录取，初中毕业生大部分亦偏向于校内直接升学，10 年级约 75%、82% 及 63% 为校网内初中毕业生，但由于高中优质教育资源更为有限且校外优秀申请者较多，公司的学位竞争较为激烈，有关学年仅约有约 37%、42% 及 41% 的校网内学生得以继续修读。公司优秀的办学能力吸引及留住了大部分学生的能力提供了稳定的经常性收入并极大的提高了营销效率，高水平的留校升学率使得公司业务的可预见性较高，确保了稳定的生源。

## 5.3 集中及标准化的管理制度为轻资产模式实现迅速扩张提供了可能

集中及标准化的管理制度有利于将管理模式快速复制于公司自有、托管及特许加盟这三条不同业务线上的学校，加速资源的整合，提高营运效率及维持服务质量。公司自成立以来，一直致力于建立、实行及加强集中及标准化的管理制度，以有效且高效地管理校网。集中及标准化的管理制度在很大程度上精简了自有学校在财务、市场营销、人力资源、采购、资产、外包服务、招生职能等方面的营运，确保较大的校网内学校管理的一致性，同时其有助于公司采用轻资产模式迅速扩展至新区域的同时保证教学质量。集中及标准化的管理制度和成熟的业务体系为公司通过轻资产模式直接对外输出公司成熟的管理体系提供了可能，进一步加强了公司的持续快速扩张能力。

数据支持：黄锴妹



### 新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员：

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：**长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的 100 位证券分析师”称号、2015 及 2016 年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014 年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8 年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。具有多年 A 股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会（新三板副团队长）：**南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞（新三板副团队长）：**英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**陆彬彬（新三板主题策略研究员）：**美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究，擅长数据挖掘和政策分析。

**魏也娜（新三板 TMT 行业研究员）：**金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3 年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐（新三板医药行业研究员）：**中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉（新三板医药行业研究员）：**香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**陈凯（新三板传媒行业研究员）：**厦门大学经济学硕士，具有国内知名券商投行、研究所工作经验，主要研究方向为游戏、电竞、影视等泛娱乐领域相关产业。

**田鹏（新三板教育行业研究员）：**新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

**于栋（新三板高端装备行业研究员）：**华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

### 联系我们：

邮箱：[huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话：020-88832319



#### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

#### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

#### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

#### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。