

2018年07月12日

证券研究报告·公司研究报告

天立教育 (1773.HK)

当前价: 3.19 港元

目标价: ——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

西部领先基础教育集团，内生增长潜力较大

投资要点

- **西部地区领先民办基础教育集团**：天立教育立足西部地区，旗下包括 13 所 K12 学校，11 所培训中心、4 所早教中心。截止 2017 年底，公司学生人数达 20924 名。从学生人数角度统计，公司是西部地区市占率第二的基础教育集团。2017 年度，公司实现营业收入 4.79 亿元 (YOY+42.9%)；实现净利润 1.28 亿元 (YOY+81.2%)。公司于 2018 年 7 月成功登陆香港交易所，发售价为每股 2.66 港元，景林、华昌、惠理作为基石投资者分别认购 5899 万股、1 亿股及 2949.5 万股，全球发售所得款净额约 12.34 亿港元。
- **政策扶持基础教育，民促法细则认可非营利性民办学校在公开、公平、公允原则下与关联公司进行交易**。自 2017 年 9 月新版《民促法》落地实施以来，各地民促法从土地、专项资金、税收等层面支持民办基础教育的发展，且新版民促法细则指出，非营利性民办学校在公开、公平、公允原则下，可以与关联公司进行交易，这为港股标的以服务费方式获得利润提供了法律基础，相关标的 IPO 进程加速。
- **西部地区 GDP 快速提升、适龄人口稳步提升，公司有望受益**：2018-2020 年，四川等西部省份的新增基础教育适龄人口预计约 80 万，处于全国中等偏上水平。2017 年，西部主要省份的 GDP 及增速均处于全国领先水平，其中四川的 GDP 体量及增速分别处于全国第 6 位、第 8 位，购买力上行有望提升当地民办教育渗透率，公司有望受益。
- **办学质量优越，升学率远超平均水平**。2015-2017 年，公司下属高中应届毕业生的高考升学率分别为 88.2%、95.2%、95.5%，远高于主营省份四川的平均水平 34.5%、36.5%、36.9%；一本升学率分别为 51.4%、62.9%、71.6%，远高于四川平均的 8.4%、10.7%、10.6%。2016-2017 年公司旗下高中毕业生分别有 4-5 名考入清华北大，超 30 名学生考入一流艺术类院校，升学质量较高。
- **轻资产/重资产模式结合提升容量，学费有一定提升空间**。2014-2017 年，公司学生人数复合增长率超 30%，且旗下学校整体利用率仅 74%。2018-2019 年，公司拟通过自建/合作办学等模式开设 11 所 K12 学校，预计未来学生数量将持续增长。2016-2017 年，公司生均收费较其他上市教育集团处于中等偏低区间，提升空间较大。
- **盈利预测**：公司是西部地区领先的基础教育集团，教育质量优越，未来有望通过持续的自建以及轻资产扩张等模式不断扩大大学生容量，增加市场份额。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润复合增速约为 27%（不扣除上市费用）；首次覆盖暂不给予目标价及评级。
- **风险提示**：产业政策变动的风险，学校招生或不及预期的风险，外延并购或不及预期的风险，业务整合或不及预期的风险，轻资产模式扩张管理风险。

指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	326	468	543	663	770
增长率	-	43%	16%	22%	16%
归属母公司净利润(百万元人民币)	71	131	155	227	292
增长率	-	85%	18%	46%	29%
每股收益 EPS	-	-	0.08	0.11	0.15
净资产收益率	13.2	16.2	18.0	22.7	24.7
PE	-	-	35	24	19

数据来源：公司资料，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱芸
 执业证号：S1250517070001
 电话：17701082297
 邮箱：zhuz@swsc.com.cn

西南教育港股指数



数据来源：西南证券

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：西部地区领先民办基础教育集团	1
1.1 创办于 2002 年，多种模式扩张版图	1
1.2 业绩体量高速增长，盈利能力较强	2
2 行业分析：政策扶持基础教育，西部地区市场空间广阔	4
2.1 政策重点扶持义务教育，民办基础教育公司 IPO 加速	4
2.2 基础教育市场规模扩容，民办渗透率提升空间较大	7
2.3 西部地区基础教育潜力大，公司市场份额排名靠前	9
2.4 拟开拓山东/湖南等市场，市场规模增速较快	12
2.5 民办培训市场需求较大，西部地区市场规模持续增长	13
3 西南地区基础教育领先企业，办学质量较高	14
3.1 校区遍布西南地区，管理团队办学成果显著	14
3.2 师资资源丰富保障良好教学质量，升学率遥遥领先	16
4 公司经营：利用率提升空间大，多种模式扩张学校版图	17
4.1 学生人数增速较快，学校利用率提升空间较大	17
4.2 轻资产/重资产扩张模式并行，学生容量有望持续增长	19
4.3 单个学生收费增速较快，同类学校中收费处于较低水平	20
5 控费成果显著，上市优化负债结构	22
6 盈利预测与估值	23
7 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司 2015 年以来营业收入及增速情况 (百万元; %)	3
图 4: 公司 2015 年以来扣非后净利润及增速情况 (万元; %)	3
图 5: 公司 2015-2017 营收构成情况 (万元)	3
图 6: 公司 2017 营收占比情况 (%)	3
图 7: 公司 2015-2017 整体毛利率水平 (%)	4
图 8: 公司 2015-2017 整体净利率水平 (%)	4
图 9: 基础教育集团 IPO 加速	7
图 10: 中国教育制度图解.....	7
图 11: 中国基础教育市场规模 (单位: 亿元)	8
图 12: 民办基础教育规模 (单位: 十亿元)	8
图 13: 中国基础教育学生入读总人数 (单位: 百万人)	8
图 14: 民办基础教育学生入读总人数 (单位: 百万人)	8
图 15: 中国民办基础教育渗透率 (%)	9
图 16: 中国民办学校年均学杂费 (元)	9
图 17: 2011-2013 年各省出生人数 (万人)	10
图 18: 2014-2016 年各省出生人数 (万人)	10
图 19: 2017 年各省 GDP 对比 (亿元)	10
图 20: 2015-2017 年各省 GDP 增速对比 (%)	10
图 21: 西部地区民办基础教育市场学生入读人数 (单位: 千人)	11
图 22: 西部地区民办基础教育市场收益 (单位: 十亿元)	11
图 23: 四川省民办基础教育市场学生入读总数 (千人)	12
图 24: 四川民办基础教育市场收益 (百亿元)	12
图 25: 四川省民办基础教育市场渗透率 (%)	12
图 26: 山东/湖南/内蒙古民办基础教育市场规模 (单位: 十亿元)	13
图 27: 山东/湖南/内蒙古基础教育市场学生规模 (百万人)	13
图 28: 山东/湖南/内蒙古民办基础教育市场学生规模 (百万人)	13
图 29: 中国西部民办培训市场规模(单位: 十亿元).....	14
图 30: 四川省民办培训市场规模 (十亿元)	14
图 31: 校区布局西南地区, 拟扩张内蒙、山东等多个省市	15
图 32: 公司管理团队经验丰富	15
图 33: 集团旗下学校升学率和四川省整体比较 (%)	17
图 34: 集团旗下学校一本升学率和四川省整体比较 (%)	17
图 35: 2015-2017 整体学生人数及同比增速 (人; %)	18
图 36: 集团拥有学生数及入读自有 K12 学生数 (人)	18
图 37: 2017 学年公司拥有各学段学生人数 (人, %)	18
图 38: 入读自有 K12 学校比率 (%)	18
图 39: 销售费用及费用率 (百万元; %)	23

图 40: 管理费用及费用率 (百万元; %)	23
图 41: 公司资产负债率 (%)	23
图 42: K12 教育行业上市公司资产负债率情况 (%)	23

表 目 录

表 1: 多项政策出台, 支持基础教育发展	5
表 2: 各省市民促法实施细则	5
表 3: 民促法实施细则	6
表 4: 公司获得荣誉	16
表 5: 公司旗下学校资产教师数量 (单位: 人)	16
表 6: 民办教育集团师资配置 (2016/2017 学年)	17
表 7: 旗下主要学校利用率情况 (2017 年秋季)	19
表 8: 当前学校兴建规划	19
表 9: 自有 K12 学校各学段学费 (元)	21
表 10: 自有 K-12 学校收益 (千元; %)	21
表 11: 与同类 K12 教育集团学费对比情况 (元)	21
表 12: 自有培训中心及早教中心报读学生数量及收费 (人; 元)	22
表 13: 公司自有培训中心/早教中心分业务学费 (元)	22
表 14: 公司旗下学校营业收入、营业成本预测	24
表 15: 可比公司估值 (截止 2018 年 7 月 11 日)	24
附: 财务报表	26

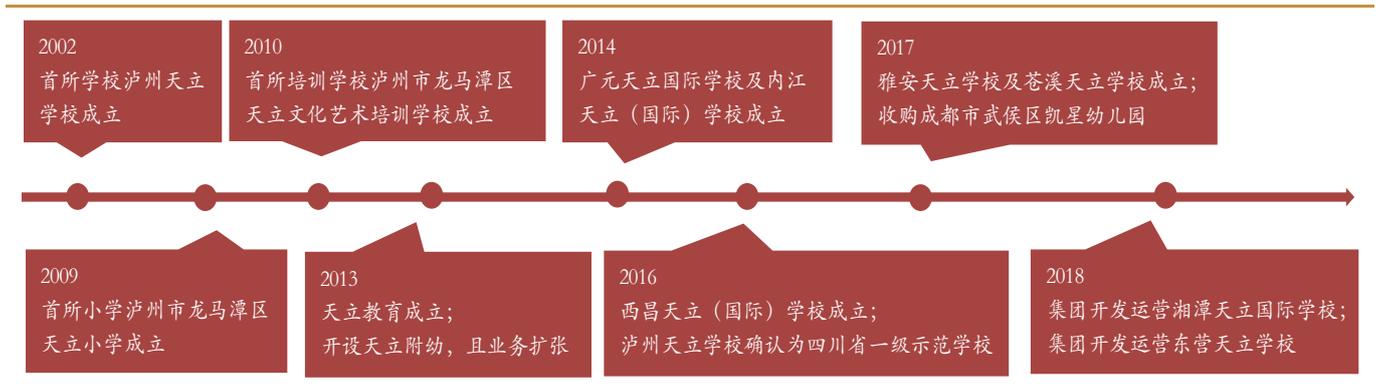
1 公司概况：西部地区领先民办基础教育集团

1.1 创办于 2002 年，多种模式扩张版图

天立教育国际控股有限公司（后称“天立教育”或“公司”）是我国西部地区领先的民办基础教育集团，旗下拥有 13 所 K12 学校（其中包括四个高中学段、六个初中学段、八个小学学段、六个幼儿园学段学校），及 11 所培训中心、4 所早教中心。截止 2017 年底，公司学校分布于我国 8 个城市，K12 学校学生人数合计达到 20924 名。公司于 2018 年 7 月成功登陆香港交易所。

首所学校成立于 2002 年，扩张步伐逐渐加速。公司首所学校泸州天立学校成立于 2002 年，主要生源来自于四川、贵州、云南、重庆等西南地区。2009 年，公司首所小学泸州市龙马潭区天立小学成立，2013-2018 年，公司每年维持新增 1-2 所学校，至今公司旗下已拥有 13 所 K12 学校及多所培训中心，成为西南地区领先的民办基础教育集团。

图 1：公司发展历程



数据来源：西南证券整理

公司股权结构：公司控股股东为罗实先生。IPO 发行前，罗实先生持有天立教育 57.51% 股权；IPO 发行后，罗实持有 43.13% 的股权，公司 25% 的股权将由公众股东持有。

IPO 募资情况：

公司于 2018 年 7 月成功登陆香港交易所，发售价为每股 2.66 港元，景林、华昌、惠理作为公司基石投资者分别认购 5899 万股、1 亿股及 2949.5 万股，预计全球发售所得款额净值约 12.34 亿港元。

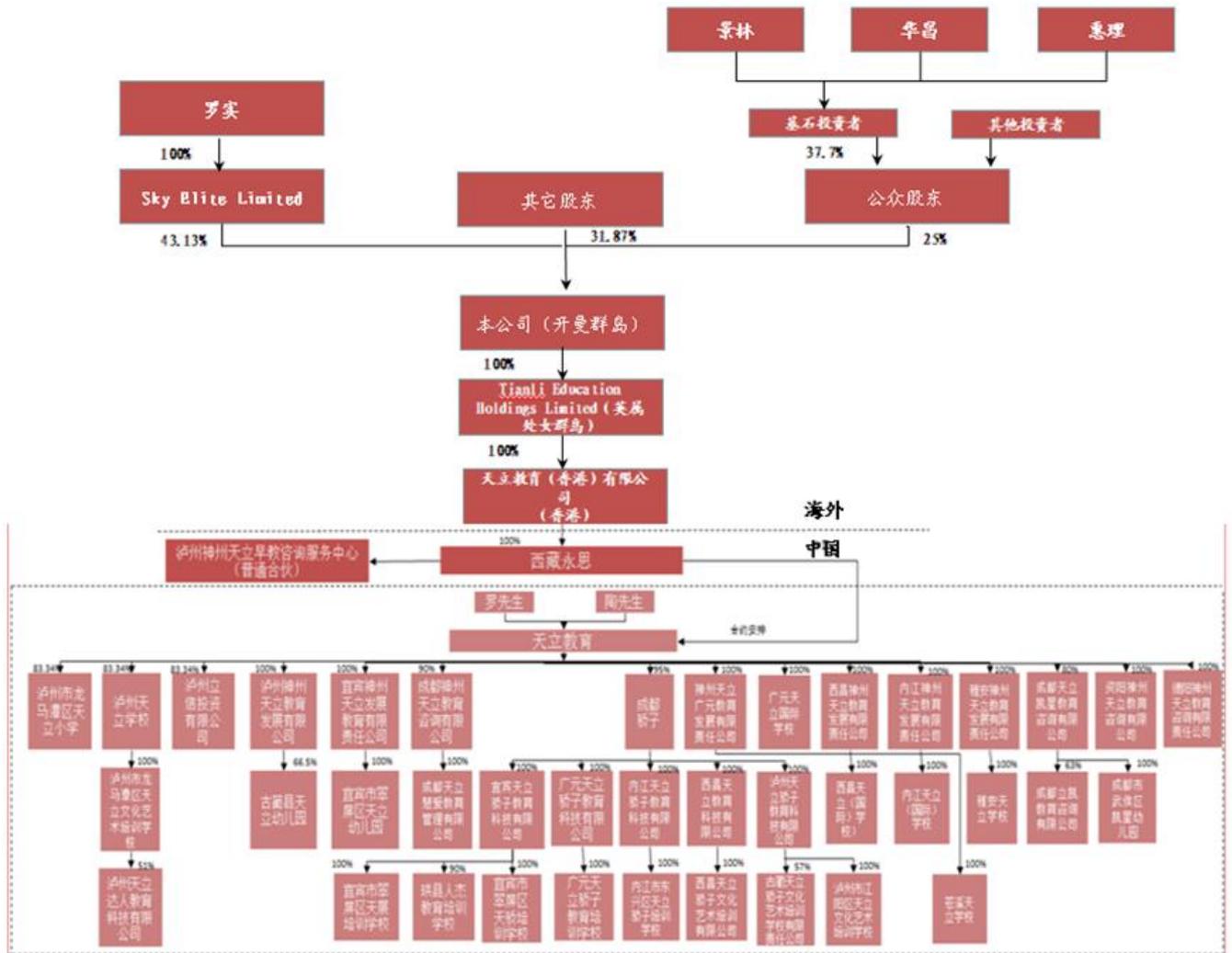
募集资金用途：

1) 约 60%（约 7.4 亿港元）将用于扩大公司于四川省的校区并打入中国其他具有吸引力的市场，包括位于四川省、山东省、湖南省等多个省市的 8 所新设自有 K-12 学校，预期相关募集资金将于 2020 年底全数使用；

2) 约 30%（约 3.7 亿港元）用于偿还银行贷款，预期将于 2019 年 12 月 31 日前全数使用；

3) 约 10%（约 1.2 亿港元）将作为公司的运营资金及作其他一般企业用途。预期相关募集资金于 2018 年底全数使用。

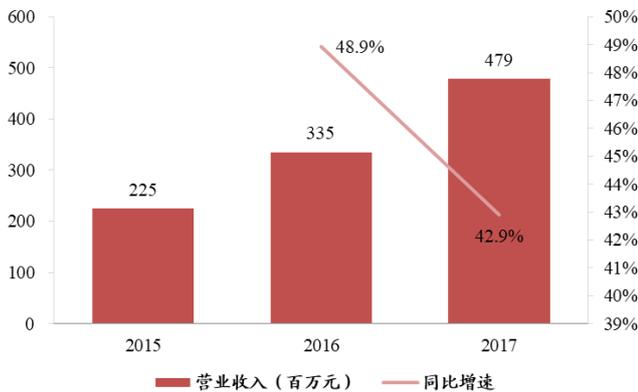
图 2：公司股权结构



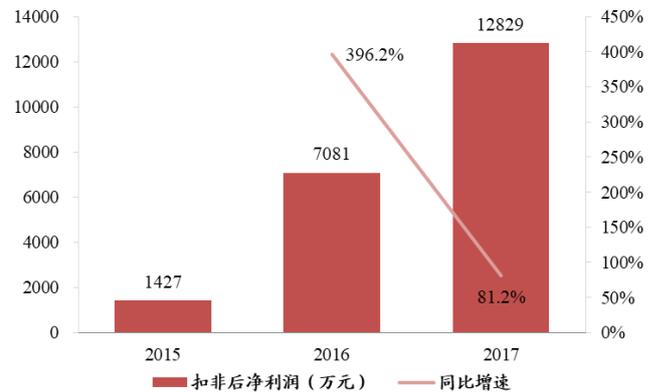
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩体量高速增长，盈利能力较强

公司业绩状况：公司在 2015-2017 年收入复合年增长率为 45.9%，而扣非后净利润的复合年增长率高达 199.84%。2013-2018 年，公司每年维持新增 1-2 所学校，至今公司旗下已拥有 13 所 K12 学校及多所培训中心，学校数量及利用率均处于快速提升的时期，故盈利能力增长较快；目前，公司旗下学校整体利用率仅为 74% 左右，未来还有较大提升空间。

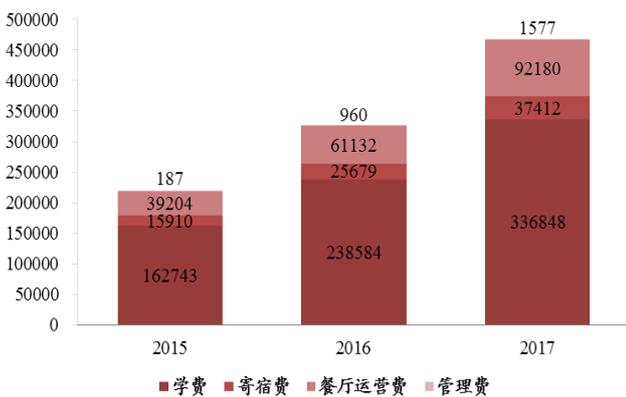
图 3: 公司 2015 年以来营业收入及增速情况 (百万元; %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

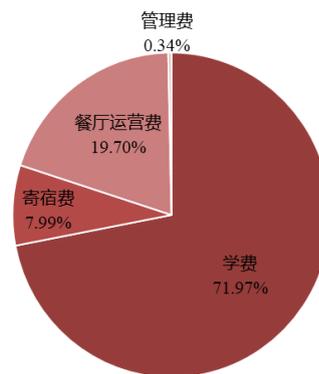
图 4: 公司 2015 年以来扣非后净利润及增速情况 (万元; %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司收入结构分析: 公司收入均来自于学费、住宿费以及配套服务。公司从 2015-2017 年公司收入来源比例稳定, 学费占据较大比例, 保持在 70% 以上。其中 2017 年学费、住宿费以及配套服务的占比分别为 71.98%、8.1% 和 19.7%, 与其他实体学校公司相比, 公司配套服务收入占比较高。

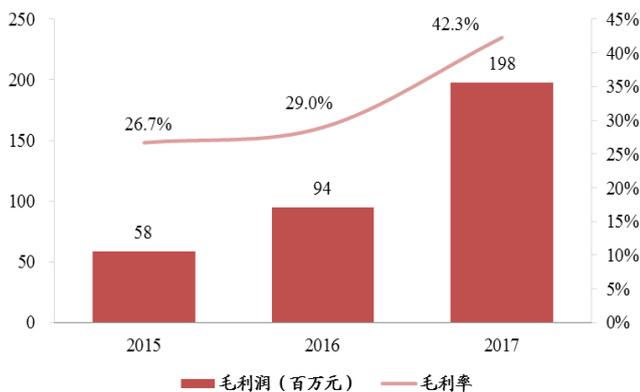
图 5: 公司 2015-2017 营收构成情况 (万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

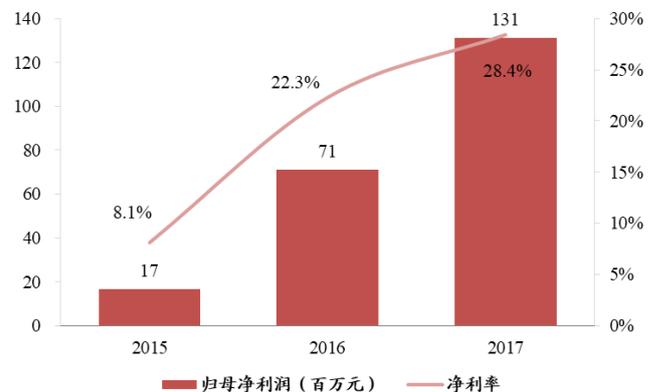
图 6: 公司 2017 营收占比情况 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

盈利能力持续增强, 利润率提升较快。 2015-2017 年, 公司盈利能力大幅提升, 综合毛利率由 2015 年的 26.7% 增长至 2017 年的 42.3%, 大幅增长 15.6pct; 净利率由 2015 年的 8.1% 上升至 2017 年的 28.4%, 大幅提升 20.3pct。主要原因在于学校利用率逐步提升, 使得毛利率上升幅度较大; 且随着公司学校品牌的建立、以及学校管理逐步成熟, 2015-2017 年公司销售费用率下降 1.8pct、管理费用率下降 8.2pct, 提升了公司整理净利率水平。

图 7：公司 2015-2017 整体毛利率水平 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2015-2017 整体净利率水平 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：政策扶持基础教育，西部地区市场空间广阔

2.1 政策重点扶持义务教育，民办基础教育公司 IPO 加速

“十三五”规划出台，鼓励民办补充公办。国家长期重视义务教育，2016 年 11 月，国务院发布的教育“十三五”规划，针对我国基础教育的未来发展，鼓励民办补充公办，提出“鼓励出资、捐资办学，促进社会力量以独立举办、共同举办等多种形式兴办教育；大力发展公办幼儿园，积极扶持民办幼儿园”等政策；经费支出方面，指出“政府委托民办学校承担有关教育和培训任务，应当拨付相应教育经费”。2017 年 9 月，国务院办公厅印发《关于进一步加强控辍保学提高义务教育巩固水平的通知》，要求确保实现到 2020 年全国九年义务教育巩固率达到 95% 的目标，切实保障适龄儿童少年依法接受义务教育。（义务教育巩固率，是“十二五”规划新增的一项指标，即是指初中毕业班学生数占该年级入小学一年级时学生数的百分比）意味着义务教学巩固率要从 2016 年的 93.4% 提升至 2020 年的 95%，纵向仍然存在提升空间，也表明国家对于义务教育长期保持高度重视。

西部地区出台多项政策支持民办教育发展：从西部地区颁布具体政策来看，对于民办教育同样支持力度较大。2012 年，四川省财政厅颁布《四川省省级民办教育发展专项资金管理暂行办法》，拟批准设立民办幼儿园、中小学、中等职业学校、以及民办高校发展专项资金，扶持民办教育发展；2012 年 7 月，云南省第十一届人民代表大会常务委员会采纳《云南省民办教育条例》，在设立民办教育发展专项资金、鼓励民办学校通过贷款、收费权抵押等方式获取贷款、税收及土地优惠政策等方面出台相关优惠政策。从收费角度看，我国义务教育并没有统一定价，各地区也没有出台限价，基于办学成本和市场需求等因素确定学费，价格的浮动性给予了民办学校发展空间。

表 1: 多项政策出台, 支持基础教育发展

项目	内容摘要
《国家中长期改革和发展规划纲要 (2010-2020 年)》	1、鼓励出资、捐资办学, 促进社会力量以独立举办、共同举办等多种形式兴办教育; 大力发展公办幼儿园, 积极扶持民办幼儿园; 2、经费资助: 政府委托民办学校承担有关教育和培训任务, 拨付相应教育经费。
国务院办公厅印发《关于进一步加强控辍保学提高义务教育巩固水平的通知》	确保实现到 2020 年全国九年义务教育巩固率达到 95% 的目标
四川省财政厅颁布《四川省省级民办教育发展专项资金管理暂行办法》	为我省行政区域内, 经县级以上教育行政部门批准设立的民办幼儿园、民办普通中小学、民办中等职业学校和民办高校提供专项资金支持。
云南省第十一届人大采纳《云南省民办教育条例》	1、设立民办教育发展专项资金, 用于支持民办学校办学; 2、鼓励社会组织或者个人为民办教育提供捐赠、设立专项奖励或者发展基金; 3、通过财政贴息等方式, 鼓励金融机构开展针对民办学校的贷款业务; 引导商业保险资金支持民办教育事业, 设立办学风险类的商业保险险种; 4、民办学校可以通过投资、合作、贷款等方式筹措办学经费, 可以用收费权质押或者非教学设施作抵押向商业银行申请贷款, 用于改善办学条件; 5、民办学校依法享受国家和省有关税收优惠和信贷优惠政策; 6、民办教育用地属于公益性事业用地, 对符合《划拨用地目录》的民办教育用地, 经有批准可以以划拨方式取得土地使用权; 7、民办学校在水电气供给价格、建设规费减免等方面与公办学校享受同等待遇。

数据来源: 各级政府官网, 西南证券整理

各地民促法细则出台, 税收土地专项资金等多方面支持民办教育发展: 2016 年 11 月 7 日, 第十二届全国人大常委会第二十四次会议审议通过了《关于修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》, 并于 2017 年 9 月正式施行。新版《民促法》打破了民办教育非营利性限制, 扫清了民办教育登陆资本市场的障碍, 推动了民办教育收费市场化进程。新版民促法实施后, 全国各省市纷纷出台实施细则, 在税收、土地等多方面支持民办教育发展。2018 年 4 月颁布的《民促法》细则, 明确提出对社会力量办学的鼓励和引导, 支持民办学校自主招生、管理, 提高办学质量与办学特色, 以满足多样化的需求; 并就民办学校土地使用、税收等方面提出了指引。从各地出台细则来看, 辽宁、甘肃、天津、湖北等多个省市明确指出对企业办的各类学校、幼儿园自用的房产、土地, 免征房产税、城镇土地使用税等优惠政策; 上海、广东等地区要求放宽民办学校办学条件, 给予民办学校充分的办学自由; 浙江、陕西等地区均给予义务教育阶段民办学校享受同等义务教育生均公用经费基准定额补助和享受“两免一补”政策, 各地民促法细则对于民办教育支持明显。

表 2: 各省市民促法实施细则

省份	发布时间	基础教育相关条例
全国	2018 年 4 月 20 日	1、自主招生权限: 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招生权, 可以在审批机关管辖的区域和核定的办学规模内, 自主确定招生的方案、标准和方式, 开展招生活动。 2、土地政策: 实施学前教育、学历教育的民办学校使用土地, 地方人民政府可以依法以招拍挂或协议方式供应土地, 也可以采取长期租赁、先租后让、租让结合的方式供应土地, 土地出让价款和租金, 可以给予适当优惠并可以在规定期限内按合同约定分期缴纳。 3、教育经费: 委托民办学校承担义务教育任务的, 应当根据接受义务教育学生的数量和当地实施义务教育的公办学校的生均教育经费标准, 拨付相应的教育经费。
安徽	2017 年 10 月 17 日	税收: 民办义务教育阶段学校同等享受义务教育生均公用经费基准定额补助政策, 民办学校在获取生均公用经费补助后, 要等额减收在校学生学费。
辽宁	2017 年 10 月 20 日	税收: 对企业办的各类学校、幼儿园自用的房产、土地, 免征房产税、城镇土地使用税
甘肃	2017 年 11 月 14 日	

省份	发布时间	基础教育相关条例
天津	2017年11月20日	税收: 对企业办的各类学校、幼儿园自用的房产、土地, 免征房产税、城镇土地使用税。对符合税收政策规定条件的民办幼儿园提供的保育教育服务和从事学历教育的民办学校提供的教育服务免征增值税
湖北	2017年12月20日	1、财产管理: 同时举办义务教育和其他教育的民办学校, 如选择营利性, 要严格区分义务教育和非义务教育的产权属性, 资产、财务分别入账, 实行两个法人主体。 2、税收: 对企业办的各类学校、幼儿园自用的房产、土地, 免征房产税、城镇土地使用税。 3、收费自主权: 义务教育阶段生均公用经费定额补助标准, 兼顾当地经济发展水平和居民承受能力及社会各方面意见等因素合理确定。
上海	2017年12月27日	自主办学权利: 民办中小学在完成国家规定课程前提下, 自主实施教育教学活动。中等以下层次民办学校根据全市统一规定, 在核定的办学规模内, 面向社会自主招生。
浙江	2017年12月29日	1、教育经费: 义务教育阶段民办学校享受同等义务教育生均公用经费基准定额补助和“两免一补”政策。 2、学费定价: 非营利性民办幼儿园收费实行市场调节价, 具体收费标准由民办幼儿园自主确定; 非营利性民办中小学收费政策由各级政府按照市场化方向确定。 3、人才支持: 对于符合区域规划、弥补教育资源短缺、促进区域均衡发展薄弱民办中小学, 当地政府可通过挂职、支教等形式, 派遣一定数量的公办学校在编教师予以支持
内蒙古	2018年1月2日	1、办学范围: 义务教育阶段不得设立营利性民办学校。 2、经费: 义务教育阶段民办学校与公办学校同等享受生均公用经费。 3、人才支持: 鼓励各地建立健全从公办学校选派优秀管理人员、教师到民办学校帮扶制度和民办学校管理人员、教师到公办学校跟岗学习锻炼制度等
陕西	2018年2月3日	教育经费: 民办学校学生与公办学校学生同等享受助学贷款、奖助学金、伙食补贴、困难生资助、学费减免等各项国家和地方资助政策, 义务教育阶段民办学校学生全面享受“两免一补”政策。
海南	2018年2月12日	收费政策: 民办幼儿园、营利性民办学校收费实行市场调节价, 收费标准由民办学校自主确定, 向学生和社会公示后执行
江苏	2018年2月22日	1、教育经费: 对执行公办幼儿园收费标准的非营利性民办幼儿园, 按照公办幼儿园同等标准安排生均公用经费。 2、办学定位: 学前教育阶段鼓励举办普惠性民办幼儿园, 防止和纠正“小学化”现象
河南	2018年2月24日	1、办学定位: 学前教育阶段鼓励举办普惠性民办幼儿园, 坚持科学保教, 防止和纠正“小学化”现象。 2、教师队伍建设: 各地要将民办学校教师纳入教师队伍建设总体规划, 与公办学校教师同步培训、同步表彰奖励。
广东	2018年4月24日	1、放宽办学条件: 进一步简政放权, 吸引更多的社会资源进入教育领域, 并优先支持社会力量举办民办义务教育学校和普惠性民办幼儿园, 增加学位供给。 2、教育经费: 要按不低于公办义务教育学校生均公用经费的标准补助民办义务教育学校; 鼓励各地加大对普惠性民办幼儿园的扶持力度。

数据来源: 各级地方政府官网, 西南证券整理

新版《民促法》细则认可非营利性民办学校在公开、公平、公允原则下与关联公司进行交易。新版《民促法》明确规定, 义务教育阶段不得设立营利性民办学校; 但是对于已通过VIE架构登陆香港证券交易所的上市公司, 新版民促法细则指出, 非营利性民办学校在公开、公平、公允原则下, 可以与关联公司进行交易, 这为港股标的以服务费方式获得利润提供了法律基础。2016年以来, 睿见教育、宇华教育先后登陆港交所, 基础教育集团IPO进程明显加速。

表 3: 民促法实施细则

项目	内容摘要
教育部颁布《民办教育促进法实施细则(草案)》	第43条: 非营利性民办学校在公开、公平、公允原则下, 可以与关联公司进行交易

数据来源: 教育部官网, 西南证券整理

图 9: 基础教育集团 IPO 加速

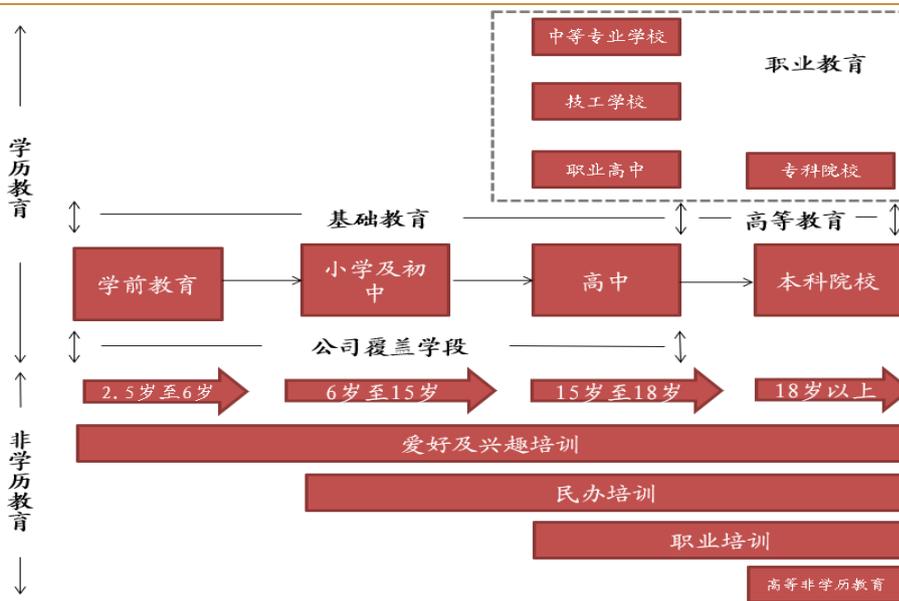


数据来源: 西南证券整理

2.2 基础教育市场规模扩容, 民办渗透率提升空间较大

公司主要覆盖学生数量最广的 K12 阶段: 普遍而言, 中国教育制度分为学历教育和非学历教育, 其中学历教育主要包括基础教育及高等教育。将基础教育进一步划分则可分出四个阶段分别为: 学前教育、小学、初中及高中。公司旗下实体学校主要覆盖 6-18 岁年龄段, 包括小学、初中、高中学段学校, 是各学段覆盖学生数量最广的部分。

图 10: 中国教育制度图解

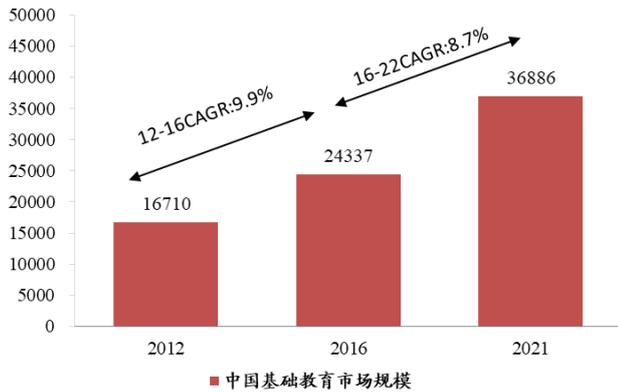


数据来源: 西南证券整理

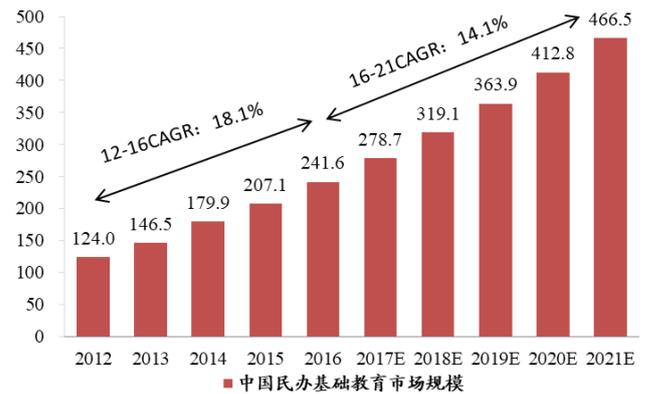
2.2.1 基础教育阶段市场规模超 3.7 万亿, 民办基础教育超 4000 亿且渗透率提升潜力大

基础教育市场快速发展, 市场规模有望超 3.7 万亿。据 Frost & Sullivan 测算, 当前我国基础教育市场规模约 2.4 万亿元, 2012-2016 复合增长率约 9.9%; 预计 2017-2021 年将保持年均 8.7% 的复合增速, 2021 年有望达到 3.69 万亿元市场规模。

民办基础教育市场有望超 4000 亿元: 我国民办基础教育市场规模从 2012 年的 1240 亿元增长至 2016 年的 2416 亿元, 并将以 14.1% 的年复合增长率, 在 2021 年到达 4665 亿元的市场规模。我们认为, 我国民办基础教育市场增速高于基础教育市场整体增速, 主要得益于近年来我国人均可支配收入的增长、以及居民对于高质量、多样化民办教育日益增长的需求。同时, 二胎政策的实施将维持中国出生率, 为基础教育市场提供稳定生源增长。

图 11: 中国基础教育市场规模 (单位: 亿元)


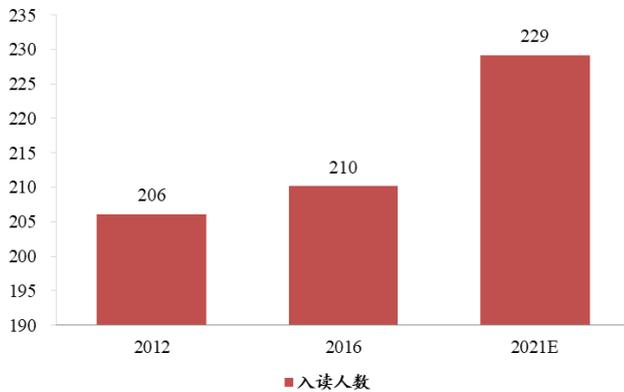
数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

图 12: 民办基础教育规模 (单位: 十亿元)


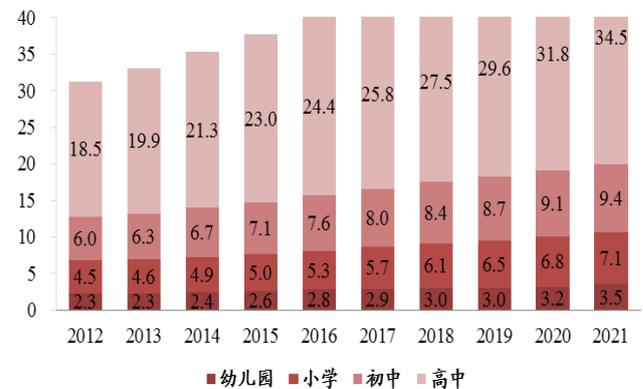
数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

2.2.2 基础教育阶段学生群体人数庞大且民办渗透率低, 学费有望持续增长

基础教育阶段学生群体人数庞大: 中国基础教育市场入学总人数从 2012 年的 2.06 亿人略增至 2016 年的 2.1 亿人, 增长约 2%; 据 Frost & Sullivan 预测, 由于入学率以及学龄人口的增长, 基础教育入读总人数将维持稳健增长, 在 2021 年达到 2.3 亿人左右, 2016-2021 复合增长率约 1.7%。另外, 我国民办基础教育学生入读总人数增长较快, 已由 2012 年的 3100 万人, 增长至 2016 年的 4010 万人, 复合增长率为 6.2%; 预计 2021 年民办基础教育学生入读人数将达到 5440 万人, 2016-2021 复合增长率约 6.4%, 大幅高于基础教育入读学生总量的增速。总体来说, 基础教育阶段学生群体基数庞大, 增速较为稳健; 且民办基础教育入读学生人数增长较快, 预计基础教育阶段未来入读民办学校的学生人数比例将逐年增长, 为民办基础教育领域提供稳定客户群体。

图 13: 中国基础教育学生入读总人数 (单位: 百万人)


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

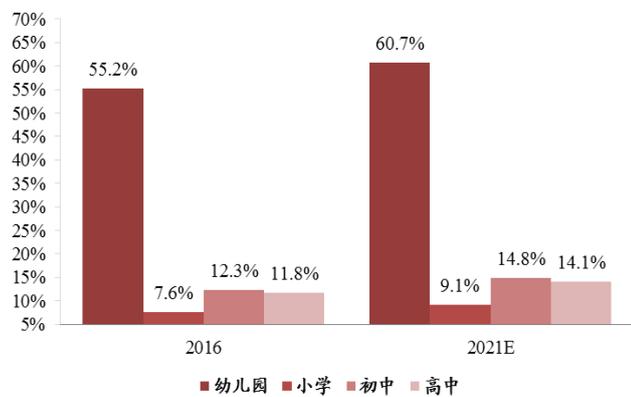
图 14: 民办基础教育学生入读总人数 (单位: 百万人)


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

基础教育阶段整体民办渗透率较低，提升空间较大：从基础教育阶段民办渗透率来看，2016 年我国民办基础教育在校生规模为 4010 万人，以学生人数计算，民办幼儿园、民办小学、民办初中及民办高中渗透率为 55.2%、7.6%、12.3% 及 11.8%。在国家政策支持、民办学校认可度不断提升的背景下，我国民办基础学校在校生数有望进一步提高，预计 2021 年将达到 5440 万人，渗透率分别提升至 60.7%、9.1%、14.8% 及 14.1%，提升幅度较大。

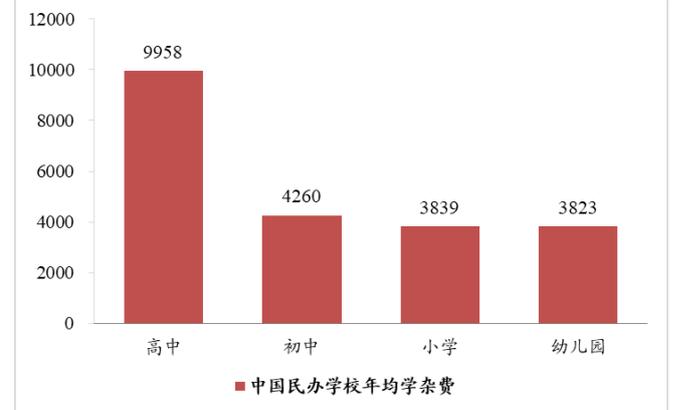
民办学校平均收费高于公立学校，并有望持续上涨：由于公立学校费用主要由国家负担，我国民办学校一般收取的学杂费高于公立学校。2016 年，我国基础教育阶段公立学校 90.9% 收入为政府拨款，学杂费收入仅占比 3.5%；同期，民办学校学杂费收入占比约 71.4%。根据 Frost&Sullivan 数据，我国 2016 年民办幼儿园、小学、初中及高中收取的年均学杂费估计分别为人民币 3823 元、3839 元、4260 元及 9958 元，而公立高中平均学费仅为 1756 元；随着民众对于基础教育日益升级的需求，我国基础教育阶段民办学校收费有望持续上涨。

图 15：中国民办基础教育渗透率 (%)



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 16：中国民办学校年均学杂费 (元)

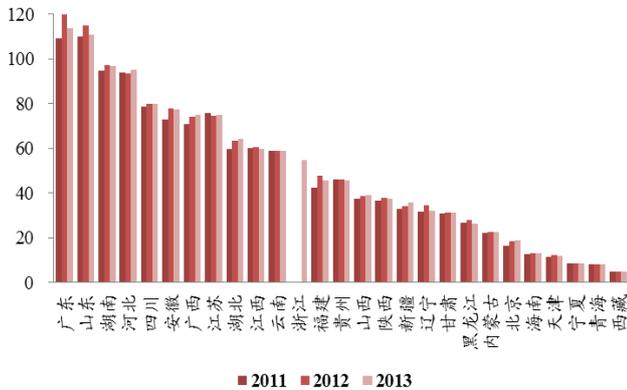


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

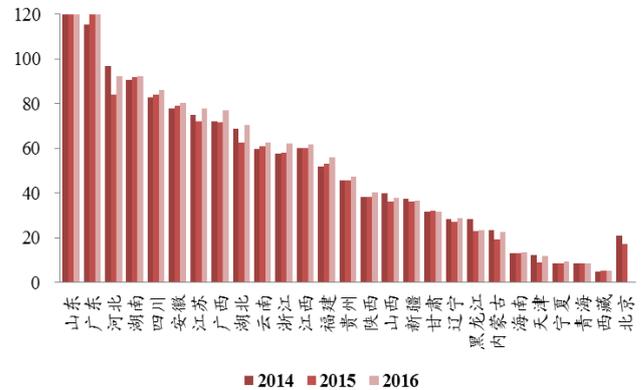
2.3 西部地区基础教育潜力大，公司市场份额排名靠前

2.3.1 西部基础教育适龄人口增速靠前，GDP 增长催生支付能力上行

从基础教育适龄人口看，各省市出生人口数量差异较大，西部地区排名靠前：以 3-6 岁为进入基础教育窗口年龄，我们统计了 2011 年-2016 年 6 年时间各省每年出生人数，以此来估测 2018-2020 年每年各省基础教育适龄人数。各省的出生人口数量差别明显，人口大省如河北、山东、广东等地区出生人口均在 100 万左右，西藏、青海、宁夏等地，年适龄人口均在 10 万以下。西部省市如四川、贵州、云南等地出生人口处于中等偏上水平，出生人口数量约为 40-80 万人左右。

图 17: 2011-2013 年各省出生人数 (万人)


数据来源: Wind, 西南证券整理 (注: 浙江 2011-2012 年数据缺失)

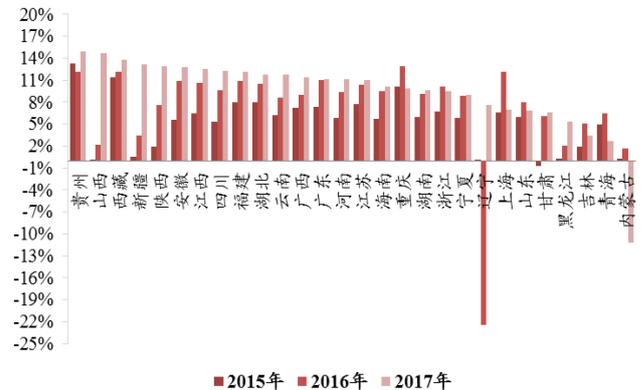
图 18: 2014-2016 年各省出生人数 (万人)


数据来源: Wind, 西南证券整理 (注: 北京 2016 年数据缺失)

从 GDP 角度, 四川等西部省市 GDP 总量及增速排名靠前。从 GDP 的角度看, 广东、江苏、山东、河南、四川等省份, GDP 总量居全国前列, 其中公司实体学校主要分布地区四川省 GDP 总量 2017 年全国排名第 6 位, 增速全国排名第 8 位。伴随经济实力的提升, 人民对高质量教育资源的需求也会更加的强烈, 人口基数的增长叠加经济实力的提升, 西部地区各省市民办教育发展潜力较大。

图 19: 2017 年各省 GDP 对比 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 20: 2015-2017 年各省 GDP 增速对比 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3.2 西部地区民办基础教育市场潜力大, 天立教育市场份额居第二位

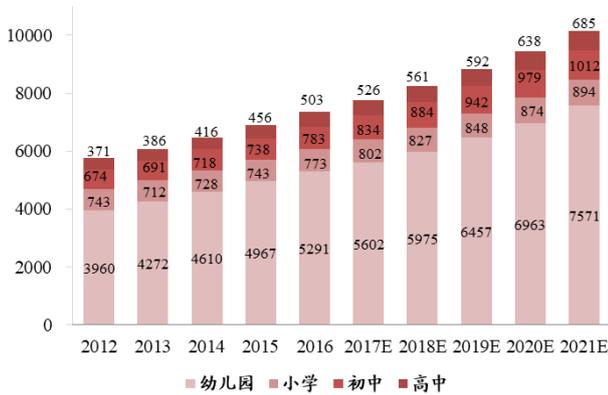
西部地区基础教育市场发展潜力较大: 我国西部地区包括云南省、贵州省、四川省、重庆市、西藏自治区、山西省、宁夏省、甘肃省、青海省、新疆维吾尔自治区及内蒙古自治区。2016 年, 西部地区总人口占我国总人口 23.6%, 占全国国内生产总值 17.8%, 是我国民办教育发展相对落后, 潜力较大的区域之一。

入学人数、学费、支付能力增长, 西部地区民办基础教育市场规模有望突破 800 亿元

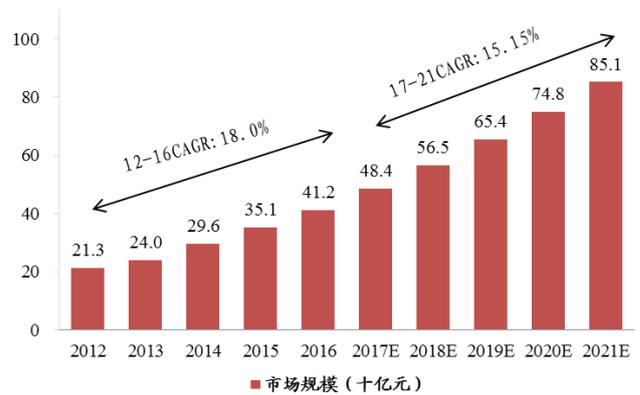
(1) **入学人数:** 据公司公告数据, 2012 年, 我国西部地区民办基础教育学生总数为 575 万人, 2016 年增长至 735 万人, 复合增长率为 6.3%; 预计按照年复合率约 6.7% 增长至 2021 年约 1016 万人。

(2) 学费均价: 由于西部地区优质公立/民办实体学校仍较为稀缺; 且新版《民促法》出台后, 四川等西部地方政府给予民办学校充分的学费自主定价权, 预计未来西部地区学费平均复合增长率约为 12%。

(3) 市场规模: 根据 Frost & Sullivan 测算, 我国西部地区教育市场规模已由 2012 年的 213 亿元, 增长至 2016 年的 412 亿元, 复合增长率约 18%, 预计随着入学人口、学费、支付能力的稳健增长, 西部地区基础教育市场规模将维持稳健增长, 预计整体规模按照年复合率约 15.6% 增长至 2021 年约 851 亿。

图 21: 西部地区民办基础教育市场学生入读人数 (单位: 千人)


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

图 22: 西部地区民办基础教育市场收益 (单位: 十亿元)


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

天立教育市场份额排名西部地区第二: 根据 Frost & Sullivan 测算, 我国西部地区暂无市场份额超过 0.5% 的基础教育集团, 市场格局较为分散。按照 2017 年入读学生总数统计, 我国西部地区五大民办教育集团占中国西部地区民办基础教育的 1.1%, 其中天立教育排名第二, 市场份额为 0.3%; 其余四家教育集团份额分别为 0.3%、0.2%、0.2%、0.2%。

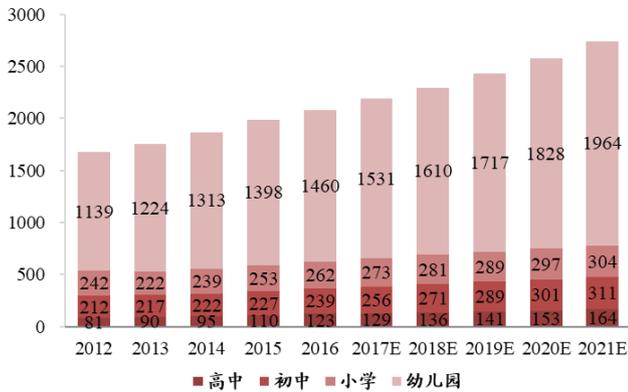
2.3.3 四川省民办基础教育市场规模超 200 亿, 天立教育市场份额居第二位

四川省民办基础教育学生人数稳健增长, 市场规模有望超 200 亿元

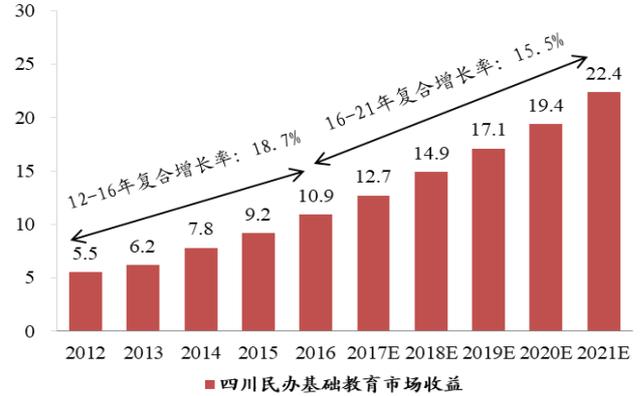
(1) 学生人口: 四川省是我国人口大省, 按入学学生数, 四川省为我国最大的民办基础教育市场, 也是西部地区民办基础教育渗透率最高的地区之一。四川省民办基础教育市场从 2012 年到 2016 年稳步上升, 入读人数从 17 万人增长至 21 万人, 复合增长率为 5.6%, 预计维持此增速 2021 年将达到 27 万人。

(2) 生均学费: 据 Frost&Sullivan 统计, 四川省民办基础教育行业年均学杂费由 2012 年的 2025 元, 增长至 2016 年的 3813 元, 复合增长率约 17%。由于四川省优质公立/民办教育机构仍有限; 且新版《民促法》出台后, 四川省政府放宽了民办学校收费、招生方面的限制, 并设置专项资金支持民办教育发展, 预计未来四川地区学费平均复合增长率约为 14%。

(3) 市场规模: 受益于人口数量及民办渗透率的提升, 四川省的民办基础教育市场规模随之逐年增长, 由 2012 年的 22 亿元增长至 2016 年的 109 亿元, 复合增长率为 18.7%, 预计 2021 年将按照 15.5% 的复合增长率持续增长, 达到 224 亿元。

图 23: 四川省民办基础教育市场学生入读总数 (千人)


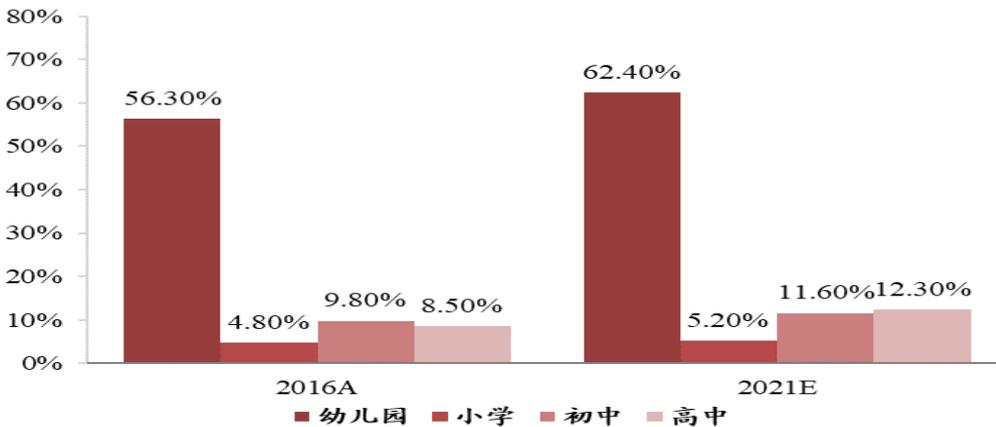
数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

图 24: 四川民办基础教育市场收益 (百亿元)


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

从渗透率而言, 2012-2016 年四川省基础教育市场民办渗透率持续增长。其中, 2016 年四川省幼儿园/小学/初中/高中民办渗透率分别为 56.3%、4.8%、9.8%、8.5%; 预计 2021 年将分别提升至 62.4%、5.2%、11.6%、12.3%。

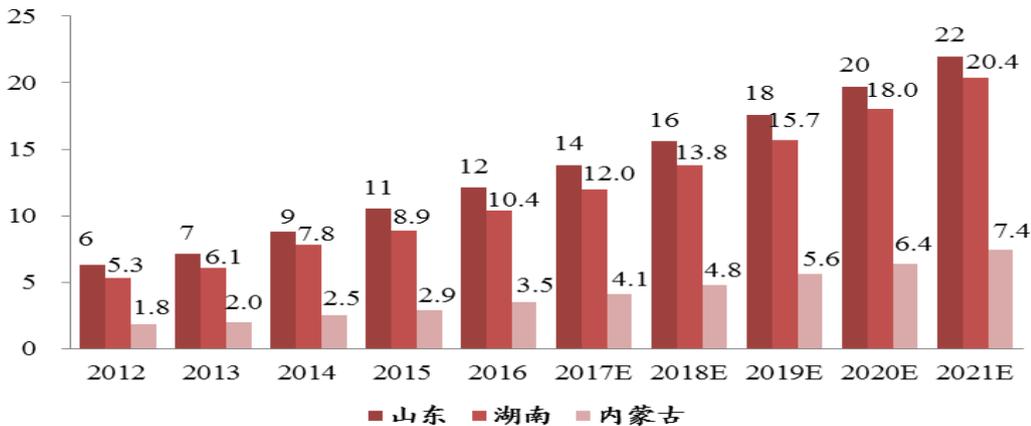
从市场占有率来看, 天立教育占据四川市场 1% 份额 (按照学生人数计算), 排名四川省第二。其余四大教育集团占据市场份额分别为 1.1%、0.6%、0.6%、0.4%, CR5 合计市场占有率仅为 3.6%, 四川省基础教育市场整体较为分散, 预计未来整合空间较大。

图 25: 四川省民办基础教育市场渗透率 (%)


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

2.4 拟开拓山东/湖南等市场, 市场规模增速较快

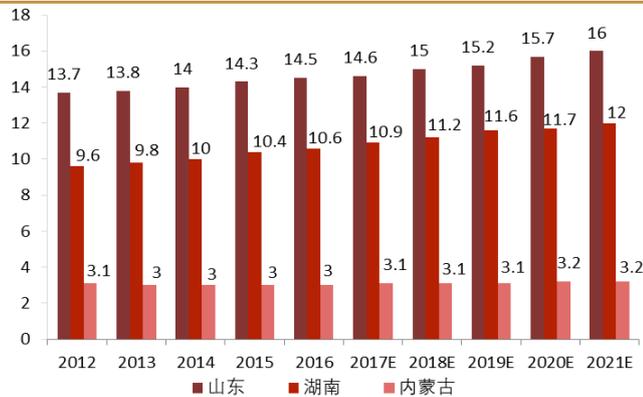
拟进军山东、湖南、内蒙古基础教育市场, 学生人数增长稳健: 除公司大本营四川省以外, 公司未来还将开拓包括山东省、湖南省、内蒙古自治区等新兴市场, 将校区拓展至省外地区。**从市场规模来看,** 山东/湖南/内蒙古市场基础教育市场规模分别由 2012 年的 63 亿元/53 亿元/18 亿元增长至 2016 年的 121 亿元/104 亿元/35 亿元, 预计 2021 年将达到 220 亿元/204 亿元/74 亿元, 2016-2021 复合增速分别为 12.8%、14.4%、16.2%, 整体增速高于民办基础教育学生人数增速, 表明未来民办基础教育市场客单价水平将持续增长。

图 26: 山东/湖南/内蒙古民办基础教育市场规模 (单位: 十亿元)


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

从学生人数来看: 据 Frost&Sullivan 统计, 山东/湖南/内蒙古市场基础教育学生人数分别由 2012 年的 1370 万人/960 万人/310 万人增长至 2016 年的 1450 万人/1060 万人/300 万人, 预计 2021 年将达到 1600 万人/1200 万人/320 万人, 2016-2021 复合增速分别为 2%、2.5%、1.3%, 整体学生规模增速较为稳健。

山东/湖南/内蒙古市场民办基础教育学生人数分别由 2012 年的 160 万人/170 万人/30 万人增长至 2016 年的 190 万人/230 万人/40 万人, 预计 2021 年将达到 230 万人/310 万人/50 万人, 2016-2021 复合增速分别为 3.3%、6%、6.8%, 整体增速高于基础教育市场整体学生规模增速。

图 27: 山东/湖南/内蒙古基础教育市场学生规模 (百万人)


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

图 28: 山东/湖南/内蒙古民办基础教育市场学生规模 (百万人)

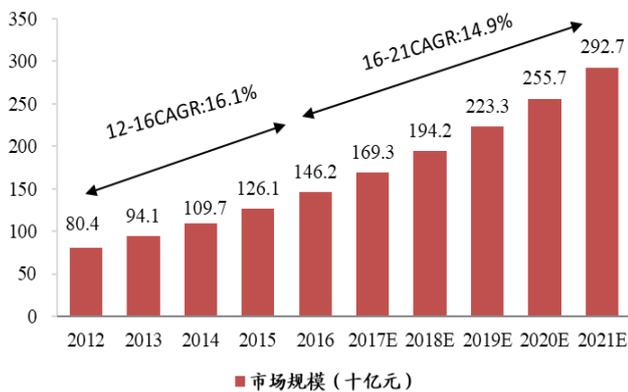

数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

2.5 民办培训市场需求较大, 西部地区市场规模持续增长

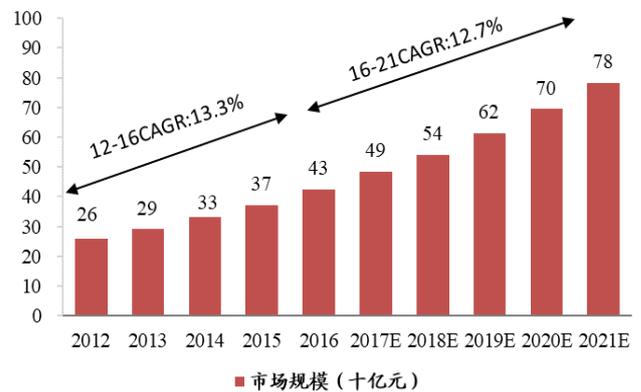
西部民办教育培训市场增速较快: 据公司公告数据, 我国民办教育培训市场规模总额已由 2012 年的 4314 亿元, 增长至 2016 年的 7472 亿元, 复合增长率为 14.7%; 预计 2021 年将达到 1.4 万亿元, 复合增长率为 13.4%。其中, 西部地区民办培训市场收益总额已由 2012 年的 804 亿元增长至 2016 年的 1462 亿元, 复合增长率为 16.1%, 预计 2021 年将达到 2927

亿元，复合增长率为 14.9%，均高于我国民办教育培训市场规模整体增速。对于公司实体学校主要布局的四川省地区，其民办教育培训市场规模截止 2016 年达到 426 亿元，2012-2016 年复合增速为 13.3%，预计至 2021 年将达到 783 亿元，复合增速为 12.7%，整体增速较为稳健。

由于我国高考竞争激烈，截止 2017 年仅有 50.7% 高中毕业生接受高等教育，仅有 12.6% 学生获得一本大学录取，四川省仅有 10.6% 学生获得一本大学录取，激烈的竞争形势将推动教育培训市场规模稳健增长。

图 29：中国西部民办培训市场规模(单位：十亿元)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 30：四川省民办培训市场规模 (十亿元)


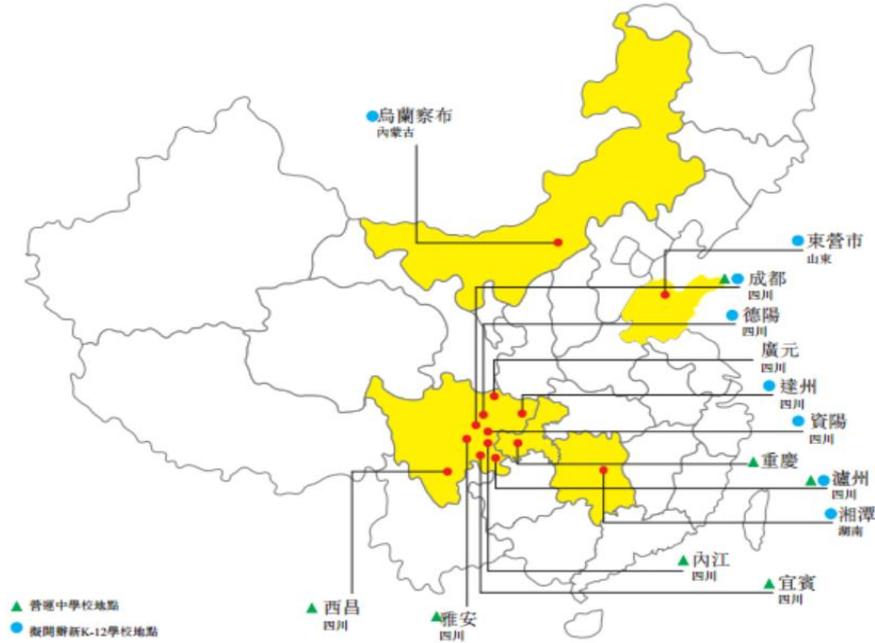
数据来源：Wind，西南证券整理

3 西南地区基础教育领先企业，办学质量较高

3.1 校区遍布西南地区，管理团队办学成果显著

校区遍布四川省各个城市，拟扩展省外教育网络。公司在四川省 7 个城市经营 13 所 K-12 学校，其中 10 所为自有，3 所为合作运营。同时公司计划扩展四川省内外市场，预期未来三年在四川省成都、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举办新 K-12 学校，校区将扩张至内蒙古、山东、湖南等省市，影响力由西南地区扩张至华中以及华北等地。

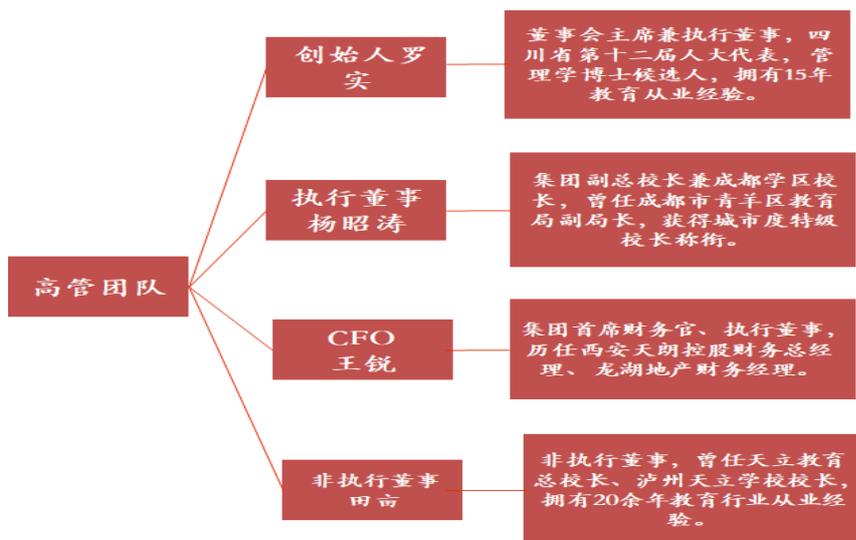
图 31: 校区布局西南地区, 拟扩张内蒙、山东等多个省市



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

管理团队拥有多年教育行业从业经验: 公司管理团队深耕基础教育多年, 具备丰富的从业经验。公司创始人罗实先生拥有超过 15 年教育行业从业经验, 现为青年企业家协会副会长及四川省第十二届人大代表。集团副总校长兼成都学区校长杨昭涛, 曾任成都市青羊区教育局副局长, 获得城市度特级校长称衔; 集团非执行董事田亩, 曾任天立教育总校长、泸州天立学校校长, 拥有 20 余年教育行业从业经验, 集团 CFO 王锐先生拥有多年大型地产公司等企业财务管理经验。

图 32: 公司管理团队经验丰富



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司办学成果卓著，获得多项荣誉：由于公司办学成果显著，近年来获得多项教育局及媒体颁发荣誉。包括新浪教育频道颁发 2017 中国品牌实力教育集团等媒体颁发奖项，以及泸州天立学校获得教育局颁发教育质量综合评价优秀学校等。

表 4：公司获得荣誉

年份	奖项/荣誉	得奖人	颁发机构
2017	2017 中国品牌实力教育集团	本集团	新浪教育频道
2017	泸州市 2017 初中教育质量综合评价优秀学校	泸州天立学校	温州市教育局
2017	泸州市 2017 年普通高中教育质量综合评价 (A 类学校) 二等奖	泸州天立学校	温州市教育局
2017	2016 年教研工作特等奖	泸州天立英才外国语学校	泸州市龙马潭区教育局教研室
2016	2016 年度中国教育创新示范单位	天立教育	中国未来研究教育分会等
2016	第十四届四川省青少年机器人创新实践活动先进单位	内江天立 (国际) 学校	中共内江市市中区委及内江市市中区人民政府
2016	中国智慧教育十三五规划调研全国特色教育示范单位	内江天立 (国际) 学校、宜宾市翠屏区天立学校、泸州天立学校	教育部中国智慧工程研究会及教育督导专业委员会
2016	泸州市 2016 年初中教育质量综合评价优秀学校	泸州天立学校	泸州市教育局
2015	2015 年度龙马潭区教育教学质量综合评估 (初中组) 特等奖	泸州天立学校	泸州市龙马潭区教育局

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 师资力量丰富保障良好教学质量，升学率遥遥领先

教师资源丰富，丰富的教学经验保障良好教学效果：截止至 2017 年底，公司拥有 1560 名 K-12 在职教师，除四名外籍教师外，其他全部拥有中国教师资格。2017 年，所有在职教师中，小学、幼儿园、培训学校中教师数量分别为 1457 人、91 人、65 人，其中小学教师占比最大。学校采用多种形式招聘优质教师并进行系统培训，优质师资资源丰富，保障了良好的办学成果。

表 5：公司旗下学校资产教师数量 (单位：人)

	2014	2015	2016	2017
自有小学	618	864	1132	1457
自有幼儿园	31	55	79	91
自有培训学校	10	25	37	65
教师总量	659	944	1248	1613

数据来源：招股说明书，西南证券整理

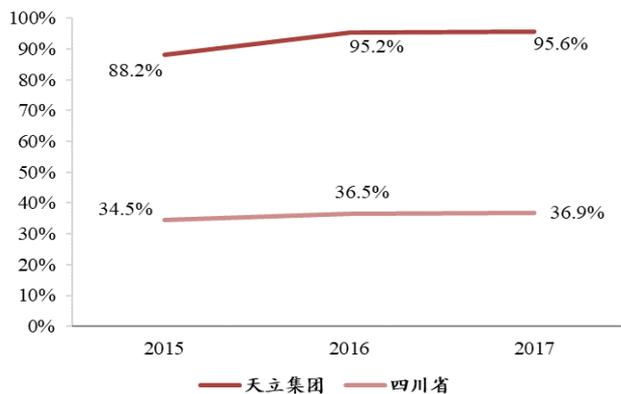
与已上市公司横向对比，学校师生比中等水平偏低：整体对比来看，公司 2016 学年师生比低于睿见教育的生师比 15.96、略高于宇华教育的 11.4 以及枫叶教育的 12.53。主要原因在于，宇华教育旗下学校包括一所高等学校，整体生师比低于 K12 学段水平；枫叶教育旗下学校主要为国际学校，客单价水平大幅高于公司旗下 K12 学校，所以师资配比较高。综上，公司整体生师比实际处于中等偏低水平，保障了良好的教学质量。

表 6: 民办教育集团师资配置 (2016/2017 学年)

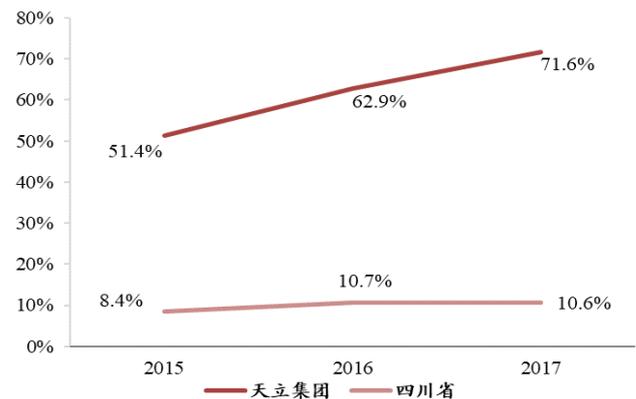
公司名称	教师数量	生师比
睿见教育	2580	15.96
宇华教育	2288	11.4
枫叶教育	4086	12.53
天立教育	1308	12.78

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

办学质量优良, 升学率遥遥领先。根据 Frost & Sullivan 报告, 2015、2016、2017 年四川省内中国应届高考生约有 34.5%、36.5% 及 36.9% 被中国大学录取; 其中一本录取率约 8.4%、10.7%、10.6%。公司办学质量优良, 2015-2017 下属学校毕业班的高中应届毕业生大学录取率约 88.2%、95.2%、95.6%; 一本录取率约 51.4%、62.9%、71.6%, 高等教育升学率远超出四川省平均水平, 省内声誉较好。2016 年四川省泸州市、宜宾市中考状元分别来自于公司旗下泸州天立学校、宜宾市翠屏区学校; 2016-2017 年公司旗下高中毕业生分别有 4-5 名考入清华北大, 超过 30 名艺术类特长生考入中国传媒大学、中央美院等国家一流艺术类院校。

图 33: 集团旗下学校升学率和四川省整体比较 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

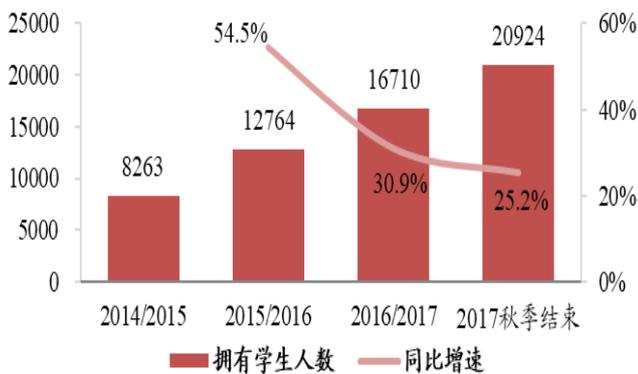
图 34: 集团旗下学校一本升学率和四川省整体比较 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

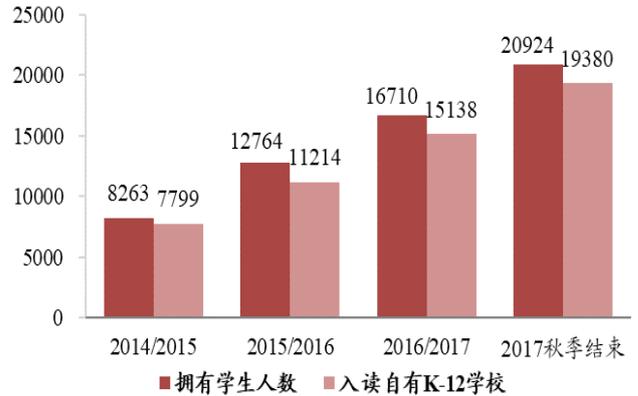
4 公司经营: 利用率提升空间大, 多种模式扩张学校版图

4.1 学生人数增速较快, 学校利用率提升空间较大

学生人数复合增速超 30%, 自有学校占比较大: 据公司公告披露, 2014-2017 学年, 公司旗下 K-12 学校共有学生 8263 名、12764 名、16710 名及 20924 名学生; 其中约 7799 名、11214 名、15138 名及 19380 名为公司自有 K-12 学校学生, 复合增速均超过 30%。学生人数高速增长, 增速大幅高于四川省平均值 5.6%、西部地区平均值 6.6% 以及全国平均值 6.6%, 且公司自有学校学生人数占比较大, 分别达到 94.38%、87.86%、90.59%、92.62%, 对于公司整体业绩贡献较大。

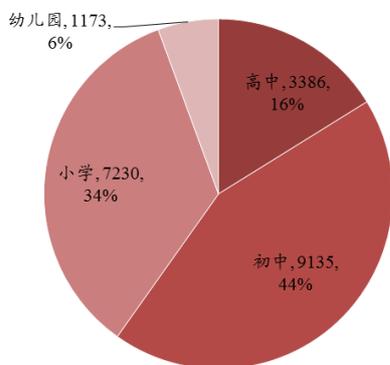
图 35: 2015-2017 整体学生人数及同比增速 (人; %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

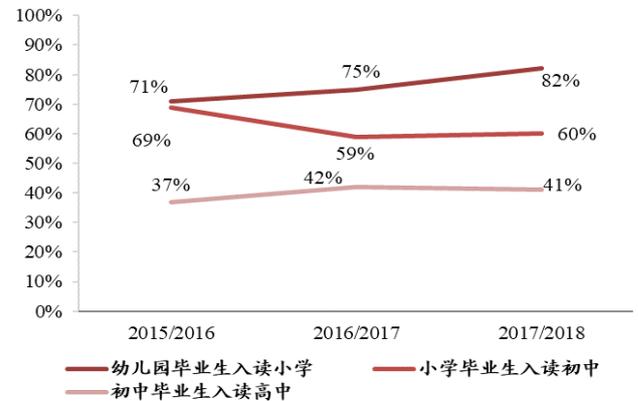
图 36: 集团拥有学生数及入读自有 K12 学生数 (人)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

初中学段人数占比较大, 学生留存比例较高: 从各学段学生人数占比来看, 公司旗下学校初中学生人数占比较高, 达到 44%; 小学占比其次, 为 34%。公司学生留存率较高, 2015-2017 年, 公司旗下幼儿园毕业生分别有 69%、59%、60% 继续入读公司旗下小学; 小学毕业生分别有 71%、75%、82% 入读公司旗下初中; 初中毕业生分别有 37%、42%、41% 入读公司旗下高中。其中初中升入高中占比较低, 主要原因在于公司旗下高中办学质量优质, 学位较为紧张; 且学校面向全国招收优质生源, 外校竞争者较为激烈。

图 37: 2017 学年公司拥有各学段学生人数 (人, %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: 入读自有 K12 学校比率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

学校整体利用率仅 74%, 提升空间较大: 从各个学校利用率来看, 公司旗下广元、内江、西昌、雅安校区当前利用率较低, 主要原因在于公司近期刚完成对于以上几所学校的扩建项目, 广元、雅安等学额有一定程度的提升。且由于公司对于新开学校, 首年通常小学招收 1-6 年年级学生、初中/高中仅招收 7 年级/10 年级学生, 确保学生在公司旗下学校时间较为充分, 以保证教学质量。所以, 公司新开办学校一般情况下 3 年左右能达到较高的使用率水平。当前公司旗下学校部分校区使用率较低, 整体使用率水平仅为 74%, K12 学段学校使用率仅为 71%, 未来提升空间较大。

表 7: 旗下主要学校利用率情况 (2017 年秋季)

学校	学生人数	学校容量	利用率
成都市武侯区凯星幼儿园	216	217	99.50%
广元天立国际学校	3184	4000	79.60%
苍溪天立学校	143	1360	10.50%
泸州天立学校	3901	3800	102.70%
泸州市龙马潭区天立小学	1358	1386	98.00%
泸州天立学校附属幼儿园	508	500	101.60%
泸州天立英才外国语学校	1036	1100	94.20%
古蔺县天立幼儿园	88	300	29.30%
内江天立(国际)学校	2506	3600	69.60%
西昌天立(国际)学校	2580	3960	65.20%
雅安天立学校	721	2550	28.30%
宜宾市翠屏区天立学校	4683	5350	87.50%
总计	20924	28123	74.40%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4.2 轻资产/重资产扩张模式并行, 学生容量有望持续增长

拟筹建多所新校区, 轻资产/重资产模式并行提升学生容量。公司未来拟筹建多所新校区, 其中大部分为自有筹建, 部分为委托设立, 合作经营等模式。其中, 位于内蒙古自治区的乌兰察布学区、湖南省的湘潭学区及四川省的资阳学区目前均在规划中。预计未来这些学校投入经营后, 将较大提升公司整体学生容量。2015-2017 年, 公司每年开办两所新 K12 学校, 并积极发展其他二线、三线城市; 公司计划 2018 年全年开设 6 所 K12 学校, 并已签订协议, 拟于 2019 年开设 5 所 K12 学校, 轻资产/重资产模式并行, 预计未来学生容量增速较快。

表 8: 当前学校兴建规划

学区及学校	学校类型	开始经营	性质	预计运行时间	预计最高学额 (人)
合江天立国际学校	1-12 年级	开发中	委托	2018 年 9 月	4260
乌兰察布天立国际学校	K-9	开发中	委托	2018 年 9 月	2040
资阳市雁江区天立学校	1-9 年级	开发中	自有	2018 年 9 月	5000
德阳天立国际学校	1-12 年级	规划中	自有	2018 年 9 月	5000
乌兰察布天立幼儿园	幼儿园	规划中	委托	2018 年 9 月	400
雅安天立学校	K-12	扩建中	自有	2018 年 9 月	1950
西昌天立(国际)学校	K-12	扩建中	自有	2019 年 4 月	-
成都西区天立学校	1-9 年级	规划中	自有	2019 年 9 月	2340
成都天立小学	1-6 年级	规划中	自有	2019 年 9 月	1440
达州天立国际学校	K-12	规划中	自有	2019 年 9 月	4200
东营天立学校	1-12 年级	规划中	自有	2019 年 9 月	3000
湘潭天立国际学校	K-12	规划中	自有	2019 年 9 月	5000
成都东区天立学校	K-12	规划中	自有	2020 年 9 月	4600

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

轻资产模式： 公司通过与当地政府、高校签订合作协议，利用多用形式轻资产扩张学校版图：

- (1) 西昌天立国际学校营运协议：与西昌政府签订学校营运协议，运营期自 2016 年开办起不少于 30 年，西昌市政府向天立支付人民币 6075 万元（政府采购服务），公司承诺学校容量 1350 名学生，并不收取学费。
- (2) 湘潭天立国际学校框架合作协议：公司负责湘潭天立国际学校的开发及经营，而天立控股负责商业及住宿综合楼的开发。于该地上建造的全部学校大楼所有权归属于湘潭大学，而公司拥有自学校开办之后 30 年内的无偿土地使用权。
- (3) 与泸州天立学校附属幼儿园订立的学校管理协议：公司于 2013 年 10 月开始向该幼儿园提供管理服务。
- (4) 与泸州天立英才外国语学校及龙马潭区天立英才文化艺术学校订立的学校管理协议：该小学及该培训中心获得许可使用“天立”品牌并因而分别易名为泸州天立英才外国语学校及龙马潭区天立英才文化艺术学校，而公司自 2016 年起向该等学校提供管理服务。
- (5) 与泸州天立文化艺术培训学校英伦教学点的学校管理协议：协议的年期为 6 年：根据该协议，公司同意以“泸州天立文化艺术培训学校英伦教学点”的名义运营该培训中心。公司负责学校教学活动的运营。
- (6) 与乌兰察布天立幼儿园及乌兰察布天立国际学校订立的学校管理协议：各管理协议为期 20 年。根据该两份协议，公司已授权该幼儿园及该国际学校 1-9 年级使用“天立”的品牌。公司全权负责各所学校教学活动方面的运营。预期乌兰察布天立幼儿园及乌兰察布天立国际学校均于 2018 年 9 月投入营运。
- (7) 与泸州天立绿韵幼儿园订立的学校管理协议：根据此协议，公司已授权幼儿园使用“天立”的品牌。公司负责幼儿园教职员管理、收生、学费定价、日常营运及开支决定。

4.3 单个学生收费增速较快，同类学校中收费处于较低水平

4.3.1 实体学校板块：客单价增速较快，收费处于中等偏低区间

丰厚的配套服务优化客单价结构： 公司提供丰富的配套服务，包括校园餐厅及交通服务等，以提升整体客单价水平，优化收入结构。例如，龙马潭区天立小学、泸州天立学校附属幼儿园、古蔺孙天立幼儿园、宜宾市翠屏区天立学校、内江天立（国际）学校、雅安天立学校及苍溪天立国际学校的幼儿园及小学学生提供交通服务，每人收费 2000-3000/每年左右。所有校园餐厅和交通服务均由相关的 K-12 学校运营。2017 学年，公司旗下 K12 学校配套服务收入占总收入比例高达 19.6%，并有望继续上升，学生客单价水平及收入结构有望持续优化。

学生客单价水平增速较快： 据公司公告数据，2017-2018 学年，公司旗下泸州学区的高中、初中及小学学费分别上调 13.6%、10.0% 及 9.1%；宜宾学区的高中及初中学费上调 10%；广元学区高中、初中及小学学费于 2016-2017 学年分别上调 10%、25% 及 25%；内江学区

初中及小学学费于 2016-2017 学年分别上调 31.6%及 33.3%。2016-2017 年，公司旗下各 K12 学校总收入分别同比增长 53.27%、45.37%；生均收入分别同比增长 10.29%、11.11%，客单价水平增速较快。

表 9：自有 K12 学校各学段学费（元）

学年	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
高中	19000-20000	20000-22000	20000-22000	22000-25000
初中	18000	16000-20000	20000-25000	20000-25000
小学	16000-20000	16000-21500	20000-24000	20000-24000
幼儿园	26000	26000	26000	26000-90000

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 10：自有 K-12 学校收益（千元；%）

收益（千元）	2015	2016		2017	
		学费收入	同比增速	学费收入	同比增速
成都市武侯区凯星幼儿园	-	-	-	1296	-
苍溪天立学校	-	-	-	1345	-
广元天立国际学校	10169	37972	273.41%	62098	63.54%
泸州天立学校	70021	78634	12.30%	88979	13.16%
泸州市龙马潭区天立小学	23575	25214	6.95%	32089	27.27%
古蔺县天立幼儿园	-	200		1130	465.00%
内江天立（国际）学校	11003	38433	249.30%	60539	57.52%
西昌天立（国际）学校	-	13463		52999	293.66%
雅安天立学校	-	-	-	9282	
宜宾市翠屏区天立学校	78982	103046	30.47%	121923	18.32%
总计	193751	296962	53.27%	431680	45.37%
生均收益	20.4	22.5	10.29%	25	11.11%

数据来源：公司公告，西南证券整理

与其他上市教育集团对比，公司收费水平处于中等偏低区间：与同类型 K12 教育集团相比，公司平均学费水平处于中等偏低区间，整体收费水平位于 20000-25000 元左右，低于同位于四川的成实外教育收费水平，高于全国民办学校平均水平。

表 11：与同类 K12 教育集团学费对比情况（元）

	宇华教育	成实外教育	睿见教育	天立教育	全国民办学校平均水平
	河南	四川	广东、辽宁、山东	四川	
高中	20500-35500 元	31200-37200 元	12200-30600 元	22000-25000 元	7719 元
初中	13000-35500 元	30200 元-36000 元	7400-27600 元	20000-25000 元	3289 元
小学	15000-39000 元	21200-34800 元	8800-24400 元	20000-24000 元	2587 元

数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3.2 培训学校板块：提供多样化培训课程，收费水平适中

除实体学校以外，公司还拥有 11 家培训中心（9 家自有，2 家托管）及四所早教中心（1 所自有，3 所品牌加盟），公司旗下培训学校提供包括学科培训、艺术培训等在内的多样化培训课程，收费高低不一，以满足学生多样化的需求；课后培训每个班最多招收 40 名学生、音乐艺术最多 20 名，幼儿培训最多 20 名，以控制教学质量。公司 2016-2017 年自有培训中心人数分别提升 42%、16%，但生均学费较 2015 年有所下滑，主要原因在于 2016-2017 年培训学校低价课程项目招生人数增长，拉低了客单价水平。早教中心情况相反，由于高单价项目招生人数增加，尽管 2017 年学生人数下滑 59.72%，但平均学费反而提升 18%。

公司对于加盟培训中心、早教中心控制权有限，仅收取特许经营服务费，以历史数据来看，数额仅占据其当前收益总额 0.1% 一下，我们认为对公司整体业绩影响较小。

表 12：自有培训中心及早教中心报读学生数量及收费（人；元）

	2015 年		2016 年				2017 年			
	报读数	平均学费	报读数	YOY	平均学费	YOY	报读数	YOY	平均学费	YOY
自有培训中心	13011	1494	18478	42.02%	1296	-13.21%	21474	16.21%	1423	9.79%
自有早教中心	233	5889	288	23.61%	6226	5.73%	116	-59.72%	7351	18.06%

数据来源：公司公告，西南证券整理

培训中心分业务类型费用情况：从费用端来看，公司旗下幼儿培训服务整体收费水平高于课后培训及艺体类培训收费，与同类培训机构客单价水平横向比较，公司旗下培训中心收费适中，有一定的提升空间。公司培训中心与实体学校拥有同样的客户群体，随着公司新校区扩张速度加快，预计未来协同效应将初步显现。

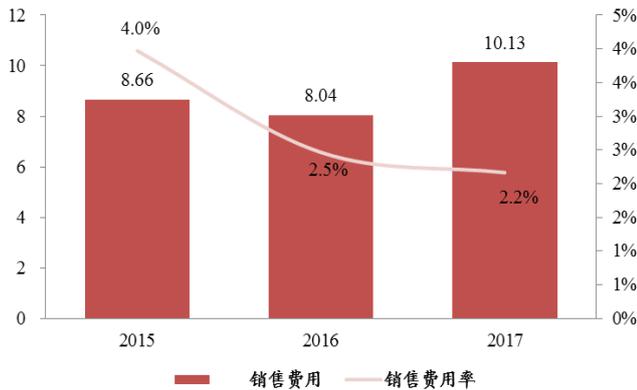
表 13：公司自有培训中心/早教中心分业务学费（元）

	学期	寒暑假
课后培训服务	480-3200	280-2000
音乐、美术及体育培训服务	320-1200	400-1920
幼儿培训服务	5660-14100	5660-14100

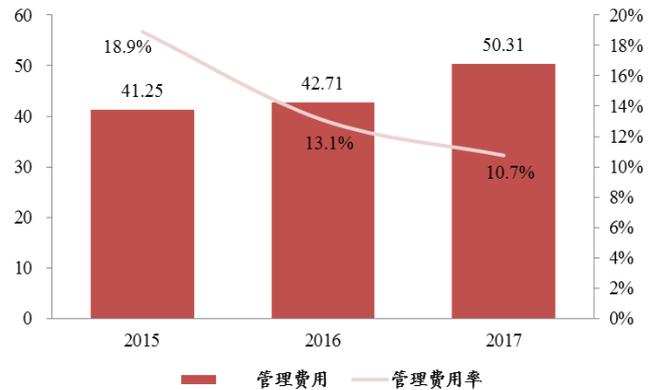
数据来源：公司公告，西南证券整理

5 控费成果显著，上市优化负债结构

销售费用/管理费用率下降 1.8%/8.1%，控费成果显著：2015-2017 年，公司销售费用/管理费用分别上升 148 万元、906 万元/复合增速分别为 8.15%、10.44%，主要原因在于新校区的扩张使得市场推广人员及宣传费用、以及行政人员费用增长；同时，公司整体销售费用率/管理费用率分别下降 1.8%/8.1%，公司整体控费效果显著。

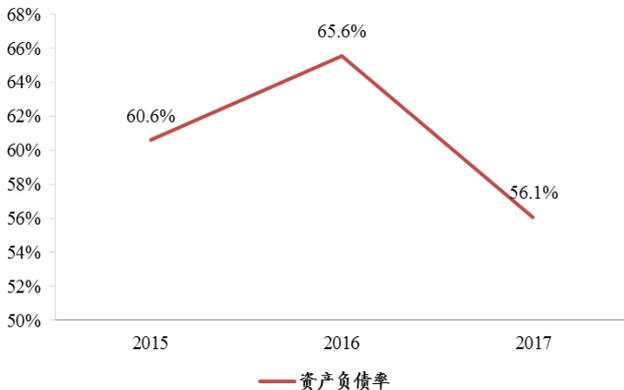
图 39: 销售费用及费用率 (百万元; %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

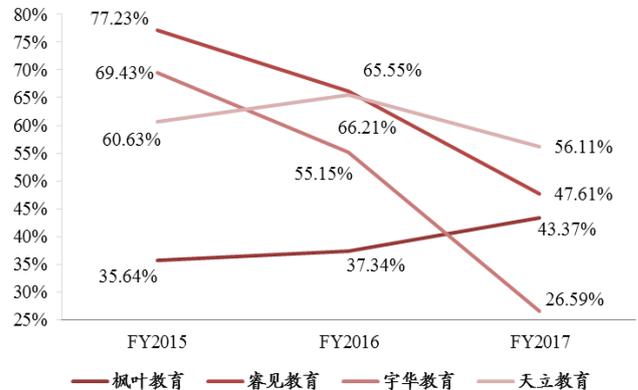
图 40: 管理费用及费用率 (百万元; %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

负债率较高, 上市融资优化负债结构: 2015-2017 年资产负债率分别为 60.63%、65.55%、56.11%，整体负债率稳中有降。与同类上市公司相比，公司负债率处于较高水平，主要由于前期用于扩张学校数量及扩建校区资金需求较大，银行借款较多。公司此次上市融资获取资金净额为 12.34 亿港元，其中 30%（约 3.7 亿港元）将用于偿还银行贷款，预计将极大优化公司资产负债结构，提升公司偿债能力，为未来扩张提供充足资金支持。

图 41: 公司资产负债率 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 42: K12 教育行业上市公司资产负债率情况 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

关键假设:

- (1) 行业政策不发生重大调整，VIE 模式监管不产生变化；
- (2) 校区新建、扩建、轻资产模式扩张顺利实施，学校利用率逐步提升；
- (3) 学费稳步提升，2017-2019 年公司旗下各个学校预计将实现学费 5-15% 的年均复合增长率；
- (4) 资产利用率提升、控费增效有序实施，2020 年公司综合毛利率提升至 46%。

表 14: 公司旗下学校营业收入、营业成本预测

单位: 百万元		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
自有学校及培训中心总收入 (包括学费、住宿费)	成都武侯区凯星幼儿园			1.30	16.88	19.41	20.97
	广元天立国际学校	10.17	37.97	62.10	70.76	83.91	98.24
	苍溪天立学校			1.35	3.76	10.98	16.01
	泸州天立学校	70.02	78.63	88.98	95.03	109.28	118.02
	泸州市龙马潭区天立小学	23.58	25.21	32.09	34.70	39.90	43.09
	古兰县天立幼儿园		0.20	1.13	1.60	2.58	4.26
	内江天立(国际)学校	11.00	38.43	60.54	73.10	96.68	113.79
	西昌天立(国际)学校		13.46	53.00	61.22	78.14	97.13
	雅安天立学校			9.28	12.67	19.67	29.73
	宜宾市翠屏区天立学校	78.98	103.05	121.92	138.62	166.25	189.87
	培训中心	19.52	24.02	30.06	31.89	33.84	35.90
	早教中心	1.37	1.79	0.86	0.91	0.97	1.02
	合计	214.64	322.76	462.61	541.13	661.59	768.02
	管理及特许经营费	0.19	0.96	1.58	1.66	1.74	1.83
营业收入合计	218.04	326.36	468.02	542.79	663.34	769.85	
YOY (%)	-	49.7%	43.4%	16.0%	22.2%	16.1%	
营业成本合计	159.89	231.86	270.07	318.08	373.31	414.27	
YOY (%)	-	45.0%	16.5%	17.8%	17.4%	11.0%	
毛利率	26.67%	28.96%	42.30%	41.40%	43.72%	46.19%	

数据来源: 西南证券

公司是西部地区领先的基础教育集团, 教育质量优越, 未来有望通过持续的自建以及轻资产扩张等模式不断扩大学生容量, 增加市场份额。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润复合增速约为 27% (2018 年不扣除上市费用)。结合港股可比基础教育板块公司估值, 2018 年 PE 均值为 31.16 倍, 中值为 33.62 倍, 公司目前新上市, 我们首次覆盖暂不给予目标价及评级。

表 15: 可比公司估值 (截止 2018 年 7 月 11 日)

股票代码	证券简称	股价 (港元)	市值亿港元	PE			
				2017A	2018E	2019E	2020E
6068.HK	睿见教育	6.60	134.83	37.46	38.82	31.43	25.38
1317.HK	枫叶教育	6.69	199.31	42.14	18.58	14.87	12.39
6169.HK	宇华教育	5.75	187.73	36.75	34.33	25.90	21.30
1565.HK	成实外教育	4.91	151.66	26.99	32.90	24.46	18.37
中值				37.11	33.62	25.18	19.84
均值				35.84	31.16	24.16	19.36

数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (注: 成实外教育、宇华教育 2018-2020 年 PE 系 wind 一致预期)

7 风险提示

产业政策变动的风险，学校招生或不及预期的风险，外延并购或不及预期的风险，业务整合或不及预期的风险，轻资产模式扩张管理风险。

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	326	468	543	663	770	税前利润	76	137	151	220	282
毛利	95	198	225	290	356	税项	6	33	-26	8	-3
EBIT	111	184	210	308	380	營運資本變動	99	8	23	35	6
財務收入(費用)	23	-13	-10	-10	-10	經營現金流量	226	214	197	341	374
聯營公司	-35	-1	0	0	1	資本開支	-236	-553	-57	-333	-77
非經常性項目	0	0	0	0	1	自由現金流量	-11	-339	140	9	297
稅前利潤	76	137	151	220	283	股息	87	82	-47	-68	-87
稅項	-1	-1	-1	-2	-2	其他非流動資產變動	-3	30	0	0	0
非控股權益	4	5	6	8	10	股本變動	0	0	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0	其他	-9	204	-55	-13	-9
淨利潤(归屬母公司)	71	131	155	227	292	淨現金流量	64	-23	39	-73	200
						期初淨現金 (負債)	-214	-214	-149	-110	-183
						期終淨現金 (負債)	-150	-237	-110	-183	17
資產負債表						財務比率					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	326	314	394	349	582	增長(%)					
應收賬款	0	1	1	1	1	收入	49.7	43.4	16.0	22.2	16.1
存貨	2	4	3	4	4	EBITDA	179.7	65.3	14.1	46.6	23.6
其他流動資產	262	260	293	272	276	EBIT	204.3	72.3	6.4	43.1	26.7
物業、廠房及設備	1,004	1,296	1,304	1,559	1,547	淨利潤	329.2	84.5	18.3	46.0	28.7
無形資產	0	0	0	0	0	每股盈利	NA	NA	NA	46.0	28.7
其他非流動資產	6	7	7	7	8	利潤率(%)					
總資產	1,599	1,882	2,002	2,192	2,419	毛利	29.0	42.3	41.4	43.7	46.2
應付賬款	7	16	72	87	98	EBITDA	34.1	39.3	38.7	46.4	49.4
短期借款	102	137	179	207	240	EBIT	26.9	32.3	29.6	34.7	37.9
其他流動負債	507	500	496	501	496	淨利潤	21.8	28.0	28.6	34.2	37.9
長期借款	381	325	325	325	325	其他比率					
遞延稅項負債	63	90	70	74	78	ROE(%)	13.2	16.2	18.0	22.7	24.7
其他非流動負債	0	0	0	0	0	ROA(%)	4.4	7.0	7.7	10.3	12.1
總負債	1,060	1,069	1,142	1,194	1,237	淨負債率	27.9	29.2	12.8	18.3	-1.4
股本	2000	2000	2000	2000	2000	利息覆蓋率(倍)	7.0	10.8	14.1	19.7	24.8
儲備	539	812	860	998	1,182	應收賬款周轉天數	0.1	0.7	0.7	0.5	0.6
股東權益	539	812	860	998	1,182	應付賬款周轉天數	11.5	21.9	83.0	85.0	86.0
非控股權益	0	0	0	0	0	存貨周轉天數	2.8	4.9	3.3	3.7	4.0
總權益	539	812	860	998	1,182	有效稅率(%)	1.5	0.7	0.8	0.8	0.8
淨現金 (負債)	-157	-149	-110	-183	17						

数据来源：公司資料，西南證券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn