

# 天立教育 (1773 HK)

## 高速增长西部地区民办教育供应商

天立教育是中国西部地区领先的民办教育服务提供商，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。目前集团在中国八个城市营运 13 所 K12 学校（其中 10 间为自有），11 间培训中心（9 间为自有）及 4 间早教中心（1 间为自有，3 间为公司向其授权使用天立品牌并提供推荐课程和教学材料）。目前公司旗下 K12 学生在校规模 2.1 万人（近三年复合增速 36.3%）；近两年营收及净利润复合增速亦十分迅猛。集团正计划或于未来三年在四川省成都、达州、合江、德阳及资阳、内蒙古乌兰察布、湖南省湘潭市以及山东省东营开办 12 所自有及委托 K12 学校，我们相信集团旗下学校规模未来会有巨大的增长空间。

### 天立教育在四川省为规模领先的民办教育提供商

根据弗若斯特沙利文报告，就 2017 年的学生入读人数而言，公司为中国西部地区第二大 K12 民办学校营运机构，截至 2017 年末，公司校网内 K12 在校人数 20924 人。目前公司校网比较集中在四川省，现正计划或于未来三年在四川省成都、达州、合江、德阳、资阳及内蒙古乌兰察布、湖南省湘潭市以及山东省东营开办更多自有及委托 K12 学校。

### 公司旗下 K12 学校提供非常优质的教育服务

高中：2017 年旗下高中毕业生本科录取率及一本录取率分别为 95.6% 和 71.6%，而四川省高中毕业生 2017 年本科录取率及一本录取率分别为 36.9% 和 10.6%。

初中：于 2005 年（即泸州天立学校有首届初中学生毕业班之年），公司旗下初中学校其中五名初中毕业生于市级中考中进入前十名。于 2016 年，泸州及宜宾市级中考的最高分数考生均来自公司旗下的初中学校）

小学：公司旗下小学学生于艺术、语言能力及科学创新比赛方面夺得多个奖项（于国家、省及市级的获奖数目分别逾 490 项、350 项及 380 项）

### 过去两年营收和净利润增速迅猛，学费与省内顶级同行比有很大的提升空间

公司 2015-2017 年营收从 2.18 亿人民币（下同）增至 4.68 亿，年复合增速 46.5%；净利润从 1845 万增至 1.36 亿，年复合增速达 272%，远高于上市同行。与四川省内民办学校翘楚成实外教育旗下学校生均学费相比，天立教育旗下高中生均学费不及前者一半，初中生均学费只有前者的 63%，虽然当前天立在当地的口碑还有教学质量不及成实外，但我们认为也反映了天立教育旗下学校的生均学费与当地人民对于优质教育愿意支付的学费相比有很大的增长空间。

香港

教育行业

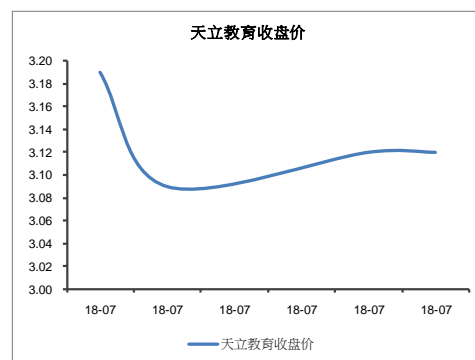
2018 年 7 月 19 日

买入

目标价	<b>HKD4.95</b>
收盘价 (17 JUL 18)	<b>HKD3.12</b>
上升/下降空间	<b>58.6%</b>
恒生指数	28181.68
总市值 (HKD 亿)	62.40
52 周最高/最低 (HKD)	2.74- 3.28
日均成交额 (HKDm)	
流通量 (%)	

资料来源: wind

股价走势图



主要财务比率

	2015	2016	2017
毛利率	26.70%	29%	42.30%
净利率	8.40%	22.90%	29.10%
ROA	1.50%	4.60%	7.10%
ROE	3.8%	13.4%	16.3%
利息覆盖率/倍	1.9	4.2	10.7

资料来源: wind

杨晓琴

证监会中央编号: BBR309

+852 2899 8300

Vivian.yang@guosen.com.hk

### 盈利预测及估值

考虑到公司目前 K12 学校规模为 13 所，正在规划和开发中的学校未 12 所，加之公司正在运营中的学校中，2017 年之后成立的学校占比大，我们认为未来两年公司能保持前两年的增长速度，预计 2018、2019 年营收增速分别为 43.9%和 40%，净利润增速分别为 54.8%及 50%；目前港股上市 K12 教育上市公司估值对应 2018 年预测 PE 平均为 36.7 倍，考虑到天立教育高于行业平均的盈利增速，我们给予 40 倍 2018 年 PE 估值，对应总市值约 99 亿港币，对应现价有 58.6%的上行空间。

### 风险提示

公司未能如规划在其他城市拓展业务；公司未能如过去几年一样每年提升学费；当地出台不利于民办教育（尤其是涉及义务教育阶段）的政策。

## 报告正文

### 公司简介

根据弗若斯特沙利文报告，就 2017 年的学生入读人数而言，公司为中国西部地区第二大 K12 民办学校营运机构，截至 2017 年末，公司校网内 K12 在校生人数 20924 人。目前公司校网比较集中在四川省，现正计划或于未来三年在四川省成都、达州、合江、德阳、资阳及内蒙古乌兰察布、湖南省湘潭市以及山东省东营开办更多自有及委托 K12 学校。

表 1 公司旗下已运营的学校及培训中心、早教中心基本上位于四川省

城市	学校	学段/类型	成立日期	性质
成都	成都市武侯区凯星幼儿园	幼儿园	2017.11	自有
	广元天立国际学校	小初高	2014.1	自有
广元	苍溪天立学校	小学	2017.12	自有
	广元天立骄子教育培训学校	培训中心	2017.9	自有
	泸州天立学校	初高	2002.9	自有
泸州	泸州市龙马潭区天立小学	小学	2010.9	自有
	古兰县天立幼儿园	幼儿园	2016.8	自有
	泸州天立英才外国语学校	小学	2003.9	委托
	泸州天立学校附属幼儿园	幼儿园	2013.9	委托
	泸州天立绿韵幼儿园	幼儿园	2018.3	委托
	古兰天立骄子文化艺术培训学校有限责任公司	培训中心	2017.12	自有
	天立国际早教中心 1	早教中心	2014.6	自有
	天立国际早教中心 2	早教中心	2017.7	特许
	天立国际早教中心 3	早教中心	2017.1	特许
	泸州市江阳区天立文化艺术培训学校	培训中心	2017.7	自有
内江	内江天立(国际)学校	小初	2014	自有
	内江市东兴区天立骄子培训学校	培训中心	2017.12	自有
西昌	西昌天立(国际)学校	小初高	2016.3	自有
	西昌天立骄子文化艺术培训有限公司	培训中心	2017.12	自有
雅安	雅安天立学校	小初高	2017.4	自有
	宜宾市翠屏区天立学校	小初高	2015.12	自有
宜宾	珙县人杰教育培训学校	培训中心	2017.12	自有
	宜宾市翠屏区天骄培训中心	培训中心	2017.7	自有
	宜宾市翠屏区天展培训中心	培训中心	2015.3	自有
重庆	天立国际早教中心	早教中心	2017.8	特许

数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港) 研究部整理

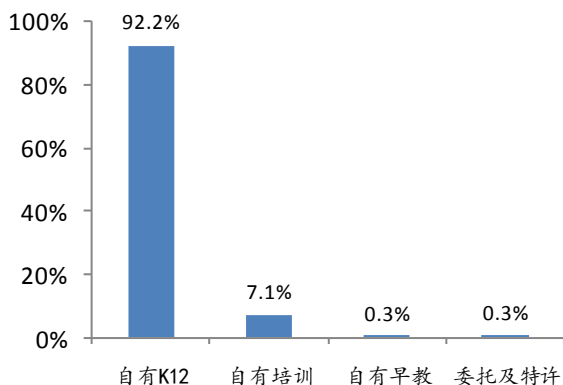
表 2 公司规划中的学校遍布 9 个城市, 共 12 所

	学校	学段/类型	成立日期	性质
成都	成都西区天立学校	小初	规划中	自有
	成都天立小学	小学	规划中	自有
	成都东区天立学校	小初高	规划中	自有
达州	达州天利国际学校	小初高	规划中	自有
德阳	德阳天立国际学校	小初高	规划中	自有
山东东营	东营天立学校	小初高	规划中	自有
广元	苍溪天立学校	初中	规划中	自有
泸州	合江天立国际学校	小初高	开发中	委托
	内蒙古乌兰察布	乌兰察布天立国际学校	小初	开发中
湖南湘潭	乌兰察布天立幼儿园	幼儿园	规划中	委托
	湘潭天立国际学校	小初高	规划中	自有
资阳	资阳市雁江区天立学校	小初	开发中	自有

数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港)研究部整理

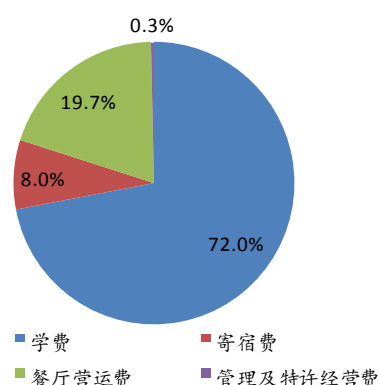
公司超过 92% 的收入来自自有 K12 学校, 培训中心及早教中心的收入贡献不足 8%, 向委托及特许学校收取的管理及特许经营费占收入比重只有 0.3%, 因此我们在分析公司未来收入、盈利增长时侧重于旗下自有 K12 学校的扩张计划。学费是公司的主要收入来源, 占比 72%, 校内餐厅营运也贡献了接近 20% 的收入。

图 1 2017 年收入结构: 公司超过 92% 的收入来自自有 K12 学校



数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港)研究部

图 2 收入结构: 公司超过 70% 的收入来自学费



数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港)研究部

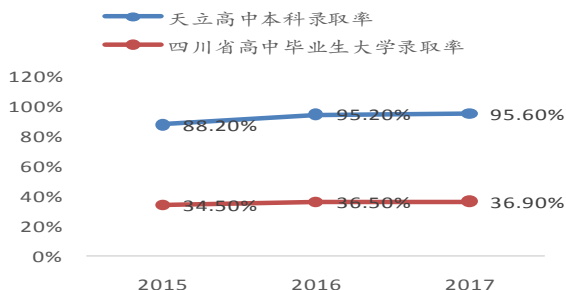
### 公司旗下 K12 学校提供非常优质的教育服务

高中——于 2015-2017 年, 公司旗下有毕业班的高中毕业生分别约 88.2%、95.2%及 95.6%获中国大学录取, 分别约 51.4%、62.9%及 71.6%获中国一本大学录取。而 2015-2017 年, 四川省高中毕业生大学录取率分别为 34.5%、36.5%、36.9%, 一本录取率仅 8.4%、10.7%和 10.6%。中国高考竞争异常激烈, 如此高的一本录取率, 相信已令学校在当地奠定坚实的口碑, 成为公司异地扩张的一把利剑。

初中——公司旗下的初中学生于中考中亦取得优异成绩。于 2005 年(即泸州天立学校有首届初中学生毕业班之年), 其中五名初中毕业生于市级中考中进入前十名。于 2016 年, 泸州及宜宾市级中考的最高分数考生均来自公司旗下初中)。

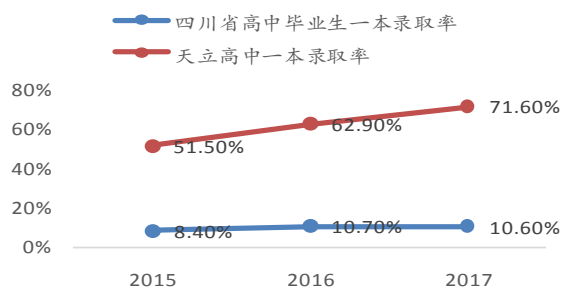
小学—于往绩记录期间，公司旗下的小学学生于艺术、语言能力及科学创新比赛方面 夺得多个奖项（于国家、省及市级的获奖数目分别逾 490 项、350 项及 380 项）。

图 3 天立高中毕业生本科录取率是全省平均水平的 2.6 倍



数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港) 研究部

图 4 天立高中毕业生一本录取率是全省平均水平的 7 倍

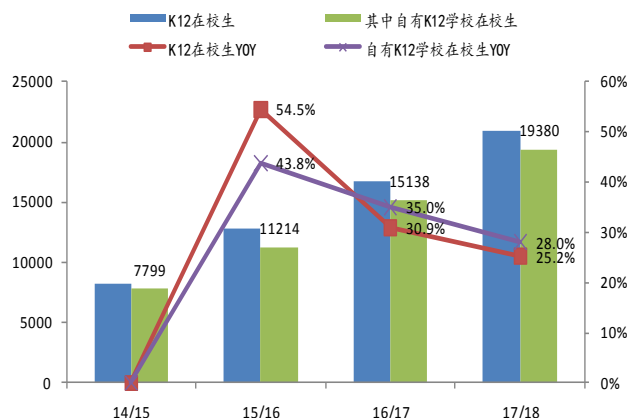


数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港) 研究部

### 公司过去两年营收和净利润增速迅猛，学费与四川省顶级民办学校比有很大增长空间

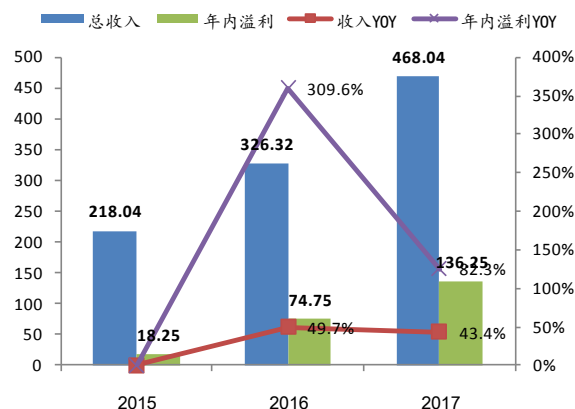
公司校内 K12 学校在校生从 14/15 学年的 8263 人增至 17/18 学年的 20924 人，其中自有 K12 学校在校生人数从 7799 人增至 19380 人。公司 2015-2017 年营收从 2.18 亿人民币（下同）增至 4.68 亿，年复合增速 46.5%；净利润从 1845 万增至 1.36 亿，年复合增速达 272%，远高于上市同行。

图 5 自有 K12 在校生人数三年增长近 2.5 倍



数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港) 研究部

图 6 集团过去三年营收及净利润增速迅猛(单位:百万人民币)



数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港) 研究部

与同样主要布局于四川省内的成实外教育比，2017 年天立教育高中生均学费 14620 元人民币（下同）/年，而成实外旗下高中国内课程生均学费为 30662 元/年；2017 年天立教育初中生均学费 20360 元/年，成实外初中生均学费 32156 元/年。考虑到成实外高中部毕业生高达 94.6% 的一本录取率（2017 年数据），成实外学费在当地属于第一梯队水平，但也反映了天立教育旗下学校的生均学费与当地人民对于优质教育愿意支付的学费相比有很大的提升空间。

表 3 天立教育生均学费远低于成实外教育(单位：元人民币/年)

学费	14/15	15/16	16/17	17/18
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:天立教育招股书, 成实外教育公司年报, 国信证券香港研究部整理

注: 天立教育 2017 年收购的成都武侯区凯星幼儿园定位超高端, 学费为 90000 元/年

### 与上市同行比规模偏小, 但增速最快

目前天立教育市值不足 62 亿港元, 不及宇华教育的三分之一和睿见教育的二分之一, 但其营收规模分别是前面两家的 56%和 48%; 净利润规模分别是前两家的 42%及 65%, 且天立教育近两年营收和净利润年复合增速分别达 45.9%和 181.4%, 相比宇华教育近三年营收和净利润年复合增速分别是 12.2%和 14.7%, 睿见教育近三年营收和净利润年复合增速分别是 29.3%和 30.1%, 天立教育明显处于高速扩张期, 集团目前学校整体使用率约 74%, 内生增长空间大, 加之未来规划的学校数量与现在运营中的学校数量接近, (见表 2), 且公司 2017 年之后成立的学校及培训中心占比大, 我们认为公司未来三年仍处于高速增长期。

表 4 天立教育市值远小于上市同行, 但营收及净利润增速冠绝同行

代码	名称	总市值/亿港元	PE/TTM	PE/2018E	资产负债率%	毛利率%	净利率%	在校学生数/万人	K12 阶段在校生数/万人	最近财年营收/亿人民币	最近财年净利润/亿人民币	近三年营收复合增速%	近三年净利润复合增速%
2954.HK	枫叶教育(旧)	208.5	36.2	33.5	27.9	46.6	36.0	3.3	3.3	11.0	4.1	26.5	117.2
1565.HK	成实外教育	150.7	41.1	33.0	39.0	47.7	32.8	3.8	2.3	9.6	3.1	15.1	57.0
6068.HK	睿见教育	141.0	47.9	38.4	58.0	44.2	24.5	4.1	4.1	9.9	2.0	29.3	30.1
6169.HK	宇华教育	196.5	40.4	36.6	34.5	51.7	39.2	8.0	2.3	8.5	3.1	12.2	14.7
1773.HK	天立教育	62.4	39.8	30.7	56.1	42.3	28.4	2.1	2.1	4.8	1.3	45.9	181.4
BEDU.N	博实乐	149.2	57.8	45.5	44.9	36.6	13.1	3.0	3.0	13.3	1.7	31.2	93.4

数据来源:wind, 截至 2018-07-16 收盘, 国信证券(香港)研究部

注: 天立教育只有近两年营收及净利润复合增速数据; 按 1 美元=6.68 人民币, 1 港币=0.85 人民币换算

### 盈利预测及估值

我们预计公司未来两年的营收增速分别为 43.9%和 40%, 净利润增速分别为 54.8%及 50%; 目前 K12 教育行业平均对应 36.7 倍 2018 年 PE, 考虑到天立教育高于行业平均的盈利增速, 我们给予 40 倍 2018 年 PE 估值, 对应总市值约 99 亿港元, 对应现价有 58.6%的上行空间。

表 5 盈利预测

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券(香港)研究部整理

单位: 百万人民币	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
学费	162.74	238.58	336.85	484.71	678.60
YOY		46.6%	41.2%	43.9%	40.0%
寄宿费	15.91	25.68	37.41	57.44	86.16
YOY		61.4%	45.7%	53.5%	50.0%
餐厅营运费	39.20	61.10	92.20	141.42	216.94
YOY		55.9%	50.9%	53.4%	53.4%
管理及特许经营费	0.19	0.96	1.58	2.60	3.90
YOY		405.3%	64.6%	50.0%	45.0%
总收入	218.04	326.32	468.04	686.17	985.60
YOY		49.7%	43.4%	46.6%	43.6%
销售成本	(159.89)	(231.86)	(270.07)	(377.40)	(522.37)
毛利	58.16	94.49	197.95	308.78	463.23
除税前溢利	20.41	75.87	137.27	213.06	319.63
所得税	(2.16)	(1.12)	(1.02)	(2.13)	(3.20)
年内溢利	18.25	74.75	136.25	210.93	316.43
YOY		309.6%	82.3%	54.8%	50.0%

数据来源:天立教育招股书, 国信证券(香港)研究部

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

**Buy:** A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

**Neutral:** A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

**Sell:** A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

#### Sector Ratings:

**Overweight:** The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

**Neutral:** The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

**Underweight:** The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

### Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

### Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。  
注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券(香港)研究部整理



investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

**中性：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

**减持：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

#### 行业评级

**超配：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

**中性：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

**低配：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

#### 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

#### 免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。