

扎根西部的 K12 民办教育龙头，全国扩张成长性卓越

买入（首次）

2018 年 09 月 13 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	468.02	663.76	946.25	1416.92
同比（%）	43.41%	41.82%	42.56%	49.74%
归母净利润（百万元）	131.22	184.08	250.21	406.28
同比（%）	84.52%	40.29%	35.92%	62.37%
每股收益（元/股）	-	0.09	0.12	0.20
P/E（倍）	22.91	16.33	12.01	7.40

投资要点

■ **西部第二大 K12 教育集团，全国扩张腾飞在即：**天立教育创办于 2002 年，此后立足泸州深耕民办 K12 教育行业，自 15 年起加速扩张，按 17 年秋季学期入学人数计算，公司是我国西部地区第二大 K12 民办教育提供商。截至 18H1 公司共运营 13 所 K12 学校、11 间培训中心以及 4 间早教中心，其中 K12 学校在读学生人数 21,944 人。17FY/18H1 公司营业收入 4.68/3.09 亿元同增 43.41%/34.55%，实现归母净利润 1.31/1.04 亿同增 84.52%/35.71%，净利率 28.04%/33.68%。未来公司计划通过自建及委管模式向四川省外二、三线城市扩张，截至 18 年 7 月共 10 所自有 K12 学校及 3 所托管 K12 学校正在开发（规划）中，预计于 2020 年 9 月前全部投入运营。

■ **我们如何看公司的成长性？**公司自有 K12 学校收入占比超 90% 为最主要收入来源，过去 3 年凭借新校带来的学生人数增长实现收入端年化 47% 高速增长。从学生人数来看，现有学校利用率提升+10 所自有 K12 学校陆续开学合计贡献 4 万+新学额，我们预计未来三年自有 K12 学生人数每年 30% 以上增长。公司前期扩张战略主要在量的增长，当前在已经建立一定良好声誉的基础上，公司开始针对自有 K12 学校进行适当的优化定价，15/16 学年开始逐步上调成熟学校各阶段学费标准，提费效果将逐年体现在收入中，我们认为公司成熟学校未来每年学费将维持单个位数增长。

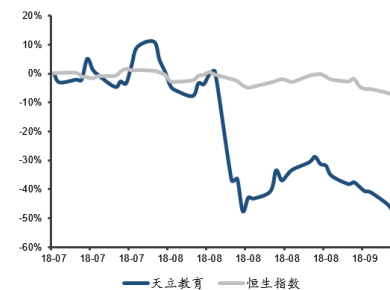
■ **我们如何看公司的护城河？**第一、管理团队 16 年深耕办学经验丰富，员工激励充分：公司核心管理团队自 02 年起深耕民办 K12 教育经验丰富，且团队激励到位，教师福利待遇、股权激励等多方面激励充分，绑定优质人才。第二、出色的高考升学率及优质生源形成良性循环，打造卓越办学口碑：1) 17 年天立旗下高中整体高考升学率 95.6%，一本率 71.6% 远超省平均，此外艺体特长生、出国留学毕业生均有出色表现；2) 内部直升通道稳定，外部招生录取分数线位于各地前列，优质生源反向强化升学口碑，积累品牌优势。第三、低生师比力求教学质量，海外联合办学积极拓展多元化教学模式：办学上天立采用小班化教学主打精品战略，生师比 12.4 远低于行业平均水平。第四、标准化管理增强可复制性，战略上前瞻布局广大二三线城市：公司现已形成集团管理下的统一且标准的办学及管理模式，可复制性强；此外公司未来发展战略明确，即向四川省外二三线城市扩张，充分利用中产阶级不断壮大的机遇。

■ **财务分析：**受上市开支及异地扩张带来的成本及销售费用增加影响，我们预计公司 18、19 年净利率小幅下降，20 年后实现正增长。考虑 IPO 募资及 18H1 公司账面现金余额，预计公司现有账上现金储备超 16 亿，未来新建学校资金充足。截至 18H1 公司账面长短期银行借款合计 5.3 亿元，预计 IPO 募资部分用于还款后公司资产负债率将显著降低，或可考虑进一步借助债权融资方式实现扩张。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-2020FY 营业收入为 6.64、9.46、14.17 亿元，同比增长 41.82%、42.56%、49.74%；归母净利润为 1.84、2.50、4.06 亿元，同比增长 40.29%、35.92%、62.37%，当前市值对应 PE 16X、12X、7X。处于可比公司估值较低水平，考虑到公司新校陆续开学贡献业绩，未来增长弹性较高，当前时点给予“买入”评级。

■ **风险提示：**政策风险，学校扩张不及预期，港股波动性较大

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	1.66
一年最低/最高价	1.60/3.70
市净率(倍)	3.3
港股流通市值(百万港元)	3444.50

基础数据

每股净资产(元)	0.44
资产负债率(%)	58.74
总股本(百万股)	2075.00
流通股本(百万股)	2075.00

相关研究

内容目录

1. 天立教育：西部第二大 K12 教育集团，全国扩张腾飞在即	4
2. 我们如何看公司的成长性？	6
2.1. 自有 K12 学校成长性卓越，未来三年学生人数复合 30% 以上增长，人均学费每年单个位数增长	6
2.2. 管理及特许经营费随委管学校数量增加而增长，培训中心、早教中心不作为未来主要业务方向	9
3. 公司卓越的成长性来自其运营及管理双方面的护城河	9
3.1. 管理团队 16 年深耕办学经验丰富，员工激励充分绑定人才	9
3.2. 出色的高考升学率及优质生源形成良性循环，共同打造卓越办学口碑	12
3.2.1. 升学率远高于省平均水平，艺体教育、国际教育多点开花	12
3.2.2. 外部优质学苗报考与稳定的内部直升率双管齐下，为学校招生保驾护航	13
3.3. 低生师比力求教学质量，海外联合办学积极拓展多元化教学模式	13
3.4. 标准化管理增强可复制性，战略布局二三线城市发展战略明晰	14
3.4.1. 集中及标准化的管理制度提升自有学校运营效率，增强可复制性	14
3.4.2. 战略布局二三线城市，充分利用中产阶级不断壮大的机遇	15
4. 财务及经营状况分析	16
4.1. 利润端：考虑异地扩张支出增大，净利率或出现短暂小幅回调	16
5. 盈利预测及投资建议	18
5.1. 盈利预测	18
5.2. 投资建议	18
6. 风险提示	19

图表目录

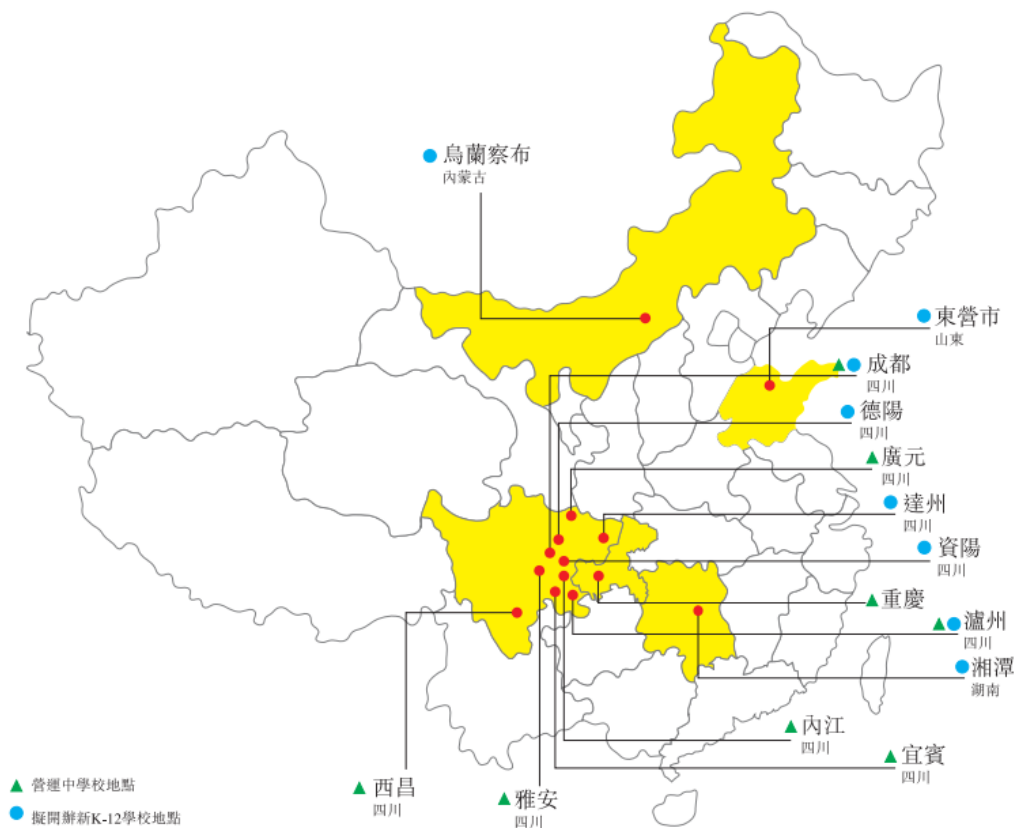
图 1: 公司校网分布 (截至 18 年 6 月)	4
图 2: 公司股权结构图 (截至 2018/07/12)	10
图 3: 公司高中学段学生艺体教育、出国留学方面均表现出色	12
图 4: 公司已形成毛细血管式组织架构强化可复制性 (示意图)	15
表 1: 公司经营状况一览 (单位: 百万元)	5
表 2: 2015-2018H1 公司收入拆分 (单位: 百万元)	6
表 3: 2014-2017 年公司 10 所自有 K12 学校利用率情况 (单位: 人)	7
表 4: 2018E-2020E 新开自营 K12 学校预计最高学额 (单位: 人)	8
表 5: 公司自有 K12 学校学费标准 (单位: 元)	8
表 6: 公司前 5 大股东持股明细 (截至 18 年 7 月 18 日)	9
表 7: 公司核心管理层简历	11
表 8: 泸州天立学校 2018 年教师招聘公告	11
表 9: 天立旗下学校整体与四川省高考升学率、一本率对比	12
表 10: 公司 K12 各阶段内部直升率	13
表 11: 天立旗下部分学校所在地区 2017 年中考录取分数线	13
表 12: 公司自有 K-12 学校生师比	14
表 13: 泸州天立学校国际留学项目	14
表 14: 公司营业成本拆分 (单位: 百万元)	16
表 15: 公司期间费用情况 (单位: 百万元)	17
表 16: 公司利润情况 (单位: 百万元)	17
表 17: 公司收入拆分预测 (单位: 百万元)	18
表 18: 可比公司估值表 (单位: 亿元)	18

1. 天立教育：西部第二大 K12 教育集团，全国扩张腾飞在即

十余年立足泸州深耕民办 K12 行业，15 年起加速扩张。天立教育创办于 2002 年，按 17 年秋季学期入学人数计算，为我国西部地区第二大民办 K12 教育提供商，主要提供 K12 学历教育，辅以专为 K12 学生及学前班儿童设置的课外培训服务。公司自 02 年成立至 13 年十余年间，深耕泸州一地打造卓越升学口碑；13 年起拓展至泸州以外地区；15 年开始以每年新增两所自有 K12 学校进入加速扩张期。

自有+托管+特许方式运营 13 所 K12 学校、11 间培训中心及 4 所早教中心。截至 18H1 公司共运营 13 所 K12 学校（自有 10 所+托管 3 所）、11 间培训中心（自有 9 所+托管 2 所）及 4 所早教中心（自有 1 所+加盟 3 所），其中 K12 学校在读学生总人数达 21,944 人同增 31.32%。17FY/18H1 公司实现营业收入 4.68/3.09 亿元同增 43.41%/34.55%，实现归母净利润 1.31/1.04 亿同增 84.52%/35.71%，对应净利率 28.04%/33.68%。未来公司计划通过自建及委管模式向四川省外二、三线城市扩张，截至 18 年 7 月共 10 所自有 K12 学校及 3 所托管 K12 学校正在开发（规划）中，预计于 2020 年 9 月前全部投入运营。

图 1：公司校网分布（截至 18 年 6 月）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 1：公司经营状况一览（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018H1
高考升学率	88.2%	95.2%	95.6%	-
高考一本率	51.4%	62.9%	71.6%	-
营业收入	218.04	326.36	468.02	308.50
学生人数 (人)	12,764	16,710	20,924	21,944
生均收入 (元/人)	17,083	19,531	22,368	14,059
教师人数 (人)	919	1,211	1,560	1,735
人均薪酬 (元/人)	106,115	111,566	89,411	43,576
<i>毛利率</i>	<i>26.67%</i>	<i>28.95%</i>	<i>42.29%</i>	<i>50.36%</i>
销售费用	8.66	8.04	10.14	5.88
管理费用	41.25	42.71	50.31	36.69
财务费用	9.48	12.60	14.01	10.92
其他收入及收益	21.91	44.49	14.84	6.38
除税前溢利	20.41	75.87	137.27	108.78
所得税	2.16	1.12	1.02	1.44
归母净利润	16.57	71.12	131.22	103.90
<i>净利率</i>	<i>7.60%</i>	<i>21.79%</i>	<i>28.04%</i>	<i>33.68%</i>
固定资产	778.38	1,003.59	1,296.31	1,484.63
预付土地租赁款	75.89	187.44	206.28	204.00
账面现金	32.05	325.65	313.54	331.57
有息负债	246.50	483.00	462.30	531.59
净资产	467.74	538.49	812.34	916.55
总资产	1,220.81	1,616.77	1,905.97	2,294.50
ROE	-	14.13%	19.43%	-
<i>净利率</i>	<i>7.60%</i>	<i>21.79%</i>	<i>28.04%</i>	-
<i>总资产周转率</i>	-	<i>0.23</i>	<i>0.27</i>	-
<i>权益乘数</i>	-	<i>2.82</i>	<i>2.61</i>	-

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2. 我们如何看公司的成长性？

自有 K12 学校收入占比超 90% 为最主要收入来源。从公司收入结构来看，自有 K12 学校贡献收入占比保持 90% 以上，为最主要收入来源，此外自有培训中心、自有早教中心及管理特许经营费（向托管学校提供管理服务所收取的管理费，以及向特许早教中心提供“天立”品牌所收取的特许服务费）三项合计占比约 10%，为收入提供弹性补充。

2.1. 自有 K12 学校成长性卓越，未来三年学生人数复合 30% 以上增长，人均学费每年单个位数增长

过去 3 年公司凭借新建/收购学校带来的学生人数增长，以及 15/16 年提升学费的爬坡效应实现收入端年化 47% 高速增长。回顾公司自有 K12 学校过去三年的成长性，从学生人数来看，公司 15-17 年每年新增 2/2/3 所自有 K12 学校，加速扩张期学生人数实现年化 31% 快速增长；从人均学费来看，公司 15/16 年起对旗下部分成熟学校新生启动一轮提费，随学生年级升级，提费带来的爬坡效应驱动 15-17 年自有 K12 学校人均学费实现年化 11% 增速增长，量价齐升强势带动公司过去 3 年收入端实现 47% 以上高速增长。

表 2：2015-2018H1 公司收入拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	218.04	326.36	468.02	308.50
yoy		49.67%	43.41%	34.55%
其中：自有 K12 学校	193.75	296.96	431.68	293.78
yoy		53.27%	45.37%	38.58%
占比总收入	88.86%	90.99%	92.24%	95.23%
学校数量	5	7	10	
增减	2	2	3	
学生人数	11,214	15,138	19,380	
yoy	43.79%	34.99%	28.02%	
人均学费（元/人）	20,381	22,538	25,012	
yoy		10.59%	10.98%	
自有培训中心	23.21	27.11	33.46	-
yoy		16.79%	23.45%	
占比总收入	10.64%	8.31%	7.15%	
自有早教中心	0.90	1.33	1.30	-
yoy		47.94%	-2.26%	
占比总收入	0.41%	0.41%	0.28%	
管理及特许经营费	0.19	0.96	1.58	1.00
yoy		415.59%	64.44%	79.46%
占比总收入	0.09%	0.29%	0.34%	0.32%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：由于公司报表期截至每年 12/31，而学年末截止 8/31，故人均学费由年度学费收入除以平均学生人数得出，其中平均人数为年初与年末学生人数的平均值）

现有学校利用率仍有提升空间，未来 3 年 10 所自有 K12 学校开学预计贡献 4 万+ 学额增量。从利用率来看，一般公司旗下一所 K12 新校首次招生 3 年后利用率可升至 70-80%，由于公司 15-17 年分别新增 2/2/3 所新校，未来三年现有新校利用率仍有较大提升空间；此外公司未来三年内计划开办 10 所自有 K12 学校，预计 2020 年全部落地后可带来 4 万+学额增量，故学生人数方面，我们预计现有学校利用率提升叠加新开学校贡献学额，公司未来 3 年自有 K12 学校学生人数可保持 30% 以上高速增长。

表 3：2014-2017 年公司 10 所自有 K12 学校利用率情况（单位：人）

	2014	2015	2016	2017
泸州天立学校（2002）				
学生人数	3,671	3,776	3,872	3,901
学额	3,800	3,800	3,800	3,800
利用率	97%	99%	102%	103%
泸州市龙马潭区天立小学（2010）				
学生人数	1,280	1,324	1,291	1,358
学额	1,386	1,386	1,386	1,386
利用率	92%	96%	93%	98%
宜宾市翠屏区天立学校（2013）				
学生人数	2,848	3,986	4,337	4,683
学额	5,350	5,350	5,350	5,350
利用率	53%	75%	81%	88%
广元天立国际学校（2015）				
学生人数	-	1,133	2,243	3,184
学额	-	4,000	4,000	4,000
利用率	-	28%	56%	80%
内江天立（国际）学校（2015）				
学生人数	-	995	1,835	2,506
学额	-	3,600	3,600	3,600
利用率	-	28%	51%	70%
古蔺县天立幼儿园（2016）				
学生人数	-	-	68	88
学额	-	-	300	300
利用率	-	-	23%	29%
西昌天立（国际）学校（2016）				
学生人数	-	-	1,492	2,580
学额	-	-	3,960	3,960
利用率	-	-	38%	65%
雅安天立学校（2017）				
学生人数	-	-	-	721
学额	-	-	-	2,550
利用率	-	-	-	28%
苍溪天立学校（2017）				
学生人数	-	-	-	143
学额	-	-	-	1,360

利用率		11%
成都市武侯区凯星幼儿园 (2017, 收购)		
学生人数		216
学额		-
利用率		-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：2018E-2020E 新开自营 K12 学校预计最高学额 (单位：人)

学校	2018E	2019E	2020E
德阳天立国际学校	5,000	5,000	5,000
资阳市雁江区天立学校	5,000	5,000	5,000
东营天立学校		3,000	3,000
湘潭天立国际学校		5,000	5,000
达州天立国际学校		4,200	4,200
成都西区天立学校		2,340	2,340
成都天立小学		1,440	1,440
泸县天立旗舰学校		5,000	5,000
遵义天立国际学校		5,000	5,000
成都东区天立学校			4,600
合计	10,000	35,980	40,580

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司前期扩张战略主要在量的增长，即以学校数量与学生人数的增长作为主要驱动力，首先提升品牌知名度，而当前在已经建立一定良好声誉的基础上，公司开始针对自有成熟 K12 学校进行适当的优化定价。公司从 15/16 学年开始逐步上调成熟学校各阶段学费标准，16/17 学年分别上调广元学区小/初/高学费 25%/25%/10%，上调内江学区小/初学费 33.3%/31.6%；17/18 学年分别上调泸州学区小/初/高学费 9.1%/10.0%/13.6%，上调宜宾学区初/高中学费 10%/10%。由于提费仅针对当年新入学学生，随学生年级升级提费效果将逐年体现在收入中，我们认为公司成熟学校未来每年学费将维持单个位数增长。

表 5：公司自有 K12 学校学费标准 (单位：元)

	14/15 学年	15/16 学年	16/17 学年	17/18 学年
高中	19,000-20,000	20,000-22,000	20,000-22,000	22,000-25,000
初中	18,000	16,000-20,000	20,000-25,000	20,000-25,000
小学	16,000-20,000	160,00-21,500	20,000-24,000	20,000-24,000
幼儿园	26,000	26,000	26,000	26,000-90,000*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所 (*：成都市武侯区凯星幼儿园作为公司高级教育机构之一，学费为 90,000 元定价较高)

2.2. 管理及特许经营费随委管学校数量增加而增长，培训中心、早教中心不作为未来主要业务方向

除发展自有 K12 学校外，公司采取委管方式管理以“天立”品牌拥有的托管学校。委管方式由托管学校合作对手方负责承担学校建设及营运新校产生的成本，公司无需向托管学校注入资本投资，而是以收取管理费作为提供管理服务的代价，管理费多以托管学校每学年结余收入或利润的超额部分按比例收取，部分情况下会另加收固定管理费。过去三年公司管理费增长主要来自委管学校运营效率提升带来的浮动管理费增加，我们预计未来管理费收入将随委管学校数量增加而同比增长。

公司校网内培训中心主要提供针对小学生、初中生的涵盖数学、英语、中文、物理及化学等核心科目的课后培训服务，以及针对 K12 学生的音乐、艺术及体育培训服务；早教中心则主要提供针对学前班儿童的幼儿培训服务。截至 17FY 公司共 9 所自有培训中心及 1 所自有早教中心，17FY 二者合计收入 0.35 亿元体量较小，公司不将其作为未来主要业务方向，我们预计未来 3 年培训中心或维持 25% 左右增速稳健增长，早教中心或维持现有收入规模。

3. 公司卓越的成长性来自其运营及管理双方面的护城河

3.1. 管理团队 16 年深耕办学经验丰富，员工激励充分绑定人才

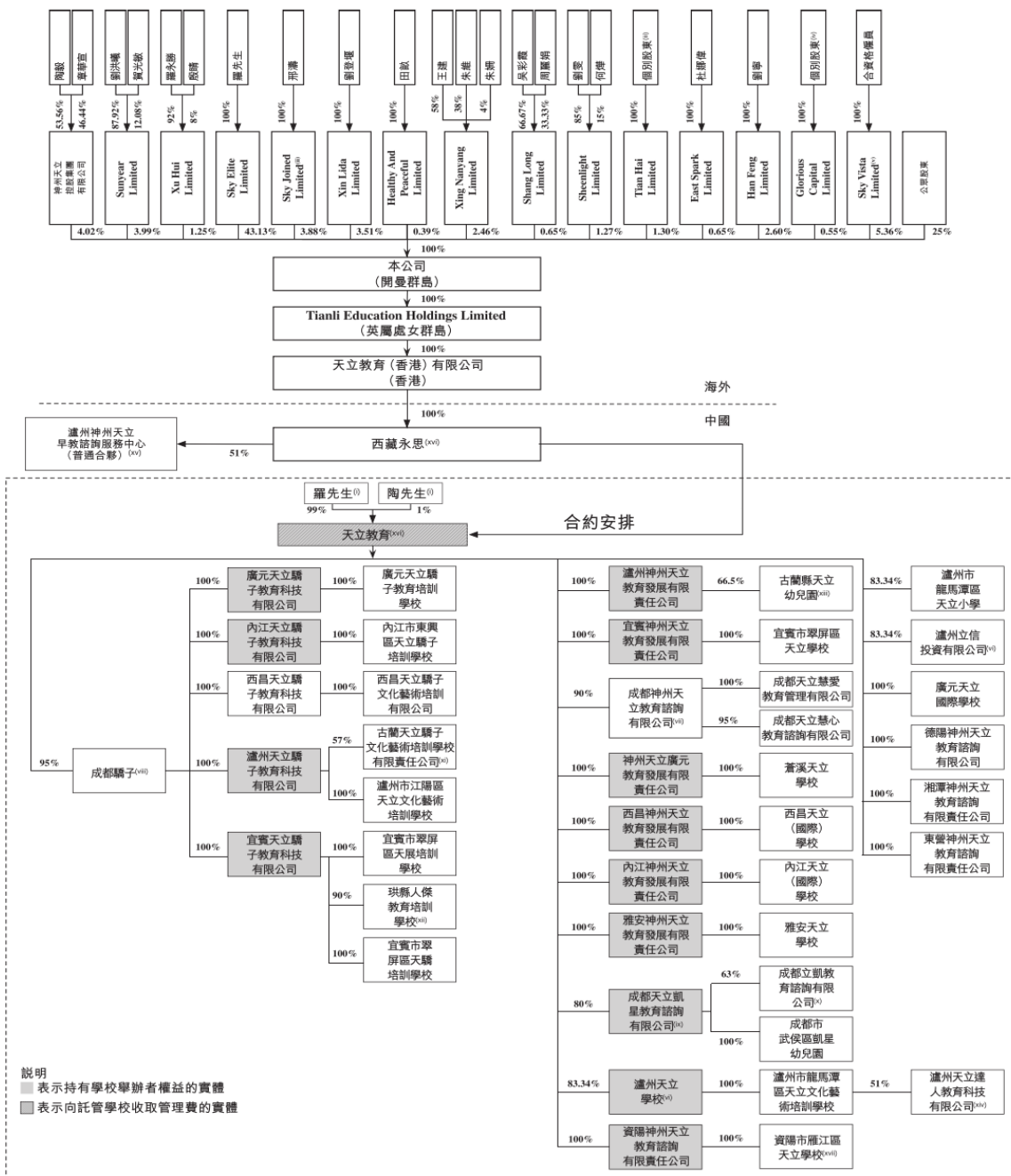
股权稳定集中，采用 VIE 架构实现港股上市。截至 2018 年 7 月 18 日，天立教育创始人罗实先生透过全资持有 Sky Elite Limited 而持股公司 41.57% 股权，为公司控股股东。第二大股东 Sky Vista Limited 持股 5.17%，由受限制股份奖励计划的合资格雇员持有，公司股权结构相对稳定集中。从上市架构来看，公司采用 VIE 架构，通过子公司西藏永思（WOFE）与公司旗下各学校签订结构性合约，各营运学校实体（VIE）将所获经济利益以服务费的形式支付给西藏永思，进而转移至公司。

表 6：公司前 5 大股东持股明细（截至 18 年 7 月 18 日）

序号	股东名称	股份数目 (百万股)	占已发行股 票比例
1	Sky Elite Limited (创始人罗实先生全资持有)	862.6	41.57%
2	Sky Vista Limited (受限制股份奖励计划受托人持有)	107.2	5.17%
3	神州天立控股集团有限公司	80.3	3.87%
4	Sunyear Limited	79.7	3.84%
5	Sky Joined Limited	77.5	3.74%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司股权结构图（截至 2018/07/12）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

核心管理团队 16 年深耕，积累深厚办学经验。公司创始人、董事会主席兼行政总裁罗实先生于教育行业有超过 15 年的管理经验，现任中国青年企业家协会副会长、中国管理科学研究的特约研究员，带领公司核心管理团队持续深耕教育行业，积累深厚

办学经验。

表 7：公司核心管理层简历

姓名	职务	性别	学历	年龄	个人简历
罗实	董事会主席、执行董事兼行政总裁	男	硕士	45 岁	电子科技大学工商管理硕士，电子科技大学及 ISCTE 里斯本大学学院合作管理学博士项目博士候选人。曾任四川天立房地产开发有限公司创始人、董事会主席兼总裁，天立控股董事会主席兼总裁，天立教育行政总裁兼主席，于教育行业有逾 15 年的经验，2014 年 11 月起一直担任中国青年企业家协会副会长及为四川省第十二届人大代表，2017 年 3 月起为中国管理科学研究院的特约研究员
杨昭涛	执行董事、集团副总校长兼成都学区校长	女	硕士	46 岁	四川教育学院教育管理学士，四川师范大学课程与教学专业研究生。曾任成都金苹果教育总经理、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。曾获四川省十佳女校长、成都市中学高级教师职称、成都市有突出贡献的优秀专家及成都市特级校长称衔
王锐	执行董事、首席财务官兼联席公司秘书	男	本科	36 岁	西南财经大学会计学学士。曾任西安天朗控股有限公司财务总经理、龙湖地产有限公司重庆分公司及北京分公司的项目财务经理、新希望房地产开发有限公司的高级财务经理等职位
郭刚	集团副总校长兼教学管理中心总监	男	硕士	60 岁	四川师范大学经济及管理学士，西南师范大学（现西南大学）数学理学学士，西南师范大学基础心理学研究生学位。曾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、泸州天立学的副校长。持有泸州市职改领导小组认可的高级中学教师的专业资格，于教育行业有逾二十年经验

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

团队激励到位，福利待遇、股权激励等多方面激励充分绑定优质人才。公司于 18 年 6 月推出受限制股份奖励计划，激励对象为公司选定的合资格雇员（包括公司董事、学校校长、教师等），截至 18 年 7 月股份奖励计划透过 Sky Vista Limited 合计持股公司 5.17% 股权，通过股权绑定核心管理团队及骨干教师，利在公司长远发展。此外在教师的团队培养上，公司为优秀教师提供高水准薪酬、购房优惠、子女优惠就读等福利，吸引及留任优秀教师，为公司向外扩张积累优质教师人员储备。

表 8：泸州天立学校 2018 年教师招聘公告

招聘条件	
应届大学生	1. 研究生以上学历，特别优秀者放宽到本科学历 2. 学校一等奖学金获得者或院级以上“三好”、“优干” 3. 数、理、化、生学科应聘学生在高中阶段有学科竞赛获省级二等奖及以上者优先
在职教师	1. 具备中学一级教师资格，有 3 年以上工作经验 2. 市级以上优质课竞赛获奖者、有班主任工作经验者优先 3. 数、理、化、生学科应聘教师有高中阶段有学科竞赛辅导经历者优先
福利待遇	
1. 教师工资待遇比同等公办教师高 20%-30%（不含早晚自习和周六津贴）	

2.根据教学情况给予浮动绩效奖金

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 出色的高考升学率及优质生源形成良性循环，共同打造卓越办学口碑

3.2.1. 升学率远高于省平均水平，艺体教育、国际教育多点开花

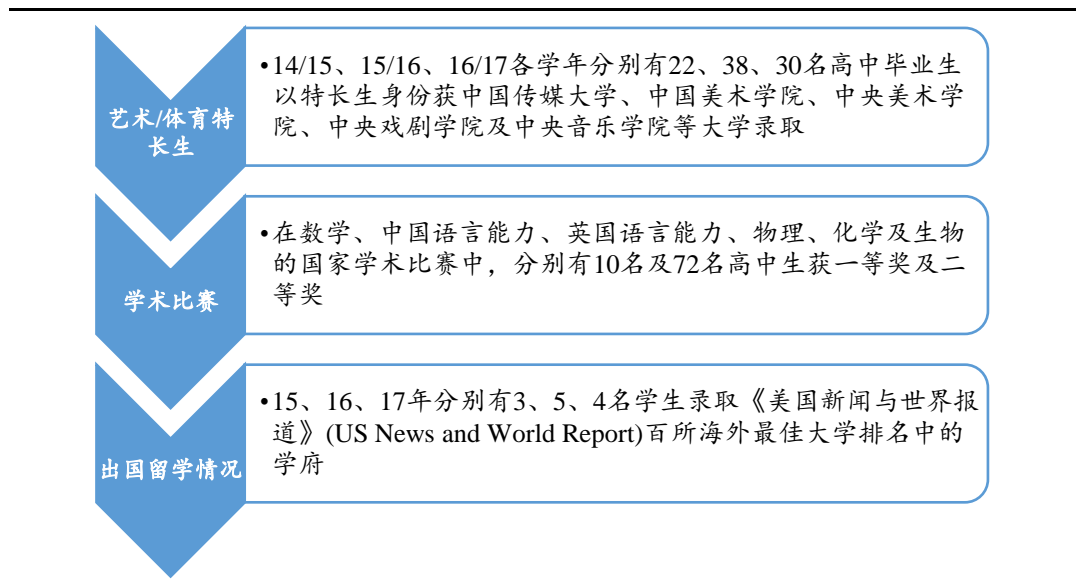
高考升学率 95.6%，一本上线率 71.6% 远高于四川全省平均水平。(1) 国内普通高考方面，天立学校虽位于二三线城市，但其优秀的升学率及一本率均跻身四川省内第一梯队。17 年天立学校整体高考升学率 95.6%、一本上线率 71.6%，远高于四川省同期 36.9%/10.6% 的平均水平；16/17 年包揽泸州市高考理科状元，16/17 年分别有 5 名/4 名高中毕业生获清北录取，3 人/3 人获得清华自主招生加分，办学实力过硬。(2) 艺体教育&出国留学方面，近三年有近百名毕业生以特长生身份入读国内知名学府，多名学子获录取入读英国爱丁堡大学、澳大利亚新南威尔士大学等海外百强名校。公司通过出色的毕业生升学情况筑起自身卓越品牌口碑，构筑天立品牌护城河。

表 9：天立旗下学校整体与四川省高考升学率、一本率对比

	2015	2016	2017
升学率			
天立整体	88.2%	95.2%	95.6%
四川省	34.5%	36.5%	36.9%
一本率			
天立整体	51.4%	62.9%	71.6%
四川省	8.4%	10.7%	10.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：公司高中学段学生艺体教育、出国留学方面均表现出色



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.2. 外部优质学苗报考与稳定的内部直升率双管齐下，为学校招生保驾护航

(1) 从公司内部升学率来看，公司已形成较为稳定的内部直升通道。17 年旗下 K12 学校幼升小、小升初、初升高的直升比例分别为 60%、82%、41%，较高的内部直升率保障各校招生稳定性。(2) 从外部招生录取分数线来看，天立学校中考录取分数线在所在地区均位于前列。受益于高中毕业生出色升学率打造的办学口碑，天立学校在中考招生时的“议价权”逐渐形成，较高的初升高招生分数线保障外部招生生源质量。出色的毕业生升学率与优质学苗报读相互作用，形成办学口碑良性循环，为公司向外扩张积累品牌优势。

表 10：公司 K12 各阶段内部直升率

	2015	2016	2017
直升率（幼儿园升小学）	69%	59%	60%
直升率（小学升初中）	71%	75%	82%
直升率（初中升高中）	37%	42%	41%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 11：天立旗下部分学校所在地区 2017 年中考录取分数线

学校	中考录取分数线	学校	中考录取分数线
广元		西昌二中	489
<u>广元天立国际学校</u>	<u>544.5</u>	西昌六中	423
广元中学（公办）	530	泸州	
万达中学	508	泸县二中	619
苍溪中学	432	泸州高中	614
旺苍中学	408	泸州老窖天府中学	557
宝轮中学	400	<u>泸州天立国际学校</u>	<u>542.5</u>
西昌		泸州外国语学校	542
凉山民中	616	泸县一中	450
西昌一中	599	泸县四中	504
<u>西昌天立学校</u>	<u>585</u>	泸县五中	490
川兴中学	526		

数据来源：中考网，搜狐新闻，东吴证券研究所

3.3. 低生师比力求教学质量，海外联合办学积极拓展多元化教学模式

小班化教学主打精品战略，生师比 12.4 远低于行业平均水平。我们认为公司优异的高考升学率本质上看是一种结果，究其原因主要在于公司一直主打小班化精品战略，

旗下初高中各班人数一般不超过 45 名，小学课程各班人数一般不超过 40 名，幼儿园课程各班人数不超过 25 名。小班教学下公司自有 K12 学校生师比维持低位，据弗若斯特沙利文报告，截至 16/17 学年，我国民办 K12 学校平均生师比为 17.7，相比之下，17 年公司各自有 K12 学校生师比仅为 12.4 远低于行业平均水平，凭借低生师比保障高教学质量。

表 12：公司自有 K-12 学校生师比

	2015	2016	2017
学生人数 (人)	11,214	15,138	19,380
教师人数 (人)	919	1,211	1,560
生师比	12.20	12.50	12.42

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国际方面积极开展联合办学，多元化教学海外交流机会丰富。以泸州天立学校为例，该校共开办两类国际课程，第一种是公司与海外高中开设的合办交流计划，参加学生在国内天立学校修毕第 11 年级课程后可于海外高中修毕第 12 年级课程，毕业后即合格申请海外大学；另一种是公司与国内大学合办的三年制国际课程，报读学生于天立学校修毕高中课程后，即可入读国内大学与海外大学合办的大学交流计划。

表 13：泸州天立学校国际留学项目

项目名称	签约合作单位	要求
德国公派留学项目	智能达国际教育文化交流 (香港) 有限公司	高考本科线以上 30 分
韩国首尔大学、高丽大学、汉阳大学和弘益大学奖学金留学项目	韩国联合招生委员会	高考本科线以上 30 分
加拿大国际高中项目	皇冠国际学院 伦敦政治学院、苏安国际学院、香港培侨中学	1+2 或者 2+1 获得加拿大高中文凭
世界名校留学直通项目	香港培侨中学 新加坡辅仁国际学校	-
国际留学直通项目	西南财经大学	雅思 5.5 分以上
“高中-本科-研究生”本硕连读项目	厦门大学	高考本科线 30 分以上

数据来源：泸州天立学校招生简章，东吴证券研究所

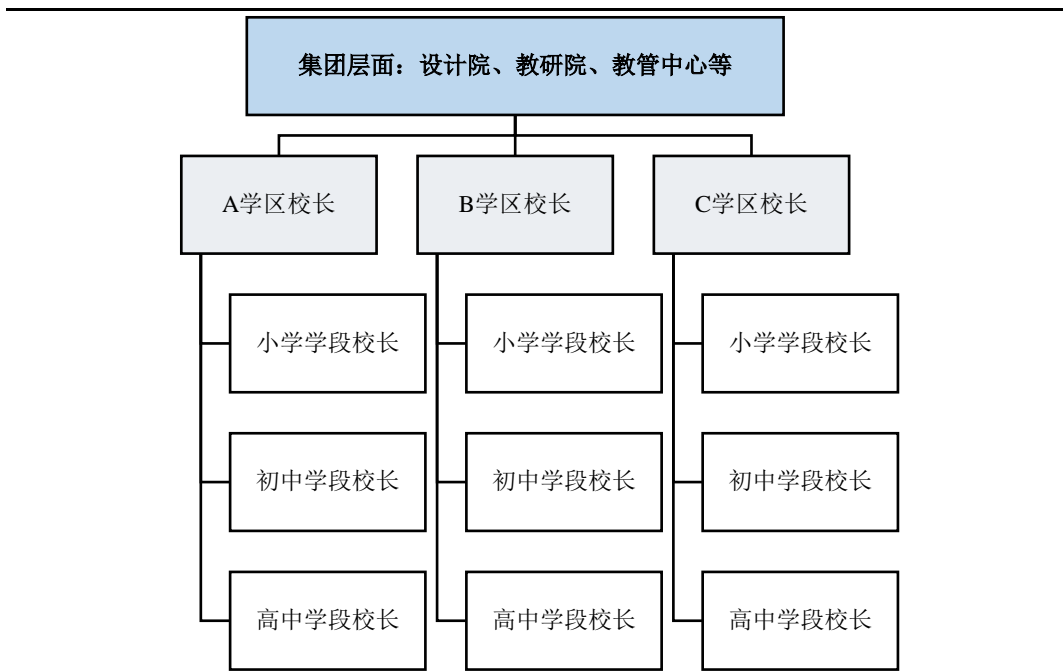
3.4. 标准化管理增强可复制性，战略布局二三线城市发展战略明晰

3.4.1. 集中及标准化的管理制度提升自有学校运营效率，增强可复制性

集团层面到各校层面形成毛细血管式组织架构，实现核心管理层以老带新，强化管

理可复制性。公司集团层面的设计院、教研院等职能部门对旗下所有学校均有相关业务指导；学校层面各 K12 学区除设有主理校长监督营运外，还设有数名负责各学段的学段校长提供协助，形成自上而下的毛细血管式组织架构，实现核心管理层的以老带新，在新校成立时可迅速向外输出有经验的管理人员及骨干教师，增强管理可复制性。

图 4：公司已形成毛细血管式组织架构强化可复制性（示意图）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4.2. 战略布局二三线城市，充分利用中产阶级不断壮大的机遇

战略性布局四川省外二三线城市，自有学校分期建设降低运营风险。公司未来发展战略为向四川省外二三线城市进一步扩张，在具体的校园规划上，公司通常将规划中的地盘及学区划分为两个区域，分两期开发及建设新学校，待第一期学区的学生入读人数升至理想水平后再考虑建设第二期学区。我们认为公司前瞻性布局二三线城市可充分利用二三线城市中产阶级不断壮大带来的机遇；分期建校策略一方面可降低首期投资额，提高资金使用效率，另一方面对 K12 学校异地扩张来说，分期建校可降低生源不稳定的风险，待首期学校营运成熟后二期学校可借助经验更加快速的落成，对一期校园形成有效的学位补充。截至 18 年 7 月公司已在四川省、湖南省、山东省及贵州省开发（规划）10 所自有 K12 学校，预计新校营运后一至两年可达盈亏平衡点，投资回收期约为四至八年。

4. 财务及经营状况分析

4.1. 利润端：考虑异地扩张支出增大，净利率或出现短暂小幅回调

政府补助抵减劳工成本，17 年毛利率快速提升至 42.3%。公司营业成本中劳工成本、材料消耗、折旧摊销费用三项占比最高，17 年分别占比营业成本 54%、20%、13%。其中劳工成本主要随招聘教师人数增加及教师薪资水平提高而增长，公司 17 年自地方政府收取的有关运营成本的政府补助大部分用于劳工成本的抵减，17 年劳工成本增速收窄充分贡献毛利弹性。

考虑政府补助的可持续性，我们预计未来随公司新建自有 K12 学校逐渐落地，折摊费用或将出现大幅增长，且向四川省会成都地区及四川省外地区进行扩张或须提供更高薪酬以在异地招募新教师，受此影响公司短期毛利率或将小幅降低，中长期来看毛利率将回升至 45% 左右稳定水平。若剔除掉营业成本中政府补助的影响，公司 15/16/17 年调整后毛利率分别为 18%/21%/27%，政府补贴一旦减少或将对公司盈利能力造成一定影响，但考虑公司主要布局的二三线城市政府一般具有较强的招商引资需求，地方政府给予的补贴大概率将维持平均水平，具有一定可持续性，政府补贴或不会对毛利率造成重大影响。

表 14：公司营业成本拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017
营业收入	218.04	326.36	468.02
yoy		49.67%	43.41%
营业成本	159.89	231.86	270.07
yoy		45.02%	16.48%
其中：劳工成本	100.17	139.23	145.29
yoy		38.99%	4.35%
占比	62.65%	60.05%	53.80%
教师人数	944	1,248	1,625
人均薪酬	106,115	111,566	89,411
材料消耗	26.80	39.69	54.23
yoy		48.12%	36.62%
占比	16.76%	17.12%	20.08%
折旧及摊销	12.64	26.25	36.43
yoy		107.58%	38.81%
占比	7.91%	11.32%	13.49%
毛利	58.16	94.49	197.95
毛利率	26.67%	28.95%	42.29%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用端：上市开支影响管理费用率提升，长短期借款增加提高财务费用率。公司过去3年销售费用波动主要受新开学招生开支影响；管理费用17年提升主要系新校招聘行政员工及管理人员增加，以及17年上市开支430万元计入管理费用；财务费用16、17年有所增加主要系借入银行贷款用于兴建及营运学校。我们预计未来公司向省外扩张，销售费用率或出现短暂升高，告别上市开支后公司管理费用规模效应即将显现，此外公司拟将IPO募集资金的30%用于偿还贷款，预计18年后财务费用率仍有下降空间。

表 15：公司期间费用情况（单位：百万元）

	2015	2016	2017
销售费用	8.66	8.04	10.14
销售费用率	3.97%	2.46%	2.17%
管理费用	41.25	42.71	50.31
管理费用率	18.92%	13.09%	10.75%
财务费用	9.48	12.60	14.01
财务费用率	4.35%	3.86%	2.99%
期间费用率	27.24%	19.41%	15.91%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

利润端：预计上市开支及异地扩张影响，公司18、19年净利率小幅下降，20年后实现正增长。公司除税前溢利自16年起高速增长，17年同增80.93%至1.37亿元，主要得益于收入端的高速增长以及公司强大的成本及费用控制能力。我们预计18年受上市开支影响公司净利率同比小幅下降，19年净利率触底主要系向四川省会成都及省外扩张将带来营业成本增加及销售费用增加，20年之后以上扰动项边际影响减弱，净利率实现正增长，盈利能力提升可期。

表 16：公司利润情况（单位：百万元）

	2015	2016	2017
除税前溢利	20.41	75.87	137.27
yoy		271.80%	80.93%
所得税	2.16	1.12	1.02
所得税税率	10.58%	1.48%	0.75%
年度溢利	18.25	74.75	136.25
yoy		309.62%	82.27%
归母净利润	16.57	71.12	131.22
yoy		329.15%	84.52%
净利率	7.60%	21.79%	28.04%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司于18年7月实现港股IPO，募资总额约13.3亿元，考虑18H1公司账面现金

及现金等价物余额 3.3 亿元，预计公司现有账上现金储备超 16 亿，未来新建学校资金充足。从有息负债来看，截至 18H1 公司账面长短期银行借款合计 5.3 亿元，公司计划将 IPO 募集金额的 30% 用于偿还贷款，预计未来公司资产负债率显著降低，或可考虑进一步借助债权融资方式实现扩张。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计 2018 年公司营业收入 6.64 亿元同增 41.82%，其中自有 K12 学校收入 6.18 亿元同增 43.45%，自有培训中心收入 0.42 亿元同增 25.00%，自有早教中心收入 0.01 亿元与上年持平，向委托及特许学校收取的管理及特许经营费收入 0.03 亿元。

表 17：公司收入拆分预测（单位：百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	468.02	663.76	946.25	1,416.92
		yoy	41.82%	42.56%
			49.74%	
其中：自有 K12 学校	431.68	617.56	889.09	1,346.69
		yoy	43.45%	43.97%
			51.47%	
学生人数	19,380	24,971	36,061	48,060
		yoy	28.85%	44.41%
			33.27%	
人均学费	22,275	27,849	29,135	32,018
		yoy	11.64%	4.62%
			9.89%	
自有培训中心	33.46	41.83	52.29	65.36
		yoy	25.00%	25.00%
			25.00%	
自有早教中心	1.30	1.30	1.30	1.30
向委托及特许学校收取的管理及特许经营费	1.58	3.08	3.58	3.58

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

预计公司 2018-2020FY 营业收入为 6.64、9.46、14.17 亿元，同比增长 41.82%、42.56%、49.74%；归母净利润为 1.84、2.50、4.06 亿元，同比增长 40.29%、35.92%、62.37%，当前市值对应 PE 16X、12X、7X。处于可比公司估值较低水平，考虑到公司新校陆续开学贡献业绩，未来增长弹性较高，当前时点给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值表（单位：亿元）

证券代码	证券简称	总市值	净利润			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
1565.HK	成实外教育	128.6	3.6	4.9	7.2	35	26	18
1317.HK	枫叶教育	91.0	5.2	6.6	8.8	18	14	10

6068.HK	睿见教育	70.2	3.0	3.9	4.7	23	18	15
---------	------	------	-----	-----	-----	----	----	----

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自东吴证券研究所预测）

6. 风险提示

1) 政策风险。18年8月《民促法实施条例（送审稿）》出台后教育板块出现较大波动，至今实施条例尚未落地，K12阶段学校未来发展路径尚待明确，政策存在不确定性风险。

2) 学校扩张不及预期。新学校成立需政府审批及大笔资金投入，并需配备一定数量教师人员及校园设备，学校扩张速度可能不及预期。

3) 港股波动性较大。由于港股存在T+0、做空、无涨跌停限制等交易制度，造成其股价波动较大，存在一定投资风险。

天立教育三大财务预测表

资产负债表					利润表				
(百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	(百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
流动资产:	388.6	1,880.0	1,699.7	2,083.8	营业收入	468.0	663.8	946.2	1416.9
货币资金	313.5	1,799.2	1,619.2	1,999.0	营业成本	270.1	365.4	556.1	782.7
应收款项	6.3	6.3	6.3	6.3	毛利润	197.9	298.4	390.2	634.2
按金,预付款项及其它	22.2	30.9	32.2	38.6	销售费用	10.1	14.6	33.1	42.5
应收款项-流动资产					管理费用	50.3	92.6	96.1	172.2
存货	3.6	4.5	6.6	7.6	其他经营收益	14.8	18.9	18.0	18.7
其他	43.0	39.1	35.4	32.3	其他支出净额	1.3	1.9	2.7	4.0
非流动资产:	1,517.3	1,822.8	2,387.5	2,502.2	财务费用	14.0	15.4	13.9	10.1
物业、厂房及设备	1,296.3	1,556.8	2,005.8	2,102.4	应占联营公司损益	0.3	0.3	0.3	0.3
商誉及无形资产	0.0	0.1	0.1	0.1	除税前溢利	137.3	193.0	262.7	424.3
预付土地租赁款项	206.3	249.5	341.0	352.1	所得税	1.0	1.9	2.6	4.2
其他	14.7	16.4	40.6	47.6	净利润(含少数股 东权益)	136.2	191.1	260.1	420.1
资产总计	1,906.0	3,702.8	4,087.2	4,586.0	归母净利润	131.2	184.1	250.2	406.3
流动负债:	654.0	985.1	1,285.4	1,675.5	少数股东损益	5.0	7.0	9.9	13.8
递延收益-流动负债	242.1	420.4	599.1	896.9	EBIT	152.3	210.4	279.2	438.7
应计负债及其他应付 款项	155.5	209.8	295.7	330.5	EBITDA	189.7	255.3	337.5	499.7
其他	256.4	354.9	390.5	448.1					
非流动负债合计	415.4	487.5	520.2	545.2					
递延收入-非流动负债	35.9	52.8	88.3	155.1	重要财务与估值指 标	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
其他	379.5	434.8	431.9	390.1	每股收益(元)	-	0.09	0.12	0.20
负债总计	1,069.3	1,472.7	1,805.6	2,220.7	每股净资产(元)	-	1.04	1.07	1.11
少数股东权益	24.3	64.7	66.2	68.6	发行在外股份(百 万股)	-	2075	2075	2075
归属母公司股东权益	812.3	2,165.4	2,215.4	2,296.7	ROIC(%)	15.73%	23.81%	26.23%	68.75%
负债和所有者权益合计	1,906.0	3,702.8	4,087.2	4,586.0	ROE(%)	19.43%	12.36%	11.42%	18.01%
现金流量表(百万元)	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	毛利率(%)	42.29%	44.96%	41.23%	44.76%
经营活动现金流	326.9	501.0	712.1	1,031.4	EBIT Margin(%)	33%	32%	30%	31%
投资活动现金流	(420.3)	(320.5)	(570.9)	(137.1)	销售净利率(%)	28.04%	27.73%	26.44%	28.67%
筹资活动现金流	81.3	1,305.1	(321.2)	(514.5)	资产负债率(%)	56.11%	39.77%	44.18%	48.42%
汇率变动的影响	-	-	-	-	收入增长率(%)	43.41%	41.82%	42.56%	49.74%
现金净增加额	(12.1)	1,485.6	(180.0)	379.8	净利润增长率(%)	84.52%	40.29%	35.92%	62.37%
折旧与摊销	37.4	45.0	58.3	61.0	P/E	22.91	16.33	12.01	7.40
资本开支	(428.4)	(343.2)	(591.5)	(161.1)	P/B	3.70	1.39	1.36	1.31
营运资本变动	(47.2)	(33.9)	(68.8)	(117.2)	EV/EBITDA	16.63	6.72	5.46	2.68
企业自由现金流	(288.1)	(125.8)	(328.1)	212.8					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2018/9/13 港币兑人民币汇率 0.8724)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

