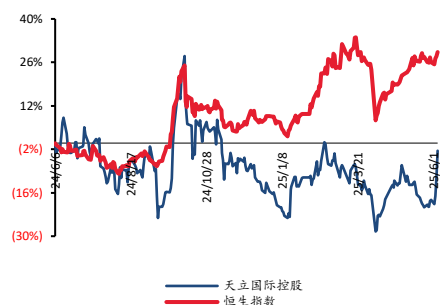


K12 民办教育领军者，多元化升学加速成长

■ 走势比较



■ 盈利预测和财务指标

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万元）	3321	3923	4617	5407
营业收入增长率(%)	44%	18%	18%	17%
归母净利（百万元）	576	740	937	1145
净利润增长率(%)	73%	28%	27%	22%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.35	0.44	0.54
市盈率（PE）	15.74	12.58	9.93	8.13

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、天立国际控股公司概况.....	5
1.1 公司发展历程.....	5
1.2 股权结构稳定，控股股东持股比例高.....	6
1.3 多元业务协同 构筑教育生态.....	7
二、民办教育行业现状及发展趋势.....	8
2.1 政策推动民办教育规范化发展.....	9
2.1.1 义务教育阶段（小学、初中）：资本退潮与合规重构.....	9
2.1.2 高中阶段：政策松绑下的市场化扩张与风险并存.....	9
2.2 民办高中是教育资源供给的必要补充.....	10
2.3 技术创新引领教育行业变革.....	13
三、业务发展战略转型 打造市场竞争优势.....	13
3.1 “一千多支”战略转型.....	13
3.2 轻资产业务打造第二增长曲线.....	15
3.3 多元化升学打造品牌影响力.....	16
3.4 课程体系与教学特色.....	18
3.5 AI 技术赋能教育全周期.....	19
四、财务分析.....	21
五、盈利预测及投资建议.....	23
六、风险分析.....	24

图表目录

图表 1: 天立国际控股发展历程	5
图表 2: 天立国际控股股权结构	6
图表 3: 天立国际控股主要管理团队	7
图表 4: 天立国际控股主营业务	8
图表 5: 国内民办学校占学校总数超三成	11
图表 6: 幼儿园、高中、高职中民办校占比更高	11
图表 7: 政策指导下普高录取率持续提高	11
图表 8: 普高数量持续增长但增速低于招生增速	11
图表 9: 民办高中数量高速增长作为必要补充	12
图表 10: 民办高中在校生人数及在普高中的占比	12
图表 11: 2016-2023 年 K12 民办学校数量变化	12
图表 12: 2017 年以前新出生人口持续增长	12
图表 13: 天立国际控股“一千多支”战略	14
图表 14: 天立国际控股学校数量持续增长	15
图表 15: 天立国际控股服务学生人数高速增长	15
图表 16: 天立国际控股托管学校数量	16
图表 17: 天立国际控股托管业务收入	16
图表 18: 天立国际通过科学分班实现分层教学	17
图表 19: 天立国际控股多元化升学途径	17
图表 20: 天立国际控股“六立一达”课程体系	18
图表 21: 教育大数据平台赋能教学	20
图表 22: 天立国际控股营业收入	21
图表 23: 天立国际控股净利润	21
图表 24: 天立国际控股毛利率和净利率	22
图表 25: 天立国际控股期间费用率	22
图表 26: 天立国际控股资产负债率	22
图表 27: 天立国际控股现金流	22
图表 28: 天立国际教育收入预测	23

一、天立国际控股公司概况

1.1 公司发展历程

天立国际控股有限公司作为国内知名的 K12 民办教育集团，自 2002 年成立以来，在民办教育领域留下了深刻的足迹。

初创期（2002-2013）：扎根四川，完善 K12 全学段体系。公司早期以 K9 教育业务为主，2002 年在四川省泸州市建立了第一所学校——泸州市天立学校，凭借着优质的教育理念和教学质量，于 2005 年成功招收首届初中学生，迈出了发展的重要一步。2010 年，泸州市龙马潭区天立小学建立，2013 年，泸州天立学校附属幼儿园建成，至此，公司业务成功覆盖 K9 全学段，构建了较为完善的基础教育体系。

扩张期（2013-2018）：跨区域复制，成为西部民办教育龙头。2013 年，公司开启跨区域扩张战略，在四川省宜宾翠屏区建设天立学校，这一举措标志着天立国际控股开始突破地域限制，向更广阔的市场进军。随着自身实力的不断增强和品牌影响力的逐步提升，2018 年，公司成功在港交所上市，正式迈入资本市场。这不仅为公司带来了更充足的资金支持，也为其后续的全全国扩张奠定了坚实基础。借助资本市场的力量，公司校园网不断向外扩展，迅速延伸至全国多个地区。

图表1：天立国际控股发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

转型期（2021-2023）：政策驱动下聚焦高中与轻资产模式。2021 年，《民办教育促进法实施条例》发布，对民办教育行业产生了深远影响。该条例明确规定“任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校”，且“提供义务教育的民办学校不得与关联方进行交易”。面对这一政策变化，天立国际控股迅速做出反应，于 2021 年 8 月 31 日起将受影响的 K9 业务从综合财务报表的范围中剥离。同时，公司积极调整战略方向，提出“一千多支”战略，聚焦营利性高中业务，并围绕校网内学生开展多元化的综合运营服务，包括线上校园商城、后勤综合服务、艺术升学指导、国际教育、出

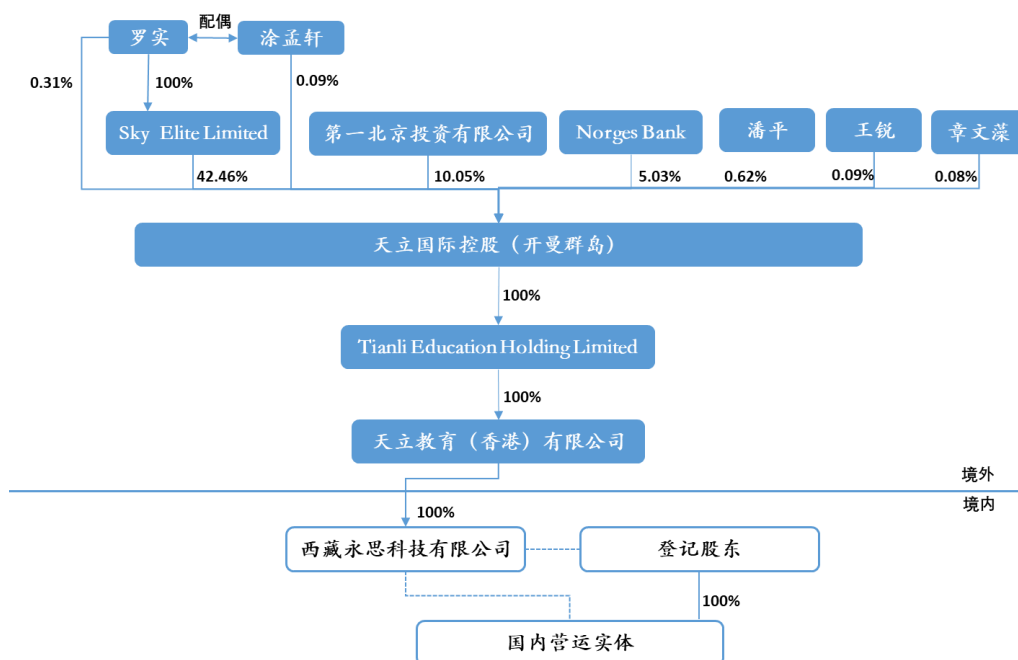
国留学咨询及游学等。通过这一系列的战略调整和业务转型，公司成功适应了政策变化，在新的市场环境中继续保持稳健发展。

升级期（2024 至今）：全国校网成型，数字化与托管业务双轮驱动增长。截至 2024 年 11 月，公司已在宁波、安徽、湖北、上海等 18 个省市建立了 58 所学校，服务在校生超过 13 万人，其中高中生达 5.39 万人。公司托管业务开始快速拓展，成为第二增长曲线。

1.2 股权结构稳定，控股股东持股比例高

天立国际控股的股权结构稳定，主要股东持股比例较高。公司自 2018 年 7 月在港股上市以来，股权结构经历了多次调整，包括 2018 年 7 月的超额配股权行使、2020 年 12 月的配发新股，以及 2022 年 4 月的注销回购股份。截止 2025 年 2 月，罗实先生的全资子公司 Sky Elite Limited 持有上市公司 42.46% 的股份，是公司的控股股东，罗实先生是公司的实际控制人。此外，其他股东如第一北京投资有限公司和 Norges Bank 也持有较高的股份比例，分别为 10.05% 和 5.03%。这一股权结构确保了公司在快速变化的市场环境中的稳定性和决策效率。

图表2：天立国际控股股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

管理层经验丰富，罗实作为核心人物推动公司发展。天立国际控股的管理层团队由经验丰富的专业人士组成，其中罗实作为公司创始人和董事长，拥有超过 20 年的教育行业经验，对公

司的战略发展和决策具有重要影响。王锐先生现任行政总裁兼首席财务官，其在财务管理和公司治理方面的经验为公司提供了重要的支持。其他管理层成员如潘平、章文藻等也分别在公司治理和财务管理方面发挥了重要作用。管理层的丰富经验和战略眼光为公司的持续发展提供了坚实的基础。

董事会构成完善，主要职责确保公司治理透明。天立国际控股的董事会由执行董事、非执行董事和独立非执行董事组成，包括罗实、王锐、潘平、章文藻、廖启宇、杨东和程益群。董事会下设审核委员会、薪酬委员会和提名委员会，分别负责财务审核、薪酬制定和董事提名及任免。这种结构确保了董事会的独立性和有效性，提升了公司治理的透明度和公正性。管理层的加入和董事会的完善，为公司的未来发展注入了新的活力和专业知 识，预计将推动公司在文化传媒行业中的进一步发展。

图表3：天立国际控股主要管理团队

姓名	职位	出生年份	任职年份	简历
罗实	董事会主席 执行董事 行政总裁	1973	2018	公司创始人，在教育行业有逾 20 年的经验。自 2004 年 3 月起一直担任天立控股的董事会主席兼总裁，负责策略发展、整体经营管理及主要决策。
王锐	执行董事 首席财务官 联席公司秘书	1982	2018	2015 年 3 月起担任公司首席财务官，并自 2018 年 1 月起担任执行董事兼联席公司秘书。曾在龙湖地产、新希望地产、万科负责财务、风险监控、审计等工作。
潘平	非执行董事	1956	2023	在商业管理及发展方面具有丰富经验，2015 年开始担任神州天立教育投资有限公司董事。2017-2022 年担任红星美凯龙总裁。
章文藻	非执行董事	1957	2023	在银行和金融方面具有丰富经验。2015-2018 年担任深圳海联讯董事长，2002-2015 年担任深圳索智达财务总监。2023 年 4 月 25 日委任为天立国际控股有限公司非执行董事。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

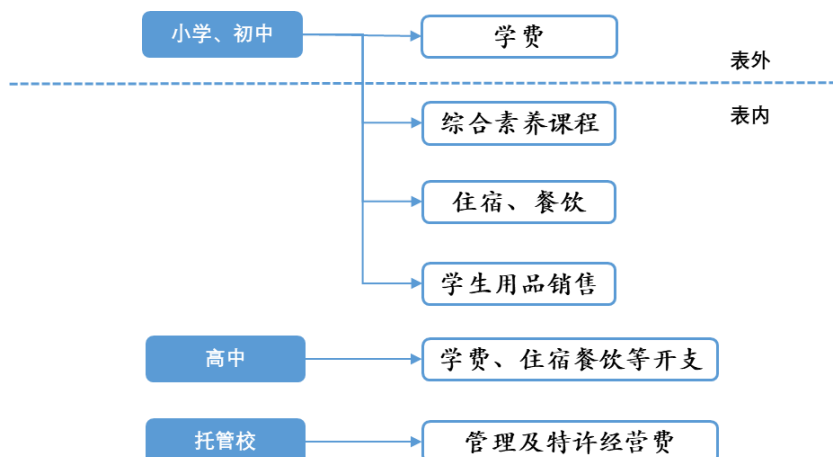
1.3 多元业务协同 构筑教育生态

高中教育是天立国际控股综合教育服务业务的核心。公司采用“双优”培养模式，既注重学生的学业成绩，帮助学生在高考中取得优异成绩，升入理想的大学；又强调学生的综合素质提升，通过开展各种社团活动、社会实践和学术竞赛，培养学生的领导能力、团队协作能力和创新

精神。公司还设立了专门的升学指导中心，为学生提供个性化的升学规划和指导，帮助学生根据自身的兴趣、特长和学业成绩，选择适合自己的大学和专业。

综合素养课程覆盖了从幼儿园到高中的多个学段，形成了一站式的教育服务体系。天立独创的立达课程已发展为集综合素养课程、科技国学特色课程、旅游研学课程为一体的综合教育课程体系。科技与国学课程已在集团内几十所学校落地，覆盖数万名学生，为学生提供丰富多元的知识体验。游研学业务增长强劲，2024 学年，立行研学公司服务人次超 11 万，不仅服务集团内自营学校，还为集团外 30 多所学校约 1.5 万人次提供服务，课程设计融合知识学习与实践体验，涵盖多领域内容，于细分市场中占据领先地位。

图表4：天立国际控股主营业务



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

综合后勤服务保障学校的正常运营和学生的学习生活需求。公司为旗下学校提供全方位的后勤支持，包括餐饮、住宿、校园设施维护等服务。公司采用自营的运营模式在学校内设立餐厅，为师生提供一日三餐及加餐服务。

产品销售业务通过“供应链整合 + 校园电商”实现双轮驱动。一方面公司通过线上校园商城等渠道，向本校学生和外部用户提供校服、床上用品、日用品、文具等学生用品，依托学校场景的信任背书，形成“近垄断”销售优势。另一方面公司通过整合上下游渠道资源，向校外客户供应粮油、生鲜等农副产品。随着供应链渠道布局的加密，产品销售收入不断增长。

管理及特许经营打开成长空间。公司向托管学校提供学校管理及特许经营服务，输出成熟的教学管理经验与品牌，收取管理及特许经营费。目前，公司的托管业务处于快速拓展阶段，项目储备丰富，有望成为公司重要的增长曲线。

二、民办教育行业现状及发展趋势

2.1 政策推动民办教育规范化发展

政策支持与规范化发展，推动民办教育行业稳步前行。近年来，我国政府在教育领域的政策逐步完善，为民办教育行业的发展创造了有利条件。2021 年《民办教育促进法实施条例》的发布，使得民办教育行业的发展进入了法制化阶段，政策环境的稳定为行业的规范化发展提供了有力支持。《民办教育促进法实施条例》通过分类管理、招生规范、财务监管等制度设计，对 K12 不同学段民办教育产生了结构性影响。以下分别从义务教育、高中学段展开分析政策影响。

2.1.1 义务教育阶段（小学、初中）：资本退潮与合规重构

1、营利性办学的法律终结与资本撤离

禁止性条款的直接冲击：条例第四十五条明确“实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易”，并禁止通过兼并收购、协议控制等方式控制义务教育学校。这一规定直接切断了资本通过 K9 学校获取投资回报的路径，导致多家上市教育集团剥离义务教育业务。例如，枫叶教育在 2021 年财年砍掉 K9 业务，天立国际控股将一体化学校中的小学、初中剥离，仅保留独立运营的营利性高中。截至 2023 年底，全国民办义务教育学校数量较 2021 年减少 2051 所，在校生减少 452.11 万人。

证券化路径的全面封堵：条例实施后，K9 学校的资本证券化戛然而止。2021 年底，成实外教育、天立教育等五家港股上市公司因无法评估条例对财务报表的影响而停牌，最终选择退市或业务转型。这一政策迫使义务教育阶段回归公益属性，资本退出导致学校普遍面临资金链压力。

2. 招生政策的系统性收紧

公民同招与摇号录取的连锁反应：条例强化“公民同招”原则，要求民办义务教育学校与公办学校同步招生、免试入学。优质生源流失导致教学质量下滑，进而影响学费定价权。

跨区域招生的严格限制：条例要求民办义务教育学校在审批机关管辖区域内招生，四川省等省份进一步细化为“实施义务教育的民办学校应当在审批机关管辖的区域内招生”。

3. 财务监管与合规成本激增

关联交易的全面禁止：条例第四十五条禁止义务教育阶段民办学校与利益关联方进行交易，包括教材采购、后勤服务等。这导致学校需重构供应链体系。

非营利性监管的强化：非营利性学校需接受更严格的财务审计，合肥市要求民办学校接入智慧食堂监管系统、安装一键报警装置等，导致运营成本增加约 15%。同时，学校结余需全部用于办学，举办者不得取得收益，进一步压缩资金灵活性。

2.1.2 高中阶段：政策松绑下的市场化扩张与风险并存

1. 营利性办学的合法化突破

资本介入的制度通道：条例允许高中阶段设立营利性学校，为资本扩张提供政策支持。天立国际控股通过收购托管学校快速扩大规模，2023 财年高中在校生同比增长 45%，托管业务收入占比提升至 5%。资本涌入推动高中教育市场规模扩大，2023 年民办普通高中数量增至 4567 所，在校生达 547.76 万人。

关联交易的有限开放：条例删除了送审稿中对非营利性民办校集团化办学的限制，允许高中阶段进行“三公”关联交易（公平、公允、公开）。这一政策为教育集团通过供应链整合、品牌输出等方式提升效率提供了空间，如某民办高中通过关联企业统一采购教学设备，成本降低 12%。

2. 招生自主权的有限释放

跨区域招生的分级管理：条例第三十一条规定民办高中“主要在学校所在设区的市范围内招生，符合省级规定的可以跨区域招生”。四川省等地进一步细化为“符合省教育行政部门规定的可以跨区域招生”，赋予地方统筹权。

掐尖招生的制度约束：条例明确限制“无序的跨区域竞争性招生”，合肥市等地方政府规定民办高中跨市招生比例不得超过 10%，防止过度虹吸优质生源。这一政策促使民办高中转向内涵式发展，如长春光华学院通过产教融合培养新工科人才，毕业生就业率超 95%。

3. 财务与运营的市场化探索

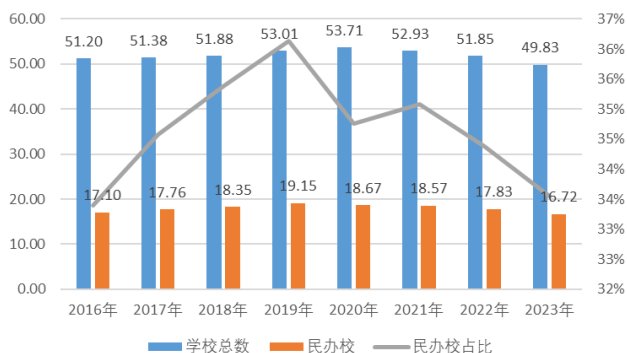
学费定价的自主空间：条例允许营利性高中自主确定收费标准，同时，地方政府通过专项补贴支持优质民办高中，如温州市对三星级以上民办高中按在校生人数给予生均公用经费补助，2024 年全市民办高中财政补助占比达 25%。

轻资产模式的规模化扩张：头部教育集团通过托管公办学校或薄弱民办学校实现轻资产扩张，天立国际控股 2024 年托管学校数量从 4 所增至 18 所，新增托管学段 14 个，毛利率超 50%。这种模式规避了直接举办营利性学校的政策限制，同时通过输出管理、课程获取稳定收益。

2.2 民办高中是教育资源供给的必要补充

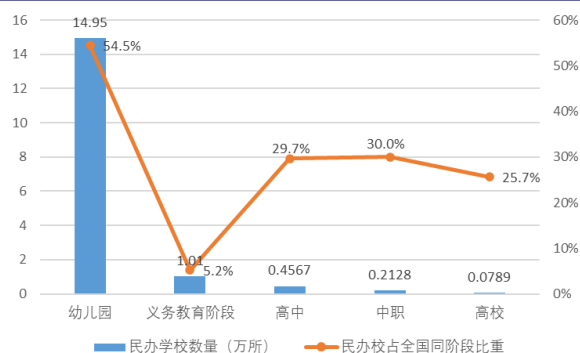
民办教育在我国教育体系中占有重要地位。根据教育部数据，近年来民办学校在我国学校总数中占比超过三成。2023 年，在所有民办学校中幼儿园数量最为庞大达 14.95 万所，占比 54.4%，其次是民办高中和民办中职，数量分别为 4567 所和 2128 所，占比分别为 29.7%和 30%。民办教育在扩大教育资源的供给、教育多元化的推动、教育创新的探索以及社会经济发展的促进等方面具有重要作用。

图表5：国内民办学校占学校总数超三成



资料来源：教育部，太平洋证券整理

图表6：幼儿园、高中、高职民办校占比更高

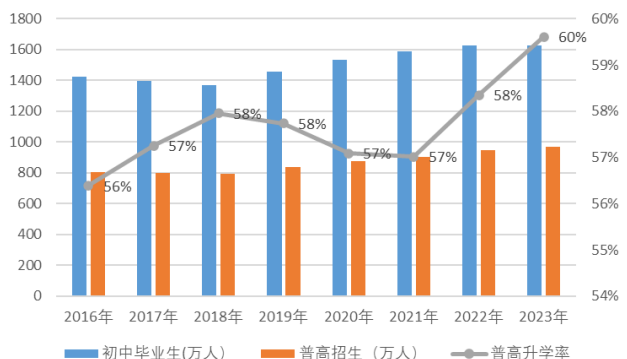


资料来源：教育部，太平洋证券整理

政策指导下高中教育资源供给不断扩大。2025 年 1 月国务院印发的《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》是未来 10 年我国教育行业发展方向的纲领性文件，其中第九条提出：统筹推进市域内高中阶段学校多样化发展，**加快扩大普通高中教育资源供给**。探索设立一批以科学教育为特色的普通高中，办好综合高中。深入实施县域普通高中振兴计划。

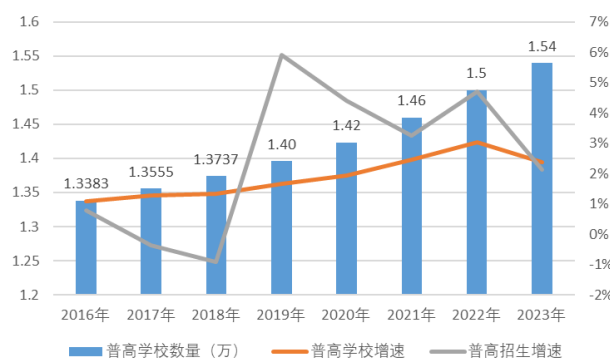
目前阶段我国普通高中学位供给仍存在较大缺口。我国普高录取率持续走高，从 2016 年的 56% 提升到 2023 年的 60%。在学历内卷的当下，越来越多的初中学生希望通过初中——高中——大学的路径来获得学历的提升。各地政府为了响应政策号召扩大高中学位供给，一方面增设更多的普高学校，其中包括公办和民办普高；另一方面通过职普融通的方式，在高职、中职院校设立综合高中班，学生经过一年的学习后可以选择参加普通高考还是职教路线。

图表7：政策指导下普高录取率持续提高



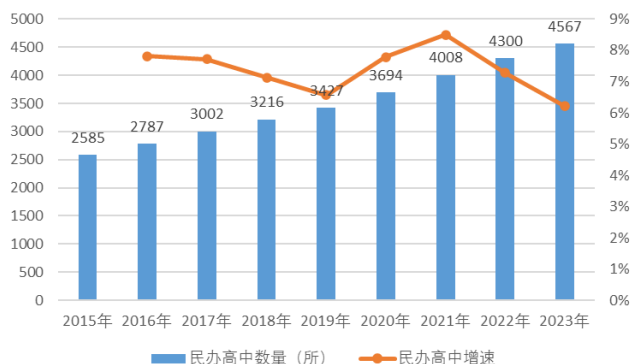
资料来源：教育部，太平洋证券整理

图表8：普高数量持续增长但增速低于招生增速



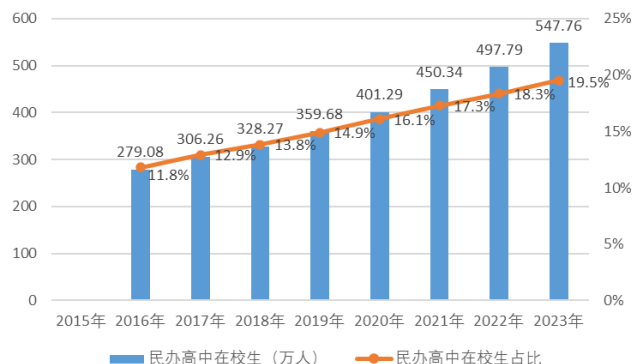
资料来源：教育部，太平洋证券整理

图表9：民办高中数量高速增长作为必要补充



资料来源：教育部，太平洋证券整理

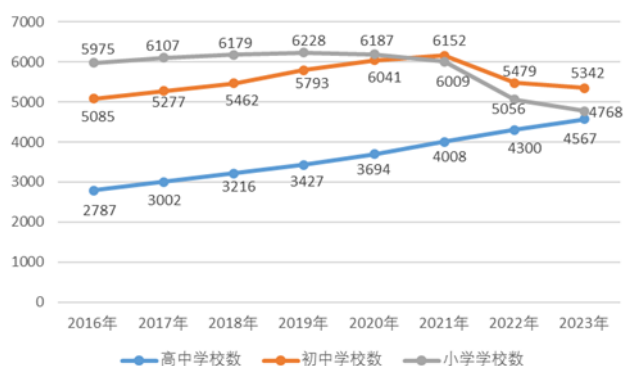
图表10：民办高中在校生人数及在普高中的占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

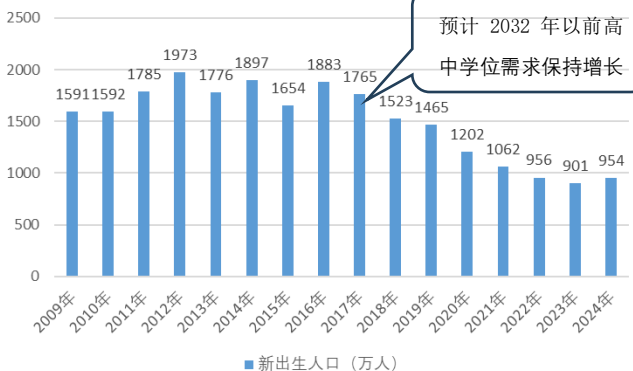
民办高中增速更高，成为教育资源供给的必要补充。2015 年到 2023 年我国民办高中从 2585 所增长到 4567 所，复合增速 7.4%，远高于全国普高整体 1.9%的复合增速。民办高中在全国普高中的数量占比也从 2015 年的 19.52%提高到 29.69%，极大的丰富了初中学生的升学选择。特别是 2021 年《民促法实施条例》实施后，民办小学和民办初中受政策影响出行明显下滑的情况下，民办高中保持了平稳的增速。

图表11：2016-2023 年 K12 民办学校数量变化



资料来源：教育部，太平洋证券整理

图表12：2017 年以前新生儿人口持续增长



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

市场规模持续扩大，未来增长潜力巨大。中国民办教育行业的市场规模在过去几年中显著扩大，K12 教育、职业教育和国际教育成为三大核心增长领域，其中 K12 教育在政策调整 and 市场需求驱动下有望快速增长。预计到 2025 年，中国民办普高的市场规模有望达到 1500 亿 - 2185 亿元。这主要得益于我国经济的发展和居民对优质教育资源的需求不断增加，越来越多的家庭愿意选择民办教育，以满足孩子多样化的教育需求。同时，国家对民办教育的政策在规范的基础上也给予了一定的支持，为民办教育的发展提供了良好的政策环境。

2.3 技术创新引领教育行业变革

随着科技的飞速发展，AI、大数据等技术正深刻地变革着教育教学的方式和理念。在教学方式上，AI 技术的应用使得个性化教学成为可能。通过分析学生的学习数据，如学习进度、答题情况、知识掌握程度等，AI 系统可以为每个学生制定个性化的学习计划，提供针对性的学习资源和辅导，满足不同学生的学习需求。大数据技术则帮助教师更好地了解学生的学习行为和学习习惯，从而优化教学策略。教师可以通过分析大数据，发现学生在学习过程中存在的问题和困难，及时调整教学方法，提高教学效果。在教育理念上，技术创新促使教育从传统的以教师为中心向以学生为中心转变，更加注重学生的自主学习和个性化发展。

AI 自习室通过先进的技术手段，依据学生的学习状况进行有针对性补弱。学生在初次使用时，系统会引导其完成一套综合性的知识测评，涵盖 K12 阶段各学科的核心知识点。例如，在数学学科中，从代数、几何到统计概率，细致考察学生对不同知识板块的掌握程度；英语学科则从词汇、语法、阅读、写作等维度展开评估。借助强大的算法和机器学习技术，系统能在短时间内对学生答题数据进行深度挖掘，精准定位其知识薄弱点，为后续个性化学习方案的制定提供坚实依据。以某初中学生为例，经过测评，AI 自习室发现其在物理学科的力学部分，尤其是牛顿定律的应用上存在较多知识漏洞，这就明确了该学生在物理学习上的起点与重点攻克方向。

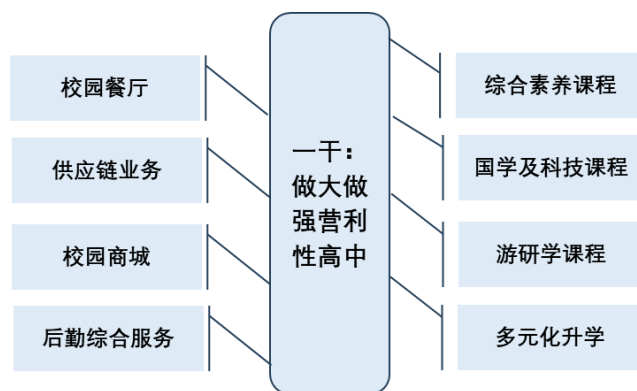
智能生成多元教学素材提升备课效率。备课过程中，收集和整理丰富、优质的教学素材往往耗费教师大量时间与精力。AI 技术的介入极大地改变了这一现状。教师只需在备课辅助系统中输入教学主题、教学目标以及所教班级学生的大致学情，系统便能迅速从庞大的教学资源数据库中，智能筛选并生成一套全面且针对性强的教学素材。以语文课程《桂林山水》的备课为例，系统不仅能提供课文的高清图片、名家朗读音频、相关的视频纪录片等帮助学生直观感受桂林山水之美，还能根据班级学生的阅读水平和写作能力，生成配套的阅读理解练习题、写作训练题目以及相应的参考答案和解析。同时，对于不同教学环节，如导入、讲解、拓展等，系统会推荐多样化的教学活动设计方案，如小组讨论话题、角色扮演场景等，为教师备课提供丰富的创意与素材支持，大幅提高备课效率。

三、业务发展战略转型 打造市场竞争优势

3.1 “一千多支”战略转型

确立“一千多支”战略转型综合教育服务商。2021 年《民促法实施条例》颁布后，天立国际控股提出的“一千多支”战略，积极适应市场变化和教育需求的演进，向全国性综合教育服务商转型。“一千”是以高中教育为核心，构建了公司业务发展的主脉络。高中教育作为“一千”，在公司的业务体系中占据着核心地位，是公司品牌形象的重要展示窗口，也是吸引生源和家长的 key 因素。公司凭借在高中教育领域积累的丰富教学经验、优质的师资队伍和卓越的教学成果，在市场中树立了良好的口碑和品牌知名度。

图表13：天立国际控股“一千多支”战略



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

多元化拓展教育服务产业链。在“一千”的基础上，公司积极拓展多元业务作为“多支”，涵盖了线上校园商城、后勤综合服务、艺术升学指导、国际教育、出国留学咨询及游学等多个领域。这些多元业务与核心教育业务之间存在着紧密的协同关系。

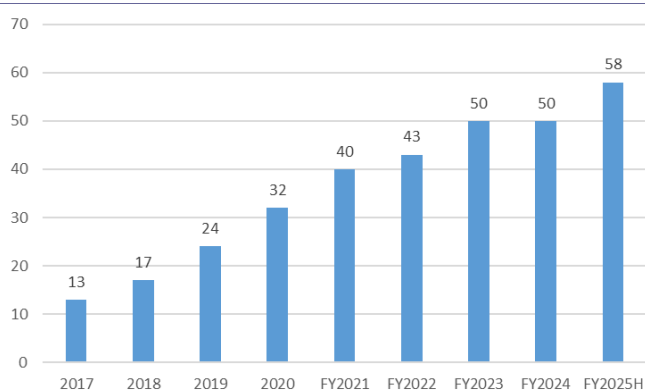
培训服务业务主要包括针对学生的课外辅导和针对教师的专业培训。课外辅导方面，公司根据学生在学习需求，开设了多种类型的辅导班，如学科培优班、基础巩固班、艺考辅导班等，由经验丰富的教师授课，采用个性化的教学方法，帮助学生提高学习成绩和解决学习中遇到的问题。教师专业培训方面，为提升教师的教学水平和专业素养，公司定期组织教师参加各类培训活动，邀请教育专家进行讲座和培训，开展教学研讨和交流活动，分享最新的教育理念和教学方法，促进教师的专业成长。

餐厅营运为师生提供了优质的餐饮服务，解决了师生的生活需求，有助于提高师生的学习和工作效率。**线上校园商城**为学生和家长提供了便捷的购物平台，满足了他们在学习用品、生活用品等方面的需求，同时也为公司带来了新的收入增长点。**后勤综合服务**包括物业管理、设施维护、校园安全等方面，为学校的正常运营提供了全方位的保障，确保师生能够在一个安全、舒适的环境中学习和工作。**艺术升学指导**针对有艺术特长的学生，提供专业的艺术培训和升学规划，帮助他们在艺术领域实现自己的梦想。**国际教育和出国留学咨询**则为学生提供了国际化的教育资源和留学渠道，满足了部分学生和家长对于国际教育的需求。通过多元业务的协同发展，天立国际控股实现了资源的优化配置和利用，提高了公司的整体运营效率和盈利能力。

不断扩大校网规模，提升综合竞争力。截至2024年秋季学期，校网内的高中生人数从年初的3.7万人增至5.4万人，增长率达到46.8%，这一增长趋势充分体现了公司高中教育业务的吸引力和市场竞争力。在多元化业务拓展方面，服务学生人数的保持高速增长，2016-2024学年服务学生复合增速达29.3%，2024年秋季学期服务学生人数达到13万人。商品销售收入逐年增长，用户数量不断增加；后勤综合服务得到了学校和师生的高度认可，服务质量不断提升；艺术

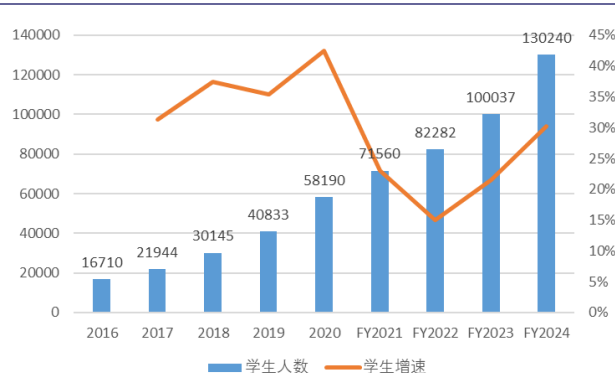
升学指导帮助众多学生考入了知名艺术院校，升学成果显著；国际教育和出国留学咨询业务也逐渐成熟，为越来越多的学生提供了优质的教育和留学服务。通过“一千多支”战略的实施，公司实现了业务的多元化发展，降低了单一业务带来的风险，提高了公司的综合竞争力和抗风险能力。

图表14：天立国际控股学校数量持续增长



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表15：天立国际控股服务学生人数高速增长



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

3.2 轻资产业务打造第二增长曲线

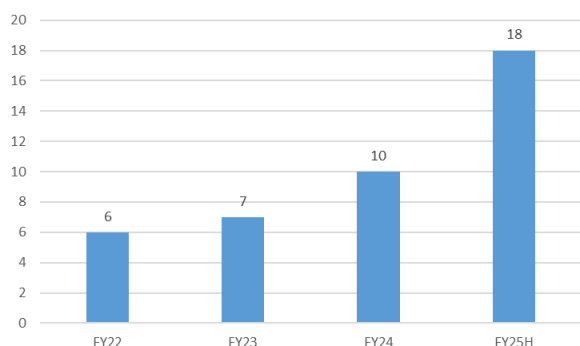
轻资产扩张战略是天立国际控股实现快速发展和市场拓展的重要举措。公司主要采用租赁和托管等轻资产扩张模式，以降低前期投资成本和运营风险。

在租赁模式下，公司租赁合适的场地作为学校的办学场所，避免了大规模的土地购置和校舍建设投资，大大缩短了学校的建设周期，使公司能够更快地将优质教育资源推向市场。同时，租赁模式还具有灵活性，公司可以根据市场需求和经营状况，及时调整租赁场地的规模和位置，降低了因市场变化带来的风险。

在托管模式下，公司与其他学校或教育机构合作，受托管理其学校的运营和教学事务。在托管过程中，公司输出自身成熟的教育理念、教学管理模式和师资培训体系，提升被托管学校的教育质量和管理水平。这种模式不仅能够充分发挥公司的专业优势，实现教育资源的优化配置，还能够在不增加大量固定资产投资的情况下，迅速扩大公司的市场份额和品牌影响力。

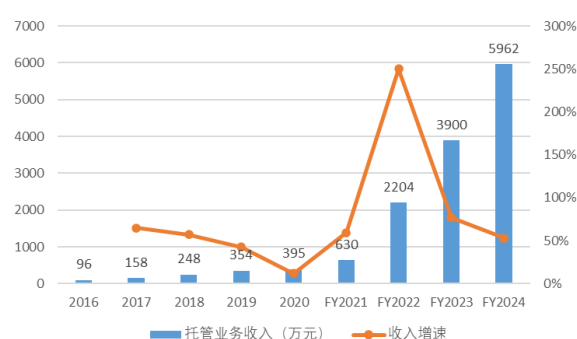
2023年后，托管业务进入规模化发展阶段。截至2024年秋季学期，天立已托管18所学校、33个学段，储备意向项目超100个学段，计划每年新增30-40个学段，预计到2028年托管学段总数接近200个，按照平均400w/年的托管收费标准估算，预计年营收贡献达8亿元。2025财年中报数据显示，管理及特许经营费收入同比增长116.3%，成为增速最快的业务板块。

图表16：天立国际控股托管学校数量



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表17：天立国际控股托管业务收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

轻资产扩张战略对公司的市场份额和运营效率产生了积极而深远的影响。从市场份额来看，通过租赁和托管等方式，公司能够快速进入新的市场区域，在较短时间内开设更多的学校，吸引更多的学生，从而有效地扩大了公司的市场覆盖范围，提升了市场份额。与传统的重资产扩张模式相比，轻资产扩张战略使公司能够以较低的成本和风险实现快速扩张，在市场竞争中占据更有利的地位。在运营效率方面，轻资产模式减少了公司在固定资产投资和维护方面的精力和资金投入，使公司能够将更多的资源和精力集中在教育教学核心业务上，专注于提升教学质量和服务水平。同时，轻资产扩张战略下的学校建设和运营周期较短，能够更快地实现盈利，提高了公司的资金周转效率和盈利能力，进一步增强了公司的市场竞争力和可持续发展能力。

3.3 多元化升学打造品牌影响力

天立在教育服务方面有超过 20 年的丰富经验，公司根据学生个人情况因材施教，分层教学，同时提供普通高考、强基竞赛、艺体招生、国际教育等多种升学方式，通过系统化培养体系、技术赋能和资源整合，构建差异化竞争力。保证学生能够顺利升入理想的高校。

图表18：天立国际通过科学分班实现分层教学

班型设置	班数/班额	培养对象	师资构建	培养方式	培养目标
创新人才 拔尖班	2个班 35人/班	学生成绩优异 有竞赛强基基础及意愿	顶级竞赛教练/校长坐镇管理 9科清北名师/学科带头人	常规教学与项目式教学融合 竞赛强基过程性选拔 集中集团资源，实现全域化贯通式培养	清北及双一流 以上名校
天骄实验 A类班	4个班 38人/班	学生学习态度认真 思维灵活、目标感强	干部领航/成熟班主任 学科主任/骨干教师	多方资源联合，高效“4+1”课堂模式 小组合作探究模式 师生共生、共同成长	重点及以上 国内外名校
天骄实验 B类班	4个班 40人/班	学生品行端正 学习态度良好、潜力十足	干部领航/成熟班主任 骨干教师/青年教师	个性化培养，从基础夯实抓起 从学生兴趣特长培养起 让每个孩子自信中不断成长	本科及以上 国内外学校
艺 术 特长班	1个班 30人/班	艺术方面的特长 学生（兴趣）	特长双班主任制/优秀教师引领 青年骨干教师/专业导师	兴趣激发，引领学生发掘潜能 专业指导，尊重个性生涯规划 资源共享，升学保障	本科及以上 国内外学校
体 育 特长班	1个班 30人/班	体育方面的特长 学生（兴趣）	特长双班主任制/优秀教师引领 青年骨干教师/专业教练	个性化培养，从基础夯实抓起 从学生兴趣特长培养起 让每个孩子自信中不断成长	本科及以上 国内外学校
国 际 语言班	3个班 25人/班	国际升学意向 需求的学生/语言	国际升学管理专班班主任 小语种教师/青年教师	中国海洋大学“2+2”/韩国班 上交大合作班QS世界前200名校 港澳等方向名校	本科及以上 国内外学校

资料来源：公司网站，太平洋证券整理

高考升学率领先，成熟期高中毕业生本科率达到 90%。尽管公司校网规模持续扩大，高中生人数不断增加，仍然保持了较高的高考升学率。2024 年高考，公司成熟期学校的毕业生有约 90% 达到本科录取分数线，55%达到一本院校录取分数线。对比之下四川省 2024 年本科率 45.5%，一本率 17.42%，优秀的毕业成绩使得天立在越来越多的学生和家長中树立了良好的口碑。

图表19：天立国际控股多元化升学途径



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

竞赛强基：贯通式拔尖人才培养体系选拔优秀人才。天立搭建竞赛公司，构建了小初高贯通的竞赛选拔体系，设立《拔尖生一体化管理手册》，覆盖数学、物理等五大学科。2024 学年五大学科竞赛中，26 人获省级一等奖，6 人入选省队，全国决赛斩获 3 金 1 银 4 铜，1 人入选国家集训队并保送清北。近三年累计超 60 名学生获省级以上竞赛奖项，清北录取人数从 2021 年的

3 人增至 2024 年的 13 人，计划到 2027 年实现单届清北录取 100 人。同时公司把竞赛课程实现对外输出变现，2024 年公司与福建泉州市第五中学签约竞赛培训服务协议，形成“造血 - 输血”循环。

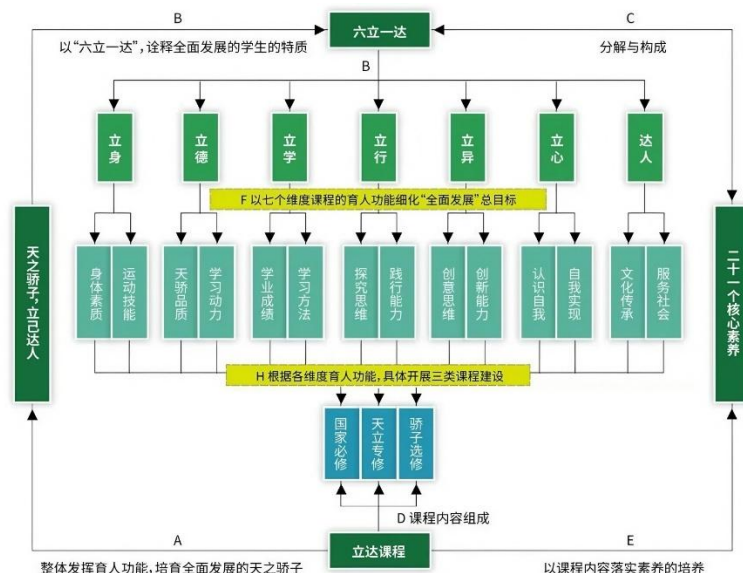
国际升学：通过资源整合与课程创新取得优异成绩。公司国际高中开设 A-Level、AP、IB 等主流课程，2025 年申请季，天立学子斩获 104 枚 QS 前 50 名校 Offer，其中 30 枚来自 QS 前 10 院校（牛津、剑桥、帝国理工等）。深美宝安校区 QS 前 50 录取率突破 40%，成都天立国高首届毕业生 QS 前 50 录取率达 70%，人均获 7 份以上 Offer，累计奖学金超 70 万。

艺体特长：素质教育与升学通道的深度融合。公司与专业艺术机构合作开展艺术教育培训，将艺体学生单独编班，配备艺考教师和职业教练，每天集中训练，文化课聚焦易提分模块。宜宾天立累计 60 余名学生通过艺体途径考入央美、中传等名校，10 余人留学海外；泸州天立“蜀韵东方”艺术大赛中获 17 个省级一等奖。体育方面，泸州天立黄鑫媛获全运会女篮季军并被西南财大录取，兰州天立射击队获省级团体第三。

3.4 课程体系与教学特色

以“六立一达”课程体系为核心框架，形成差异化优势。天立国际控股构建了独特的“六立一达”课程体系，包括体育立身、文化立德、思辨立学、实践立行、科创立异、艺术立心、立己达人。在满足学生需求方面，“六立一达”课程体系注重学生的全面发展，不仅关注学生的学术成绩，还重视学生在品德、体育、艺术、创新等方面的培养。

图表20：天立国际控股“六立一达”课程体系



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

公司将课程体系分为国家必修、天立专修、骄子选修三类，覆盖 K12 全学段。国家必修课程确保基础学业达标，天立专修课程聚焦核心素养（如国学、科创），骄子选修课程提供 60 + 个性化选择（如编程、非遗蜡染）。通过“国家必修 + 天立专修 + 骄子选修 + 家校实修”四维模式，为每个学生定制专属课表，实现“一人一课表”的精准培养。

课程以“立己达人”为终极目标。通过系统化设计、跨学科整合和技术赋能，将 21 项核心素养分解到七个维度。立学通过学科素养课程培养科学思维，立异通过科创课程（如机器人、AI）激发创新能力，达人通过社会实践课程（如社区服务、国际交流）强化社会责任感。德阳天立的国学课程融入三星堆文化游学、绵竹年画实践，让学生在体验中传承传统文化。

在提升教学效果方面，“六立一达”课程体系采用了多样化的教学方法和手段。在思辨立学方面，通过开展小组讨论、案例分析等活动，培养学生的批判性思维和逻辑推理能力，提高学生的学习效果；在实践立行方面，组织学生参加各类社会实践活动，如社区服务、科技创新实践等，让学生将所学知识应用到实际中，增强学生的实践能力和社会责任感。通过这些特色课程体系和教学方法，天立国际控股为学生提供了一个全面发展的教育环境，帮助学生在知识、技能、品德等方面都得到了有效的提升，从而在激烈的市场竞争中脱颖而出。

3.5 AI 技术赋能教育全周期

天立国际控股积极利用 AI 技术赋能教育提升教学质量和巩固教学成果。在教学过程中，AI 技术为教师提供了强大的辅助工具。在备课环节，教师可以借助 AI 智能备课系统，快速生成教案提纲，并根据教学目标和学生的实际情况，自动匹配对应的知识点、素材、试题等资源。这大大节省了教师的备课时间，使教师能够将更多的精力投入到教学策略的设计和个性化教学中。在课堂教学中，利用 AI 的视频捕捉技术，教师可以实时了解学生的上课状态，如学生的注意力是否集中、是否有困惑的表情等，从而及时调整上课的节奏和教学方法。课堂小测也可以通过 AI 的机器学习能力，根据学生的已有能力生成匹配的测试题，并自动检测学生的上课效果，为教师提供及时的教学反馈，帮助教师更好地掌握学生的学习情况。

图表21：教育大数据平台赋能教学



资料来源：公司网站，太平洋证券整理

对于学生的学习，AI 技术同样发挥了重要作用。在自学过程中，AI 可以对学生的学情进行实时监测分析，根据学生的学习进度、答题情况、知识掌握程度等数据，为学生提供针对性的改善意见和个性化的教学内容，实现因材施教。在自测环节，AI 的交互优势得以充分发挥，例如拍照搜题、智能测评等功能，能够成为学生的智能助教，实时、快捷、全面地解答学生的各种学习疑惑，帮助学生快速进步。学生还可以借助 AI 开展个性化的自主训练，如在口语、作文、音乐等学习方面，AI 可以提供精准的反馈和指导，减少学生对教师的依赖，同时让学生对自己的学习情况了如指掌，做到心中有数。通过 AI 赋能，天立国际控股实现了教学质量的显著提升和教学成果的有效巩固，进一步增强了公司在教育市场中的竞争力。

布局 AI+教育，成立启鸣达人科技公司。公司旗下子公司启鸣达人作为教育数字化先锋，已于 2024 年获得“高新技术企业”认证。基于 23 年教学标准化管理体系和教育内容，启鸣达人研发了基于 AI 和大数据技术的启鸣数字驱动教学管理云平台，实现智慧学校的全数据融通。该平台通过 AI 教研系统、AI 学伴、AI 智习室等功能模块，为师生提供个性化学习路径和智能辅导，显著提升了教学效果和学习体验。截至 2024Q4，公司旗下启鸣云校 AI 未来智慧学校已成功接入 107 所学校，为超过 25 万师生提供高效服务。通过这些技术应用与创新举措，天立国际控股提升了自身的教学质量和服务水平，增强了市场竞争力，为公司的可持续发展注入了新的动力。

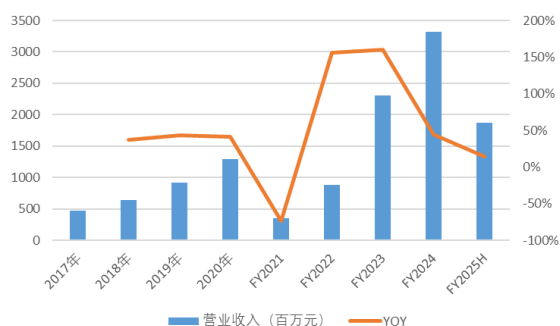
AI 赋能教育全周期。启鸣云校将 AI 智慧学伴服务贯穿了教、学、管、评、考、研六大方面，以未来学校的学术理论引领创新。启鸣 AI 智习室则体现了 AI 赋能个性化教育，通过智能算法分析学生的学习数据，结合个人兴趣、能力和学习风格，为学生量身定制学习路径。这种高度个性化的学习方式，有效解决了传统教育中“一刀切”的问题。这一系列创新举措，使得启鸣云

校在 AI 时代下的教育领域脱颖而出，为学校提供了未来教育的可能性，以“科技+内容+管理”的完整体系，促进教育教学质量的全面提升。

四、财务分析

从营业收入来看，2021 财年，由于受到《民办教育促进法实施条例》政策的影响，公司剥离了 K9 业务，导致营业收入出现下滑，当年营收为 8.84 亿元。此后，公司积极推进战略转型，聚焦营利性高中业务，并大力拓展多元业务，营收开始快速回升。2023 财年，公司实现收入 23.03 亿元，同比增长 160.4%，这一增长主要得益于高中业务的强劲发展以及多元业务的协同增长。2024 财年，公司营业收入进一步增长至 33.21 亿元，同比增长 44.2%，主要原因在于综合教育服务业务中高中入读人数的持续增加以及游学业务的爆发式增长，同时，销售产品业务通过加密供应链渠道布局，收入也实现了大幅增长。

图表22：天立国际控股营业收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表23：天立国际控股净利润



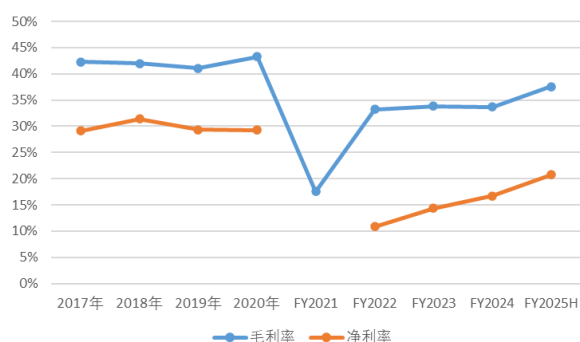
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

从利润方面，2021 财年公司净利润受到业务调整和资产减值等因素的影响，出现了较大幅度的下降。随着业务转型的推进和运营效率的提升，2023 财年经调整年内净利润达到 3.66 亿元，同比增长 276.4%，净利润的大幅增长得益于毛利润的同步提升以及有效的成本控制。2024 财年，归母净利润达 5.76 亿元，同比增长 72.53%，经调整净利润 5.77 亿元，同比增长 56.4%。利润的增长一方面源于收入的增加，另一方面，公司通过优化管理流程、降低运营成本等措施，使得利润率得到了有效提升。2024 财年，公司的行政开支占收入的比例降低了 2.7 个百分点至 7.8%，主要是由于员工成本及办公室行政开支费用下降，这直接促进了利润的增长。

天立国际控股的毛利率和净利率在过去几年存在一定的波动，背后有着多方面的原因。2021 财年，受业务结构调整和成本上升等因素影响，公司毛利率处于相对较低水平。随着公司业务逐渐稳定，规模效应开始显现，2023 财年毛利率提升至 33.83%，较之前有了显著提升，主要得益于综合教育服务业务中高中业务的高增长以及成本的有效控制。2024 财年，毛利率为 33.7%，

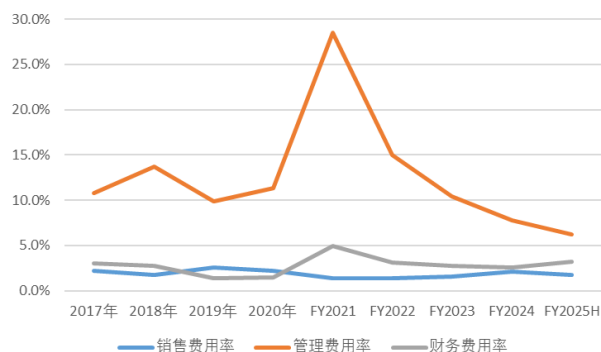
保持相对稳定。毛利率的稳定得益于公司在成本控制方面的持续努力，例如在食材采购、教学资源整合等方面实现了成本的优化。同时，公司不断优化业务结构，提升高毛利率业务的占比，也有助于维持毛利率的稳定。

图表24：天立国际控股毛利率和净利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

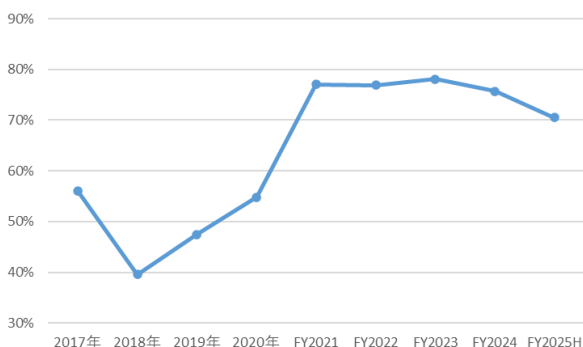
图表25：天立国际控股期间费用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

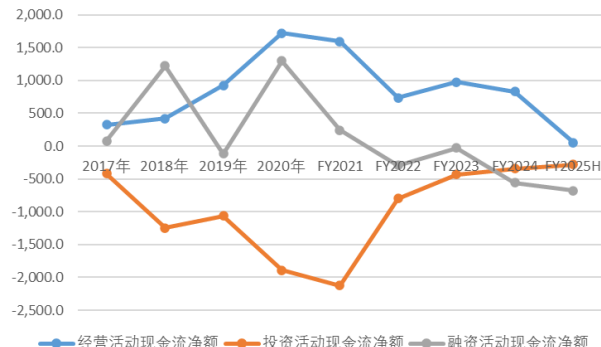
净利率方面，2023 财年净利率为 14.4%，同比提升 3.5 个百分点，净利率的大幅提升不仅得益于毛利率的提升，还得益于公司对费用的有效管控，管理及财务费用率均有所下降。2024 财年，净利率为 16.7%，同比提升 2.3 个百分点。总体而言，公司在成本控制和盈利能力方面表现出了较强的能力，通过不断优化业务和成本结构，有效地提升了净利率，增强了公司的盈利能力。

图表26：天立国际控股资产负债率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表27：天立国际控股现金流



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资产负债率是衡量公司偿债风险的重要指标，天立国际控股在这方面有着自身的特点。截至 2024 财年，公司资产负债率为 75.74%，处于相对较高的水平。然而，公司的负债结构中，有息负债的规模和占比相对合理，根据 2024 财年数据，有息负债 20.53 亿，总资产 101.94 亿，

有息资产负债率 20.1%，这在一定程度上降低了公司的偿债风险。同时，公司通过不断优化债务结构，合理安排债务期限，确保了资金的稳定供应，降低了因债务问题导致的经营风险。

现金流状况对公司的运营和发展至关重要。从经营活动现金流来看，2024 财年公司经营性现金流入 8.27 亿，这表明公司的核心业务具有较强的现金创造能力，能够为公司的日常运营提供稳定的资金支持。稳定的经营活动现金流使得公司能够及时支付供应商货款、员工薪酬等各项费用，保证了业务的正常运转。在投资活动现金流方面，2024 财年投资现金流为-3.44 亿，主要是由于公司在业务扩张过程中进行了一定的资本投入，如租赁场地、购置教学设备等，这是公司为了实现长期发展目标而进行的必要投资。融资活动现金流方面，2024 财年新增贷款 7.72 亿，偿还贷款 6.45 亿，公司通过合理的融资安排，满足了业务发展的资金需求，同时也有效地控制了债务规模。总体而言，公司的现金流状况基本能够满足其运营和发展的需求，为公司的持续发展提供了有力保障。

五、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2025-2027 财年每年平均新增 4 所自营高中，同时预测托管业务 2025-2027 财年每年平均每年新增 30 个学段，生均消费平均每年保持 5%左右的增长。由此我们预计公司 2025-2027 财年的收入分别为 39.23 亿元/46.17 亿元/54.07 亿元，同比增速分别为 18.1% /17.7% /17.1%。

图表28：天立国际教育收入预测

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
综合教育服务	1,223.22	1,744.95	2,128.83	2,554.60	3,014.43
YOY	253.8%	42.7%	22.0%	20.0%	18.0%
餐厅运营	485.09	597.41	716.89	838.76	964.58
YOY	12.30%	23.15%	20.00%	17.00%	15.00%
产品销售	555.23	918.92	946.49	974.89	1,004.13
YOY	837.4%	65.5%	3.0%	3.0%	3.0%
管理及特许经营	39.00	59.62	131.17	249.22	423.67
YOY	-17.6%	52.9%	120.0%	90.0%	70.0%
营业收入	2,302.54	3,320.90	3,923.38	4,617.46	5,406.80
YOY	160.4%	44.2%	18.1%	17.7%	17.1%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

天立国际控股作为民办教育领域的重要企业，在过去的发展历程中取得了显著成就。公司通过不断优化业务布局，形成了以综合教育服务为核心，餐厅营运、培训服务等多元业务协同发展

的业务体系。在“一千多支”战略和轻资产扩张战略的引领下，公司聚焦高中教育，积极拓展多元业务，实现了规模的快速扩张和业绩的稳步增长。

预计 2025-2027 财年天立国际控股将实现归母净利润 7.4 亿元/9.37 亿元/11.45 亿元，同比增速分别为 28.45%/26.69%/22.14%。预计 2025-2027 财年 EPS 分别为 0.35 元/股、0.44 元/股和 0.54 元/股，2025-2027 财年 PE 分别为 13X、10X 和 8X。看好公司服务学生人数的持续增长和托管业务的快速拓展，给予“买入”评级。

六、风险分析

公司存在政策变动对业务产生不利影响的风险；存在市场竞争加剧的风险；存在招生数量低于预期的风险；存在新业务拓展低于预期的风险；存在出生人口下降，生源供给下滑的风险。

资产负债表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	2,219	2,344	3,166	4,106
现金	1,349	1,324	1,971	2,713
应收账款及票据	18	22	26	30
存货	26	32	36	40
其他	825	966	1,133	1,322
非流动资产	7,975	8,766	9,496	10,256
固定资产	4,969	5,479	5,989	6,499
无形资产	604	654	724	824
其他	2,402	2,633	2,783	2,933
资产总计	10,194	11,110	12,662	14,362
流动负债	4,657	5,113	5,547	5,925
短期借款	741	891	1,041	1,191
应付账款及票据	57	64	73	84
其他	3,859	4,159	4,433	4,650
非流动负债	3,064	3,006	3,206	3,406
长期债务	1,312	1,512	1,712	1,912
其他	1,752	1,494	1,494	1,494
负债合计	7,721	8,120	8,753	9,331
普通股股本	180	180	180	180
储备	2,295	2,826	3,763	4,908
归属母公司股东权益	2,473	3,005	3,942	5,086
少数股东权益	0	-14	-33	-55
股东权益合计	2,473	2,990	3,909	5,031
负债和股东权益	10,194	11,110	12,662	14,362

现金流量表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	827	907	1,062	1,194
净利润	576	740	937	1,145
少数股东权益	-20	-15	-18	-22
折旧摊销	270	0	0	0
营运资金变动及其他	1	182	143	72
投资活动现金流	-344	-1,001	-678	-705
资本支出	-407	-560	-580	-610
其他投资	62	-441	-98	-95
筹资活动现金流	-560	68	265	253
借款增加	127	350	350	350
已付股利	-138	-282	-85	-97
现金净增加额	-83	-25	648	742

利润表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	3,321	3,923	4,617	5,407
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,202	2,546	2,921	3,374
销售费用	71	67	69	81
管理费用	257	294	337	384
研发费用	1	12	14	16
财务费用	86	54	66	67
除税前溢利	740	967	1,225	1,496
所得税	184	242	306	374
净利润	556	725	919	1,122
少数股东损益	-20	-15	-18	-22
归母净利润	576	740	937	1,145
EBIT	827	1,021	1,291	1,564
EBITDA	1,097	1,021	1,291	1,564
EPS (元)	0.28	0.35	0.44	0.54

主要财务比率	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入	44.23%	18.14%	17.69%	17.09%
归母净利润	72.53%	28.45%	26.69%	22.14%
获利能力				
毛利率	33.69%	35.10%	36.73%	37.60%
销售净利率	17.34%	18.86%	20.30%	21.17%
ROE	23.29%	24.62%	23.78%	22.51%
ROIC	13.72%	14.19%	14.53%	14.42%
偿债能力				
资产负债率	75.74%	73.08%	69.13%	64.97%
流动比率	0.48	0.46	0.57	0.69
速动比率	0.47	0.45	0.56	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.35	0.44	0.54
每股经营现金流	0.39	0.43	0.50	0.57
每股净资产	1.17	1.43	1.87	2.41
估值比率				
P/E	15.74	12.58	9.93	8.13
P/B	3.70	3.10	2.36	1.83
EV/EBITDA	9.00	10.18	7.82	6.20

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。