

2021年03月02日

凯文教育 (002659.SZ)

## 海淀国资再度加持, 模式创新助力成长

■ **海淀国资再度加持, 资源整合值得期待。**海淀国资通过股权划转、委托管理和股权交割三步走的方式实现了对凯文教育的纯国资控股, 延续了国企改革战略性重组和专业化整合, 有利于公司充分利用海淀优质的教育资源和整合海淀优质的教育资产。海淀国资在厘清股权关系的同时, 加大对上市公司控制, 任命具有丰富的名校管理经验和丰富教育从业经验的王慰卿先生为上市公司非独立董事, 为上市公司决策和两所学校的运营管理提供专业支撑, 有利于导入名校的优质资源、管理经验, 实现凯文学校高质量发展。

■ **海淀凯文办学良好, 生源扩大业绩提速。**海淀凯文是公司 2016 年 9 月开办的第一所国际学校, 学校的容纳能力为 1300 名学生, 采取联姻名校办学模式, 提供具有清华特色、中国根基、国际品质的中英双语课程体系, 高中阶段开设美国 AP 课程。海淀凯文办学良好, 发展迅速, 在校生已经达到千人规模。海淀凯文盈利能力强, 2018 年实现扭亏为盈, 2019 年业绩增速达到了 124%, 预计 2020 年业绩仍将保持高速增长。海淀凯文已迈过“量的积累”阶段, 急需“质的提高”, 加强高中办学力量, 注重“出口”将成为海淀凯文的重中之重。

■ **艺术高中独树一帜, 朝阳凯文值得期待。**朝阳凯文是公司自建、自营、自创品牌的 K12 学校, 2017 年 9 月开办, 高中阶段开设 IBDP 课程, 学校容纳能力 3300 人, 是一所规模大、挑战性高的 IB 学校。朝阳凯文招生受疫情和中美关系影响整体一般, 在校生规模不大, 仍处于“量的积累”阶段, 且重资产扩张带来较为沉重的固定成本, 导致朝阳凯文处于亏损状态。朝阳凯文艺术高中独树一帜, 升学情况优异, 已成为艺术生追求的学校, 且开始下沉至初三, 艺术生规模持续扩大。朝阳凯文的学费适中, 生源扩大将助力扭亏为盈, 业绩释放。

■ **合作办学模式有望开启, 轻资产扩张助力成长。**公司与世和国际签署战略合作协议, 拟在嘉兴市合作开办国际化学校, 世和国际负责学校的投资建设, 公司负责学校运营管理, 包括提供管理团队、课程设置、师资招聘、培训咨询等。公司与世和国际战略合作标志着合作办学模式的开启, 通过品牌输出实现了轻资产扩张, 为公司发展提供了新的动力。同时, 公司通过资产出售等方式实现轻资产运营, 朝阳凯文拥有四栋写字楼, 2019 年公司出售了其中的一栋, 回笼了大量的资金, 降低了固定成本, 减少了财务费用, 为公司发展提供支撑。

■ **盈利预测与投资建议:** 预计 2020-2022 年公司营业收入分别同比增长

## 公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**  
维持评级

股价 (2021-03-01) **4.22 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	2,524.74
流通市值 (百万元)	2,482.50
总股本 (百万股)	598.28
流通股本 (百万股)	588.27
12 个月价格区间	3.71/7.78 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.34	-47.82	-74.51
绝对收益	10.18	-37.48	-37.01

**苏多永**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

凯文教育: 国资加码助力资产整合, 生源扩大业绩有望释放/苏多永	2021-02-17
凯文教育: 拟联手世和国际进军华东市场, 轻资产扩张模式可期/苏多永	2020-09-18
凯文教育: 疫情拖累业绩, 长期趋势不改/苏多永	2020-08-28
凯文教育: 定增完成夯实资本实力, 办学顺利发展趋势不改/苏多永	2020-07-13
凯文教育: 业绩曙光已现, 期待新生增量/苏多永	2020-04-30

-60.3%、44.53%和 16.17%；归属于母公司股东的净利润分别同比增长-430.90%、-123.6%和 100.32%；EPS 分别为-0.21 元、0.05 元和 0.10 元；动态 PE 分别为-20.1 倍、85.1 倍和 42.5 倍，动态 PB 分别为 1.2 倍、1.2 倍和 1.1 倍。公司是 A 股市场唯一一家以国际学校为核心资产的教育类上市公司，海淀国资再度加持使得公司成为纯国资控股上市平台，有利于推动海淀教育资源的导入和教育资产的整合，国企改革专业化整合将开启公司发展新篇章。维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**国际学校政策收紧、中美关系恶化、招生不及预期、学费增长乏力等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	241.8	794.7	315.5	456.0	529.7
净利润	-98.0	38.0	-125.6	29.7	59.5
每股收益(元)	-0.16	0.06	-0.21	0.05	0.10
每股净资产(元)	3.52	3.58	3.54	3.59	3.69
<b>盈利和估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
市盈率(倍)	-25.8	66.5	-20.1	85.1	42.5
市净率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
净利润率	-40.5%	4.8%	-39.8%	6.5%	11.2%
净资产收益率	-4.7%	1.8%	-5.9%	1.4%	2.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-3.3%	2.5%	-3.5%	2.0%	3.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 海淀国资再度加持，资源整合值得期待</b> .....	<b>5</b>
1.1. 股权划转+委托管理，海国投成控股股东.....	5
1.2. 海淀国企改革加码，海国投迎来新动能.....	6
1.3. 华丽蜕变纯国资平台，教育资源整合值得期待.....	6
<b>2. 董事变更彰显国资诉求，名校光环助力公司发展</b> .....	<b>7</b>
2.1. 董事变更彰显国资诉求，专业化整合继续推进.....	7
2.2. 新任董事教育资源丰富，名校管理经验助力发展.....	8
<b>3. 海淀凯文办学良好，生源扩大业绩提速</b> .....	<b>9</b>
3.1. 联姻名校快速办学，海淀凯文扬帆启航.....	9
3.2. 海淀凯文生源扩大，业绩有望持续提速.....	9
3.3. 海淀凯文重在“出口”，加强高中力量正当时.....	10
<b>4. 艺术高中独树一帜，朝阳凯文值得期待</b> .....	<b>11</b>
4.1. 朝阳凯文自建自营，硬件投入相对较大.....	11
4.2. 朝阳凯文稳步发展，艺术高中独树一帜.....	12
4.3. 朝阳凯文收费适中，生源扩大值得期待.....	12
<b>5. 合作办学有望开启，轻资产扩张助力成长</b> .....	<b>13</b>
5.1. 战略联合世和国际，合作办学有望开启.....	13
5.2. 出售物业资产回笼资金，轻资产模式助力成长.....	14
<b>6. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>15</b>
6.1. 盈利预测与估值：业绩转正概率大，估值优势较显著.....	15
6.2. 投资建议：海淀国资整合力度加大，稀缺教育标的值得拥有.....	15
6.3. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：股权划转+委托管理前后公司股权结构.....	5
图 2：海国投及其下属控股/参股上市公司一览.....	6
图 3：海国投教育资产.....	7
图 4：海淀区国企改革专业化整合——以凯文教育为样本.....	8
图 5：海淀区国企改革专业化整合——以凯文教育为样本.....	8
图 6：海淀凯文办学模式——联姻名校合作办学.....	9
图 7：海淀凯文管理公司——凯文智信 2017-2019 年营业收入及净利润（单位：亿元）.....	10
图 8：海淀凯文重在“出口”——质的提高.....	11
图 9：朝阳凯文规划设计图.....	11
图 10：朝阳凯文艺术高中独树一帜.....	12
图 11：朝阳凯文学费标准（单位：万元/学年）.....	13
图 12：海淀凯文办学模式——联姻名校合作办学.....	14
图 13：截至 2020 年 9 月末，公司固定资产、无形资产和投资性房地产（亿元）.....	14
图 14：凯文教育核心投资逻辑：稀缺标的+国资加持+整合空间+办学良好.....	16

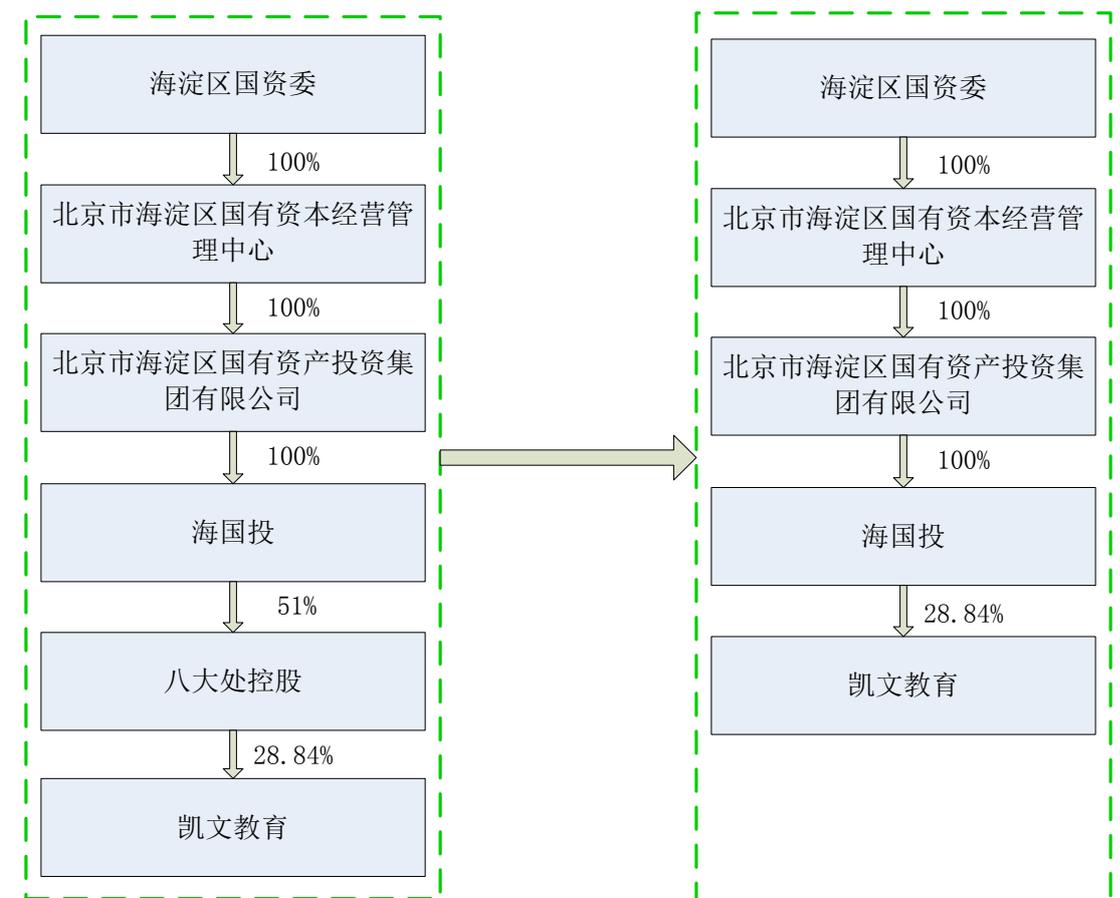
表 1: 2019-2020 学年招生计划及学费标准.....	10
表 2: 朝阳凯文学校盈亏平衡点测算 (人, 万元) .....	13
表 3: 公司盈利预测及估值表.....	15

## 1. 海淀国资再度加持，资源整合值得期待

### 1.1. 股权划转+委托管理，海国投成控股股东

2021年2月10日，北京市海淀区国有资产投资经营有限公司（以下简称“海国投”）将所持八大处控股集团有限公司（以下简称“八大处控股”）51%的股份转让至北京京门兴海科技集团有限公司（以下简称“京门兴海”）；2021年2月23日，八大处控股与海国投签署《股权托管协议》，八大处控股将所持的北京凯文德信教育科技股份有限公司（以下简称“凯文教育”或者公司）所有股权相应的股东权利委托给海国投，海国投取得了公司28.84%的表决权，成为公司控股股东。同时，八大处控股与海国投约定将尽最大努力共同促进在一年内根据国有资产监督管理机构的批复情况，由海国投收购八大处控股所持凯文教育的全部股权，完成股权转让交易。京门兴海和海国投均是北京市海淀区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“海淀国资委”）的全资子公司，公司实际控制人没有变化，仍是海淀国资委。但是股权划转+委托管理的安排使得海淀国资对公司控制力加强，海淀国资委持有京门兴海100%的股权，京门兴海持有八大处控股51%的股权，另外八大处控股另外49%的股东为北京万景房地产开发有限责任公司（以下简称“万景房地产”），自然人张景明是万景房地产的实际控制人。海国投通过委托管理取得公司28.84%的表决权，未来将积极推动委托管理股权的收购，股份交易完成后，海国投将直接持有公司股份，公司有望蜕变为纯国资控股的上市平台。

图 1：股权划转+委托管理前后公司股权结构

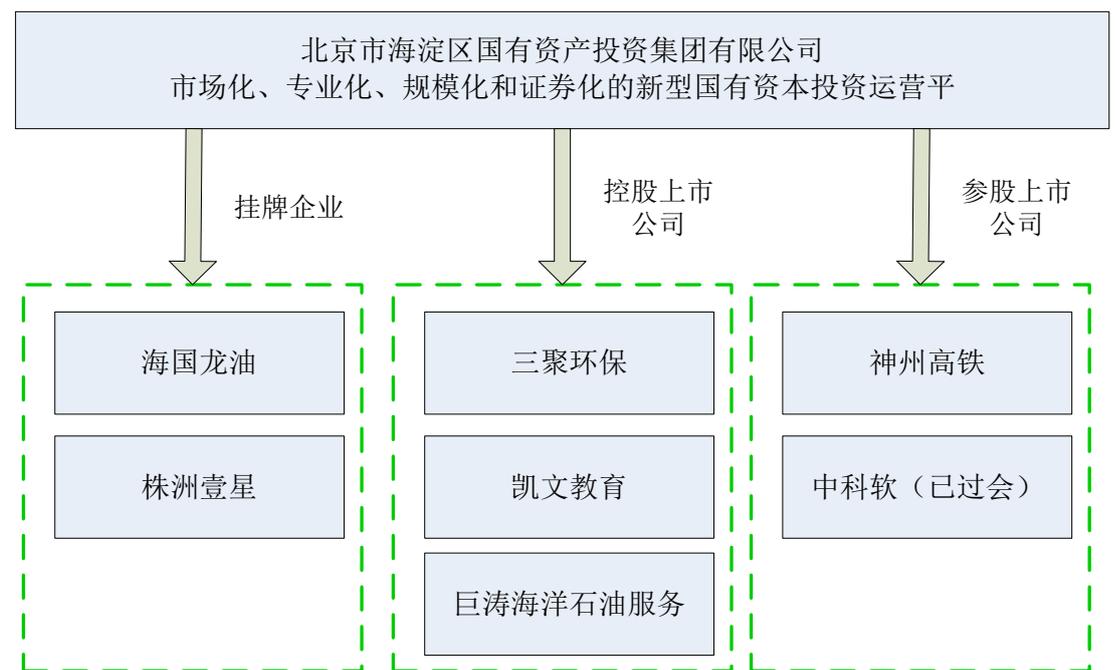


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 1.2. 海淀国企改革加码，海国投迎来新动能

海淀区国资委按照《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》的有关要求，积极推进国有企业战略性重组和专业化整合，对企业进行重新定位和业务整合。京门兴海成立于 1992 年 7 月，注册资本 4425 万元，主要从事房地产开发与运营，是海淀区国资委直属企业。海国投成立于 1992 年 12 月，注册资本 20 亿元，依托海淀区科技、教育两大核心优势，坚持创新驱动、产融结合的发展战略，形成了教育科技、金融创新、文化教育和城市服务四大核心业务板块，是海淀区国资委下属规模最大的区属一级监管企业。2021 年 2 月海国投将持有的八大处控股 51% 的股权转让至京门兴海，同时八大处控股将所持凯文教育的股权委托海国投管理，京门兴海成为海淀国资委房地产开发、运营与管理主要平台，海国投将更加聚焦科技与教育，海国投定位更加清晰，主业更加突出。经过近 30 年的发展，海国投已经成长为市场化、专业化、规模化和证券化的新型国有资本投资运营平台，旗下拥有控股上市公司 3 家——三聚环保、凯文教育、巨涛海洋石油服务（港股），参股上市公司两家——神州高铁、中科软（已过会）。根据公告，截至 2020 年 9 月末，海国投总资产 1652.52 亿元，净资产 298.89 亿元，资产负债率 81.91%，2019 年海国投实现营业收入 273.76 亿元，净利润 8.82 亿元。海国投负债率相对较高，根据中国网报道，海淀区政府通过注资、优质资产注入等方式支持海国投发展，区财政还将分年向海国投累计增资 100 亿元，海国投流动性问题得到较好解决，未来发展迎来新动能。

图 2：海国投及其下属控股/参股上市公司一览



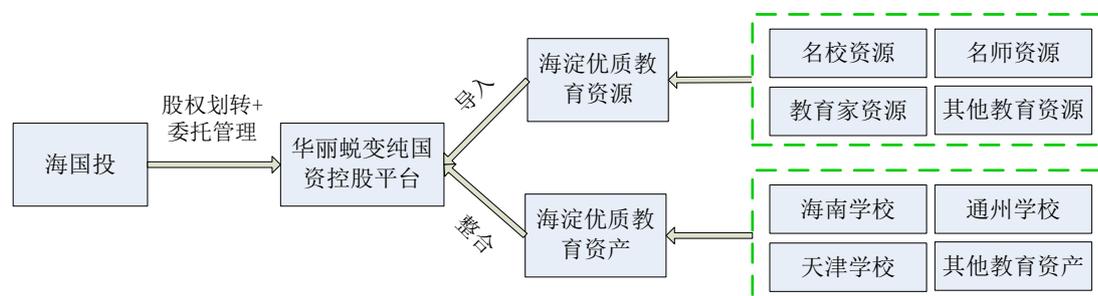
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1.3. 华丽蜕变纯国资平台，教育资源整合值得期待

海国投通过股权转让+委托管理方式取得了公司的控股权，公司控股股东变更为海国投，成为纯国资控股的上市平台。“中国教育看北京、北京教育看海淀”，海淀区是中国教育高地，拥有丰富的教育资源，区内集聚了人大附中、清华附中、十一中学、中关村一小、中关村二小等一大批 K12 名校，海国投还发起成立了北京海淀国际教育投资有限公司，致力于打造国际学校、国际教育投资管理平台。公司成为纯国资控股平台后，海淀名校、名师、教育家及其他优质教育资源有望导入。公司旗下拥有北京海淀凯文学校（以下简称“海淀凯文”）和北京朝阳凯文学校（以下简称“朝阳凯文”）两所 K12 国际学校，海淀凯文联姻清华附中国

际部快速办学，海淀凯文影响力、知名度、使用率等指标大幅提高，并快速实现了办学结余和公司盈利；朝阳凯文采取了自建自营自创品牌的创办之路，整体发展相对缓慢。公司成为纯国资控股平台后，可以借助股东力量再度引进名校资源支持学校发展，海淀凯文和朝阳凯文的办学有望再上新台阶。同时，海淀教育资产整合预期增强。目前，海淀国资还拥有较多非上市教育资产，在海南、天津、通州等区域拥有运营、在建和待建的 K12 学校。根据公司公告，未来 12 个月，海淀国资不排除对上市公司或其子公司的资产和业务进行除日常生产经营之外的出售、合并、与他人合资或合作的计划，或上市公司拟购买或置换资产的重组计划。海淀优质教育资源的导入将助力公司办学能力的提高，增强两所学校的影响力和知名度，加快公司业绩的释放；海淀优质教育资产的整合将打开公司新的成长空间，公司未来将依托海淀国资构建扎根北京、立足京津冀、辐射海南自由港的校园网络，致力成长为具有品牌影响力 K12 教育综合服务提供商。

**图 3：海国投教育资产**



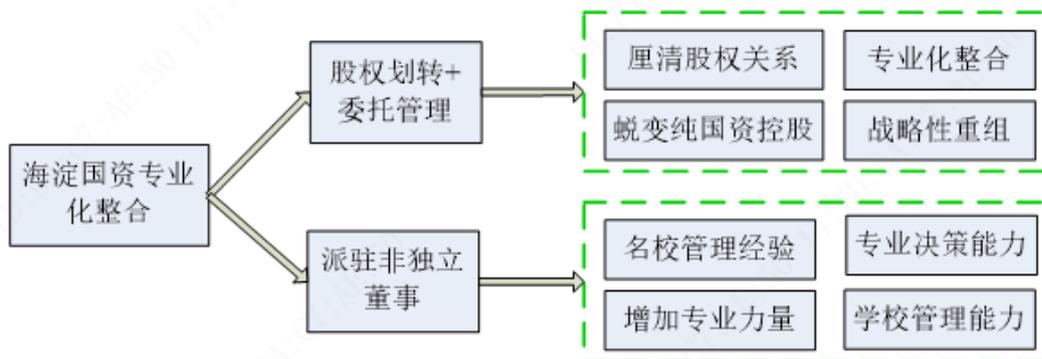
资料来源：八大处控股网站等，安信证券研究中心

## 2. 董事变更彰显国资诉求，名校光环助力公司发展

### 2.1. 董事变更彰显国资诉求，专业化整合继续推进

2021 年 2 月 26 日公司公告董事杨刚先生因工作调整原因申请辞去第五届董事会董事及审计委员会委员职务，杨刚先生辞职后在公司及控股子公司不再担任任何职务，与此同时海国投推荐王慰卿先生为公司第五届董事会非独立董事候选人。公司董事变更彰显了国资诉求，股权的委托管理和交易过户只是国企改革专业化整合的第一步，整合后的上市公司更需要增加专业力量，为公司经营决策保驾护航。公司是 A 股市场唯一一家以 K12 学校为核心资产的教育类上市公司，公司经营情况、业绩释放等完全取决于旗下两所学校办学情况，办学情况又分为“量的积累”和“质的提高”。北海淀凯文已经过了量的积累阶段，当务之急更应提高办学质量，尤其是出口方面要批量出毕业生、出好毕业生、出名校毕业生。朝阳凯文当前处理量的积累阶段，在校生规模较小，而学校的容纳能力又很大，校舍使用率很低，朝阳凯文的当务之急是招生、招生、再招生，只有积累到一定的量，才能培养出好学生。因此，公司当前发展面临的核心问题是怎么解决朝阳学校生源不足问题和海淀学校怎么出优秀毕业生的问题，这两大核心问题的解决需要公司增加专业力量，尤其是领导岗位的专业化水平。海国投成为公司控股股东后，推荐了具有名校背景、教育管理经验丰富的王慰卿先生担任公司非独立董事，延续了海淀国资专业化整合的改革思路，将具有名校管理经验、教育资源丰富的人员派遣到上市公司担任非独立董事，不仅有利于上市公司管理层专业化决策，也有利于海淀凯文“质的提高”和朝阳凯文“量的积累”，为凯文向名校迈进提供专业支撑。

图 4：海淀区国企改革专业化整合——以凯文教育为样本

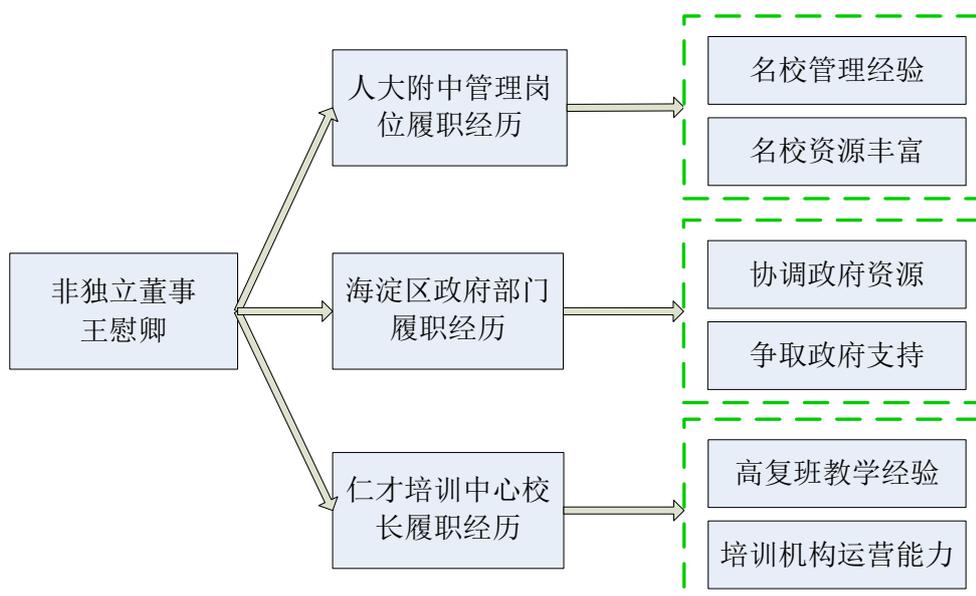


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2. 新任董事教育资源丰富，名校管理经验助力发展

王慰卿先生出生于 1975 年，是首都师范大学历史系硕士，1997 年国际大专辩论赛亚军和全程最佳辩手，曾经在人大附中、当代教育、仁达教育、蒲蕾英教育、仁才培训中心等教育部门以及海淀区宣传部等政府部门担任职务，具有丰富的教育资源。王蔚卿先生曾在人大附中任校办主任、党委副书记等职务，人大附中是北京、乃至全国的优质中学，1998-2019 年人大附中出了 12 位文理科高考状元，而并列第二的北京四中和北师大二中共 5 位文理科状元，人大附中地位无法撼动。人大附中还创办了全国顶级的国际部和国际班，开设了 IB、AP、A-Level 课程，并培养出一大批国际化人才。另外，王慰卿先生还曾担任北京市海淀区仁才培训中心校长，仁才培训中心原是人大附中培训中心（即人大附中高复班），管理层为 3 名原北京名校的校长、副校长担任，教师队伍由特、高级老师组成，包括曾经参加过高考命题的专家，在名校执教过实验班的名师，主管过中学教学的管理干部。新任董事王慰卿先生在人大附中和仁才培训中心等教育机构的履职积累了丰富的学校管理经验，对实体学校运营十分了解，教育圈的人脉资源广阔，能为海淀凯文“质的提高”和朝阳凯文“量的积累”提供教育资源支持，海淀凯文和朝阳凯文有望迎来新的发展局面。

图 5：海淀区国企改革专业化整合——以凯文教育为样本



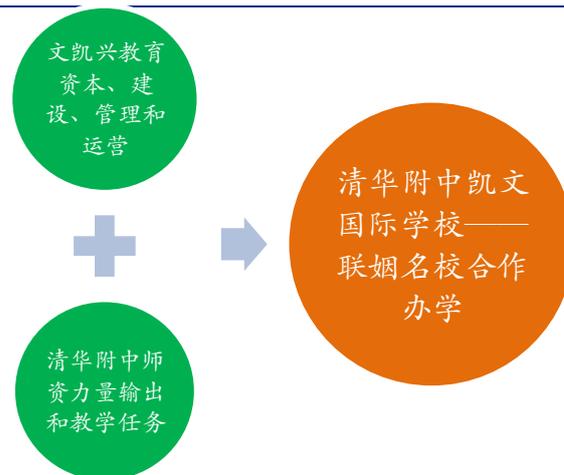
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 海淀凯文办学良好，生源扩大业绩提速

#### 3.1. 联姻名校快速办学，海淀凯文扬帆启航

海淀凯文是公司开办的第一所国际学校,校园面积26万平方米,能够容纳1300名学生,2016年9月正式开学,为1-12年纪孩子提供具有清华特色、中国根基和国际品质的,以科技、艺术、体育课程引领素质教育为办学特色的中英双语课程体系(THIC),高中阶段开设美国AP课程。海淀凯文采取联姻名校的办学模式,即公司全资子公司凯文智信与清华附中共同举办,凯文智信主要负责教学楼、宿舍、图书馆、运动场等教育基础设施建设与维护、配套教学设备采购、学校物业管理和运营管理等,清华附中主要负责师资力量输出、课程体系设置和教学任务管理,同时加大海淀凯文师资队伍建设,培育一直具有清华附中特色、专业化水平高、教学能力强的教师队伍。海淀凯文充分利用了上市公司资本平台和清华附中的教育资源,实现了快速办学。2017年8月海淀凯文已被美国大学理事会(College Board)授予AP教学示范校,成功取得了CEEB(College Entrance Examination Board)代码。2020年4月海淀凯文又以331.50高分通过了Cognia(原AdvancED)认证,海淀凯文的办学再度得到国际学校权威机构的认证。根据公司公告,2020年海淀凯文第一届毕业生大学申请情况良好,8名毕业生共收到了来自英国帝国理工学院、美国纽约大学等45份录取通知,其中4名同学共获得23.4万美元奖学金,美国综合排名Top40录取率为80%,英国排名Top5录取率为50%,澳洲八大录取率为100%。

图6: 海淀凯文办学模式——联姻名校合作办学



资料来源:公司公告,安信证券研究中心

#### 3.2. 海淀凯文生源扩大，业绩有望持续提速

海淀凯文办学成果有目共睹,学校影响力和知名度持续提升,在校生规模持续扩大。2016年9月海淀凯文迎来首批学生,一年后在校生成人达到520人。2018-2020年海淀凯文新生年均增长约200人,考虑到毕业生、转学生等影响,预计2020年末在校生规模约1000人,若按照1300人的容纳能力,校舍使用率已经达到77%。根据公司官网,目前,海淀凯文已经启动2021-2022学年招生工作,暂未公布具体的招生计划,但从2020-2021学年的招生计划来看,预计今年招生重点仍然集中在K班和小学一年级,2020-2021学年这两个年级招生人数分别为88人和100人;初中6、7年级和高中10年级招生力度较大,预计至少增加1个班的规模,2020-2021学年三个年级招生人数均为25人;另外,小学2-5年级、初中8年级和高中9年级有插班生的招生计划,招生人数相对较少。2020-2021学年因新冠疫情的影响和中美关系的不明朗,K班和小学1年级招生受到影响,但整体可控。2021-2022学年招生环境相对2020-2021学年整体向好,预计2021-2022年海淀凯文在校生有望达到1100-1200人,在校生规模持续扩大,预计将在2022-2023年达到满员运营。海淀凯文经历了“量的积累”,未来发展着力点在于“质的提升”,尤其是申请大学方面,需要有好的“出口”,尤其是美国藤校的申请情况和前30%大学的申请情况。

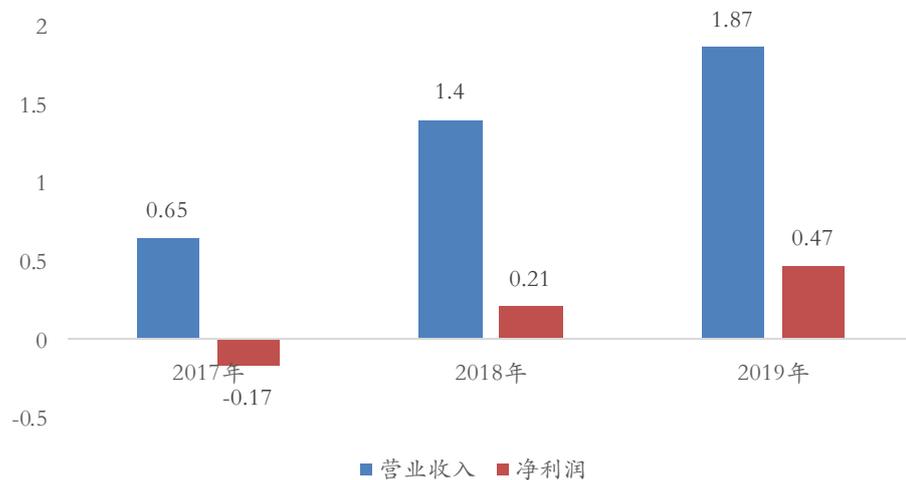
表 1: 2019-2020 学年招生计划及学费标准

学段	招生年级	招生人数	学费	住宿	奖学金
学前	K 班	88	18 万元/学	不提供	无
小学	1 年级	100	22 万元/学年	不提供	无
	2-5 年级	少量插班生			
初中	6 年级	25	24 万元/学	提供、自愿参加	无
	7 年级	25			
	8 年级	少量插班生			
高中	9 年级	少量插班生	26 万元/学	提供、自愿参加	有

资料来源: 海淀凯文学校官网, 安信证券研究中心

随着海淀凯文在校生规模的扩大, 海淀凯文盈利能力持续增强, 业绩在处于加速释放阶段。2020-2021 学年海淀凯文的学费标准分别为 18 万/年 (K 班)、22 万元/学年 (小学)、24 万元/学年 (初中) 和 26 万/学年, 考虑到小学阶段人数相对较多, 预计海淀凯文平均学费 22 万元/学年左右, 若再考虑学校的各种其他费用——报名费、注册费、校车、校服、住宿、餐饮、校内培训等, 预计生均贡献的年收入将达到 25 万元。若按照在校生 1000 人测算, 预计带来的学费收入将达到 2.2 亿元, 整体贡献的收入将达到 2.5 亿元。从海淀凯文贡献的收入来看, 2017 年实现了营业收入约 0.65 亿元, 亏损 0.17 亿元; 2018 年实现了营业收入约 1.40 亿元, 盈利 0.21 亿元; 2019 年实现营业收入 1.87 亿元, 盈利 0.47 亿元, 营业收入和利润均呈现快速增长。海淀凯文还有较大的增长空间, 一是来自于在校生规模的扩大, 若在校生达到了 1300 人, 预计整体收入将达到 3.25 亿元 (按照 25 万元/学年的整体费用测算), 考虑到办学边际收益会持续扩大, 预计利润增速将超过营业收入增速, 海淀凯文人均利润 10 万元/年是大概率事件, 以此计算海淀凯文满员运营后, 将给公司带来 1.3 亿元左右的利润, 未来 2-3 年业绩有望持续释放。满员运营后, 海淀凯文的业绩将处于稳定增长阶段, 业绩增速主要来自于成本、费用的节约, 学费和杂费的增长。

图 7: 海淀凯文管理公司——凯文智信 2017-2019 年营业收入及净利润 (单位: 亿元)



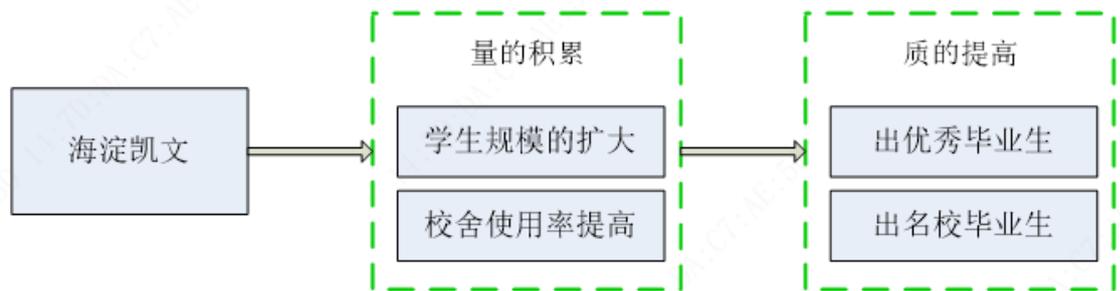
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 3.3. 海淀凯文重在“出口”, 加强高中力量正当时

海淀凯文已经过了“量的积累”阶段, 校舍使用率较高, 预计 1-2 年内将实现满员运营, 当前海淀凯文急需在“出口”方面证明自己具有培养孩子、培养好孩子的能力, 这个能力最好的佐证就是高中毕业生的大学申请情况, 若 2-3 届有一定规模的毕业生都能够申请到较好的大学, 海淀凯文就能够成为家长、学生心目中的好学校; 若能够出现“藤校”, 尤其是“老藤校”的毕业生, 海淀凯文可能就会成为家长、学生追逐的名校。海淀凯文高中阶段开设 AP 课程, 2020 年大学申请情况整体良好, 美国方向最好的学生申请到纽约大学, 英国方向最

好的学生申请到帝国理工大学，首届毕业生大学申请情况整体较好。因为首届毕业生人数太少，不具备较强代表性，且没有“藤校”录取，未来几年学生的“出口”才更能反映海淀凯文的办学水平。海淀凯文当前和未来工作的重心应该放在高中阶段，狠抓教学质量投入，多开课程，引进教学经验丰富、热爱国际教育的老师，选拔录取符合海淀凯文培养要求的优秀学生，加强升学指导工作，加强与海外高校的联系，鼓励学生多参加国际赛事，为凯文学子升学保驾护航。

图 8：海淀凯文重在“出口”——质的提高



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 4. 艺术高中独树一帜，朝阳凯文值得期待

### 4.1. 朝阳凯文自建自营，硬件投入相对较大

朝阳凯文是由公司全资子公司——文凯兴投资兴建，校园面积 17 万平方米，主要面向北京市招收大陆籍及外籍适龄学生，提供从小学到高中的符合国家教学大纲的 IB 课程体系，拥有小学部、初中部、高中部和艺术高中部等 4 个学部，学生容纳能力 3300 人。朝阳凯文位于北京市朝阳区金盏乡，是公司自建自营自创品牌的第一所国际学校，是公司在京打造的第二所高端学校，2017 年 9 月建成投入使用，总投资达到了 27 亿元，形成了 13.91 亿元的固定资产、9.98 亿元的无形资产和 3.23 亿元的投资性房地产，硬件投入相对较大。朝阳凯文重资产扩张对公司产生两大重要影响：一是固定成本很高，朝阳凯文每年的折旧、摊销和财务费用预计约 1.2 亿元左右，若在校生偏低、学费收入不足，朝阳凯文难以盈利；二是取得了重估价值高的物业，尤其是持有性物业，2019 年公司出售了一栋持有性物业，出让价格 5.3 亿元，目前公司还持有 3 栋持有性物业，若按照此前出让价格重估，预计价值在 17 亿元左右。

图 9：朝阳凯文规划设计图

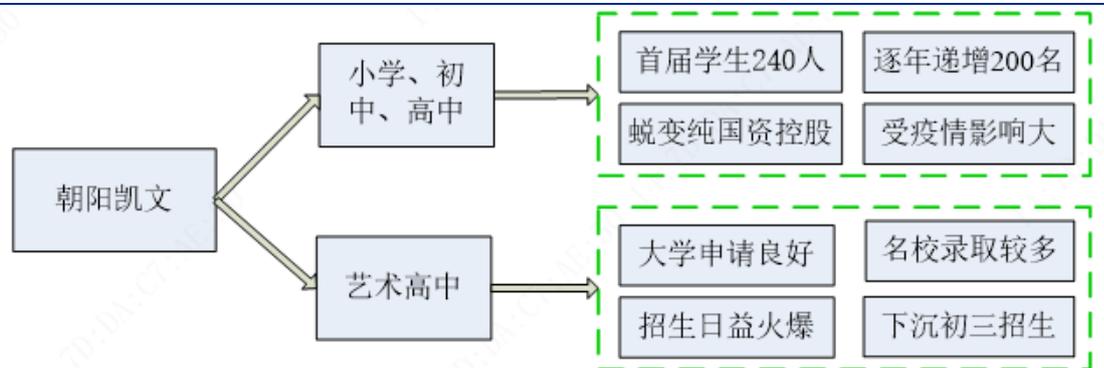


资料来源：朝阳凯文官网 (<http://cy.kaiwenacademy.cn/>)，安信证券研究中心

#### 4.2. 朝阳凯文稳步发展，艺术高中独树一帜

朝阳凯文自建自营自创品牌，开设最具挑战性的 IB 课程体系，2017 年 9 月首次开学，首批学生达到 240 名，开局良好。2018-2019 年朝阳凯文招生稳步推进，学生规模按照年均 200 人左右增长，2020-2021 学年朝阳凯文招生受到了新冠疫情的冲击和中美关系不明朗影响，新生增长相对缓慢，预计 2021-2022 学年随着新冠疫情和中美关系边际改善，学校招生重回正常轨道。朝阳凯文艺术高中独树一帜，已经具有较高的知名度和影响力。根据公司公告，2020 年朝阳凯文艺术高中首届 14 名毕业生共斩获了海外顶尖院校 OFFER 116 封，其中艺术大学顶级学府——伦敦艺术学院的 OFFER 就达到 10 封，艺术高中首届毕业生申请情况良好。2020-2021 学年凯文朝阳艺术高中招生火爆，凯文国际艺术班（KAP）和凯文国际音乐班（KMP）入学门槛提高，择优录取。为了满足更多学生的需求，2021 年开始朝阳凯文将艺术高中下沉，开设了 9 年级艺术班，且很快完成了招生，艺术生增长较快。朝阳凯文已经在艺术生培育方面形成较强的市场竞争力、品牌影响力，成为朝阳凯文一大办学特色。

图 10：朝阳凯文艺术高中独树一帜

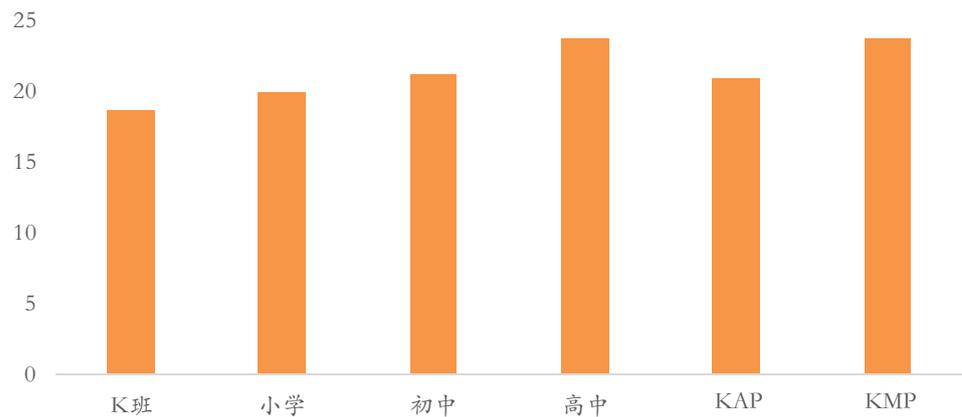


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

#### 4.3. 朝阳凯文收费适中，生源扩大值得期待

朝阳凯文的学费标准如下：K 班 18.8 万元/学年，小学 20 万元/学年，初中 21.3 万元/学年，高中 23.8 万元/学年，国际艺术班 21 万元/学年，国际音乐班 23.8 万元/学年，学费标准整体适中，与北京乐成国际学校、北京鼎石学校、北京私立汇佳学校、北京哈罗英国学校、北京耀中国际学校、北京德威英国国际学校、北京京西国际学校等相比仍有较大提升空间，朝阳凯文的生均学费仅是上述 7 所学校生均学费的 80%。朝阳凯文校园硬件设施一流，随着软实力提升，学费标准上调空间较大。同时，朝阳学校容纳能力大，预计学校满员在校生规模能达到 3300 人，目前校舍使用率预计略超过 20%，狠抓招生是朝阳凯文发展的重中之重。2020 年受新冠疫情、中美关系和朝阳区民办学校招生政策等多重因素影响，整体招生效果一般，未能达到预期的招生效果，2021 年预计随着新冠疫情的逐步得到控制和中美关系的缓和，以及艺术高中的火爆，朝阳凯文招生将重回正常轨道。预计随着公司新的管理层变更完成，公司管理层将加大对朝阳凯文的支持力度，尤其是在办学、招生等方面将给予更多支持和倾斜，朝阳凯文的生源扩大值得期待。一旦校舍使用率达到 33%，即 1100 名在校生，朝阳凯文将迈过盈亏平衡点，随着生源的扩大，业绩释放加速。

图 11: 朝阳凯文学费标准 (单位: 万元/学年)



资料来源: 公司网站, 安信证券研究中心

表 2: 朝阳凯文学校盈亏平衡点测算 (人, 万元)

主要指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净招生规模 (人)	246	208	200	58	200	200
在校生 (人)	246	454	654	712	912	1112
平均学费 (万元/人)	19	20	21	22	22	23
杂费 (学费 20%)	3.8	4	4.2	4.4	4.4	4.6
学费+杂费流水 (万元)	5609	10896	16481	18797	24077	30691
师生比	1:5	1:6	1:6	1:6	1:7	1:7
老师数量 (人)	49	76	109	119	130	159
师均成本 (万元/人)	40	41	42	43	43	43
老师总成本	1968	3102	4578	5103	5602	6831
折旧+摊销+财务费用	11652	11652	11652	11652	11652	11652
管理费用 10% 计提	561	1090	1648	1880	2408	3069
成本+费用合计	14181	15844	17878	18634	19662	21552
学校结余	-8572	-4948	-1397	162	4415	9139
文凯兴营业收入	1223	7855	9642	14159	17131	22509
文凯兴净利润	-3203	-7060	-11454	-4475	-2531	957

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

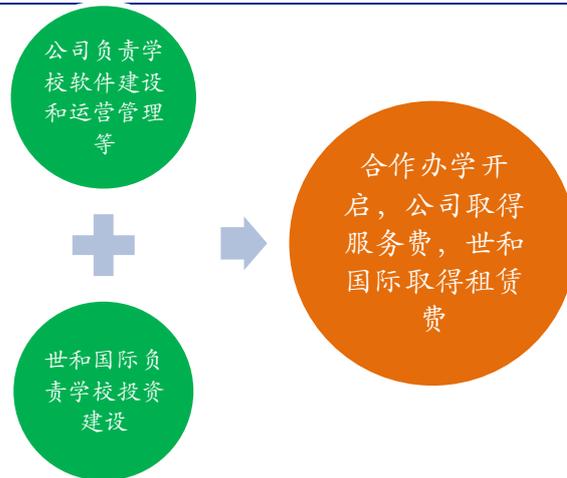
## 5. 合作办学有望开启, 轻资产扩张助力成长

### 5.1. 战略联合世和国际, 合作办学有望开启

2020年9月, 公司拟与世和国际开发股份有限公司(以下简称“世和国际”)签订《战略合作协议》, 双方拟在教育领域开展战略合作, 以整合各方优质教育及管理资源, 在浙江嘉兴打造高质量 K12 国际化双语学校、户外营地教育和生活教育为主体的现代教育示范园区。2010年世和国际与嘉兴市南湖国有资产投资集团有限公司签约, 双方共同出资成立合资公司打造现代宜居小镇——世合理想大地, 该项目共规划用地 11.438 平方公里, 包括绿色农业、文化教育、健康银发、田园小镇四大板块。文化教育作为项世合理性大地项目的一个重要板块, 目前规划 7 所国际化学学校, 其中两所学校已建成开学, 一所在建学校拟于 2021 年

开学，其他四所学校将根据总体规划分期建设，全部建成后，学校总建设面积将超过 15 万平方米，学生总容量将超过 5000 人。根据《战略合作协议》，世和国际负责学校的投资建设，作为资产的所有方，通过与学校签订租赁协议，享受租金收益；公司负责学校软件建设和运营管理等服务，包括提供管理团队、课程设置、师资招聘、培训咨询，并与学校签署合作办学服务协议，按协议约定收取服务费。公司与世和国际战略合作标志着公司合作办学模式的开启，通过品牌输出实现了轻资产扩张，进入了华东市场，有利于凯文品牌影响力的提升，也为公司发展提供了增长动力。

图 12：海淀凯文办学模式——联姻名校合作办学

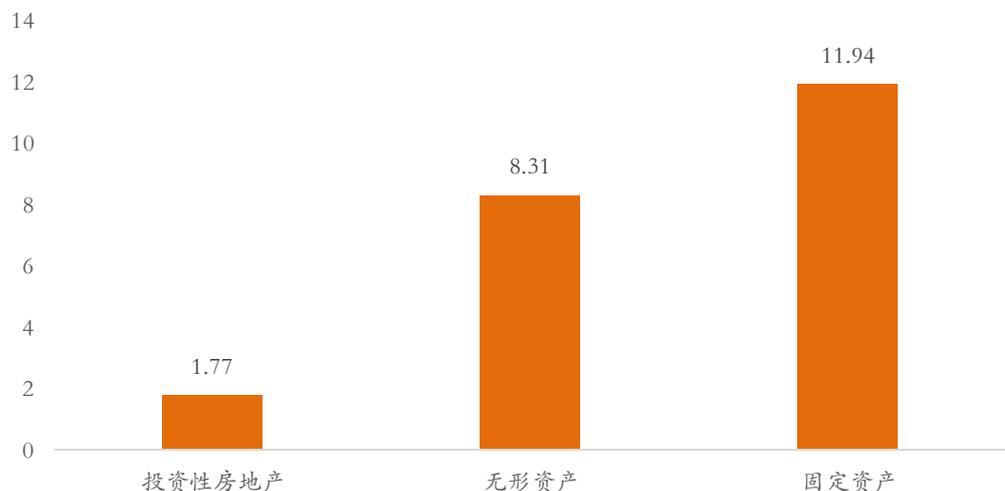


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

## 5.2. 出售物业资产回笼资金，轻资产模式助力成长

朝阳凯文资产较重，总投资达到了 27 亿元，形成了 13.91 亿元的固定资产、9.98 亿元的无形资产和 3.23 亿元的投资性房地产，每年的折旧、摊销和财务费用预计约 1.2 亿元左右，是公司最大的成本构成之一。为了减轻公司负担，回笼资金，公司开始出售持有性物业，2019 年 10 月公司朝阳凯文的一栋办公楼以 5.3 亿元的价格整体出售给北京海贷金融信息服务有限公司，2019 年 12 月公司收到了 4 亿元的转让价款，2020 年 4 月公司收到了 1.3 亿元的转让尾款，持有性物业转让完毕。目前，朝阳凯文还拥有 3 栋办公楼，每栋写字楼面积与已转让的写字楼整体相当，若按照已转让的写字楼价格测算，预计剩下的三栋写字楼重估价值在 15.9 亿元。若后续继续转让，不仅增加了公司资金实力，而且降低了公司固定成本，还能节省财务费用，增强公司盈利能力，轻资产模式将助力公司成长。

图 13：截至 2020 年 9 月末，公司固定资产、无形资产和投资性房地产（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测与估值：业绩转正概率大，估值优势较显著

假设 2021-2022 年海淀凯文每年净增加 150 人，朝阳凯文每年净增加 200 名学生；海淀学校和朝阳学校的学费标准稳中有升，且下线培训活动正常开展；不考虑持续有物业出售、新学校的开设和托管学校的签约等影响。预计 2020-2022 年公司营业收入 3.16 亿元、4.56 亿元和 5.29 亿元，分别同比增长-60.3%、44.53%和 16.17%；归属于母公司股东的净利润增速分别为-1.25 亿元、0.30 亿元和 0.60 亿元，分别同比增长-430.90%、-123.6%和 100.32%；EPS 分别为-0.21 元、0.05 元和 0.10 元；动态 PE 分别为-20.1 倍、85.1 倍和 42.5 倍，动态 PB 分别为 1.2 倍、1.2 倍和 1.1 倍。

公司运营的两所学校均为新开学校，学校办学规律是先投入、后收益，稳定后收入和利润基本处于稳中有升的态势，所以对公司用 PE 估值无法反映公司真实价值。若从 PB 视角来看，公司估值水平已经显著低于港股的 K12 上市公司，且公司拥有三栋持有性物业，重估价值高，且未来存在着出售的可能性，PB 的估值更加显著。另外，若用 DCF 估值模型，公司股权价值达到 89.47 亿元，每股价值高达 14.95 元。DCF 模型参数设定对股权价值影响较大，公司最大的变量是招生数据和在校生数据，一旦出现加大的误判，对最终的估值结果影响较大。

表 3：公司盈利预测及估值表

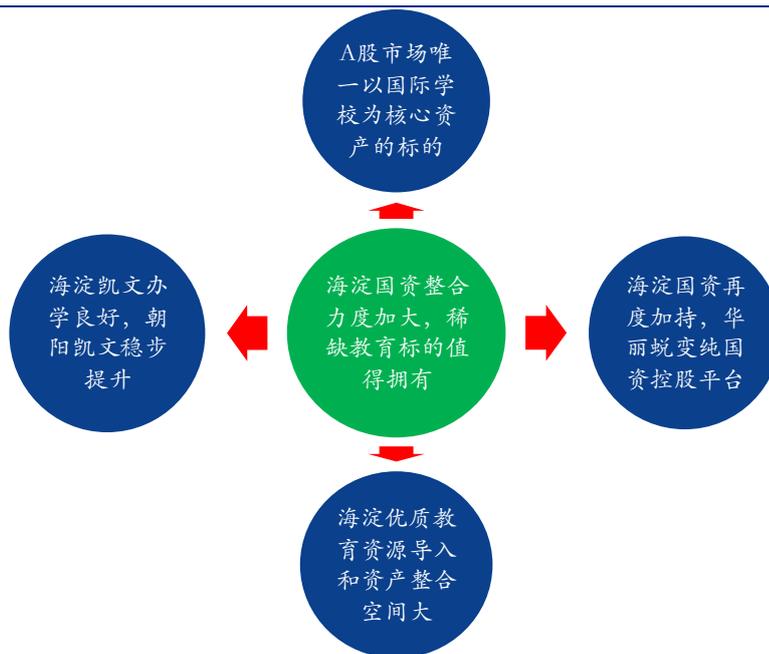
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b> (亿元)	6.20	2.42	7.95	3.16	4.56	5.3
<b>YOY</b>	91.58%	-61.01%	228.68%	-60.30%	44.53%	16.17%
<b>归母净利润</b> (亿元)	0.23	-0.98	0.38	-1.26	0.30	0.60
<b>YOY</b>	124.16%	-521.14%	138.75%	-430.90%	-123.60%	100.32%
<b>EPS</b>	0.05	-0.20	0.08	-0.21	0.05	0.10
<b>PE</b>	84.4	-25.8	66.5	-20.1	85.1	42.5
<b>PB</b>	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 6.2. 投资建议：海淀国资整合力度加大，稀缺教育标的值得拥有

公司是 A 股市场唯一一家以国际学校为核心资产的教育类上市公司，旗下拥有海淀凯文和朝阳凯文两所 K12 学校，海淀凯文已经迈过“量的积累”阶段，进入“质的提高”阶段，在校生规模持续扩大，盈利能力持续增强，是目前公司最大的业务和利润来源；朝阳凯文处于“量的积累”阶段，当务之急是扩大生源规模和资产由重到轻，两者共振助力朝阳凯文业绩转正。公司背靠海淀区国资委，借助海淀区优质的教育资源，能够实现快速办学和品牌输出，有助于公司业绩的快速释放。公司资产重估价值高，轻资产扩张值得期待，不仅降低公司固定成本和费用，还能增强公司扩张能力。同时，海淀国资持续加码，公司已经蜕变成纯国资控股平台，未来优质教育资源导入和优质教育资产的整合空间较大，国企改革专业化整合将开启公司发展新篇章。看好海淀区教育资源导入和资产整合、轻资产扩张模式对公司积极影响、海淀凯文和朝阳凯文的业绩释放潜力，维持“买入-A”评级。

图 14：凯文教育核心投资逻辑：稀缺标的+国资加持+整合空间+办学良好



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 6.3. 风险提示

国际学校政策收紧、中美关系恶化、招生不及预期、学费增长乏力等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	241.8	794.7	315.5	456.0	529.7	成长性					
减:营业成本	258.1	551.3	306.0	296.4	317.8	营业收入增长率	-61.0%	228.7%	-60.30%	44.53%	16.17%
营业税费	4.1	8.9	6.0	6.4	7.4	营业利润增长率	-303.1%	-137.1%	-551.4%	-123.9%	92.8%
销售费用	9.8	20.1	14.2	10.0	11.7	净利润增长率	-521.1%	-138.7%	-430.9%	-123.6%	100.32%
管理费用	55.7	87.9	101.0	63.8	68.9	EBITDA 增长率	-109.6%	-1477.9	-133.7%	-296.4%	39.1%
财务费用	33.3	59.3	54.7	22.4	33.5	EBIT 增长率	-192.2%	-269.3%	-197.9%	-148.9%	78.8%
资产减值损失	0.4	-18.0	30.0	20.0	10.0	NOPLAT 增长率	-292.1%	-177.0%	-238.8%	-157.6%	84.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.4%	-0.6%	2.8%	-3.0%	-6.7%
投资和汇兑收益	0.8	0.3	-	10.0	10.0	净资产增长率	-4.3%	1.7%	-0.8%	1.3%	2.6%
营业利润	-117.2	43.5	-196.4	46.9	90.5	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	28.7	-30.0	-	-	毛利率	-6.8%	30.6%	3.0%	35.0%	40.0%
利润总额	-117.4	72.2	-226.4	46.9	90.5	营业利润率	-48.5%	5.5%	-62.3%	10.3%	17.1%
减:所得税	-22.8	35.6	-111.0	18.8	34.4	净利润率	-40.5%	4.8%	-39.8%	6.5%	11.2%
净利润	-98.0	38.0	-125.6	29.7	59.5	EBITDA/营业收入	-6.3%	26.6%	-22.6%	30.7%	36.7%
						EBIT/营业收入	-35.4%	18.2%	-44.9%	15.2%	23.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	1,957	558	1,361	897	734
						流动营业资本周转天数	-604	-114	-153	-53	-66
						流动资产周转天数	743	351	758	408	334
						应收帐款周转天数	6	30	85	25	25
						存货周转天数	0	0	29	40	18
						总资产周转天数	5,177	1,702	3,947	2,536	2,094
						投资资本周转天数	3,073	938	2,389	1,651	1,353
						投资回报率					
						ROE	-4.7%	1.8%	-5.9%	1.4%	2.7%
						ROA	-2.5%	1.0%	-3.6%	0.9%	1.9%
						ROIC	-3.3%	2.5%	-3.5%	2.0%	3.7%
						费用率					
						销售费用率	4.0%	2.5%	4.5%	2.2%	2.2%
						管理费用率	23.0%	11.1%	32.0%	14.0%	13.0%
						财务费用率	13.8%	7.5%	17.4%	4.9%	6.3%
						三费/营业收入	40.8%	21.1%	53.9%	21.1%	21.5%
						偿债能力					
						资产负债率	44.5%	41.9%	33.5%	32.6%	24.8%
						负债权益比	80.1%	72.2%	50.5%	48.4%	32.9%
						流动比率	0.98	1.64	1.46	1.18	0.94
						速动比率	0.98	1.64	1.30	1.08	0.93
						利息保障倍数	-2.57	2.44	-2.59	3.09	3.70
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	496.7	550.9	226.7	182.4	169.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	6.5	126.5	21.9	41.4	32.2
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	7.4	15.4	4.3	8.9	5.2
存货	0.1	0.2	50.8	49.4	3.6
其他流动资产	177.4	168.9	163.4	285.0	205.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	318.2	179.8	179.8	179.8	179.8
固定资产	1,241.0	1,221.4	1,165.0	1,108.6	1,052.2
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	925.5	845.4	831.3	817.3	803.2
其他非流动资产	636.0	596.3	570.6	538.4	499.8
资产总额	3,808.8	3,705.0	3,213.8	3,211.3	2,951.2
短期债务	199.0	-	-	19.5	52.5
应付帐款	298.5	198.4	77.0	272.1	102.3
应付票据	-	-	119.0	4.5	119.1
其他流动负债	206.2	327.3	123.2	183.2	168.0
长期借款	990.0	1,027.3	759.0	568.2	289.3
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	1,693.7	1,553.1	1,078.2	1,047.5	731.3
少数股东权益	8.7	7.2	16.8	15.3	12.0
股本	498.6	498.6	598.3	598.3	598.3
留存收益	1,608.1	1,646.1	1,520.5	1,550.2	1,609.6
股东权益	2,115.1	2,151.8	2,135.6	2,163.8	2,220.0

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-94.5	36.5	-125.6	29.7	59.5
加:折旧和摊销	98.3	94.1	70.5	70.5	70.5
资产减值准备	0.4	24.6	30.0	20.0	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	33.1	59.1	54.7	22.4	33.5
投资损失	-0.8	-0.3	-	-10.0	-10.0
少数股东损益	3.4	-1.4	10.1	-1.5	-3.4
营运资金的变动	-107.2	147.0	-133.0	5.5	95.9
经营活动产生现金流量	0.5	22.1	-93.2	136.5	256.0
投资活动产生现金流量	-551.4	270.8	-	10.0	10.0
融资活动产生现金流量	919.0	-239.4	-231.0	-190.8	-278.8

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	-0.16	0.06	-0.21	0.05	0.10
BVPS(元)	3.52	3.58	3.54	3.59	3.69
PE(X)	-25.8	66.5	-20.1	85.1	42.5
PB(X)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
P/FCF	3.2	-24.1	-5.5	-33.7	-52.4
P/S	10.4	3.2	8.0	5.5	4.8
EV/EBITDA	-270.9	14.3	-35.5	17.4	11.5
CAGR(%)	-166.8%	15.4%	-280.7%	-166.8%	15.4%
PEG	0.2	4.3	0.1	-0.5	2.8
ROIC/WACC	-0.4	0.3	-0.4	0.2	0.4
REP	-5.4	5.2	-3.0	5.4	2.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓莹		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034