

2021年10月26日

凯文教育 (002659.SZ)

## 在校生持续扩大，新赛道或将发力

■ **事项：**公司发布第三季度报告，1-9月公司实现营业收入3.02亿元，同比增长35.71%；归母净利润为-0.53亿元，同比增长44.62%。其中，7-9月公司实现营业收入1.05亿元，同比增长23.05%；归母净利润为-0.19亿元，同比增长38.45%

■ **收入规模持续扩大，经营拐点即将来临。**2021年1季度、2季度和3季度公司营业收入分别为0.94亿元、1.03亿元和1.05亿元，分别同比增长15.33%、85.05%和23.05%，分别环比增长-3.72%、9.11%和1.69%。2021年9月公司迎来新生，带动在校生规模增加200人左右，按照人均25万元收入贡献计算，预计增长营业收入5000万元左右，单季增加营业收入1250万元左右，预计4季度的营业收入有望达到1.2亿元。考虑到公司银行借款减少带来财务费用的节约，公司经营拐点有望来临。

■ **合同负债大幅增长，经营性净现金流激增。**随着在校生规模的扩大，公司合同负债（预收学费）高速增长。2021年1-9月公司合同负债3.97亿元，同比增长25.24；较2020年末增长64.50%，合同负债高速增长增强了公司业绩确定性。同时，公司经营性净现金流激增。2021年1-9月公司销售商品、提供劳务所收到的现金4.65亿元，同比增长42.20%；经营性净现金流1.41亿元，同比增长147.37%。公司主动降低负债率，短期借款减少1.35亿元，截止2021年9月末公司资产负债率38.70%。

■ **大力发展素质教育，职教教育或将发力。**凯文学校致力于全人教育，除为学生提供学术课程外，还为学生创造富有深度和广度的特色课程，如艺术、音乐和体育等素质教育课程。凯文朝阳学校开设了国际艺术班（KAP）和国际音乐班（KMP），2020届和2021届毕业生均取得优异的成绩，拿到了国际顶级艺术大学OFFER和高额奖学金。同时，朝阳凯文学校积极响应冰雪运动号召，携手北京市冰球运动协会推出了冰球双优项目（KHP），成为全国首个冰球双优项目。此外，公司将基于海淀高校、科研院所和科技企业的优质资源开拓职业教育和高等教育服务，职业教育或将发力。

■ **盈利预测与投资建议：**预计2021-2023年公司营业收入为4.25亿元、5.27亿元和6.32亿元，分别同比增长32.4%、24.0%和20.0%；归属于母公司股东的净利润为-0.44亿元、0.27亿元和0.37亿元，分别同比增长-66.0%、-160.8%和36.4%；EPS分别为-0.07元、0.04元和0.06元；动态PE分别为-46.2倍、76.1倍和55.8倍，动态PB分别为0.8倍、0.8

## 公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

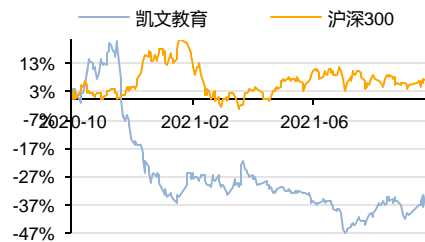
维持评级

6个月目标价：**4.6元**  
股价（2021-10-25）**3.41元**

### 交易数据

总市值(百万元)	2,046.12
流通市值(百万元)	2,011.96
总股本(百万股)	598.28
流通股本(百万股)	588.29
12个月价格区间	3.06/7.00元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.58	-0.54	-52.1
绝对收益	-0.87	-2.29	-42.9

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：教育服务增长较快，业绩拐点有望来临/苏多永 2021-08-26
- 凯文教育：教育业务持续增长，业绩拐点有望来临/苏多永 2021-04-28
- 凯文教育：海淀国资再度加持，模式创新助力成长/苏多永 2021-03-02
- 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

倍和 0.8 倍。公司教育收入持续增长，经营拐点有望来临，积极发展素质教育，职业教育或将发力。作为海淀国资教育上市平台，公司有望得到海淀国资的持续加持，助力公司资产盘活和资源整合。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 4.6 元。

■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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	794.7	321.0	425.0	527.0	632.4
净利润	38.0	-129.6	-44.1	26.8	36.6
每股收益(元)	0.06	-0.22	-0.07	0.04	0.06
每股净资产(元)	3.58	4.14	4.06	4.11	4.17

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	53.8	-15.7	-46.2	76.1	55.8
市净率(倍)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
净利率	4.8%	-40.4%	-10.4%	5.1%	5.8%
净资产收益率	1.8%	-5.2%	-1.8%	1.1%	1.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.5%	-3.8%	-0.9%	1.6%	2.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	794.7	321.0	425.0	527.0	632.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	551.3	315.0	323.0	326.8	392.1	营业收入增长率	228.7%	-59.6%	32.4%	24.0%	20.0%
营业税费	8.9	6.3	8.1	10.0	12.0	营业利润增长率	-137.1%	-490.5%	-53.6%	-161.1%	26.2%
销售费用	20.1	20.1	18.2	20.7	30.5	净利润增长率	-138.7%	-441.4%	-66.0%	-160.8%	36.4%
管理费用	87.9	93.6	98.6	111.4	123.9	EBITDA 增长率	-1477.9	-121.9%	-172.5%	272.7%	12.9%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	-269.3%	-176.7%	-71.4%	-287.8%	27.0%
财务费用	59.3	69.1	47.0	11.5	15.0	NOPLAT 增长率	-177.0%	-251.0%	-77.8%	-287.8%	38.5%
资产减值损失	-18.0	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.6%	-2.8%	-0.6%	-0.8%	-6.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-10.3	-	-	净资产增长率	1.7%	15.2%	-1.7%	1.1%	1.5%
投资和汇兑收益	0.3	2.8	1.3	1.5	1.9						
<b>营业利润</b>	43.5	-169.9	-78.8	48.2	60.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	28.7	-	-	-	-	毛利率	30.6%	1.9%	24.0%	38.0%	38.0%
<b>利润总额</b>	72.2	-169.9	-78.8	48.2	60.8	营业利润率	5.5%	-52.9%	-18.5%	9.1%	9.6%
减:所得税	35.6	-37.4	-35.5	21.7	24.3	净利润率	4.8%	-40.4%	-10.4%	5.1%	5.8%
<b>净利润</b>	38.0	-129.6	-44.1	26.8	36.6	EBITDA/营业收入	26.6%	-14.4%	7.9%	23.7%	22.3%
						EBIT/营业收入	18.2%	-34.6%	-7.5%	11.3%	12.0%
<b>资产负债表</b>	38.0	-129.6	-44.1	26.8	36.6	<b>运营效率</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	558	1,347	981	759	606
货币资金	550.9	877.1	255.0	210.8	202.4	流动营业资本周转天数	-114	-215	-137	-78	-68
交易性金融资产	-	230.3	220.0	220.0	220.0	流动资产周转天数	351	1,220	927	578	460
应收账款	126.5	2.3	151.2	36.6	121.5	应收账款周转天数	30	72	65	64	45
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	0	0	27	40	25
预付账款	15.4	3.9	5.1	9.4	1.5	总资产周转天数	1,702	4,384	3,246	2,377	1,911
存货	0.2	0.3	62.6	54.5	32.7	投资资本周转天数	938	2,284	1,696	1,358	1,090
其他流动资产	168.9	199.9	182.1	285.0	222.3						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	1.8%	-5.2%	-1.8%	1.1%	1.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	1.0%	-3.2%	-1.2%	0.8%	1.1%
投资性房地产	179.8	176.8	176.8	176.8	176.8	ROIC	2.5%	-3.8%	-0.9%	1.6%	2.3%
固定资产	1,221.4	1,181.3	1,134.6	1,088.0	1,041.3	<b>费用率</b>					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	2.5%	6.3%	4.3%	3.9%	4.8%
无形资产	845.4	826.6	807.9	789.3	770.6	管理费用率	11.1%	29.1%	23.2%	21.1%	19.6%
其他非流动资产	596.3	615.9	555.3	537.5	516.9	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	3,705.0	4,114.4	3,550.6	3,407.9	3,306.0	财务费用率	7.5%	21.5%	11.1%	2.2%	2.4%
短期债务	-	135.2	210.5	216.2	225.5	四费/营业收入	21.1%	56.9%	38.5%	27.2%	26.8%
应付账款	198.4	123.4	122.5	262.4	36.1	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	125.6	10.5	120.2	资产负债率	41.9%	39.7%	31.4%	27.7%	24.4%
其他流动负债	327.3	323.6	319.8	234.1	412.9	负债权益比	72.2%	65.9%	45.7%	38.3%	32.2%
长期借款	1,027.3	1,040.0	331.0	215.6	4.0	流动比率	1.64	2.26	1.13	1.13	1.01
其他非流动负债	-	12.5	4.2	5.6	7.4	速动比率	1.64	2.26	1.04	1.05	0.97
<b>负债总额</b>	1,553.1	1,634.7	1,113.6	944.3	806.0	利息保障倍数	2.44	-1.61	-0.68	5.18	5.05
少数股东权益	7.2	4.3	5.1	4.8	4.7	<b>分红指标</b>					
股本	498.6	598.3	598.3	598.3	598.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	1,646.1	1,877.8	1,833.7	1,860.5	1,897.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	2,151.8	2,479.8	2,437.0	2,463.5	2,500.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>											
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	36.5	-132.5	-44.1	26.8	36.6	EPS(元)	0.06	-0.22	-0.07	0.04	0.06
加:折旧和摊销	94.1	92.1	65.3	65.3	65.3	BVPS(元)	3.58	4.14	4.06	4.11	4.17
资产减值准备	24.6	-6.3	-	-	-	PE(X)	53.8	-15.7	-46.2	76.1	55.8
公允价值变动损失	-	-	-10.3	-	-	PB(X)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
财务费用	59.1	76.9	47.0	11.5	15.0	P/FCF	-19.5	17.6	-2.9	-33.1	-70.4
投资损失	-0.3	-2.8	-1.3	-1.5	-1.9	P/S	2.6	6.4	4.8	3.9	3.2
少数股东损益	-1.4	-2.9	0.8	-0.3	-0.1	EV/EBITDA	14.3	-53.0	47.8	12.5	9.9
营运资金的变动	147.0	136.1	7.6	-32.2	86.4	CAGR(%)	-10.2%	-165.1%	-22.9%	-10.2%	-165.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	22.1	3.5	65.0	69.7	201.3	PEG	-5.3	0.1	2.0	-7.5	-0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	270.8	-254.1	21.9	1.5	1.9	ROIC/WACC	0.3	-0.4	-0.1	0.2	0.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-239.4	577.6	-709.0	-115.4	-211.6	REP	5.3	-2.9	-8.3	4.3	3.0

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

本报告署名分析师声明, 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

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。

### 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