

2021年04月28日

凯文教育 (002659.SZ)

教育业务持续增长，业绩拐点有望来临

■**事项**：公司公布了2020年年度报告和2021年1季度报告，营业收入分别为3.21亿元和0.94亿元，分别同比变动-59.61%和15.33%；归母净利润分别为-1.30亿元和-0.16亿元，分别同比变动-441.42%和8.38%。

■**教育业务持续增长，在校生规模持续扩大**。2019年公司处理了一栋写字楼，其他业务收入达到4.90亿元，受此影响公司2020年营业收入同比下降59.61%。若从教育行业收入来看，公司教育业务持续增长。2020年公司教育业务收入3.20亿元，同比增长了4.84%，教育业务增长主要来自于在校生规模的扩大，如果剔除掉因疫情影响带来的学费的折扣和线下培训业务的暂停，公司教育业务增速将与学生增长相匹配。2021年1季度公司教育业务营业收入同比增长了15.33%，较2020年教育业务收入增速提高了10.49个百分点。根据公司教育业务收入规模和学校收费标准，预计目前公司两所学校的在校生在1700-1800人之间，随着2021年9月新生的入学，预计公司两所学校在校生有望达到2000人左右，校舍使用率有望提高到40%以上。

■**海淀凯文即将满员，升学情况表现良好**。海淀凯文于2016年9月开学，采取联姻名校合作办学模式快速办学，借助清华附中办学能力使得海淀凯文在办学初期整体顺利，预计目前海淀凯文的在校生规模在900-1000人之间，预计在未来的1-2年实现满员运营。海淀凯文高中阶段开设AP课程，毕业生以美国为主要的留学方向，2021年海淀凯文第二届12名毕业生（含3名艺术生）共收到美国纽约大学、英国伦敦大学学院、美国芝加哥艺术学院等118份录取通知书，人均接近10份录取通知书，美国综合排名Top40录取率为80%，美国综合排名Top50录取率为90%，大学申请情况良好。同时，海淀凯文也得到国际教育组织的较高认可，2020年海淀凯文通过了美国Cognia(AdvancED)认证和牛津AQA考试局认证，取得准许招收外籍学生资质。

■**朝阳凯文稳步发展，艺术高中强势崛起**。朝阳凯文于2017年9月开学，采取自建、自营、自创品牌的办学策略，高中阶段开设IBDP课程。朝阳凯文资产重，总投资超过了20亿元，能够容纳3300人。2020年朝阳凯文正式获得了国际文凭组织IBDP项目授权，成为一所IB世界学校。朝阳学校在校生相对较少，预计在700-800人，校舍使用率不高，再叠加重资产带来的折旧、摊销和财务利息，拖累公司业绩，

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

股价 (2021-04-27) **4.17元**

交易数据

总市值(百万元)	2,494.83
流通市值(百万元)	2,453.09
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	0.97	19.77	-53.19
绝对收益	2.71	7.75	-19.19

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：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
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

成为公司最主要的亏损来源。朝阳凯文艺术高中强势崛起，带动朝阳凯文高中阶段在校生人数较上年同期增长约 70%。2021 年朝阳凯文国际艺术班（KAP）15 位第二届毕业生收获了 114 封来自世界名校的录取通知书，包括伦敦艺术大学、芝加哥艺术学院、普瑞特艺术学院、中央圣马丁艺术学院、格拉斯哥美术学院等，朝阳凯文艺术高中大放异彩。

■ **新生扩大线下正常，业绩拐点有望来临。**随着两所学校在校生规模的扩大和疫情得到控制后线下培训业务正常开展，公司教育收入有望持续增长。2021-2022 学年公司艺术生将保持较高的增速，同时公司携手北京冰球协会开设冰球双优班（KHP）项目也将助力新生增加，若公司在校生能够达到 2000 人，则公司教育业务季度收入将达到 1.1 亿元（按照人均 22 万元/学年计算）。2021 年 1 季度，公司实现营业收入 0.94 亿元，亏损 0.16 亿元，新生的增加带来的收入将能够覆盖大部分亏损。同时，公司线下培训业务逐渐正常，持有性物业租赁业务也在逐步恢复，线下培训和物业租赁等收入的增长将助力公司业绩拐点来临。新生带来的学费增长按月结转收入，对今年 4 季度业绩贡献较大，预计公司经营性业绩拐点大概率在 4 季度出现，若线下培训业务等业务超预期，公司全年业绩有望转正。

■ **估值与投资建议：**预计 2021-2023 年公司营业收入为 4.56 亿元、5.30 亿元和 6.36 亿元，分别同比增长 42.1%、16.2%和 20.0%；归属于母公司股东的净利润为 0.22 亿元、0.58 亿元和 0.78 亿元，分别同比增长 -116.7%、167.4%和 34.4%；EPS 分别为 0.04 元、0.10 元和 0.13 元；动态 PE 分别为 115.5 倍、43.2 倍和 32.2 倍，动态 PB 分别为 1.0 倍、1.0 倍和 0.9 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，旗下拥有海淀凯文和朝阳凯文两所学校，海淀凯文即将满员运营，朝阳凯文艺术高中崛起，两所学校办学成效显著，将带动公司经营性业绩拐点的来临。海淀国资再度加持，公司华丽蜕变为纯国资控股平台，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。看好海淀教育资源和凯文学校发展前景，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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	794.7	321.0	456.0	529.7	635.7
净利润	38.0	-129.6	21.6	57.7	77.6
每股收益(元)	0.06	-0.22	0.04	0.10	0.13
每股净资产(元)	3.58	4.14	4.17	4.27	4.40

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	65.7	-19.3	115.5	43.2	32.2
市净率(倍)	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9
净利润率	4.8%	-40.4%	4.7%	10.9%	12.2%
净资产收益率	1.8%	-5.2%	0.9%	2.3%	2.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.5%	-3.8%	2.3%	3.0%	4.0%

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
营业收入	794.7	321.0	456.0	529.7	635.7	成长性					
减:营业成本	551.3	315.0	282.7	328.4	394.1	营业收入增长率	228.7%	-59.6%	42.05%	16.17%	20.00%
营业税费	8.9	6.3	8.7	10.1	12.1	营业利润增长率	-137.1%	-490.5%	-122.7%	169.0%	24.3%
销售费用	20.1	20.1	11.4	13.2	15.9	净利润增长率	-138.7%	-441.4%	-116.7%	167.4%	34.40%
管理费用	87.9	93.6	68.4	79.5	95.4	EBITDA 增长率	-1477.9	-121.9%	-428.3%	17.1%	11.1%
财务费用	59.3	69.1	43.9	4.8	-0.8	EBIT 增长率	-269.3%	-176.7%	-174.3%	31.5%	18.2%
资产减值损失	-18.0	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	-177.0%	-251.0%	-157.7%	31.5%	28.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-10.3	-	-	投资资本增长率	-0.6%	-2.8%	-2.2%	-2.2%	-9.4%
投资和汇兑收益	0.3	2.8	8.0	10.0	10.0	净资产增长率	1.7%	15.2%	0.9%	2.3%	3.0%
营业利润	43.5	-169.9	38.6	103.8	129.0	利润率					
加:营业外净收支	28.7	-	-	-	-	毛利率	30.6%	1.9%	38.0%	38.0%	38.0%
利润总额	72.2	-169.9	38.6	103.8	129.0	营业利润率	5.5%	-52.9%	8.5%	19.6%	20.3%
减:所得税	35.6	-37.4	17.4	46.7	51.6	净利润率	4.8%	-40.4%	4.7%	10.9%	12.2%
净利润	38.0	-129.6	21.6	57.7	77.6	EBITDA/营业收入	26.6%	-14.4%	33.3%	33.6%	31.1%
						EBIT/营业收入	18.2%	-34.6%	18.1%	20.5%	20.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	558	1,347	911	746	590
						流动营业资本周转天数	-114	-215	-139	-104	-110
						流动资产周转天数	351	1,220	863	556	453
						应收账款周转天数	30	72	55	59	35
						存货周转天数	0	0	22	19	20
						总资产周转天数	1,702	4,384	3,020	2,335	1,882
						投资资本周转天数	938	2,284	1,568	1,320	1,037
						投资回报率					
						ROE	1.8%	-5.2%	0.9%	2.3%	2.9%
						ROA	1.0%	-3.2%	0.6%	1.7%	2.3%
						ROIC	2.5%	-3.8%	2.3%	3.0%	4.0%
						费用率					
						销售费用率	2.5%	6.3%	2.5%	2.5%	2.5%
						管理费用率	11.1%	29.1%	15.0%	15.0%	15.0%
						财务费用率	7.5%	21.5%	9.6%	0.9%	-0.1%
						三费/营业收入	21.1%	56.9%	27.1%	18.4%	17.4%
						偿债能力					
						资产负债率	41.9%	39.7%	29.3%	23.3%	20.4%
						负债权益比	72.2%	65.9%	41.4%	30.4%	25.6%
						流动比率	1.64	2.26	1.12	1.07	1.25
						速动比率	1.64	2.26	1.05	1.07	1.14
						利息保障倍数	2.44	-1.61	1.88	22.80	-167.45
						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

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	550.9	877.1	273.6	211.9	235.3
交易性金融资产	-	230.3	220.0	220.0	220.0
应收账款	126.5	2.3	137.0	36.8	86.8
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	15.4	3.9	4.0	10.6	0.3
存货	0.2	0.3	54.7	0.0	70.0
其他流动资产	168.9	199.9	182.1	285.0	222.3
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	179.8	176.8	176.8	176.8	176.8
固定资产	1,221.4	1,181.3	1,125.8	1,070.2	1,014.7
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	845.4	826.6	812.8	799.1	785.3
其他非流动资产	596.3	615.9	549.6	526.2	499.9
资产总额	3,705.0	4,114.4	3,536.5	3,336.7	3,311.6
短期债务	-	135.2	207.3	206.3	-
应付账款	198.4	123.4	131.1	255.8	99.0
应付票据	-	-	109.9	26.9	126.4
其他流动负债	327.3	323.6	331.9	223.1	442.7
长期借款	1,027.3	1,040.0	250.4	60.4	-
其他非流动负债	-	12.5	4.2	5.6	7.4
负债总额	1,553.1	1,634.7	1,034.8	777.9	675.5
少数股东权益	7.2	4.3	4.0	3.3	3.1
股本	498.6	598.3	598.3	598.3	598.3
留存收益	1,646.1	1,877.8	1,899.4	1,957.1	2,034.7
股东权益	2,151.8	2,479.8	2,501.6	2,558.7	2,636.1

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	36.5	-132.5	21.6	57.7	77.6
加:折旧和摊销	94.1	92.1	69.3	69.3	69.3
资产减值准备	24.6	-6.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-10.3	-	-
财务费用	59.1	76.9	43.9	4.8	-0.8
投资损失	-0.3	-2.8	-8.0	-10.0	-10.0
少数股东损益	-1.4	-2.9	-0.4	-0.7	-0.2
营运资金的变动	147.0	136.1	41.3	-2.8	137.6
经营活动产生现金流量	22.1	3.5	157.4	118.4	273.5
投资活动产生现金流量	270.8	-254.1	28.6	10.0	10.0
融资活动产生现金流量	-239.4	577.6	-789.6	-190.1	-260.1

业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	0.06	-0.22	0.04	0.10	0.13
BVPS(元)	3.58	4.14	4.17	4.27	4.40
PE(X)	65.7	-19.3	115.5	43.2	32.2
PB(X)	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9
P/FCF	-23.8	21.6	-3.7	-29.5	-925.4
P/S	3.1	7.8	5.5	4.7	3.9
EV/EBITDA	14.3	-53.0	12.9	10.5	8.1
CAGR(%)	16.0%	-183.6%	-160.8%	16.0%	-183.6%
PEG	4.1	0.1	-0.7	2.7	-0.2
ROIC/WACC	0.3	-0.4	0.2	0.3	0.4
REP	5.5	-3.0	4.1	3.0	2.2

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	zhangying1@essence.com.cn
	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
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@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