

国际学校“第一股”，职业教育值得期待

2025年02月20日

➤ **国际学校“第一股”，国资控制力度加强。**公司是通过多轮资产整合，以国际学校为核心资产的教育上市公司，背靠海淀国资、充分利用海淀优质教育资源，打造海淀凯文、朝阳凯文两所 K12 国际学校，并托管博华双语，是国际学校“第一股”和海淀区国有教育资产证券化唯一平台。海国投通过增持+协议转让+委托管理等控股公司，海淀国资委是实控人，海国投持股比增加说明海淀国资对公司控制力增强。海国投 2024 年提出“三年三个五百亿”战略，即营收增加五百亿，良性资产注入五百亿，资本市场增值五百亿。作为海国投旗下核心子公司，公司未来发展值得期待。

➤ **教育业务规范发展，经营良好助力扭亏。**公司通过“举办人变更+教育服务”等方式实现教育业务规范发展，主要通过校园资产租赁、一揽子教育服务、餐饮服务取得校园租金、品牌使用费、餐饮费等收入，并纳入学杂费。分行业看，2022/23/24H1 公司教育行业收入分别为 1.7、2.5 和 1.5 亿元，分别同比-45.3%、+32.9%和+30.7%，预计随着在校生规模的扩大，收入将保持较快增长。同时，公司毛利率持续上行，2022/23/24H1 学杂费毛利率分别为 18.5%、28.8%和 35.4%，整体毛利率分别为 14.4%、24.1%和 27.8%，盈利能力显著增强，助力公司扭亏为盈。

➤ **海淀凯文满员运营，朝阳凯文空间较大。**海淀凯文采取联姻名校合作办学模式，学校满员容纳量约 1200 人，采用 5-3-4 学制，截止 2024 年 9 月海淀凯文基本实现了满员运营，海淀凯文教育服务公司均取得了较好的财务回报。朝阳凯文是自建、自营、自创品牌的 IB 学校，建筑面积约 28 万平方米，总投资超 20 亿元，是公司在京打造的第二所高端学校，提供从小学到高中的符合国家教学大纲的 IB 课程体系，学校满员容纳量约 3000 人，截至 2024 年 9 月在校生约 1000 人。2023 年推出精品素质高中，有望逐步扩大招生规模，国际+国内双轨制助力校舍使用率提高。

➤ **大力发展素质教育，积极布局职业教育。**公司拥有滑雪场、冰球馆、高尔夫训练馆等一流的硬件教学设施，与伯克利音乐学院、北京中小学体育运动协会等建立良好关系，发展素质教育得天独厚，并通过资源向课程转化，涵盖艺术、音乐、体育等素质教育体系，并通过营地活动、俱乐部、国际班等方式开展素质教育，凯文体育、凯文艺术、凯文音乐等品牌快速崛起。同时，公司积极布局职业教育，与华为、百度、腾讯、启明星辰、龙芯中科等头部企业建立战略合作，通过产业学院实现产教融合，截至 2024 年 9 月公司落地产业学院 12 个，在校生 8000 余人。此外，公司将发力政企培训，预计未来有望放量。

➤ **资产重估价值较高，未来成长趋势确定。**截至 24 年 9 月末，公司投资性房地产和长期待摊费用余额分别为 18.25 亿元和 2.10 亿元，投资性房地产是朝阳学校和写字楼，长期待摊费用是海淀凯文装修改造费用，上述资产重估价值较高。展望未来，公司成长性主要取决于：(1) 校舍使用率提高，朝阳学校还有 2000 个学位，在校生规模的扩大意味着业绩释放加速；(2) 培训业务快速发展，尤其是冰雪运动既满足了素质教育发展需要，又迎合了国家的政策导向；(3) 职业教育持续发力，产业学院落地数量增多、在校生规模的扩大和政企培训的放量；(4) 财务规划及资产优化，有助于降低财务费用和轻资产运营。

➤ **投资建议：**预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 3.27 亿元、4.03 亿元和 4.76 亿元，归母净利润分别为-0.33 亿元、0.50 亿元和 1.00 亿元。公司或将迎来趋势性经营拐点，积极布局国内赛道及中高考复读市场，大力发展职业教育和政企培训业务，海国投有望加大整合力度。看好公司经营持续向好、股东的持续支持和公司未来的成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**教育政策变动风险、招生不及预期风险、业绩释放不及预期、股东整合不及预期风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	254	327	403	476
增长率 (%)	47.8	28.9	23.1	18.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-50	-33	50	100
增长率 (%)	48.5	33.6	250.4	101.9
每股收益 (元)	-0.08	-0.06	0.08	0.17
PE	-	-	61	30
PB	1.4	1.4	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 2 月 19 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

4.98 元


分析师 苏多永

执业证书: S0100524120001

邮箱: suduoyong@mszq.com

目录

1 国际学校“第一股”，国资控制力度加强	3
1.1 协议转让+定向增发+资产剥离，华丽蜕变成海淀教育上市平台	3
1.2 二级增持+协议转让+委托管理，海国投成为控股股东	4
1.3 教育资源得天独厚，资产证券化唯一平台	5
2 教育业务规范发展，经营良好扭亏在即	7
2.1 举办人变更+教育服务，教育业务规范发展	7
2.2 在校生规模扩大，经营良好扭亏在即	8
3 海淀凯文满员运营，朝阳凯文空间较大	10
3.1 联营名校合作办学，海淀凯文扬帆起航	10
3.2 朝阳凯文重金打造，国内高中快速发展	11
3.3 朝阳凯文双轨运营，校园使用率有望提高	13
3.4 托管运营博华双语，积极布局上海市场	13
4 大力发展素质教育，积极布局职业教育	15
4.1 素质教育资源丰富，冰雪运动得天独厚	15
4.2 营地项目门类齐全，海外营地值得期待	15
4.3 政策积极推进职业教育、产教融合发展	16
4.4 布局发展职业教育，大力发展产业学院	18
4.5 党政培训力度加强，凯文布局恰逢其时	20
5 资产重估价值较高，未来成长趋势确定	22
5.1 资产结构相对优良，负债率相对较低	22
5.2 资产重估价值较高，经营性现金流良好	22
5.3 三大业务态势良好，未来发展值得期待	23
6 盈利预测与投资建议	26
6.1 盈利预测与业务拆分	26
6.2 估值分析	27
6.3 投资建议	28
7 风险提示	29
插图目录	31
表格目录	31

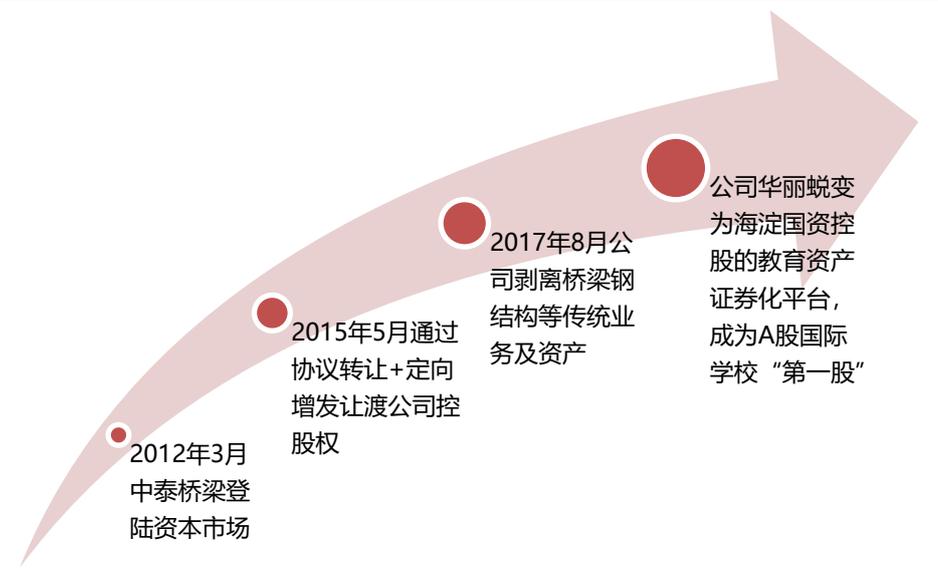
1 国际学校“第一股”，国资控制力度加强

1.1 协议转让+定向增发+资产剥离，华丽蜕变成海淀教育上市平台

北京凯文德信教育科技股份有限公司（以下简称“凯文教育”或公司）的前身是江苏中泰桥梁钢构股份有限公司（以下简称“中泰桥梁”），2012年3月登陆深交所，主要从事桥梁钢结构工程业务，控股股东为江苏环宇投资发展有限公司（以下简称“环宇投资”）。2015年5月，公司启动定向增发，同时环宇投资拟向金陵投资控股有限公司（以下简称“金陵投资”）协议转让4000万股，2015年7月协议转让完成，2016年7月定向增发完成，八大处控股有限公司（以下简称“八大处”）成为公司第一大股东，北京市海淀区国有资产监督管理委员会（以下简称“海淀区国资委”）成为公司实际控制人。2017年8月公司拟转让江苏新中泰桥梁钢构工程有限公司（以下简称“新中泰”）的全部股权，并于11月新中泰股权成功交割过户，至此公司传统业务——桥梁钢结构资产、负债及业务收入全部剥离。

公司通过“协议转让+定向增发+资产剥离”等方式实现了控股股东的变更和主业的变更，公司从一家以桥梁钢结构为主的上市公司华丽蜕变成以国际学校为核心主业的上市公司，从民营控股公司变更为海淀国资上市平台，成为A股市场国际学校“第一股”。

图1：公司发展历程大事件



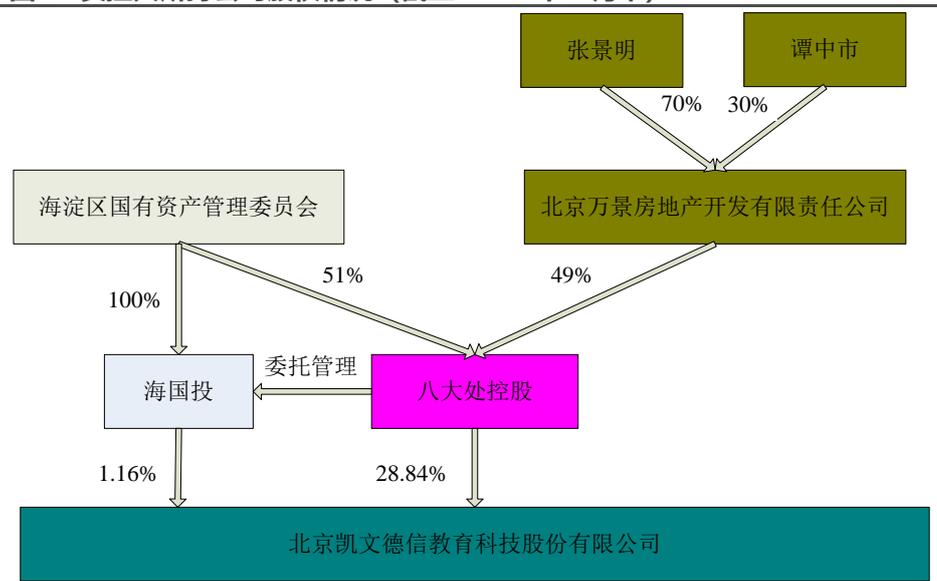
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 二级增持+协议转让+委托管理，海国投成为控股股东

2016年7月公司定向增发完成，海淀国资委旗下的八大处获配约1.5亿股，持股比例30.1%。2017年1月至2018年一季度末，八大处增持公司股票，累计增持约1249万股；2018年1季度末，八大处持股比例升至32.6%。2020年7月公司9971万股的定向增发完成，八大处认购997万股，至此八大处持股比例稀释至28.84%。

2021年2月八大处与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”）签署《股权托管协议》，八大处将所持的公司股份相应的股东权利委托给海国投。2022年1月至3月，海国投集中竞价增持公司股票约696万股，增持比例为1.16%。2024年9月海国投与八大处签署《股权转让协议》和《股权托管协议》，约定八大处将其持有的14.84%股权转让给海国投，同时约定剩余的14%的股权委托海国投管理；一旦协议转让完成，海国投将直接持有公司16%的股权，并通过受托管理八大处所剩股权，实际控制公司约30%的股权，是公司控股股东，海淀国资委是公司实际控制人。

图2：实控人所持公司股权情况（截至2024年9月末）



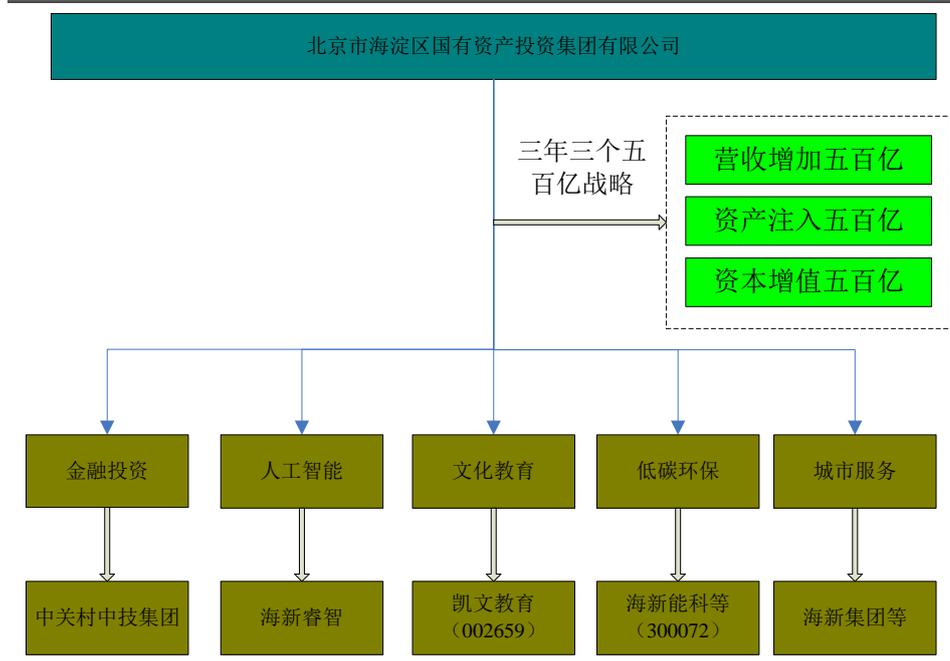
资料来源：公司公告，ifind，民生证券研究院

海国投起源于1992年组建的北京市海淀区国有资产投资经营公司，是海淀国资委旗下规模最大的一级监管企业，也是海淀区政府重要的国有资产投资运营平台，先后参与组建了北京银行、中科软、海淀科技等一批行业领军企业，培育了海能新科等优秀上市平台，旗下拥有凯文教育、海新能科等上市平台，产业辐射至城市服务、金融投资、低碳环保、文化教育、资产管理等五大核心板块。

海国投是北京市海淀区国有资产投资集团有限公司（以下简称“海投集团”）的全资子公司，海投集团是北京市海淀区国有资本运营有限公司（以下简称“海国运”）的全资子公司，海国运直属海淀区国资委。根据中诚信发布的《海国运2024

年度跟踪评级报告》，截至 2023 年末，海国运总资产 3358 亿元，经调整的所有者权益 770 亿元，2023 年实现营业收入 380 亿元，净利润 1.45 亿元，主体信用评级和债项信用评级均为 AAA。2024 年 2 月，海国投董事长张国斌认为集团过去三年为复苏的第一阶段，立足海淀主导产业，转型为生产经营型实体企业；未来三年是海国投发展的第二阶段，并提出未来三年的发展规划——“三年三个五百亿”，即用三年时间实现营业收入增加五百亿，良性资产注入五百亿，资本市场增值五百亿；2027 年后是海国投高质量发展阶段，进一步推动集团良性减亏运转，形成对经济体系长久的贡献，加速完成十年复苏的使命。

图3：海国投“三年三个五百亿战略”图解



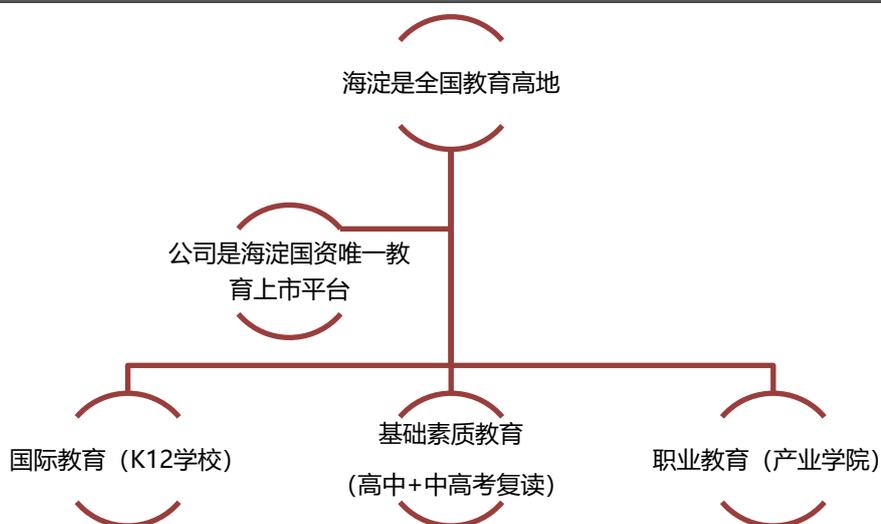
资料来源：海国投官网，民生证券研究院

1.3 教育资源得天独厚，资产证券化唯一平台

“中国教育看北京，北京教育看海淀”，海淀区教育资源得天独厚。公司是海淀国资旗下唯一教育上市平台，主要拥有北京海淀凯文学校（以下简称“海淀凯文”）和北京朝阳区凯文学校（以下简称“朝阳凯文”），是 A 股市场较少的以国际教育为核心资产及核心业务的上市公司。国际学校具有投入大、资产重、回报期长等特点，当校舍使用率较低时，受折旧、摊销和财务利息等因素的影响，学校可能亏损状态，办学结余（即现金流）可能处于良性状态，且公司旗下的两所学校在校生整体处于爬坡状态。作为海国投旗下教育上市公司，在控股股东提出“三年三个五百亿”发展目标后，公司收入增长、外购资产和资本增值都关系到控股股东的实现目标的实现。

公司不仅要发展国际教育，还积极布局中高考复读班、国内高中、素质培训和职业教育，朝阳凯文已于 2023 年秋季开始招生面向国内高考的中考生，并取得较好的办学成果；博华双语不仅大力发展国际国内高中，2024 年还取得了上海开放大学颁发的面向成人中高考的复读资格，中高考复读班有望发力。公司通过联合华为、腾讯、百度、启明星辰、龙芯中科、凤凰数科等大厂与高校合作办产业学院，截至 2023 年秋季，产业学院在校生超 4000 人。公司教育业务发展态势良好，又是海淀国资唯一教育上市平台，控股股东旗下还拥有天津学校和海南学校等教育资产，未来具有整合空间，为集团实现“三年三个五百亿”战略目标助力。

图4：公司是海淀教育唯一上市平台



资料来源：公司公告，民生证券研究院

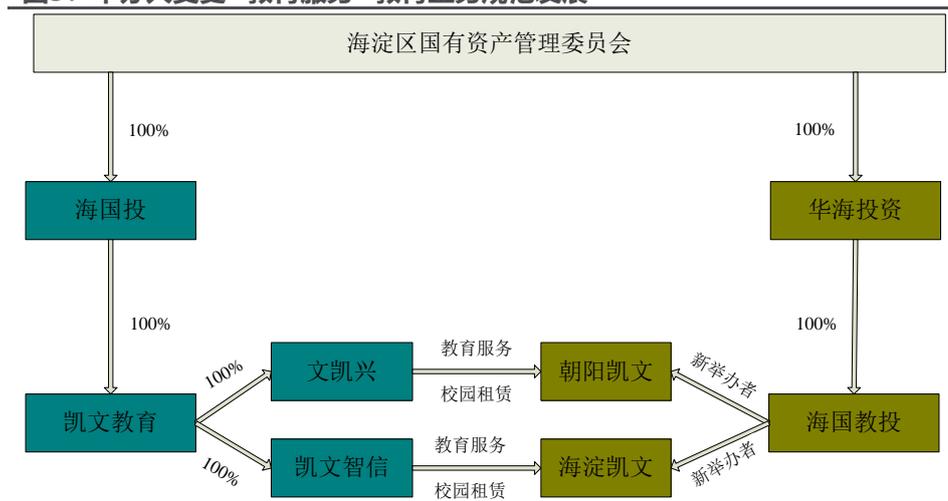
2 教育业务规范发展，经营良好扭亏在即

2.1 举办人变更+教育服务，教育业务规范发展

2021年4月国务院引印发《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》(以下简称“《民促法实施条例》”),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。同时,《民促法实施条例》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,其中利益关联方是指民办学校的举办者、实际控制人、校长、理事、董事、监事、财务负责人等以及与上述组织或个人之间存在互相控制和影响关系、可能导致民办学校利益被转移的组织或者个人。《民促法实施条例》于2021年9月正式实施,对民办学校影响深远,民办学校的成长路径和利润来源发生重大变化。

借助国资上市平台,公司通过举办人变更实现教育业务的规范发展。2022年2月公司旗下的北京海淀凯文学校(以下简称“海淀凯文”)和北京市朝阳区凯文学校(以下简称“朝阳凯文”)的举办人均变更为北京海国教投咨询服务有限公司(以下简称“海国教投”),海国教投是北京华海恒泰投资管理有限公司(以下简称“华海投资”)全资子公司,华海投资是海淀国资委旗下的股权投资平台。两所学校举办者变更完成后,公司将不再为《民促法实施条例》规定的学校利益关联方,不受《民促法实施条例》关于关联交易的限制,国资上市平台价值得到彰显,公司及下属子公司可以通过为学校提供办学场地和教育咨询服务等方式取得持续的市场化教育服务收入。

图5：举办人变更+教育服务=教育业务规范发展



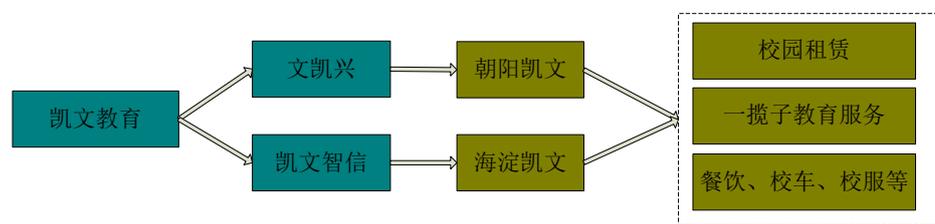
资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据2022年2月公司与海淀凯文和朝阳凯文签署的《房屋租赁合同》《服务协议》和《餐饮服务协议》，约定由公司及下属子公司为两所学校提供校园资产运营租赁、品牌许可、素质教育课程、教育咨询服务、体育场馆运营和餐饮等服务。

(1) **租金**：海淀凯文自合同生效至2024年8月租金标准为8800万元，自2024年9月起，年租金增长5%，此后每三年租金增长5%；朝阳学校自合同生

效之日起至 2024 年 8 月年租金标准 6000 万元，2024 年 9 月至 2030 年 8 月租金每年增加 2000 万元，2030 年 9 月起租金每 3 年增加 2%。**(2) 一揽子教育服务**，包括素质教育课程、教育咨询服务、品牌及运维支持等，素质课程每门课程课时费按照 2000-3500 元/课时（45 分钟），具体费用由双方协商确定，并按季结算；教育咨询服务收费标准为该学年每所学校特色高中全部学费（含欠缴学费）收入总额的 40%，按年度结算；品牌及运维支持费用按学年向两所学校收取，收费标准为每所学校全部学杂费（含欠缴学杂费）收入的 5%，按年度结算。**(3) 餐饮服务**，包括学生餐费和教职工餐费，学生餐费采取预收费模式，按照早餐 15 元、午餐 36 元、晚餐 30 元标准收取；教职工餐费由学校直接支付给公司，按照早餐 15 元、午餐 33 元、晚餐 30 元标准收取。

图6：公司为两所学校提供的主要服务



资料来源：公司公告，民生证券研究院

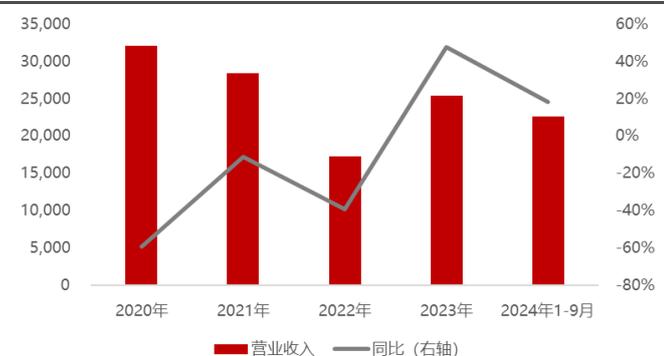
2.2 在校生规模扩大，经营良好扭亏在即

自 2021 年 9 月起，公司不再对两所凯文学校进行并表，学杂费不能确认为当期收入，学校举办人变更完成之后，公司为两所学校提供校园资产租赁、一揽子教育服务、餐饮服务等服务并取得市场化收入。受此影响，2021 年 4 季度和 2022 年 1 季度公司收入大幅下降，但随着公司通过举办人变更+校园租赁、服务提供等方式实现业务的规范发展，再加上在校生规模持续增长，公司业务发展逐步恢复正常，并呈现出快速回升的态势。

2020 年-2024 年上半年公司教育业务收入分别为 3.20 亿元、2.83 亿元、1.68 亿元、2.50 亿元和 1.50 亿元，分别同比+4.84%、-11.64%、-40.53%、+48.54%和+19.20%，分别占同期营业收入的 99.67%、99.44%、97.87%、98.37%和 98.59%。教育业务的收入回升带动公司营业收入的较快增长，2020-2024 年 1-9 月公司营业收入分别为 3.21 亿元、2.84 亿元、1.72 亿元、2.54 亿元和 2.25 亿元，分别同比-59.61%、-11.44%、-39.57%、+47.78%和+17.98%。随着在校生规模的扩大，尤其是朝阳学校在校生的“爬坡”，公司营业收入较快增长态势有望保持。根据公告，公司预计 2024 年实现营业收入 3.20-3.35 亿元，同比增长 25.98-36.73%，显示出在校生规模的扩大对公司收入增长的积极影响。受所得税及递延所得税资产计提影响，公司预计 2024 年归母净利润为亏损 0.25-0.375 亿元，但

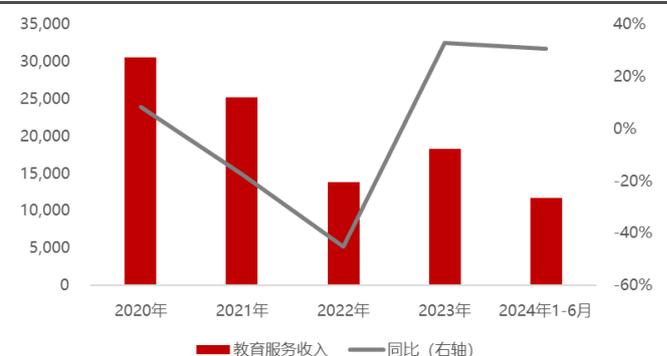
亏损幅度大幅收窄，待年报披露后，即可知晓四季度实际财务经营情况。

图7：2020年以来公司营业收入（万元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2020年以来公司教育服务收入（万元）及增速

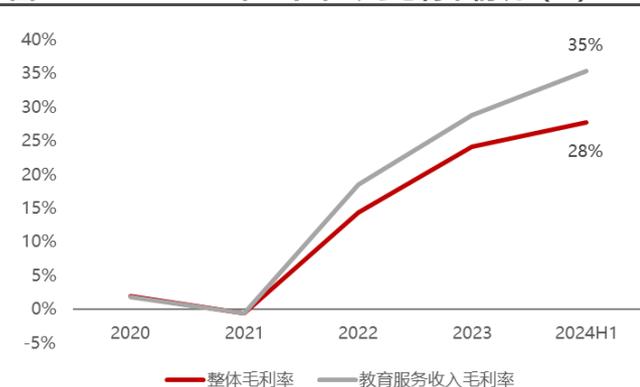


资料来源：公司公告，民生证券研究院

按分产品看，公司教育服务收入的毛利率快速提升，带动公司整体毛利率持续提高。2021年-2024年上半年公司学杂费毛利率分别为-0.65%、18.53%、28.82%和35.36%，公司整体毛利率分别为-0.58%、14.35%、24.14%和27.75%，预计随着在校生规模的扩大，规模效应显现，公司教育服务毛利率和整体毛利率仍将持续上行。2024年3月，公司旗下两所学校在校生约为2000人左右（海淀凯文满员容纳量约1200人，朝阳凯文满员容纳量超3000人）。

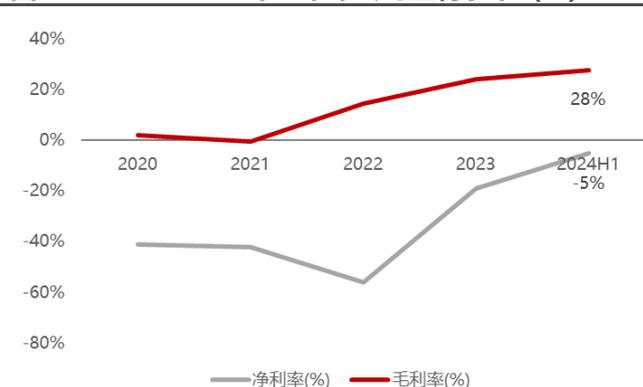
展望未来，海淀凯文的增量在于新增教学场地，若能找到适宜办学场所，在校生规模有望进一步扩大；朝阳凯文的增量在于加大招生力度，提高校舍使用率，在校人数提高后，学杂费收入也将有所提升（朝阳凯文满员容量约4000人，24年3月在校生1000人左右）。随着在校生扩大，公司经营收入和利润规模将有所增长，公司毛利率有望受益于规模效应而有所提高。

图9：2020-2024年上半年公司毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2020-2024年上半年公司盈利水平 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

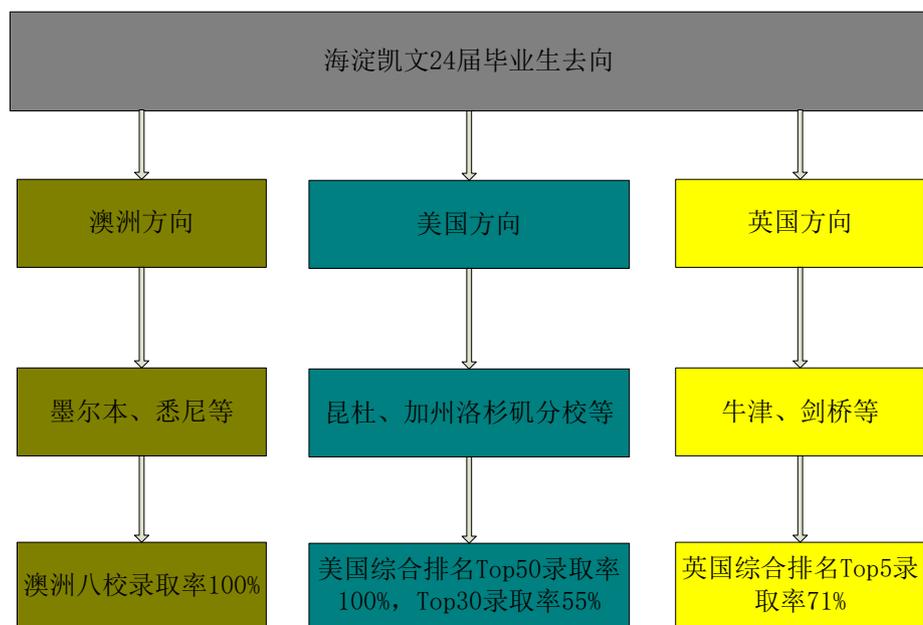
3 海淀凯文满员运营，朝阳凯文空间较大

3.1 联营名校合作办学，海淀凯文扬帆起航

公司开办的第一所学校——海淀凯文采取联姻名校的办学模式，即全资子公司凯文智信与清华附中共同运营管理，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。2016年海淀凯文正式建成，为 K-12 年级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），高中阶段课设美国的 AP 课程。

海淀凯文已获得美国大学理事会(College Board)AP 课程认证，成功取得了 CEEB (College Entrance Examination Board) 代码。2020 年 4 月,海淀凯文以 331.5 高分通过了美国 Cognia (AdvancED) 认证，成为 Cognia 认证中获得高分的国际学校之一，海淀凯文的办学质量日益提高。截至 2024 年末，海淀凯文已有 5 届毕业生，2024 届 40 名毕业生共收到了杜克、牛津、剑桥等 256 枚大学录取通知书，100%被美国综合排名 Top50 大学录取，55%被美国综合排名 Top30 大学录取；英国排名 Top5 大学录取率 71%，澳洲八校录取率为 100%，海淀凯文的升学情况良好。

图11：2024 届海淀凯文毕业生大学申请情况



资料来源：海淀凯文官网，民生证券研究院

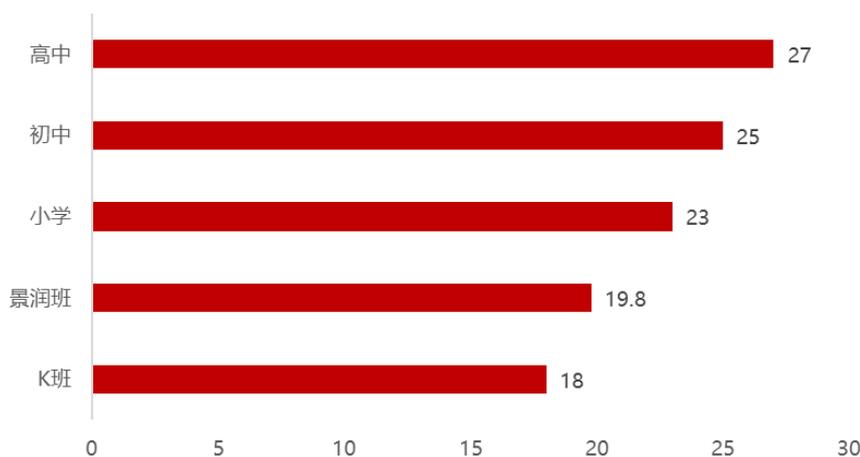
海淀凯文占地面积 26 万平方米，截止 2024 年 9 月海淀凯文在校生约 1200 人，采用 5-3-4 学制，即小学 5 年（1-5 年级）、初中 3 年（6-8 年级）、高中 4 年

(9-12 年级), 在小学前还有一个幼小衔接班, 即 K 班, 2024 年秋季海淀凯文新开设景润数学特色班, 且均采用小班教学模式, 每班最多容纳 25 人 (K 班每班最多容纳 22 人)。根据 2025 年海淀凯文秋季招生计划, K 班 2 个班, G1 共 2 个班, 并开设景润数学特色班、共 2 个班, G2-G6 和 G8 是少量插班生, G7 计划招 1 个班, G9-G10 计划招收插班生; 海淀凯文 K 班、景润数学特色班、小学、初中、高中学费分别为 18 万元/学年、19.8 万元/学年、23 万元/学年、25 万元/学年和 27 万元/学年。据海淀凯文 2024 年秋季招生计划, 初中和高中允许住宿, 住宿费标准 3.6 万元/年 (住 5 天) 和 4.2 万元/年 (住 7 天), 此外还有校服、校车、餐饮、课外培训、延时服务等其他费用, 预计人均学杂费约 25-30 万元之间, 按 1200 名在校生, 学校流水 3-3.6 亿元之间。

根据公司与海淀凯文的协议, 2024 学年的租金预计 9240 万元, 教育咨询服务费用为特色高中全部学费的 40%, 品牌使用费为学校全部学杂费的 5%, 如果再算上素质课程和餐饮服务, 收入规模较为可观。

2023 年海淀凯文两大运营服务公司凯文智信和文华学信分别实现营业收入 7875 万元和 4762 万元, 净利润分别为 2171 万元和 2237 万元, 净利率分别为 27.56%和 46.99%; 2024 年上半年分别实现营业收入 4534 万元和 2414 万元, 净利润分别为 1302 万元和 633 万元, 净利率分别为 28.71%和 26.21%, 预计全年两大运营公司收入和利润仍将保持较快增长, 海淀凯文业绩加速释放。

图12: 2024-2025 学年海淀凯文学费标准 (万元)



资料来源: 海淀凯文学校官网, 民生证券研究院

3.2 朝阳凯文重金打造, 国内高中快速发展

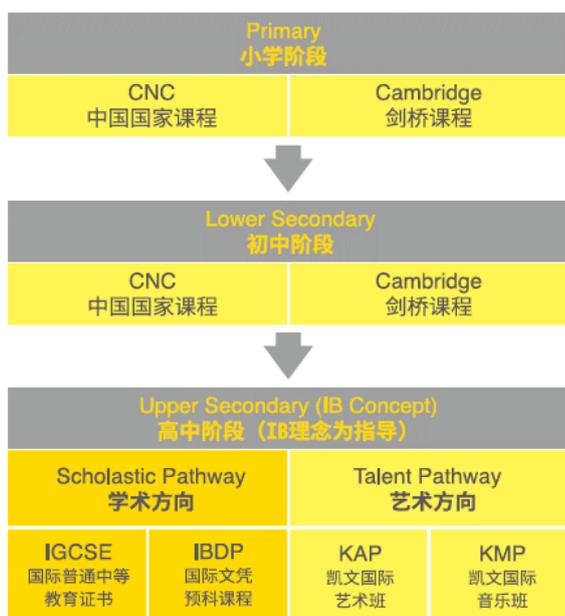
朝阳凯文是由公司全资子公司——文凯兴投资兴建, 学校位于北京市朝阳区,

占地面积 14 公顷，总建筑面积约 28 万平方米，总投资超过了 20 亿元。朝阳凯文是公司自建自营自创品牌的国际学校，是公司在京打造的第二所高端学校，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，学生容纳能力约 4000 名学生。朝阳凯文 2017 年 9 月建成投入使用，遵循 IB 理念，采用满足中国国家课程标准要求，且开设 IGCSE 剑桥课程体系。

小学阶段 (学前班-G5): 融合国家课程标准和剑桥考评国际教育标准 (CAIE), 为学生提供卓越的双语学习及全人教育体验, 学费标准学前班学费 19.76 万元/学年, G1-G5 (小学) 学费 20.86 万元/学年。初中阶段 (G6-G8): 严谨地融合中国及剑桥课程, 并有机融合了技能学习、服务项目以及传统的学科课堂, 为高中课程提供无缝衔接, 学费标准 22.26 万元/学年。高中阶段 (G9-G12): 为每个禀赋不同的学生打造精心设计的国际课程, 学费标准 24.76 万元/学年, (1) 学术方向: 面向国内高考的精品素质高中, G9-10 进行剑桥国际资格证书课程 (IGCSE), G11-12 进行国际文凭项目 (IBDP、A-level 课程); (2) 艺术方向: KAP 国际艺术班 (美术设计) 和 KMP 国际音乐班 (音乐表演)。

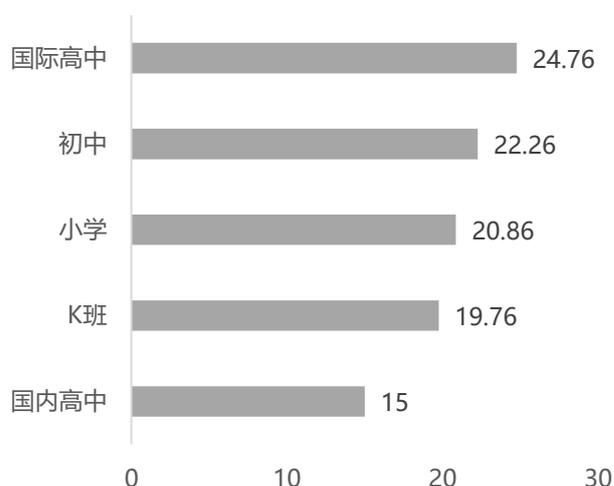
2023 年秋季朝阳凯文推出了面向国内高考路线的精品素质高中, 2023 年、2024 年计划招生均为 120 人, 国内普高学费 15 万元/学年。学校 2024-2025 学年住宿费分别为双人间 7 万元/学年 (5 日制)、7.8 万元/学年 (7 日制), 以及四人间 4 万元/学年 (5 日制)、4.8 万元/学年 (7 日制)。国内高中快速发展有利于提高朝阳凯文校舍使用率, 助力朝阳凯文运营公司文凯兴扭亏为盈和业绩释放。

图13: 朝阳凯文课程体系架构图



资料来源: 朝阳凯文官网, 民生证券研究院

图14: 24-25 学年朝阳凯文的学费标准 (万元)



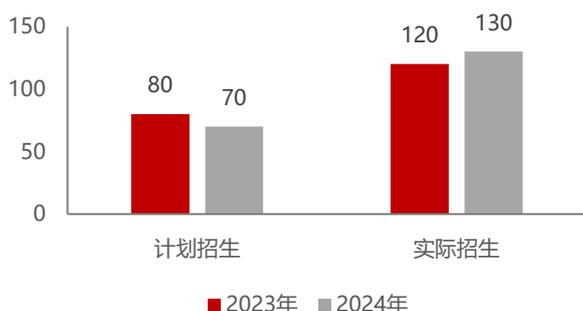
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.3 朝阳凯文双轨运营，校园使用率有望提高

2017年9月朝阳凯文首次开学，受朝阳区教育政策、国际学校竞争格局、办学模式等各方面影响，朝阳凯文校舍使用率相对较低，再加上朝阳凯文资产较重，成为公司亏损的主要源头。公司采取各种措施提高校舍使用率，如加大招生宣传、开设新的课程等，2023年朝阳凯文重磅推出精品素质高中，即面向国内新高考方向的高中课程，正式官宣双轨制运营。精品素质高中由曾担任清华附中团委书记、北京十二中党总支副书记、北京四中国际校区常务副校长的田敏领衔掌舵，并组建了6个正高级教师/特级教师、3名省市级骨干教师组成的高水平师资团队，这些老师大多来自于北京名校，如北京二中、北京四中、北京十二中及其他示范性高中。精品素质高中的推出意味着朝阳凯文形成国际高中+国内高中双轨制办学格局，持续打造多元卓越的高中课程，对朝阳凯文提高校舍使用率，助力公司扭亏为盈具有重要意义。

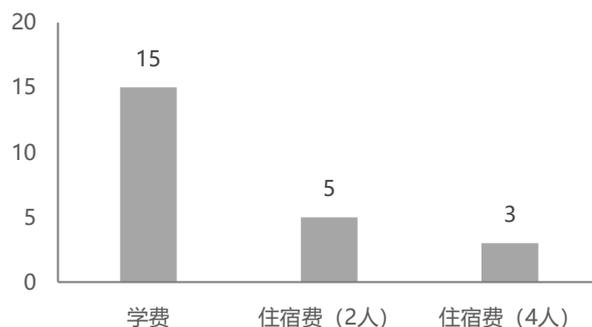
精品素质高中2023年招生约70人，2024年招生约130人，预计2025年还将扩大招生规模，精品素质高中学费15万元/学年，住宿费4万元/学年（四人间）或7万元（双人间）。若未来高考成绩显著，朝阳凯文可能考虑向下开设精品素质初中和小学，打造面向国内路线的K12的课程体系，切实形成国内、国际两条线的双轨制学校，这对于提高朝阳凯文校舍使用率，助力公司扭亏为盈具有积极意义。

图15：2023-2024年国内高中计划与实际招生（人）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：精品素质高中收费标准（万元/人）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.4 托管运营博华双语，积极布局上海市场

2022年6月公司与上海申生公司及其下属上海奉贤区博华双语学校（以下简称“博华双语”）签署合作协议，共同打造上海奉贤凯文教育综合园区（以下简称“凯文教育园”），合作期限15年。根据协议，凯文教育作为主导运营方，向凯文

教育园提供管理咨询、运营服务，服务内容包含品牌授权、招生推广、课程引进、师资招聘和培训、管理体系和制度建设、国际项目认证等。

博华双语成立于 1998 年，前身是帕丁顿双语学校，2022 年正式更名为博华双语，一所面向全市招生的涵盖 K12（幼儿园、小学、初中、高中）学段教育的民办全日制寄宿制学校，占地 82 亩，建筑面积 7 万平方米。2024 年除小升初直升外，不再招生义务教育阶段的学生，未来将核心聚焦高中阶段教育，包括国际高中、国内高中、中高考复读班等。2024-2025 学年，博华双语初中部直升计划 100 人，普通高中平行志愿招生计划 113 人，普高的最低投档线 560.5 分，录取分数相对较低（2023 年博华双语高中最低投档线为 565 分）。博华双语小学学费标准 5.2 万元/学年，初中学费标准 3.8 万元/学年，高中学费标准 3.4 万元/学年，整体学费相对较低。

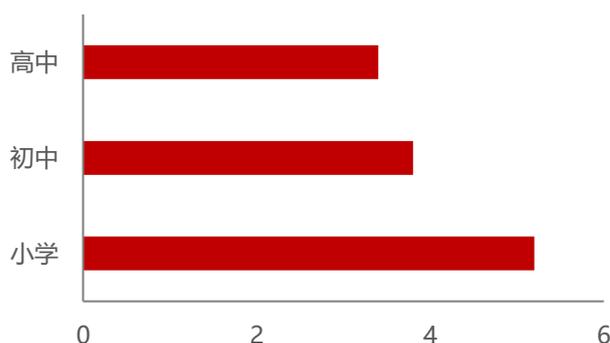
公司将加大国际高中的办学力度，将博华双语国际部更名为上海凯文英领学校（以下简称“凯文英领”），开设了英美学术课程（IG+A-Level）、澳洲直通课程（ACT）、预备衔接课程（Pre-IG），澳洲直通课程和预备衔接课程学费均为 13.8 万元/年，英美学术课程学费 17.8 万元/年。2025 年凯文英领将迎来首届 A-Level 毕业生，截至目前已有两位毕业生获得牛津大学和剑桥大学面邀，办学效果较为显著，预计未来国际生有望明显增长，从而带动凯文英领整体的学费流水。

图17：博华双语课程体系架构图



资料来源：博华双语学校官网，民生证券研究院

图18：博华双语的学费标准（万元/学年）



资料来源：博华双语学校官网，小升初网，民生证券研究院

公司将以博华双语为核心，引入先进的学校运营服务经验和海淀区优质教育资源，推动博华双语品质提升，全力打造有较强影响力的基础教育品牌学校。同时，公司将发挥在国际教育和素质教育等领域的优势和专长，提供出国留学全产业链服务和体育、美育、音乐、舞蹈和科学类的素质教育课程服务，打造高品质、现代化、国际化教育园区新标杆。

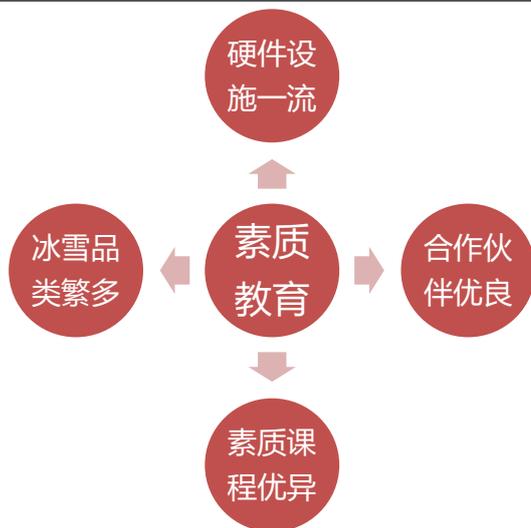
4 大力发展素质教育，积极布局职业教育

4.1 素质教育资源丰富，冰雪运动得天独厚

公司拥有丰富的素质教育资源，与伯克利音乐学院、北京市中小学体育运动协会等行业协会建立了良好的合作关系，拥有高规格的室内冰球馆、游泳馆、网球馆、篮球馆和高尔夫训练馆等，并于 2022 年开始取得西山滑雪场的运营权。凯文体育发挥企业优势，打好“青训教育”重要板块，完善冰雪运动教育资源，积极拓展多元经营模式。公司通过资源向课程转化，形成了涵盖艺术、音乐、体育等综合全面的凯文素质教育体系，开设了冰球俱乐部，设置了 KHP 冰球双优项目，并吸引北京冰球队入驻朝阳凯文学校，朝阳凯文冰上运动中心和西山滑雪场被命名为“北京市青少年校外冰雪活动中心”，公司发展冰雪运动资源得天独厚。

公司大力发展素质教育，在高中阶段开设了国际音乐班（KMP）和国际艺术班（KAP），并取得了优异的升学成绩。同时，公司将最大化集中凯文独具特色的体育、艺术、音乐等资源和课程优势，挖掘素质教育业务潜力，2022 年 9 月凯文花样滑冰俱乐部的培训服务正式启动，携手花样滑冰世界冠军教练团队，用强劲的师资力量开设花样滑冰项目，2022 年 10 月花样滑冰俱乐部正式入驻国家速滑馆（“冰丝带”），开启了花样滑冰培训服务，也拓宽了冰上培训业务品类。

图19：公司发展素质教育主要优势



资料来源：公司公告、公司官网，民生证券研究院绘制

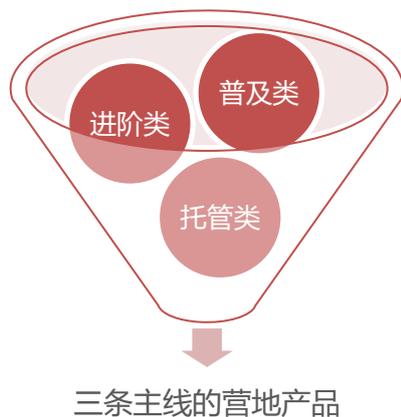
4.2 营地项目门类齐全，海外营地值得期待

公司大力发展营地活动，能够提供门类齐全，内容丰富的营地项目，如体育类

营地、艺术类营地、科学类营地、趣味类营地等，每个营地又能开设多个子项目。体育方向，公司开始了游泳、棒球、击剑、网球、冰球、足球、花样游泳、艺术体操、篮球、体能共计 10 类项目的营地；艺术方向，公司开设了 LAMDA 考级营地、美术馆研学及写生研学课等营地；科技方向，公司开设了魔法、科学、演讲、辩论、城市探索主题工作坊等多个趣味主题夏令营，此外还在科创板开设了“星际征途”等特别项目拓宽学生视野。

多元的产品、先进的理念和家长的信赖助力公司营地活动快速发展，2023 年暑期公司推出的夏令营地，服务学员人数创新高，达到了 1000 余人。体育营地与培训、赛事和场馆运营一起，构成了凯文体育服务的整体，通过普及类、进阶类和托管类三条主线的营地产品，为青少年提高优质的营地项目。展望未来，寒假有望发力冰雪营地，尤其是滑雪项目和冰上运动有望在后冬奥会时代蓬勃发展。同时，海外营地也有望崛起，未来国外游学有望快速发展，考虑到国际游学的高费用，若能做大规模，预计将对公司业绩产生积极影响。

图20：公司营地产品的三条主线



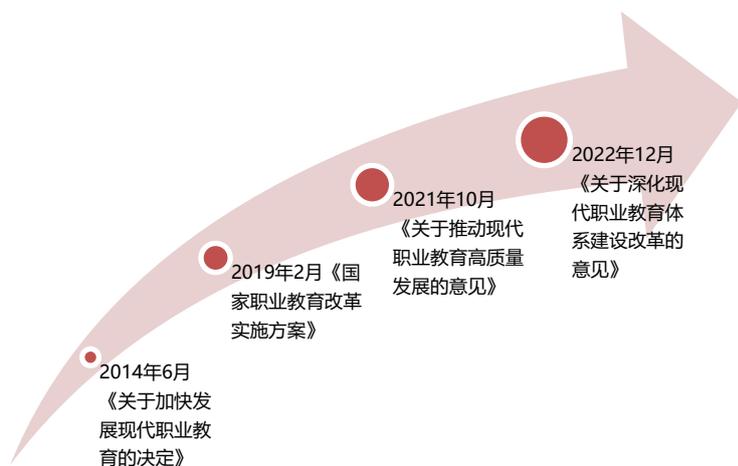
资料来源：凯文教育官网，民生证券研究院绘制

4.3 政策积极推进职业教育、产教融合发展

2014 年 6 月国务院印发《关于加快发展现代职业教育的决定》(国发〔2014〕19 号)，全面部署加快发展现代职业教育，提出“到 2020 年，形成适应发展需求、产教深度融合、中职高职衔接、职业教育与普通教育相互沟通，体现终身教育理念，具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系。2019 年 2 月国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，明确了职业教育是一个教育类型，拥有与普通教育同等重要的地位，明确提出没有职业教育现代化就没有教育现代化，职业教育的战略地位大幅提高。之后，《中国教育现代化 2035》、《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022 年)》、《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》、《建设产教融合型企业实施办法(试行)》、《职业技能提升行动方案(2019-2021 年)》、

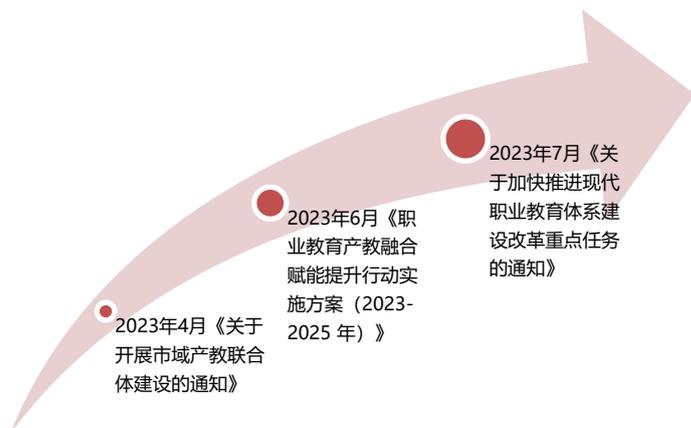
《职业教育提质培优行动计划（2020-2023 年）》、《关于实施职业技能提升行动“互联网+职业技能提升培训计划”的通知》、《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》、《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》、《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》等支持政策密集出台，职业教育迎来政策最强有力的支持。

图21：国家出台的职业教育代表性政策



资料来源：国务院、教育部、发改委等官网，民生证券研究院

当前，新技术和新行业不断涌现，但劳动力市场就业和招工一直存在两难的问题，职业教育一方面面临着庞大的市场需求，但另一方面也面临着高素质应用型人才供给不足的问题，产教融合是培养适应产业转型升级的高素质应用型人才的有效途径。2023年4月，教育部办公厅发布《关于开展市域产教联合体建设的通知》，要求2023年底前建设50家左右，2024年底前再建设50家左右，到2025年共建设150家左右的市域产教联合体。2023年6月，发改委等8部门联合印发《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023-2025年）》，围绕加快形成产教良性互动、校企优势互补的产教深度融合发展格局，提出推动形成产教融合头雁效应、夯实职业院校发展基础、建设产教融合实训基地、深化产教融合校企合作、健全激励扶持组合举措等5方面19条政策措施，对于持续优化人力资源供给结构意义重大。2023年7月，教育部办公厅发布《关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知》，提出各地要支持龙头企业和高水平高等学校、职业学校牵头，联合行业组织、学校、科研机构、上下游企业等共同参与，组建一批产教深度融合、服务高效对接、支撑行业发展的跨区域行业产教融合共同体。

图22：2023 年国家出台的产教融合相关政策文件一览


资料来源：中国中央人民政府、教育部、发改委等官网，民生证券研究院

4.4 布局发展职业教育，大力发展产业学院

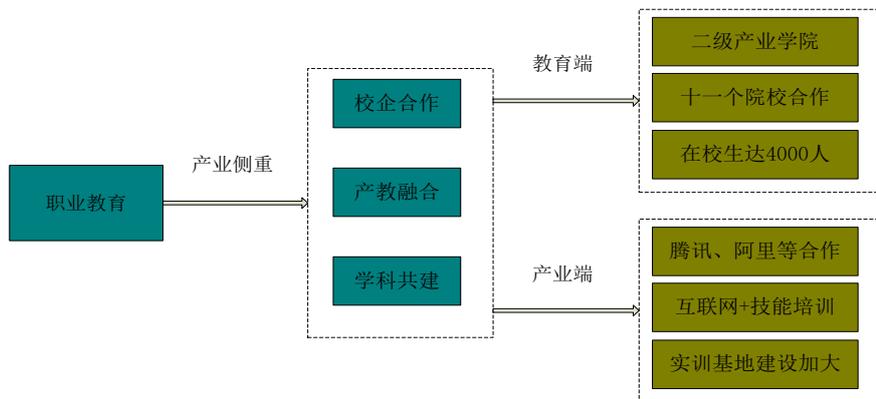
公司积极响应国家政策，迎合新技术和新行业发展，把职业教育作为未来发展的重点，并侧重于产教融合、学科共建和校企合作等领域。作为教育端与产业端的桥梁纽带，公司进一步打通产业端和教育端的资源优势，密切校企合作和深化产教融合。

在教育端：公司与职业院校共建二级产业学院，依据企业用工需求引产入校和为学院引入依据产业界创新需求转化成的相应课程，以实践为导向使学生通过在校内及企业的定向技能培训提升自身技能，在毕业后被企业择优录用。目前，公司在北京、山东、河南、湖南、内蒙、四川、山西等地与十一所院校合作建立了产业学院，办学层次覆盖了本科、高职和中职。产业学院主要合作内容包括专业申报、招生就业、实训室与平台建设、精品课程建设、竞赛辅导、实践教学、学生职业素养提升、实习实训等。在专业设置方面，大数据技术应用、交互设计、数字媒体技术、虚拟现实技术与应用、人工智能、无人机应用等新技术、新产业占据主导地位。

在产业端：公司与企业合作打造实习实训基地，推动学生实习实训和为企业输送高素质应用技术型人才。

2022 年 4 月公司与腾讯、河南科诚签署三方战略合作框架协议，培养数字经济创新人才，助力区域产业转型升级，通过产业学院共建、校企合作、专业共建等合作方式，提供全新的人才培养方式；打造互联网+职业技能培训运营平台，加快培育大批高素质劳动者和技术技能人才。

图23：公司职业教育产业布局及主要内容



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

2023年3月公司携手百度，赤峰市敖汉旗职业中学人工智能实习实训基地正式挂牌成立，为校企创新合作、产教深度融合奠定良好的硬件基础，推动职业教育高质量发展；同年公司携手百度、启明星辰、龙芯中科等大厂与郑州升达经贸管理学院战略合作，通过共建专业、共建产业学院、合作办学等形式，在人工智能、大数据、云计算、集成电路、网络安全、工业机器人、元宇宙等新兴技术方面开展深度合作，校企联合培养高素质创新型、复合型、应用型人才。

2024年5月公司获得华为企业业务服务伙伴计划授予的证书，正式成为华为认证级ICT服务伙伴，公司将携手华为，在高等教育产教融合、校企合作协同育人方面展开深度合作，通过整合华为为实训平台、软硬件资源、课程资源等产业资源优势，与职业院校合作开展ICT实训，校企合作构建应用型人才培养体系，产教融合培养新时代的卓越ICT工程师。2024年6月公司与百度签署生成式人工智能领域的培训认证合作协议，分别发挥各自在职业人才培养和生成式人工智能技术积累和应用经验方面的优势，共同合作培养市场急需的生成式人工智能应用工程师，为人工智能领域的人才培养注入了新的动力。

图24：公司职业教育产业布局及主要内容



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

公司发展职业教育具有竞争优势：

(1) 产业资源转化为教学能力的优势：公司依托海淀区数字经济产业优势，与各行业的优秀企业合作引入产业资源做好职业教育。公司成立了全资子公司——海科职教（北京）科技有限公司（以下简称“海科职教”）作为职教发展平台，已先后与包括华为、百度、腾讯、启明星辰、龙芯中科等大厂签约合作，同时与新迈尔科技、河南科诚、北京聚华等产教融合领域佼佼者建立合作关系。中关村数字经济产业集中，企业对应用型人才用工需求迫切，海科职教具有整合产业资源和职教资源的能力，进行合作统筹与质量管理，打通教学资源和产业学院落地运营，多方协同为学校提供高品质的教育产品、服务及解决方案。未来公司将联合产业端的企业依据技术标准、用人标准，组织教育名师与企业专家，将产业项目经验转换为教学能力进行学科共建，制定符合行业及企业需求的应用型人才培养体系。

(2) 教育资源优势：在大股东的支持下公司已对接多所高校，如北京城市学院、郑州升达经贸管理学院等，公司和企业将引产入校，与高校开设二级学院为企业进行精准培养。利用高校品牌的影响力和优秀的教育教学成果，形成鲜明的办学特色，逐步扩大招生范围，使公司、企业和院校的口碑逐步获得提升，同时推动职业院校老师在企业进修以及企业高技能人才在院校兼任任教，力求实现企业人力资源需求与学校高质量人才供给的有机结合。

(3) 场地资源丰富。公司拥有 3 栋总建面约 6.6 万平方米的持有性物业，已在朝阳区建设 2300 平米公共实训基地，2023 年下半年逐步开展短期培训业务，现已形成一定的培训规模。

4.5 党政培训力度加强，凯文布局恰逢其时

2023 年 10 月中共中央印发《干部教育培训工作条例》和《全国干部教育培训规划(2023 - 2027 年)》明确规定干部教育培训机构主要包括党校(行政学院)、干部学院、社会主义学院、部门行业培训机构、国有企业培训机构、干部教育培训高校基地，规范机构职责定位，初步形成布局合理、分工明确、特色鲜明、优势互补的机构体系，各类干部教育培训机构应当加强交流合作，通过联合办学等方式，促进资源优化配置、拓宽培训渠道，党政培训的力度显著加强。

作为海淀国资教育上市平台，公司得到了海淀区政府的大力支持，积极培育新的业绩增长点。2024 年 4 月公司与中关村科技创新干部学院签订战略合作协议，合作旨在发挥中关村科技创新学院丰富的课程体系和师资优势，公司的教学服务经验优势，以及公司控股股东、海淀区最大的区属国有企业——海国投的办学硬件优势，更好地服务党政干部培训、科技创新人才培养，面向全区、全市乃至全国讲好中国式现代化故事、大国首都故事、海淀高质量发展故事。2024 年 6 月海国

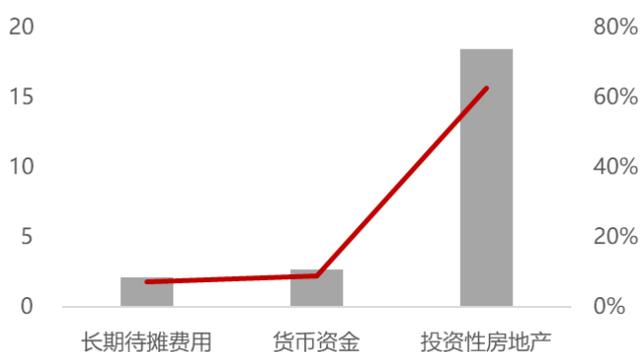
投董事长带队参观考察深圳改革开放干部学院，充分了解深圳改革开放干部学院办学特色和教学方式方法，并对深圳改革开放干部学院的办学成果高度认可，公司将对标深圳改革开放干部学院，锚定“立足中关村，服务首都，辐射全国，面向世界”的目标，依托海国投集团作为坚强后盾，在打造兼顾社会效益和经济效益的特色优质干部人才培训学院上出实效。2024年5-10月公司在中关村科技创新学院教学基地，顺利举办了国家税务总局北京市税务局第三稽查局、国家税务总局北京市海淀区税务局等共22个班次的业务培训会，累计服务约2000名学员。同时，海国投正在更新改造新的教学点，改造完成将集教学、展示、住宿等于一体的党政培训大楼，培训能力、接待能力等将大幅提高，有助于公司快速抢占党政领导干部培训市场。

5 资产重估价值较高，未来成长趋势确定

5.1 资产结构相对优良，负债率相对较低

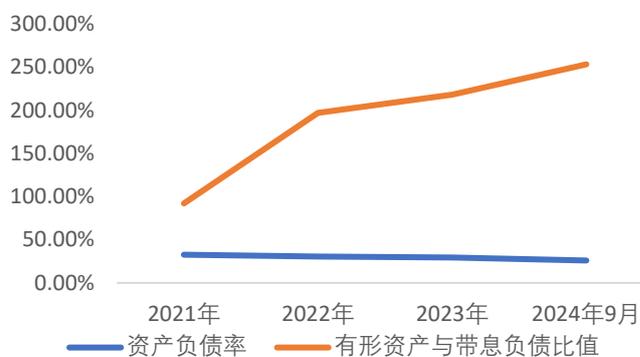
截至 2024 年 9 月末,公司总资产 29.43 亿元,主要由 2.65 亿元的货币资金、18.52 亿元的投资性房地产和 2.10 亿元的长期待摊费用,资产占比分别为 9.02%、62.91%和 7.15%,其中投资性房地产主要是指朝阳凯文的校舍资产、写字楼及其土地使用权,长期待摊费用主要是指校舍资产的装修改造费用,公司资产质量整体较高。同时,公司总负债 7.63 亿元,主要由 0.48 亿元의合同负债、1.04 亿元的一年内到期的非流动负债和 5.4 亿元的长期借款组成,分别占总负债的 6.19%、13.60%和 70.73%,其中合同负债主要为预收的教育服务费、培训费和餐费;一年内到期的非流动负债主要指一年内到期的长期借款,公司将按计划偿还银行借款,预计随着公司经营性现金流的持续流入,公司还将继续偿还银行借款,公司总负债有望进一步走低。公司负债率相对较低,2021 年-2024 年三季度末公司资产负债率分别为 32.63%、30.62%、29.24%和 25.94%,有形资产与带息债务比值分别为 0.92、1.97、2.18 和 2.53。

图25：2024 年 9 月末公司资产情况（亿元，左轴）及资产占比（%，右轴）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：2021-2024 年 9 月公司负债率情况



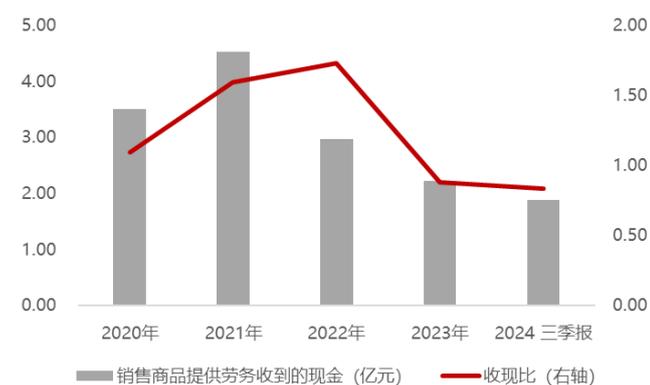
资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.2 资产重估价值较高，经营性现金流良好

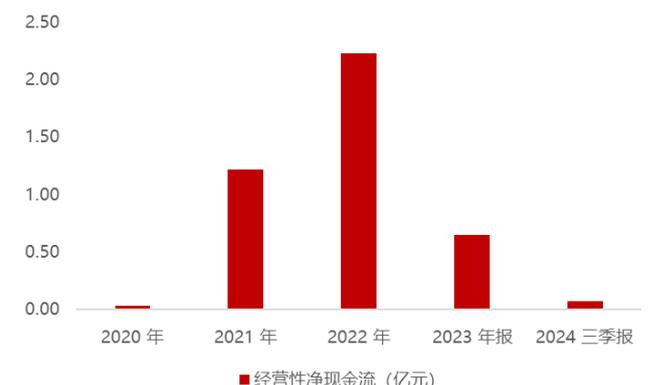
公司资产主要指朝阳凯文校舍资产、海淀凯文改造更新形成的长期待摊费用以及 3 栋写字楼,暂不考虑朝阳凯文和海淀凯文的资产重估,仅重估 3 栋写字楼,重估后价值相对较高。朝阳凯文配建了 4 栋写字楼,每栋楼约 2.2 万平方米,2019 年 10 月公司计划将 1 号楼整体出售,交易对价 5.3 亿元,并于 2020 年 6 月收回尾款。目前,公司还拥有 2-4 号楼,每栋楼面积接近,若按照 1 号楼售价 (5.3 亿

元) 计算, 预计达到 15.9 亿元。考虑到最近北京写字楼市场的最新态势, 以及朝阳凯文周边的市场情况, 我们预计写字楼市场价值有所下降, 相对于账目价值, 三栋楼的重估价值仍然很高, 若能变现对公司轻资产运营及提高资产质量具有积极意义。

同时, 随着在校生规模的扩大, 学校办学结余的持续增长, 公司经营性现金流持续流入。2020-2024 年三季度末公司销售商品提供劳务所收到的现金分别为 3.51 亿元、4.52 亿元、2.97 亿元、2.23 亿元和 1.89 亿元, 收现比分别为 1.09、1.59、1.73、0.88 和 0.84, 经营性净现金流分别为 0.03 亿元、1.21 亿元、2.23 亿元、0.65 亿元和 0.07 亿元。2022 年 1 季度公司不再并表两所凯文学校, 公司主要通过租金、教育服务、品牌使用等方式取得教育业务收入, 受此影响 2023-2024 年三季度末收现比、经营性净现金流有所变动, 但整体表现良好。

图27: 20 至 24 年 Q1-3 公司收现比情况


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图28: 20 至 24 年 Q1-3 公司经营性净现金流 (亿元)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

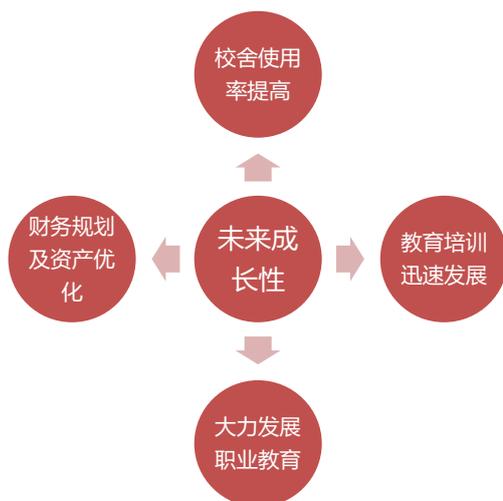
5.3 三大业务态势良好, 未来发展值得期待

公司通过举办人变更+校园租赁、服务提供等方式实现了 K12 业务的规范发展, 公司将通过校园租金、课程采购、咨询服务、品牌使用和餐饮服务等方式实现收入增长, 公司 2023 年实现教育服务收入 1.83 亿元, 2024 年上半年实现教育服务收入 1.17 亿元, 我们预计 24 年全年或将达到 2.5 亿元左右。随着在校生规模扩大, 公司教育服务收入有望进一步增长。

2023 年以来, 随着经济、社会回归正常, 公司教育培训业务快速发展。公司主要利用校舍资源及西山滑雪场等在寒暑假和周末时间对外开展艺术、体育、营地等非学科类培训业务, 2023 年实现培训业务营业收入 0.67 亿元。2024 年公司积极开展各类营地活动, 上半年实现培训业务收入 0.33 亿元培训业务, 培训业务继续保持增长, 随着西山滑雪场开业, 公司培训业务有望迎来收入和毛利率的“戴维

斯双击”。同时，公司积极布局职业教育，已在北京、山东等地与十一所院校合作建立了产业学院，在校生达到了 4000 人。另外，公司已在地与院校建立产教融合实训基地，开设 AI、大数据等新兴专业。此外，公司携手中关村科技创新学院等教育培训学院及海淀区高新技术企业，积极布局党政领导干部和企事业单位的党政培训业务，党政培训业务有望加速增长，职业教育未来发展值得期待。

图29：公司未来成长的四大驱动力



资料来源：公司公告，民生证券研究院

未来公司成长性主要取决于：

(1) 校舍使用率的提高。目前，海淀凯文基本满员运行，学费流水相对保持稳定，未来的增量主要来自于学杂费标准提高和学校周边寻找新的办学场地，从而增加学位供给。朝阳凯文容纳能力大，可容纳学生 4000 人，现在在校生仅 1000 人左右，朝阳凯文除了加大招生宣传、提高办学水平之外，还积极探索体制内课程体系，推出了精品素质高中，公司预计 2025 年招生规模有所增加，未来有可能向下举办体制内初中及小学，双轨制对于提高在校生规模和校舍使用率具有积极意义，未来朝阳凯文若能够招满，从而提高公司收入规模和盈利能力；

(2) 教育培训业务发展。公司将聚焦艺术、体育、营地、游学等非学科培训，并拥有得天独厚的硬件设施和最顶尖的金牌教练，发展培训业务优势显著，尤其是冰雪运动，未来有望成为推动公司收入快速增长；

(3) 职业教育发展。公司积极布局职业教育，与腾讯、百度等巨头合作，着力发展产业学院，通过学科共建、产教融合、实训基地等实现职教业务快速发展，并借助股东资源优势，积极培育和发展党政培训业务，并积极寻找并打造运营一所民办大学，公司未来发展值得期待。

(4) 财务规划及资产优化。朝阳凯文配建了 4 栋写字楼，每栋楼约 2.2 万平

方米，2019年10月公司将1号楼整体出售，交易对价5.3亿元。目前，公司还拥有2-4号楼，每栋楼面积接近，有一定重估价值。2023年公司利息费用3711万元，2024年1-9月利息费用2187万元，若能归还全部银行借款，预计将节省利息费用及折旧摊销3000-4000万元/年，有利于公司利润的加速释放。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测与业务拆分

关键假设:

学杂费 (教育服务收入): 公司通过“举办人变更+教育服务”等方式实现教育业务规范发展, 主要通过校园资产租赁、一揽子教育服务、餐饮服务等取得校园租金、品牌使用费、餐饮费等收入, 并纳入学杂费。2024H1 公司学杂费收入同比+31%, 毛利率为 35.4%、同比+7.4pct, 随着公司通过举办人变更+校园租赁、服务提供等方式实现业务的规范发展, 再加上在校生规模稳定扩张, 公司业务规模有望持续增长。我们预计 2024-2026 年公司学杂费收入将分别同比+19%、+12%、+10%。随着规模效应扩大, 以及国际学校的商业模式, 一旦国际学校在校生规模达到盈亏平衡点, 未来在校生的增加对毛利率提高十分显著, 因此随着在校生规模的持续增加, 毛利率将呈现快速提高的态势。我们预计 2024-2026 年公司学杂费毛利率分别为 35.6%、45.8%、50.2%。

培训费: 公司提供的培训服务按学员实际消耗课程计算确认培训收入。培训业务快速发展, 尤其是冰雪运动既满足了素质教育发展需要, 又迎合了国家的政策导向; 职业教育持续发力, 产业学院落地数量增多、在校生规模的扩大和政企培训的放量。2024H1 公司培训费收入同比-9%, 毛利率为 6.7%、同比-2.9pct, 培训费主要来自课后收费培训、节假日和长假各类培训及营地, 由于培训主要在下半年的暑假举办, 且随着学生数量的扩大, 我们预计 2024-2026 年公司培训费收入同比增速分别为 58%、47%、32%, 毛利率随着在校生规模和业务规模扩大而逐年提升, 预计分别为 20.1%、31.2%、40.0%。

其他业务: 公司的其他业务收入包含租赁费等, 占营收体量较小, 对总营收和盈利水平影响较小。2024H1 公司培训费收入同比-9%, 毛利率为 6.7%、同比-2.9pct, 我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入规模同比基本持平, 毛利率均为-30.0%。

表1: 公司业务收入拆分

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入 (百万元)	171.8	253.89	327.37	403.04	475.59
YoY	-40%	48%	29%	23%	18%
毛利率	14.4%	24.1%	29.8%	39.4%	45.1%
学杂费 (教育服务收入)					
收入 (百万元)	137.78	183.11	217.73	243.74	266.98
YoY	-45%	33%	19%	12%	10%

毛利率	18.5%	28.8%	35.6%	45.8%	50.2%
培训费					
收入 (百万元)	30.36	66.64	105.49	155.15	204.46
YoY	-1%	119%	58%	47%	32%
毛利率	1.1%	15.1%	20.1%	31.2%	40.0%
其他业务					
收入 (百万元)	3.66	4.13	4.15	4.15	4.15
YoY	130%	13%	0%	0%	0%
毛利率	-33.3%	-37.9%	-30.0%	-30.0%	-30.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费用率方面，2022年后公司销售、管理费用较为稳定，预计后续销售、管理费用率将随公司收入增长有所下降，我们预计2024-2026年公司销售费用率分别为2.7%、2.3%、2.0%，管理费用率分别为19.5%、16.0%、14.0%。研发费用率方面，公司研发投入较少，参考2024年前三季度的研发费用率为0.6%，我们预计2024-2026年公司研发费用率分别为0.6%、0.3%、0.1%；财务费用率方面，公司无短期借款，长期借款逐年减少，参考2024年前三季度的财务费用率为11.6%，我们预计随着公司收入持续增长，2024-2026年公司财务费用率将逐年降低，分别为9.1%、5.7%、4.5%。

表2：公司费用率预测

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	3.0%	2.7%	2.7%	2.3%	2.0%
管理费用率	28.3%	19.4%	19.5%	16.0%	14.0%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.6%	0.3%	0.1%
财务费用率	32.3%	16.8%	9.1%	5.7%	4.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

6.2 估值分析

根据公司主营为教育及培训业务，我们选择同样教育及培训类收入占总营收达95%的豆神教育、传智教育、行动教育作为可比公司。截至2025年2月19日收盘数据，可比公司对应2024-2026年平均PS分别为12.3、9.1、6.8倍。公司2024-2026年对应PS分别为9.1、7.4、6.3倍，低于可比公司平均水平。另外，公司PB估值优势显著，预计2024-2026年公司PB估值分别为1.4、1.4、

1.3 倍。

表 3: 可比公司 PS 估值对比

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300010.SZ	豆神教育	172.40	9.89	14.27	20.85	17.4	12.1	8.3
003032.SZ	传智教育	37.99	2.82	4.07	5.21	13.5	9.3	7.3
605098.SH	行动教育	46.73	8.24	9.86	11.73	5.7	4.7	4.0
	平均	85.71	6.98	9.40	12.60	12.3	9.1	6.8
002659.SZ	凯文教育	29.85	3.27	4.03	4.76	9.1	7.4	6.3

资料来源: 表中可比公司收入数据采用 WIND 一致预期, 股价对应日期为 2025 年 2 月 19 日收盘价, 民生证券研究院预测

6.3 投资建议

我们看好公司的核心逻辑如下:

(1) 公司或将迎来趋势性经营拐点。根据公司预测, 两所学校在校生规模达到最大容纳能力的三分之一, 即校舍使用率超过 33%, 公司财务上大概率实现扭亏。考虑到学费的结算方式及两所学校在校生情况, 我们预计公司有望扭亏为盈。鉴于公司在校生规模有望增长, 未来业绩或加快释放, 公司或迎来趋势性经营拐点。

(2) 国内赛道及中高考复读市场值得期待。海淀凯文推出了景润数学特色班, 从小培育孩子的数学思维, 并扩大了招生规模; 朝阳凯文精品素质高中发展良好, 招生规模持续扩大, 在校生有望持续增长; 博华双语加大中高考复读班和国内高中的办学力度, 预计未来国内赛道有望成为公司重要的增量。

(3) 职业教育及党政培训发展较快。公司与企业和高校合作, 通过产业学院大力发展职业教育, 未来在校生人数有望保持快速增长。同时, 公司积极布局党政领导干部培训市场, 并在海国投的支持下, 2025 年业务有望放量, 助力其业绩释放。

(4) 海国投有望加大整合力度。公司控股股东海国投提出了“未来三年三个五百亿”战略, 2025 年是战略落地关键年, 海国投有望加大对公司支持和整合力度。一是股权划转尽快完成, 二是加快公司资产由重到轻, 三是资产整合力度加大, 海淀国资旗下还拥有海淀外国语海南学校, 同时还有已竣工的凯文天津校区, 未来有望整合资源运营管理。

综上, 公司或将迎来趋势性经营拐点, 积极布局国内赛道及中高考复读市场, 大力发展职业教育和政企培训业务, 海国投有望加大整合力度。看好公司经营持续向好、股东的持续支持和公司未来的成长性, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) 教育政策变动风险。教育行业是强监管行业，尤其是义务教育阶段监管较为严格，若国家出台新的教育政策将会对教育行业和公司经营产生较大影响。

2) 招生不及预期风险。出国留学受到国际关系、人口红利、居民收入等多重因素影响，因此存在招生不及预期的可能性，尤其是小学阶段的招生达不到市场预期。

3) 业绩释放不及预期。近几年，公司持续亏损，我们预计未来或将迎来趋势性经营拐点，但利润是否如期释放还取决于学生流失率、成本控制等，存在不达预期的可能性。

4) 股东整合低于预期。海国投提出了“三年三个五百亿”战略，将形成对公司资产整合、支持力度加大的预期，但这一预期的兑现需要多方因素共振，存在不及预期的可能性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	254	327	403	476
营业成本	193	230	244	261
营业税金及附加	11	15	14	16
销售费用	7	9	9	9
管理费用	49	64	64	66
研发费用	0	2	1	0
EBIT	-5	7	72	123
财务费用	43	30	23	22
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	4	5	6
营业利润	-45	-19	53	108
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-45	-19	53	108
所得税	4	14	4	8
净利润	-48	-33	50	100
归属于母公司净利润	-50	-33	50	100
EBITDA	87	103	171	227

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	396	336	467	650
应收账款及票据	5	1	2	3
预付款项	1	2	2	3
存货	0	0	0	0
其他流动资产	149	166	171	175
流动资产合计	551	506	643	831
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	90	90	90	90
无形资产	27	27	27	27
非流动资产合计	2,559	2,507	2,453	2,400
资产合计	3,110	3,013	3,096	3,230
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	49	51	54	58
其他流动负债	217	251	282	312
流动负债合计	266	302	336	369
长期借款	640	540	540	540
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	644	544	544	544
负债合计	909	845	879	913
股本	598	598	598	598
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,201	2,168	2,217	2,318
负债和股东权益合计	3,110	3,013	3,096	3,230

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	47.78	28.94	23.12	18.00
EBIT 增长率	86.50	233.64	953.22	72.63
净利润增长率	48.48	33.58	250.38	101.92
盈利能力 (%)				
毛利率	24.14	29.77	39.40	45.12
净利润率	-19.58	-10.09	12.32	21.09
总资产收益率 ROA	-1.60	-1.10	1.60	3.10
净资产收益率 ROE	-2.26	-1.52	2.24	4.33
偿债能力				
流动比率	2.07	1.68	1.92	2.25
速动比率	1.52	1.18	1.47	1.84
现金比率	1.49	1.11	1.39	1.76
资产负债率 (%)	29.24	28.05	28.39	28.26
经营效率				
应收账款周转天数	4.87	3.64	1.67	2.00
存货周转天数	0.30	0.26	0.32	0.32
总资产周转率	0.08	0.11	0.13	0.15
每股指标 (元)				
每股收益	-0.08	-0.06	0.08	0.17
每股净资产	3.68	3.62	3.71	3.87
每股经营现金流	0.11	0.19	0.33	0.42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	-	61	30
PB	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	39.48	33.14	19.98	15.09
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-48	-33	50	100
折旧和摊销	92	97	100	103
营运资金变动	-19	21	27	27
经营活动现金流	65	113	200	254
资本开支	-13	-40	-41	-45
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-10	-36	-36	-39
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-50	-102	0	0
筹资活动现金流	-100	-137	-32	-32
现金净流量	-45	-60	131	182

插图目录

图 1: 公司发展历程大事件	3
图 2: 实控人所持公司股权情况 (截至 2024 年 9 月末)	4
图 3: 海国投“三年三个五百亿战略”图解	5
图 4: 公司是海淀教育唯一上市平台	6
图 5: 举办人变更+教育服务=教育业务规范发展	7
图 6: 公司为两所学校提供的主要服务	8
图 7: 2020 年以来公司营业收入 (万元) 及增速	9
图 8: 2020 年以来公司教育服务收入 (万元) 及增速	9
图 9: 2020-2024 年上半年公司毛利率情况 (%)	9
图 10: 2020-2024 年上半年公司盈利水平 (%)	9
图 11: 2024 届海淀凯文毕业生大学申请情况	10
图 12: 2024-2025 学年海淀凯文学费标准 (万元)	11
图 13: 朝阳凯文课程体系架构图	12
图 14: 24-25 学年朝阳凯文的学费标准 (万元)	12
图 15: 2023-2024 年国内高中计划与实际招生 (人)	13
图 16: 精品素质高中收费标准 (万元/人)	13
图 17: 博华双语课程体系架构图	14
图 18: 博华双语的学费标准 (万元/学年)	14
图 19: 公司发展素质教育主要优势	15
图 20: 公司营地产品的三条主线	16
图 21: 国家出台的职业教育代表性政策	17
图 22: 2023 年国家出台的产教融合相关政策文件一览	18
图 23: 公司职业教育产业布局及主要内容	19
图 24: 公司职业教育产业布局及主要内容	19
图 25: 2024 年 9 月末公司资产情况 (亿元, 左轴) 及资产占比 (% , 右轴)	22
图 26: 2021-2024 年 9 月公司负债率情况	22
图 27: 20 至 24 年 Q1-3 公司收现比情况	23
图 28: 20 至 24 年 Q1-3 公司经营净现金流 (亿元)	23
图 29: 公司未来成长的四大驱动力	24

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司业务收入拆分	26
表 2: 公司费用率预测	27
表 3: 可比公司 PS 估值对比	28
公司财务报表数据预测汇总	30

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048