

2025 年 05 月 27 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

凯文教育（002659）

经营拐点初现，多元布局构筑成长新曲线

- ◆ 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 3.20 亿元，同比+25.92%；归母净利润-0.37 亿元，同比+25.66%；扣非后归母净利润-0.38 亿元，同比+26.67%。毛利率 27.45%，同比+3.31pct；净利率-10.87%，同比+8.22pct。
单季度来看，24Q4 公司实现营收 0.94 亿元，同比+50.08%；归母净利润-0.15 亿元，同比+38.66%；毛利率 22.32%，同比-0.90pct，环比-11.13pct；净利率-15.03%，同比+21.80pct，环比+2.17pct。
- ◆ 2024 年公司业务稳步扩张，业绩显著改善。
 - 业绩方面，公司收入持续保持高增，主要得益于 K12 在校生人数稳步增长、学费结构优化及职业教育业务有序推进，其中教育服务收入为核心贡献项。分季度看，Q1~Q4 公司分别实现营收 0.77/0.75/0.73/0.94 亿元，同比+12.93%/+25.76%/+16.06%/+50.08%；归母净利润分别为-0.04/-0.06/-0.12/-0.15 亿元，同比+66.66%/+33.58%/-125.04%/+38.66%；Q4 营收同比稳增、亏损收窄，预计公司盈利拐点逻辑正在逐步确认。分业务看，教育服务全年实现营收 2.60 亿元/同比+41.86%；培训业务实现营收 0.55 亿元/同比-16.90%；其他业务收入 0.05 亿元/同比+10.13%。
 - 盈利能力方面，①毛利率方面，24 年公司整体毛利率为 27.45%/同比+3.31pct，主要得益于教育服务毛利率显著提升（32.73%，同比+3.91pct），尽管培训业务毛利率同比-5.24pct 至 9.87%，但整体结构优化对冲部分成本波动，支撑公司毛利率稳中有升。②费率方面，24 年公司三费率为 28.05%/同比-10.77pct，其中销售/管理/财务费用率分别 1.72%/14.83%/11.50%，同比-0.94pct/-4.56pct/-5.27pct。③净利率方面，24 年公司净利率为-10.87%/同比+8.22pct。
- ◆ 2025Q1 业绩实现重要拐点，正式进入盈利新阶段。25Q1 实现营收 0.91 亿元/同比+17.68%，归母净利润 46.84 万元，去年同期为-

投资评级

买入

维持评级

2025 年 05 月 26 日

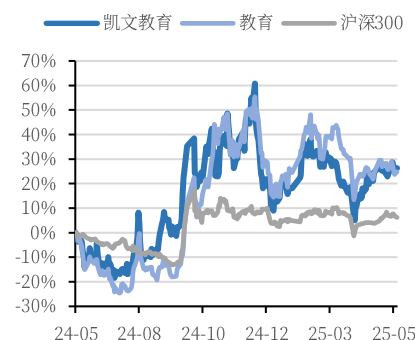
收盘价(元):

4.80

公司基本数据

总股本(百万股)	598.28
总市值(百万)	2,871.75
流通股本(百万股)	598.28
流通市值(百万)	2,871.73
12 月最高/最低价(元)	6.18/3.08
资产负债率(%)	28.47
每股净资产(元)	3.62
市盈率(TTM)	-87.13
市净率(PB)	1.33
净资产收益率(%)	0.02

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书: S0640525040003
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

海国投成第一大股东，国企战略性重组再推进
—2024-09-26

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

353.82 万元，实现同比扭亏；扣非归母净利润 6.32 万元，去年同期为 -433.82 万元，2025 年有望出现盈利拐点。25Q1 毛利率 32.40 %/同比+5.68pct，三费率 22.83 %/同比-7.04pct，费用结构持续优化，净利率同比+5.20pct 至 0.60%。

多元化教育业务布局，年内盈利拐点可期 —
2024-09-03

- ◆ **K12 核心业务稳健增长，国内升学路径多元布局，轻资产输出持续拓展。**K12 学校运营作为公司主业保持强劲增长，2024 年教育服务业务实现收入 2.60 亿元/同比+41.86%，毛利率提升至 32.73% (+3.91pct)。海淀、朝阳凯文学校毕业成绩逐年提升，在校生规模也在逐年上涨，其中海淀凯文学校 2025 届美国综合排名 Top50 院校录取率为 96%，美国综合排名 Top20 录取率为 10%，Top30 录取率为 33%，维持领先水准。此外，公司通过输出管理模式拓展轻资产服务，2024 年为上海博华双语学校提供全面运营管理，新增国际高中课程，首届 A-Level 毕业生获得牛津、帝国理工等录取，未来亦有望复制输出经验至山东、江苏等地。我们认为，公司 K12 板块在国际+国内升学双轮驱动下具备持续扩容基础，轻资产布局亦有望成为新增利润来源。
- ◆ **职业教育加速拓展，产教融合与干部培训协同放量。**职业教育业务围绕产教融合、科技人才与党政干部培训三大方向稳步推进。2024 年公司产业学院已布局山东、河南、湖南等地，专业覆盖 AI、大数据、云计算等新兴领域。同时，公司通过海淀区国资背景牵引，与中关村科技创新学院合作发力党政干部培训，2024 年已为北京市税务系统等单位开展多期培训；科技人才培养方面，公司与百度、华为、小米等企业联合开发课程，2025 年将有望实现认证和商业化转化。我们认为，公司职教业务具备产业资源协同、国资背景加持与政策导向契合等多重优势，成长路径清晰，中长期潜力可期。
- ◆ **素质教育长期布局优势凸显，营地与培训业务持续扩张。**公司在素质教育领域形成独特竞争力，依托体育、艺术、科技资源形成校内校外联动体系。朝阳校开设国际艺术班（KAP）和音乐班（KMP），升学路径多元；西山滑雪场与冰场已成为北京青少年冰雪活动基地，打造“校本课程+社会营地+专业俱乐部”闭环生态。尽管 2024 年受暖冬影响，培训服务收入同比下降 16.90%至 0.55 亿元，但公司已加快非季节性培训拓展，涵盖 AI、机器人、营地拓展等新方向。我们认为，随着中产家庭对素质教育认知提升，公司在硬件与课程内容方面的多年积淀将持续转化为市占率优势，具备长期成长基础。

- ◆ **投资建议：**公司核心 K12 学校运营稳定增长，国内升学路径拓展顺利，轻资产模式具备复制潜力；职业教育与干部培训协同发力，新业务具备放量潜质，叠加财务结构持续优化与国资支持，盈利能力有望持续修复。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.25/0.53/0.77 亿元，EPS 分别为 0.04/0.09/0.13 元，对应目前 PE 分别为 114/55/37，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**教育政策变动风险、行业竞争加剧的风险、出生率不及预期风险、美国对华留学生政策变动风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	253.89	319.69	390.62	460.93	525.19
增长率 (%)	47.78%	25.92%	22.19%	18.00%	13.94%
归属母公司股东净利润	-49.72	-36.96	25.11	52.69	77.17
增长率 (%)	48.52%	25.66%	167.94%	109.82%	46.44%
每股收益 EPS(元)	-0.08	-0.06	0.04	0.09	0.13
PE	-57.76	-77.69	114.34	54.50	37.21

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	441.25	395.70	296.33	414.10	639.16	897.37	营业收入	171.80	253.89	319.69	390.62	460.93	525.19
应收票据及账款	1.96	5.30	31.12	16.58	19.56	22.29	营业成本	147.15	192.60	231.92	265.31	307.66	345.08
预付账款	0.86	0.62	0.70	1.25	1.48	1.68	税金及附加	10.52	10.69	14.29	19.27	22.74	25.91
其他应收款	2.72	2.58	2.30	4.32	5.10	5.81	销售费用	5.22	6.75	5.51	6.45	7.61	8.67
存货	0.20	0.12	0.12	0.22	0.26	0.29	管理费用	48.70	49.23	47.42	50.78	59.92	68.27
其他流动资产	151.21	146.92	28.22	201.45	237.71	270.85	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	597.80	551.24	358.79	637.91	903.26	1198.29	财务费用	55.55	42.59	36.75	25.92	13.05	3.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	161.81	97.97	264.56	223.12	181.67	140.22	信用减值损失	1.91	-0.60	-1.92	-1.63	-1.92	-2.19
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	113.04	27.09	25.68	21.40	17.12	12.84	投资收益	3.41	3.09	2.44	2.98	2.98	2.98
长期待摊费用	257.83	232.10	202.49	101.25	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2110.58	2201.48	2261.76	2017.26	1772.76	1528.26	资产处置收益	0.03	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	2643.27	2558.65	2754.50	2363.02	1971.55	1681.32	其他收益	0.23	0.89	0.12	0.41	0.41	0.41
资产总计	3241.07	3109.89	3113.29	3000.94	2874.81	2879.61	营业利润	-89.76	-44.58	-15.56	24.66	51.43	75.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	38.44	48.82	65.85	70.63	81.91	91.87	营业外支出	0.00	0.00	0.85	0.28	0.28	0.28
其他流动负债	203.86	216.93	184.36	310.10	363.21	411.10	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	242.30	265.76	250.21	380.73	445.12	502.97	利润总额	-89.76	-44.58	-16.41	24.38	51.15	74.91
长期借款	750.00	643.58	696.66	429.41	187.74	59.77	所得税	6.73	3.88	18.35	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.37	0.37	0.37	0.37	净利润	-96.49	-48.46	-34.76	24.38	51.15	74.91
非流动负债合计	750.00	643.58	697.03	429.78	188.11	60.15	少数股东损益	0.10	1.26	2.21	-0.74	-1.54	-2.26
负债合计	992.30	909.33	947.24	810.51	633.23	563.12	归属母公司股东净	-96.59	-49.72	-36.96	25.11	52.69	77.17
股本	598.28	598.28	598.28	598.28	598.28	598.28	EBITDA	48.88	84.54	106.62	441.78	455.68	368.42
资本公积	2022.02	2022.02	2022.02	2022.02	2022.02	2022.02	NOPLAT	-36.81	-2.17	43.95	52.65	65.51	78.73
留存收益	-369.97	-419.43	-456.14	-431.03	-378.34	-301.17	EPS (元)	-0.16	-0.08	-0.06	0.04	0.09	0.13
归属母公司权益	2250.34	2200.88	2164.16	2189.27	2241.97	2319.14	主要财务比率						
少数股东权益	-1.58	-0.32	1.89	1.15	-0.39	-2.65	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	2248.76	2200.56	2166.05	2190.43	2241.58	2316.49	成长能力						
负债和股东权益合计	3241.07	3109.89	3113.29	3000.94	2874.81	2879.61	营收增长率	-39.57%	47.78%	25.92%	22.19%	18.00%	13.94%
现金流量表							营业利润增长率	43.93%	50.34%	65.10%	258.52%	108.56%	46.19%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	61.30%	94.18%	1122.03%	147.26%	27.62%	21.80%
税后经营利润	-96.49	-48.46	-34.76	22.96	51.88	77.53	EBITDA增长率	5064.33%	72.94%	26.12%	314.36%	3.15%	-19.15%
折旧与摊销	83.09	86.53	86.27	391.48	391.48	290.23	归母净利润增长率	19.92%	48.52%	25.66%	167.94%	109.82%	46.44%
财务费用	55.55	42.59	36.75	25.92	13.05	3.28	经营现金流增长率	85.41%	-72.33%	-28.77%	860.92%	17.33%	-18.40%
投资损失	-3.41	-3.09	-2.44	-2.98	-2.98	-2.98	盈利能力						
营运资金变动	177.85	-18.73	-53.88	-30.84	24.10	21.04	毛利率	14.35%	24.14%	27.45%	32.08%	33.25%	34.29%
其他经营现金流	-0.29	1.02	10.69	3.11	3.11	3.11	净利率	-56.17%	-19.09%	-10.87%	6.24%	11.10%	14.26%
经营性现金净流量	216.30	59.85	42.63	409.66	480.64	392.21	营业利润率	-52.25%	-17.56%	-4.87%	6.31%	11.16%	14.32%
资本支出	27.31	13.14	3.00	0.00	0.00	0.00	ROE	-4.29%	-2.26%	-1.71%	1.15%	2.35%	3.33%
长期投资	38.21	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.98%	-1.60%	-1.19%	0.84%	1.83%	2.68%
其他投资现金流	3.49	3.09	2.06	1.29	-0.86	-2.76	ROIC	-1.26%	-0.08%	1.74%	1.98%	2.82%	4.08%
投资性现金净流量	14.38	-10.05	-0.94	1.29	-0.86	-2.76	估值倍数						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	-29.73	-57.76	-77.69	114.34	54.50	37.21
长期借款	-257.97	-106.43	53.08	-267.25	-241.67	-127.96	P/S	16.72	11.31	8.98	7.35	6.23	5.47
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.28	1.30	1.33	1.31	1.28	1.24
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-6.42	6.28	-207.49	-25.92	-13.05	-3.28	EV/EBIT	-90.06	-1464.07	157.41	59.75	39.85	28.00
筹资性现金净流量	-264.39	-100.14	-154.41	-293.18	-254.71	-131.25	EV/EBITDA	63.03	34.47	30.04	6.80	5.61	5.94
现金流量净额	-32.79	-50.15	-112.55	117.77	225.07	258.21	EV/NOPLAT	-83.71	-1345.89	72.87	57.08	39.05	27.81

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637