

2018年10月28日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：

021-58980267

张蕾 S0350516070002

zhangl06@ghzq.com.cn

3 季度亏幅环比收窄，聚焦教育主业持续发力

——凯文教育（002659）2018年3季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
凯文教育	-14.9	-40.2	-44.1
沪深 300	-7.7	-9.9	-21.1

市场数据

2018-10-26

当前价格（元）	8.48
52 周价格区间（元）	8.21 - 16.38
总市值（百万）	4227.85
流通市值（百万）	2155.44
总股本（万股）	49856.70
流通股（万股）	31048.26
日均成交额（百万）	28.21
近一月换手（%）	14.49

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

凯文教育发布公告：2018年1-9月，公司实现营业收入15728万元，归母净利润-7141万元，分别同比减少65%、15%，每股收益-0.14元，同比减少19%。其中，第三季度实现营业收入、归母净利润分别为6790万元、-1973万元。全年预计亏损8500-9800万元。

投资要点：

■ **折旧摊销和利息费用致3季度业绩继续同比下滑，第3季度亏损环比继续收窄。**前3季度公司营收下滑65%，其中第3季度营收下滑69%，主要原因为去年同期收入包含桥梁钢构业务和教育业务，本报告期不含桥梁业务所致。公司预计受自建学校竣工折旧摊销金额增加和利息增加影响，2018年全年大约有8500-9800万元的亏损。由于实体学校业务尚处运营初期，2017年剥离桥梁业务以来公司经营处于亏损状态，前3个季度归母净利润亏损额分别为3010万元、2158万元、1973万元，但亏损幅度呈逐步收窄态势。

■ **背靠海淀区教育资源，巩固国际教育核心优势。**公司原桥梁钢构业务已于2017年出售，目前专注于高端国际教育主业。1) 国际学校方面凯文教育通过全资孙公司凯文智信、文凯兴开展业务，目前拥有北京海淀凯文学校、北京朝阳凯文学校两所K12国际教育学校。海淀凯文学校中小学提供借助清华附中教研力量研发的与国际接轨的双语课程体系、高中部执行AP课程，学校可容学生数1500人，已由2016年9月开始招收第一批学生，2016/2017学年小初高学费分别为18万元/学年、22万元/学年、25万元/学年，2017/2018学年小初高学费分别为20万元/学年、24万元/学年、26万元/学年，有4-11%的涨幅；朝阳凯文学校为自建学校模式，执行全学段IB课程体系，2017年9月招收第一批学生，可容纳学生近4000人，2017/2018学年小初高学费分别为16.8万元/学年、18.8万元/学年、21.8万元/学年。截止2017/2018学年，两校在校学生数已达到900余人，随着学校招生人数的增加和学校使用率的逐步提升，亏损幅度将进一步收窄至达到盈利拐点，拐点之后的收入增加对盈利的边际改善效应将更加明显。

■ **引入国际体育、艺术高品质资源，发力素质教育细分赛道。**体育方面，与美国职业棒球大联盟（MLB）、美国IMG学院、英国曼城足球俱乐部等国际知名体育联盟和俱乐部建立合作关系，提供高品质素

质教育服务，体育中心面向校内和社会班同时开设、并提供冬夏令营服务。公司非公开发行股票募资事项已被证监会受理，计划募集资金 10 亿元人民币，用于“青少年高品质素质教育平台项目”投资。同时，公司对美国威斯敏斯特音乐学院等专业音乐艺术相关资产收购计划正在实施中，收购完成后将强化公司艺体办学特色优势，同时推动公司教育业务全球化布局。待平台基本建设和收购事项完成后，公司素质教育业务将逐步体现收益贡献。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖增持评级** 暂不考虑最近一次非公开发行股份的影响，预计公司 2018-2020 年归属母公司股东净利润分别为-91 百万元/45 百万元/176 百万元，EPS 分别为-0.18 元/0.09 元/0.35 元，对应动态 PE 分别为-46.3 倍/93.1 倍/24.1 倍。公司短期内业务仍处于亏损状态，考虑到旗下实体学校运营逐步走向成熟，盈利拐点渐近，素质教育业务收益贡献亦将逐渐体现，建议投资者从更加长期的维度看待公司潜在利润空间。首次覆盖给予增持评级。
- **风险提示：**1) 学校招生不达预期风险；2) 非公开发行和收购事项不确定性风险；3) 《民促法》实施细则未落地的政策不确定性风险；4) 国际教育和素质教育培训行业竞争风险；5) 股票价格波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	620	251	486	721
增长率(%)	92.2%	-59.6%	93.9%	48.4%
净利润（百万元）	23	-91	45	176
增长率(%)	-124.2%	-492.3%	-149.8%	286.7%
摊薄每股收益（元）	0.05	-0.18	0.09	0.35
ROE(%)	0.8%	-4.2%	2.1%	7.8%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：凯文教育盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

					2018-10-2				
证券代码:	002659.SZ		股价:	8.48	投资评级:	增持		日期:	6
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					每股指标				
ROE	1%	-4%	2%	8%	EPS	0.05	-0.18	0.09	0.35
毛利率	4%	-25%	26%	42%	BVPS	4.42	4.24	4.33	4.68
期间费率	19%	23%	13%	10%	估值				
销售净利率	3%	-36%	9%	24%	P/E	169.8	-46.3	93.1	24.1
成长能力					P/B	1.9	2.0	2.0	1.8
收入增长率	92%	-60%	94%	48%	P/S	6.8	16.9	8.7	5.9
利润增长率	-124%	-492%	-150%	287%					
营运能力					利润表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	0.20	0.07	0.12	0.17	营业收入	62,021	25,065	48,601	72,122
应收账款周转率	364.86	33.18	33.18	33.18	营业成本	59,304	31,453	36,171	41,800
存货周转率	10038.88	12021.78	12021.78	12021.78	营业税金及附加	404	163	317	470
偿债能力					销售费用	1,000	376	583	721
资产负债率	30%	44%	46%	46%	管理费用	6,987	251	486	721
流动比	0.33	1.40	1.45	1.62	财务费用	3,486	4,976	4,976	4,976
速动比	0.33	1.40	1.45	1.62	其他费用/(-收入)	(14,945)	0	0	0
资产负债表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	5,768	(12,154)	6,068	23,433
现金及现金等价物	16,507	79,281	93,913	122,424	营业外净收支	(616)	0	0	0
应收款项	170	755	1,465	2,174	利润总额	5,152	(12,154)	6,068	23,433
存货净额	6	3	3	3	所得税费用	3,193	(3,039)	1,517	5,858
其他流动资产	14,381	13,331	25,849	38,360	净利润	1,959	(9,116)	4,551	17,575
流动资产合计	31,063	93,370	121,231	162,961	少数股东损益	(367)	8	9	8
固定资产	138,730	134,106	129,636	125,315	归属于母公司净利润	2,326	(9,124)	4,542	17,567
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E
无形资产及其他	144,690	150,991	149,117	147,280	经营活动现金流	(18,003)	(20,945)	19,600	32,633
长期股权投资	20	20	20	20	净利润	1,959	(9,124)	4,542	17,567
资产总计	314,503	378,487	400,003	435,575	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	28,000	24,900	24,900	24,900	折旧摊销	8,357	6,537	6,344	6,158
应付款项	48,384	11,088	12,751	14,736	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	9,534	25,339	39,809	54,008	营运资金变动	(28,319)	(18,358)	8,713	8,908
其他流动负债	7,480	5,170	6,002	6,969	投资活动现金流	(22,544)	(1,677)	6,344	6,158
流动负债合计	93,398	66,497	83,462	100,613	资本支出	(6,164)	4,624	4,470	4,321
长期借款及应付债券	0	100,000	100,000	100,000	长期投资	(20)	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(16,360)	(6,301)	1,874	1,837
长期负债合计	0	100,000	100,000	100,000	筹资活动现金流	36,830	85,396	(11,312)	(10,280)
负债合计	93,398	166,497	183,462	200,613	债务融资	13,370	100,000	0	0
股本	49,857	49,857	49,857	49,857	权益融资	0	0	0	0
股东权益	221,105	211,990	216,541	234,962	其它	23,460	(14,604)	(11,312)	(10,280)
负债和股东权益总计	314,503	378,487	400,003	435,575	现金净增加额	(3,717)	62,774	14,633	28,511

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【社会服务业组介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，南京理工大学经济学学士，5年券商研究所行业研究从业经历，聚焦消费升级相关的现代服务领域研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

【分析师承诺】

张蕾，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。