

**凯文教育(002659)/教育**
**国际学校稀缺标的，业绩拐点将至**
**评级：买入(首次)**

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qizq.com.cn

研究助理：吴张爽

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	499
流通股本(百万股)	311
市价(元)	8.92
市值(百万元)	4451
流通市值(百万元)	2774

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	323	620	250	480	741
增长率 yoy%	-57.7	92.2	-59.7	91.7	54.5
净利润	-96	23	-98	3	106
增长率 yoy%	-3453.8	-124.2	-521.1	-102.6	3972.5
每股收益(元)	-0.19	0.05	-0.20	0.00	0.18
每股现金流量	-0.05	-0.08	-0.33	0.97	0.46
净资产收益率	-3.9	1.1	-4.5	0.1	3.3
P/E	-46	191	-45	2058	51
PEG	0	-2	0	-20	0
P/B	2.0	2.0	2.5	1.7	1.7

备注：股价使用3月21日收盘价。

**投资要点**

- **背靠海淀区国资委，国际学校稀缺标的。**公司是八大处控股教育资源的上市平台，16年八大处控股通过定增取得中泰桥梁的控股权，18年更名为“凯文教育”，实际控制人变为海淀区国资委。先后举办了朝阳凯文学校并收购了海淀凯文学校的举办人，目前体内拥有两所国际学校，是A股稀缺的国际学校标的。海淀区教育资源丰富，公司背靠海淀区国资委具有天然的教育资源优势。八大处控股主营房地产开发业务，丰富的土地资源有望为上市公司后续扩张提供基础。
- **师资力量雄厚，艺体软硬件一流。**师资方面，海淀学校由清华大学附属学校提供顾问服务招聘、管理教师及制定、实施教学计划等，朝阳学校领导曾在海外学校担任管理职位。课程体系方面，海淀学校高中阶段以美国AP课程为主，并已取得美国大学理事会认可；朝阳学校开学一年即成为IBDP候选学校，通过两年考察期后将作为正式的IB认证校（全国仅149所）。此外，学校艺体类基础设施完善且稀缺，拥有高规格的跑道、场馆，且与曼城俱乐部、美国棒球大联盟等海外知名体育机构达成稳定合作关系。
- **19年或将迎来业绩拐点。**根据我们的测算，轻资产学校有望在第2个学年实现正向的办学盈余，重资产学校有望在第3-4个学年产生正向的办学盈余。但由于财务年度与学年存在时间差异，根据我们的测算，海淀学校在18年已经产生正向的办学盈余，朝阳学校将在20年产生正向的办学盈余。若将两所国际学校叠加起来计算，整体有望在19年产生正向的办学盈余。
- **投资建议：**背靠海淀区国资委，教育资源优势凸显，旗下两所国际学校处于爬坡期（满员5500人，目前在校生1300余人），利用率提升空间大，有望在19年迎来业绩拐点。充分挖掘现有国际知名机构及俱乐部合作关系的变现机会，拓展素质教育培训。预计2019/20年实现净利润0.03/1.06亿元。2023年两所学校整体的利用率将超过80%，彼时净利润可达4.59亿元，考虑增发后市值约55亿，估值仅12x，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国际学校招生不及预期；品牌输出业务、素质教育培训项目进展不及预期。

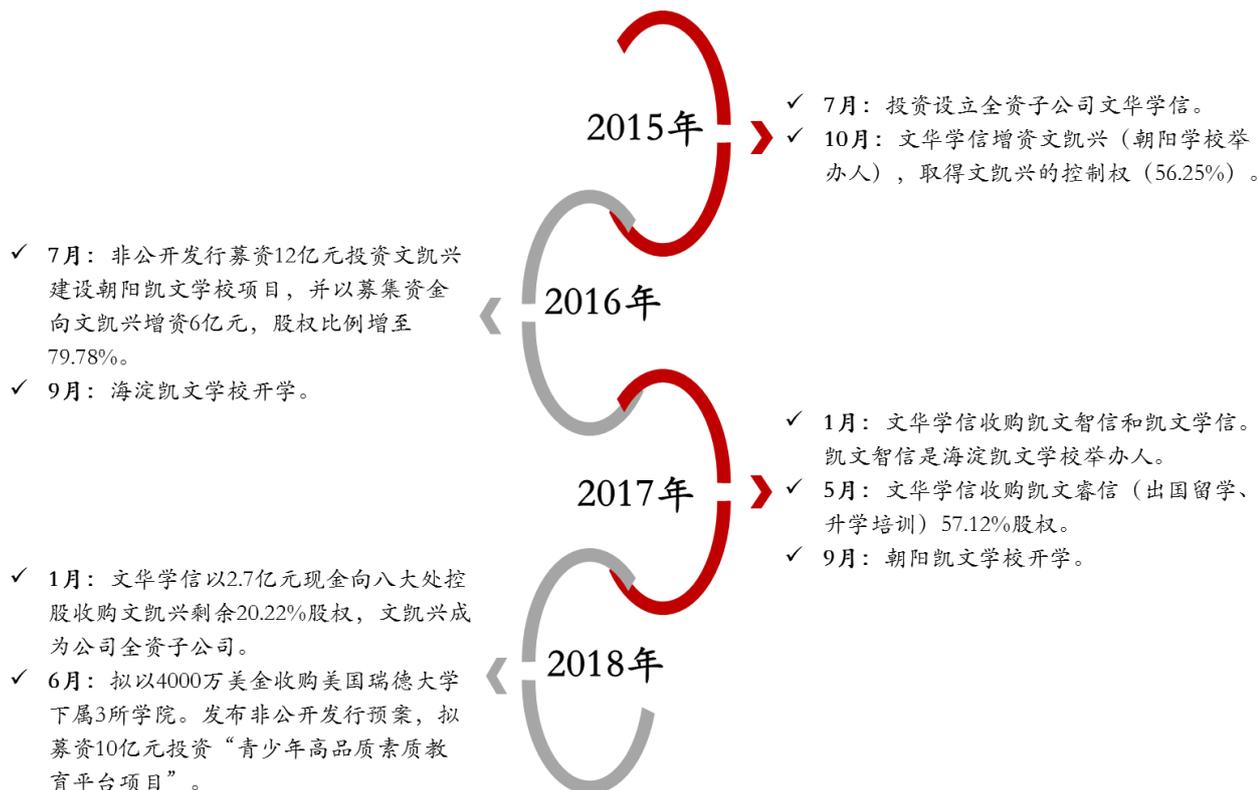
## 内容目录

背靠海淀区国资委，稀缺性凸显 .....	- 3 -
师资雄厚、特色鲜明，业绩拐点将至 .....	- 5 -
北京两所国际学校+海外知名艺术高校布局 .....	- 5 -
两所国际学校的架构符合法律法规 .....	- 5 -
师资力量雄厚，艺体软硬件一流 .....	- 7 -
定增拓展素质教育业务 .....	- 10 -
经营分析：处于爬坡期，具有持续提价的能力 .....	- 11 -
财务分析：19年有望迎来业绩拐点 .....	- 12 -
国际学校行业：受益于留学低龄化和中产阶级崛起 .....	- 12 -
民办国际学校占半壁江山 .....	- 14 -
课程体系：A-Level 占主体 .....	- 15 -
市场百亿量级 .....	- 17 -
盈利预测及投资建议 .....	- 17 -
风险提示 .....	- 18 -

## 背靠海淀区国资委，稀缺性凸显

- 国际学校稀缺标的。**公司是八大处控股教育资源的上市平台，16年八大处控股通过定增取得中泰桥梁的控股权，18年更名为“凯文教育”。先后举办了朝阳凯文学校并收购了海淀凯文学校的举办人，目前体内拥有两所国际学校，是A股稀缺的国际学校标的。围绕着国际学校业务，公司先后布局体育培训、出国留学等相关领域，丰富教育服务内容。

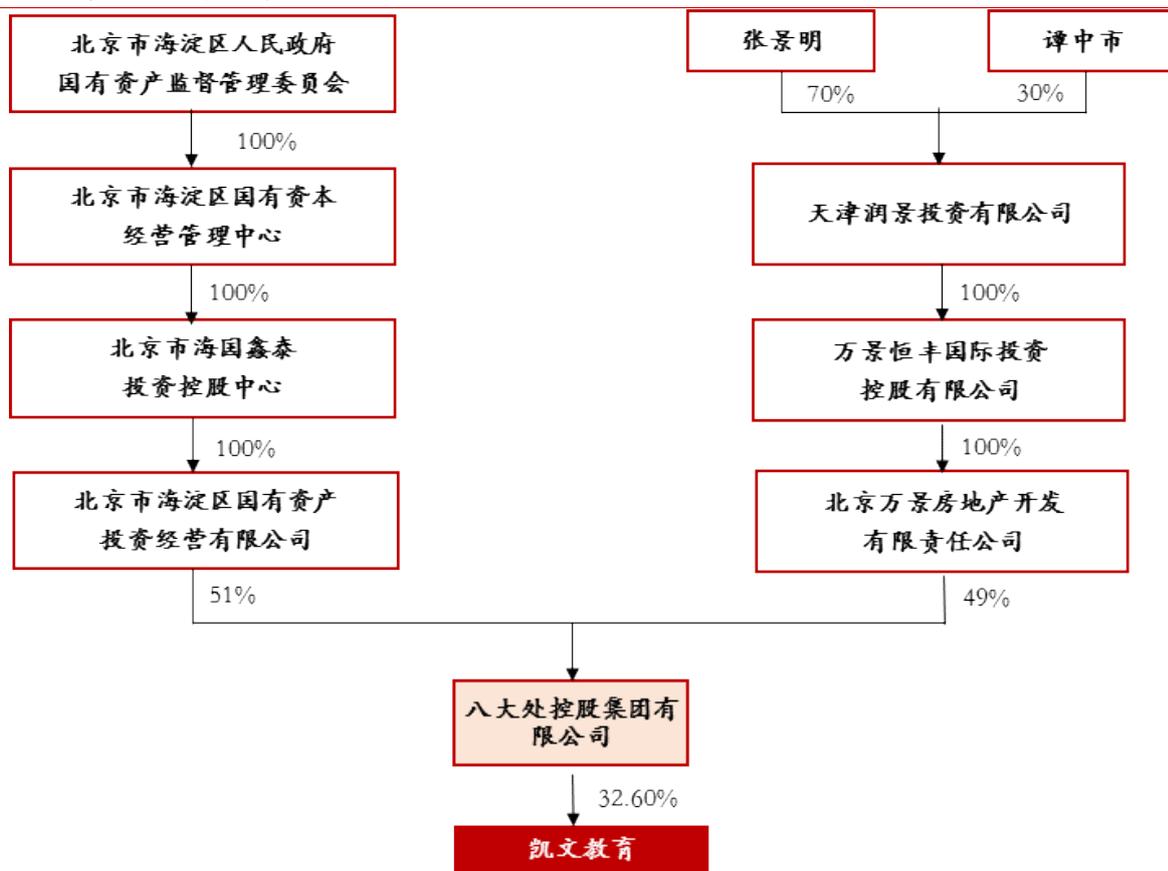
图表 1: 教育产业布局梳理



来源：公司公告，中泰证券研究所

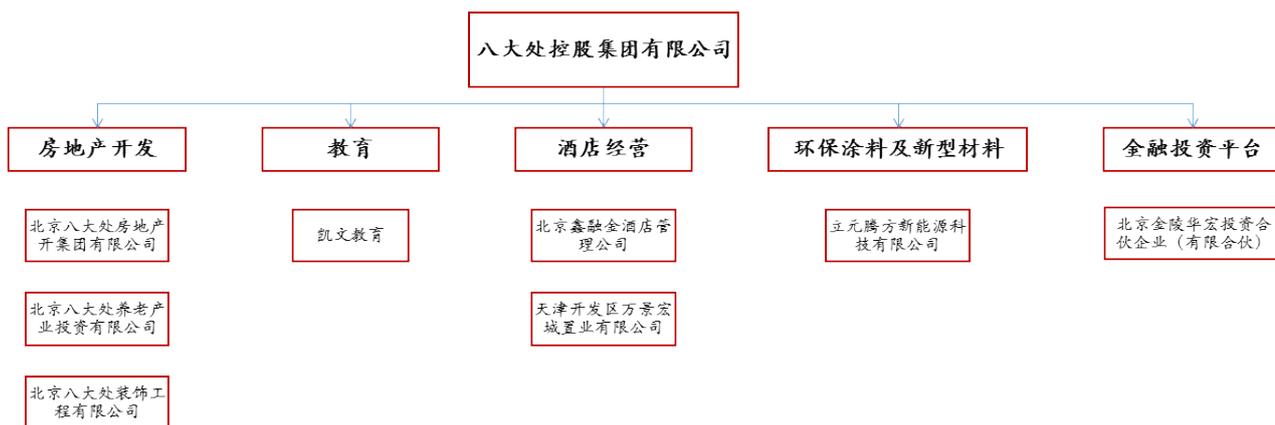
- 背靠海淀区国资委。**2016年八大处控股通过定增成为公司的控股股东（持股30.1%），海淀区国资委持有八大处控股51%股权，因此公司的实际控制人变为海淀区国资委，成为国有控股上市公司。截至18Q3，八大处控股持有公司32.6%的股份，此外本次定增拟认购不低于发行总股数的10%。海淀区教育资源丰富，公司背靠海淀区国资委具有天然的教育资源优势。八大处控股主营房地产开发业务，丰富的土地资源有望为上市公司后续扩张提供基础。

图表 2: 公司股权结构 (截至 18Q3)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 八大处控股旗下产业布局



来源: 集团官网, 中泰证券研究所

## 师资雄厚、特色鲜明，业绩拐点将至

### 北京两所国际学校+海外知名艺术高校布局

- 目前公司旗下拥有两所国际学校，分别为海淀凯文学校和朝阳凯文学校，目前在校学生 1300 多人。海淀凯文学校于 2016 年 9 月 1 日开学，2017 年公司收购海淀凯文学校的举办人公司凯文智信；朝阳凯文学校于 2017 年 9 月 1 日开学。
- 海淀凯文学校实际是轻资产的模式，学校占地 26 万平方米，建筑面积 4.2 万平方米，是向八大处控股的全资子公司国科新业租赁的，租金按照学生人数\*1.25 万的标准计算，前三年累计租金不低于 600 万。实行 5-3-4 学制，课程体系为在教育部九年义务教育教学大纲指导下，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），高中阶段的学术课以美国 AP 课程为主，AP 课程已取得美国大学理事会认可。
- 朝阳凯文学校是重资产的模式，学校占地 17 万平方米，建筑面积 17 万平方米，实行 5-5-2 学制，课程体系采用符合国家大纲的 IB 教学体系（包含 PYP、MYP、DP 三个阶段）。

图表 4：海淀凯文学校校园



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 5：朝阳凯文学校校园



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 拟收购美国瑞德大学下属三所学校，分别为威斯敏斯特合唱音乐学院、音乐学校和继续教育学院，交易价格为 4000 万美元。威斯敏斯特合唱音乐学院成立于 1926 年，以其音乐教育、声乐表演、钢琴表演、教育学、音乐理论及作曲等专业、艺术管理学科而出名，拥有被美国唱片指南誉为“合唱黄金标准”，目前拥有 300 名本科生及 100 名研究生。继续教育学院提供暑期项目，专业发展论坛，国际交流学习机会。收购海外艺术高校有望与两所国际学校在培训、游学、升学方面形成协同。

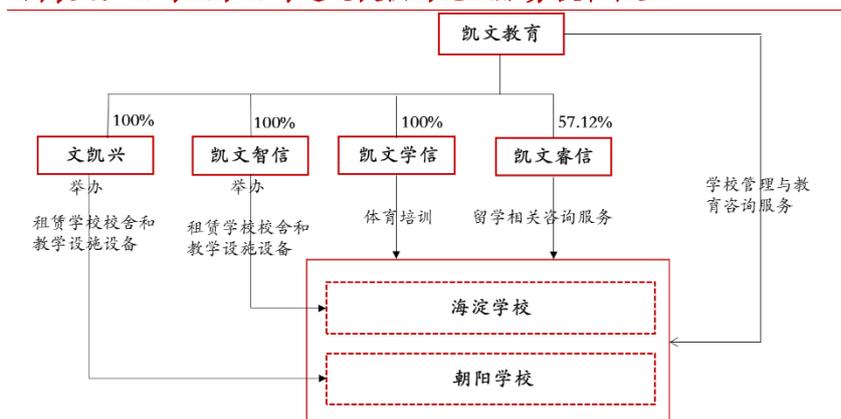
### 两所国际学校的架构符合法律法规

- 凯文智信和文凯兴分别为海淀凯文学校和朝阳凯文学校的举办者，《民促法》规定“举办民办学校的社会组织，应当具有法人资格”，凯文智信和

文凯兴具备非营利性民办学校举办人的资格，以自有资金出资举办非营利性民办学校，取得了教育主管部门许可。《民促法》规定“不得设立实施义务教育的营利性民办学校”，海淀凯文学校和朝阳凯文学校为民办非企业单位。因此两所国际学校的举办者及学校属性均合规。

- **通过提供场地租赁、教育咨询、体育培训、留学相关咨询等服务等获取收益。**虽然两所国际学校为非营利性学校，但公司通过提供场地和服务获取收益：（1）凯文智信和文凯兴提供学校校舍和教学设施设备；（2）凯文教育提供全面的学校管理和全方位的教育咨询服务；（3）凯文学信提供全面的体育培训服务；（4）凯文睿信提供留学相关咨询服务。根据国务院《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》提到“鼓励社会资本参与教育基础设施建设和运营管理、提供专业化服务”；《实施条例（送审稿）》提出“民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益”。因此公司通过向两所非营利性国际学校提供场地和各类教学服务等获取收益是合规的，只要交易是公开、公平、公允的。

图表 6：公司及子公司通过提供场地及服务获取收益



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：朝阳学校场地及设备租赁协议

学校	出租方	学校地址	租赁期限	租金
朝阳凯文学校	文凯兴	北京市朝阳区金盏乡北马房村凯文学校 A1-A9 栋	2018.09.01-2038.08.31	在校学生不超过 1000（含）人时，免租金； 超过 1000（不含）人时，年租金=40000 元 /人*该学年在校学生人数

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 8: 两所国际学校服务协议及收费模式**

委托内容	受托方	委托内容	收费
学校管理服务与教育咨询	凯文教育	提供全面的学校管理和全方位的教育咨询服务	在校学生不超过 1000 (含) 人时, 免服务费; 超过 1000 (不含) 人时, 服务费=30000 元/人*该学年在校学生人数
体育培训	凯文学信	提供全面的体育培训服务	在校学生不超过 1000 (含) 人时, 免服务费; 超过 1000 (不含) 人时, 服务费=10000 元/人*该学年在校学生人数
留学培训	凯文睿信	提供留学相关咨询服务, 并根据学生意愿向学生推荐专业和学校	报名学生人数*5000 元

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 海淀学校与朝阳学校服务费收取无显著差异。

### 师资力量雄厚, 艺体软硬件一流

- 师资力量雄厚。**目前两所学校的生师比在 5:1 左右, 其中海淀学校中外教比例 1:1.6, 朝阳学校中外教比例 1:1。海淀凯文学校由清华大学附属学校提供顾问服务招聘、管理教师及制定、实施教学计划等, 纳入清华附中一体化管理委员会对清华附中国际部、清华附中国际学校(奥森校区)的统一管理体系。朝阳学校的学校领导曾在海外学校担任管理职位。

**图表 9: 两所国际学校管理与师资团队代表**

		职称	姓名	介绍
学校高管	海淀凯文学校	执行校长	周兆玉	原清华大学附属中学党委副书记, 曾担任 海淀区英语学科带头人
		常务副校长	王实	原清华附中校长助理、升学指导中心主任
		学术校长	Donald Miller	原芝加哥希望学校, 伊利诺伊希望学校和北京希望国际学校执行校长
	朝阳凯文学校	凯文教育学术委员会主任、朝阳凯文学校理事会主席	Bob Stephenson	原伊顿公学副校长
		校长	Martin George	曾任杜伦学校校长、艾普森学院创校校长等
语言培训领域		凯文教育研究院顾问	李永远	海知音教育创始人, 国际学校课程专家
体育培训领域	棒球	主教练	Anthony Bennett	毕业于美国西雅图大学体育教育专业, 拥有 TESOL 英文教学认证, 曾任瑞士国家棒球队主教练
	足球	主教练	Gareth Haylins	欧洲足联(UEFA)认证教练, 硕士毕业于英国中央兰开夏大学(UC Lan)运动教育专业
	高尔夫	主教练	Adria Cafaro	PGA UK, 英国高尔夫球协会认证教练, 硕士毕业于高尔夫全球排名第一的英国伯明翰大学高尔夫人才培养方向
艺术培训领域	音乐	教师	Misuzu Kitazumi Burns	加利福尼亚艺术学院音乐系学士, 雷德兰大学音乐系硕士毕业; 曾获得羚羊谷巴赫大赛一等奖
	戏剧	教师	Vincent Harris	毕业于德州理工大学, 本科为英语艺术专业, 硕士为传播学专业; 德克萨斯州教育委员会认证教师
	美术	教师	刘洁	毕业于北京师范大学, 获得艺术专业硕士学位; 亚洲区艺术教育工作者联盟 (ARARTE) 中唯一的华人成员

来源: 公司公告, 学校官网, 中泰证券研究所

- 办学质量高, 课程体系获国际认证。**海淀学校在教育部九年义务教育教学大纲指导下, 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), 高中阶段的学术课以美国 AP 课程为主, AP 课程已取得美国大学理事会认可。CollegeBoard 公布的国内 AP 认证校仅有 302 所, 其中北京 35 所。朝阳学校开学一年即成为 IBDP 候选学校, 通过两年考察期后 (预计 2021 年) 将成为正式的 IB 认证校。IBO 公布的国内 IB 认证校仅有 149 所。

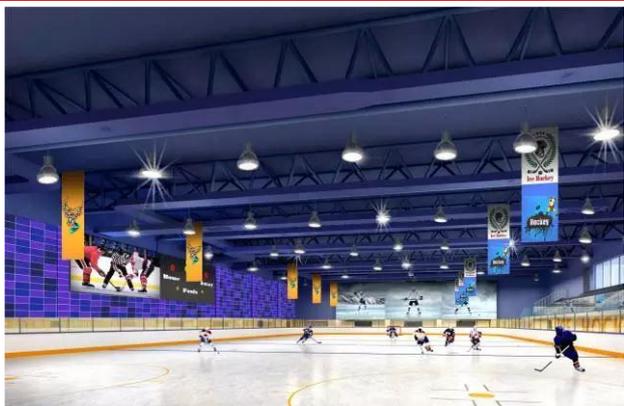
**图表 10: 两所国际学校开设的主要课程**

海淀凯文学校	
小学	数学、英文、中文、科学、品德与生活、艺术、体育
初中	数学、英文、中文、科学、人文与社会科学、思想品德、艺术、体育、浸泡式小学期
高中	数学、英文、中文、科学、人文与社会科学、思想品德、艺术、体育、AP 课程、浸泡式小学期和升学指导课
朝阳凯文学校	
小学	语言、社会、数学、科学、艺术、体育及社会与个人教育
初中	语言与文学（语文），语言习得（外语），数学，科学，个人与社会，艺术，设计，体育与健康
高中	文学，语言习得，个人与社会，科学，数学，艺术，认识论（TOK），扩展论文及课外的创造、活动、服务

来源：学校官方微信公众号，中泰证券研究所

- **与国际知名机构合作，艺体特色鲜明。**从硬件上看，学校艺体类基础设施完善且稀缺，拥有国际田联黄金联赛规格的跑道、按中网钻石球场标准建设的网球场、标准冰球比赛馆、剧院、琴房等。从软件上看，体育培训与曼城俱乐部、美国棒球大联盟等海外知名体育联盟和专业体育俱乐部达成稳定合作关系，艺术培训方面正在与美国的瑞德大学洽谈与其旗下的威斯敏斯特合唱音乐学院、威斯敏斯特音乐学校和威斯敏斯特继续教育学院合作事宜。

**图表 11: 朝阳凯文学校室内冰球馆**



来源：学校官网，中泰证券研究所

**图表 12: 朝阳凯文学校艺术中心剧院**



来源：学校官网，中泰证券研究所

**图表 13: 公司艺体课程主要合作伙伴**

合作项目	合作伙伴	合作方介绍
足球	曼城足球俱乐部	历史上曾获得四次顶级联赛冠军, 诞生过多名世界级球员。
棒球	美国职棒大联盟 MLB	北美地区最高水平的职业棒球联赛, 是美国四大职业体育联盟之一。
冰球	加拿大哥维根首都人冰球俱乐部	加拿大冰球体系中知名俱乐部, 在北美冰球领域具有较高的影响力。
高尔夫	MG 学院—高尔夫学院	美国国际管理集团 (IMG) 下属的体育学院。
网球	中国网球公开赛	自 2004 年始, 国际网球协会批准每年一届在中国举行网球赛事, 是亚洲级别最高、奖金最多、参赛人数最大、影响力最广的男女综合性网球赛事。
音乐合唱	威斯敏斯特合唱音乐学院等	威斯敏斯特合唱音乐学院成立于 1926 年, 以其音乐教育、声乐表演、钢琴表演、教育学、音乐理论及作曲等专业、艺术管理学科而出名。
领导力课程	CASC 卡思科	为全球小学、初中、高中生和老师提供领导力训练。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 定增拓展素质教育业务

- 2018 年 6 月公司公告拟定增 10 亿元用于建设青少年高品质素质教育平台。基于两所国际学校内开设素质教育课程的经验及美国职业棒球大联盟 (MLB)、英国曼城足球俱乐部等艺体类合作关系, 拟在北京、天津、石家庄和上海 4 个城市租赁场地建设 6 个素质教育中心, 面向 4-18 岁青少年提供艺术、体育、科学思维和素质拓展等素质教育课程培训, 项目建设期 30 个月, 公司预计有望从 19 年开始逐步贡献收入。

**图表 14: 两所国际学校已开设素质教育课程**

课程类别	课程名称
传统艺术类	中国民族舞、英皇芭蕾、中国传统文化-成语故事、小学音乐合唱团、中国戏剧、中国古诗词与艺术作品创作、中国国画课程、汉字和书法、手工折纸
体育教育类	早地冰球课、棒球课、击剑、足球课、游泳课、滑冰课、网球课、篮球课、魔幻体育、儿童瑜伽
创意艺术类	教育戏剧、敲击魔法课之小小节奏、小小节奏课、幻梦创意帽、艺术技巧提升、创意思维课程、创意手工
科学思维类	儿童科学实验、创意思维课程、机器人、创想绘画、代码&密码和秘密信息、化妆品原理及制作
素质拓展类	主持人语言能力训练、校园广播电台、绘本阅读、图书馆服务、考古与发现

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 素质教育培训中心课程体系

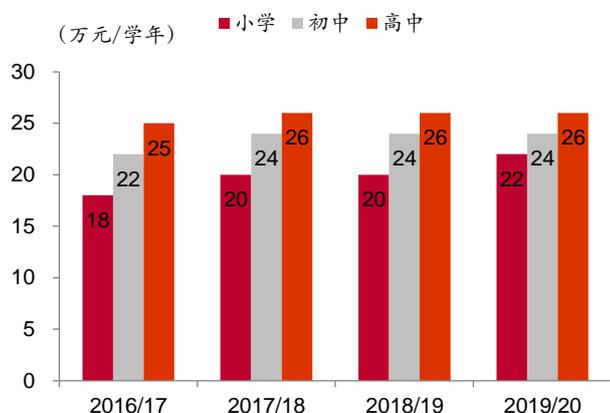
传统艺术课	体育类	思维发展类	创意艺术类	素质拓展类
少儿合唱团 钢琴 小提琴 少儿管弦乐团 基础美术-国画 基础美术-油画&水彩画 少儿舞蹈-芭蕾 少儿舞蹈-街舞及律动舞蹈 少儿舞蹈-民族舞	室内三人足球 室内高尔夫 攀岩等自重训练 拓展室内体能课程 击剑 室内篮球 室内棒球 室内橄榄球	国际象棋 数学思维与艺术 小小发明家&少儿创客 少儿编程 机器人&3D打印	英文戏剧课-少儿百老汇 插画设计 创新美术绘画 漫画设计与动漫创作课程 空间设计与美学设计启蒙课 少儿绘本 创意雕塑	公共演讲课与沟通课程 青少年领导力课程 全球文化与历史课程 西方艺术赏析课程 国学

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 经营分析: 处于爬坡期, 具有持续提价的能力

- 目前每所学校每学年招生 200~300 人。**海淀学校于 2016 年 9 月开学, 容量 1500 人, 目前是运营的第三年, 在校学生超过 700 人。朝阳学校于 2017 年 9 月开学, 容量 4000 人, 目前是运营的第二年, 在校学生超过 500 人。由于两所学校处于建校初期, 需要严控学生质量打响品牌, 因此每所学校每年招生 200~300 人, 随着学校获得 AP 和 IB 认证校以及品牌影响力提升, 对于优质生源的吸引力提升, 招生规模有望扩大。
- 具有持续提价的能力。**海淀学校第一学年即 2016/17 学年小学/初中/高中学费分别为 18/22/25 万元, 第二学年即提至 20/24/26 万元。朝阳学校第一学年即 2017/18 学年小学/初中/高中学费分别为 16.8/18.8/21.8 万元, 第二学年即提至 18.8/20.8/23.8 万元。

图表 16: 海淀学校学费情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 17: 朝阳学校学费情况



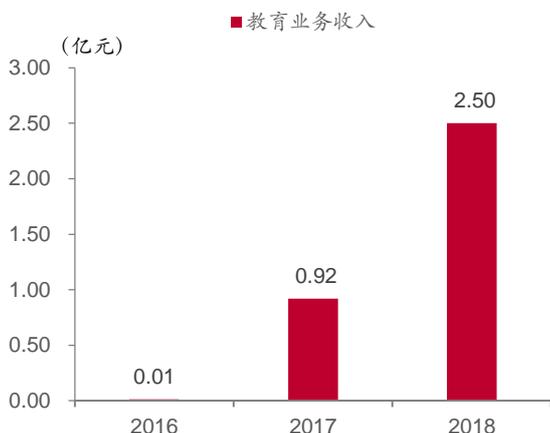
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **生师比提升彰显规模效应。**海淀和朝阳两所学校运营第一学年生师比仅为 4:1 左右，目前已提升至 5:1 左右，在校学生规模增加，生师比有望进一步提升至 7:1 左右，带来毛利率提升。

**财务分析：19 年有望迎来业绩拐点**

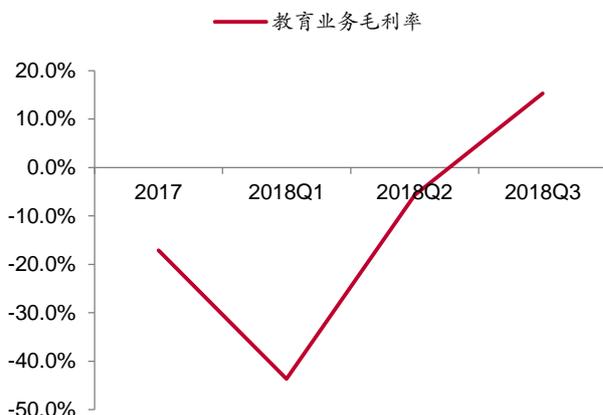
- **2017 年 11 月公司将桥梁钢结构业务剥离，收入开始均由教育贡献。**2018 年收入 2.5 亿元，2017 年教育业务收入 0.92 亿元，增长 173%，主要原因是朝阳学校 2017 年 9 月才开始招生，以及两所学校学生人数提升所致。
- **毛利率环比改善。**2017 年教育业务毛利率为-17.2%。从 18 年单季数据看，随着学校利用率提升，教育业务毛利率改善明显，Q3 已经转正，为 15.3%。

**图表 18：公司教育业务收入**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 19：公司教育业务毛利率**



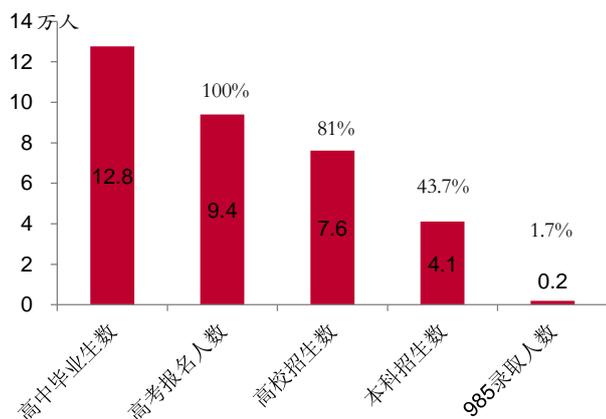
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **19 年或将迎来业绩拐点。**根据我们的测算，轻资产学校有望在第 2 个学年实现正向的办学盈余，重资产学校有望在第 3~4 个学年产生正向的办学盈余。但由于财务年度与学年存在时间差异，根据我们的测算，轻资产学校将在第 2 个财政年度实现正向的办学盈余，即海淀学校在 18 年已经产生正向的办学盈余，重资产学校将在第 4 个财政年度实现正向的办学盈余，即朝阳学校将在 20 年产生正向的办学盈余。若将两所国际学校叠加起来计算，整体有望在 19 年产生正向的办学盈余。

**国际学校行业：受益于留学低龄化和中产阶级崛起**

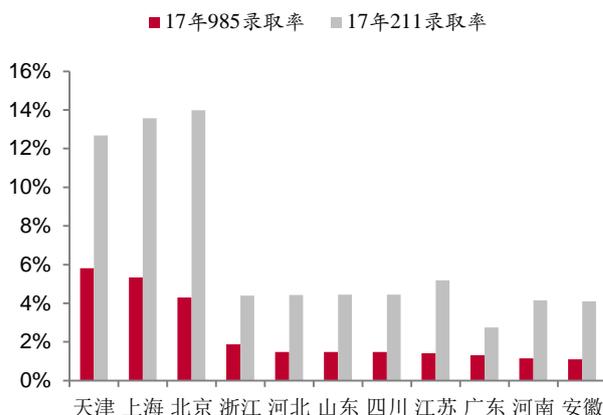
- **我国优质教育资源供给不足，国际教育成为替代产品。**从高考层面看，940 万高考考生本科录取率仅为 43%，985 大学录取率仅为 2%，即使像北京、上海这种高考压力相对较小的省份 985 录取率也不到 6%，可见我国优质教育资源供给严重不足。而选择就读国际学校的学生，将来大概率是要出国升学，避免国内的激烈竞争。

**图表 20: 2017 年全国高考录取情况**



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

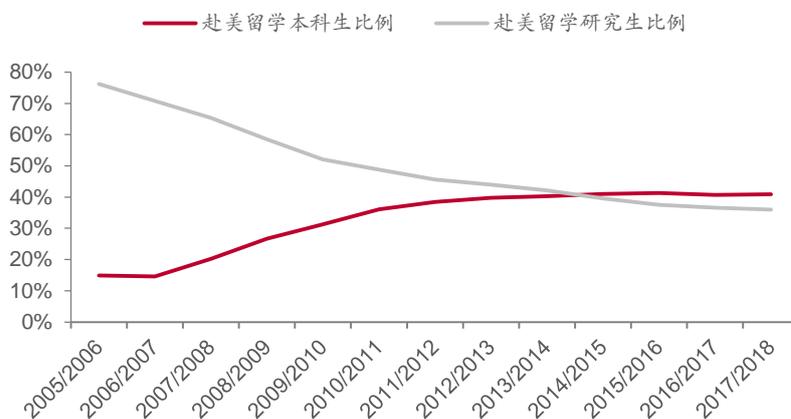
**图表 21: 2017 年部分省份 985、211 录取率**



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **留学大军低龄化，国际学校成为“预备役”。**出国留学的主力已从研究生阶段转移至本科阶段，低龄化趋势明显。本科在国内就读、研究生出国留学的学生需要参加高考，一般不在 K12 阶段就读国际学校；而对于本科出国留学的学生来说，在 K12 阶段就读国际学校是培养语言能力、申请更优的海外学校、提前适应生活的最好选择。留学低龄化实际上带动国际学校需求的提升。

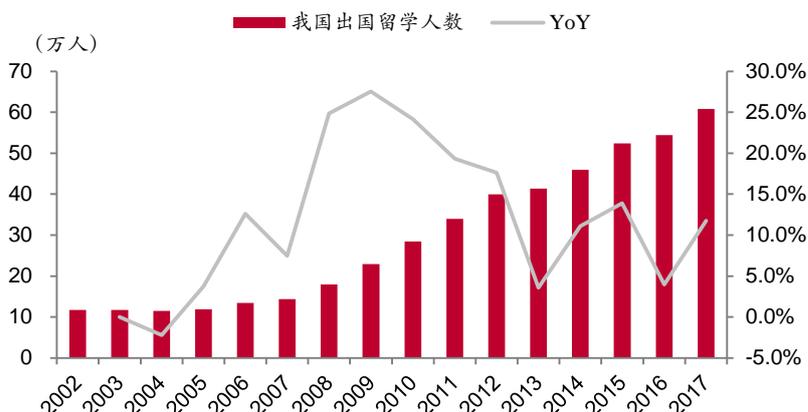
**图表 22: 我国赴美留学本科生与研究生比例**



来源：Open Doors, 中泰证券研究所

- **受益于中产阶级崛起和消费升级。**中国社科院发布的《中等收入群体的分布与扩大中等收入群体的战略选择》报告提到，中国大约有 6 亿人口属于中等收入以上家庭，国际学校（特别是定位中产家庭的国际学校）发展空间广阔。从美国的数据可知，收入越高的人（4 万美元以上）对于教育投入的比重越高。
- **出国留学人数增速回暖。**最新出炉的留学数据显示，2017 年出国留学人数 60.8 万人、同增 11.7%。就读国际学校的升学选择大概率是出国，出国留学人数的增速回暖实际上反馈了前端国际学校需求的旺盛。

**图表 23: 我国出国留学人数及增速**

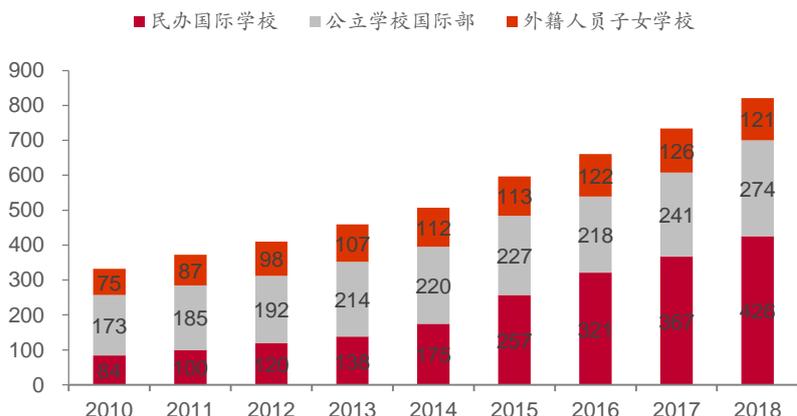


来源: 教育部, 中泰证券研究所

### 民办国际学校占半壁江山

- **国际学校主要涉及三类。**我国的国际学校主要包括外籍人员子女学校、公办学校国际班和民办国际学校三类。最初以外籍人员子女学校为主, 专为外交人员子女设立, 主要招收外籍学生; 公办学校国际班和民办国际学校后来居上, 主要招收中国籍学生, 2013 年公办学校国际班政策收紧, 民办国际学校得以快速发展。
- **民办占据半壁江山, 且是增长主力。**根据新学说的统计, 截至 2018 年 11 月 10 日, 全国范围内共有获得各课程认证标准的国际学校 821 所, 其中民办 426 所 (52%)、公办 274 所 (33%)、外籍人员子女学校 121 所 (15%), 民办占比超过一半。

**图表 24: 我国国际学校类型分布**

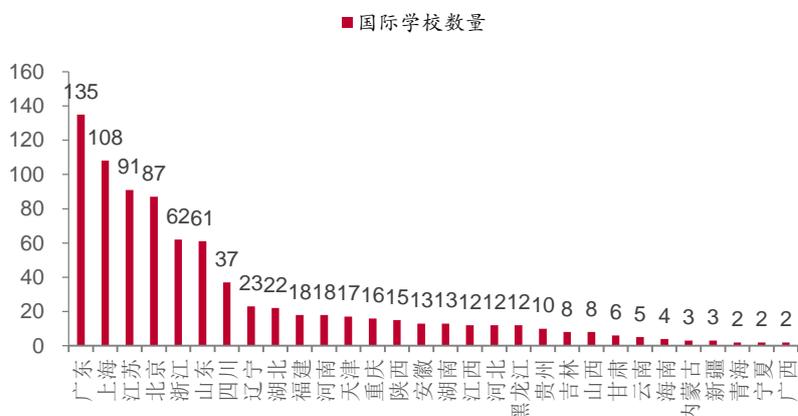


来源: 新学说, 中泰证券研究所

- **呈现下沉趋势, 增量多位于高考大省。**从地域分布来看, 国际学校仍多聚集在一线城市, 广东 135 所、上海 108 所、北京 87 所, 位列全国一、二、四位, 合计占比达 40%, 江浙两省的国际学校已经开始向地级市甚

至县级行政区蔓延，呈现下沉的趋势。18年增量主要由四川、江苏、上海、广东、浙江等地贡献，多位于高考压力相对较大的省份。

**图表 25: 2018 年大陆地区已获国际认证学校分布**



来源：新学说，中泰证券研究所

**图表 26: 2018 年新开国际学校地域分布**



来源：新学说，中泰证券研究所

### 课程体系：A-Level 占主体

- 国际学校课程体系主要包括 AP、A-Level、IB、BC 等，AP 课程在公办学校国际部使用较多，A-Level 课程在民办国际学校使用广泛，IB 课程在外籍人员子女学校使用较多，BC 课程主要针对加拿大留学导向的学生。

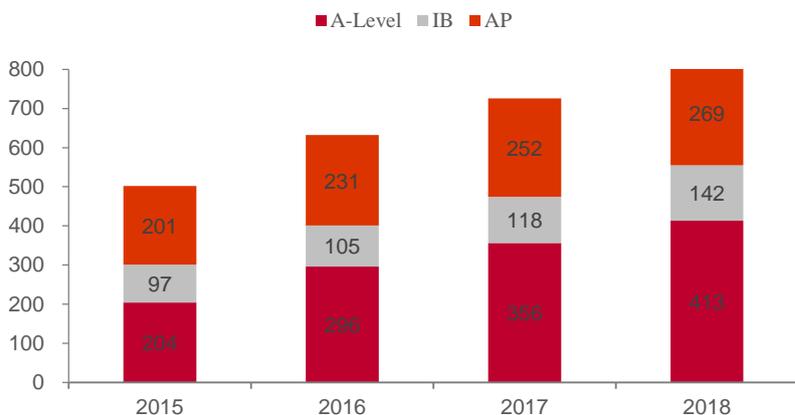
图表 27: 三类国际学校课程体系对比

课程体系	A-Level	AP	IB
提供者	CIE、EDEXCEL、OCR、AQA 等七大考试局，中国主要是前两者	美国大学理事会	国际文凭组织
主要留学方向	以英国和英联邦国家为主	以美国为主	无限制
适合人群	大多数学生	目标留学美国的学生	综合能力较强的学生
课程特点	全球认可、选课灵活、学术性强、适合中国学生	可增加 GPA	适用范围广，培养学生综合能力
科目数量	最低 3 科，共有 72 门课程	共 22 个门类，37 门课程，无选择限制	共 6 个学科，每门学科至少选一门
单科课程难度	较难	最难	较简单
整体难度	较简单	较难	最难
评估方式	每年参加一次考试	每年参加一次考试，可根据实际情况选择需要考试科目	两年学习结束后，参加全球统一考试
是否可以重考	只可重考一次	可以	可以
是否可以转大学学分	一般是 B 以上可转	3 分以上可转	可以，部分学校是以学分减免或越级插班的优惠政策体现
英语水平要求	较高	较高	最高
社会实践	无	无	有
考试地点	指定授权地点	指定授权地点	IB 学校
可否自己单独报考	可以	可以	不可以

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

- **A-Level 市场占比最多，IB 增长较快。**A-level 课程的市场份额达 40%，AP 课程为 26%，IB 课程为 14%，加拿大课程、澳洲课程等其他国际课程总占比为 20%。截至 2018 年 9 月 30 日，国内获得 A-level 课程认证的学校为 413 所，IB 课程认证的学校 142 所，AP 课程认证的学校 269 所。

**图表 28: 三类课程认证学校数量**



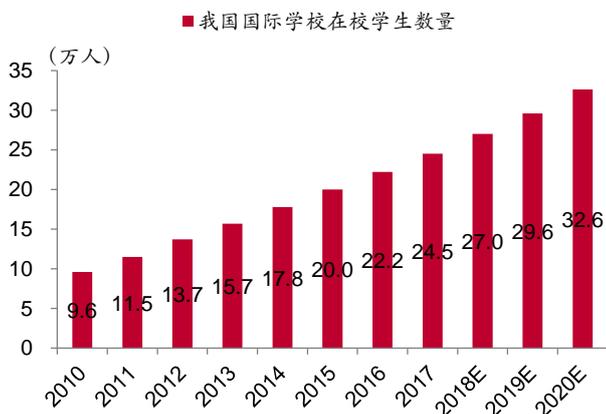
来源：新学说，中泰证券研究所

注：数据截至 9 月 30 日。

### 市场百亿量级

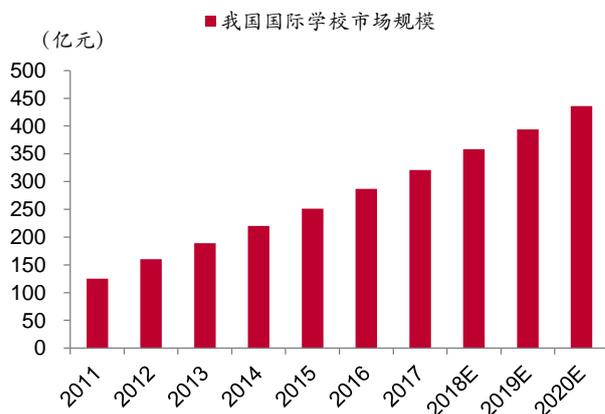
- **市场空间超百亿。**根据新学说统计，2017 年我国 K12 国际学校在校生约 24.5 万人，相较 K12 阶段学生人数仍是“小众”选择。国际学校拥有百亿量级的市场规模，2017 年约 321 亿元，预计未来 3 年有望达到 10% 以上的年化增速。

**图表 29: 国际学校在校人数**



来源：新学说，中泰证券研究所

**图表 30: 国际学校市场规模**



来源：新学说，中泰证券研究所

### 盈利预测及投资建议

- **收入及毛利率：**2017 年 11 月剥离桥梁钢结构业务，18 年起收入将全部由教育业务贡献。海淀学校、朝阳学校分别于 16 年 9 月和 17 年 9 月开始招生，目前处于爬坡期。根据业绩快报，18 年实现营业收入 2.5 亿元，相比 17 年教育业务收入增长 173%。综合考虑学生人数和人均消费（包

括学费、住宿、餐饮、培训等)的提升,预计 2019/20 年收入分别为 4.8/7.4 亿元,同增 91.7%/54.5%, 毛利率为 48.04%/56.59%。

**图表 31: 收入拆分及预测 (单位: 亿元)**

学年		2019/20	2020/21	2021/22
海淀学校	学生人数	1100	1300	1500
	收入	3.34	4.19	5.14
朝阳学校	学生人数	890	1390	1990
	收入	2.61	4.40	6.71

财年		2019E	2020E	2021E
海淀学校收入		2.65	3.71	4.61
朝阳学校收入		1.90	3.41	5.42
其他收入		0.25	0.29	0.33
总计		4.80	7.41	10.36

来源: 中泰证券研究所

注: 暂不考虑素质教育培训中心项目收入贡献。

- 净利润:** 根据业绩快报, 18 年亏损 0.98 亿元, 主要是朝阳学校转固带来折旧大幅增加所致。海淀学校在 18 年已经产生正向的办学盈余, 朝阳学校有望在 20 年产生正向的办学盈余。若将两所国际学校叠加起来计算, 整体有望在 19 年产生正向的办学盈余。预计 2019/20 年实现净利润 0.03/1.06 亿元; 2023 年两所学校整体的利用率将超过 80%, 彼时净利润可达 4.59 亿元。

**图表 32: 净利润拆分与预测 (单位: 亿元)**

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
海淀凯文	0.51	0.98	1.46	1.77	1.83
朝阳凯文	(0.25)	0.26	1.03	1.93	2.79
其他影响	(0.23)	(0.19)	(0.15)	(0.10)	(0.04)
总计	0.03	1.06	2.33	3.60	4.59

来源: 中泰证券研究所

- 投资建议:** 背靠海淀区国资委, 教育资源优势凸显, 旗下两所国际学校处于爬坡期, 利用率提升空间大, 有望在 19 年迎来业绩拐点。充分挖掘现有国际知名机构及俱乐部合作关系的变现机会, 拓展素质教育培训。考虑增发后市值约 55 亿, 根据我们的预测 5 年后 (2023 年) 净利润有望达到 4.59 亿元, 估值仅 12x, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 国际学校招生不及预期。
- 品牌输出业务、素质教育培训项目进展不及预期。

图表 33: 公司主要财务数据及预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F		2016	2017	2018F	2019F	2020F
营业收入	323	620	250	480	741	货币资金	269	165	0	581	856
营业成本	336	593	186	249	322	存货	395	0	0	0	0
毛利率	-4.21%	4.38%	25.74%	48.04%	56.59%	应收账款	359	0	0	0	0
营业税金及附加	6	4	0	0	0	其他流动资产	615	145	144	144	145
营业费用	4	10	22	34	48	流动资产	1,638	311	144	725	1,001
营业费用率	1.10%	1.61%	8.86%	7.00%	6.49%	固定资产	349	1,387	1,350	1,312	1,275
管理费用	48	70	96	146	202	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	15.01%	11.26%	38.25%	30.52%	27.32%	无形资产	500	956	956	956	956
财务费用	18	35	36	30	27	其他长期资产	1,311	491	496	490	489
财务费用率	5.59%	5.62%	14.25%	6.30%	3.67%	非流动资产	2,159	2,834	2,802	2,759	2,721
投资收益	5	148	0	0	0	资产总计	3,797	3,145	2,946	3,484	3,722
营业利润	-116	58	-88	22	143	短期借款	146	280	549	0	0
营业利润率	-35.81%	9.30%	-34.98%	4.54%	19.32%	应付账款	314	409	127	171	220
营业外收入	3	0	0	0	0	其他流动负债	693	245	153	192	270
营业外支出	15	7	1	0	0	流动负债	1,153	934	829	363	490
利润总额	-127	52	-88	22	143	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	-27	32	6	15	33	其他长期负债	154	0	0	0	0
所得税率	21.44%	61.98%	-7.20%	68.82%	22.76%	非流动性负债	154	0	0	0	0
少数股东损益	-4	-4	3	4	5	负债合计	1,307	934	829	363	490
归属于母公司股东的净利润	-96	23	-98	3	106	股本	499	499	499	598	598
净利率	-29.77%	3.75%	-39.15%	0.54%	14.25%	资本公积	1,724	1,669	1,669	2,566	2,566
每股收益(元)(摊薄)	-0.19	0.05	-0.20	0.00	0.18	股东权益合计	2,491	2,211	2,117	3,121	3,231
						少数股东权益	256	7	11	15	20
						负债股东权益总计	3,797	3,145	2,946	3,484	3,722
						比率分析					
							2016	2017	2018F	2019F	2020F
						增长率(%)					
						营业收入	-57.7	92.2	-59.7	91.7	54.5
						营业利润	-1811.4	-149.9	-251.7	-124.9	556.8
						净利润	-3453.8	-124.2	-521.1	-102.6	3972.5
						利润率(%)					
						毛利率	-4.2	4.4	25.7	48.0	56.6
						EBIT Margin	-22.1	-9.1	-21.4	10.5	22.8
						EBITDA Margin	-10.5	4.3	-6.5	18.3	27.8
						净利率	-29.8	3.8	-39.1	0.5	14.3
						回报率(%)					
						净资产收益率	-3.9	1.1	-4.5	0.1	3.3
						总资产收益率	-2.7	0.7	-3.2	0.1	2.9
						其他(%)					
						资产负债率	34.4	29.7	28.1	10.4	13.2
						所得税率	21.4	62.0	-7.2	68.8	22.8
						股利支付率	-6.8	333.2	0.0	0.0	0.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。