

## 教育业务高速增长，国际学校政策回暖

■ **事项**：公司公布了2019年一季度季报，公司营业收入8049万元，同比增长约98.78%；归属于母公司股东的净利润2091万元，同比增长30.68%。

■ **教育业务快速发展，营业收入高速增长**。公司旗下拥有海淀凯文学校和朝阳凯文学校，分别于2016年9月和2017年9月投入使用，2017-2018学年和2018-2019学年两所学校在校生分别为746人和1227人，海淀凯文和朝阳凯文初具规模。随着在校生规模的扩大，公司教育营业收入高速增长。2017-2019年1季度公司教育业务营业收入分别为0.92亿元、2.50亿元和0.80亿元，同比增长268.25%、173.11%和98.78%。目前，海淀凯文和朝阳凯文正在有序推进2019-2020学年招生工作，目前招生情况良好，预计两所学校有望新增700-800名新生，在校生规模有望达到2000人，预计全年公司营业收入仍将保持高速增长。

■ **经营亏损逐季减少，全年扭亏概率较大**。朝阳凯文学校为公司自建自营实体学校，拥有固定资产13.91亿元和无形资产9.98亿元；海淀凯文学校为公司租赁改造学校，长期待摊费用2.81亿元，两所学校的折旧、摊销和计提每年合计约为0.735亿元，这是公司教育业务发展初期亏损的主要原因。随着在校生规模的扩大，公司经营亏损逐季减少，2018年1季度到2019年1季度，公司亏损额分别为3010万元、2157万元、1973万元、2789万元和2091万元，2018年4季度和2019年1季度公司受新增10亿元长期借款影响，扩损额有所扩大，若剔除财务费用影响，经营亏损仍在下降。2019年3季度两所学校将迎来一批新生，校舍使用率预计将达到三分之一，公司有望扭亏为盈。

■ **毛利率转正提升盈利能力，借款减少优化债务结构**。2018年1季度至2019年一季度公司毛利率分别为-43.64%、-5.71%、15.28%、-7.39%和19.53%，毛利率整体上呈现出快速提升的态势，预计未来毛利率仍将进一步上升，有利于提升公司盈利能力。2019年1季度公司偿还短期银行借款1.99亿元，借款总额降至9.9亿元，预计财务费用有望下降16%，有助于公司业绩释放。同时，借款减少优化公司债务结构。截至2019年1季度末公司总负债14.25

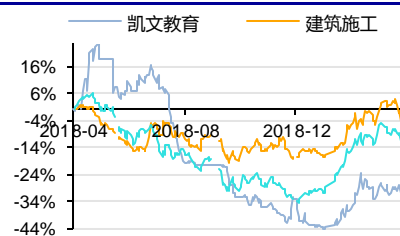
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**11.75元**  
股价(2019-04-26) **8.60元**

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 4,287.68    |
| 流通市值(百万元) | 2,674.55    |
| 总股本(百万股)  | 498.57      |
| 流通股本(百万股) | 310.99      |
| 12个月价格区间  | 7.01/15.60元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M    |
|------|------|-------|--------|
| 相对收益 | 3.57 | -3.95 | -20.99 |
| 绝对收益 | 2.38 | 19.44 | -31.75 |

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：教育业务高速增长，扭亏在即前景可期/ 苏多永 2019-04-17
- 凯文教育：海淀朝阳遥相呼应，高端教育强势启航/ 苏多永 2019-04-07
- 凯文教育：经营亏损大幅下降，招生良好扭亏在即/ 苏多永 2019-03-31
- 凯文教育：教育业务高速增长，国际学校展翅翱翔/ 苏多永 2019-02-24

亿元，主要由 9.9 亿元的长期借款、2.54 亿元应付账款及票据和 1.1 亿元预收账款，负债结构整体优良。公司资产负债率 40.51%，较年初的资产负债率下降 3.96 个百分点。

■ **国际学校三年计划出炉，北京教育政策明显回暖。**2019 年 2 月北京市教委印发《北京国际学校发展的三年行动计划（2019-2021 年）》（以下简称“三年计划”）提出利用市级优质资源开展国际教育，北京市第一梯队知名学校将在市政府或市区两级政府的支持下，在公办教育资源相对薄弱的几个区新设 12 所分校，这意味着北京公办国际部（班）政策开闸。同时，北京市鼓励社会力量办学，计划通过三年努力和集中建设，在“三城一区”新建一批国际学校，达到“区区由国际学校”，使全市国际学校布局和结构更加合理，国际学校质量显著提升，涉外教育服务体系进一步完善，北京国际学校政策明显回暖。

■ **估值与盈利预测：**预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 4.64 亿元、7.21 亿元和 9.95 亿元，分别同比增长为 91.7%、55.6%和 38.0%；归属于母公司股东的净利润分别为 0.69 亿元、1.60 亿元和 2.22 亿元，分别同比增长-171.2%、128.8%和 38.9%。EPS 分别为 0.14 元、0.32 元和 0.44 元，对应的 PE 分别为 61.5 倍、26.9 倍和 19.3 倍，PB 分别为 2.0、1.8 和 1.7。公司是 A 股市场第一家以国际学校为核心资产的上市公司，依托实体学校，积极拓展和布局体育、艺术培训、营地教育和品牌输出，2019 年公司有望迎来扭亏为盈，且未来业绩有望加速释放。我们看好公司在国际学校领域的布局、教育体育产业未来发展前景和海淀教育资源，维持公司“买入-A”评级，目标价 11.75 元。

■ **风险提示：**国际教育政策变动、招生进度不及预期、学费增长不及预期等。

| (百万元)    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 主营收入     | 620.2 | 241.8 | 463.5 | 721.2  | 995.2  |
| 净利润      | 23.3  | -98.0 | 69.70 | 159.50 | 221.59 |
| 每股收益(元)  | 0.05  | -0.20 | 0.14  | 0.32   | 0.44   |
| 每股净资产(元) | 4.42  | 4.22  | 4.37  | 4.69   | 5.13   |

| 盈利和估值  | 2017  | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 184.3 | -43.8  | 61.5  | 26.9  | 19.3  |
| 市净率(倍) | 1.9   | 2.0    | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| 净利率率   | 3.8%  | -40.5% | 15.0% | 22.1% | 22.3% |
| 净资产收益率 | 1.1%  | -4.7%  | 3.2%  | 6.8%  | 8.7%  |
| 股息收益率  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| ROIC   | 1.6%  | -3.3%  | 4.0%  | 8.3%  | 11.8% |

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)      | 2017  | 2018   | 2019E | 2020E  | 2021E  | (百万元)       | 2017    | 2018    | 2019E    | 2020E  | 2021E  |
| 营业收入       | 620.2 | 241.8  | 463.5 | 721.2  | 995.2  | 成长性         |         |         |          |        |        |
| 减:营业成本     | 593.0 | 258.1  | 300.4 | 429.8  | 559.3  | 营业收入增长率     | 92.2%   | -61.0%  | 91.7%    | 55.6%  | 38.0%  |
| 营业税费       | 4.0   | 4.1    | 4.2   | 7.2    | 12.4   | 营业利润增长率     | -149.9% | -303.1% | -170.2%  | 132.0% | 43.5%  |
| 销售费用       | 10.0  | 9.8    | 7.0   | 10.8   | 16.9   | 净利润增长率      | -124.2% | -521.1% | -171.2%  | 128.8% | 38.9%  |
| 管理费用       | 69.9  | 55.7   | 52.7  | 83.2   | 129.4  | EBITDA 增长率  | -365.0% | -109.6% | -1337.6% | 54.2%  | 22.6%  |
| 财务费用       | 34.9  | 33.3   | 29.1  | 23.3   | 6.3    | EBIT 增长率    | -195.1% | -192.2% | -230.2%  | 92.4%  | 30.8%  |
| 资产减值损失     | -1.6  | 0.4    | 1.0   | 1.0    | 2.0    | NOPLAT 增长率  | -145.9% | -292.1% | -223.6%  | 92.4%  | 30.8%  |
| 加:公允价值变动收益 | -     | -      | -     | -      | -      | 投资资本增长率     | -6.1%   | 1.4%    | -7.2%    | -7.5%  | -10.1% |
| 投资和汇兑收益    | 147.8 | 0.8    | 13.0  | 25.0   | 5.0    | 净资产增长率      | -11.2%  | -4.3%   | 2.9%     | 6.6%   | 8.7%   |
| 营业利润       | 57.7  | -117.2 | 82.2  | 190.8  | 273.9  | 利润率         |         |         |          |        |        |
| 加:营业外净收支   | -6.2  | -0.2   | -     | -0.6   | -4.0   | 毛利率         | 4.4%    | -6.8%   | 35.2%    | 40.4%  | 43.8%  |
| 利润总额       | 51.5  | -117.4 | 82.2  | 190.2  | 269.9  | 营业利润率       | 9.3%    | -48.5%  | 17.7%    | 26.5%  | 27.5%  |
| 减:所得税      | 31.9  | -22.8  | 20.6  | 47.6   | 67.5   | 净利润率        | 3.8%    | -40.5%  | 15.0%    | 22.1%  | 22.3%  |
| 净利润        | 23.3  | -98.0  | 69.70 | 159.50 | 221.59 | EBITDA/营业收入 | 25.8%   | -6.3%   | 41.0%    | 40.6%  | 36.0%  |
|            |       |        |       |        |        | EBIT/营业收入   | 14.9%   | -35.4%  | 24.0%    | 29.7%  | 28.2%  |
|            |       |        |       |        |        | 运营效率        |         |         |          |        |        |
|            |       |        |       |        |        | 固定资产周转天数    | 504     | 1,957   | 939      | 572    | 392    |
|            |       |        |       |        |        | 流动资产周转天数    | -31     | -604    | -258     | -199   | -176   |
|            |       |        |       |        |        | 流动负债周转天数    | 566     | 743     | 493      | 300    | 253    |
|            |       |        |       |        |        | 应收账款周转天数    | 119     | 6       | 3        | 3      | 3      |
|            |       |        |       |        |        | 存货周转天数      | 115     | 0       | 36       | 33     | 31     |
|            |       |        |       |        |        | 总资产周转天数     | 2,015   | 5,177   | 2,900    | 1,792  | 1,286  |
|            |       |        |       |        |        | 投资资本周转天数    | 1,229   | 3,073   | 1,555    | 926    | 612    |
|            |       |        |       |        |        | 投资回报率       |         |         |          |        |        |
|            |       |        |       |        |        | ROE         | 1.1%    | -4.7%   | 3.2%     | 6.8%   | 8.7%   |
|            |       |        |       |        |        | ROA         | 0.6%    | -2.5%   | 1.7%     | 4.1%   | 5.6%   |
|            |       |        |       |        |        | ROIC        | 1.6%    | -3.3%   | 4.0%     | 8.3%   | 11.8%  |
|            |       |        |       |        |        | 费用率         |         |         |          |        |        |
|            |       |        |       |        |        | 销售费用率       | 1.6%    | 4.0%    | 1.5%     | 1.5%   | 1.7%   |
|            |       |        |       |        |        | 管理费用率       | 11.3%   | 23.0%   | 11.4%    | 11.5%  | 13.0%  |
|            |       |        |       |        |        | 财务费用率       | 5.6%    | 13.8%   | 6.3%     | 3.2%   | 0.6%   |
|            |       |        |       |        |        | 三费/营业收入     | 18.5%   | 40.8%   | 19.1%    | 16.3%  | 15.3%  |
|            |       |        |       |        |        | 偿债能力        |         |         |          |        |        |
|            |       |        |       |        |        | 资产负债率       | 29.7%   | 44.5%   | 40.5%    | 34.1%  | 29.7%  |
|            |       |        |       |        |        | 负债权益比       | 42.2%   | 80.1%   | 68.0%    | 51.8%  | 42.2%  |
|            |       |        |       |        |        | 流动比率        | 0.33    | 0.98    | 0.61     | 0.66   | 0.75   |
|            |       |        |       |        |        | 速动比率        | 0.33    | 0.98    | 0.51     | 0.61   | 0.62   |
|            |       |        |       |        |        | 利息保障倍数      | 2.66    | -2.57   | 3.83     | 9.18   | 44.72  |
|            |       |        |       |        |        | 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

|          | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金     | 165.1   | 496.7   | 185.4   | 360.6   | 398.1   |
| 交易性金融资产  | -       | -       | -       | -       | -       |
| 应收账款     | 1.7     | 6.5     | 2.4     | 9.7     | 6.9     |
| 应收票据     | -       | -       | -       | -       | -       |
| 预付账款     | 0.1     | 7.4     | 16.7    | 6.0     | 22.0    |
| 存货       | 0.1     | 0.1     | 91.7    | 39.6    | 131.3   |
| 其他流动资产   | 143.8   | 177.4   | 285.8   | 202.3   | 221.8   |
| 可供出售金融资产 | -       | -       | -       | -       | -       |
| 持有至到期投资  | -       | -       | -       | -       | -       |
| 长期股权投资   | 0.2     | -       | -       | -       | -       |
| 投资性房地产   | -       | 318.2   | 318.2   | 318.2   | 318.2   |
| 固定资产     | 1,387.3 | 1,241.0 | 1,177.9 | 1,114.9 | 1,051.8 |
| 在建工程     | -       | -       | -       | -       | -       |
| 无形资产     | 956.2   | 925.5   | 910.1   | 894.7   | 879.2   |
| 其他非流动资产  | 490.7   | 636.0   | 670.7   | 575.5   | 559.2   |
| 资产总额     | 3,145.0 | 3,808.8 | 3,658.9 | 3,521.4 | 3,588.5 |
| 短期债务     | 280.0   | 199.0   | 184.5   | 239.5   | 111.8   |
| 应付账款     | 438.3   | 298.5   | 195.4   | 425.4   | 304.8   |
| 应付票据     | 74.8    | -       | 108.5   | 46.8    | 108.6   |
| 其他流动负债   | 140.8   | 206.2   | 469.4   | 231.2   | 517.3   |
| 长期借款     | -       | 990.0   | 472.5   | 241.1   | -       |
| 其他非流动负债  | -       | -       | 51.2    | 17.1    | 22.7    |
| 负债总额     | 934.0   | 1,693.7 | 1,481.4 | 1,201.0 | 1,065.3 |
| 少数股东权益   | 7.4     | 8.7     | 1.0     | -15.5   | -34.2   |
| 股本       | 498.6   | 498.6   | 498.6   | 498.6   | 498.6   |
| 留存收益     | 1,705.5 | 1,608.1 | 1,677.8 | 1,837.3 | 2,058.9 |
| 股东权益     | 2,211.1 | 2,115.1 | 2,177.4 | 2,320.4 | 2,523.3 |

## 现金流量表

|            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润        | 19.6   | -94.5  | 69.7   | 159.5  | 221.6  |
| 加:折旧和摊销    | 83.6   | 98.3   | 78.5   | 78.5   | 78.5   |
| 资产减值准备     | -1.6   | 0.4    | 1.0    | 1.0    | 2.0    |
| 公允价值变动损失   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 财务费用       | 34.5   | 33.1   | 29.1   | 23.3   | 6.3    |
| 投资损失       | -147.8 | -0.8   | -13.0  | -25.0  | -5.0   |
| 少数股东损益     | -3.7   | 3.4    | -8.0   | -16.8  | -19.2  |
| 营运资金的变动    | 495.6  | -107.2 | 36.0   | 161.0  | 116.0  |
| 经营活动产生现金流量 | -180.0 | 0.5    | 193.2  | 381.5  | 400.2  |
| 投资活动产生现金流量 | -225.4 | -551.4 | 13.0   | 25.0   | 5.0    |
| 融资活动产生现金流量 | 368.3  | 919.0  | -517.5 | -231.3 | -367.7 |

## 业绩和估值指标

|           | 2017  | 2018    | 2019E   | 2020E | 2021E   |
|-----------|-------|---------|---------|-------|---------|
| EPS(元)    | 0.05  | -0.20   | 0.14    | 0.32  | 0.44    |
| BVPS(元)   | 4.42  | 4.22    | 4.37    | 4.69  | 5.13    |
| PE(X)     | 184.3 | -43.8   | 61.5    | 26.9  | 19.3    |
| PB(X)     | 1.9   | 2.0     | 2.0     | 1.8   | 1.7     |
| P/FCF     | 30.3  | 5.4     | -15.9   | 44.4  | 107.5   |
| P/S       | 6.9   | 17.7    | 9.3     | 5.9   | 4.3     |
| EV/EBITDA | 38.2  | -270.9  | 21.3    | 12.8  | 9.3     |
| CAGR(%)   | 93.9% | -228.9% | -185.2% | 93.9% | -228.9% |
| PEG       | 2.0   | 0.2     | -0.3    | 0.3   | -0.1    |
| ROIC/WACC | 0.2   | -0.3    | 0.4     | 0.9   | 1.2     |
| REP       | 17.7  | -5.8    | 5.0     | 2.4   | 1.7     |

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 | 朱贤            | 021-35082852          | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 孟硕丰           | 021-35082788          | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 李栋            | 021-35082821          | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 侯海霞           | 021-35082870          | houhx@essence.com.cn      |
|       | 潘艳            | 021-35082957          | panyan@essence.com.cn     |
|       | 刘恭懿           | 021-35082961          | liugy@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳           | 021-35082963          | menghl@essence.com.cn     |
| 北京联系人 | 苏梦            |                       | sumeng@essence.com.cn     |
|       | 孙红            | 18221132911           | sunhong1@essence.com.cn   |
|       | 温鹏            | 010-83321350          | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 姜东亚           | 010-83321351          | jiangdy@essence.com.cn    |
|       | 张莹            | 010-83321366          | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 李倩            | 010-83321355          | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 姜雪            | 010-59113596          | jiangxue1@essence.com.cn  |
| 深圳联系人 | 王帅            | 010-83321351          | wangshuai1@essence.com.cn |
|       | 夏坤            | 15210845461           | xiakun@essence.com.cn     |
|       | 胡珍            | 0755-82528441         | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群           | 0755-23991945         | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 杨晔            | 0755-23919631         | yangye@essence.com.cn     |
|       | 巢莫雯           | 0755-23947871         | chaomw@essence.com.cn     |
|       | 王红彦           | 0755-82714067         | wanghy8@essence.com.cn    |
| 黎欢    | 0755-23984253 | lihuan@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