

## 凯文教育 (002659.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 8.19元

## 市场数据(人民币)

|              |            |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 310.99     |
| 总市值(百万元)     | 4,083.26   |
| 年内股价最高最低(元)  | 15.60/7.01 |
| 沪深300指数      | 3900.33    |
| 中小板综         | 9329.09    |



## 相关报告

- 1.《教育收入+128%YOY, 19年有望实现扭亏转盈-教育收入+...》, 2019.4.18
- 2.《凯文教育18年Q3业绩点评:环比亏损收窄, 19年或成重要业绩...》, 2018.10.26
- 3.《凯文教育18年半年报点评:预收账款同比大幅增长, 亏损环比收窄...》, 2018.8.8
- 4.《凯文教育:收购美国艺术院校持续推进, 全球化品牌影响力体系构筑...》, 2018.6.22
- 5.《定增募投, 跨地域拓展或迈出重要一步, 凯文品牌影响力或迎立体式...》, 2018.6.12

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人  
zhenghui@gjzq.com.cn

## 19Q1 营收同增 99%, 亏损有所收窄, 19 年有望实现扭亏转盈

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2017     | 2018     | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
|-------------|----------|----------|--------|---------|---------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.047    | -0.196   | 0.042  | 0.290   | 0.601   |
| 每股净资产(元)    | 4.42     | 4.22     | 4.27   | 4.56    | 5.16    |
| 每股经营性现金流(元) | -0.39    | -0.06    | 0.79   | 1.26    | 1.51    |
| 市盈率(倍)      | 269.87   | -42.70   | 194.59 | 28.25   | 13.62   |
| 净利润增长率(%)   | -124.22% | -521.14% | N/A    | 588.71% | 107.49% |
| 净资产收益率(%)   | 1.06%    | -4.65%   | 0.99%  | 6.36%   | 11.66%  |
| 总股本(百万股)    | 498.57   | 498.57   | 498.57 | 498.57  | 498.57  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- **营收同增 99%, 亏损有所收窄。**凯文教育 2019Q1 公司实现收入 0.80 亿元, +99%YOY, 收入增长的主要原因系本期教育服务收入增加所致。归母净利润-0.21 亿元, +31%YOY, 符合业绩预告-0.18 到-0.23 亿元的预期, 2018Q1 归母净利润为-0.3 亿元, 亏损有所收窄。收入增长幅度高于净利润增幅主要系导致财务费用较上年同期增长所致。
- **伴随学校充盈率提升, 利润率和费用率水平有明显改善。**凯文教育 2019Q1 毛利率-33.7%, 同比上升 64.5pct, 归母净利率-25.9%, 同比上升 48.4pct。销售费用率 1.9%, 同比下降 7.1pct, 主要原因系上期支付大额广告费所致。管理费用率 30.3%, 同比下降 4.9pct, 主要原因系本期员工人数增长导致人工成本增加所致, 财务费用率 17.2%, 同比上升 7.1pct, 主要原因系 2018 年下半年公司取得长期贷款, 本期融资规模增长所致
- **预收款项同比增加 59%。**预收款项 2019Q1 为 1.10 亿元, +59%YOY, 主要系本报告期预收 2018/2019 学年学费, 此部分预收款项将按权责发生制在服务期内确认收入, 与学生人数增长相同步。海淀学校 2016 年 9 月开始招生, 已完成三批招生, 朝阳学校 2017 年 9 月开始招生, 已有两批学生入学。2018-2019 学年海淀凯文学校与朝阳凯文学校在校生人数为 1221 人, +64%YOY, 海淀学校可容纳学生约 1500 人, 朝阳学校可容纳学生约 4,000 人, 学校利用率仅为 22%, 提升空间大。目前, 人均教育收入约 23 万/人学年(按照 2019Q1 收入测算, 假设非教育收入占比与 2018 年持平)。收入端是变动的, 但是在学校运营初期成本相对固定, 预计 2019/2020 学年入学新增 500-700 人, 2019 年有望实现盈亏平衡。
- **分学校来看:**①海淀学校(凯文智信)2018 年扭亏为盈, 实现净利润 0.21 亿元, 2017 年净利率为-26%, 2018 年净利率为 15%, 盈利能力提升明显。②朝阳学校 2019/2020 学年有望实现盈亏平衡:一方面, 朝阳学校是重资产模式运营, 折旧摊销较高, 另一方面, 朝阳学校比海淀学校晚一年开始招生, 学校利用率更低, 2018 年朝阳学校(文凯兴)净亏损 0.71 亿元, 2019/2020 年有望实现盈亏平衡, 盈利能力或可期。
- **投资建议:**高壁垒, 高定位, 强盈利能力公司, 盈亏平衡后, 业绩弹性较大。我们预测公司 19/20 年归母净利润为 0.21/1.45 亿元, 对应 PE 为 195x/28x, 维持买入评级, 目标价 13.5 元。
- **风险提示:**学校招生或不及预期; 送审稿终稿尚未发布; 解禁风险(1.88 亿股将于 2019 年 7 月 22 日解禁, 占总股本 37.6%)。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)        |             |             |             |             |             |              | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |              |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                     | 2016        | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E        |                 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>主营业务收入</b>       | <b>323</b>  | <b>620</b>  | <b>242</b>  | <b>471</b>  | <b>794</b>  | <b>1,125</b> | 货币资金            | 269          | 165          | 497          | 376          | 650          | 1,059        |
| 增长率                 |             | 92.2%       | -61.0%      | 94.7%       | 68.7%       | 41.7%        | 应收账款            | 409          | 2            | 7            | 9            | 15           | 21           |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-336</b> | <b>-593</b> | <b>-258</b> | <b>-295</b> | <b>-424</b> | <b>-534</b>  | 存货              | 395          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %销售收入               | 104.2%      | 95.6%       | 106.8%      | 62.6%       | 53.4%       | 47.5%        | 其他流动资产          | 565          | 144          | 185          | 187          | 191          | 194          |
| <b>毛利</b>           | <b>-14</b>  | <b>27</b>   | <b>-16</b>  | <b>176</b>  | <b>370</b>  | <b>591</b>   | 流动资产            | 1,638        | 311          | 688          | 572          | 856          | 1,275        |
| %销售收入               | n.a         | 4.4%        | n.a         | 37.4%       | 46.6%       | 52.5%        | %总资产            | 43.1%        | 9.9%         | 18.1%        | 15.1%        | 20.7%        | 27.7%        |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-6</b>   | <b>-4</b>   | <b>-4</b>   | <b>-8</b>   | <b>-13</b>  | <b>-19</b>   | 长期投资            | 279          | 0            | 318          | 318          | 318          | 318          |
| %销售收入               | 1.8%        | 0.7%        | 1.7%        | 1.7%        | 1.7%        | 1.7%         | 固定资产            | 1,326        | 1,387        | 1,241        | 1,348        | 1,400        | 1,449        |
| <b>营业费用</b>         | <b>-4</b>   | <b>-10</b>  | <b>-10</b>  | <b>-19</b>  | <b>-24</b>  | <b>-28</b>   | %总资产            | 34.9%        | 44.1%        | 32.6%        | 35.5%        | 33.9%        | 31.5%        |
| %销售收入               | 1.1%        | 1.6%        | 4.0%        | 4.0%        | 3.0%        | 2.5%         | 无形资产            | 501          | 1,412        | 1,481        | 1,478        | 1,475        | 1,472        |
| <b>管理费用</b>         | <b>-48</b>  | <b>-70</b>  | <b>-56</b>  | <b>-71</b>  | <b>-111</b> | <b>-146</b>  | 非流动资产           | 2,159        | 2,834        | 3,121        | 3,224        | 3,273        | 3,320        |
| %销售收入               | 15.0%       | 11.3%       | 23.0%       | 15.0%       | 14.0%       | 13.0%        | %总资产            | 56.9%        | 90.1%        | 81.9%        | 84.9%        | 79.3%        | 72.3%        |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>-71</b>  | <b>-57</b>  | <b>-86</b>  | <b>79</b>   | <b>221</b>  | <b>398</b>   | <b>资产总计</b>     | <b>3,797</b> | <b>3,145</b> | <b>3,809</b> | <b>3,796</b> | <b>4,129</b> | <b>4,594</b> |
| %销售收入               | n.a         | n.a         | n.a         | 16.7%       | 27.9%       | 35.3%        | 短期借款            | 187          | 280          | 209          | 10           | 10           | 10           |
| <b>财务费用</b>         | <b>-18</b>  | <b>-35</b>  | <b>-33</b>  | <b>-48</b>  | <b>-33</b>  | <b>-15</b>   | 应付款项            | 942          | 608          | 470          | 721          | 1,085        | 1,426        |
| %销售收入               | 5.6%        | 5.6%        | 13.8%       | 10.2%       | 4.1%        | 1.3%         | 其他流动负债          | 24           | 45           | 25           | 35           | 54           | 72           |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-31</b>  | <b>2</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     | 流动负债            | 1,153        | 934          | 704          | 766          | 1,149        | 1,507        |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     | 长期贷款            | 0            | 0            | 990          | 890          | 690          | 490          |
| <b>投资收益</b>         | <b>5</b>    | <b>148</b>  | <b>1</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     | 其他长期负债          | 154          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润               | -3.9%       | 286.9%      | -0.7%       | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | <b>负债</b>       | <b>1,307</b> | <b>934</b>   | <b>1,694</b> | <b>1,656</b> | <b>1,839</b> | <b>1,997</b> |
| <b>营业利润</b>         | <b>-116</b> | <b>58</b>   | <b>-117</b> | <b>30</b>   | <b>189</b>  | <b>383</b>   | <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,235</b> | <b>2,204</b> | <b>2,106</b> | <b>2,127</b> | <b>2,272</b> | <b>2,572</b> |
| 营业利润率               | n.a         | 9.3%        | n.a         | 6.5%        | 23.8%       | 34.0%        | 少数股东权益          | 256          | 7            | 9            | 12           | 18           | 25           |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-12</b>  | <b>-6</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     | <b>负债股东权益合计</b> | <b>3,797</b> | <b>3,145</b> | <b>3,809</b> | <b>3,796</b> | <b>4,129</b> | <b>4,594</b> |
| <b>税前利润</b>         | <b>-127</b> | <b>52</b>   | <b>-117</b> | <b>30</b>   | <b>189</b>  | <b>383</b>   | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 利润率                 | n.a         | 8.3%        | n.a         | 6.5%        | 23.8%       | 34.0%        |                 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>所得税</b>          | <b>27</b>   | <b>-32</b>  | <b>23</b>   | <b>-6</b>   | <b>-38</b>  | <b>-77</b>   | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 所得税率                | n.a         | 62.0%       | n.a         | 20.0%       | 20.0%       | 20.0%        | 每股收益            | -0.193       | 0.047        | -0.196       | 0.042        | 0.290        | 0.601        |
| <b>净利润</b>          | <b>-100</b> | <b>20</b>   | <b>-95</b>  | <b>24</b>   | <b>151</b>  | <b>306</b>   | 每股净资产           | 4.482        | 4.420        | 4.225        | 4.267        | 4.557        | 5.158        |
| 少数股东损益              | -4          | -4          | 3           | 3           | 6           | 6            | 每股经营现金净流        | -0.632       | -0.393       | -0.055       | 0.795        | 1.260        | 1.508        |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>-96</b>  | <b>23</b>   | <b>-98</b>  | <b>21</b>   | <b>145</b>  | <b>300</b>   | 每股股利            | 0.000        | 0.000        | 0.000        | 0.000        | 0.000        | 0.000        |
| 净利率                 | n.a         | 3.8%        | n.a         | 4.5%        | 18.2%       | 26.7%        | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
|                     |             |             |             |             |             |              | 净资产收益率          | -4.30%       | 1.06%        | -4.65%       | 0.99%        | 6.36%        | 11.66%       |
|                     |             |             |             |             |             |              | 总资产收益率          | -2.53%       | 0.74%        | -2.57%       | 0.55%        | 3.50%        | 6.53%        |
|                     |             |             |             |             |             |              | 投入资本收益率         | -2.01%       | -0.87%       | -2.09%       | 2.07%        | 5.93%        | 10.27%       |
|                     |             |             |             |             |             |              | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
|                     |             |             |             |             |             |              | 主营业务收入增长率       | -57.73%      | 92.23%       | -61.01%      | 94.72%       | 68.65%       | 41.69%       |
|                     |             |             |             |             |             |              | EBIT增长率         | N/A          | -20.32%      | 51.46%       | -191.51%     | 181.65%      | 79.51%       |
|                     |             |             |             |             |             |              | 净利润增长率          | 3453.75%     | -124.22%     | -521.14%     | N/A          | 588.71%      | 107.49%      |
|                     |             |             |             |             |             |              | 总资产增长率          | 48.07%       | -17.18%      | 21.10%       | -0.34%       | 8.79%        | 11.25%       |
|                     |             |             |             |             |             |              | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
|                     |             |             |             |             |             |              | 应收账款周转天数        | 328.0        | 105.6        | 3.6          | 4.0          | 4.0          | 4.0          |
|                     |             |             |             |             |             |              | 存货周转天数          | 589.2        | 121.6        | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 0.1          |
|                     |             |             |             |             |             |              | 应付账款周转天数        | 321.4        | 222.4        | 473.6        | 430.0        | 400.0        | 380.0        |
|                     |             |             |             |             |             |              | 固定资产周转天数        | 394.3        | 816.4        | 1,873.3      | 1,044.7      | 643.5        | 470.1        |
|                     |             |             |             |             |             |              | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
|                     |             |             |             |             |             |              | 净负债/股东权益        | 1.04%        | 5.20%        | 33.20%       | 24.51%       | 2.18%        | -21.53%      |
|                     |             |             |             |             |             |              | EBIT利息保障倍数      | -3.9         | -1.6         | -2.6         | 1.6          | 6.7          | 26.9         |
|                     |             |             |             |             |             |              | 资产负债率           | 34.41%       | 29.70%       | 44.47%       | 43.63%       | 44.54%       | 43.48%       |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 2    | 7    | 7    | 10   | 12   |
| 增持 | 0    | 2    | 4    | 4    | 6    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.22 | 1.36 | 1.29 | 1.33 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2018-01-24 | 买入 | 13.30 | 20.00~20.00 |
| 2  | 2018-04-16 | 买入 | 12.94 | 20.00~20.00 |
| 3  | 2018-04-25 | 买入 | 12.57 | N/A         |
| 4  | 2018-06-12 | 买入 | 14.92 | N/A         |
| 5  | 2018-06-22 | 买入 | 13.00 | N/A         |
| 6  | 2018-08-08 | 买入 | 13.50 | N/A         |
| 7  | 2018-10-26 | 买入 | 8.49  | 13.50~13.50 |
| 8  | 2019-04-18 | 买入 | 8.89  | 13.50~13.50 |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH