

海淀朝阳遥相呼应，教育业务高速增长

■**事项：**公司对2018年年报问询函进行回复，涉及教育业务发展情况、核心子公司的盈利情况、毛利率及现金流变动情况、投资性房地产和商誉减值压力测试等几大核心问题，有助于研判公司基本面变化。

■**海淀朝阳遥相呼应，国际学校展翅翱翔。**公司旗下拥有两所国际学校——海淀凯文和朝阳凯文，海淀凯文2016年9月建校，开设AP课程；朝阳凯文2017年9月建校，开设IB课程；两所学校招生总规模预计5500人，2018-2019学年在校生1221人，校舍使用率22%。目前，海淀朝阳两所学校招生进展良好，预计2019-2020学年在校生有望增加500人，校舍使用率将提高至31%，届时将实现整体办学盈亏平衡。

■**教育业务高速增长，海淀凯文已经盈利。**2016-2018年公司教育业务收入分别为110万元、9162万元和20875万元，随着新生入学和在校生规模的扩大，公司教育业务仍将保持较快增长。海淀凯文为租赁校，第二个学年实现了盈利，2018年海淀凯文实现营业收入14018万元，净利润2070万元。朝阳凯文资产较重，固定资产折旧和无形资产摊销侵蚀利润，2018年朝阳凯文实现营业收入7855万元，亏损7060万元。

■**投资性房地产重估价值高，物业租赁收入有望高速增长。**截至2018年末，公司投资性房地产账面余额31824万元，为朝阳凯文配建的4栋写字楼，建筑面积约8万平方米，市场销售价格预计4.5万元/平方米，投资性房地产重估值有望达到32-40亿元之间。根据公司公告内容，公司已与4家教育类公司签署2-10年不等的租赁协议，累计合同金额17142万元，2018年实现租赁收入3304万元，公司物业出租大多6月前后，预计2019年公司租赁收入有望高速增长。

■**教育体艺协同发展，未来前景值得期待。**公司以“K12实体学校+体育、艺术、科技培训+营地教育+品牌输出”为经营模式，以实体学校为依托获得资源背景、品牌效应与受众群体，以体育培训、艺术培训、科技培训、营地教育、品牌输出与上下游培训为

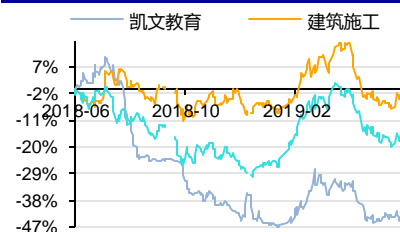
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**11.75元**
股价(2019-06-19) **7.39元**

交易数据

总市值(百万元)	3,684.41
流通市值(百万元)	2,298.25
总股本(百万股)	498.57
流通股本(百万股)	310.99
12个月价格区间	7.01/14.58元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.08	-7.1	-32.53
绝对收益	1.51	-20.37	-45.54

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，国际学校政策回暖/ 苏多永 2019-04-29
- 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

盈利点，开展教育及相关业务。预计海淀朝阳两所学校满员后，教育业务收入有望达到 13 亿元；体育、艺术、营地等收入也将随之增长，预计占到学费收入 30% 以上，公司未来前景值得期待。

■ **估值与盈利预测**：预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 3.95 亿元、6.23 亿元和 8.41 亿元，分别同比增长为 63.48%、57.58% 和 35.00%；归属于母公司股东的净利润分别为 0.54 亿元、1.26 亿元和 1.76 亿元，分别同比增长-155.63%、131.05% 和 39.80%。EPS 分别为 0.11 元、0.25 元和 0.35 元，对应的 PE 分别为 67.6 倍、29.3 倍和 20.9 倍，PB 分别为 1.7、1.6 和 1.5。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、招生不达预期、业绩释放缓慢等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	620.2	241.8	395.3	622.9	840.9
净利润	23.3	-98.0	54.49	125.90	176.01
每股收益(元)	0.05	-0.20	0.11	0.25	0.35
每股净资产(元)	4.42	4.22	4.33	4.59	4.94

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	158.4	-37.6	67.6	29.3	20.9
市净率(倍)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5
净利润率	3.8%	-40.5%	13.8%	20.2%	20.9%
净资产收益率	1.1%	-4.7%	2.5%	5.5%	7.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.6%	-3.3%	3.5%	6.5%	8.7%

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	395.3	622.9	840.9	成长性					
减:营业成本	593.0	258.1	256.1	371.2	472.6	营业收入增长率	92.2%	-61.0%	63.48%	57.58%	35.00%
营业税费	4.0	4.1	3.6	6.2	10.5	营业利润增长率	-149.9%	-303.1%	-154.9%	134.5%	44.8%
销售费用	10.0	9.8	5.9	9.3	14.3	净利润增长率	-124.2%	-521.1%	-155.63	131.05%	39.80%
管理费用	69.9	55.7	44.9	74.7	113.5	EBITDA 增长率	-365.0%	-109.6%	-1242.3	50.6%	18.1%
财务费用	34.9	33.3	32.4	34.6	14.6	EBIT 增长率	-195.1%	-192.2%	-213.1%	91.6%	25.7%
资产减值损失	-1.6	0.4	1.0	1.0	2.0	NOPLAT 增长率	-145.9%	-292.1%	-207.3%	91.6%	25.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.1%	1.4%	2.6%	-6.3%	-12.8%
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%	2.3%	5.2%	7.1%
营业利润	57.7	-117.2	64.3	150.8	218.4	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	64.3	150.2	214.4	营业利润率	9.3%	-48.5%	16.3%	24.2%	26.0%
减:所得税	31.9	-22.8	16.1	37.5	53.6	净利润率	3.8%	-40.5%	13.8%	20.2%	20.9%
净利润	23.3	-98.0	54.49	125.90	176.01	EBITDA/营业收入	25.8%	-6.3%	44.3%	42.4%	37.0%
						EBIT/营业收入	14.9%	-35.4%	24.5%	29.8%	27.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	504	1,957	1,101	663	464
						流动营业资本周转天数	-31	-604	-209	-109	-133
						流动资产周转天数	566	743	542	342	291
						应收账款周转天数	119	6	4	3	3
						存货周转天数	115	0	19	33	31
						总资产周转天数	2,015	5,177	3,326	2,038	1,500
						投资资本周转天数	1,229	3,073	1,916	1,193	800
						投资回报率					
						ROE	1.1%	-4.7%	2.5%	5.5%	7.1%
						ROA	0.6%	-2.5%	1.4%	3.2%	4.7%
						ROIC	1.6%	-3.3%	3.5%	6.5%	8.7%
						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%	12.0%	13.5%
						财务费用率	5.6%	13.8%	8.2%	5.5%	1.7%
						三费/营业收入	18.5%	40.8%	21.1%	19.0%	16.9%
						偿债能力					
						资产负债率	29.7%	44.5%	38.1%	36.0%	29.4%
						负债权益比	42.2%	80.1%	61.5%	56.2%	41.5%
						流动比率	0.33	0.98	0.71	0.80	0.69
						速动比率	0.33	0.98	0.65	0.71	0.61
						利息保障倍数	2.66	-2.57	2.98	5.36	15.96
						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	158.1	311.4	336.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	1.7	6.5	2.0	8.4	5.6
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	0.1	7.4	13.1	6.4	14.6
存货	0.1	0.1	42.6	70.8	73.6
其他流动资产	143.8	177.4	285.8	285.0	249.4
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	586.7	547.5	521.8
资产总额	3,145.0	3,808.8	3,494.7	3,557.3	3,450.7
短期债务	280.0	199.0	187.9	254.2	237.1
应付账款	438.3	298.5	57.3	417.1	173.6
应付票据	74.8	-	99.6	3.5	114.6
其他流动负债	140.8	206.2	360.2	181.0	464.7
长期借款	-	990.0	574.6	407.8	-
其他非流动负债	-	-	51.2	17.1	22.7
负债总额	934.0	1,693.7	1,330.8	1,280.6	1,012.8
少数股东权益	7.4	8.7	2.7	-10.4	-25.2
股本	498.6	498.6	498.6	498.6	498.6
留存收益	1,705.5	1,608.1	1,662.6	1,788.5	1,964.5
股东权益	2,211.1	2,115.1	2,163.9	2,276.7	2,437.9

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	19.6	-94.5	54.5	125.9	176.0
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	32.4	34.6	14.6
投资损失	-147.8	-0.8	-13.0	-25.0	-5.0
少数股东损益	-3.7	3.4	-6.3	-13.3	-15.2
营运资金的变动	495.6	-107.2	-83.3	93.4	201.1
经营活动产生现金流量	-180.0	0.5	63.8	295.1	452.0
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	-415.4	-166.8	-432.1

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.05	-0.20	0.11	0.25	0.35
BVPS(元)	4.42	4.22	4.33	4.59	4.94
PE(X)	158.4	-37.6	67.6	29.3	20.9
PB(X)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5
P/FCF	26.1	4.6	-9.6	29.0	260.7
P/S	5.9	15.2	9.3	5.9	4.4
EV/EBITDA	38.2	-270.9	20.9	12.9	9.5
CAGR(%)	79.2%	-219.4%	-178.5%	79.2%	-219.4%
PEG	2.0	0.2	-0.4	0.4	-0.1
ROIC/WACC	0.2	-0.4	0.4	0.7	0.9
REP	17.2	-5.6	4.6	2.4	1.8

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
	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
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@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