安信证券 ESSENCE SECURITIES

2019 年 08 月 16 日

凯文教育（002659.SZ）

公司快报

证券研究报告

建筑施工

# 教育业务持续高增，体育艺术值得期待

■**事项：**公司公布了 2019 年中报，公司营业收入 15265 万元，同比增长 70.97%；归属于母公司股东的净利润-5570 万元，同比下降 7.78%。

■**办学规模日益扩大，教育收入高速增长。**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，截至 2018 年末两所学校在校生 1227 人，预计 2019 年有望新增学生 500 人左右。随着在校生规模的扩大，公司教育业务收入高速增长。2017-2019 年 2Q 公司教育业务营业收入分别为 0.92 亿元、2.09 亿元和 1.39 亿元，同比增长 268.25%、127.17%和 70.00%。2019 年新生所产生的学费收入将在 2019 年 9 月至 2020 年 8 月逐月体现，预计 2019 年 3 季度和 4 季度公司教育业务收入仍将保持高速增长。

■**体育艺术携手并进，教育培训前景广阔。**公司借助与美国职业棒球大联盟(MLB)、英国曼城足球俱乐部等国外知名体育机构的高起点合作，打造了“培训+营地+赛事”三位一体的业务格局，体育成为凯文办学的主要特色之一。同时，公司与美国瑞德大学签订协议加强在艺术课程研发、学术交流、师资等方面开展合作，构建公司差异化竞争优势和核心竞争力。公司教育培训业务高速增长，2019 年 1-6 月公司培训服务业务实现营业收入 1066 万元，同比增长 92.57%，预计随着社会对凯文体艺品牌的认可，公司培训服务业务大有可为。

■**折旧、摊销、计提和财务费用拖累业绩，校舍使用率提升助力扭亏。**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。同时，公司期末长期借款 10.4 亿元，2019 年中期财务费用 0.39 亿元。报告期内，公司亏损主要来自于固定资产折旧、无形资产摊销、长期待摊费用计提和财务费用。随着在校生规模的扩大，公司校舍使用率有望持续提高，预计 2019 年新学年开学后，公司校舍使用率有望达到 30%，助力公司扭亏为

投资评级 **买入-A**

*维持评级*

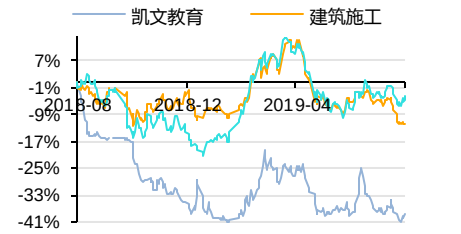
**6 个月目标价：** **11.75 元**

**股价（2019-08-15）** **7.28 元**

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 3,629.57 |
| 流通市值(百万元) | 3,629.53 |
| 总股本（百万股） | 498.57 |
| 流通股本(百万股) | 498.56 |
| 12 个月价格区间 | 7.01/11.97 元 |

**股价表现**




*资料来源：Wind 资讯*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | -1.46 | -1.12 | -39.18 |
| 绝对收益 | -2.54 | -2.41 | -42.08 |


**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：教育业务持续高速增长，扭亏在即成长前景可期/苏多永 | 2019-07-15 |
| 凯文教育：海淀朝阳遥相呼应，教育业务高速增长/苏多永 | 2019-06-20 |
| 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 |


本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

盈。

■**盈利能力提升在即，预收账款奠定成长根基。**2018 年 1 季度至 2019 年 2 季度公司毛利率分别为-43.64%、-22.90%、-6.41%、-6.75%、19.53%和 4.40%，2019 年公司毛利率已经转正，预计随着在校生规模扩大，公司毛利率有望进一步提高，公司盈利能力提升在即。同时，公司预收账款保持较高水平。截至 2019 年 6 月末，公司预收账款 2.85 亿元，同比增长 29.54%，预计 9 月末公司预收账款仍将增加。公司预收账款维持在高位有力地保障了教育业务高速增长，夯实了成长根基。

■**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 66.6 倍、28.8 倍和 20.6 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，教育、体育、艺术联动发展打开了未来成长空间。看好公司在国际学校领域的布局、教育体育艺术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 | 395.3 | 622.9 | 840.9 |
| 净利润 | 23.3 | -98.0 | 54.5 | 125.9 | 176.0 |
| 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) | 156.0 | -37.1 | 66.6 | 28.8 | 20.6 |
| 市净率(倍) | 1.6 | 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*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 利润表

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 620.2 | 241.8 | 395.3 | 622.9 | 840.9 |
| 减:营业成本 | 593.0 | 258.1 | 256.1 | 371.2 | 472.6 |
| 营业税费 | 4.0 | 4.1 | 3.6 | 6.2 | 10.5 |
| 销售费用 | 10.0 | 9.8 | 5.9 | 9.3 | 14.3 |
| 管理费用 | 69.9 | 55.7 | 44.9 | 74.7 | 113.5 |
| 财务费用 | 34.9 | 33.3 | 32.4 | 34.6 | 14.6 |
| 资产减值损失 | -1.6 | 0.4 | 1.0 | 1.0 | 2.0 |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - |
| 投资和汇兑收益 | 147.8 | 0.8 | 13.0 | 25.0 | 5.0 |
| **营业利润** | 57.7 | -117.2 | 64.3 | 150.8 | 218.4 |
| 加:营业外净收支 | -6.2 | -0.2 | - | -0.6 | -4.0 |
| **利润总额** | 51.5 | -117.4 | 64.3 | 150.2 | 214.4 |
| 减:所得税 | 31.9 | -22.8 | 16.1 | 37.5 | 53.6 |
| **净利润** | 23.3 | -98.0 | 54.5 | 125.9 | 176.0 |

### 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 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 1.7 | 6.5 | 2.0 | 8.4 | 5.6 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - |
| 预付帐款 | 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 |
| 应付帐款 | 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 |

### 财务指标

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 92.2% | -61.0% | 63.5% | 57.6% | 35.0% |
| 营业利润增长率 | -149.9% | -303.1% | -154.9% | 134.5% | 44.8% |
| 净利润增长率 | -124.2% | -521.1% | -155.6% | 131.1% | 39.8% |
| EBITDA 增长率 | -365.0% | -109.6% | -1242.3 | 50.6% | 18.1% |
| EBIT 增长率 | -195.1% | -192.2% | -213.1% | 91.6% | 25.7% |
| NOPLAT 增长率 | -145.9% | -292.1% | -207.3% | 91.6% | 25.7% |
| 投资资本增长率 | -6.1% | 1.4% | 2.6% | -6.3% | -12.8% |
| 净资产增长率 | -11.2% | -4.3% | 2.3% | 5.2% | 7.1% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 4.4% | -6.8% | 35.2% | 40.4% | 43.8% |
| 营业利润率 | 9.3% | -48.5% | 16.3% | 24.2% | 26.0% |
| 净利润率 | 3.8% | -40.5% | 13.8% | 20.2% | 20.9% |
| 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 |
| 应收帐款周转天数 | 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% |

### 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) | 156.0 | -37.1 | 66.6 | 28.8 | 20.6 |
| PB(X) | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| P/FCF | 25.7 | 4.6 | -9.5 | 28.5 | 256.8 |
| P/S | 5.9 | 15.0 | 9.2 | 5.8 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 38.2 | -270.9 | 20.5 | 12.7 | 9.3 |
| 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 | 4.5 | 2.4 | 1.8 |

**资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## ■ 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 | 021-35082790 | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 021-35082799 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 王银银 | 021-35082985 | wangyy4@essence.com.cn |
| 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 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 13723434033 | yangping1@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 0755-23987069 | huangqq@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


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。