

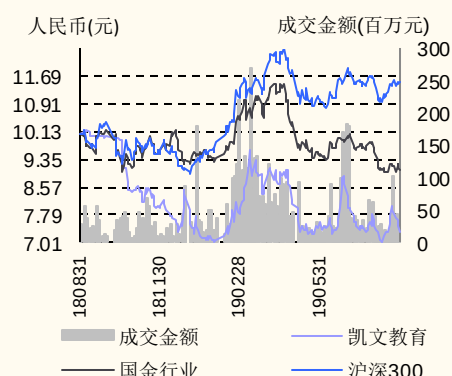
凯文教育 (002659.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.30 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	498.56
总市值(百万元)	3,639.54
年内股价最高最低(元)	8.05/7.03
沪深 300 指数	3799.59
中小板综	8815.02



相关报告

- 1.《1H2019 营收同增 71%，利润率改善，招生规模扩大-1H2...》，2019.8.16
- 2.《19Q1 营收同增 99%，亏损有所收窄，19 年有望实现扭亏转盈...》，2019.4.29
- 3.《教育收入+128%YOY，19 年有望实现扭亏转盈-教育收入+...》，2019.4.18
- 4.《凯文教育 18 年 Q3 业绩点评：环比亏损缩窄，19 年或成重要业绩...》，2018.10.26

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

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

定增过会体现政策支持，各项经营持续推进

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	0.596
每股净资产(元)	4.42	4.22	4.27	4.56	5.15
每股经营性现金流(元)	-0.39	-0.06	0.58	0.95	1.25
市盈率(倍)	269.87	-42.70	174.33	25.16	12.24
净利润增长率(%)	-124.22%	-521.14%	N/A	592.92%	105.50%
净资产收益率(%)	1.06%	-4.65%	0.98%	6.37%	11.57%
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

事件

- 2019 年 8 月 31 日，凯文教育发布关于非公开发行股票通过发审会审核的公告。2019 年 8 月 30 日，证监会发行审核委员会对凯文教育非公开发行 A 股股票的申请进行了审核，根据审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请获得审核通过。定增过会体现政策支持。

事件简评

- 2018 年 6 月 11 日，公司发布公告拟非公开发行股票，数量不超过发行前总股本的 20%，发行对象为控股股东八大处控股在内的不超过 10 名特定对象，发行后实际控制人不变，拟募集资金不超过 10 亿元，将用于“青少年高品质素质教育平台项目”。公司拟在天津、北京及其他多个城市开设青少年素质教育中心，为 4-18 岁青少年提供一站式、多元化、跨多种学科领域的高品质素质教育综合服务。
- 天津、北京等多城市建设素质教育中心，跨地域拓展将迈出重要一步。此前凯文教育两所国际学校均位于北京（朝阳和海淀），本次增发募投项目，除了北京外，还计划向天津及其他多个城市扩张，我们认为该募投项目有望成为凯文跨地域扩张的重要一步，未来凯文教育有望定位为全国性业务布局的教育集团。
- 积极拓展素质教育领域，打造“国际教育+素质教育”的一流教育平台。公司借助资本市场的融资平台，推动现存业务内生增长及产业布局的进一步延伸。公司通过打造“学校+艺体培训+营地教育”的模式，依托实体学校从而获得资源背景、品牌效应与受众群体，以上下游产业为延伸，全力发展教育产业业务。在国际学校业务的基础上，发展素质教育业务。
- 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。公司旗下两所国际学校，定位高端，满座率提升空间大，盈利能力强，未来具有较强成长性和确定性，增发顺利推进，凯文跨地域扩张及产业布局有望迈出重要一步，品牌影响力有望立体式强化，收入渠道多元化，收入结构合理化，为打造全国性教育集团奠定基础。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 174x/25x，维持买入评级，目标价 13.5 元。
- 风险提示：招生或不及预期；民促法送审稿尚未发布，仍存不确定性；学籍管理可能存在一定风险；未来学生升学情况尚不确定；学校课程可能依据国家政策要求有所改动；7 月 22 日解禁 1.88 亿股，占总股本 37.6%等。

事件

- 2019 年 8 月 31 日，凯文教育发布关于非公开发行股票通过发审会审核的公告。2019 年 8 月 30 日，证监会发行审核委员会对凯文教育非公开发行 A 股股票的申请进行了审核，根据审核结果，公司本次非公开发行 A 股股票的申请获得审核通过。定增过会体现政策支持。
- 2018 年 6 月 11 日，公司发布公告拟非公开发行股票，数量不超过发行前总股本的 20%，发行对象为控股股东八大处控股在内的不超过 10 名特定对象，发行后实际控制人不变，拟募集资金不超过 10 亿元，将用于“青少年高品质素质教育平台项目”。2018 年 10 月 29 日，公司发布，关于公司非公开发行股票申请文件反馈意见的回复。同年 12 月 1 日，发布修订稿。2019 年 1 月 11 日，公司发布，关于公司非公开发行股票申请文件二次反馈意见的回复。6 月 25 日，公司发布两次反馈意见的回复修订稿，对费率选择及项目合理性等重要问题做出回复。

简评

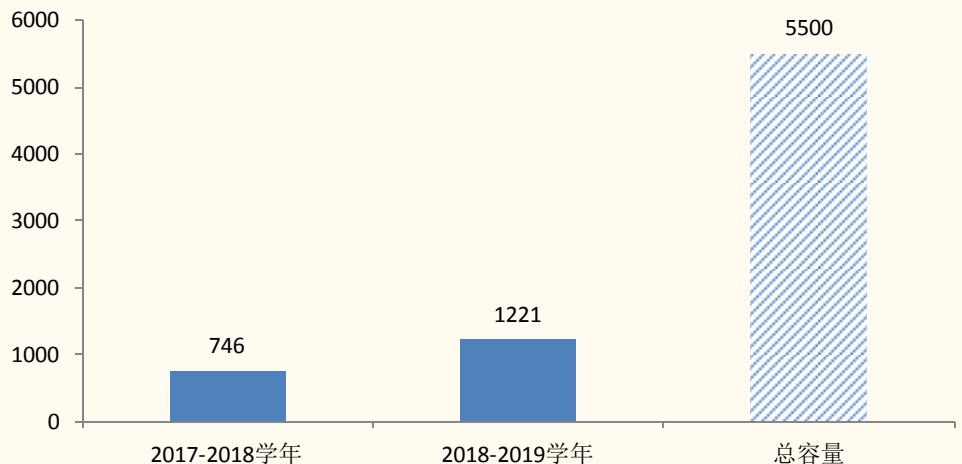
- 2018 年 6 月 11 日，公司发布公告拟非公开发行股票，数量不超过发行前总股本的 20%，发行对象为控股股东八大处控股在内的不超过 10 名特定对象，发行后实际控制人不变，拟募集资金不超过 10 亿元，将用于“青少年高品质素质教育平台项目”。项目总投资 11.53 亿元，其中建设投资 10.18 亿元，占比 88.26%；项目实施费用 0.89 亿元，占比 7.72%；铺底流动资金 0.46 亿元，占比 4.02%。本次项目拟通过公司全资子公司北京凯文学信体育投资管理有限公司具体实施。
- **天津、北京等多城市建设素质教育中心，跨地域拓展将迈出重要一步。**本次增发募投项目，拟在天津、北京及其他多个城市租赁场地进行高品质素质教育中心建设，建设内容主要包括素质教育中心场地租赁、房屋装修及结构改造、设备购置及安装、课程资源投入、运营管理信息系统和在线学习平台以及智能教室硬件设备和软件的购置。项目拟在北京市朝阳区和海淀区/天津/河北石家庄/上海，分别建设 2/2/1/1，共计 6 个素质教育中心，打造以北京为核心的京津冀素质教育“凯文”品牌，拓展业务布局开发南方业务。我们认为该募投项目有望成为凯文品牌强化及跨地域扩张的重要一步，未来凯文教育有望定位为全国性业务布局的教育集团。
- **积极拓展素质教育领域，打造“国际教育+素质教育”的一流教育平台。**借助资本市场的融资平台，推动公司现存业务内生增长及产业布局的进一步延伸。公司通过打造“学校+艺体培训+营地教育”的模式，依托实体学校从而获得资源背景、品牌效应与受众群体，以上下游产业为延伸，全力发展教育产业业务。在国际学校业务的基础上，发展素质教育业务。一方面，国际教育业务提供可供借鉴或复制的产品、体系，输送品牌、师资和教育资源，可有力支撑素质教育业务的快速发展和高起点。另一方面，此次募投项目的发展也能促进国际教育业务，为国际教育的品牌宣传、业务拓展、学员招募奠定坚实基础，两者在业务体系、课程研发和资源体系的交互促进规模经济和外部经济，从而实现两者资源共享、协同共生、体系互动、产业共振，有望全面立体式强化凯文教育的品牌影响力。我们认为该募投项目有望成为凯文发展素质教育、全面布局教育产业的重要一步，未来凯文教育有望定位为国际教育与素质教育协同发展的教育集团。

招生如期推进，学校充盈率提升，凯文学校经营持续向好

- 1H2019 伴随学校充盈率提升，利润率水平明显改善。凯文教育 1H2019 实现收入 1.53 亿元，+70.8%YOY，其中教育收入 1.39 亿元，占比达 91.2%，收入增长的主要原因系本期招生规模扩大，教育服务收入及教育周边收入增加。毛利率 4.4%，同比上升 27.3pct，归母净利率 36.5%，同比上升 21.3pct。销售费用率 3.8%，同比下降 3.3pct，管理费用率 25.8%，同比下降 7.1pct，伴随招生规模扩大，规模效应显现，销售及管理成本摊薄所致。财务费用率 19.7%，同比上升 9.4pct，主要原因系 2018 年下半年公司取得长期贷款，1H2019 同比融资规模增长所致。

- **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%，2019 上半年净利率为 21%，盈利能力提升明显。②一方面，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。海淀学校 2016 年 9 月开始招生，已完成三批学生入学，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 4000 人，学校利用率仅为 22%，提升空间大。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，招生规模有望进一步扩大。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。

图表 1：凯文教育朝阳和海淀学校学生人数及容量



来源：公司公告，国金证券研究所

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。公司旗下两所国际学校，定位高端，满座率提升空间大，盈利能力强，未来具有较强成长性和确定性，增发顺利推进，凯文跨地域扩张及产业布局有望迈出重要一步，品牌影响力有望立体式强化，收入渠道多元化，收入结构合理化，为打造全国性教育集团奠定基础。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 174x/25x，维持买入评级，目标价 13.5 元。

风险提示

- 招生或不及预期；民促法送审稿尚未发布，仍存不确定性；学生学籍管理可能存在一定风险；未来学生升学情况尚不确定；学校课程可能依据国家政策要求有所改动；7 月 22 日解禁 1.88 亿股，占总股本 37.6%等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	323	620	242	471	794	1,125
增长率		92.2%	-61.0%	94.7%	68.7%	41.7%
主营业务成本	-336	-593	-258	-295	-424	-534
%销售收入	104.2%	95.6%	106.8%	62.6%	53.4%	47.5%
毛利	-14	27	-16	176	370	591
%销售收入	n.a	4.4%	n.a	37.4%	46.6%	52.5%
营业税金及附加	-6	-4	-4	-8	-13	-19
%销售收入	1.8%	0.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-4	-10	-10	-19	-24	-28
%销售收入	1.1%	1.6%	4.0%	4.0%	3.0%	2.5%
管理费用	-48	-70	-56	-71	-111	-146
%销售收入	15.0%	11.3%	23.0%	15.0%	14.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	-71	-57	-86	79	221	398
%销售收入	n.a	n.a	n.a	16.7%	27.9%	35.3%
财务费用	-18	-35	-33	-50	-38	-22
%销售收入	5.6%	5.6%	13.8%	10.5%	4.7%	2.0%
资产减值损失	-31	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	148	1	0	0	0
%税前利润	-3.9%	286.9%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-116	58	-117	29	184	375
营业利润率	n.a	9.3%	n.a	6.2%	23.2%	33.4%
营业外收支	-12	-6	0	0	0	0
税前利润	-127	52	-117	29	184	375
利润率	n.a	8.3%	n.a	6.2%	23.2%	33.4%
所得税	27	-32	23	-6	-37	-75
所得税率	n.a	62.0%	n.a	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	-100	20	-95	23	147	300
少数股东损益	-4	-4	3	2	2	3
归属于母公司的净利润	-96	23	-98	21	145	297
净利率	n.a	3.8%	n.a	4.4%	18.2%	26.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	-100	20	-95	23	147	300
少数股东损益	-4	-4	3	2	2	3
非现金支出	68	66	71	57	61	64
非经营收益	-26	-111	4	58	45	34
营运资金变动	-258	-170	-7	153	222	224
经营活动现金净流	-315	-196	-28	291	475	622
资本开支	-825	-871	-565	-160	-110	-110
投资	-477	874	3	-1	0	0
其他	20	-229	11	0	0	0
投资活动现金净流	-1,282	-225	-551	-161	-110	-110
股权募资	1,727	0	0	0	0	0
债权募资	-169	-605	919	-282	-175	-242
其他	14	973	0	-58	-45	-34
筹资活动现金净流	1,572	368	919	-340	-220	-276
现金净流量	-25	-54	340	-210	145	236

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	269	165	497	287	432	668
应收账款	409	2	7	9	15	21
存货	395	0	0	0	0	0
其他流动资产	565	144	185	187	191	194
流动资产	1,638	311	688	483	638	883
%总资产	43.1%	9.9%	18.1%	13.0%	16.3%	21.0%
长期投资	279	0	318	318	318	318
固定资产	1,326	1,387	1,241	1,348	1,400	1,449
%总资产	34.9%	44.1%	32.6%	36.4%	35.8%	34.5%
无形资产	501	1,412	1,481	1,478	1,475	1,472
非流动资产	2,159	2,834	3,121	3,224	3,273	3,320
%总资产	56.9%	90.1%	81.9%	87.0%	83.7%	79.0%
资产总计	3,797	3,145	3,809	3,707	3,911	4,203
短期借款	187	280	209	27	52	10
应付款项	942	608	470	616	830	1,045
其他流动负债	24	45	25	35	54	72
流动负债	1,153	934	704	679	936	1,127
长期贷款	0	0	990	890	690	490
其他长期负债	154	0	0	0	0	0
负债	1,307	934	1,694	1,569	1,626	1,617
普通股股东权益	2,235	2,204	2,106	2,127	2,272	2,569
少数股东权益	256	7	9	11	13	16
负债股东权益合计	3,797	3,145	3,809	3,707	3,911	4,203

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	-0.193	0.047	-0.196	0.042	0.290	0.596
每股净资产	4.482	4.420	4.225	4.267	4.557	5.153
每股经营现金净流	-0.632	-0.393	-0.055	0.583	0.953	1.248
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-4.30%	1.06%	-4.65%	0.98%	6.37%	11.57%
总资产收益率	-2.53%	0.74%	-2.57%	0.56%	3.70%	7.07%
投入资本收益率	-2.01%	-0.87%	-2.09%	2.06%	5.85%	10.31%
增长率						
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	-	-124.22%	-521.14%	N/A	592.92%	105.50%
总资产增长率	3453.75%	-124.22%	-521.14%	N/A	592.92%	105.50%
资产管理能力						
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	300.0	180.0	120.0
固定资产周转天数	394.3	816.4	1,873.3	1,044.7	643.5	470.1
偿债能力						
净负债/股东权益	1.04%	5.20%	33.20%	29.48%	13.58%	-6.49%
EBIT利息保障倍数	-3.9	-1.6	-2.6	1.6	5.9	17.9
资产负债率	34.41%	29.70%	44.47%	42.32%	41.57%	38.48%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	4	4	7	20
增持	0	1	2	2	7
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	1.20	1.33	1.50	1.41

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-25	买入	12.57	N/A
2	2018-06-12	买入	14.92	N/A
3	2018-06-22	买入	13.00	N/A
4	2018-08-08	买入	13.50	N/A
5	2018-10-26	买入	8.49	13.50~13.50
6	2019-04-18	买入	8.89	13.50~13.50
7	2019-04-29	买入	8.60	13.50~13.50
8	2019-08-16	买入	7.28	13.50~13.50

来源：国金证券研究所

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


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，不作为或被视为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