

教育业务持续高增，未来发展值得期待

■**事项：**公司发布三季报，1-9月公司营业收入24102万元，同比增长53.24%；归属母公司股东净利润7759万元，同比下降8.66%。

■**教育业务高速增长，业绩拐点有望出现。**公司旗下拥有海淀凯文和朝阳凯文两所学校，随着在校生规模的扩大，公司教育业务高速增长。2018年公司教育业务营业收入20875万元，同比增长127.84%；2019年1-6月公司教育业务营业收入13920万元，同比增长70.79%。2019年1-9月公司营业收入24102万元，同比增长53.24%，预计90%以上的营业收入是由教育业务贡献。2019年4季度，公司营业收入预计有望达到1亿元以上，预计能够覆盖公司的成本和费用，公司有望迎来经营性业绩拐点。同时，公司计划出售一栋物业，评估值预计5.92亿元，2019年四季度公司投资收益值得期待，助力2019年业绩转正。

■**毛利率持续为正，盈利能力有望提升。**2019年以来，公司毛利率转正，1季报公司毛利率为19.53%，中报公司毛利率4.40%，三季报公司7.07%，连续三个季度毛利率为正值，预计随着在校生规模进一步扩大，公司毛利率有望持续提升。公司资本结构优良，2019年9月末公司资产负债率为44.29%，剔除预收账款后资产负债率36.38%，负债率处于较低水平。2019年2季度，公司偿还了1.99亿元的短期借款，未来财务费用压力明显下降。低负债率和有息负债的减少，有助于进一步提升公司的盈利能力，预计净利润率转正有望在2020年出现，公司逐步进入业绩快速释放周期。

■**学校招生整体顺利，业绩拐点即将出现。**公司旗下拥有海淀凯文学校和朝阳凯文学校两所学校，截至2018年末两所学校在校生1221人，校舍使用率约22%；2019-2020学年两所学校新生预计500人左右，学校招生整体符合预期。目前，两所学校在校生预计1700-1800人之间，校舍使用率将超过30%，若按照生均营业收入25万元/人计算，预计2019-2020学年两所学校学费和杂费流水4.25亿元-4.50亿元之间，2019年4季度公司营业收入有望突破1亿元，4季度公司教育业务实现盈利概率较大。目前，两所学校已经启动新学年招生计划，预计新增学生约500人，预计未来几年公司业

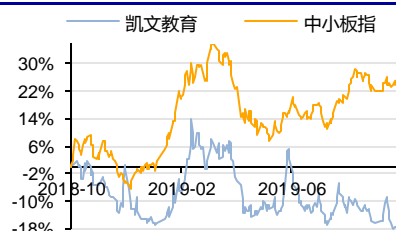
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**11.75元**
股价(2019-10-28) **7.04元**

交易数据

总市值(百万元)	3,509.91
流通市值(百万元)	3,509.87
总股本(百万股)	498.57
流通股本(百万股)	498.56
12个月价格区间	6.92/9.61元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.73	-12.81	-42.68
绝对收益	-5.3	-6.44	-20.07

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：出售物业盘活存量资产，招生顺利业绩拐点来临/苏多永 2019-10-20
- 凯文教育：定向过会加码素质教育，招生顺利业绩释放在即/苏多永 2019-09-01
- 凯文教育：教育业务持续高增，体育艺术值得期待/苏多永 2019-08-16
- 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

■ **在校生规模持续扩大，预收账款快速增长。**2019年9月是公司两所学校入学季，预计增加新生约500人，在校生规模预计增加至1700-1800人，校舍使用率有望提高至30%，即将迈过办学的盈亏平衡点。从预收账款来看，截至2019年9月末，公司预收账款约28948万元，同比增长31.29%，大部分预收账款将在2019年10-2018年8月逐月进行确认，公司教育业绩释放确定性强。同时，公司通过定增积极拓展青少年高品质素质教育，尤其是体育、艺术、营地等领域，这些业务不仅能够与两所学校进行联动，而且可以为公司开拓新的业务和市场，进一步做大做强公司教育业务。

■ **投资建议：**预计公司2019-2021年的营业收入分比为3.50亿元、5.52亿元和7.45亿元，同比增速分别为44.75%、57.58%和35.00%；归属于母公司股东净利润分别为0.56亿元、1.13亿元和1.56亿元，同比增速分别为-157.58%、100.79%和37.57%。EPS分别为0.11元、0.23元和0.31元，对应的PE分别为62.2倍、31.0倍和22.5倍，PB分别为1.6、1.5和1.4。公司是A股市场唯一一家以国际学校为核心资产的教育上市公司，两所学校办学稳步推进，在校生规模持续扩大，有望迎来经营性业绩拐点。看好公司教育资源整合空间和国际学校发展前景，维持公司“买入-A”的投资评级，6个月目标价为11.75元。

■ **风险提示：**国际学校政策变动、学校招生不及预期、学费增长缓慢、优秀师资流失等风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	620.2	241.8	350.0	551.5	744.6
净利润	23.3	-98.0	56.4	113.2	155.8
每股收益(元)	0.05	-0.20	0.11	0.23	0.31
每股净资产(元)	4.42	4.22	4.34	4.57	4.88

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	150.9	-35.8	62.2	31.0	22.5
市净率(倍)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
净利润率	3.8%	-40.5%	16.1%	20.5%	20.9%
净资产收益率	1.1%	-4.7%	2.6%	5.0%	6.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.6%	-3.3%	0.5%	5.8%	7.9%

数据来源：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	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	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@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