

凯文教育 (002659.SZ) 买入 (维持评级)

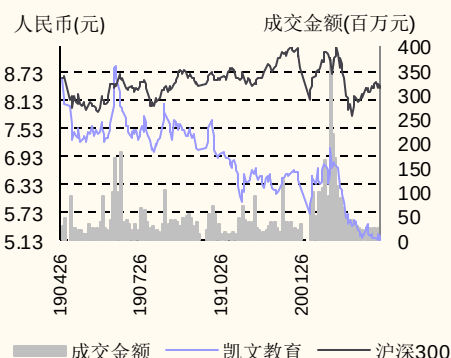
公司点评

市场价格 (人民币): 5.16 元

学生充盈率持续提升, 预收学费+30%

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.99
已上市流通 A 股(亿股)	4.99
总市值(亿元)	25.73
年内股价最高最低(元)	5.54/5.13
沪深 300 指数	3797
中小板综	9842



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	242	795	593	790	993
营业收入增长率	-61.01%	228.68%	-25.41%	33.19%	25.82%
归母净利润(百万元)	-98	38	10	76	156
归母净利润增长率	-277.48%	-138.75%	-73.40%	651.85%	105.04%
摊薄每股收益(元)	-0.196	0.076	0.020	0.152	0.312
每股经营性现金流净额	0.08	0.42	0.41	0.70	0.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	-4.65%	1.77%	0.47%	3.46%	6.80%
P/E	-42.70	81.97	254.78	33.89	16.53
P/B	1.99	1.45	1.20	1.17	1.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2020年4月26日, 凯文教育发布2019年年报, 公司2019年收入为7.95亿元, +229%YOY, 归母净利润为0.38亿元, 同比扭亏(+139%YOY), 扣非归母净利润为-1.75亿元, -65%YOY, 与业绩快报基本一致。教育业务2019年实现3.05亿元收入, +46%YOY, 占总营收38%, 营收增长较快。除此之外, 其他业务(处置投资性房地产收入)收入约4.90亿, 占总营收比重62%。公司2019年营业外收入为0.29亿, 主要是由业绩补偿款构成。

经营分析

- 海淀学校2016年9月开始招生, 已完成四批招生, 朝阳学校2017年9月开始招生, 已有三批学生入学。具体来看: ①海淀学校2019年净利润同增126%。2019年海淀学校(凯文智信)实现营业收入1.87亿元, 同比增长34%; 实现净利润0.47亿元, 同比增长126%; 净利率为25%, 同比提高10pct, 盈利能力提升明显。②朝阳学校2019年账面扭亏为盈。2019年朝阳学校(文凯兴)实现营业收入5.85亿元; 净利润为0.62亿元, 同比扭亏为盈; 2018年利润率为-90%, 2019年提高至11%。
- 预收款项同比增加30%。预收款项2019年底为2.22亿元, +30%YOY, 其中预收学杂费为2.09亿元, +32%YOY, 占总预收账款的94%, 主要系本报告期预收2019-2020学年学费。
- 2020Q1亏损有所收窄。公司公告显示2020Q1预计归母净利润为-0.13到-0.17亿元, 2019Q1归母净利润为-0.21亿元, 亏损有所收窄。业绩变动的原因是公司教育服务业务相关工作有序开展, 教育服务业务收入同比增长约30%。在疫情影响下, 学校通过在线直播授课等方式确保教育教学品质。公司线下培训业务受疫情影响较大, 租赁业务也因疫情及去年出售部分楼宇等因素影响, 相关收入预计较上年同期有所下降。
- 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。若增发顺利推进, 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20/21/22年归母净利润为0.10/0.7/1.56亿元, (20/21年分别下调93%/74%, 原因在于对招生人数进行了更保守的估计, 基于学校实际运营情况, 下调了对毛利率的预测), 21年对应PE为34x, 维持买入评级。
- 风险提示: 招生或不及预期; 政策风险; 疫情风险; 升学具有不确定性等

相关报告

- 1.《定增过会体现政策支持, 各项经营持续推进-定增过会体现政策支持...》, 2019.9.2
- 2.《1H2019营收同增71%, 利润率改善, 招生规模扩大-1H2...》, 2019.8.16
- 3.《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

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

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	620	242	795	593	790	993
增长率		-61.0%	228.7%	-25.4%	33.2%	25.8%
主营业务成本	-593	-258	-551	-381	-454	-519
%销售收入	95.6%	106.8%	69.4%	64.2%	57.4%	52.3%
毛利	27	-16	243	212	336	474
%销售收入	4.4%	n.a	30.6%	35.8%	42.6%	47.7%
营业税金及附加	-4	-4	-9	-7	-9	-11
%销售收入	0.7%	1.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-10	-10	-20	-27	-36	-45
%销售收入	1.6%	4.0%	2.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-70	-56	-88	-104	-130	-154
%销售收入	11.3%	23.0%	11.1%	17.5%	16.5%	15.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-57	-86	127	75	161	264
%销售收入	n.a	n.a	15.9%	12.7%	20.4%	26.6%
财务费用	-35	-33	-59	-59	-56	-51
%销售收入	5.6%	13.8%	7.5%	9.9%	7.1%	5.2%
资产减值损失	2	0	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	58	-117	44	16	105	213
营业利润率	9.3%	n.a	5.5%	2.7%	13.3%	21.4%
营业外收支	-6	0	29	0	0	0
税前利润	52	-117	72	16	105	213
利润率	8.3%	n.a	9.1%	2.7%	13.3%	21.4%
所得税	0	23	-36	-4	-26	-53
所得税率	0.0%	n.a	49.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	52	-95	37	12	79	160
少数股东损益	-4	3	-1	2	3	4
归属于母公司的净利润	55	-98	38	10	76	156
净利率	8.9%	n.a	4.8%	1.7%	9.6%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	20	-95	37	12	79	160
少数股东损益	-4	3	-1	2	3	4
非现金支出	69	72	92	61	63	64
非经营收益	-113	32	59	71	71	71
营运资金变动	-100	32	22	59	138	143
经营活动现金净流	-124	42	209	204	351	437
资本开支	0	0	0	-50	-50	-50
投资	874	3	8	0	0	0
其他	-229	11	3	0	0	0
投资活动现金净流	646	14	11	-50	-50	-50
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-605	919	-157	0	0	0
其他	1,005	44	-6	-75	-102	-133
筹资活动现金净流	400	963	-164	-75	-102	-133
现金净流量	921	1,019	57	79	199	254

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	165	497	551	629	829	1,083
应收款项	2	7	127	50	67	84
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	144	185	184	177	178	179
流动资产	311	688	862	856	1,074	1,347
%总资产	9.9%	18.1%	23.3%	23.2%	27.6%	32.4%
长期投资	0	318	180	180	180	180
固定资产	1,387	1,241	1,221	1,195	1,167	1,139
%总资产	44.1%	32.6%	33.0%	32.4%	30.0%	27.4%
无形资产	1,412	1,481	1,385	1,401	1,416	1,430
非流动资产	2,834	3,121	2,843	2,832	2,819	2,806
%总资产	90.1%	81.9%	76.7%	76.8%	72.4%	67.6%
资产总计	3,145	3,809	3,705	3,688	3,894	4,152
短期借款	280	209	16	16	16	16
应付款项	609	472	421	470	602	734
其他流动负债	45	23	89	15	40	69
流动负债	934	704	526	501	658	819
长期贷款	0	990	1,027	1,027	1,027	1,027
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	934	1,694	1,553	1,528	1,685	1,846
普通股股东权益	2,204	2,106	2,145	2,151	2,196	2,290
其中：股本	499	499	499	499	499	499
未分配利润	9	-89	-51	-45	1	94
少数股东权益	7	9	7	9	12	16
负债股东权益合计	3,145	3,809	3,705	3,688	3,894	4,152

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.111	-0.196	0.076	0.020	0.152	0.312
每股净资产	4.420	4.225	4.302	4.314	4.405	4.592
每股经营现金净流	-0.249	0.084	0.420	0.409	0.704	0.877
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.008	0.061	0.125
回报率						
净资产收益率	2.50%	-4.65%	1.77%	0.47%	3.46%	6.80%
总资产收益率	1.75%	-2.57%	1.02%	0.27%	1.95%	3.75%
投入资本收益率	-2.28%	-2.09%	2.00%	1.76%	3.72%	5.92%
增长率						
主营业务收入增长率	92.23%	-61.01%	228.68%	-25.41%	33.19%	25.82%
EBIT增长率	-20.32%	51.46%	-247.23%	-40.63%	114.78%	63.83%
净利润增长率	-144.77%	-277.48%	-138.75%	-73.40%	651.85%	105.04%
总资产增长率	-16.28%	21.10%	-2.73%	-0.45%	5.56%	6.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	105.6	3.6	29.5	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	121.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	222.4	473.6	150.8	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	816.4	1,873.3	561.0	735.5	539.5	418.4
偿债能力						
净负债/股东权益	5.20%	33.20%	22.89%	19.17%	9.72%	-1.71%
EBIT利息保障倍数	-1.6	-2.6	2.1	1.3	2.9	5.1
资产负债率	29.70%	44.47%	41.92%	41.44%	43.28%	44.47%

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	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-12	买入	14.92	N/A
2	2018-06-22	买入	13.00	N/A
3	2018-08-08	买入	13.50	N/A
4	2018-10-26	买入	8.49	13.50~13.50
5	2019-04-18	买入	8.89	13.50~13.50
6	2019-04-29	买入	8.60	13.50~13.50
7	2019-08-16	买入	7.28	13.50~13.50
8	2019-09-02	买入	7.30	13.50~13.50

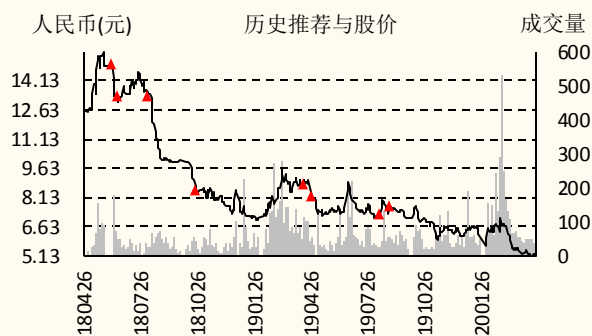
来源：国金证券研究所

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