

2024年04月29日
凯文教育(002659.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

K12 基础教育

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

5.34元

股价(2024-04-26)

3.72元

交易数据

总市值(百万元)	2,225.60
流通市值(百万元)	2,225.52
总股本(百万股)	598.28
流通股本(百万股)	598.26
12个月价格区间	2.82/5.45元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.8	-21.4	-3.6
绝对收益	-12.7	-13.9	-13.1

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

相关报告

双校办学成果显著, 新业务	2023-10-29
打造业绩增量	
基础教育规范发展, 职业教	2023-09-25
育前景可期	
教育行业高速增长, 精品高	2023-08-27
中全力推出	

教育服务快速增长, 经营拐点有望来临

■ **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 报告期内分别为实现营业收入 25389 万元和 7705 万元, 分别同比增长 47.78% 和 12.93%; 归母净利润分别为-4972 万元和-354 万元, 分别同比增长 48.48% 和 66.66%; 每股收益分别为-0.08 元和-0.01 元。

■ **教育收入增长较快, 三四季度有望提速。** 2023 年公司实现营业收入 25389 万元, 同比增长 47.78%, 其中学杂费收入 18311 万元, 同比增长 32.91%; 培训收入 6664 万元, 同比增长 119.48%。2024 年一季度公司收入继续保持增长, 实现营业收入 7705 万元, 同比增长 12.93%。2024 年 9 月公司将迎来新生, 考虑到精品素质高中增量及海淀凯文学校良好的升学带来的招生影响, 预计 2024-2025 学年朝阳凯文学校和海淀凯文学校在校生将实现显著增长, 对公司收入将产生积极影响。同时, 按照公司与两所学校的服务协议, 2024 年 9 月将迎来两所租金的调整, 其中海淀凯文学年租金将从 8800 万元提高到 9240 万元, 朝阳凯文学年租金将从 6000 万元提高到 8000 万元。在校生规模的扩大和租金的提高将助力公司三四季度收入增长提速。

■ **积极布局国内赛道, 中高考迎来黄金期。** 2023 年朝阳凯文推出了精品素质高中, 由具有清华附中、北京四中等市重点学校校级管理经验的田敏校长掌舵, 任课老师来自于北京及全国顶级示范性高中, 其中 7 个学科由正高级老师领衔, 其余为骨干教师。精品素质高中学费 15 万元/年, 住宿费和餐费合计 5 万元/年, 招生效果良好, 学生素质较高, 并取得较好的办学成效。未来几年, 北京将迎来中高考的黄金期, 2021-2023 年北京初中毕业生分别为 87856 人、103514 人和 110365 人, 高中招生人数分别为 62263 人、74681 人和 79716 人, 目前在读的人数初一 135154 人、初二 119529 人、初三 114980 人。朝阳凯文抓住中高考机遇, 积极布局并取得良好开局, 对朝阳凯文校舍使用率提高具有积极意义。同时, 海淀凯文 2024-2025 学年小学部推出了“景润数学特长班”, 双轨制将助力学校在校生快速增长。

■ **素质教育快速发展, 职业教育有望放量。** 在素质教育方面, 公司以体育和艺术、科技教育引领学生综合素质培养, 将艺体课程纳入必修范畴, 形成了具有艺体特色的差异化竞争优势及办学特色。同时, 朝阳凯文在高中阶段专门开设了国际艺术班 (KAP) 和国际音乐班 (KMP), 为不同禀赋和兴趣的学生提供了多样化的升学路径。另外, 公司大力发展冰雪运动, 增强了冰雪运动教育培训

市场竞争力。公司在满足校内素质课的同时，也积极向校外拓展，面向社会推广具有“凯文特色”的体育、艺术、科技培训，并提供完整的 K12 阶段系统营地教育，素质培训业务高速增长。在职业教育方面，公司大力发展产业学院，以海科职教作为公司职教平台，通过强强联合，与百度、腾讯、启明星辰、龙芯中科、凤凰数科等“大厂”建立战略合作关系，同时与新迈尔、河南科诚、北京聚华等产教融合企业建立紧密合作关系，在全国范围内已落地多个产教融合项目，截止 2023 年秋季，总在校人数超过 4000 人。

■ **盈利能力大幅改善，经营拐点有望来临。**2021-2024 年一季度，公司毛利率分别为-0.58%、14.35%、24.14%和 26.72%，净利率分别为-42.32%、-56.17%、-19.09%和-4.60%，毛利率呈现持续回升态势，净利率即将由负转正，盈利能力大幅改善。公司现金流呈现持续流入态势，2021-2023 年公司经营性净现金流分别为 12149 万元、22302 万元和 6514 万元，良好的现金流为公司业务发展提供了资金支持。公司资产质量较高，截至 2023 年末，公司总资产 31.10 亿元，主要由货币资金（3.08 亿元）、投资性房地产（18.76 亿元），其中投资性房地产主要是朝阳凯文学校资产及 3 栋写字楼，资产质量相对较高，且重估价值较大（此前公司出售 1 栋写字楼，交易对价约 5.3 亿元）。良好的升学助力 2024-2025 学年招生，在校生扩大助力公司收入快速增长，同时资产和负债的优化，有助于降低公司折旧摊销和财务负担，公司经营拐点有望来临。

■ **估值与盈利预测：**良好的升学和国内精品素质高中的设立，公司校舍使用率有望持续提高，同时学校租金调整在即，公司有望迎来趋势性经营拐点。同时，公司积极发展素质教育培训和产教融合职业教育，两大业务板块呈现出高速增长态势。另外，控股股东海国投提出“三个五百亿”发展目标，控股股东的支持力度有望加强。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 3.99 亿元、5.84 亿元和 8.18 亿元，分别同比增长 57.27%、46.20%和 40.12%；归母净利润分别为 0.13 亿元、0.51 亿元和 1.16 亿元，分别同比增长 125.69%、298.87%和 127.87%，维持公司“买入-A”评级，给予 2024 年 8 倍 PS，对应目标价 5.34 元。

■ **风险提示：**招生不及预期，升学情况较差，学费增长缓慢，学生流失严重等风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	171.8	253.9	399.3	583.8	818.0
净利润	-96.6	-49.7	12.8	50.9	116.1
每股收益(元)	-0.16	-0.08	0.02	0.09	0.19
每股净资产(元)	3.76	3.68	3.70	3.78	3.98

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-23.0	-44.8	174.3	43.7	19.2
市净率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
净利润率	-56.2%	-19.6%	3.2%	8.7%	14.2%
净资产收益率	-4.3%	-2.3%	0.6%	2.2%	4.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-1.6%	-0.5%	12.8%	31.0%	56.6%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	171.8	253.9	399.3	583.8	818.0	成长性					
减: 营业成本	147.1	192.6	283.0	403.4	530.4	营业收入增长率	-39.6%	47.8%	57.3%	46.2%	40.1%
营业税费	10.5	10.7	8.0	11.7	12.3	营业利润增长率	-43.9%	-50.3%	-135.5%	297.9%	127.0%
销售费用	5.2	6.8	10.0	14.6	16.4	净利润增长率	-19.9%	-48.5%	-125.7%	298.9%	127.9%
管理费用	48.7	49.2	55.9	58.4	81.8	EBITDA 增长率	-173.9%	156.4%	24.0%	80.9%	69.8%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	-58.4%	-93.7%	-2,234.3%	106.5%	80.5%
财务费用	55.6	42.6	33.0	37.9	39.2	NOPLAT 增长率	-44.6%	-94.1%	-1,905.8%	106.5%	80.5%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-81.8%	-26.3%	-15.0%	-1.1%	-22.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-4.1%	-2.1%	0.6%	2.3%	5.0%
投资和汇兑收益	3.4	3.1	6.4	5.2	4.9						
营业利润	-89.8	-44.6	15.8	62.9	142.8	利润率					
加: 营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	14.4%	24.1%	29.1%	30.9%	35.2%
利润总额	-89.8	-44.6	15.8	62.9	142.8	营业利润率	-52.2%	-17.6%	4.0%	10.8%	17.5%
减: 所得税	6.7	3.9	3.2	12.6	28.6	净利润率	-56.2%	-19.6%	3.2%	8.7%	14.2%
净利润	-96.6	-49.7	12.8	50.9	116.1	EBITDA/营业收入	11.8%	20.4%	16.1%	19.9%	24.1%
						EBIT/营业收入	-21.2%	-0.9%	12.2%	17.3%	22.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	1,332	167	75	42	24
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	145	-25	-15	-14	-17
货币资金	441.2	395.7	399.3	583.8	654.4	流动资产周转天数	1,416	815	509	424	367
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	50	9	8	8	8
应收帐款	4.3	7.9	9.9	16.1	20.3	存货周转天数	0	0	0	0	0
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	7,042	4,503	2,844	2,041	1,522
预付帐款	0.9	0.6	2.5	6.4	0.8	投资资本周转天数	2,825	511	255	160	101
存货	0.2	0.1	0.4	0.4	0.6						
其他流动资产	151.2	146.9	165.1	190.0	195.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-4.3%	-2.3%	0.6%	2.2%	4.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-3.0%	-1.6%	0.4%	1.5%	3.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-1.6%	-0.5%	12.8%	31.0%	56.6%
投资性房地产	1,799.3	1,888.5	1,988.5	2,038.5	2,088.5	费用率					
固定资产	145.9	90.2	75.7	61.1	46.5	销售费用率	3.0%	2.7%	2.5%	2.5%	2.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	28.3%	19.4%	14.0%	10.0%	10.0%
无形资产	113.0	27.1	26.3	25.4	24.6	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	585.0	552.8	531.6	496.8	465.7	财务费用率	32.3%	16.8%	8.3%	6.5%	4.8%
资产总额	3,241.1	3,109.9	3,199.2	3,418.4	3,496.3	四费/营业收入	63.7%	38.8%	24.8%	19.0%	16.8%
短期债务	-	-	68.8	99.8	131.8	偿债能力					
应付帐款	39.6	50.6	109.1	112.0	168.9	资产负债率	30.6%	29.2%	30.8%	33.8%	32.0%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	44.1%	41.3%	44.6%	51.0%	47.1%
其他流动负债	202.7	215.2	167.0	196.0	193.1	流动比率	2.47	2.07	1.67	1.95	1.76
长期借款	740.0	640.0	630.7	739.2	617.5	速动比率	2.47	2.07	1.67	1.95	1.76
其他非流动负债	10.0	3.6	10.5	8.0	7.4	利息保障倍数	-0.65	-0.05	1.48	2.66	4.65
负债总额	992.3	909.3	986.2	1,155.0	1,118.7	分红指标					
少数股东权益	-1.6	-0.3	-0.4	-1.1	-2.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	598.3	598.3	598.3	598.3	598.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,652.1	1,602.4	1,615.2	1,666.2	1,782.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,248.8	2,200.6	2,213.1	2,263.4	2,377.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	-0.16	-0.08	0.02	0.09	0.19
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	3.76	3.68	3.70	3.78	3.98
净利润	-96.5	-48.5	12.8	50.9	116.1	PE(X)	-23.0	-44.8	174.3	43.7	19.2
加: 折旧和摊销	83.1	86.5	15.4	15.4	15.4	PB(X)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
资产减值准备	-1.9	0.6	-	-	-	P/FCF	1.5	224.0	26.9	11.1	24.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	13.0	8.8	5.6	3.8	2.7
财务费用	50.4	45.6	33.0	37.9	39.2	EV/EBITDA	43.9	13.4	4.2	1.9	0.2
投资收益	-3.4	-3.1	-6.4	-5.2	-4.9	CAGR(%)	-180.5%	-233.1%	-147.2%	-180.5%	-233.1%
少数股东损益	0.1	1.3	-0.1	-0.6	-1.8	PEG	0.1	0.2	-1.2	-0.2	-0.1
营运资金的变动	345.0	-52.6	51.8	22.3	73.4	ROIC/WACC	-0.2	-0.1	1.4	3.5	6.4
经营活动产生现金流量	223.0	65.1	106.5	120.8	237.3	REP	-11.7	-38.5	0.7	0.2	-
投资活动产生现金流量	14.4	-10.0	-93.6	-44.8	-45.1						
融资活动产生现金流量	-264.4	-100.1	-9.3	108.5	-121.6						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

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