

凯文教育 (002659)

证券研究报告

2024年05月13日

业务多元化布局，盈利有望复苏

K12 国际教育为主，素质教育 and 现代职教为翼

公司自完成教育业务转型后，一直把为学校提供运营支持服务作为主营业务，目前主要为北京海淀凯文学校和北京朝阳凯文学校提供运营服务。将素质教育业务边界从校内拓展到校外，响应国家政策积极布局职教赛道。海淀区国资委下属的教育类上市公司，公司利用和整合优质的教育资源和资产开展基础教育服务。

业务多元化布局，盈利能力逐步修复

24Q1 营收 0.77 亿元，同增 12.93%。2019-23 年凯文教育营收分别为 7.95、3.21、2.84、1.72 以及 2.54 亿元，公司收入主要来源于 K12 学费收入以及餐饮收入，收入自 2019 年减少主要反映（1）疫情影响；（2）2021 年民法影响。24Q1 归母净利润为-0.04 亿元，同增 66.66%。

公司早期按照重资产策略布局经营学校业务。后期由于受到政策、市场等外部原因的影响导致招生不及预期，以及重资产经营下折旧摊销和贷款利息对公司业绩造成了拖累。目前经营性现金流为正，每年也会偿还一定的本金和利息，贷款存量已减少。24Q1 公司毛利率为 26.72%，随着朝阳凯文学校学生人数增长、学费增加、素质教育与职教规模的持续扩大，公司毛利率有望进一步增强，带动公司扭亏为盈。

政策支持公司业务发展，市场潜力有望释放

国家支持并规范民办教育发展，强调扩大优质教育资源供给，整体上看，教育留学培训、营地教育出现复苏迹象，素质教育和教育出海也有新的契机。素质教育领域持续受到政策鼓励，素质教育培训行业拥有良好的市场空间。根据多鲸行研发布的《2022 年素质教育行业报告》预测，2023 年国内素质教育潜在市场规模将突破 4787 亿元。职教密集政策支持，产教融合成为趋势，国家产业结构升级推动应用型人才需求，产教融合成为职教关键。

K12 业务双轨运营，素质教育职教齐头并进

海淀凯文学校教学成绩凸显，学生取得优异升学成绩。学生收到美国前十名的学校和牛津剑桥的 offer，提高学校的声誉度。持续向高水平竞赛冲刺，形成了「社团+学科组+专业团队」“三位一体”的备赛结构。朝阳凯文精品素质高中正式开学，有望推动学校发展，加快提升朝阳学校学生规模。

凯文素质教育主要围绕两所凯文学校打造了凯文体育、凯文艺术及凯文营地。凯文艺术方面与多方建立了良好的合作关系，在艺术、体育等领域公司积累了优质的素质教育资源。凯文体育发挥企业优势，打好“青训教育”重要板块，完善冰雪运动教育资源，积极拓展多元经营模式。公司预计 2024 年暑假各类业务板块收入及服务人次会有更大幅度的增长。

公司积极开拓了职教产教融合业务。与多家细分领域龙头签订合作协议，为国内高校产教融合赋能，开设人工智能、大数据、元宇宙等新兴热门专业。职教学生人数有望增长，毛利可观。

首次覆盖，给予“买入”评级。

公司作为海淀国资委下属的教育类公司，依托海淀区丰富、优质的教育资源，一直以教育为主营业务。伴随盈利能力逐步恢复、素质教育培训业务逐步发展、职教产教融合推进，市场份额有望持续提升。我们预计公司 24-26 年收入分别为 3.61/4.72/6.01 亿元，归母净利润分别为 0.11/0.46/0.87 亿，EPS 分别为 0.02/0.08/0.15 元/股，PE 分别为 210/51/27x。

风险提示：行业政策变动风险，市场竞争加剧风险，折旧摊销拖累业绩表现风险，公司流通市值较小的风险，测算具有主观性风险等。

投资评级

行业	社会服务/教育
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	3.91 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	598.28
流通 A 股股本(百万股)	598.26
A 股总市值(百万元)	2,339.28
流通 A 股市值(百万元)	2,339.18
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	27.03
一年内最高/最低(元)	5.69/2.73

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《凯文教育-年报点评报告:21Q1 教育业务营收+15%，业绩拐点有望来临》2021-04-29
- 《凯文教育-季报点评:收入业绩增速环比改善，毛利率转正，公司业务逐步恢复》2020-11-03
- 《凯文教育-公司点评:落地轻资产输出项目，实现优质资源禀赋异地复制》2020-09-18

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	171.80	253.89	360.72	472.33	601.22
增长率(%)	(39.57)	47.78	42.08	30.94	27.29
EBITDA(百万元)	20.22	51.86	84.49	119.83	131.20
归属母公司净利润(百万元)	(96.59)	(49.72)	11.15	46.12	87.21
增长率(%)	(19.92)	(48.52)	(122.42)	313.77	89.09
EPS(元/股)	(0.16)	(0.08)	0.02	0.08	0.15
市盈率(P/E)	(24.22)	(47.05)	209.87	50.72	26.82
市净率(P/B)	1.04	1.06	1.06	1.04	1.00
市销率(P/S)	13.62	9.21	6.49	4.95	3.89
EV/EBITDA	43.86	13.42	4.61	3.37	1.89

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. K12 国际教育为主，素质教育和职教为翼.....	5
1.1. 三大业务起头并进	5
1.2. 股东国资背景优势，为发展持续注能.....	6
1.3. 业务多元化布局，盈利能力逐步修复.....	7
2. 政策支持业务发展，市场潜力有望释放.....	9
2.1. 政策强调扩大优质教育资源供给.....	9
2.2. 素质教育培训需求增长，市场空间广阔	10
2.3. 职教密集政策支持，产教融合成为趋势	11
3. K12 业务双轨运营，素质教育和职教齐头并进.....	12
3.1. 海淀凯文成绩优异，朝阳凯文潜力有望释放	12
3.2. 素质教育资源丰富，积极开拓培训业务	13
3.3. 职教拓展稳步推进，落地多个产教融合项目	13
4. 盈利预测与估值.....	15
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：公司开展教育业务分类.....	5
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：截至 2024 年 3 月 31 日公司股权穿透图.....	6
图 4：2019-24Q1 凯文教育营业收入及增长率.....	8
图 5：2019~24Q1 凯文教育归母净利润及增长率.....	8
图 6：2019~23 年折旧摊销费用（亿元）.....	8
图 7：2019~24Q1 财务费用（亿元）.....	8
图 8：2019~24Q1 公司毛利率（%）.....	9
图 9：2019~23 经营活动产生的现金流量净额（亿元）.....	9
图 10：2018~2022K12 教育学生人数及增长率.....	9
图 11：2018~2022K12 民办教育学生人数及增长率.....	9
图 12：2013~22 民办学校数量（万所）.....	9
图 13：2018-2023 国内素质教育潜在市场规模（亿元）.....	10
图 14：“双减”后家长对培训班投入金额变化占比.....	10
图 15：2018~2022 高职（专科）院校（所）.....	11
图 16：2018~2022 高职（专科）学生人数及增长率.....	11
图 17：海淀凯文学校 2024~2025 学年各阶段学费.....	12
图 18：海淀凯文学校部分学生 offer.....	12
图 19：凯文体育与知名组织合作案例.....	13

表 1：公司董事及高级管理人员概况.....	7
表 2：我国推动素质教育发展相关政策性文件.....	10
表 3：公司实施产教融合部分项目	14
表 4：公司收入拆分及预测（亿元；%）	15

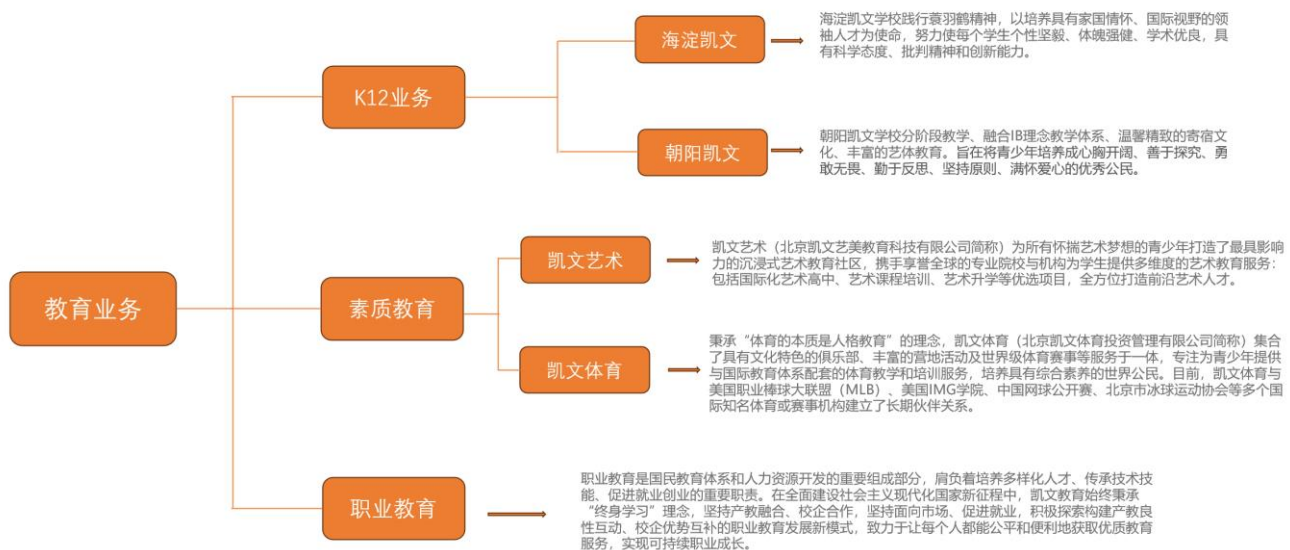
1. K12 国际教育为主，素质教育和职教为翼

1.1. 三大业务起头并进

凯文教育是一家以提供优质国际教育服务、高品质素质教育服务、现代职教服务三大主营业务为核心的教育集团公司。在符合教育相关政策前提下为两所凯文学校提供高品质教育服务，并持续拓展轻资产 K12 教育服务和素质教育相关业务，公司的教育服务业务呈可持续合规化良好发展。

同时，通过在职教赛道的积极布局，公司目前已陆续在在所高等院校成功落地了产业学院项目并稳定运营且规模持续增长中。通过上述经营战略的调整布局，目前公司已发展成为集 K12 教育、素质教育和职教为一体的多元化教育集团，并致力于成为 K12 教育的优质服务商和职教领域的关键参与者。

图 1：公司开展教育业务分类



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司自完成教育业务转型后，一直把为学校提供运营支持服务作为主营业务，目前主要为北京**海淀凯文学校**和北京**朝阳凯文学校**提供运营服务。公司在满足学校对于优质素质教育课程的需求外，将**素质教育业务**边界从校内拓展到校外。公司响应国家政策**积极布局职教赛道**，迎合新技术和新行业发展，把职教作为未来发展的重点，并侧重于产教融合、学科共建和校企合作领域。

图 2：公司发展历程



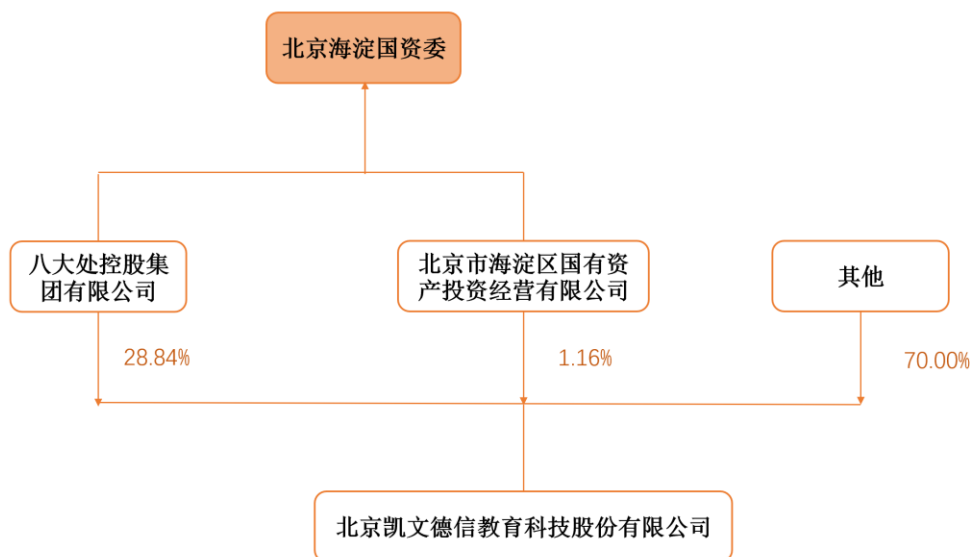
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股东国资背景优势，为发展持续注能

海淀区国资委下属的教育类上市公司，凯文教育依托海淀区丰富、优质的教育资源，一直以教育为主营业务。由大股东海国投委派的上一任董事长王慰卿和董事会带领着公司全体员工克服了疫情对教育业务产生的不利影响，积极应对行业政策和监管方向调整带来的挑战和机遇。

2024年3月王腾当选公司董事长，其在公司控股股东海国投集团工作已有五年，期间一直对凯文教育保持着高度关注，从控股股东角度对凯文教育的发展历程有着较为清晰的了解。

图 3：截至 2024 年 3 月 31 日公司股权穿透图



资料来源：choice，天风证券研究所

表 1：公司董事及高级管理人员概况

高管人员	高管职位	概况
王腾	董事长、董事	历任普华永道中天会计师事务所北京分所审计部高级审计师、五矿国际信托有限公司审计部审计经理、北京首创创业投资有限公司投资部高级投资经理、高济(天津)投资有限公司投资发展部投资经理、北京市海淀区国有资产投资经营有限公司战略投资部副经理和经理。现任北京市海淀区国有资产投资经营有限公司总经理助理、董事会秘书。2024 年 3 月至今任公司董事。
董琪	董事、总经理	历任安永华明会计师事务所审计部助理经理，毕马威企业咨询有限公司经理，香港长和资产管理有限公司副总裁，香港宏城亚太投资有限公司任执行董事，北控医疗健康产业集团有限公司执行董事、财务顾问。2016 年 8 月至 2019 年 12 月任公司财务负责人，2016 年 8 月至 2020 年 8 月任公司副总经理。2016 年 8 月至今任公司董事，2020 年 8 月至今任公司总经理。
袁佳	独立董事	历任北京城市学院招生办公室主任、招生就业处处长、校长助理。2019 年 12 月至今任北京城市学院党委委员、副校长。2023 年 1 月至今任粉笔有限公司独立董事。袁佳女士投身民办教育多年，具有丰富的教育管理经验。2022 年 8 月至今任公司独立董事。
高峰	独立董事	会计和财务管理方面具有丰富的工作经验，获得澳洲注册会计师和中国内部审计员岗位资格证书。2015 年 10 月至今任吉林大学中国国有经济研究中心兼职研究员，2020 年 5 月至今任中国农业大学兼职硕士研究生指导教师。现任北京首农食品集团有限公司董事、北京市建筑设计研究院有限公司董事、北京恒泰信合管理咨询有限公司执行董事。2022 年 8 月至今任公司独立董事。
裴蕾	副总经理、财务负责人	历任北京凯文智信教育投资有限公司财务经理，公司内部审计负责人、财务经理。2019 年 12 月至今任公司财务负责人，2021 年 4 月至今任公司副总经理。
叶潇	副总经理、董事会秘书	历任大公国际资信评估有限公司海外总部经理，航天科技控股集团股份有限公司证券投资部副部长，博彦科技股份有限公司证券部执行总监，北京汉邦高科数字技术股份有限公司副总经理、董事会秘书。2019 年 10 月至今任公司副总经理、董事会秘书。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 业务多元化布局，盈利能力逐步修复

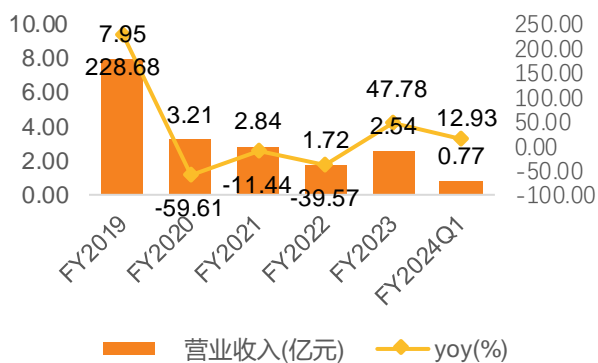
2021 年 5 月 14 日，国务院颁布了《民促法实施条例》(以下简称“民促法”)，对 K12 教育行业产生影响。2021 年 9 月开始公司不再对学校进行并表，学杂费不能确认为当期收入。

民促法实施后，2022 年 2 月公司变更举办人，公司财务报表的收入将是凯文教育向两校提供的收入，具体包括：(1) 提供校园运营，包括不动产的租赁；(2) 提供凯文特色的艺术、体育的课程培训等。同时还有面向市场的素质教育以及职教收入。

24Q1 营收 0.77 亿元，同增 12.93%。2019-23 年凯文教育营收分别为 7.95、3.21、2.84、1.72 以及 2.54 亿元，公司收入主要来源于 K12 学费收入以及餐饮收入，收入自 2019 年减少主要反映(1) 疫情影响；(2) 2021 年民促法影响。

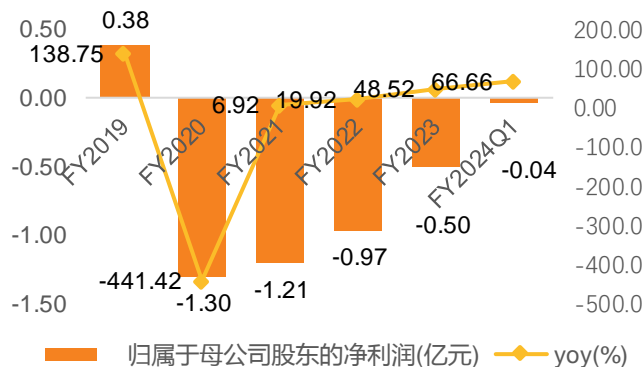
从利润来看，24Q1 归母净利润为-0.04 亿元，同增 66.66%。2019-23 年，归母净利润分别为 0.38 亿元、-1.30 亿元、-1.21 亿元、-0.97 亿元以及-0.50 亿元。

图 4：2019~24Q1 凯文教育营业收入及增长率



资料来源：choice，天风证券研究所

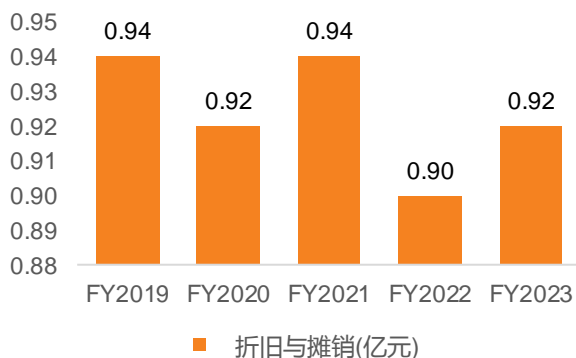
图 5：2019~24Q1 凯文教育归母净利润及增长率



资料来源：choice，天风证券研究所

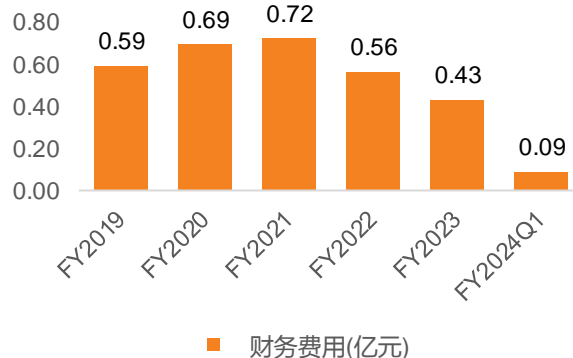
公司早期按照重资产策略布局经营学校业务。后期由于受到政策、市场等外部因素的影响导致招生不及预期，以及重资产经营下折旧摊销和贷款利息对公司业绩造成了拖累。目前经营性现金流为正，每年也会偿还一定的本金和利息，贷款存量已减少。随着金盏地区基础建设的进一步完善，地铁等各方面的配套设施到位之后，公司的教育楼宇出租率有望提升，也就能够冲抵折旧摊销。

图 6：2019~23 年折旧摊销费用（亿元）



资料来源：choice，天风证券研究所

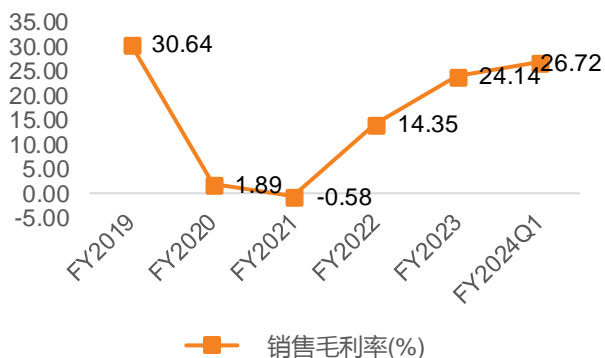
图 7：2019~24Q1 财务费用（亿元）



资料来源：choice，天风证券研究所

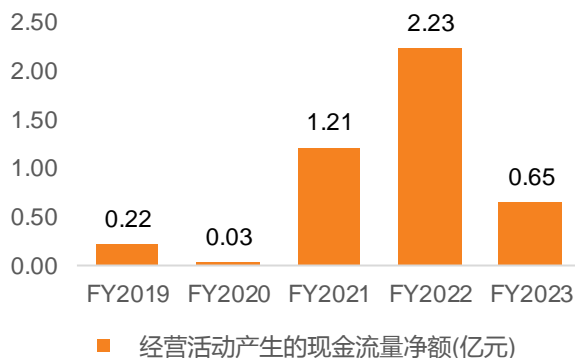
2024Q1 公司毛利率 26.72%，2019~23 毛利率分别为 30.64%、1.89%、-0.58%、14.35%、24.14%。随着朝阳凯文学校学生人数增长、学费增加、素质教育与职教规模的持续扩大，公司毛利率有望进一步增强，带动公司扭亏为盈。公司现金流较好，呈现出经营性净现金流持续流入的态势，2021-23 公司经营性净现金流净额分别为 1.21、2.23、0.65 亿元，反映公司办学成果良好，办学结余高速增长。

图 8：2019~24Q1 公司毛利率 (%)



资料来源: choice, 天风证券研究所

图 9：2019~23 经营活动产生的现金流量净额 (亿元)



资料来源: choice, 天风证券研究所

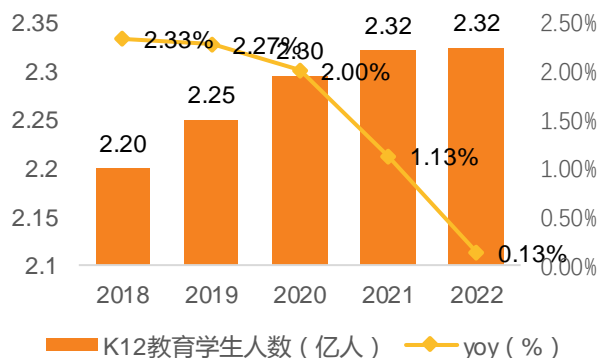
2. 政策支持业务发展，市场潜力有望释放

2.1. 政策强调扩大优质教育资源供给

2020 年 10 月 19 日，教育部在《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3306 号（教育类 324 号）提案答复的函》中指出：我国民办教育是社会主义教育事业的组成部分，党和国家重视支持和规范社会力量兴办教育。教育部将持之以恒地在做优做强公办义务教育的同时充分尊重民办义务教育学校的办学自主权，鼓励民办中小学校在合法合规的前提下找准发展路径，引导民办义务教育健康发展，促进义务教育质量整体提升。

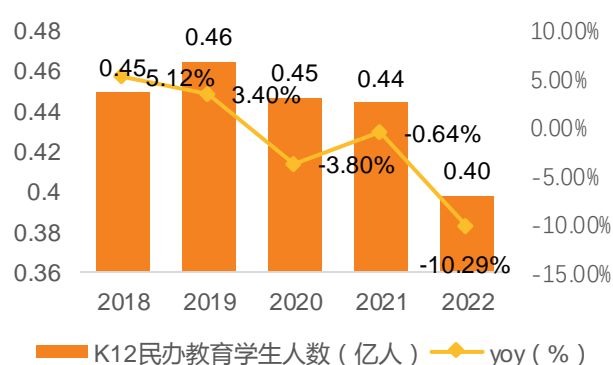
在民办教育行业整体受挫的大环境下，部分教育集团跨界谋生，部分选择继续深耕赛道。整体上看，教育留学培训、营地教育出现复苏迹象，素质教育和教育出海也有新的契机。2022 年国内 K12 教育学生人数 2.32 亿人，同增 0.13%；民办教育学生人数 0.4 亿，同比减少 10.29%。在政策之下规范运作，各教育集团预计有望会保持一定程度的营收及业务增长。

图 10：2018~2022K12 教育学生人数及增长率



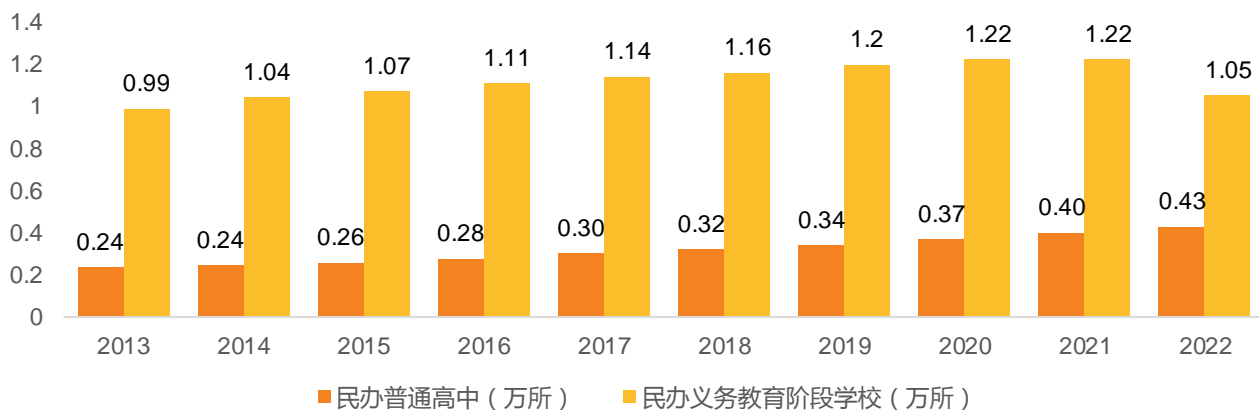
资料来源: 教育部, 天风证券研究所

图 11：2018~2022K12 民办教育学生人数及增长率



资料来源: 教育部, 天风证券研究所

图 12：2013~22 民办学校数量 (万所)



资料来源：教育部，天风证券研究所

2.2. 素质教育培训需求增长，市场空间广阔

素质教育领域持续受到政策鼓励。自 2021 年 3 月发布《义务教育质量评价指南》以来，国家先后发布多项鼓励素质教育政策，强调要遵循学生成长规律和教育规律，加快建立以发展素质教育为导向的义务教育质量评价体系，构建德智体美劳全面培养教育机制，努力培养德智体美劳全面发展的社会主义建设者和接班人。

表 2：我国推动素质教育发展相关政策性文件

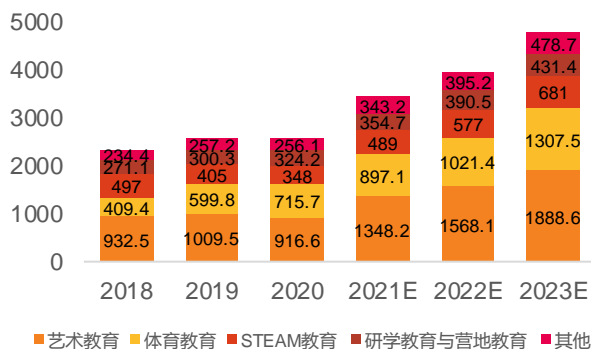
日期	发文单位	名称
2021.3	教育部等六部门	《义务教育质量评价指南》
2020.10	中共中央、国务院	《关于全面加强改进新时代学校美育工作的意见》
2020.10	中共中央、国务院	《关于全面加强改进新时代学校体育工作的意见》
2020.10	中共中央、国务院	《深化新时代教育评价改革总体方案》
2019.7	中共中央、国务院	《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》
2018.8	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》
2016.9	教育部委托、北师大牵头课题组	《中国学生发展核心素养》

资料来源：中国政府网，人民网，天风证券研究所

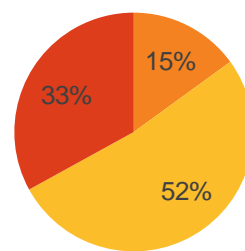
素质教育前景广阔，公司聚焦细分赛道。根据国家统计局发布数据计算，截至 2021 年，3-6 岁学前教育、普通小学、初中、普通高中在校生分别为 4805 万人、1.08 亿人、5018 万人、2605 万人，成为中国素质教育最核心的目标群体。随着相关年龄段学生人数持续增长，分层结构较为稳定，素质教育培训行业拥有良好的市场空间。根据多鲸行研发的《2022 年素质教育行业报告》预测，2023 年国内素质教育潜在市场规模将突破 4787 亿元。

图 13：2018-2023 国内素质教育潜在市场规模（亿元）

图 14：“双减”后家长对培训班投入金额变化占比



■投入金额减少 ■投入金额不变 ■投入金额增加



资料来源：多鲸公众号，天风证券研究所

资料来源：多鲸公众号，天风证券研究所

2.3. 职教密集政策支持，产教融合成为趋势

2024年3月1日教育部召开新闻发布会公布了2023年全国教育事业发展基本情况，其中高等教育全国有4763.19万人，市场规模较大。近几年国家职教利好政策密集出台，鼓励企业与高校开展产教融合，提升企业人才迭代，培养新型应用型人才。

支持政策密集发布，大力鼓励上市公司举办职教。职教利好政策密集出台，不仅明确了职教的重要性，也细化了发展方向和扶持措施。

职业学校在校生人数增长，职教市场潜力有望释放。我国各类职业院校众多，在校生及每年招生人数庞大。查询教育部2022年6月17日发布的《全国高等学校名单》，截至2022年5月31日，全国高等学校共计3013所，其中普通高等学校2759所，含本科院校1270所、高职（专科）院校1489所、成人高等学校253所。高职（专科）院校总数和2021年相比有所增加。

图 15：2018~2022 高职（专科）院校（所）

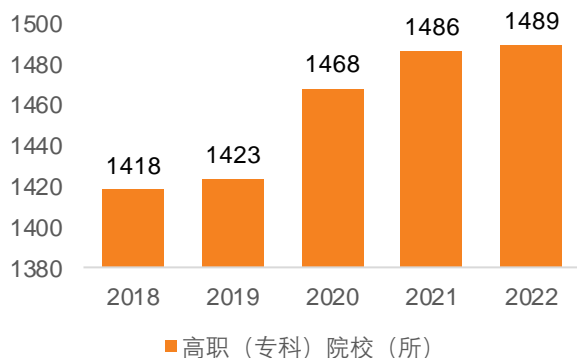
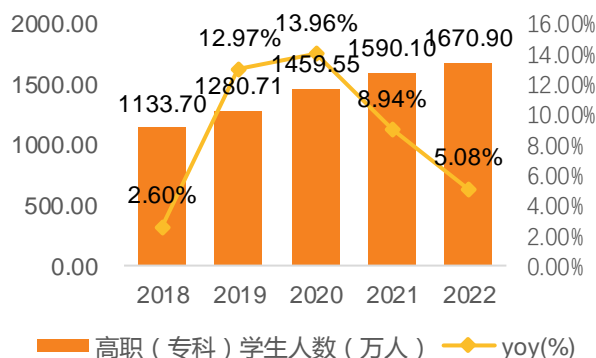


图 16：2018~2022 高职（专科）学生人数及增长率



资料来源：教育部，天风证券研究所

资料来源：教育部，天风证券研究所

国家产业结构升级推动应用型人才需求，产教融合成为职教关键。随着我国经济结构的战略调整和产业数字化转型的加快，对技能人才的需求更加多样化和更加旺盛，技术技能人才市场供需结构性矛盾突出。国务院办公厅印发的《关于深化产教融合的若干意见》指出为了解决人才培养供给侧和产业需求侧在结构、质量、水平上还不能完全适应的问题，需要企业发挥重要主体作用，促进人才培养供给侧和产业需求侧结构要素全方位融合，培养大批高素质创新人才和技术技能人才。

3. K12 业务双轨运营，素质教育职教齐头并进

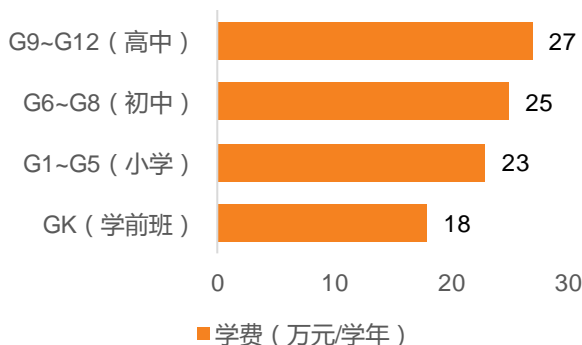
3.1. 海淀凯文成绩优异，朝阳凯文潜力有望释放

K12 教育服务是凯文教育的发展基石，也是凯文优质教育品牌的发源所在。凯文教育继续巩固两所国际化学校（海淀凯文、朝阳凯文）的办学优势，服务好各类人才对子女接受国际化教育的需求，进一步服务北京国际交往中心功能建设，并围绕体育、艺术、科创等领域打造自身特色更为突出的素质教育业务，持续完善凯文 K12 办学和教学体系，轻重并举发挥凯文教育服务体系价值。

构建多元化课程体系，满足学生升学需求。北京海淀凯文学校成立于 2016 年，是一所提供 K-12 年级中英双语教学的国际化特色学校。目前，海淀凯文已获得美国 Cognia 认证、美国大学理事会（College Board）AP 课程认证和 AP Capstone 文凭项目认证、剑桥 CAIE 和牛津 AQA 双认证。同时，海淀凯文还是美国 ACT 考试和英国 A-Level 考试授权考点。

教学成绩凸显，学生取得优异升学成绩。2023 年海淀凯文学校学生收到美国前十名的学校和牛津剑桥的 offer，提高学校的声誉度。截至 2024 年 4 月 22 日，海淀凯文学校 2024 届 41 名毕业生已收到杜克大学、牛津大学、剑桥大学、加州大学洛杉矶分校等 239 份录取通知书。录取专业涵盖经济学、社会学、数学、历史、生物、艺术、体育管理等领域。其中，美国前 50 高校录取率 100%、前 30 高校录取率 55%、英国 G5 录取率 60%。

图 17：海淀凯文学校 2024~2025 学年各阶段学费



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 18：海淀凯文学校部分学生 offer



资料来源：北京海淀凯文学校公众号，天风证券研究所

持续向高水平竞赛冲刺，形成了「社团+学科组+专业团队」“三位一体”的备赛结构，从学生兴趣培养，到基础知识构筑，再延伸到垂直领域的信息串联，确保学生可以在每一场竞赛中取得收获。近几年，海淀凯文学子在各大赛事中也都取得了亮眼的成绩。在 2022 硅谷青少年创业挑战赛中，海淀凯文 Wave 团队取得全球第二的好成绩，获美国知名投资人 8000 美元的投资；G12 朱同学在竞争激烈的 USACO（美国计算机奥赛）中成功拿到铂金级认证等奖项。

24 年 2 月海淀凯文学校与北京青少年科技教育协会签订合作协议，合作围绕着以下三方面展开：1）拔尖创新人才培养，利用其在中科院、大专院校的专家导师资源，支持海淀凯文在五大学科竞赛方面提供帮助；2）景润数学班，以“数学特色、外教英语、国内出口”为特色搭建课程体系，配置师资队伍；3）科普教育，定向为海淀凯文的教师、学生和家長提供科普讲座，提升学生和家長的科学素养。

朝阳凯文铺设“国际+国内”双轨制培养路径，为不同需求的学子规划抵达梦想之路。

布局国内升学方向，拓宽服务领域。国内各省市未来几年高考人数总体呈上升趋势。以北京为例，2021-2023 三年的初中毕业生数量和高中招生人数呈明显上升趋势。另一方面，

当前初中生在校人数也逐年增多，这意味着未来三年中考人数将持续增加，对于高中学校数量和班级数量的扩充需求也日益增加。

朝阳凯文精品素质高中正式开学，有望推动学校发展。其旨在通过建立国际化教育资源共享共生机制，实现学校育人更加均衡和学生成才模式更加多元。精品素质高中面向北京市中考学生招生，已于 2023 年秋季正式开学，学生在冬季期末考试中取得了较好的考试成绩。朝阳凯文学校国际课程项目分为凯文艺术项目（KAP）和凯文音乐项目（KMP）两个方向为学生提供从艺术专业发展路径、校本特色艺术课程和课后艺术培训等多维度艺术教育服务。

加快提升朝阳学校学生规模。朝阳学校在现有业务基础上拓展了国内高考方向，进一步提高了朝阳学校的使用率。普高班学生 2023 年在朝阳区期末考试成绩排名中进步幅度非常大，随着 2024 年北京中考人数的进一步增加，公司预计在 9 月份的普高招生相比去年会有较大的增长。

3.2. 素质教育资源丰富，积极开拓培训业务

凯文素质教育主要围绕两所凯文学校打造了凯文体育、凯文艺术及凯文营地。

2022 年素质教育线下培训业务的开展受到较大冲击，公司素质教育子公司在一段时间内暂停了线下培训。2023 年素质教育子公司线下培训业务全面恢复。在 2023 上半年实现培训业务收入 3623.79 万元，较上年同期增长 227.2%。

凯文艺术方面与伯克利音乐学院、北京市中小学体育运动协会等行业协会建立了良好的合作关系，在艺术、体育等领域公司积累了优质的素质教育资源。通过资源向课程的转化，形成了涵盖艺术、音乐、体育等综合全面的凯文素质教育体系。KAP 和 KMP 毕业生都已经取得优异的升学成绩。

凯文体育发挥企业优势，打好“青训教育”重要板块，完善冰雪运动教育资源，积极拓展多元经营模式。凯文体育与金辉会议签订合作协议约定由凯文体育运营位于北京市海淀区的西山滑雪场。至此，同时拥有冰场和雪场不仅完善了公司冰雪运动硬件设施，也提升了公司在冰雪运动教育培训的市场竞争力。凯文体育发挥企业优势，打好“青训教育”重要板块，完善冰雪运动教育资源，积极拓展多元经营模式。

凯文营地 2023 年暑期接待了大量游学人次，提供了优质的服务。2024 年暑假计划恢复海外游学业务，公司预计 2024 年暑假各类业务板块收入及服务人次会有更大幅度的增长。

图 19：凯文体育与知名组织合作案例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 职教拓展稳步推进，落地多个产教融合项目

经过近十年的发展，凯文教育已经在课程体系、教学管理、人才培养等方面积累了丰富的

经验和能力。同时，作为区属国有企业，凯文教育背靠海淀区作为教育大区、人才大区、科技创新大区的各项资源禀赋。

作为教育端与产业端的桥梁纽带，公司进一步打通产业端和教育端的资源优势，密切校企合作和深化产教融合。

在教育端：公司与职业院校共建二级产业学院，依据企业用工需求引入入校和为学院引入依据产业界创新需求转化成的相应课程，以实践为导向使学生通过在校内及企业的定向技能培训提升自身技能，在毕业后被企业择优录用。

在产业端：公司与企业合作打造实习实训基地，推动学生实习实训和为企业输送高素质应用型人才。推动职业院校老师在企业进修以及企业高技能人才在院校兼职任教，力求实现企业人力资源需求与学校高质量人才供给的有机结合。

公司积极开拓了职教产教融合业务。与百度、龙芯中科、凤凰数科等细分领域龙头签订合作协议，为国内高校产教融合赋能，开设人工智能、大数据、元宇宙等新兴热门专业。凯文发展产教融合业务模式是与企业和高校合作，高校直接付费的模式，整体学生规模可观。

职教学生人数有望增长，毛利可观。公司职教业务截止 2023 年 9 月在校生人数为 4000 人，预计 2024 年会有大幅的提升。随着学生人数的逐渐增多，收入规模也会快速增加。职教业务生均收入在 4000-8000 元/年，一般合作的规模一届为 400-500 人，大专 1200-1500 人，本科最高到 2000 人。一般合作期限在 5-6 年，很多学校签约周期为 5 届 8 年或 8 届 11 年。轻资产模式毛利率大概在 15%-30%。

表 3：公司实施产教融合部分项目

日期	新增客户及项目
2022 年 4 月	签约泸州职业技术学院
2022 年 6 月	签约博华教育
2022 年 6 月	签约郑州信息科技职业学院
2022 年 7 月	和亚马逊云科技联手打造“Future Youth AI Community”
2023 年 1 月	与湖南高速铁路职业技术学院共建智能技术产业学院
2023 年 3 月	携手百度共建中职人工智能实训基地
2023 年 4 月	签约北京城市学院
2023 年 4 月	签约郑州升达经贸管理学院
2023 年 9 月	签约北京启明星辰信息安全技术有限公司
2023 年 10 月	签约龙芯中科技术股份有限公司
2023 年 11 月	凯文教育集团携手海淀区头部科技企业百度、启明星辰和龙芯中科，与升达学院进行了校企合作签约仪式
2023 年 11 月	签约凤凰数字科技
2023 年 12 月	新迈尔携手湖南幼专打造首个产业学院
2024 年 2 月	签约江西工商职业技术学院
2024 年 2 月	签约北京青少年科技教育协会

资料来源：凯文教育集团 KWA 公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设：

- 1) **教育服务业务：**公司进一步增加教育服务产品的品类，不断提升教育资产回报率。轻资产运营管理服务不断延伸，扩大市场份额。我们预计 24-26 年收入分别同比 +36%/+34%/+31%，毛利率分别为 35.0%/36.9%/38.5%。
- 2) **培训服务业务：**公司巩固校内素质教育差异化特色，持续扩大校外素质教育市场，顺应政策导向，积极拓展职业教育赛道。我们预计 24-26 年收入分别同比 +55%/+26%/+20%，毛利率分别为 23.0%/24.1%/26.0%。

收入端：预期 24-26 年业务多元布局，K12 教育业务良好开展，素质教育与职教业务稳步推进，收入分别为 3.61/4.72/6.01 亿人民币，增速分别为 42.08%/30.94%/27.29%。

利润端：伴随业务布局和优化，盈利能力逐步恢复，利润率或逐步回升，我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 0.11/0.46/0.87 亿人民币，增速分别为 -122.42%/313.77%/89.09%。

表 4：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	1.72	2.54	3.61	4.72	6.01
yoy	-39.57%	47.78%	42.08%	30.94%	27.29%
毛利率	14.4%	25.2%	31.0%	32.9%	34.9%
教育服务业务	1.38	1.83	2.49	3.33	4.35
yoy	-45.32%	32.82%	36.00%	34.00%	30.50%
毛利率	18.5%	28.8%	35.0%	36.9%	38.5%
占比	80.20%	72.08%	68.99%	70.60%	72.39%
培训服务业务	0.30	0.67	1.04	1.31	1.57
yoy	-1.18%	120.65%	55.00%	26.00%	20.00%
毛利率	1.1%	15.1%	23.0%	24.1%	26.0%
占比	17.7%	26.4%	28.8%	27.7%	26.1%
其他	0.04	0.04	0.08	0.08	0.09
毛利率	10%	10.5%	11%	12%	12.5%
占比	2.13%	1.58%	2.22%	1.69%	1.50%

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司作为海淀国资委下属的教育类公司，依托海淀区丰富、优质的教育资源，一直以教育为主营业务。伴随盈利能力逐步恢复、素质教育培训业务逐步发展、职教产教融合推进，市场份额有望持续提升。我们预计公司 24-26 年收入分别为 3.61/4.72/6.01 亿元，归母净利润分别为 0.11/0.46/0.87 亿，EPS 分别为 0.02/0.08/0.15 元/股，PE 分别为 PE 分别为 210/51/27x。

5. 风险提示

- 1) **行业政策变动风险：**教育行业对政策变动的敏感性较高，行业政策环境的变动会对公司学校运营业务、素质教育和职教业务的开展产生不同程度的影响。公司将密切关注教育行业政策法规的变化情况，顺应政策导向，扩大职教业务布局。
- 2) **市场竞争加剧风险：**公司在职教领域仍处于开拓阶段，业务在开拓过程中可能会由于

合作方及项目变化调整业务方案，业务整体实现标准化、规模化仍需一定周期。

3) 折旧摊销拖累业绩表现的风险：公司目前持有两所凯文学校办学场地的固定资产，前期学校建设和装修固定资产投入较大，折旧摊销费用也是造成公司经营业绩持续几年亏损的主要原因之一。当前公司对外业务拓展以轻资产运营模式为主，后续将努力通过适当方式逐步优化资产结构和提高资产利用率，规避重资产投入产生的折旧摊销对业绩的不利影响。

4) 公司流通市值较小的风险：公司流通市值较小，股价易波动的风险。

5) 测算具有主观性风险：本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	441.25	395.70	363.17	248.20	384.04
应收票据及应收账款	1.56	5.30	1.25	7.33	3.60
预付账款	0.86	0.62	6.24	2.50	8.31
存货	0.20	0.12	0.43	0.27	0.60
其他	153.93	149.50	198.55	202.78	262.19
流动资产合计	597.80	551.24	569.65	461.08	658.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	145.92	90.25	145.52	176.80	214.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	113.04	27.09	26.25	25.41	24.57
其他	2,384.31	2,441.31	2,413.89	2,383.21	2,352.54
非流动资产合计	2,643.27	2,558.65	2,585.67	2,585.43	2,591.11
资产总计	3,241.07	3,109.89	3,155.32	3,046.51	3,249.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	38.44	48.82	61.76	79.03	95.06
其他	77.32	134.08	325.62	283.82	435.08
流动负债合计	115.76	182.90	387.39	362.85	530.14
长期借款	740.00	640.00	550.00	420.00	370.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.00	3.58	6.79	6.79	6.79
非流动负债合计	750.00	643.58	556.79	426.79	376.79
负债合计	992.30	909.33	944.18	789.64	906.93
少数股东权益	(1.58)	(0.32)	(0.46)	(1.08)	(2.24)
股本	598.28	598.28	598.28	598.28	598.28
资本公积	2,022.02	2,022.02	2,022.02	2,022.02	2,022.02
留存收益	(369.95)	(419.58)	(408.43)	(362.31)	(275.10)
其他	(0.01)	0.15	(0.27)	(0.04)	(0.05)
股东权益合计	2,248.76	2,200.56	2,211.14	2,256.87	2,342.91
负债和股东权益总计	3,241.07	3,109.89	3,155.32	3,046.51	3,249.84

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(96.49)	(48.46)	11.15	46.12	87.21
折旧摊销	83.09	86.53	45.56	49.56	23.64
财务费用	50.44	45.56	29.35	23.93	19.49
投资损失	(3.41)	(3.09)	(3.25)	(3.25)	(3.25)
营运资金变动	239.54	(8.91)	126.56	(0.27)	136.16
其它	(50.15)	(6.49)	(0.15)	(0.61)	(1.16)
经营活动现金流	223.02	65.14	209.22	115.48	262.09
资本支出	(1,610.05)	(81.05)	96.79	80.00	60.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,624.43	71.00	(193.54)	(156.75)	(116.75)
投资活动现金流	14.38	(10.05)	(96.75)	(76.75)	(56.75)
债权融资	(299.59)	(92.13)	(144.58)	(153.93)	(69.49)
股权融资	0.93	0.16	(0.42)	0.22	(0.01)
其他	34.27	(8.17)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(264.39)	(100.14)	(145.00)	(153.70)	(69.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(26.99)	(45.05)	(32.52)	(114.97)	135.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	171.80	253.89	360.72	472.33	601.22
营业成本	147.15	192.60	248.82	316.79	391.70
营业税金及附加	10.52	10.69	6.49	8.50	10.82
销售费用	5.22	6.75	7.79	7.89	10.04
管理费用	48.70	49.23	61.94	72.12	84.35
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	55.55	42.59	29.35	23.93	19.49
资产/信用减值损失	1.91	(0.60)	0.66	0.66	0.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.41	3.09	3.25	3.25	3.25
其他	(10.90)	(5.88)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(89.76)	(44.58)	10.23	47.00	88.73
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	(89.76)	(44.58)	10.23	47.00	88.73
所得税	6.73	3.88	(0.77)	1.50	2.69
净利润	(96.49)	(48.46)	11.00	45.51	86.05
少数股东损益	0.10	1.26	(0.15)	(0.61)	(1.16)
归属于母公司净利润	(96.59)	(49.72)	11.15	46.12	87.21
每股收益(元)	(0.16)	(0.08)	0.02	0.08	0.15

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-39.57%	47.78%	42.08%	30.94%	27.29%
营业利润	-43.93%	-50.34%	-122.95%	359.46%	88.78%
归属于母公司净利润	-19.92%	-48.52%	-122.42%	313.77%	89.09%
获利能力					
毛利率	14.35%	24.14%	31.02%	32.93%	34.85%
净利率	-56.22%	-19.58%	3.09%	9.76%	14.50%
ROE	-4.29%	-2.26%	0.50%	2.04%	3.72%
ROIC	-1.61%	-0.52%	13.90%	26.27%	32.51%
偿债能力					
资产负债率	30.62%	29.24%	29.92%	25.92%	27.91%
净负债率	15.75%	15.91%	12.10%	11.19%	2.84%
流动比率	2.47	2.07	1.47	1.27	1.24
速动比率	2.47	2.07	1.47	1.27	1.24
营运能力					
应收账款周转率	214.63	73.97	110.02	110.02	110.02
存货周转率	845.53	1,577.42	1,308.08	1,345.33	1,384.98
总资产周转率	0.05	0.08	0.12	0.15	0.19
每股指标(元)					
每股收益	-0.16	-0.08	0.02	0.08	0.15
每股经营现金流	0.37	0.11	0.35	0.19	0.44
每股净资产	3.76	3.68	3.70	3.77	3.92
估值比率					
市盈率	-24.22	-47.05	209.87	50.72	26.82
市净率	1.04	1.06	1.06	1.04	1.00
EV/EBITDA	43.86	13.42	4.61	3.37	1.89
EV/EBIT	-24.39	-304.02	10.00	5.75	2.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com