

凯文教育 (002659)

多元化教育业务布局，年内盈利拐点可期

- ◆ 海淀国资入股，多元化布局的教育集团。公司前身为中泰桥梁，2018年完成更名，聚焦 K12 学校运营。目前，公司的主要业务板块包括 K12 学校运营业务、产教融合业务以及培训服务业务。截至2023年年报，海国投通过接受委托+二级市场增持的方式，共控制公司股权30%，为公司控股股东，实控人为海淀区国资委。
- ◆ 2024H1 年公司营收同比稳增，盈利能力逐步恢复。
 - 业绩方面，2024H1 公司实现营业收入 1.52 亿元，同比+18.92%；归母净利润-0.10 亿元，同比+51.00%；扣非后归母净利润-0.11 亿元，同比+47.52%。①分季度看，24Q1-Q2 分别实现营收0.77/0.75 亿元，分别同比+12.93%/25.76%，归母净利润分别为-0.04/-0.06 亿元，分别同比+66.66%/+33.58%。②分业务看，公司教育服务/培训/租赁分别实现收入 1.17/0.33/0.02 亿元，分别同比+30.69%/-9.22%/+2.13%，核心业务教育服务保持稳健增长。
 - 盈利能力方面，①毛利率方面，2024H1 年公司销售毛利率同比+5.66pct 至 27.75%，主要系营收占比 77%的教育服务业务毛利率提升所致（35.36%/同比+7.38pct）。②费率方面，整体费用率同比-9.02pct 至 29.29%，其中销售/管理/财务费用率分别为 1.43%/16.16%/11.70%，同比-0.59pct/-2.25pct/-6.18pct。③净利率方面，净利率-5.26%，同比+10.23pct，盈利能力改善。
- ◆ 教培政策进入稳定期，行业基本完成“筑底”。2月8日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，明确规范了教培行业经营的一些具体范式。校外培训管理条例意见稿中删除了“双减”文件中“对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行”的表述，对于高中阶段学科类培训相关政策或出现转机，传统教培业务供给或渐进式复苏。我们认为，此次征求意见稿是对“双减”的补充，而非颠覆，K9 学科教育退出历史舞台基本已成定局，此稿更加强调教培机构的有序、理性、合理地运营，行业政策有望

投资评级

买入

首次评级

2024年09月02日

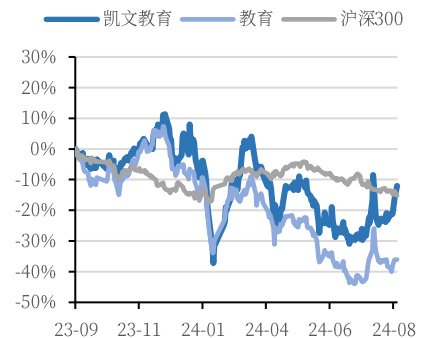
收盘价(元):

3.95

公司基本数据

总股本(百万股)	598.28
总市值(百万)	2,363.21
流通股本(百万股)	598.28
流通市值(百万)	2,363.21
12月最高/最低价(元)	5.20/2.73
资产负债率(%)	26.65
每股净资产(元)	3.66
市盈率(TTM)	-59.92
市净率(PB)	1.08
净资产收益率(%)	-0.45

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理
SAC 执业证书: S0640123040023
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

进入稳定期。根据教育部消息，截至 2022 年 2 月底，原 12.4 万个义务教育阶段线下学科类培训机构压减到 9728 个，压减率为 92.14%，原 263 个线上校外培训机构压缩到 34 个，压减率为 87.07%，“营转非”“备改审”完成率达 100%，预收费监管基本实现全覆盖，监管总额超过 130 亿元，所有省份均已出台政府指导价标准，收费较出台之前平均下降 4 成以上，25 家上市公司均已完成清理整治，不再从事义务教育阶段学科类培训。在学科教培行业供给全面出清背景下，“双减”政策驱动行业加速完成“筑底”，教育公司已进入全面转型时期，2024H1 年公司在新业务辅助下基本经营情况已相对稳定，有望在年内见证业绩企稳回升，盈利拐点或出现。

- ◆ **K12 业务构建业绩基石，朝阳学校招生有望提振公司毛利率。** 海淀凯文学校和朝阳凯文学校是 K12 教育服务运营的载体，持续构建多元化课程体系，打造过硬的口碑和品牌力，通过拓展课程、竞赛类课程等设置，致力于提升学生申请背景，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。两所学校均已获得多项授权和认证，其中海淀凯文学校获得 A-Level 爱德思委员会和剑桥国际教育考试委员会双重认证，学生将拥有更广泛的学术选择，2024 届海淀凯文学校美国前 50 高校录取率 100%、前 30 高校录取率 55%、英国 G5 录取率 71%；朝阳凯文学校则通过了全球最大非营利性国际学校权威认证机构 Cognia 的官方候选资格审查。2023 年秋季，朝阳凯文学校精品素质高中正式开学，有望借助海淀学校成功经验和品牌力，推动学校学生和师资规模扩大，进而提振公司业绩和盈利能力，带动公司扭亏为盈。
- ◆ **素质教育业务持续创新，打造业绩新增长曲线。** 公司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。①**体育：**子公司凯文学校信与北京市多个体育协会建立长期合作伙伴关系，为在校学生提供富有深度和广度的特色素质类课程；此外，凯文体育充分利用硬件和人才资源，全方位打造了以跨界冰雪营地活动、进阶式冰雪课程和专业性冰雪运动俱乐部为特点的服务体系。②**艺术：**朝阳凯文学校在高中阶段开设了国际艺术班（KAP）和国际音乐班（KMP）。③**营地：**开设了体育、艺术、科技等方向的营地项目。与学科培训不同，素质教育市场受众主要集中在幼儿园至初中阶段学生，且分类涉及面更多，其中艺术教育、体育教育、STEAM 教育、研学与营地教育四大主要细分赛道的市场占有率约为 90%，2023 年素质教育市场空间约为 4787 亿元（多鲸教育研究院预测）。据教育部发布的 2023 年全国教

育事业发展基本情况，我国幼儿园至初中阶段学生共 2.01 亿人，且家长对兴趣引导型素质教育日益重视，在受众高基数背景下，有望驱动素质教育渗透率进一步提升，国内素质教育市场潜力值得期待，看好公司暑期素质教育业务带来业绩新增量。

- ◆ **大力拓展职业教育业务，建立教育端与产业端的纽带。**①**教育端：**与多院校合作建立了产业学院，办学层次覆盖了本科、高职和中职，产业学院主要合作内容包括专业申报、招生就业、实训室与平台建设、精品课程建设、竞赛辅导、实践教学、学生职业素养提升、实习实训等，截止 2023 年秋季，总在校人数超过 4000 人。②**产业端：**已先后与包括百度、腾讯、龙芯中科等在内的行业领先企业和产教融合领域合作伙伴签约合作。公司发展产教融合业务模式是与企业和高校合作，高校开设人工智能、大数据、元宇宙等新兴热门专业，公司为学校提供师资、实习实训渠道等，学生毕业后直接为企业输送人才，基于公司提供的服务，高校直接向公司付费，整体学生规模提升背景下，收入规模有望进一步做大。
- ◆ **投资建议：**作为 A 股稀缺的有国资背景的教育公司，公司蓄力筑造 K12 教育服务基本盘的同时，持续发力素质教育和职业教育业务，伴随教育政策企稳、公司口碑及品牌力提升、教育需求提振，公司业绩有望提振，年内或看到盈利拐点。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.06/0.35/0.68 亿元，EPS 分别为 0.01/0.06/0.11 元，对应目前 PE 分别为 386/68/35 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策变动风险、国内外宏观环境变化、业务开展不及预期风险、出生率持续下降风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	171.80	253.89	358.79	470.62	596.81
增长率 (%)	-39.57%	47.78%	41.32%	31.17%	26.81%
归属母公司股东净利润	-96.59	-49.72	6.13	34.71	68.20
增长率 (%)	19.92%	48.52%	112.32%	466.43%	96.51%
每股收益 EPS(元)	-0.16	-0.08	0.01	0.06	0.11
PE	-24.47	-47.53	385.68	68.09	34.65

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	171.80	253.89	358.79	470.62	596.81
yoy	-39.57%	47.78%	41.32%	31.17%	26.81%
毛利率	14.35%	24.14%	28.94%	30.03%	31.37%
1、教育服务收入					
收入	137.78	183.11	247.21	326.31	424.20
yoy	-45.32%	32.91%	35.00%	32.00%	30.00%
毛利率	18.53%	28.82%	35.00%	36.00%	37.00%
2、培训费收入					
收入	30.36	66.64	106.63	138.62	166.34
yoy	-1.18%	119.48%	60.00%	30.00%	20.00%
毛利率	1.14%	15.11%	16.00%	17.00%	18.00%
3、其他业务					
收入	3.66	4.13	4.95	5.70	6.27
yoy	130.17%	12.84%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	-33.30%	-37.85%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	507.08	441.25	395.70	472.61	687.14	924.18	营业收入	284.30	171.80	253.89	358.79	470.62	596.81
应收票据及账款	0.04	1.56	5.30	3.60	4.72	5.99	营业成本	285.96	147.15	192.60	254.96	329.30	409.60
预付账款	6.13	0.86	0.62	3.47	4.55	5.77	税金及附加	5.16	10.52	10.69	14.53	19.05	24.16
其他应收款	43.29	2.72	2.58	21.32	27.96	35.46	销售费用	16.90	5.22	6.75	5.38	6.59	7.76
存货	0.21	0.20	0.12	0.23	0.30	0.37	管理费用	76.63	48.70	49.23	60.99	75.30	89.52
其他流动资产	196.99	151.21	146.92	257.34	337.55	428.06	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	753.73	597.80	551.24	758.56	1062.23	1399.93	财务费用	71.68	55.55	42.59	24.11	12.91	4.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1150.99	161.81	97.97	82.63	67.28	51.93	信用减值损失	-2.34	1.91	-0.60	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	808.01	113.04	27.09	22.58	18.06	13.55	投资收益	12.83	3.41	3.09	6.44	6.44	6.44
长期待摊费用	269.32	257.83	232.10	116.05	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	497.85	210.58	2201.48	1950.58	1699.67	1448.77	资产处置收益	0.00	0.03	0.00	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	2726.17	2643.27	2558.65	2171.83	1785.01	1514.25	其他收益	1.45	0.23	0.89	0.86	0.86	0.86
资产总计	3479.91	3241.07	3109.89	2930.39	2847.24	2914.08	营业利润	-160.08	-89.76	-44.58	6.13	34.78	68.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	42.13	38.44	48.82	56.27	72.68	90.40	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	85.47	203.86	216.93	254.28	330.03	413.50	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	127.61	242.30	265.76	310.55	402.71	503.99	利润总额	-160.08	-89.76	-44.58	6.13	34.78	68.54
长期借款	1007.97	750.00	643.58	413.15	203.07	100.17	所得税	-39.77	6.73	3.88	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	-120.30	-96.49	-48.46	6.13	34.78	68.54
非流动负债合计	1007.97	750.00	643.58	413.15	203.07	100.17	少数股东损益	0.32	0.10	1.26	0.01	0.07	0.34
负债合计	1135.58	992.30	909.33	723.70	605.77	604.06	归属母公司股东净利润	-120.62	-96.59	-49.72	6.13	34.71	68.20
股本	598.28	598.28	598.28	598.28	598.28	598.28	EBITDA	0.95	48.88	84.54	417.06	434.51	343.85
资本公积	2022.02	2022.02	2022.02	2022.02	2022.02	2022.02	NOPLAT	-66.43	-36.81	-2.17	32.18	48.73	73.44
留存收益	-274.30	-369.97	-419.43	-413.30	-378.59	-310.39	EPS(元)	-0.20	-0.16	-0.08	0.01	0.06	0.11
归属母公司权益	2346.00	2250.34	2200.88	2207.00	2241.71	2309.91	主要财务比率						
少数股东权益	-1.68	-1.58	-0.32	-0.31	-0.24	0.10	会计年度						
股东权益合计	2344.33	2248.76	2200.56	2206.69	2241.47	2310.02	成长能力						
负债和股东权益合计	3479.91	3241.07	3109.89	2930.39	2847.24	2914.08	营收增长率	-11.44%	-39.57%	47.78%	41.32%	31.17%	26.81%
							营业利润增长率	5.80%	43.93%	50.34%	113.76%	466.99%	97.10%
							EBITDA增长率	12.36%	61.30%	94.18%	1619.17%	57.71%	53.24%
							EBITDA增长率	110.78%	5064.33%	72.94%	393.35%	4.18%	-20.87%
							归母净利润增长率	6.92%	19.92%	48.52%	112.32%	466.43%	96.51%
							经营现金流增长率	3236.04%	85.41%	-72.33%	442.99%	33.33%	-20.85%
							盈利能力						
							毛利率	-0.58%	14.35%	24.14%	28.94%	30.03%	31.37%
							净利率	-42.32%	-56.17%	-19.09%	1.71%	7.39%	11.49%
							营业利润率	-56.31%	-52.25%	-17.56%	1.71%	7.39%	11.49%
							ROE	-5.14%	-4.29%	-2.26%	0.28%	1.55%	2.95%
							ROA	-3.47%	-2.96%	-1.60%	0.21%	1.22%	2.34%
							ROIC	-2.58%	-1.28%	-0.08%	1.30%	2.23%	4.07%
							估值倍数						
							P/E	-19.59	-24.47	-47.53	385.68	68.09	34.65
							P/S	8.31	13.76	9.31	6.59	5.02	3.96
							P/B	1.01	1.05	1.07	1.07	1.05	1.02
							股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
							EV/EBIT	-33.18	-89.05	-1438.56	77.36	40.38	21.88
							EV/EBITDA	3098.38	62.32	33.87	5.61	4.43	4.65
							EV/NOPLAT	-44.14	-62.77	-1322.44	72.69	39.53	21.77

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637