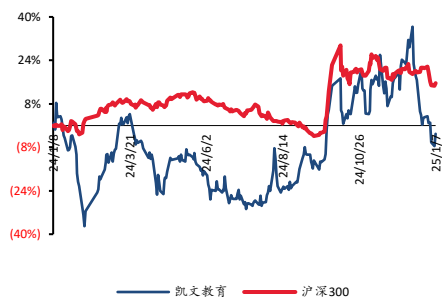


## 凯文教育深度：教育布局多元化 股权理顺业绩反转

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	5.98/5.98
总市值/流通(亿元)	25.97/25.97
12个月内最高/最低价(元)	6.18/2.73

### 相关研究报告

<<股权结构理顺 利好公司中长期发展>>—2024-09-26

### 证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

### 报告摘要

凯文教育专注于国际化教育、素质教育及职业教育领域，致力于为学生和社会提供多元化的优质教育服务。2017年，公司成功在A股上市，成为国内素质教育领域的代表性企业。目前，公司确立了“素质教育+国际化教育+职业教育”三核驱动的经营模式，业务涵盖基础教育服务、职业教育与培训、艺术教育，以及特色滑雪场运营等领域，通过线下学校、线上平台与资源整合全面满足多样化市场需求。

在股权结构方面，公司控股股东海国投实力雄厚，资源整合能力强，为公司长期发展提供了强有力的支持。海国投通过资金投入保障了其运营和业务拓展所需的资金流，助力凯文教育在教育服务、培训等业务领域稳定发展。同时，海国投凭借自身资源和影响力，可能为凯文教育带来了政策支持、行业资源以及潜在的合作机会，从战略层面帮助凯文教育在竞争激烈的教育行业中占据有利地位，促进其业务增长和盈利能力的提升。

职业教育已成为公司新的增长点之一。凯文教育积极响应国家职业教育改革政策，通过布局技能型职业教育课程和认证服务，深度服务于企业和个人用户需求。公司通过与行业领先企业合作，优化课程体系，提供高就业导向的职业培训项目，涵盖信息技术、金融服务等多个高需求领域。2023年，公司计划扩大职业教育板块的市场覆盖范围，构建完善的职业教育生态体系，以满足市场对高质量技能培训的需求。

依托现有资源开展素质教育。凯文学校以体育、艺术和科技教育引领学生综合素质培养，形成了具有艺体特色的差异化竞争优势及办学特色。在满足学校对于优质素质教育课程的需求外，公司将相关教育业务边界从校内拓展到校外，同时面向社会推广具有“凯文特色”的素质教育培训，并提供完整的K12阶段系统营地教育。在股东支持下托管西山滑雪场，促进冰雪运动发展。

估值及投资建议：预计2024-2026年行动教育将实现归母净利润-0.05亿元、0.15亿元和0.36亿元，同比增速-90.87%、-433.26%和136.29%。预计2024-2026年EPS分别为-0.01元/股、0.03元/股和0.06元/股，2024-2026年PE分别为-426X、133X和63X。公司亏损逐渐收窄，盈利拐点将至，看好公司发展，给予“买入”评级。

风险提示：存在宏观经济增长放缓，业务需求受影响的风险；存在线下业务恢复速度不及预期或教育资源拓展受阻等风险

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	253.89	303.82	370.67	434.12
营业收入增长率(%)	47.78%	19.67%	22.00%	17.12%
归母净利润（百万元）	-49.72	-4.54	16.60	40.28
净利润增长率(%)	48.48%	90.87%	465.59%	142.67%
摊薄每股收益（元）	-0.08	-0.01	0.03	0.07
市盈率（PE）	—	—	151.37	62.38

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、凯文教育：海淀国资委控股的多元化布局教育集团.....	5
(一) 顺应时代发展，逐步调整业务模式.....	5
(二) 股权结构理顺，新董事长经验丰富.....	6
(三) 聚焦K12教育，多元业务协同发展.....	7
(四) 财务状况趋势向好，开始呈现增长态势.....	9
二、北京市学子升学竞争激烈，教育行业逐步改革.....	11
(一) 北京市国际教育竞争情况.....	11
(二) 北京国内赛道初中升高中的竞争形势.....	14
(三) 职业教育产教融合的发展趋势，受政策支持.....	15
三、业务多元化发展，股权结构理顺带来利好.....	17
(一) 国际赛道升学成绩优异，国内赛道快速提升招生人数.....	17
(二) 职业教育实现产融结合，轻资产运营潜力大.....	19
(三) 依托现有资源拓展素质教育，托管滑雪场提升盈利能力.....	22
(四) 股权结构理顺，大股东支持力度有望提升.....	23
四、盈利预测与投资建议.....	24
(一) 盈利预测.....	24
(二) 投资建议.....	25
五、风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1: 凯文教育发展历程 .....	5
图表 2: 股权转让完成后公司股权结构 .....	6
图表 3: 两所 K12 学校概况 .....	8
图表 4: 凯文教育学校服务费收入构成 .....	8
图表 5: 公司营业总收入及同比增长率 .....	9
图表 6: 公司分产品营业收入 .....	9
图表 7: 公司归母净利润及同比增长率 .....	10
图表 8: 公司毛利率及净利率变化 .....	10
图表 9: 公司期间费用率变化 .....	11
图表 10: 公司现金流变化 .....	11
图表 11: 2015-2022 年中国出国留学人数 (万人) .....	12
图表 12: 2017-2024 高考和考研考录情况 (万人) .....	12
图表 13: 凯文教育海淀学校和部分竞争对手对比 .....	12
图表 14: 朝阳凯文学校和部分竞争对手对比 .....	13
图表 15: 北京市户籍人口出生人数 (万人) .....	14
图表 16: 2019 至 2024 年北京市普高录取情况 .....	14
图表 17: 预计北京市中考人数变化 (单位: 万人) .....	15
图表 18: 2019 年至 2024 年北京市高中数量变化 .....	15
图表 19: 近年国家发布的部分推动职业教育发展具体政策 .....	16
图表 20: 近年中职和专科教育毕业人数变化 .....	17
图表 21: 近年中职和专科教育招生人数变化 .....	17
图表 22: 凯文教育国际教育升学喜报 .....	18
图表 23: 凯文教育获得的部分荣誉 .....	19
图表 24: 凯文教育产教融合部分合作企业 .....	20
图表 25: 凯文教育职业教育部分合作院校 .....	21
图表 26: 近年滑雪人数及滑雪场数量变动趋势 .....	22
图表 27: 营业收入预测 (万元) .....	25

## 一、凯文教育：海淀国资委控股的多元化布局教育集团

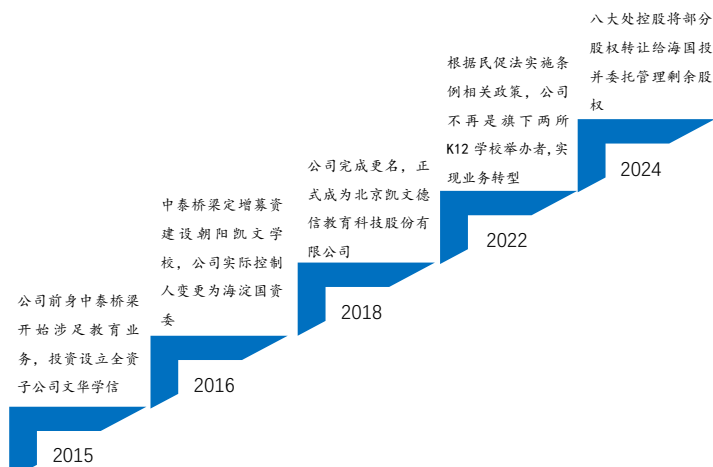
### (一) 顺应时代发展，逐步调整业务模式

凯文教育前身为中泰桥梁，中泰桥梁于 2015 年投资设立全资子公司文华学信，为后续教育业务的发展奠定基础。其发展主要有以下三个阶段：

**借壳上市，由海淀国资委实际控制（2016-2018）：**2016 年中泰桥梁定增募资建设朝阳凯文学校，公司实际控制人变更为海淀国资委，这一阶段公司在教育领域的布局进一步深化，且国资背景为后续发展提供了有力支撑。2018 年公司完成更名，正式成立北京凯文德信教育科技股份有限公司，明确聚焦 K12 学校运营，致力于打造优质教育品牌，提升市场辨识度。

**以两所 K12 学校为核心，逐步提升影响力（2019-2021）：**公司以实体学校为资源背景来获得品牌效应与受众群体，通过高端体育培训、营地教育和品牌输出为盈利点，建立符合自身定位的商业模式，打造以 K12 国际学校为核心，立足于一线城市的国际教育产业链，并逐步提升可持续发展的能力。北京海淀凯文学校荣获“2019 中国口碑影响力国际学校”，北京朝阳凯文学校北专专业机构评为“2019 十大新锐国际学校”。2020 年，首届毕业学子总计收获超百份名校 offer。

图表1：凯文教育发展历程



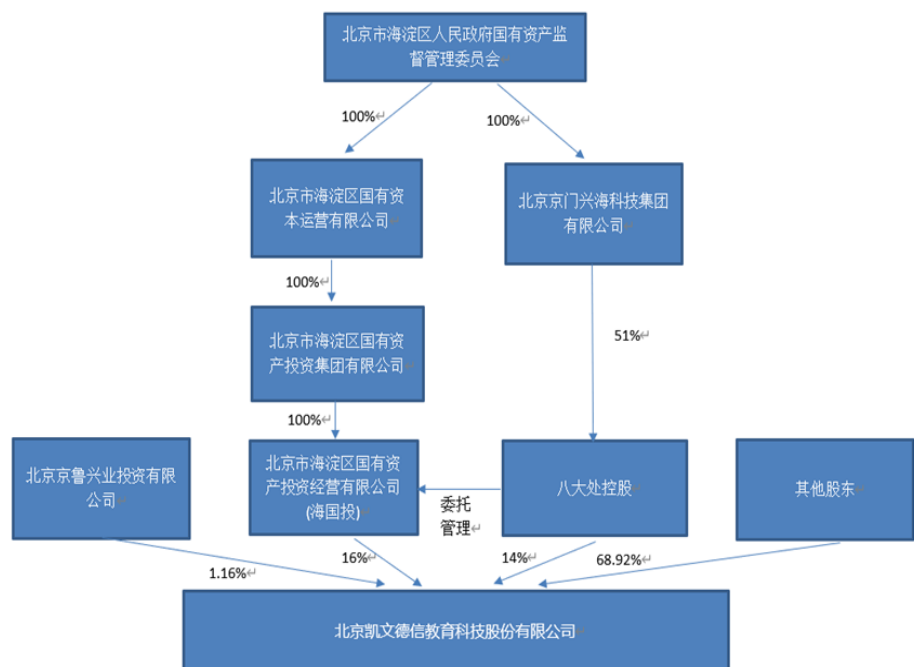
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

**教育行业迎来重大变革，公司调整业务模式（2022-2024）：**为了符合《民法典》要求，公司于 22 年 3 月完成学校举办者变更，学校举办权划归海淀国资委，公司不再是旗下两所 K12 学校

举办者，转而向学校提供校园资产运营租赁、品牌许可、教育咨询服务、体育场馆运营和餐饮服务。与此同时，公司布局职业赛道，通过子公司海科智教与多所院校合作建立产业学院，开展产教融合业务，积极拓展新的业务增长点，以适应市场需求变化。公司与上海奉贤区博华双语学校签署合作协议，建设凯文教育综合园区，涉足异地办学项目，扩大业务版图，提升品牌辐射范围。凯文教育子公司凯文学信与北京市西山滑雪场经营权方签订协议，开始运营滑雪场，丰富业务领域，探索多元化经营模式，为公司带来新的收入来源。

## (二) 股权结构理顺，新董事长经验丰富

图表2：股权转让完成后公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**公司股权结构理顺。**八大处控股于 2021 年 2 月将其所持有的公司全部 28.84% 股份的表决权委托海国投行使，海国投成为公司控股股东。基于对公司未来的发展信心，海国投于 2022 年在二级市场增持了 1.16% 公司股份，合计持有表决权的股份比例达到 30%。但从收益权看，海国投占比较低，支持公司的动力不足。根据 2024 年 9 月 20 日公告，八大处控股 3.69 元/股转让 14.84% 股权给海国投，同时将剩余 14% 股权委托海国投管理。此次股权转让后，海国投持有上市公司 16%



的股权，30%的表决权，持股比例提升有助于投入更多的资源支持上市公司成长。八大处控股持有14%的股权，不参与上市公司运营，但可以分享公司成长带来的红利。由此凯文教育股权结构理顺，后续有利于实现国有资源优化配置，推进国有企业战略性重组。

**新任董事长具有丰富的财务和投资管理经验。**公司董事长王腾于2024年3月上任，他曾历任普华永道担任高级审计师，五矿信托任审计经理，北京首创创业投资有限公司投资部、高济（天津）投资有限公司投资发展部高级投资经理等职务。随后，他进入海国投历任战略投资部副经理和经理等职位，现任海国投总经理助理、董事会秘书。担任凯文教育董事长后，一方面，王腾能够在公司的资本运作、财务规划和投资决策等方面提供专业的指导。例如，在处理公司的股权结构调整（如2024年八大处控股转让股权给海国投等事件）时，其专业背景有助于确保交易的顺利进行和公司利益的最大化。另一方面，王腾已经在凯文教育的控股股东海国投工作5年，熟悉公司的发展历程和集团战略方向，能够从更高的战略层面来引领凯文教育的发展。

### （三）聚焦 K12 教育，多元业务协同发展

凯文教育的业务布局包括 K12 学校运营及托管、职业教育、培训服务以及投资性房地产等。

**凯文教育运营海淀凯文和朝阳凯文两所 K12 国际化学校。**这两所学校具有较高的办学标准，在区域地理位置、校园环境、软硬件设施等方面均达到一流水准。海淀凯文于 2016 年 9 月开始运营，朝阳凯文于 2017 年 9 月开始运营，经过多年的发展，积累了丰富的学校办学和运营经验，教学品质得到了社会的高度认可。课程方面，提供多种国际课程体系，如海淀凯文学校高中部的 AP 课程获得美国大学理事会认证，IGCSE 和 A - Level 课程获得剑桥国际课程中心 (CAIE) 认证；朝阳凯文学校于 2020 年得到 IBDP 项目授权，为学生海外升学提供了有力支持。

**通过与学校签订服务协议获取收入。**22 年 3 月根据《民促法》要求两所学校举办权变更为海淀国资委后，公司通过服务协议的形式取得收入，包括房屋租赁、素质教育课程、教育咨询服务费、品牌及运维支持、餐饮费等。以房屋租赁为例，海淀凯文和朝阳凯文的租金根据协议有明确的递增机制，为公司提供了稳定且不断增长的收入来源。

图表3：两所 K12 学校概况

K12 学校	升学路径	学费收入	
海淀凯文 (AP 课程)	国际升学方向(国际课程项目), 国内升学方向(24 年招生小学, 2 个景润班 50 人)	GK 幼小衔接 19.76 万/年 G1-G5 小学 20.86 万/年 G6-G8 初中 22.26 万/年 G9-G12 高中 24.76 万/年 普小:景润数学班 19.8 万/年(24 年开始招生)	
朝阳凯文 (IB 课程)	国际升学方向(国际课程项目、艺 术课程项目), 国内升学方向(23 年开始招生高 中)	GK 幼小衔接 18 万/年 G1-G5 小学 23 万/年 G6-G8 初中 25 万/年 G9-G12 高中 27 万/年 普高:学费+住宿费+餐费 20 万/年, 24 年涨价至 21 万/年	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表4：凯文教育学校服务费收入构成

K12 学校	租金收入	素质教育课程收入	教育咨询服务费收入	品牌及运维支持收入	餐饮费收入
海淀凯文 (AP 课程)	2022 年 2 月-2024 年 8 月 8800 万/年 2024 年 9 月-2027 年 8 月 9240 万/年 2027 年 9 月-2030 年 8 月 9702 万/年	每门课程 2,000-3,500 元/课时, 约 2000 万	特色高中全部学费(含欠缴学费)收入总额的 40%	全部学杂费(含欠缴学杂费)收入的 5%	学生早餐: 15 元、午餐 36 元、晚餐 30 元 教职工早餐: 早餐 15 元、午餐 33 元、晚餐 30 元
朝阳凯文 (IB 课程)	2022 年 2 月-2024 年 8 月 6000 万 2024 年 9 月-2030 年 8 月每年增加 2000 万 2030 年 9 月以后每 3 年增长 2%				

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

托管上海奉贤区博华双语学校。2022 年，公司与上海奉贤区博华双语学校签署合作协议，公司作为主导运营方，向学校提供学校教学运营管理咨询及落地实施。公司收取管理费，收费标准为学费的 8-10%。托管业务的开展为公司带来了额外的收入来源，同时也有助于公司整合优质教育资源，扩大业务版图。虽然目前预计收入规模为几百万，但随着学校招生规模的扩大和教学质



量的提升，托管业务有望实现收入增长。

**在职业教育领域与中高职院校合作开展产教融合业务。**公司以海科职教（北京）科技有限公司作为职业教育业务发展平台，发挥资源整合优势和教育产品研发优势，立足于深化产教融合、校企合作和学科共建，旨在培养应用型技能人才。截至 2024 年秋季，海科职教服务于 10 所中高职院校，在校生人数 9000 人左右。此外公司 24 年开始拓展党政机关及事业单位培训。

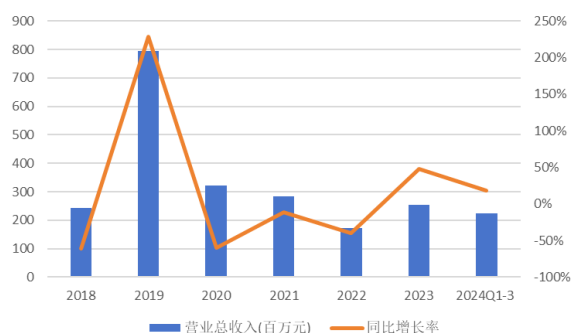
**依托学校资源开展素质教育培训。**子公司依托自身积累的艺术、音乐、体育等方面的优质资源，一方面继续为两所学校提供丰富的校内素质课程，助力学校强化素质教育特色。一方面面向校内校外适龄学生在周末和寒暑假期间开设了多项营地和研学活动。

**托管运营西山滑雪场。**22 年 8 月海国投下属企业金辉会议将北京市西山滑雪场的运营和管理权托管给公司全资子公司凯文学信，双方约定凯文学信按照滑雪场当期经营收入的 33%（包含增值税）向金辉会议支付款项，协议包含五个运营期（运营期为每年 10 月 1 日至次年 3 月 31 日）。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

#### （四）财务状况趋势向好，开始呈现增长势态

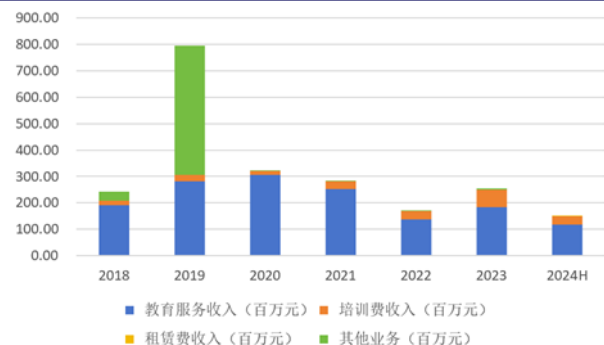
营业收入受资产出售、疫情、举办权变更等因素影响波动。2019 年公司营收大幅增长 229%，主要由于公司优化资产结构，以 5.92 亿元出售不动产；2020 年-2022 年期间受疫情防控影响线下业务阶段性暂停，对收入造成影响；2022 年公司根据《民促法》变更两所学校举办权，带来收入结构和收入口径发生变化。2023 年开始外部影响结束，公司收入企稳重回增长区间，当年实现营收 2.54 亿元，同比增长 47.78%。2024 年前三季度营收 2.25 亿元，同比增长 17.98%。

图表5：公司营业总收入及同比增长率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：公司分产品营业收入

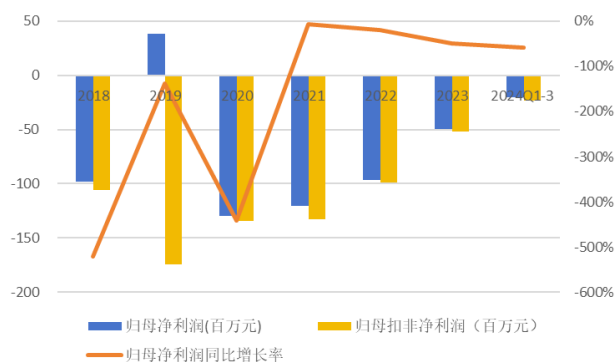


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

收入结构多元化，职业教育和素质教育收入逐步增长。不考虑外部因素影响，公司教育服务收入伴随招生人数的增长而增长。公司从2021年开始拓展职业教育赛道，落地多所产业学院，在校生人数持续大幅增长，带动教育服务收入的进一步增长。公司利用学校场馆和教师资源开展针对校外的素质教育培训，暑期研学营地、西山滑雪场等业务，带动培训业务收入持续增长。

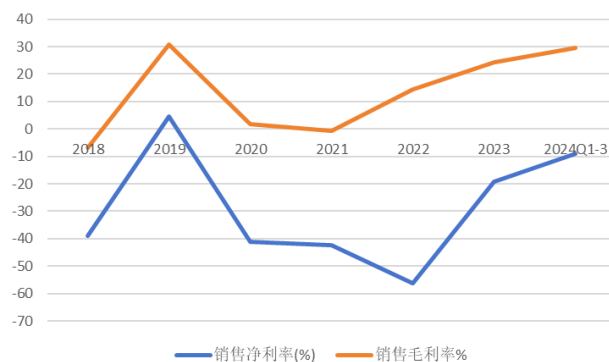
随着招生人数的增长和财务费用的降低，公司亏损逐渐收窄。除2019年公司通过出售不动产实现扭亏外，公司自2018年重组上市以来持续亏损，但亏损情况逐渐好转。一方面，随着疫情影响的消退，学校教学和相关业务逐步恢复正常，公司的收入也逐渐恢复增长，而学校成本相对固定，主要为两所凯文学校的折旧摊销费用。另一方面公司建设朝阳凯文的贷款产生大额财务费用，随着贷款的逐渐偿还，财务费用持续下降。2023年归属于母公司所有者的净利润为-4972.25万元，亏损同比减少48.52%。2024年前三季度净利润为-2219万元，较去年同期的-2563万亏损进一步收窄，说明公司在成本控制或业务拓展方面的成效。

图表7：公司归母净利润及同比增长率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表8：公司毛利率及净利率变化



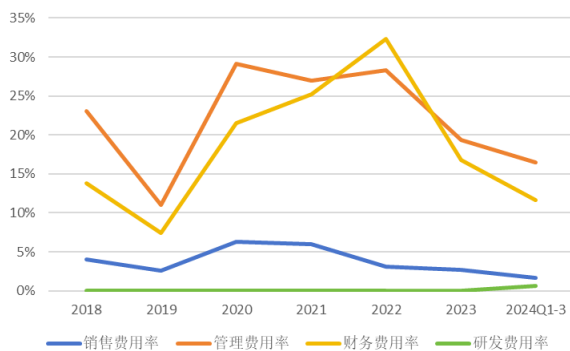
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

销售毛利率与净利率平稳增长。2021年以来公司毛利率持续改善，2023年毛利率为24.14%，同比增长9.79pct，2024年前三季度毛利率为29.6%，同比增长5.16pct。从净利率看，2023年净利率为-19.09%，较2022年的-56.17%大幅修复，仍处于亏损状态，2024年前三季度公司净利率-9.14%，同比提高4.12pct，亏损情况有所改善。凯文教育的毛利率和净利率呈现出逐渐改善的趋势，这主要得益于公司业务结构的优化、成本控制的加强以及费用管理的改善等因素。但目前净利率仍为负值，说明公司仍面临一定的盈利挑战，需要进一步提高盈利能力。

期间费用率逐渐下降。2023年公司期间费用为9857.01万元，较上年同期减少1090.16万元；

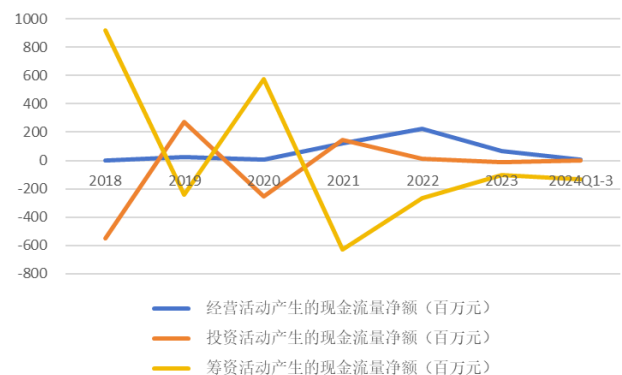
期间费用率为 38.82%，较上年同期下降 24.9pct。其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别较上年同期下降 0.38pct/8.96pct/15.57pct，2024 年前三季度，期间费用率继续优化，整体期间费用率为 30.42%，较上年同期下降费用率的下降 8.5pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别较上年同期下降 0.33pct/3.23pct/5.59pct。期间费用率的下降有助于提高公司的盈利水平。

图表9：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：公司现金流变化



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**经营活动现金流持续为正。**2018 年以来公司经营活动现金流持续保持正向增长，2023 年经营活动产生的现金流量净额为 6513.75 万元，较上期减少 70.79%主要系上期学校举办者变更后收款时点变更所致。2024 年 1-9 月，公司经营活动现金流净额为 727 万元，同比下滑 89.66%，主要由于所得税较上年同期增加所致。

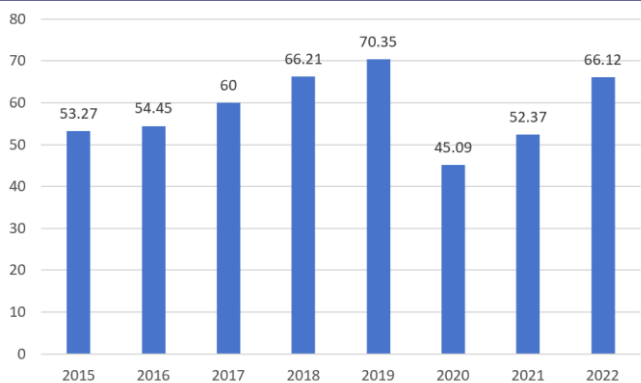
## 二、北京市学子升学竞争激烈，教育行业逐步改革

### (一) 北京市国际教育竞争情况

北京国际教育市场颇具潜力，疫后迅速复苏。随着经济全球化的发展以及人们对优质教育资源需求的不断增加，越来越多的家庭选择让子女接受国际教育，以培养其全球视野、跨文化交流和综合素质，为未来的海外留学或国际化职业发展奠定基础，这使得北京市国际教育市场规模不断扩大，吸引了众多教育机构参与竞争。我国出国留学人数在 2019 年达到高峰的 70.35 万人，其后由于疫情等原因在 2020 年锐减至 45.09 万人，随后在接下来的两年迅速回升至 66.12 万

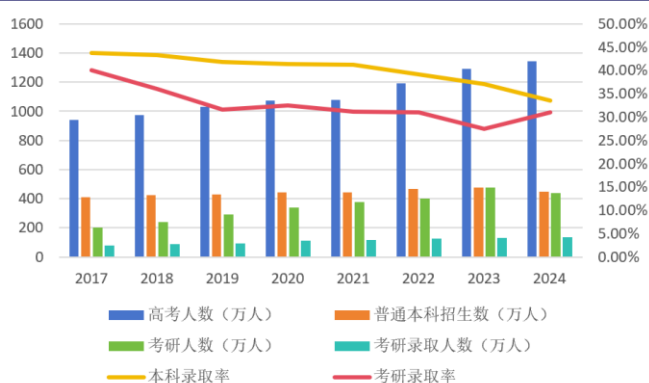
人。这说明摆脱疫情影响后，中国出国留学市场仍有较大潜力。

图表11：2015-2022年中国出国留学人数（万人）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表12：2017-2024年高考和考研考录情况（万人）



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表13：凯文教育海淀学校和部分竞争对手对比

学校名称	资本背景	开设学段及课程体系	收费标准
北京海淀凯文学校	国资控股，有强大的国有资本支持，运营较为稳定。	涵盖小学至高中，主打国际课程体系，包括但不限于 AP、IB 等课程。	学费 18 - 27 万元 / 年。
北京市海淀外国语腾飞学校	由海淀外语教育集团创办，资本主要来源于集团自身积累和投资。	包括小学、初中和高中，采用国内课程与国际课程融合模式，有特色的外语教学。	学费约 12 - 20 万元 / 年。
青苗国际双语学校海淀校区	由青苗教育集团运营，有多方投资。	提供从幼儿园到高中的一站式教育，以国际文凭 (IB) 课程为主。	学费大致在 18 - 28 万元 / 年。
北京市二十一世纪国际学校	由锡华实业投资集团有限公司投资创办，属于民办学校。	小学至高中全学段覆盖，融合国内基础课程与国际课程，如 AP 课程。	学费在 10 - 20 万元 / 年左右。
清华志清中学国际部	由清华大学附中老教师协会创办，是纳入北京市统招计划的全日制寄宿高中，与清华附中合作密切	仅高中，采用科学课程体系，同时开设了美高体系+AP 及 A-level	AP/A-Level 学费 19 万/年 新加坡班学费 15 万/年 小语种双轨实验班 13.9 万/年
北京师达中学国际部	由首都师范大学附属中学的校长张国玺带领 58 位首师大附中在职教师创立的全寄宿制民办中学	仅高中，所有国际部学生均注册英国高中学籍	16 万/年

资料来源：各学校官网、微信公众号，太平洋研究院整理

国内高等教育竞争激烈。国内高考和研究生入学考试竞争激烈，一方面，尽管本科录取人数逐年递增，但仍不及高考人数的增长速度，本科录取率由 2017 年的 43.7% 逐渐降至 2024 年

的 33.53%。另一方面，研究生入学考试录取情况波动较大，但是录取率整体来看还是呈下降趋势，由 2017 年的 40.10% 下降至 2024 年的 31.05%。学生被名校录取难度也越来越大，例如 2019 年广东高考，仅有约 1.62% 能上 985 院校，而申请国外知名大学难度相对较低，排名高，性价比相对较高，促使部分学生选择出国留学。

海淀区国际教育呈现出资源优渥、竞争多元且高端化的态势。2024 年海淀区共有国际学校及公立学校国际部 23 所，课程体系较为全面，AP、IB、A-Level 等主流国际课程均有开设，且部分学校还会根据自身特色研发课程。海淀区教育资源丰富，很多优质公立高中开设了国际部或者与国际学校有密切的合作关系，学生入学会经过严格选拔。在浓厚的学术氛围下海淀区国际学校设置课程体系全面且注重学术竞赛，升学成绩斐然，公立国际部与民办国际学校各展其长，体现出各自的差异化优势。

图表14：朝阳凯文学校和部分竞争对手对比

学校名称	资本背景	开设学段及课程体系	收费标准
北京朝阳凯文学校	国资背景，由凯文教育集团投资，该集团在教育领域有一定的资源和影响力。	涵盖小学至高中全学段，课程体系包括国际课程（如 AP、IB 等）与国内课程融合，注重艺术、体育特色教育。	约 15 - 25 万元 / 年
北京市乐成国际学校	由乐成集团投资创办，是一所非营利性民办学校，有较为雄厚的资金支持教育教学改革。	提供从幼儿园到高中的国际化教育，采用国际文凭（IB）课程体系，注重学生的全面发展和个性化教育。	幼儿园 20 - 25 万元 / 年 小学 25 - 30 万元 / 年 中学 30 - 35 万元 / 年
北京爱迪学校	由爱迪教育集团投资，集团在国际教育办学方面有丰富经验。	包括幼儿园、小学、初中、高中全学段，课程以国际课程为主，有澳大利亚高中课程（WACE）、英国高中课程（A - Level）等，还设有艺术、体育等特色课程。	幼儿园 15 - 20 万元 / 年 小学 18 - 23 万元 / 年 中学 20 - 28 万元 / 年 高中 25 - 30 万元 / 年
北京世青国际学校	由一群具有国际教育理念的教育工作者创办，有多方教育投资支持。	涵盖小学至高中，以国际文凭（IB）课程为核心，同时融入中国国家课程的相关元素，注重培养学生的全球视野和社会责任感。	小学 20 - 25 万元 / 年 中学 25 - 30 万元 / 年

资料来源：各学校官网、微信公众号，太平洋研究院整理

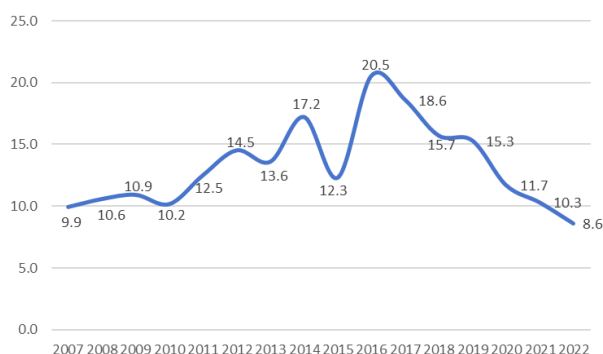
朝阳区国际教育整体竞争充满活力与多样性，国际化特色尤为突出。朝阳区共有国际学校 35 所，其中大部分为国际高中。朝阳区国际学校以其浓厚的国际化氛围、多元的学校类型和丰富的课程种类在国际教育领域展开激烈角逐。大量外籍人士与跨国企业营造良好环境，学校课程灵活创新并注重特色领域培养，升学覆盖广泛且在艺术等特色升学上表现卓越，各学校积极打造国际化品牌与特色项目。



## (二) 北京国内赛道初中升高中的竞争形势

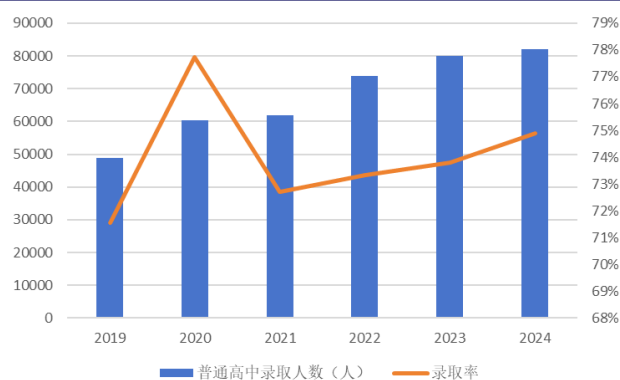
适龄中考考生数量逐渐增长。2007 到 2016 年期间北京市出生户籍人口整体呈增长趋势，尤其 2011 年之后增长较为明显，这使得 2023 年及之后的中考考生数量相应增多。如 2016 年出生人口达到 20.5 万人，这批学生在 2024 年及后续年份参加中考，导致中考报考人数上升，竞争压力增大。

图表15：北京市户籍人口出生人数（万人）



资料来源：教育部，太平洋证券整理

图表16：2019 至 2024 年北京市普高录取情况



资料来源：教育部，太平洋证券整理

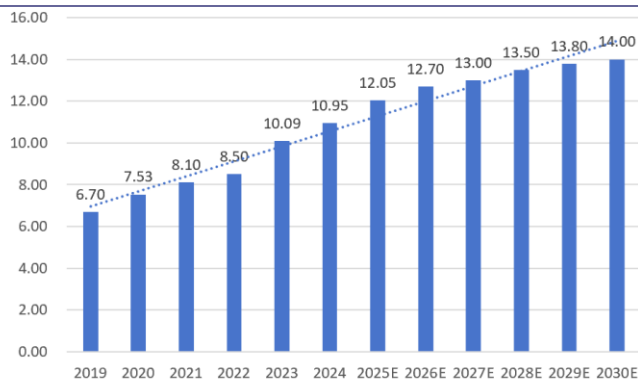
为应对中考考生数量的增长，北京市不断扩大普通高中的招生规模。2024 年北京市普通高中的计划招生规模达到 8.2 万人，比 2023 年增加 2000 人。为了应对考试人数的增长，教育部门逐年通过新建和扩建公办学校缓解考生的升学压力，但公办学校学额有限，有大量学生流向民办高中及中职院校。

北京市公办普高录取率 70%左右，生源向民办学校溢出。海淀区作为北京市的教育高地，整体生源水平较高，竞争尤其激烈，海淀公办普高录取率接近 71%，算上统招民办的学生人数后，海淀预计普高录取率接近 90%。朝阳区教育近两年的势头发展迅猛，教育教学水平逐步增强，2024 年朝阳区公办普通高中录取率接近 74%，算上统招民办，预计朝阳普高率将超过 85%。

2025-2030 年北京市参加中考人数逐年攀升，公办学额竞争更加激烈。适龄中考考生的攀升可能与城市化及人口出生高峰（如“二孩政策”实施）导致的适龄学生增加有关，为适应适龄考生的增加、缓解中考压力，北京市政府缓步新建或扩建普通高中和民办高中。

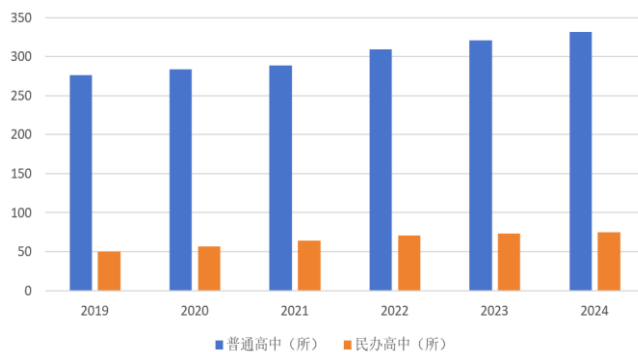


图表17：预计北京市中考人数变化（单位：万人）



资料来源：教育部，太平洋证券整理

图表18：2019年至2024年北京市高中数量变化



资料来源：教育部，太平洋证券整理

北京国内赛道普通高中的学额竞争形势严峻，民办高中将成为初升高的升学去向的重要补充。从2019年到2024年，北京市中考人数从大约6.8万人一路激增至大约11万人，增幅几近一倍，2025-2030年北京市参加中考人数继续大幅增长，尽管普通高中招生规模有所增加，但增长速度难以完全匹配考生人数的激增，总体来说，北京市中考竞争激烈程度愈演愈烈。民办高中在招生政策上往往比公办高中更加灵活，它们不会严格受到区域招生政策和考生分数的限制，因此，民办高中将在未来初中升高中扮演更重要的角色。

### (三) 职业教育产教融合的发展趋势，受政策支持

**国家积极构建现代职业教育体系。**国家近年来致力于培养契合社会经济发展需求的高素质技能人才，助力产业升级。发展职业教育不仅可以有力推动教育公平，使各类学生均有机会凭自身努力实现价值，还能促进教育资源整合，提升职业教育整体质量与认可度，在国家教育与发展进程中发挥着极为关键的作用。

**国家政策大力推动职业教育高质量发展，深化产教融合。**在职业教育规模不断扩大的背景下，如何保证教育质量成为关键。因此国家发布相关政策，如2022年发布的《关于推动职业教育高质量发展的实施方案》，旨在通过完善相关保障措施，确保职业教育培养出的人才符合社会发展需求，具备较高的专业技能和职业素养。此外，在深化产教融合方面，2023年发布的《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023-2025年）》积极打破校企壁垒，鼓励企业参与人才培养，实现人才与企业需求的无缝对接。

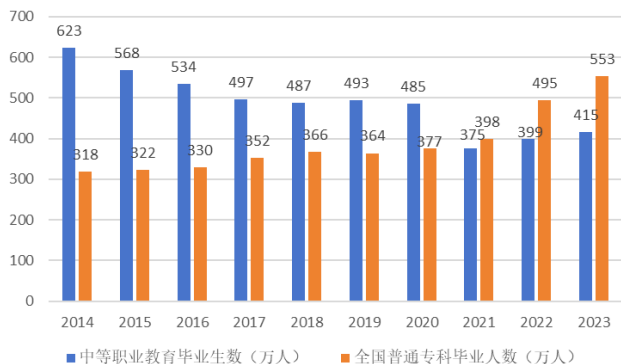
图表19：近年国家发布的部分推动职业教育发展具体政策

时间	部门	政策名称	具体内容
2019年	国务院	《国家职业教育改革实施方案》	明确了深化职业教育改革的重大制度设计和政策举措
2021年	国务院办公厅	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	加快构建职普融通、产教融合的职业教育体系，培育产教融合型
2022年	全国人大	修订《中华人民共和国职业教育法》	明确职业教育与普通教育同等重要地位，完善保障制度与措施，提升职业教育认可度，为其高质量发展提供法律保障。
2022年	北京市政府	《关于推动职业教育高质量发展的实施方案》	推动职业教育在新时代下实现高质量发展，完善相关保障措施等
2022年	国务院办公厅	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	推进现代职业教育体系建设改革，优化职业教育类型定位
2023年	国家发改委	《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023—2025年）》	旨在通过产教融合提升职业教育的水平和质量，加强学校与企业的合作等

资料来源：政府网站，太平洋研究院整理

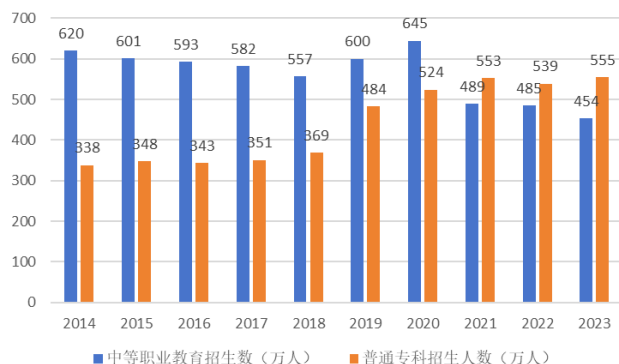
随着职业教育的不断发展，全社会对职业教育的观念逐渐发生了转变。以往，职业教育在社会上的认可度相对较低，人们普遍认为职业教育是普通教育的“次选”。然而，如今职业教育在就业、升学等方面展现出的优势逐渐改变了人们的看法。职业院校毕业生就业质量不断提高，薪资待遇也逐渐与普通高校毕业生缩小差距。同时，职业教育升学渠道的拓宽，如本科层次职业教育的发展和贯通培养项目的实施，使学生在职业教育体系中也能够获得更高的学历和更广阔的发展空间。这些变化使得社会各界开始重新认识职业教育的价值和意义，越来越多的家长和学生愿意主动选择职业教育，全社会支持和参与职业教育的氛围日益浓厚，为职业教育的进一步发展营造了良好的社会环境。

图表20：近年中职和专科教育毕业生人数变化



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

图表21：近年中职和专科教育招生人数变化



资料来源：同花顺，太平洋证券整理

高职招生和毕业生人数的稳定增长，体现了职业教育在高等教育体系中的重要地位。政府和社会对职业教育的重视程度也将进一步提高，加大对职业教育的政策支持和资金投入，推动职业教育的改革与发展，使其在服务国家战略、促进经济社会发展和提高劳动者素质等方面发挥更大的作用。

### 三、业务多元化发展，股权结构理顺带来利好

#### (一) 国际赛道升学成绩优异，国内赛道快速提升招生人数

海淀凯文学校在国际赛道升学成绩斐然。根据学校公众号，截至 2024 年 4 月 8 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。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%。在 2023 英国数学测评（中级 UKMT-IMC）中获得全球奖项金奖、学校最佳荣誉奖；在 2023 英国物理测评（IPC&SPC Online）获得金奖；2023 美国数学测评（AMC8）获得全球优秀奖；2023 美国科学测评（NSL）获得金奖；2024 年 BPA 全美商业全能挑战获得全国总体团体金奖；美国信息学奥赛（USACO）获得金奖。

朝阳凯文学校以国际艺术高中为特色，升学成绩同样瞩目。2024 年，北京市朝阳区凯文学校国际艺术高中迎来了第 6 届毕业生，27 名毕业生共斩获本科 Offer106 枚，荣获奖学金共计超过 200 万美金，涵盖范德堡大学、爱丁堡大学、约翰霍普金斯大学、伯克利音乐学院、皮博迪音乐学院、罗德岛设计学院、伦敦艺术大学等众多知名院校。

国际课程体系提供全球化视野，优质师资队伍提供个性化成长规划。骄人的升学成果背后是凯文教育对国际教育资源的深度整合与优质教育体系的精心构建。学校提供多元化的课程选择，包括国际文凭课程（IBDP）、英国高中课程（A-LEVEL）、美国大学先修课程（AP）等，通过严格的教学计划和国际化的课程设置为学生提供了具有全球视野和深度学术内涵的学习内容。同时，凯文教育还汇聚了一支来自世界各地的高素质教师队伍，他们不仅具备丰富的教学经验，更熟悉国际教育的标准与要求，能够给予学生精准的学业指导和个性化的成长规划。

图表22：凯文教育国际教育升学喜报



资料来源：凯文教育公众号，太平洋研究院整理

凯文教育的品牌效应开始在多个维度逐步释放。在教育行业内部，凯文教育成为同行借鉴与学习的对象。其成功的教育模式、课程设置以及师资培养方案被广泛研究与讨论，进一步提升了其在教育界的知名度与影响力。在社会层面，凯文教育良好的口碑效应在潜在生源家庭中迅速蔓延。媒体也对凯文教育的优异表现给予了高度关注，使得凯文教育的品牌知名度超越了教育行业的范畴，成为社会大众广泛知晓的教育品牌。这种品牌效应的释放，不仅巩固了凯文教育在国际赛道的地位，更为其拓展国内教育赛道创造了极为有利的条件。



图表23：凯文教育获得的部分荣誉



资料来源：凯文教育官网，太平洋研究院整理

积极布局国内教育赛道，推动学校教育服务的多元化发展。2023年朝阳凯文在高中阶段开设了精品素质高中班，拓展国内高考赛道，当年招生超过70人，2024年招生数量进一步增长至120人。同时2024年海淀凯文在小学部开辟了景润特色数学班（一年级），该班型在延续小学部外教英文特色的基础上着重打造数学特色和增加数学课时，招生达到满额50人。国内赛道的拓展，有望吸引更多关注优质教育资源的家庭，从而实现快速提升在校生人数的目标。此外，通过拓展国内赛道，凯文教育不仅能够进一步扩大市场份额，也能有效分散单一赛道可能面临的风险，增强整体抗压能力。

## （二）职业教育实现产融结合，轻资产运营潜力大

拓展职业教育业务，重点布局产教融合领域。凯文教育以海科职教作为职业教育发展平台，与多所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，项目涵盖多个热门行业领域，如人工智能、大数据、云计算、元宇宙、数字媒体技术等，目前在校人数超过8000人。课程端，公司联合海淀区科技创新企业，发挥资源整合优势和教育产品研发优势，进行合作统筹与质量管理，多方协同为学校提供高质量的教育产品、服务及解决方案。这种模式不仅提升了学生

的实践能力，也增强了企业的人才储备能力。

**公司职业教育业务主要通过以下三种模式推进：**1. 校企合作项目：与行业龙头企业共同开发课程，提供真实项目实训，帮助学生快速掌握行业核心技能。2. 实践基地建设：在多个城市建立产教融合实践基地，为学生提供实习和就业机会。3. 双师型师资队伍：邀请企业高管和行业专家参与教学，确保课程内容紧跟行业发展。

图表24：凯文教育产教融合部分合作企业

时间	项目名称	合作伙伴	领域	主要内容
2024-06	生成式人工智能领域培训认证合作	百度	人工智能	建立人工智能实训基地，开设相关课程，提供项目实训，培养生成式人工智能应用工程师
2023-11	培养沉浸式光影艺术人才，打造沉浸式光影艺术创新应用平台	凤凰数科	数字艺术	合作涵盖数字展演、教育、虚拟现实、影视、动漫、游戏等领域，共同探索教育教学改革与元宇宙产业发展所需的数字创意人次的配套衔接。
2023-10	推动集成电路、信息技术创新应用人才得培养	龙芯中科	集成电路、信创技术	双方将在社区科普、培训、人才培养、教材、课程、培养方案等方面展开全方位、深层次合作
2024-05	成为华为认证级 ICT 服务伙伴	华为	信息与通信技术	在高等教育产教融合、校企合作协同育人等方面展开深度合作，整合华为实训平台、软硬件资源、可成资源等产业资源优势，通过与职业院校合作开展 ICT 实训，构建应用型人才培养体系
2023-09	网络安全教育领域合作	启明星辰	网络安全	形成网络安全人才培养整体解决标杆，落地网络安全人才培养项目并推进项目实施
2022-04	助力中部地区打造出创新型产业人才	腾讯云、科诚数科	信息技术	。1、培养数字经济创新人才，2、打造互联网+职业技能培训运营平台，3、联合打造后疫情时代的 K12 智慧教育产品平台。

资料来源：凯文教育官网，太平洋研究院整理



图表25：凯文教育职业教育部分合作院校

时间	合作院校	合作内容
2024年11月	济南幼儿师范高等专科学校	共建海科信创产业学院
2024年2月	江西工商职业技术学院	共建智能物流技术、物流工程技术
2023年11月	郑州升达经贸管理学院	共建升达新兴技术现代产业学院
2023年3月	内蒙赤峰市教汉旗职业中学	共建人工智能实习实训基地
2022年4月	泸州职业技术学院	共建凯文-新迈尔数字产业学院
2022年3月	山东艺术设计职业学院	共建凯文-新迈尔数字艺术学院

资料来源：凯文教育官网，太平洋研究院整理

**拓展党政干部培训业务。**24年4月公司与中关村科技创新学院签订了战略合作协议，双方约定将在党政干部培训、企业管理人员培训、运营服务及双师资培训、科技创新全产业链培训课程开发设计，以及全国校长、园长、教师进修培训等五大方面开展合作，将双方资源禀赋转化为科技创新培训的资源优势，为科技创新驱动高质量发展提供人才支撑和智力支持。截至10月，公司在中关村科技创新学院教学基地顺利举办了国家税务总局北京市税务局第三稽查局，国家税务总局海淀区税务局等22个班次的业务培训会，累计服务约2000名学员。

**职业教育使得凯文教育拥有多元化收入来源，充分发挥了其品牌溢出效应。**首先，职业教育项目的学费收入、企业培训收入以及政府支持资金，构成了多层次的收入结构，增强了凯文教育的抗风险能力。除此之外，职业教育课程能快速响应行业需求变化，保证项目的竞争力和可持续发展。最后，凯文教育在K-12国际教育领域积累的良好声誉，为职业教育板块提供了强有力的品牌支持。

**为了凸显新科技特色，海科职教打造职业教育品牌“海科数智”。**海科数智依托海淀国资平台的实力和资源，以及全国科技创新中心核心区的科技优势，立足“新科技、新区域、新主题”，致力于打造“平台+内容+服务”三位一体的综合职业教育服务体系。海科数智的业务范围包括产业学院共建、职业教育培训和教育数字化。

**凯文教育在职业教育领域采用轻资产运营模式。**相较于传统的重资产职业教育机构，凯文教育不涉及大规模的校园建设、实训设备购置等重资产投入，而是充分利用合作高校现有的教学场地、设施设备等资源开展教学活动，从而降低了初期资本投入压力，降低经营风险。同时，轻资产运营模式还提升了业务扩张的灵活性。一方面凯文教育通过输出品牌、课程和管理经验，与地方教育机构合作，共同开发职业教育市场。另一方面，凯文教育利用在线学习平台提供灵活的职业教育服务，覆盖更多学生群体，进一步降低运营成本。此外，轻资产运营模式使凯文教育能够

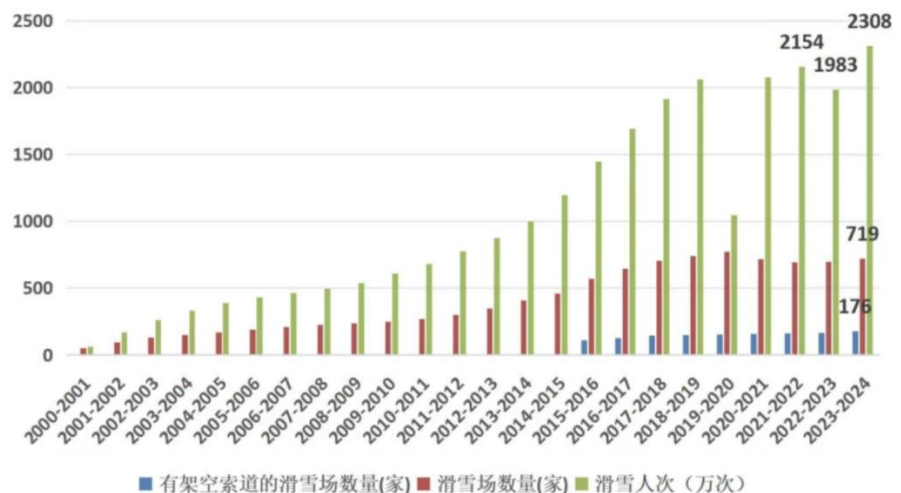
将更多的资源集中于教育教学核心环节，如课程研发、师资培养、实习实训基地建设等，提升教育质量和人才培养水平。同时，也有利于整合各方优质资源，为学生提供更贴近市场需求的教学内容和实践机会，增强学生的就业竞争力。

### （三） 依托现有资源拓展素质教育， 托管滑雪场提升盈利能力

依托两所凯文学校的艺术和体育资源，服务校内校外人群。凯文教育拥有宽敞且配备现代化教学设备的教室、专业的艺术工作室、多功能运动场馆等，一方面为两所学校提供丰富的校内素质课程，助力学校强化素质教育特色。一方面面向校内校外适龄学生在周末和寒暑假期间开设了多项营地和研学活动。其中体育方向营地涵盖了游泳、冰球、棒球、击剑、网球、篮球、足球、艺术体操、花样游泳等多项运动。艺术方向开设了 LAMDA 音乐剧考级和写生研学课等营地。科技方向开设了国家地理人文素养、魔法等多种趣味主题夏令营。

伴随冬季运动蓬勃兴起，冰雪旅游市场呈井喷之势。根据《2023-2024 中国滑雪产业白皮书》数据显示，2023-2024 雪季是北京冬奥会之后的第一个完整雪季，全国滑雪总人数与总人次实现同步增长，全国总滑雪人次达到 2308 万，同比增长 16.3%，滑雪参与人数为 1280 万人，同比增长 14.49%。然而，滑雪场的数量增长难以匹配滑雪人数的激增，同时，滑雪运动受场地和地理位置限制，难以完全激发其市场潜力。

图表26：近年滑雪人数及滑雪场数量变动趋势



资料来源：2023-2024 中国滑雪产业白皮书，太平洋证券整理

**精准把握滑雪市场，充分发挥自身资源优势。**2022年，凯文教育与海国投旗下的金辉会议签订合作协议，在未来5个雪季运营西山滑雪场。该滑雪场是距离北京市区最近的滑雪场，距中关村仅15公里。在运营过程中，凯文学信将经营收入的33%支付给金辉会议用于场地固定成本，滑雪场的经营成本由凯文学信承担。回顾上个雪季，西山滑雪场运营状况良好，营收达2000余万元。24年西山滑雪场于12月5日开启本雪季运营。

**相应国家号召，大力发展冰雪运动。**凯文拥有以冰球馆为主体的朝阳凯文学校冰上运动中心和西山滑雪场，为北京市加快青少年冰雪运动的发展，促进青少年冰雪技能的提升，持续做出贡献。2022年底，朝阳凯文学校冰上运动中心和西山滑雪场被北京市体育局、北京市教委命名为“北京市青少年校外冰雪活动中心”。

**通过公司业务多元化优势增加收入来源。**凯文教育旗下的滑雪场借助自身特色与公司布局协同发力，多路径拓宽收入渠道：一是滑雪教学培训，设计专业分级课程吸引学员，开展特色教练认证培训；二是雪具租赁与销售，一站式租赁中心依装备、时长灵活定价，兼营零售引入的多品牌产品；三是赛事活动承办，通过竞技赛事揽收报名费、赞助费，主题活动依靠门票、套餐盈利；四是餐饮住宿配套，场内及周边多元餐饮供能，与周边酒店民宿合作推出套餐服务；五是与教育板块协同，融合冬夏令营、推广校园冰雪课，既不仅能增加收入来源，还能强化自身品牌效应、培育客源，为公司盈利注入新动力。

#### **(四) 股权结构理顺，大股东支持力度有望提升**

**通过二级市场增持和协议转让等方式，海国投逐步提升持股比例。**目前，海国投受让八大处股权转让事项仍在推进中。转让完成后海国投持有凯文教育16%的股权和八大处托管的14%的投票权，控制地位进一步增强，能更有效地对凯文教育的重大决策和战略方向进行把控和引导，减少决策过程中的沟通成本和协调难度，提高公司的决策与管理效率，使公司的运营更加顺畅和高效。同时，海国投持股比例提升后，基于自身的利益和发展战略，会更有动力和能力在资产、资金和业务等方面为凯文教育提供更多支持。

**海国投持续对公司提供资金和资源支持。**2019年，海国投子公司海贷金融协议受让凯文教育子公司北京文凯兴所持有的北京市朝阳区宝泉三街46号院1号楼，标的资产转让价格为53,032.46万元，这笔可观的现金流缓解了凯文教育当时的资金压力，优化了公司的资产结构。此外，海国投不断推动凯文教育与海淀区教育科技资源的合作对接，比如海国投旗下的海国幼教与凯文教育开展业务交流与合作，双方共同探讨融汇贯通海国投系统内部资源，优势互补，构建优质文化教育生态。后续计划从多方面开展深化合作，如幼升小规划、幼小衔接服务、寒暑假营地

研学、幼教专业人才培养等，为凯文教育的素质教育业务提供了更多的资源和合作机会。

**海国投国企改革目标明确，公司有望受益。**公司控股股东海国投是海淀区政府重要的国有资产投资运营平台，母公司海国投集团核心业务板块涵盖文化教育、低碳环保、金融投资、城市服务和人工智能，资产总额逾 2000 亿元。海国投 24 年初提出三个 500 亿目标：利用三年时间实现全体系营业收入不断攀升至 500 亿，实现良性资产注入 500 亿，实现资本市场增值 500 亿。此次股份协议转让理顺股东表决权与股权关系后，海国投作为公司控股股东将更加积极和有节奏的为公司提供支持，推动公司长远发展。海国投可以在资产、资金和业务层面为公司提供的支持，有望在近两三年内逐步落地。

## 四、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测

#### 1. 营业收入预测

2024 年公司在海淀凯文开辟了小学景润数学班，在朝阳凯文第二年招收国内赛道高中生，在读学生数量持续增长。职业教育方面，在读学生人数实现翻倍增长，布局党政培训业务。未来，随着国内赛道在两所 K12 学校的铺开，招生人数进一步加速增长，职业教育业务落地院校继续增加，素质教育招生人数和覆盖品类持续拓展。同时，公司通过深化市场拓展、优化课程设置以及强化客户服务，提升品牌影响力，规模效应进一步显现，预计毛利率将持续改善。

预计 2024-2026 年公司基础教育服务营业收入分别达到 2.42 亿元/2.97 亿元/3.53 亿元，培训业务营业收入分别达到 0.60 亿元/0.69 亿元/0.76 亿元，租赁营业收入分别达到 0.04 亿元/0.05 亿元/0.05 亿元。公司整体营业收入分别达到 3.06 亿元/3.71 亿元/4.34 亿元，同比增速 20%/22%/17%。

图表27：营业收入预测（万元）

财务指标		2023年	2024E	2025E	2026E
教育服务	收入	18311.5	24153.88	29699.55	35334.60
	YOY	32.91%	32%	23%	19%
	毛利率	28.82%	38%	40%	42%
培训费	收入	6664.2	5997.78	6897.447	7587.1917
	YOY	119.48%	-10%	15%	10%
	毛利率	15.11%	15%	20%	25%
租赁费	收入	412.82	450	470	490
	YOY	12.84%	9.01%	4.44%	4.26%
	毛利率	-37.85%	-60%	-60%	-60%
收入合计		25389	30602	37067	43412
	YOY	47.78%	21%	21%	17%
	毛利率	24.14%	30%	33%	36%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## （二）投资建议

凯文教育已发展成为以 K12 国际教育为主体，高品质素质教育和现代职业教育为两翼的“一体两翼”发展格局，将致力于成为 K12 教育的优质服务商和职业教育领域的关键参与者。公司响应国家政策号召持续布局职业教育业务，并将产教融合领域作为重点发展方向。海科职教（北京）科技有限公司作为公司职业教育业务发展平台，立足于深化产教融合、校企合作和学科共建，旨在培养应用型技能人才，面向市场促进就业。在股权结构理顺后，借助控股股东国资背景优势，依托海淀教育和科技资源谋发展。

预计 2024-2026 年行动教育将实现归母净利润-454 万元、1660 万元和 4028 万元。预计 2024-2026 年 EPS 分别为-0.01 元/股、0.03 元/股和 0.07 元/股，2024-2026 年 PE 分别为-495X、151X 和 62X。公司亏损逐渐收窄，盈利拐点将至，看好公司发展，给予“买入”评级。

## 五、风险提示

凯文教育存在宏观经济增长放缓，业务需求受影响的风险；存在线下业务恢复速度不及预期或教育资源拓展受阻的风险；存在市场竞争加剧招生人数不足的风险等。



**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	441	396	358	398	455
应收和预付款项	2	6	1	1	1
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	154	149	148	146	144
流动资产合计	598	551	507	545	600
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	1,799	1,889	1,819	1,749	1,679
固定资产	146	90	84	77	70
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	113	27	26	26	27
长期待摊费用	258	232	217	202	187
其他非流动资产	925	872	817	855	915
资产总计	3,241	3,110	2,963	2,909	2,878
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	39	49	54	63	70
长期借款	740	640	540	440	340
其他负债	213	220	173	192	210
负债合计	992	909	767	695	620
股本	598	598	598	598	598
资本公积	2,022	2,022	2,022	2,022	2,022
留存收益	-370	-420	-424	-408	-367
归母公司股东权益	2,250	2,201	2,196	2,213	2,253
少数股东权益	-2	-0	-1	1	5
股东权益合计	2,249	2,201	2,195	2,213	2,258
负债和股东权益	3,241	3,110	2,963	2,909	2,878

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	223	65	131	162	174
投资性现金流	14	-10	23	12	12
融资性现金流	-264	-100	-191	-134	-128
现金增加额	-26	-45	-38	40	57

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	172	254	304	371	434
营业成本	147	193	215	249	277
营业税金及附加	11	11	12	15	17
销售费用	5	7	7	8	9
管理费用	49	49	49	57	65
财务费用	56	43	31	26	19
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	4	4	5
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	-90	-45	-6	22	53
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	-90	-45	-6	22	53
所得税	7	4	-1	3	8
净利润	-96	-48	-5	18	45
少数股东损益	0	1	-1	2	4
归母股东净利润	-97	-50	-5	17	40

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	14.35%	24.14%	29.09%	32.93%	36.25%
销售净利率	-56.18%	-19.58%	-1.49%	4.48%	9.28%
销售收入增长率	-39.57%	47.78%	19.67%	22.00%	17.12%
EBIT 增长率	62.81%	86.50%	595.81%	88.06%	51.47%
净利润增长率	19.99%	48.48%	90.87%	465.59%	142.67%
ROE	-4.29%	-2.26%	-0.21%	0.75%	1.79%
ROA	-2.98%	-1.60%	-0.15%	0.57%	1.40%
ROIC	-1.32%	-0.19%	0.77%	1.49%	2.31%
EPS (X)	-0.16	-0.08	-0.01	0.03	0.07
PE (X)	—	—	—	151.37	62.38
PB (X)	1.21	1.18	1.14	1.14	1.12
PS (X)	15.84	10.20	8.27	6.78	5.79
EV/EBITDA (X)	59.16	33.95	25.26	19.88	16.24

资料来源：携宁、太平洋证券



## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。