

2021年02月17日

凯文教育 (002659.SZ)

国资加码助力资产整合，生源扩大业绩有望释放

■ **事项：**北京市海淀区国有资产投资经营有限公司（以下简称“海国投”）将所持八大处控股集团有限公司（以下简称“八大处控股”）51%的股份转让至北京京门兴海科技集团有限公司（以下简称“京门兴海”），双方约定未来八大处控股将所持凯文教育的全部股份的股东权利托管至海国投，京门兴海和八大处控股不再以股东身份参与凯文教育的相关工作。

■ **海淀国资再度加持，教育平台价值凸显。**八大处控股是混合所有制企业，其中海国投持股 51%。海国投是海淀国资委全资子公司，注册资本 20 亿元，旗下拥有三聚环保、凯文教育、神州高铁等上市公司，是北京市海淀区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“海淀国资委”）下属规模最大的区属一级监管企业。京门兴海是海淀国资委下属全资子公司，资产规模较小，业务基本停顿，是典型的国资平台公司，且取得八大处控股的股权后，京门兴海未来会将八大处控股所持公司的股权全部托管至海国投，京门兴海和八大处控股不再以股东身份参与公司的相关工作。股权托管安排意味着海淀国资委加大了对公司控制力，公司华丽蜕变为纯国资控股的教育整合平台，平台价值有望凸显。

■ **海淀教育资源丰富，资产整合预期渐起。**“中国教育看北京、北京教育看海淀”，海淀区是中国教育高地，拥有丰富的教育资源，区内集聚了人大附中、清华附中、十一中学、中关村一小等一大批 K12 名校。股权托管安排意味着海淀国资控制力提高，有助于优质教育资源的导入，推动海淀凯文和朝阳凯文高质量发展。同时，公司成为纯国资控股平台后，资产整合预期逐渐增强。根据公司公告，未来 12 个月，海淀国资不排除对上市公司或其子公司的资产和业务进行除日常生产经营之外的出售、合并、与他人合资或合作的计划，或上市公司拟购买或置换资产的重组计划。目前，海淀国资还拥有较多非上市教育资产，在海南、天津、通州等区域拥有教育项目，未来资产整合空间较大。

■ **海淀凯文快速盈利，朝阳凯文值得期待。**公司是海淀国资教育资产整合平台，也是 A 股市场国际学校第一股，旗下的两所学校——海淀凯文和朝阳凯文快速发展。海淀凯文通过与区内名校清华附中合作办学，得到了社会、家长和学生的认可，在校生规模快速增长，预计目前在校生已超过 1000 人，海淀凯文的管理平台凯文智信 2019 年实现了 18720 万元的营业收入和 4685 万元的净利润。朝阳凯文是公司自建自营自创品牌的高端国际学校，资产较重、贷款较多，业绩受累于折旧、摊销和财务费用，连续几年经营性亏损。2019-2020 学年朝阳凯文

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2021-02-10) **3.81 元**

交易数据

总市值 (百万元)	2,279.45
流通市值 (百万元)	2,241.31
总股本 (百万股)	598.28
流通股本 (百万股)	588.27
12 个月价格区间	3.71/7.78 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-21.0	-58.29	-90.68
绝对收益	-14.19	-40.28	-41.02

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

凯文教育: 拟联手世和国 际进军华东市场, 轻资产 扩张模式可期/苏多永	2020-09-18
凯文教育: 疫情拖累业绩, 长期趋势不改/苏多永	2020-08-28
凯文教育: 定增完成夯实 资本实力, 办学顺利发展 趋势不改/苏多永	2020-07-13
凯文教育: 业绩曙光已现, 期待新生增量/苏多永	2020-04-30
凯文教育: 教育业务持续 增长, 预计经营扭亏即将 来临/苏多永	2020-04-26

艺术高中升学情况良好，带动了艺术高中的快速发展和高中生的更快增长，预计随着在校生规模的扩大、银行借款的减少和资产的做轻，朝阳凯文有望扭亏为盈。

■ **盈亏平衡即将来临，业绩释放弹性十足。**2020 年受新冠疫情和中美关系的双重影响，公司两所学校的新生不及预期，但仍实现了在校生规模的扩大，根据公司公告，尤其是升学效应的带动下高中生规模增长了约 70%。同时，因线下停课导致学费优惠和教育服务收入下降，2020 年公司业绩不达预期，教育服务业务仅个位数增长，并且出现了经营性亏损。2021 年公司有望达到盈亏平衡，一方面疫情和中美关系对经营的影响弱化，另一方面新生将带动在校生规模扩大，公司收入规模有望较快增长，我们预计在校生若超过 2000 人公司有望实现盈亏平衡。同时，公司有望推动资产结构、资本结构的优化，财务费用、折旧和摊销的降低将增强公司盈利能力，增强公司业绩释放的弹性。

■ **估值与投资建议：**预计 2020-2022 年公司营业收入 3.16 亿元、4.56 亿元和 5.29 亿元，分别同比增长-60.3%、44.53%和 16.17%；归属于母公司股东的净利润分别为-1.25 亿元、0.30 亿元和 0.60 亿元，分别同比增长-430.90%、-123.6%和 100.32%；EPS 分别为-0.21 元、0.05 元和 0.10 元；动态 PE 分别为-18.2 倍、76.8 倍和 38.3 倍，动态 PB 分别为 1.1 倍、1.1 倍和 1.0 倍。公司是 A 股市场国际学校第一股，依托海淀国资优质教育资源，旗下两所学校快速发展，在校生规模持续扩大，有望迎来经营性拐点。控股股东通过股权委托管理方式将公司变为纯国资控股上市平台，有助于海淀优资教育资源的导入和教育资产的整合，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**国际学校政策收紧、中美关系恶化、招生不及预期、学费增长乏力等

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	241.8	794.7	315.5	456.0	529.7
净利润	-98.0	38.0	-125.6	29.7	59.5
每股收益(元)	-0.16	0.06	-0.21	0.05	0.10
每股净资产(元)	3.52	3.58	3.54	3.59	3.69

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	-23.3	60.1	-18.2	76.8	38.3
市净率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
净利润率	-40.5%	4.8%	-39.8%	6.5%	11.2%
净资产收益率	-4.7%	1.8%	-5.9%	1.4%	2.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-3.3%	2.5%	-3.5%	2.0%	3.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	241.8	794.7	315.5	456.0	529.7	成长性					
减:营业成本	258.1	551.3	306.0	296.4	317.8	营业收入增长率	-61.0%	228.7%	-60.30%	44.53%	16.17%
营业税费	4.1	8.9	6.0	6.4	7.4	营业利润增长率	-303.1%	-137.1%	-551.4%	-123.9%	92.8%
销售费用	9.8	20.1	14.2	10.0	11.7	净利润增长率	-521.1%	-138.7%	-430.9%	-123.6%	100.32%
管理费用	55.7	87.9	101.0	63.8	68.9	EBITDA 增长率	-109.6%	-1477.9	-133.7%	-296.4%	39.1%
财务费用	33.3	59.3	54.7	22.4	33.5	EBIT 增长率	-192.2%	-269.3%	-197.9%	-148.9%	78.8%
资产减值损失	0.4	-18.0	30.0	20.0	10.0	NOPLAT 增长率	-292.1%	-177.0%	-238.8%	-157.6%	84.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.4%	-0.6%	2.8%	-3.0%	-6.7%
投资和汇兑收益	0.8	0.3	-	10.0	10.0	净资产增长率	-4.3%	1.7%	-0.8%	1.3%	2.6%
营业利润	-117.2	43.5	-196.4	46.9	90.5	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	28.7	-30.0	-	-	毛利率	-6.8%	30.6%	3.0%	35.0%	40.0%
利润总额	-117.4	72.2	-226.4	46.9	90.5	营业利润率	-48.5%	5.5%	-62.3%	10.3%	17.1%
减:所得税	-22.8	35.6	-111.0	18.8	34.4	净利润率	-40.5%	4.8%	-39.8%	6.5%	11.2%
净利润	-98.0	38.0	-125.6	29.7	59.5	EBITDA/营业收入	-6.3%	26.6%	-22.6%	30.7%	36.7%
						EBIT/营业收入	-35.4%	18.2%	-44.9%	15.2%	23.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	1,957	558	1,361	897	734
						流动资产周转天数	-604	-114	-153	-53	-66
						流动负债周转天数	743	351	758	408	334
						应收账款周转天数	6	30	85	25	25
						存货周转天数	0	0	29	40	18
						总资产周转天数	5,177	1,702	3,947	2,536	2,094
						投资资本周转天数	3,073	938	2,389	1,651	1,353
						投资回报率					
						ROE	-4.7%	1.8%	-5.9%	1.4%	2.7%
						ROA	-2.5%	1.0%	-3.6%	0.9%	1.9%
						ROIC	-3.3%	2.5%	-3.5%	2.0%	3.7%
						费用率					
						销售费用率	4.0%	2.5%	4.5%	2.2%	2.2%
						管理费用率	23.0%	11.1%	32.0%	14.0%	13.0%
						财务费用率	13.8%	7.5%	17.4%	4.9%	6.3%
						三费/营业收入	40.8%	21.1%	53.9%	21.1%	21.5%
						偿债能力					
						资产负债率	44.5%	41.9%	33.5%	32.6%	24.8%
						负债权益比	80.1%	72.2%	50.5%	48.4%	32.9%
						流动比率	0.98	1.64	1.46	1.18	0.94
						速动比率	0.98	1.64	1.30	1.08	0.93
						利息保障倍数	-2.57	2.44	-2.59	3.09	3.70
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	496.7	550.9	226.7	182.4	169.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	6.5	126.5	21.9	41.4	32.2
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	7.4	15.4	4.3	8.9	5.2
存货	0.1	0.2	50.8	49.4	3.6
其他流动资产	177.4	168.9	163.4	285.0	205.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	318.2	179.8	179.8	179.8	179.8
固定资产	1,241.0	1,221.4	1,165.0	1,108.6	1,052.2
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	925.5	845.4	831.3	817.3	803.2
其他非流动资产	636.0	596.3	570.6	538.4	499.8
资产总额	3,808.8	3,705.0	3,213.8	3,211.3	2,951.2
短期债务	199.0	-	-	19.5	52.5
应付账款	298.5	198.4	77.0	272.1	102.3
应付票据	-	-	119.0	4.5	119.1
其他流动负债	206.2	327.3	123.2	183.2	168.0
长期借款	990.0	1,027.3	759.0	568.2	289.3
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	1,693.7	1,553.1	1,078.2	1,047.5	731.3
少数股东权益	8.7	7.2	16.8	15.3	12.0
股本	498.6	498.6	598.3	598.3	598.3
留存收益	1,608.1	1,646.1	1,520.5	1,550.2	1,609.6
股东权益	2,115.1	2,151.8	2,135.6	2,163.8	2,220.0

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-94.5	36.5	-125.6	29.7	59.5
加:折旧和摊销	98.3	94.1	70.5	70.5	70.5
资产减值准备	0.4	24.6	30.0	20.0	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	33.1	59.1	54.7	22.4	33.5
投资损失	-0.8	-0.3	-	-10.0	-10.0
少数股东损益	3.4	-1.4	10.1	-1.5	-3.4
营运资金的变动	-107.2	147.0	-133.0	5.5	95.9
经营活动产生现金流量	0.5	22.1	-93.2	136.5	256.0
投资活动产生现金流量	-551.4	270.8	-	10.0	10.0
融资活动产生现金流量	919.0	-239.4	-231.0	-190.8	-278.8

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	-0.16	0.06	-0.21	0.05	0.10
BVPS(元)	3.52	3.58	3.54	3.59	3.69
PE(X)	-23.3	60.1	-18.2	76.8	38.3
PB(X)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
P/FCF	2.9	-21.8	-5.0	-30.4	-47.3
P/S	9.4	2.9	7.2	5.0	4.3
EV/EBITDA	-270.9	14.3	-32.1	15.7	10.2
CAGR(%)	-166.8%	15.4%	-280.7%	-166.8%	15.4%
PEG	0.1	3.9	0.1	-0.5	2.5
ROIC/WACC	-0.4	0.3	-0.4	0.2	0.4
REP	-5.3	5.1	-2.7	4.8	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏多永声明, 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。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信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。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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