

凯文教育 (002659)

证券研究报告
2020年08月28日

教育业务收入 1.34 亿同比增 4.99%，内外协同健全产业链发展

营收同比减少 9.82%，归母净利润同比减少 18.46%

8月27日，公司发布半年报，20H1 实现营收 1.38 亿元，同比减少 9.82%（其中 Q1、Q2 收入及增速分别为 0.82 亿+1.80%；0.56 亿-22.79%）；

实现归母净利-0.66 亿元，同比减少 18.46%（其中 Q1、Q2 归母净利及增速分别为-0.17 亿+18.70%；-0.49 亿-40.73%）；实现扣非后归母净利-0.68 亿元，同比减少 20.90%。

营业收入及归母净利同比减少主要系培训业务及租赁业务收入减少所致。其中，教育服务业务收入为 1.34 亿元，同比增长 4.99%，占总 98.03%（+13.83pct）；培训服务业务收入 0.02 亿元，同比减少 81.85%，占总 1.41%（-5.58pct）；租赁业务收入 0.008 亿元，同比减少 94.27%，占总 0.56%（-8.25pct）。

教育服务业务疫情期间转为线上运营，公司采取了积极有效的应对措施，相关业务有序开展，报告期内相关收入较上年同期增长约 5%，在校学生人数较上年同期增长约 30%。

毛利率-11.52%，同比减少 15.92 个百分点。20H1 毛利率-11.52%，同比减少 15.92 个百分点；净利润率-48.80%，同比减少 12.48 个百分点。

报告期内期间费用率为 57.18%，同比增长 7.98 个百分点，其中销售费用率 3.57%，同比减少 0.19 个百分点；管理费用率 29.56%，同比增长 3.78 个百分点；财务费用率 24.05%，同比增长 4.39 个百分点。

维持盈利预测，给予买入评级

公司以国际学校运营为基本，以发展素质教育板块构成差异化竞争优势。在以实体学校为依托获得资源背景、品牌效应与受众群体的同时，以体育培训、艺术培训、科技培训、营地教育等为服务特色，开展教育及相关业务。我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为-0.15、-0.03、0.02 元。

风险提示：疫情导致招生不及预期，核心校长教师流失，市场竞争激烈

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	241.79	794.73	392.89	527.77	602.35
增长率(%)	(61.01)	228.68	(50.56)	34.33	14.13
EBITDA(百万元)	(15.34)	211.34	24.78	114.04	156.25
净利润(百万元)	(97.95)	37.95	(91.46)	(17.97)	13.77
增长率(%)	(521.14)	(138.75)	(340.96)	(80.35)	(176.62)
EPS(元/股)	(0.16)	0.06	(0.15)	(0.03)	0.02
市盈率(P/E)	(42.75)	110.34	(45.79)	(233.06)	304.17
市净率(P/B)	1.99	1.95	1.95	1.96	1.95
市销率(P/S)	17.32	5.27	10.66	7.94	6.95
EV/EBITDA	(270.86)	14.34	160.88	32.94	24.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7 元
目标价格	元

基本数据

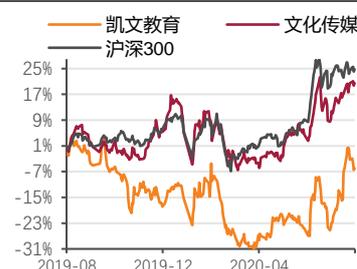
A 股总股本(百万股)	598.28
流通 A 股股本(百万股)	498.56
A 股总市值(百万元)	4,187.96
流通 A 股市值(百万元)	3,489.93
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	37.63
一年内最高/最低(元)	8.00/5.08

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

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：贝格数据

相关报告

- 《凯文教育-首次覆盖报告:国际学校优质标的，逐年爬坡将迎业绩拐点》
2020-07-17
- 《凯文教育-公司点评:坚持服务输出，打造青少素质综合教育平台》
2018-09-19
- 《凯文教育-公司点评:4000 万美金收购威斯敏特合唱音乐学院等三校，锁定顶级音乐教育 IP 丰富国际学校资源》
2018-06-22



营收同比减少 9.82%，归母净利同比减少 18.46%。8月27日，公司发布半年报，20H1 实现营收 1.38 亿元，同比减少 9.82% (其中 Q1、Q2 收入及增速分别为 0.82 亿+1.80%；0.56 亿-22.79%)；

实现归母净利-0.66 亿元，同比减少 18.46% (其中 Q1、Q2 归母净利及增速分别为-0.17 亿+18.70%；-0.49 亿-40.73%)；实现扣非后归母净利-0.68 亿元，同比减少 20.90%。

营业收入及归母净利同比减少主要系培训业务及租赁业务收入减少所致。其中，教育服务业务收入为 1.34 亿元，同比增长 4.99%，占总 98.03% (+13.83pct)；培训服务业务收入 0.02 亿元，同比减少 81.85%，占总 1.41% (-5.58pct)；租赁业务收入 0.008 亿元，同比减少 94.27%，占总 0.56% (-8.25pct)。

教育服务业务疫情期间转为线上运营，公司采取了积极有效的应对措施，相关业务有序开展，报告期内相关收入较上年同期增长约 5%，在校学生人数较上年同期增长约 30%。

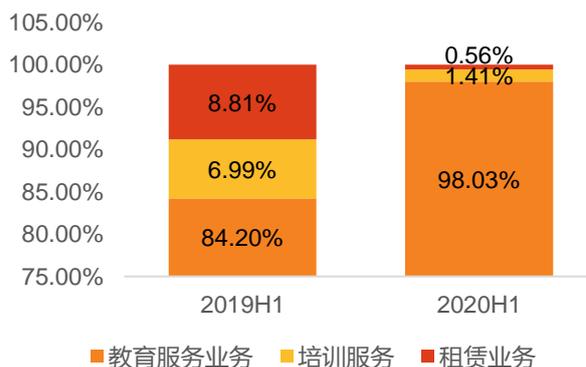
阶段性收入增幅低于学生人数增幅，主要系以下原因所致：疫情期间采取线上教学，住宿、餐饮、校车等收入减少；考虑到疫情对正常教学模式的影响以及借鉴行业内同类学校疫情期间学费的处理方法，针对疫情期间学费给予了一定比例的优惠。

图 1：20H1 实现营收 1.38 亿元，同比减少 9.82%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：教育服务业务收入 1.34 亿元，占总 98.03% (+13.83pct)



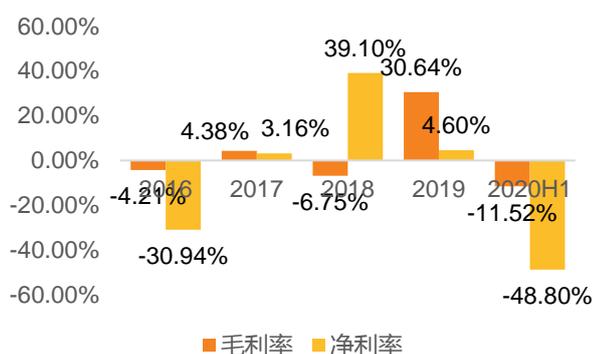
资料来源：公司半年报，天风证券研究所

毛利率-11.52%，同比减少 15.92 个百分点。20H1 毛利率-11.52%，同比减少 15.92 个百分点；净利润率-48.80%，同比减少 12.48 个百分点。

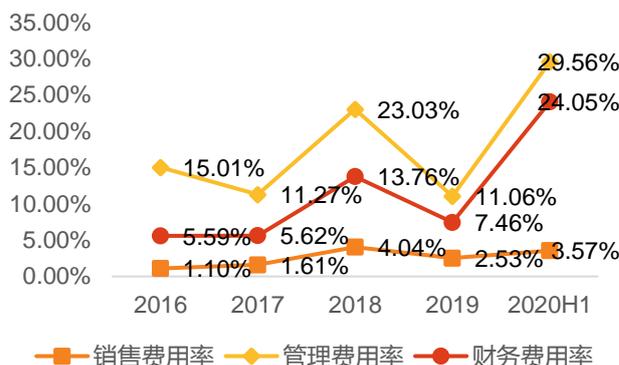
报告期内期间费用率为 57.18%，同比增长 7.98 个百分点，其中销售费用率 3.57%，同比减少 0.19 个百分点；管理费用率 29.56%，同比增长 3.78 个百分点；财务费用率 24.05%，同比增长 4.39 个百分点。

图 3：毛利率-11.52%，同比减少 15.92 个百分点

图 4：间费用率为 57.18%，同比增长 7.98 个百分点



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

● **整合打造稀缺国际学校资源的能力与优势**

目前公司拥有两所位于北京市的 K12 国际教育学校，即北京海淀凯文学校和北京市朝阳区凯文学校。两所学校定位高端，具有较高的壁垒和门槛，在区域地理位置、校园环境、软硬件设施等方面均具有高规格、高标准的一流国际学校水准。

● **内外协同的素质教育产业链和多元化教学保障服务为国际教育添翼增彩**

(1) 公司在满足学校对于优质素质教育课程需求的同时，将国际教育业务边界从校内拓展到校外，形成内外协同的素质教育产业链，与传统素质教育培训相比，“凯文素质教育”具有以下优势：

①综合全面的素质教育体系，满足社会的多元化需求；②对接国际知名机构的合作教学，体现差异化的高端竞争力；③特色 KAP 国际艺术高中课程，为凯文素质教育品牌再添助力；④发挥素质教育内外协同作用，提高变现与盈利能力。

(2) 除课程设计、师资管理、素质教育等教育服务内容外，公司为学校提供了完善的高品质后勤保障、标准化的校园运营管理等综合服务，与教学管理、课程设置、素质教育形成一站式的教育服务体系，体现出公司在教育服务领域综合多元化的产品竞争优势。

● **国际学校建设与运营管理能力奠定未来拓展基础**

两所凯文学校从 0 到 1 是积累国际化办学和运营经验的过程，是凯文教育理念办学成果最直接展示，是凯文教育服务在对学校整体规划建设和日常运营管理方面的出色表现。

在此过程中，公司强化对实体学校教师团队建设、合规监管沟通、物业管理、餐饮与后勤服务、校内外合作等一系列能力。两所学校得到了社会高度认可，两所学校的成功建设与运营，打造了“凯文学校”品牌形象，构建业务护城河。

同时在此过程中，凯文教育团队锻造了精细化运营的快速学习能力和机制，为未来轻资产模式业务发展打下基础。快速资源整合和落地能力也将体现和助力到新赛道、新业务开拓过程中。

● **股东资源及国资背景优势助力发展**

上市公司控股股东为八大处控股，实际控制人为北京市海淀区国资委。

(1) 控股股东可为公司提供有力的资金支持和产业布局。八大处控股拥有雄厚的资金和多板块的产业资源。公司未来利用其上市公司平台和控股股东八大处控股的资金支持

与产业布局，通过自主办学和与国内外知名教育机构合作办学相结合，可以快速实现区域和产业链的扩张，优化教育产业布局、强化办学特色、提升品牌的影响力。

(2) 国资背景优势提升公司及学校社会影响力。国际教育的发展需要当地政府的配合和支持，尤其以实体校园为开展教育服务核心依托的国际学校，必须扎根当地市场，积累品牌效应。公司的国资背景为学校招生、素质教育推广、品牌合作等方面带来了广泛社会认同。

维持盈利预测，给予买入评级。公司以国际学校运营为基本，以发展素质教育板块构成差异化竞争优势。在以实体学校为依托获得资源背景、品牌效应与受众群体的同时，以体育培训、艺术培训、科技培训、营地教育等为服务特色，开展教育及相关业务。我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为-0.15、-0.03、0.02 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	496.71	550.88	68.63	42.22	48.19
应收票据及应收账款	4.68	123.95	49.78	23.62	30.29
预付账款	7.38	15.41	6.72	7.32	9.07
存货	0.07	0.17	74.93	28.52	52.01
其他	179.19	171.53	174.46	174.68	174.37
流动资产合计	688.03	861.93	374.52	276.36	313.93
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,240.99	1,221.43	1,182.18	1,163.01	1,142.89
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	925.50	845.44	826.52	807.61	788.69
其他	954.24	776.16	749.18	729.10	696.31
非流动资产合计	3,120.74	2,843.03	2,793.89	2,769.32	2,699.66
资产总计	3,808.77	3,704.96	3,168.41	3,045.69	3,013.59
短期借款	199.00	0.00	0.00	49.40	132.30
应付票据及应付账款	260.86	194.66	413.83	290.33	331.48
其他	243.84	331.11	189.97	489.12	312.12
流动负债合计	703.70	525.77	603.80	828.84	775.90
长期借款	990.00	1,027.35	397.47	66.76	74.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	990.00	1,027.35	397.47	66.76	74.62
负债合计	1,693.70	1,553.11	1,001.27	895.61	850.51
少数股东权益	8.65	7.24	14.22	15.13	14.37
股本	498.57	498.57	598.28	598.28	598.28
资本公积	1,669.25	1,669.25	1,669.25	1,669.25	1,669.25
留存收益	1,608.14	1,646.09	1,554.64	1,536.67	1,550.43
其他	(1,669.54)	(1,669.30)	(1,669.25)	(1,669.25)	(1,669.25)
股东权益合计	2,115.07	2,151.85	2,167.14	2,150.08	2,163.08
负债和股东权益总计	3,808.77	3,704.96	3,168.41	3,045.69	3,013.59

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(94.54)	36.54	(91.46)	(17.97)	13.77
折旧摊销	98.29	94.07	82.16	84.48	86.88
财务费用	33.10	59.15	54.75	52.29	52.06
投资损失	(0.82)	(0.29)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(108.62)	148.77	117.61	264.58	(135.21)
其它	73.12	(316.19)	7.35	0.92	(0.78)
经营活动现金流	0.53	22.05	170.43	384.30	16.71
资本支出	(107.10)	(51.03)	60.00	80.00	50.00
长期投资	(0.20)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(444.09)	321.80	(120.00)	(160.00)	(100.00)
投资活动现金流	(551.39)	270.77	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	1,199.00	1,043.51	406.19	127.79	219.08
股权融资	(32.11)	(58.65)	45.43	(51.86)	(51.63)
其他	(247.88)	(1,224.21)	(1,044.30)	(406.63)	(128.20)
筹资活动现金流	919.01	(239.36)	(592.68)	(330.71)	39.26
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	368.15	53.46	(482.25)	(26.41)	5.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	241.79	794.73	392.89	527.77	602.35
营业成本	258.13	551.26	337.67	383.15	417.68
营业税金及附加	4.14	8.93	4.57	7.03	7.27
营业费用	9.78	20.10	20.10	20.10	20.10
管理费用	55.68	87.93	87.93	87.93	87.93
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	33.28	59.32	54.75	52.29	52.06
资产减值损失	0.39	(17.98)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.82	0.29	0.00	0.00	0.00
其他	(3.25)	41.36	0.00	0.00	0.00
营业利润	(117.17)	43.52	(112.13)	(22.73)	17.32
营业外收入	0.00	28.65	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	(117.37)	72.17	(112.13)	(22.73)	17.32
所得税	(22.83)	35.64	(28.03)	(5.68)	4.33
净利润	(94.54)	36.54	(84.10)	(17.05)	12.99
少数股东损益	3.41	(1.42)	7.35	0.92	(0.78)
归属于母公司净利润	(97.95)	37.95	(91.46)	(17.97)	13.77
每股收益(元)	(0.16)	0.06	(0.15)	(0.03)	0.02

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-61.01%	228.68%	-50.56%	34.33%	14.13%
营业利润	-303.12%	-137.14%	-357.66%	-79.73%	-176.19%
归属于母公司净利润	-521.14%	-138.75%	-340.96%	-80.35%	-176.62%
获利能力					
毛利率	-6.75%	30.64%	14.05%	27.40%	30.66%
净利率	-40.51%	4.78%	-23.28%	-3.40%	2.29%
ROE	-4.65%	1.77%	-4.25%	-0.84%	0.64%
ROIC	-3.30%	2.51%	-2.08%	1.14%	3.05%
偿债能力					
资产负债率	44.47%	41.92%	31.60%	29.41%	28.22%
净负债率	33.20%	22.89%	15.58%	3.98%	7.90%
流动比率	0.98	1.64	0.62	0.33	0.40
速动比率	0.98	1.64	0.50	0.30	0.34
营运能力					
应收账款周转率	100.61	12.36	4.52	14.38	22.35
存货周转率	3,833.34	6,753.68	10.46	10.20	14.96
总资产周转率	0.07	0.21	0.11	0.17	0.20
每股指标(元)					
每股收益	-0.16	0.06	-0.15	-0.03	0.02
每股经营现金流	0.00	0.04	0.28	0.64	0.03
每股净资产	3.52	3.58	3.60	3.57	3.59
估值比率					
市盈率	-42.75	110.34	-45.79	-233.06	304.17
市净率	1.99	1.95	1.95	1.96	1.95
EV/EBITDA	-270.86	14.34	160.88	32.94	24.79
EV/EBIT	-48.59	20.94	-69.49	127.08	55.84

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com