

凯文教育 (002659)

证券研究报告

2020年09月18日

落地轻资产输出项目，实现优质资源禀赋异地复制

公司拟与世和国际签订《战略合作协议》，在浙江嘉兴打造以高质量 K12 国际化双语学校、户外营地教育和生活教育为主体的现代教育示范园区。

该学校属于世合理想大地项目规划内容，项目共规划 11.44 平方公里，包括绿色农业、文化教育、健康银发、田园小镇四大板块；目前规划 7 所国际化学校，其中两所学校已建成开学，一所在建学校拟于 2021 年开学，其他四所学校将根据总体规划分期建设。学校全部建成后，总建设面积将超过 15 万平方米、学生总容量将超过 5000 人。

就本次合作来看：

①世和国际负责校舍投资建设等与学校硬件建设相关工作并享有所有权，与学校签署租赁协定；

②凯文为学校提供包括软件建设及运营管理等服务，包括但不限于提供管理团队、课程设置、师资招聘、培训咨询、素质教育服务、国际认证、后勤管理等与学校软件和教学管理相关服务。凯文与学校签署合作办学服务协议，按协议约定收取服务费。

我们认为：

①该学校是凯文走出北京、输出管理，落地轻资产发展模式的重要标志性项目，借助北京两所高端国际学校运营经验及品牌实力，实现异地拓展打开成长空间；

②轻资产模式是凯文办学的重要形式突破，在合规合法前提下一方面实现规模及业绩有效增厚；另一方面充分发挥公司营地体育、艺术教育等资源优势，实现上下游延伸打通优质产业链。

公司为 A 股优质 K12 教育运营商，办学品质突出招生顺利推进，加快业绩释放节奏！同时涵盖艺术体育、营地与科技教育、品牌输出的国际教育产业链，通过一流师资团队，国际标准硬件设施取得行业领先地位。建议积极关注！

维持盈利预测，给予“买入”评级。我们预计公司 2020-2022 收入 3.93 亿/5.28 亿/6.02 亿元，净利润-0.91 亿/-0.18 亿/0.14 亿元，预期营业利润-1.12 亿/-0.23 亿/0.17 亿元，营业利润加回折旧、摊销、财务成本，所得利润为-133 万/8808 万/12812 万元。

风险提示：招生不达预期，疫情影响公司学校住宿餐饮、培训、不动产业务超预期，政策影响不确定性，本次战略合作协议尚未正式签订，最终是否签订具有一定的不确定性

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)	(41.04)	105.93	(43.96)	(223.74)	292.00
市净率(P/B)	1.91	1.87	1.87	1.88	1.87
市销率(P/S)	16.63	5.06	10.23	7.62	6.67
EV/EBITDA	(270.86)	14.34	154.12	31.47	23.72

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	6.72 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)	4,020.44
流通 A 股市值(百万元)	3,350.33
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	37.63
一年内最高/最低(元)	8.08/5.08

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

吴慧迪 联系人
wuhuidi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《凯文教育-半年报点评: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》2020-08-28
- 《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

公司拟与世和国际签订《战略合作协议》，在浙江嘉兴打造以高质量 K12 国际化双语学校、户外营地教育和生活教育为主体的现代教育示范园区。《战略合作协议》属于双方意向性约定，旨在表达双方合作意向及初步洽商结果，截至目前尚未签署。

该学校属于世合理想大地项目规划内容，项目共规划 11.44 平方公里，包括绿色农业、文化教育、健康银发、田园小镇四大板块；目前规划 7 所国际化学校，其中两所学校已建成开学，一所在建学校拟于 2021 年开学，其他四所学校将根据总体规划分期建设。学校全部建成后，总建设面积将超过 15 万平方米、学生总容量将超过 5000 人。

就本次合作来看：

- ①双方将基于共同的合作愿景，协同进行世合理想大地教育板块的总体规划与设计，制定详细的、可执行的长期发展规划和实施路线图。
- ②世和国际负责学校校舍投资建设，其中包括但不限于完成所有土地出让手续、工程建设、不可移动设施设备采购、活动场地建设等与学校硬件建设相关工作。世和国际对其投资的固定资产享有所有权，与学校签署租赁协定，按协定约定收取租金。
- ③凯文教育作为服务方，为学校提供包括软件建设及运营管理等服务。服务范围包括但不限于提供管理团队、课程设置、师资招聘、培训咨询、素质教育服务、国际认证、后勤管理等与学校软件和教学管理相关服务。乙方与学校签署合作办学服务协议，按协议约定收取服务费。
- ④双方在合作中所要承担的具体责任、权利和义务将在后续签订的《合作办学服务协议》等系列协议中予以明确。
- ⑤战略合作协议签署后，双方将立即成立联合工作小组，协同起草《合作办学服务协议》等系列文件，具体落实以上合作内容。

我们认为：

- ①该学校是凯文走出北京、输出管理，落地轻资产发展模式的重要标志性项目，借助北京两所高端国际学校运营经验及品牌实力，实现异地拓展打开成长空间；
- ②轻资产模式是凯文办学的重要形式突破，在合规合法前提下一方面实现规模及业绩有效增厚；另一方面充分发挥公司营地体育、艺术教育等资源优势，实现上下游延伸打通优质产业链。

公司为 A 股优质 K12 教育运营商，办学品质突出招生顺利推进，加快业绩释放节奏！同时涵盖艺术体育、营地与科技教育、品牌输出的国际教育产业链，通过一流师资团队，国际标准硬件设施取得行业领先地位。建议积极关注！

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	-41.04	105.93	-43.96	-223.74	292.00
市净率	1.91	1.87	1.87	1.88	1.87
EV/EBITDA	-270.86	14.34	154.12	31.47	23.72
EV/EBIT	-48.59	20.94	-66.57	121.41	53.42

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