

高端定位打造国际学校品牌，整合优势资源提供全方位素质教育服务

核心观点

公司是 A 股唯一具有国资背景的国际学校教育标的。2015 年公司开始布局高端国际学校，先后通过非公开发行和增资的形式投资文凯兴建朝阳凯文学校共计 28.9 亿元，2016 年底 1.75 亿收购凯文智信和凯文学信下的海淀凯文学校和体育教育特色平台；2017 年底剥离原有钢结构业务，公司全身心投入教育行；2018 年 6 月计划 4000 万美元收购美国瑞德大学下属三所学院积极布局海外，延伸教育服务生态链。此外，公司快速建立了与美职棒、IMG 体育学院、曼城足球俱乐部和中网等在体育方面的合作，与 AIP 国际艺术高中合作，全面探索凯文特色化的素质教育布局。

国际学校办学门槛较高，高品质差异化的教育服务是学校的立身之本。行业快速演进主要体现在服务对象低龄化、办学民办化、发展集团化三个层面。供需两端的同步增加和民办国际学校占比的扩大预示着市场增量空间仍旧充足，多校联营为办学企业的高效运营和市占率提升提供了动力。此外，政策上的引导使公办学校国际部发展受限，为民办国际学校的设立腾出了更大空间；新民促法提出分类管理，规范民办学校运营模式，推动了行业向好发展。

公司借东风，走资源整合之路，重资产铺路建校朝阳凯文，利用资本优势快速布局高端素质教育全产业链。两所学校均已投入使用，招生增长稳定，现共计在校千余人，业绩逐渐释放。两所学校容量为 5500 人，预计在未来 5-10 年可达到饱和。学生数增加带来营收的增长，伴随着校舍利用率的提升及协同运营可持续提高毛利，未来持续高速增加可期。公司采用“K12 实体学校+体育、艺术培训+营地教育+品牌输出”的经营模式，向上游采用自建、收购、合作等方式整合优势资源，向下游扩展教育服务内容，创造更多盈利方式。

凯文教育 (002659)

首次评级

买入

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

曾荣飞

zengrongfei@csc.com.cn

010-85130578

执业证书编号：S1440518030003

发布日期：2018 年 12 月 07 日

当前股价：8.17 元

目标价格 6 个月：10.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.11/-3.72	-19.51/-16.43	-35.26/-15.81

12 月最高/最低价 (元) 16.38/7.63

总股本 (万股) 49,856.7

流通 A 股 (万股) 25,469.09

总市值 (亿元) 40.73

流通市值 (亿元) 20.81

近 3 月日均成交量 (万) 240.65

主要股东

八大处控股集团有限公司 32.6%

股价表现



相关研究报告

目录

一、公司概况：大刀阔斧进军国际学校市场，业务转型静待新春.....	1
1.1 发展历史：撒手桥梁钢结构业务，重金输血高端国际学校.....	1
1.1.1 借国资控股东风，“刁钻”角度切入教育行业.....	2
1.1.2 三步收购文凯兴，潜心自建朝阳凯文学校.....	2
1.1.3 收购凯文学信、智信，实力扩充教育资源；大胆布局海外，匠心独运专注素质教育.....	4
1.2 公司现有组织架构：背靠大树，专注育人.....	5
1.3 经营情况：脱掉传统钢结构业务的承重外衣，重新走上新赛道的起跑线.....	7
二、行业格局：供需增加促国际学校行业迎来快速发展.....	8
2.1 行业现状：国际学校进入快速稳定增长阶段，高品质办学树高行业门槛.....	8
2.2 发展趋势：三层面演进，共话行业未来景象.....	11
2.2.1 低龄化：需求带动供给，国际教育服务向 K12 全阶段覆盖.....	11
2.2.2 民办化：民办国际学校占比不断扩大，市场广阔.....	12
2.2.3 集团化：多校集团发展谋求高效运营.....	12
2.3 驱动因素：内外因促市场需求供给同向快速增长.....	13
2.3.1 高净值家庭数显著提高.....	13
2.3.2 跨界布局，多方资本涌入.....	14
2.3.3 民促法推动民办教育又好又快发展.....	15
三、公司核心竞争力：多方借力，脱胎换骨成就 A 股稀缺标的.....	17
3.1 天时地利人和，多方优势资源整合重塑公司新面貌.....	17
3.1.1 建校于教育中心地带，坐享区位优势.....	17
3.1.2 国资背景给予稳健发展动力，资本优势便于产业链布局.....	17
3.2 实体学校定位高端市场，重资产模式扎实打造优质品牌.....	18
3.2.1 学校情况：高端、大气、上档次.....	18
3.2.2 品牌形成初期，重资产模式脚踏实地.....	21
3.3 艺术+体育，形散而神不散的素质教育布局.....	21
3.3.1 色彩勾画、旋律熏陶指引艺术人生.....	21
3.3.2 体育中心实现战略协同，积极迈步国际市场探索产业链上下游.....	23
3.4 公司产业链：向上整合优势资源，向下扩展服务内容.....	24
盈利预测及投资建议.....	25
风险分析.....	27

图表

图 1：公司历史沿革图.....	1
图 2：收购前文凯兴股权所属.....	3
图 3：三次股权变动.....	3
图 4：海淀凯文学校风貌.....	5

图 5: 海淀凯文学校开学典礼	5
图 6: 凯文教育股权结构	6
图 7: 凯文教育子公司	6
图 8: 2013-2018H1 营业收入及增速 (单位: 亿元)	7
图 9: 2013-2018Q1 归母净利润及增速 (单位: 亿元)	7
图 10: 2013-2017 年公司营业收入构成	7
图 11: 2013-2017 年公司部分业务毛利率	7
图 12: 民办 K-12 国际学校市场总收入 (十亿)	8
图 13: 民办 K-12 国际学校学生人数 (万人)	8
图 13: 国际学校规模	9
图 14: 出国留学及回国人数	9
图 15: 国际学校办学必备条件	10
图 16: 资质认证	10
图 17: 国际学校认证机构	11
图 18: 有意向参加留学的各阶段学生占比	11
图 19: 近年留美情况	12
图 20: 2015-2017 年三类国际学校数量	12
图 21: 2015 与 2017 年三类国际学校数量占比	12
图 22: 单体校与集团校优劣对比	13
图 23: 国内高净值家庭数 (万户)	13
图 24: 高净值家庭希望孩子出国留学的年龄段选择	13
图 25: 截止 2018 年 9 月末各行业 PPP 项目情况	15
图 26: 北京地理优势概括	17
图 27: 中国高净值人群主要地理分布 (万人)	17
图 28: 海淀凯文学校卫星图像	18
图 29: 朝阳凯文学校卫星图像	18
图 30: AIP 与中国院校发展历程	22
图 31: 北京朝阳凯文学校 AIP 课程比例设置	22
图 32: 海外学校展示 1 (合唱学院)	23
图 33: 海外学校展示 2 (音乐学院)	23
图 34: 凯文教育体育合作	24
图 35: 截止 2017 年 9 月面向公司的产业链布局	24
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	
表 1: 公司在教育行业的探索及布局	1
表 2: 凯文教育控制权变更	2
表 3: 募集资金投向	2
表 4: 朝阳凯文学校建设投资计划	4
表 5: 企业的集团构成	6
表 6: 重要的非全资子公司	6
表 7: 国际学校类别	8

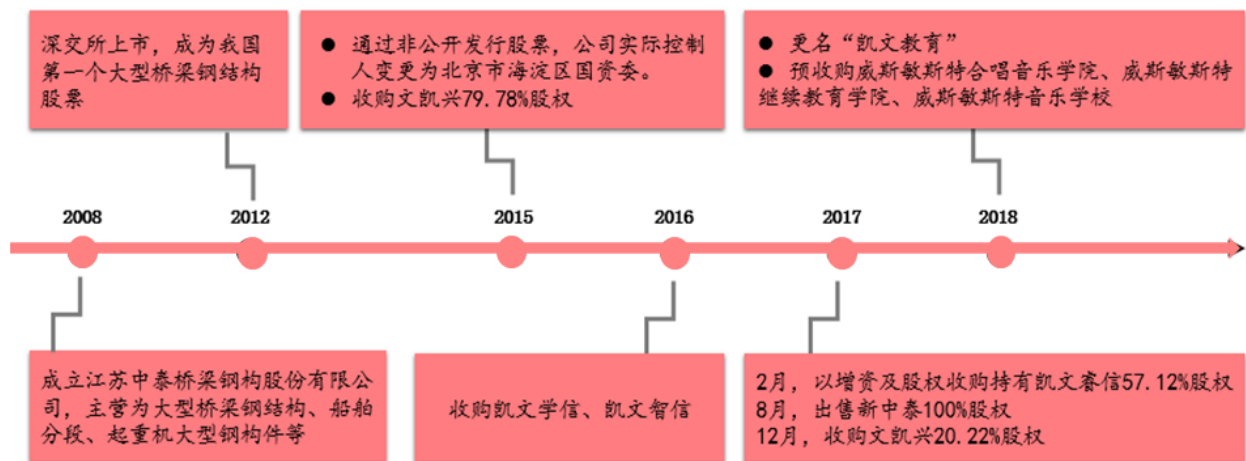
表 8: 行业龙头.....	9
表 9: 主要国际学校课程体系.....	10
表 10: 近些年国际学校市场并购及跨行业布局案例汇总.....	14
表 11: 相关政策法规.....	16
表 12: 八大处控股集团集团公司（注册资本 TOP10）.....	18
表 13: 海淀凯文学校与朝阳凯文学校基本情况介绍.....	19
表 14: 海淀凯文学校与朝阳凯文学校收费情况.....	20
表 15: 北京地区可比学校 2015-2016 学年招生学费数据（万元）.....	21
表 16: 海外学校名单.....	22
公司财务预测.....	25
财务指标.....	26

一、公司概况：大刀阔斧进军国际学校市场，业务转型静待新春

1.1 发展历史：撒手桥梁钢结构业务，重金输血高端国际学校

凯文教育大力推进教育产业各领域业务发展，以“K12 实体学校+体育、艺术培训+营地教育+品牌输出”为经营模式。公司原名江苏中泰桥梁钢构股份有限公司，系由江苏中泰钢结构有限公司整体变更设立的股份公司，于 2008 年 3 月注册成立，原是一个具有国家一级资质的国内桥梁钢结构制作领域的龙头企业。2012 年公司于深交所上市成立。2015 年公司确定开展高端教育中的国际学校业务，走双主业经营路线。2017 年底完全剥离钢结构业务，彻底转型教育。

图 1：公司历史沿革图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

公司自 2015 年以来开始了对高端教育行业的探索和布局，启动非公开发行股票工作，收购文凯兴 79.78% 的股权，公司实际控制人将由陈禹先生变更为北京市海淀区国资委，公司的业务逐步由以桥梁钢结构业务为主过渡到与教育业务并重的业务格局。2016 年公司收购凯文智信、凯文学信 100% 股权，旗下包括了 2016 年开学的海淀凯文国际学校，实现上市公司体育教育平台搭建。2017 年收购文凯兴的剩余股权，并成功实现控股凯文睿信，同时以公开挂牌方式将江苏新中泰桥梁钢构工程有限公司 100% 股权转让，使公司主营业务全部集中在教育行业。2018 年公司更名为凯文教育，并计划收购海外名校，即美国瑞德大学下属的威斯敏斯特合唱音乐学院、威斯敏斯特音乐学校和威斯敏斯特继续教育学院，打造高端艺术教育平台。

表 1：公司在教育行业的探索及布局

时间	方式	金额	交易或发行对象	目的	股权变化
2015.5	非公开发行	17.5 亿元	八大处控股、华轩基金、郑亚平	投资文凯兴建设国际学校项目	实际控制人变更为海淀区国资委
2015.10	建立文华学信增资	2.9 亿元	文凯兴	自建校舍筹办高端民办学校	文华学信 56.25% 控股文凯兴
2016.8	增资	6 亿元	文凯兴	建设国际学校	控股文凯兴 79.78%
2016.12	资金收购	1.65 亿元	凯文智信	收购海淀凯文学校	完全控股凯文智信
	资金收购	995.56 万元	凯文学信	收购国际化体育教育特色平台	完全控股凯文学信
2017.2	购买股权并增资	3202 万元	凯文睿信	获得优质国际教育配套资源	控股凯文睿信 57.12%

2017.12	现金收购	2.7 亿	文凯兴	消除同业竞争、建设体育中心 完全控股文凯兴
2018.6	现金	4000 万美元	美国瑞德大学下属三所学院	拓展国际业务

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

1.1.1 借国资控股东风，“刁钻”角度切入教育行业

公司采取向特定对象非公开发行 A 股股票的形式募集资金，其中部分资金用于补充现有主业流动资金、偿还债券本息，增强公司的资本实力；与此同时，进入高端教育行业，培育新的利润增长点，实现公司跨越式发展。非公开发行的发行对象为八大处控股、华轩基金和郑亚平共计 3 名特定投资者，非公开发行股票的数量为不超过 18,756.70 万股。

表 2：凯文教育控制权变更

序号	投资者名称	认购金额（万元）	认购股数（万股）
1	八大处控股	140,000.00	15,005.36
2	华轩基金	25,000.00	2,679.53
3	郑亚平	10,000.00	1,071.81
	合计	175,000.00	18,756.70

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

本次发行完成后，公司的实际控制人为北京海淀区国资委。本次发行前，环宇投资持有本公司 21.34% 的股权，为本公司的第一大股东。本次非公开发行完成后，八大处控股将持有公司 15,005.36 万股，占公司总股本的 30.10%，为公司的第一大股东。八大处依靠自身在教育、地产等行业的优势和强大的资金实力，协助公司拓展高端教育业务，创造新的利润增长点。本次非公开发行股票的募集资金总额预计不超过 175,000 万元，扣除发行费用后募集资金净额拟全部用于偿还债券本息、补充流动资金以及高端教育产业投资项目——投资子公司文凯兴建设国际学校项目。

表 3：募集资金投向

序号	项目名称	项目投资额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）
1	高端教育产业投资项目——投资子公司文凯兴建设国际教育项目	148,050.00	120,000.00
2	偿还公司债券本息、补充流动资金	55,000.00	55,000.00

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司全资子公司文华学信以自有资金 2.9 亿元增资文凯兴。增资后文凯兴注册资本为 2,285.8275 万元，其中文华学信持有 1,285.8275 万元出资额，占总出资额的 56.25%，八大处控股持有 1,000.00 万元出资额，占总出资额的 43.75%。同时公司将使用募集资金 12 亿元投资文凯兴，在北京市朝阳区举办一所覆盖小学、初中、高中的 12 年一贯制全日制基础教育的国际学校。增资后文凯兴注册资本为 4,946.1952 万元，其中公司控制 79.78% 的股权，八大处控股持有 20.22% 的股权。并于 2017 年，公司控股股东八大处与公司全资子公司文华学信签订《资产收购协议》，以现金对价方式将所持有的文凯兴剩 20.22% 股权转让给公司全资子公司文华学信，交易价格为 27,001.49 万元。

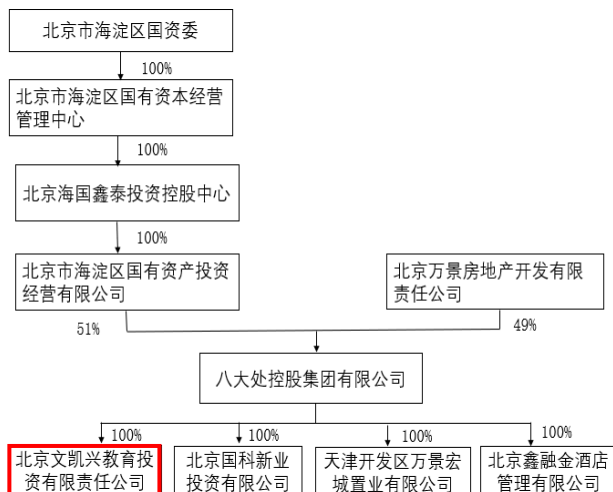
1.1.2 三步收购文凯兴，潜心自建朝阳凯文学校

1) **第一步**：经公司 2015 年第二次临时股东大会审议通过，并经北京市海淀区国资委批准，公司全资子公司文华学信以自有资金 2.9 亿元增资文凯兴。增资后文凯兴注册资本为 2285.83 万元，其中文华学信持有 1285.83 万元出资额，占总出资额的 56.25%，八大处控股持有 1000 万元出资额，占总出资额的 43.75%。2015 年 10 月 13 日，文凯兴领取了换发的营业执照。鉴于上市公司与八大处控股共同持有文凯兴的股权，为了解决同业竞争，八大处控股承诺：“为避免本公司与上市公司之间的同业竞争，本公司将在本承诺函出具之日起至本次发行完成后的一年期间，通过将本公司持有的文凯兴的全部股权通过合法合规的方式转让给上市公司、或将文凯兴股权转让给非关联第三方的方式退出文凯兴。本公司及本公司控制的其他企业未来亦不再从事与教育投资相关的业务。”

2) **第二步**：上市公司拟使用本次非公开发行不超过 18,756.7 万股人民币普通股、募集资金不超过 175,000 万元中的 120,000 万元募集资金投资文凯兴建设国际学校项目，上市公司通过文华学信向文凯兴增资 6 亿元，增资后文凯兴注册资本为 4946.20 万元，增资价格为 22.55 元/股，其中公司持股比例将由 56.25% 增加至 79.78%，八大处控股持股比例将由 43.75% 稀释至 20.22%。

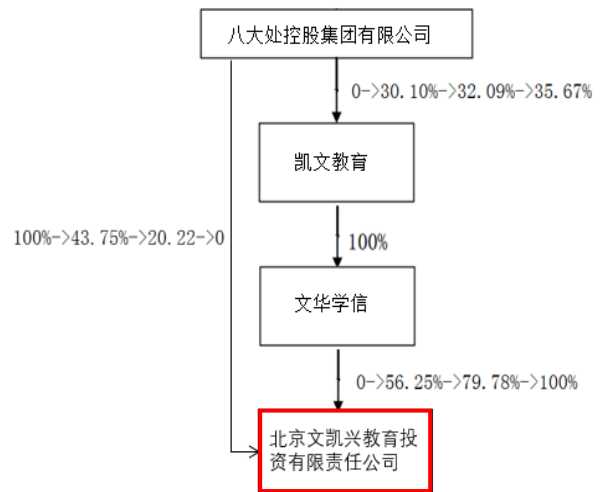
3) **第三步**：经 2017 年 6 月 26 日第三届董事会第三十次会议、2017 年 7 月 13 日召开的 2017 年第四次临时股东大会审议通过《关于终止发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项并撤回申请文件的议案》，公司终止了以发行股份购买资产并配套募集资金的方式将文凯兴 20.22% 股权转至上市公司的方案；同时鉴于实际情况导致承诺期内难以完成将文凯兴剩余股权转让至上市公司，会议审议通过了《关于控股股东承诺展期的议案》，将承诺展期 6 个月，在 2018 年 1 月 19 日前将八大处控股所持有的文凯兴股权转让给中泰桥梁或其子公司。为履行上述承诺，公司控股股东八大处控股拟与公司全资子公司北京文华学信教育投资有限公司（以下简称“文华学信”）签订《资产收购协议》，以现金对价方式将所持有的北京文凯兴教育投资有限责任公司（以下简称“文凯兴”）剩余 20.22% 股权转让给中泰桥梁全资子公司文华学信，交易价格拟定于 27,001.49 万元。本次交易完成后，文凯兴将成为公司全资子公司。

图 2：收购前文凯兴股权所属



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：三次股权变动



资料来源：网络公开资料，中信建投证券研究发展部

表 4：朝阳凯文学校建设投资计划

项目	第 1 年	第 2 年	合计
建设投资	87500	37500	125000
设备投资	3200	12800	16000
预备费	-	7050	7050
总投资金额	90700	57350	148050

建设投资				设备投资			
序号	项目	数量 (平方米)	单价 (元/平方米)	投资额 (亿元)	序号	名称	投资金额 (万元)
1	建安工程费			9.56	1	空调系统	5100
1.1	土建工程	212226	3000	6.37	2	家具、电脑灯教学设备	4700
1.2	设备安装工程	212226	1500	3.19	3	智能化系统设备	1300
2	装饰该工程			2.24	4	冰球场	1300
2.1	内部装饰工程费	212226	850	1.81	5	供电设备	1000
2.2	外部装饰工程费	212226	200	0.43	6	消防系统设备	1000
3	室外工程费			0.7	7	游泳馆	900
3.1	管网	212226	200	0.43	8	电梯	800
3.2	道路及场地硬化	98968	180	0.18		合计	16000
3.3	绿化	42516	200	0.09			
	合计			12.5			

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

1.1.3 收购凯文学信、智信，实力扩充教育资源；大胆布局海外，匠心独运专注素质教育

2016 年 12 月 2 日，中泰桥梁召开股东大会审议并通过了《关于公司全资子公司收购北京凯文智信教育投资有限公司 100% 股权暨关联交易的议案》，同意中泰桥梁以自有资金 16,520.66 万元收购北京凯文智信教育投资有限公司 100% 的股权；审议并通过了《关于公司全资子公司收购北京凯文学信体育投资管理有限公司 100% 股权暨关联交易的议案》，同意中泰桥梁以自有资金 995.56 万元收购北京凯文学信体育投资管理有限公司 100% 股权。

根据公告，凯文智信为北京海淀凯文学校的举办者和出资人，负责凯文学校的师资团队组建、学校校舍修建、日常运营管理等各方面的全面管理，目前已取得民办学校办学许可证。本次交易完成后，中泰桥梁将通过凯文智信间接持有凯文学校 100% 股权。凯文智信 2016 年 1-9 月，营业收入为 327.22 万元，净亏损 1530.34 万元。原股东北京银叶金宏投资合伙企业（有限合伙）承诺 2017 年-2019 年三年累计净利润不低于 5000 万元。凯文学信拥有与教育产业配套的国际化体育教育特色平台，2016 年 1-9 月营业收入为 0，净亏损 4.44 万元。

图 4：海淀凯文学校风貌


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 5：海淀凯文学校开学典礼


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

6月21日，凯文教育全资子公司文华学信与美国瑞德大学（Rider University）签订《收购与出售协议》，以4000万美元正式收购美国瑞德大学下属的威斯敏斯特合唱音乐学院(Westminster Choir College)、威斯敏斯特音乐学校(Westminster Conservatory of Music)和威斯敏斯特继续教育学院(Westminster Continuing Education)的相关资产并接管运营这三所学院。协议还约定，瑞德大学将其为三所学院运营和业务的相应资产，以及一切权属利益转让给文华学信或其新设立的机构；此外，瑞德大学承诺，还将约1900万美元捐款转入威斯敏斯特合唱学院。

此前的2017年底，凯文教育与曼城足球俱乐部正式签订十年合作协议。凯文教育将引入曼城青训体系、曼城青训教练以及海外训练营。双方共同打造的凯文曼城足球学校，也计划于今年9月正式开学。

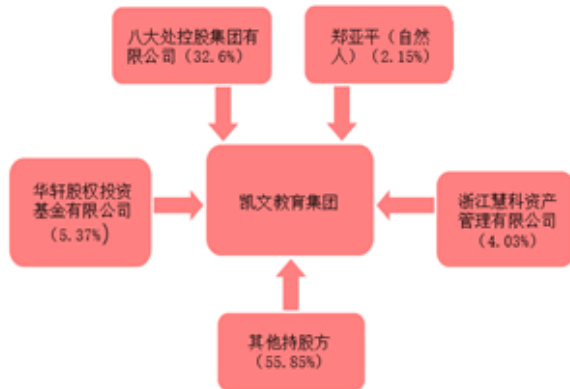
收购美国音乐学校，引入曼城青训体系，让凯文原本集中于国际教育的业务线看上去有些庞杂。但如果换个视角，凯文的教育布局就会清晰起来——素质教育。

“凯文是专注于做素质教育的，我们做素质教育最重要的方式是希望通过体育和艺术，这两个方式把素质教育落实到每一个学生，提升他们自身的素质。”就像凯文教育董事长徐广宇先生此前在接受新浪财经采访时所表示，凯文的教育理念是“从学生出发，真正培养出一个德智体全面发展的学生”。

1.2 公司现有组织架构：背靠大树，专注育人

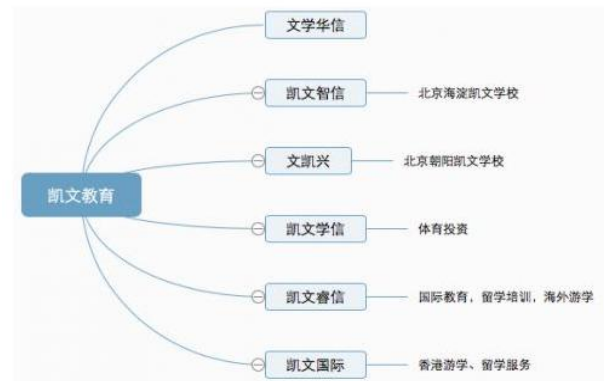
公司第一大持股方为八大处控股集团有限公司，持股比例为32.60%，其由北京市海淀区国有资产投资经营公司与北京万景房地产开发有限责任公司共同投资组建。华轩（上海）股权投资基金有限公司为公司第二大股东持有方，持股比例为5.37%。公司第三大持股方为浙江慧科资产管理有限公司，持股比例为4.03%。作为公司境内最大自然人持股方，郑亚平持股比例为2.15%。

图 6：凯文教育股权结构



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 7：凯文教育子公司



资料来源：网络公开资料，中信建投证券研究发展部

公司重要的控股或参股公司有 14 家，其子公司经营性质主要为投资管理及教育咨询、学历教育、和国际教育咨询。其子公司凯文智信管理北京海淀凯文学校，子公司文凯兴管理北京朝阳凯文学校。同时，注册在海外的凯文美国公司与普林斯顿国际公司为其客户提供国际教育咨询服务。近年来，凯文教育也在逐步重视体育教育，其子公司凯文学信则提供体育投资服务。

表 5：企业的集团构成

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	取得方式
文学华信	北京市	北京市	投资管理教育及教育咨询	100%	设立
文凯兴	北京市	北京市	教育投资管理及投资咨询	100%	非同一控制下企业合并
朝阳学校	北京市	北京市	学历教育	100%	设立
凯文智兴	北京市	北京市	教育投资管理及投资咨询	100%	非同一控制下企业合并
海淀学校	北京市	北京市	学历教育	100%	非同一控制下企业合并
凯文睿信	北京市	北京市	教育咨询	57.12%	非同一控制下企业合并
凯文学信	北京市	北京市	教育投资管理及投资咨询	100%	非同一控制下企业合并
凯文国际	香港	香港	教育投资管理及投资咨询	100%	设立
凯文恒信	北京市	北京市	教育咨询	100%	设立
凯文仁信	北京市	北京市	教育咨询	100%	设立
凯誉鑫德	北京市	北京市	投资管理教育及教育咨询	51%	非同一控制下企业合并
湖南兴艺	湖南省长沙市	湖南省长沙市	教育咨询	100%	设立
凯文美国公司	美国特拉华州	美国特拉华州	国际教育咨询	100%	设立
普林斯顿国际公司	美国新泽西州	美国新泽西州	国际教育咨询	100%	设立

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

公司重要非全资子公司有两家，凯文睿信与凯誉鑫德，少数股东持股比例分别为 42.88%与 49%。凯文睿信的主要业务为教育咨询，凯誉鑫德的业务性质为投资管理及教育咨询。

表 6：重要的非全资子公司

子公司名称	少数股东持股比例	本期归属于少数股东的	本期向少数股东宣告分	期末少数股东权益余额
凯文睿信	42.88%	330,782.17	2,650,265.80	4,378,631.17

请参阅最后一页的重要声明

凯誉鑫德

49%

60,312.61

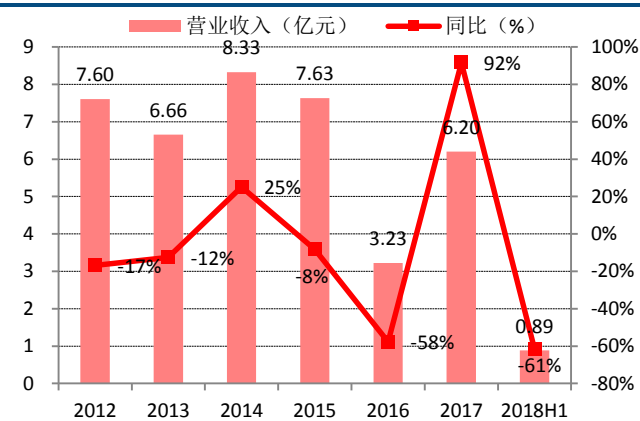
1,253,052.56

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

1.3 经营情况：脱掉传统钢结构业务的承重外衣，重新走上新赛道的起跑线

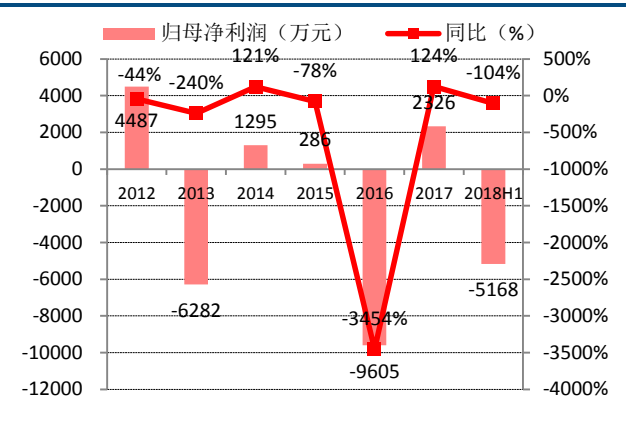
业务结构变化引起业绩较大波动，剥离传统业务后公司重整旗鼓。在 2014 年公司营收和归母净利润达到峰值之后，受到宏观经济影响，基础设施及建设投资减少，2015 年以来中泰桥梁的桥梁钢结构业务营收和利润面临不断下降，公司开始进军正在快速发展的国际学校教育。2017 年国际学校教育业务快速起步，增厚了公司营收，但由于办学初期学校招生尚未饱和，此版块尚处亏所状态。2017 年底，公司剥离传统钢结构业务，潜心发展教育事业，故 18H1 营收和归母净利润均受到较大影响。

图 8：2013-2018H1 营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

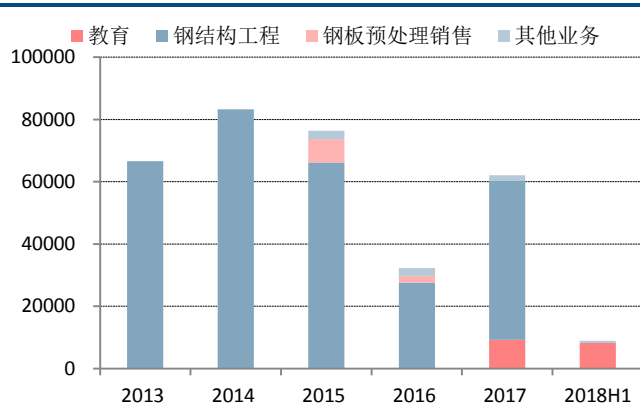
图 9：2013-2018Q1 归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

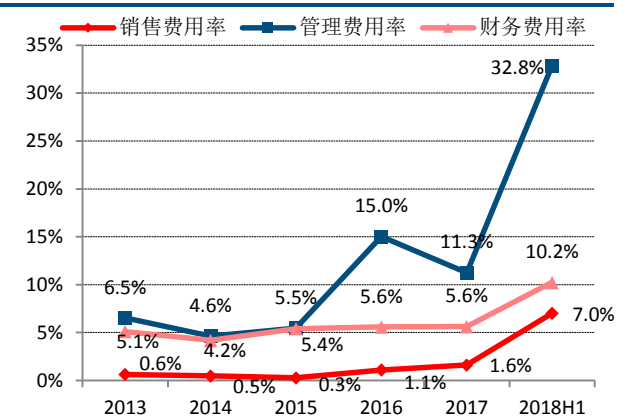
业务结构大变，三项费用率均呈现较大增长。为应对钢结构工程业务的收入下降，公司在 2015 年新增钢板与处理销售业务，但随后市场依旧高速萎缩。2017 年公司开始布局教育，由于新建高端国际学校和兼并收购并举的战略对资金的需求量较大，公司决定于年底剥离了传统板块业务，变卖相关资产为教育业务继续注入重金，走单业务驱动模式。在期间费用率上，公司跨行业买入国际学校领域同时剥离了过去业务量占比更大的传统业务使得整体营收下降是直接导致三项费用率均上升的两大原因。

图 10：2013-2017 年公司营业收入构成



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 11：2013-2017 年公司部分业务毛利率



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

二、行业格局：供需增加促国际学校行业迎来快速发展

2.1 行业现状：国际学校进入快速稳定增长阶段，高品质办学树高行业门槛

目前国际学校在我国大致分为三类：使馆学校、民办国际学校、公立学校国际部。在行业初期，国际学校是为满足外交人员子女的教育需求而专门开设，例如 1969 年在北京开设的巴基斯坦使馆学校。作为教育行业中的细分领域，国际学校覆盖了从幼儿园到高中的完整教育阶段与配合国际教育需求的体系，为其学生进入国际高等教育院校提供了必要条件。

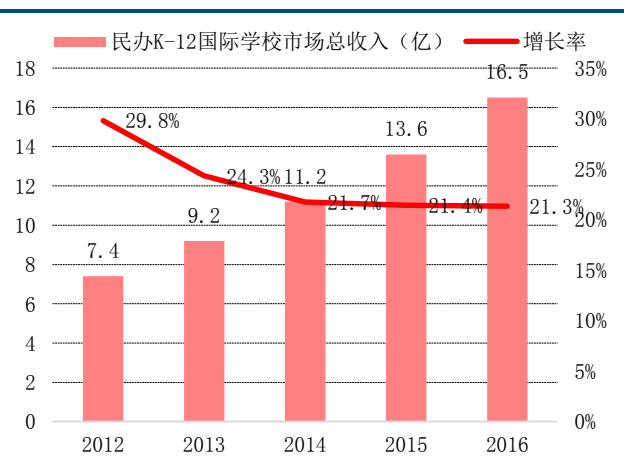
表 7：国际学校类别

类别	面向人群	开办主体	办学模式
面向外籍人员的国际学校	面向外籍人员子女（含台湾同胞子女，港澳人员子女），小学，中学生	由各类外国机构与外国个人开办	主要采用海外教学和课程体系。如上海美国学校，北京哈罗英国学校
公立学校国际部	面向中国高中生	国内公立学校与国外学校合作开办	公立学校承担教学管理，合作的国外学校提供海外教学计划，教学大纲，英文教材和考试测评。采取双语及全英文授课。如北京市十一中学校国际部
民办国际学校	面向预计接受国际教育的中国学生，含小学生，中学生	国内机构及个人	部分或全部采用海外课程体系，教材和考试测评。海外课程体系采取英文教学，如北京王府学校

资料来源：《中国国际学校报告蓝皮书》，中信建投证券研究发展部

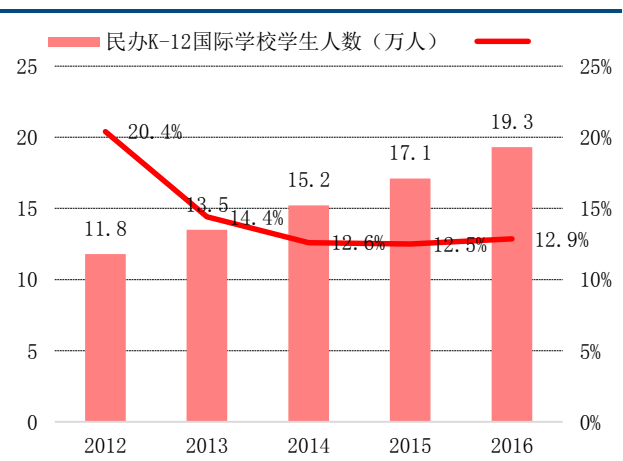
沙利文研究显示，在 2016 年我国民办 K12 国际学校市场收入已达 165 亿，且年增长速度保持在 20% 以上。而 2016 年民办国际学校学生人数已达 19.3 万余人，增速同时也保持在 12% 以上。值得一提的是，此项数据并未包含外籍子女国际学校与公立学校国际部的市场收入与学生数。因此，整个国际学校市场的规模和发展更应强大。

图 12：民办 K-12 国际学校市场总收入（十亿）



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

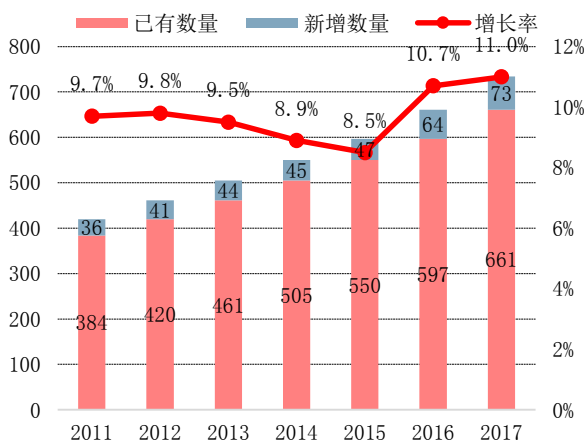
图 13：民办 K-12 国际学校学生人数（万人）



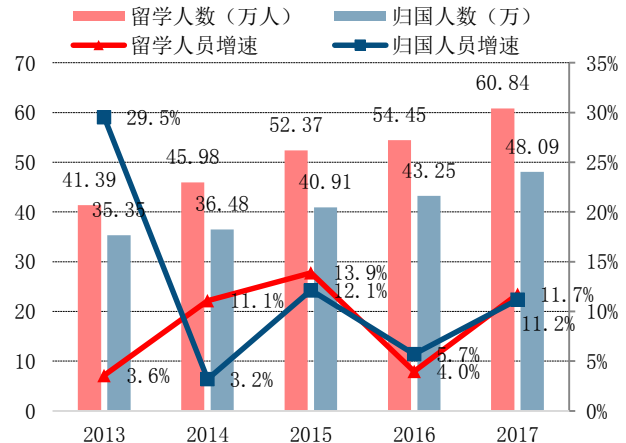
资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

国际学校数量稳步增加，供给端与市场需求端相匹配，增长动力充足。1) 供给端：根据新学说中国国际学校发展报告数据，在 2011 至 2015 年期间，中国国际学校数量增速均在 10% 以内，增长趋势相对放缓。而自 2016 年与 2017 年，国际学校数量增速出现较高增长，2016 年国际学校增长率为 10.7%，2017 年国际学校增长率超

过 11%。增长率的提升侧面反应出国际学校的市场热度进一步增加，逐渐步入快速增长阶段。2) **需求端：出国留学人数也一直保持较高的增速，国人留学需求日益增强。**教育部数据显示，2017 中国留学生人数首次突破 60 万大关，达到 60.84 万人，较去年同期增长 11.74%。同时也保持了世界最大留学生生源国的地位。值得注意的是，2017 年我国出国留学人员中，自费留学公 54.13 万人，占出国留学总人数的 88.97%，此项数据也充分说我国国际学校市场存在巨大发展潜力。

图 13：国际学校规模


资料来源：中国国际学校发展报告，，中信建投证券研究发展部

图 14：出国留学及回国人数


资料来源：中国教育部，中信建投证券研究发展部

作为国际学校行业龙头，枫叶教育，博实乐教育等的教育企业产业规模也在迅速扩张。截止 2018 年第一季度，枫叶教育学校数量已达 83 所，学生数超 33000 人，教职工人数超 4000 人，平均学费约 5 万元每年。博实乐学校数量为 62 所，学生人数约 35000 人，教职工人数约 7200 人。诺德安达拥有国际学校 56 所，学生人数超过 50000 人，教职工人数也超过 7000 人。汇佳教育拥有国际学校 7 所，学生人数 2000 余人，教职工人数约为 500 余人。作为 2016 年刚刚创办的凯文国际学校，在创办学校两年内，拥有国际学校 2 所，学生人数 1100 余人，教职工人数 200 余人。

表 8：行业龙头

教育企业	创校时间	学生人数	教职工人数	学校数量	平均费用 (元/年)
枫叶教育	1995 年	超过 33000 人	超过 4000 人	83 所	47333
博实乐	1994 年	35000 人	7200 人	62 所	—
诺德安达	1972 年	超过 50000 人	超过 7000 人	56 所	111500
汇佳教育	1993 年	2000 余人	500 余人	7 所	218500
凯文教育	2016 年	1100 余人	200 余人	2 所	216667

资料来源：各大教育集团官方网站，中信建投证券研究发展部

当前国际学校课程体系主要包括 A-Level, AP, IB, 与 BC。中国大陆的 A-level 课程主要由 CIE 考试局和 Edexcel 考试局提供，主要为培养面向英国大学的学生而设置的高中课程。AP 课程主要由美国大学理事会提供，主要为申请美国大学的学生设置课程。IB 课程的提供方为国际文凭组织，其国际课程可面向所有国家。BC 课程的提供方为加拿大大不列颠哥伦比亚省教育部，并主要为意向与加拿大的学生设置课程。

表 9：主要国际学校课程体系

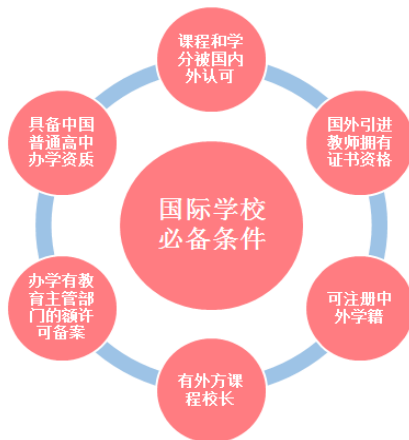
课程	A-Level	AP	IB	BC
提供者	CIE 考试局和 Edexcel 考试局	美国大学理事会	国际文凭组织	加拿大 大不列颠哥伦比亚省教育部
中国授权学校数量	超过 170 所	161 所	115 所	35 所
课程内容	英国高中课程	美国大学先修课程	国际高中课程	加拿大 BC 省高中课程
国际高中学历	有	无	有	有
主要留学方向	以英国为主	以美国为主	无限制	以加拿大为主
申美院校是否需要 SAT	需要	需要	需要	需要
科目数量	3 门	34 门课程，无选择限制	至少完成 6 门	至少获得 80 个学分，才可毕业
英语水平要求	较高	较高	最高	较高
社会实践	无	无	有	无
课程优点	适合中国学生	可换取学分	培养学生综合能力	对申请加拿大对学生有较好辅助
课程缺点	相对应试	只有高分可以换学分	课业负担较重	适用面窄
适合人群	大多数学生	目标为美国的学生	综合能力高的学生	目标为加拿大的学生

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

国际学校相较于其他民办学校办学条件和资质要求更加严格，其成立应当具备以下几项必备条件：1) 国际学校在设立时期首先需要确保所学课程和学分能够得到国内外政府、学校的认可。2) 国外教师应当具备当地教育部门委派的具有语言、桥梁或者学术课程资格证书的教师。3) 学校应当具备中国普通高中办学资质、并且会考课程的中方教师开课。4) 所招收的学生能被中国教育主管部门和国外教育部门的认可，并且能够注册中国高中学籍和国外高中学籍。5) 办学方需要设置有外方课程校长。6) 办学有教育主管部门的许可备案。

国际学校的资质认证主要包括办学许可证的审批和国际课程的认证。1) 办学许可证由当地教育部门审批，流程及形式与普通民办学校一致。2) 国际课程认证上，由于不同国际学校采用的课程体系不同，合作开展国际教育的国家和机构不同，这些课程可能由不同国家、不同教育机构推出，因此得到的认证也是由相应的课程研发机构出具。这些认证包括各种考试委员会的授权，如国际文凭组织 IBO、剑桥国际考试局 CIE 等。

图 15：国际学校办学必备条件



资料来源：360doc，中信建投证券研究发展部

图 16：资质认证

办学许可证

- 审批机构是国内的当地教育部门，民办国际学校与普通民办学校的牌照相同

国际课程认证

- 国际学校提供的国际课程需经相应的课程研发机构认证后，其毕业生的教育经历才能被承认符合外国相应的教育标准，具体认证机构包括考试委员会(例如国际文凭组织、剑桥国际考试局)和国际教育认证机构(例如国际学校协会、美国西部院校协会)等。

资料来源：360doc，中信建投证券研究发展部

图 17：国际学校认证机构



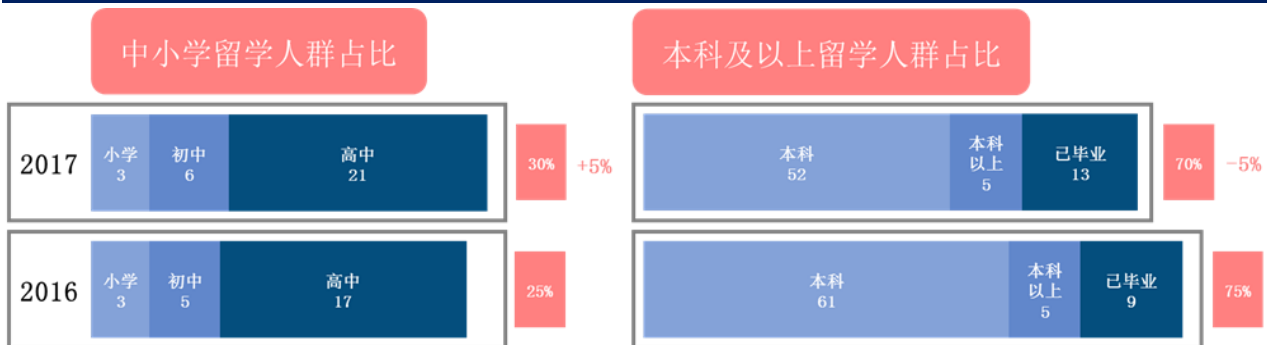
资料来源：新学说，中信建投证券研究发展部

2.2 发展趋势：三层面演进，共话行业未来景象

2.2.1 低龄化：需求带动供给，国际教育服务向 K12 全阶段覆盖

随着现代家庭对教育的更加重视，具有较高生活水平的家庭数量也在不断增加，我国留学低龄化现象日趋明显，国际教育面向的对象向 K12、学历教育全面覆盖。过去基本都是研究生阶段选择留学占居绝对主力，而近些年中小学留学生增多，本科留学生数量正在追赶同期研究生阶段留学生数。相比于 2016 年，新东方统计 2017 年中小学有意向留学人群占比提升 5%，达到有意向留学总体的 30%，而这其中初中阶段提升 1%，高中阶段提升 4%；而本科阶段则有较大幅度的下降。越来越多的学生群体开始思考早期的留学计划。

图 18：有意向参加留学的各阶段学生占比

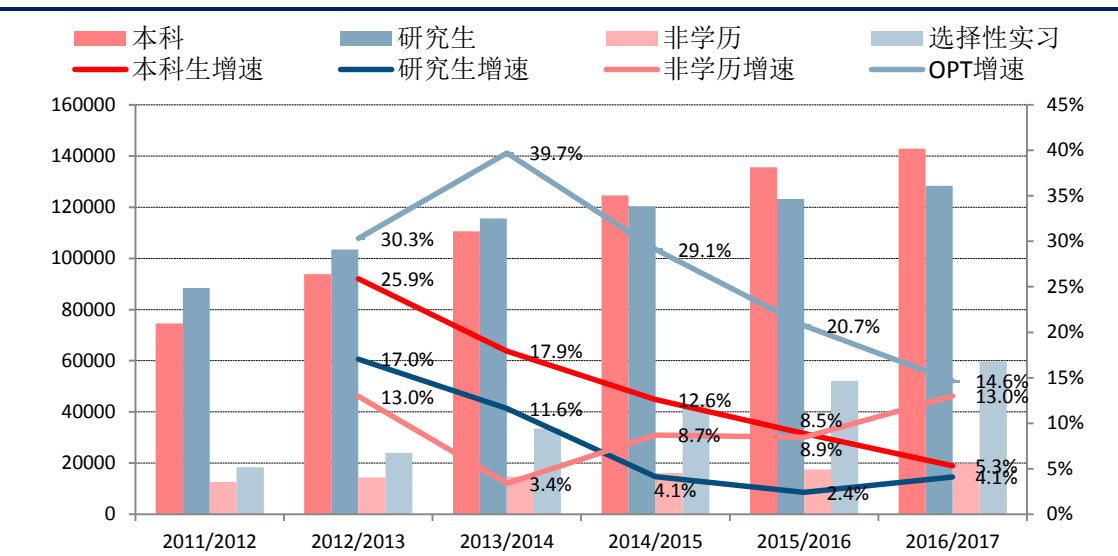


注：本科生留学意愿最高，毕业后留学比例上升；中小学留学人群占比2016年提升，今年达到30%

资料来源：新东方，中信建投证券研究发展部

近年参加非学历留学的学生人数正在快速增长，本科之前的非学历教育人数基数虽少，但增长空间不容小觑。从 2013 年以来本科及以上的留美增速逐渐放缓，四年间留美本科学生数增速从 17.9% 下降到了 5.3%；研究生留学增速从 11.6% 下降到 4.1%；参加选择性实习的人数增速从 39.7% 下降到 14.6%。而非学历的低年级留学人数处于不断提速中，从 3.4% 增长到了 13.0%。同时 2014 年之后，在留美中国学生中，本科生数量连续三年超过同期在美研究生。国际学校直接采用国际课程体系，配以双语教学。在学习内容上直接入国际接轨，沉浸式的全方位生活体验让学生能够更早的接触和更好的适应未来留学的国外环境。

图 19：近年留美情况

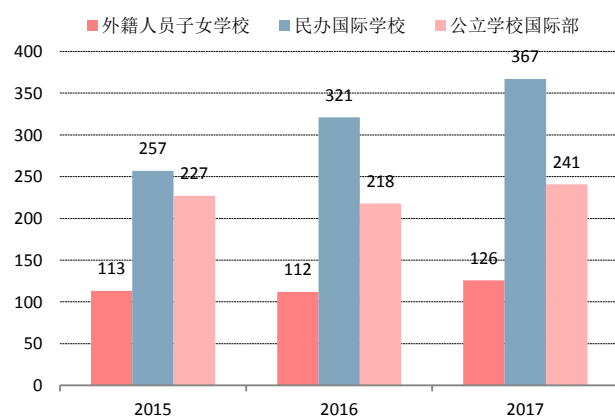


资料来源：门户开放报告，中信建投证券研究发展部

2.2.2 民办化：民办国际学校占比不断扩大，市场广阔

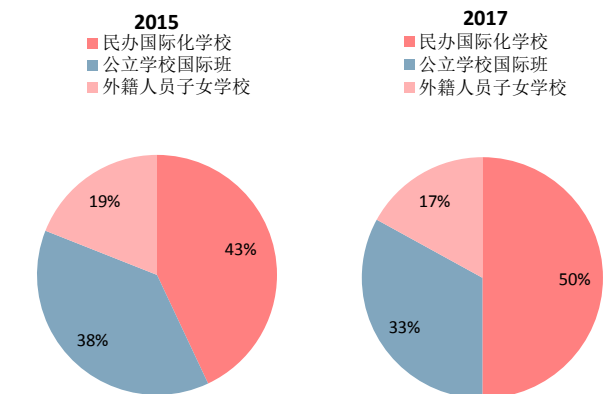
随着近年来国内对国际学校市场的需求增长，国际学校的数量明显增加，而这其中民办国际学校比重已占半壁江山。截止 2017 年 10 月，按照有国际课程授权的标准来统计，我国共有国际学校 734 所，其中外籍人员子女学校 126 所，民办国际学校 367 所，以及公立学校国际部 241 所。相比于 2015 年国际学校数量，外籍人员子女学校增加 13 所，民办国际学校增加 110 所，公立学校国际部增加 14 所。民办国际学校占比从 2015 年的 43% 上升到 2017 年的 50%。由于民办国际学校在学前教育 and 高中教育阶段可以声明为盈利性，在学生的生活费和住宿舍用上亦有盈利空间，随着需求的提升，未来市场广阔。

图 20：2015-2017 年三类国际学校数量



资料来源：新学说，中信建投证券研究发展部

图 21：2015 与 2017 年三类国际学校数量占比



资料来源：中国国际学校发展报告，中信建投证券研究发展部

2.2.3 集团化：多校集团发展谋求高效运营

民办国际学校数量处在快速上升期，以枫叶教育、博实乐、凯文教育为代表的国际学校教育集团正在形成。

此外，由于国际学校前期投入较大，行业门槛高，对于营业能力强、资金雄厚、知名度高的企业继续扩大规模相当有利。相对于单体校而言，集团办学具有更大规模的招生能力、地域属性相对弱化更容易打出品牌知名度。对于稳定招生的国际学校而言其盈利能力极强，招生上的少而精为学校提供更多的差异化服务和延伸自身产业链创造了机会。多校集团发展形成区域协同便于了资源的整合和学校高端设备场馆的高效使用，有效的降低了必要成本。而对于单体校，不可避免的为设施使用率低下产生难以避免的资源浪费。

图 22：单体校与集团校优劣对比

分类	特点	优劣势
单体校	规模小，本地属性强，品牌聚焦	组织机构和治理结构简单，易管控；团队凝聚力和执行力强；生源、师资易于保持和拔选配有；品牌建立和维护难度小，市场和招生易于聚焦；各项成本高。
集团校	规模大，地域属性弱，市场覆盖	规模大，品牌覆盖性强，营收能力强；组织机构和治理结构复杂，管控难度大团队凝聚力和执行力要求高；生源、师资解决难度增加数倍；品牌维护要求较高；市场和招生难度大；体量各项成本均摊后，有效降低必要成本。

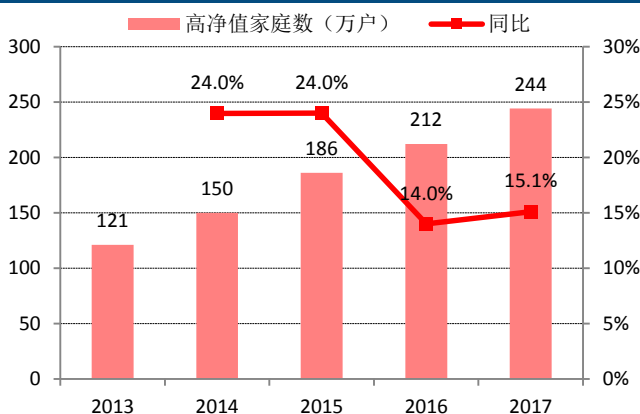
资料来源：新学说，中信建投证券研究发展部

2.3 驱动因素：内外因促市场需求供给同向快速增长

2.3.1 高净值家庭数显著提高

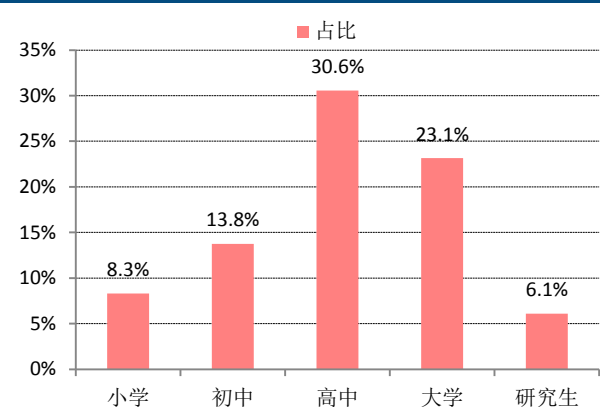
高净值家庭的数量增长和教育观念是国际学校最主要的内生需求增长源。中国高净值家庭（即家庭可投资金融资产超过约 100 万元美元的家庭）数量增长速度惊人，从 2007-2016 年间复合增长率达 21%，近些年尽管增速有所放缓，但仍旧保持了 15% 左右的增长。高净值家庭对待教育的观念和普普通家庭差别较大，超过 80% 的高净值家庭认为孩子留学很有必要，这其中选择让子女出国读小学、初中、高中、本科的比例分别为 8.30%、13.76%、30.57% 和 23.14%，让子女出国读研究生的高净值家庭占比仅为 6.11%。低龄留学成为了此类家庭的主要教育诉求，而很多考虑需要给孩子留学前做环境适宜和相关课程教育过渡的家长将国际学校作为了主要的考虑对象。

图 23：国内高净值家庭数（万户）



资料来源：《2017 中国私人银行报告》，中信建投证券研究发展部

图 24：高净值家庭希望孩子出国留学的年龄段选择



资料来源：胡润百富，中信建投证券研究发展部

2.3.2 跨界布局，多方资本涌入

国际学校市场资本活跃，诸多不同领域的企业跨行业建设校舍或者收购相关标的。并购方面，如，作为 IT 服务提供商的神州数码以 46.5 亿的金额收购启德教育 100% 的股权；出版发行公司皖新传媒 12.7 亿收购成都七中实验学校 65% 的股权；勤上股份分别用 8800 万元和 29 亿元收购英伦教育 40% 和爱迪教育 100% 的股权，而勤上股份此前为半导体照明产品和综合解决方案提供商；凯文教育 1.65 亿收购海淀凯文学校。**跨行业自建国际学校方面：**房地产公司借助自身土地优势，建设与住宅项目配套的教育场所，使业务形成协同的同时增厚自身持续盈利能力。如，由背靠碧桂园的博实乐已建设国际学校 6 所；万科布局教育已建设国际学校 3 所等。此外，2017 年 2 月，阿里巴巴投资 13 亿建设云谷国际学校；同月，凯文教育子公司收购凯文睿信以获得优质国际教育配套资源，加快凯文教育品牌扩张；2017 年 3 月，华为与清华附中合作建立爱为书院，涉足国际教育领域。由于国际学校的初期建设资金需求较大且未来获利空间充足，外部资本涌入抢分市场将会成为趋势。

表 10：近些年国际学校市场并购及跨行业布局案例汇总

序号	收购方	收购时间	收购方式	收购金额	收购股权	标的	收购方类型	标的类型
1	神州数码	2017/12/12	增发及现金	46.5 亿元	100%	启德教育	IT 服务供应商	国际学校、考试培训
2	Bach Finance	2017/4/25	/	43 亿美元	100%	诺德安达	财务公司	国际学校 (IB 课程)
3	皖新传媒	2017/4/29	增发及现金	12.7 亿元	65%	成都七中实验学校	出版发行	公立学校，国际部 (A-level) 课程
4	英伦教育	2017 年 6 月	现金	1.4 亿元	51%	华顿文体	教育服务咨询	国际学校
5	千百度	2017/7/21	现金	7940.9 万美元	45.78%	伊顿幼儿园教育集团	中高档女鞋生产销售商	国际初级教育
6	枫叶教育	2017/12/14	/	8904.5 万元	55%	伊思顿	基础国际教育集团	国际学校 (A-level) 课程
7	凯文教育	2016	现金	1.65 亿元	100%	海淀凯文学校	钢铁建筑	国际学校
8	勤上股份	2016	现金/增资	8800 万元	40%	英伦教育	半导体照明	国际学校
		2016	设计并购基金	29 亿元	100%	爱迪教育		国际学校

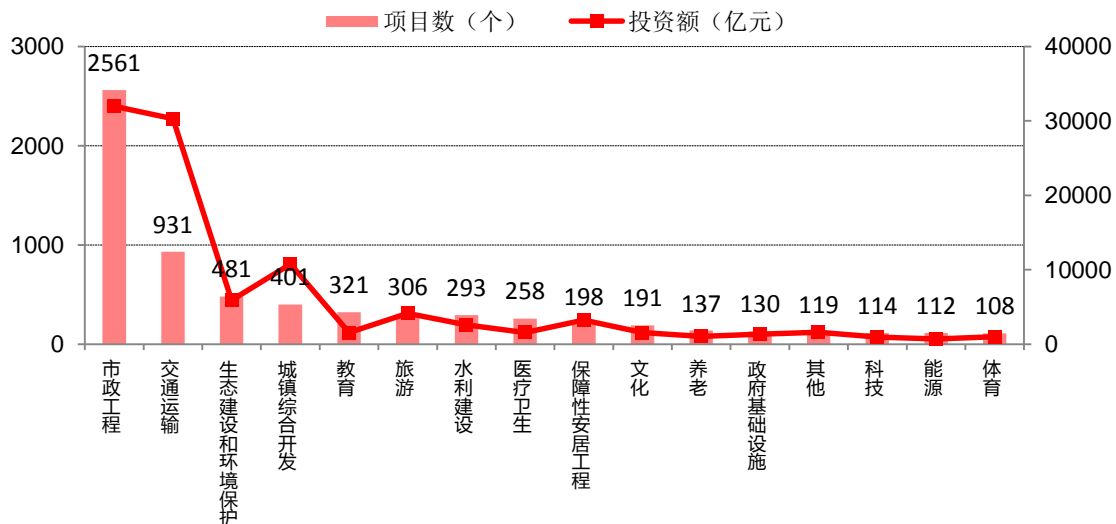
办学方	公司原背景	开设时间	国际学校	地点	学制
教育培训	新东方	2006	北京新东方扬州外国语学校	扬州市	小学、初中、高中
		2010	北京昌平新东方外国语学校	北京市	初中、高中
房地产	博实乐 (碧桂园)	2001	广东碧桂园学校	佛山市	小学、初中、高中
		2013	句容碧桂园学校	句容市	K12
		2014	碧桂园十里银滩学校	惠州市	幼儿园、小学、初中
		2014	宁乡县碧桂园学校	宁乡县	K12
		2014	华西碧桂园国际学校	贵阳市	K12
		2016	兰州碧桂园学校	兰州市	K12
	万科	2018	创新博培	苏州市	8-10 年级
		2015	万科梅沙书院	深圳市	高中
		2016	上海万科双语学校	上海市	小学、初中
		2014	上海惠灵顿国际学校	上海市	外籍人员子女
陆家嘴	2012	上海星河湾双语学校	上海市	小学、初中、高中	
星河湾	2015	柏朗思·观澜湖国际学校	深圳市	K12	

其他行业	阿里巴巴	2017	云谷国际学校	杭州市	小学、初中、高中
	凯文教育	2015	朝阳凯文学校	北京市	小学、初中、高中
	中芯国际	2001	上海民办中芯学校	上海市	小学、初中、高中
		2005	北京中芯学校	北京市	小学、初中
	北京政法集团	2003	王府学校/王府外国语学校/王府幼儿园	北京市	K12
	新英才控股	1995	北京新英才中学	北京市	K12
1997		厦门国际学校	厦门市	外籍人员子女学校	

资料来源：公开信息整理，中信建投证券研究发展部

在 PPP 项目上，我国教育行业发展位于前列，政府与社会资本合作密切。根据财政部政府与社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库的数据，截至 2019 年 9 月底，全国入库项目共计 14,220 个，累计投资额达到 17.8 万亿元，覆盖 31 个省（自治区、直辖市）及新疆兵团和 19 个行业领域。其中，教育行业项目 321 个位列第 5 位，投资额为 1564 亿元。教育、文化、体育、医疗、养老、旅游归属于基本公共服务领域，教育行业项目数在此领域内位居该领域第一，投资额排名第三。

图 25：截止 2018 年 9 月末各行业 PPP 项目情况



资料来源：财政部金融司官网，中信建投证券研究发展部

2.3.3 民促法推动民办教育又好又快发展

在民促法的推动下，给予了民办国际学校长足的发展空间。由于国际学校分为三大类别，相关政策指导各有不同。针对开办外籍人员子女学校的，1994 年在《关于开办外籍人员子女学校的暂行管理办法》中就有规定学校不得招收境内中国公民的子女入学。学校不得在中国境内从事工商业活动及其他营利活动；对于公立高中国际部，《高中阶段国际项目暂行管理办法》规定公立学校不得扩大现有国际班招生规模。明确要求对各类高中国际部从招生、收费等方面予以规范。对不符合规定的“国际部”要进行清理或者转制；对于民办国际学校，在明确了非盈利性质后将享受到公办学校同等的税收优惠政策，同时探索多元主体合作办学，推广 PPP 模式，鼓励盈利性质学校建立股权激励机制等。为民办国际学校发展提供了良好的生存环境。

表 11：相关政策法规

政策法规	公布时间	受影响学校类别	主要内容
关于开办外籍人员子女学校的暂行管理办法	1994 年	外籍人员子女学校	学校招生对象为在中国境内持有居留证件的外籍人员的子女。学校不得招收境内中国公民的子女入学。学校不得在中国境内从事工商业活动及其他营利活动。
高中阶段国际项目暂行管理办法	2013 年	公立高中国际部	公立学校不得扩大现有国际班招生规模。明确要求对各类高中国际部从招生、收费等方面予以规范。对不符合规定的“国际部”要进行清理或者转制。
中华人民共和国民办教育促进法	2016 年	民办国际学校	民办教育事业属于公益性事业，是社会主义教育事业的组成部分。国家对民办教育实行积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理的方针。各级人民政府应当将民办教育事业纳入国民经济和社会发展规划。民办学校与公办学校具有同等的法律地位，国家保障民办学校的办学自主权。民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。
国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见	2017 年	民办国际学校	探索多元主体合作办学。推广政府和社会资本合作（PPP）模式，鼓励社会资本参与教育基础设施建设和运营管理、提供专业化服务。积极鼓励公办学校与民办学校相互购买管理服务、教学资源、科研成果。探索举办混合所有制职业院校，允许以资本、知识、技术、管理等要素参与办学并享有相应权利。鼓励营利性民办学校建立股权激励机制。

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

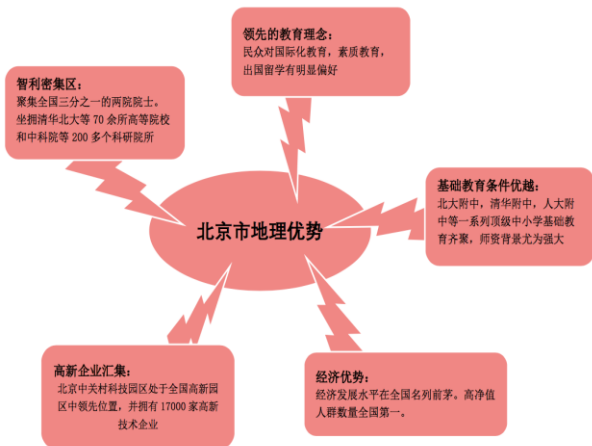
三、公司核心竞争力：多方借力，脱胎换骨成就 A 股稀缺标的

3.1 天时地利人和，多方优势资源整合重塑公司新面貌

3.1.1 建校于教育中心地带，坐享区位优势

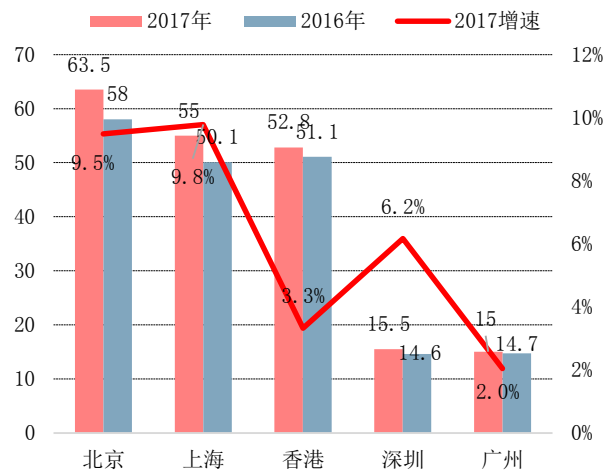
作为全国教育中心，北京教育环境优越，并且拥有众多名校以及高素质师资力量支撑，先进的教育理念、智力密集度高使北京成为高端国际教育发展的沃土。优质的教学资源，如清华大学、北京大学、人民大学、清华附中、人大附中。大量高素质的师资背景为国际学校和学生提供优质的教学体验与学习内容。凯文学校由清华大学附属学校负责统一教学管理，并且所有中国老师拥有“清华附中标准认证”。在师生比例保持在 1:5 的基础上，凯文学校进行中英文双语授课，中外教比例为 1:1.1，所聘外籍教师母语全部为英语，且均有多年 IB 或者国际教学经验。北京作为最为发达的经济文化政治中心，拥有全国最多的高净值人群，民众对国际化教育以及出国留学有明显偏好。根据 2017 胡润财富报告，2017 年北京坐拥 63.5 万高净值人群（胡润定义：以 600 万以上资产定义高净值人群），比上年同期增加 5.5 万人，增幅为 9.5%，并持续成为全国高净值人群最多的城市。更多的高净值人群为国际学校的发展提供了良好的发展空间。

图 26：北京地理优势概括



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图 27：中国高净值人群主要地理分布（万人）



资料来源：2017 胡润财富报告，中信建投证券研究发展部

3.1.2 国资背景给予稳健发展动力，资本优势便于产业链布局

海淀区国资委旗下的八大处控股通过认购定增，出资 14 亿用于建设朝阳凯文学校，自 2016 年 7 月起，取得了公司 30.1% 的股权，成为控股股东。借助八大处控股的国资背景和其本身涉足地产、旅游业务的优势，公司在国际学校的建设上项目进展顺利。同时，海国投已承诺“本次发行完成后，本公司及其控制的企业将不直接或间接从事与上市公司业务构成或可能构成同业竞争的活动”，这将促使海国投今后将其在教育领域所有业务提供给上市公司运作，公司背靠国资支持，具有雄厚的资金实力和更广泛的机遇。

八大处控股是由海淀区国资委与北京万景房地产共同投资组建的大型国有控股集团，总部位于北京。八大处控股集团产业经营和资本运作两手抓，构建了以资本运作为纽带，以实业为支柱的“实业+投资”的经营发展模式，主要涉及教育产业、金融、房地产开发、酒店管理、环保材料和新型建材几大业务板块。截至当前，八

大处控股资产规模近 500 亿元人民币，旗下企业 30 余家。集团资源整合能力强大，几大业务板块协调发展。2015 年认购文凯兴股份投入重资入股中泰桥梁建设朝阳凯文学校，开启教育行业布局。

表 12：八大处控股集团控股公司（注册资本 TOP10）

序号	企业名称	法人	注册资本(万元)	登记状态	持股比例
1	天津开发区万景宏城置业有限公司	陈雨涛	28,600	存续（在营、开业、在册）	100.00%
2	北京八大处房地产开发集团有限公司	徐华东	50,000	开业	100.00%
3	金建（天津）置业投资有限责任公司	陈雨涛	36,000	存续（在营、开业、在册）	100.00%
4	天津开发区宏城鑫泰投资有限公司	陈雨涛	20,000	存续（在营、开业、在册）	100.00%
5	深圳金陵华软鑫泰投资合伙企业(有限合伙)	华软资管	101,000	存续（在营、开业、在册）	99.01%
6	天津泰达建设集团格调中地产开发有限公司	张景明	102,050	存续（在营、开业、在册）	95.00%
7	北京鑫融金酒店管理有限公司	王湛浩	14,736.84	开业	95.00%
8	北京万霖房地产开发有限责任公司	祖志刚	20,000	开业	80.00%
9	天津东方鸿铭旅游地产开发有限公司	陈雨涛	14,505.23	存续（在营、开业、在册）	80.00%
10	天津泰达建设集团格调津海地产开发有限公司	张景明	50,000	存续（在营、开业、在册）	65.00%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

3.2 实体学校定位高端市场，重+轻资产模式扎实高效打造优质品牌

3.2.1 学校情况：高端、大气、上档次

公司当前的运营业务主体为两所凯文学校，未来将继续集中力量发展教育事业，围绕实体学校打通上下游产业链，以实体学校+体育培训+营地教育+品牌输出为经营模式，整合多方资源确立行业领先地位。海淀凯文学校校位处海淀区四季青桥西杏石口路 65 号院，西邻八大处公园与香山公园，环境优美，交通便利，校园设施条件优越，受凯文智信管理，于 2016 年开始招生，课程体系为 AP，现在在校学生数约为 700 人。朝阳凯文学校校位处朝阳区东坝路 1 号，与北京知名国际学校爱迪国际学校相距 1km，由文凯兴负责管理，于 2017 年开始招生，课程体系为 IB，现在在校学生数约为 430 人。随着学校的建设完毕和招生计划的放开，学校招生上限计划为 4000 人。

图 28：海淀凯文学校卫星图像


资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

图 29：朝阳凯文学校卫星图像


资料来源：google 地图，中信建投证券研究发展部

海淀凯文学校面向 6-18 岁学生招生提供包括 1-12 年级的 AP 课程学习，学校占地 26 万平方米，其中水系面积 3940 平方米、绿化面积积极高达到 1.4 万平方米、建筑面积 43000 平方米。学校平均班级人数不超过 25 人，师生比 1:4，中外教比例为 1:1.15。拓展课程和社团活动包括有钢琴、舞蹈、戏剧、高尔夫、棒球、网球、篮球等。具有特色的活动场馆，如：ICT 实验室、生物实验室、物理实验室、化学实验室等 12 个实验室；艺术中心、综合体育馆（内含击剑馆、棒球击打笼、高尔夫模拟训练场地）；网球场、棒球场、和高尔夫练习场等。丰富的设施场馆为孩子课余时间有更多学习拓展的机会和选择。

朝阳凯文学校开设学前及 1-12 年级的 IB 课程，由老牌英国名校杜伦学校前校长 Martin George 担任校长，英国著名贵族学校伊顿公学前副校长 Bob Stephenson 担任理事会主席。学校面积 17 万平方米，校园内建筑相对密集给予了学校更大的承载力，可容纳 4000 人就读。现阶段学校共计约 430 人就读，平均每个班不超过 24 人，师生比例为 1:5，中外教比例 1:1。在场馆建设上，学校配套有比赛级的游泳馆和特色的冰球馆、独立的演艺中心（包括 220 席位黑匣子剧场及 800 席位专业大剧场，并拥有多间艺术类教室、专业声乐教室、钢琴练习室、专业舞蹈教室）等。

表 13：海淀凯文学校与朝阳凯文学校基本情况介绍

	海淀凯文学校	朝阳凯文学校
创建时间	2016 年	2017 年
接受学生年龄范围	6-18 岁	6-18 岁
年级包含	1-12 年级	学前、1-12 年级
学校类型	私立双语学校	私立双语学校
校园面积	26 万平米（其中水系面积 3940 平方米、绿化面积 14000 平方米、建筑面积 42000 平方米）	17 万平方米
课程体系	清华附中国际课程、美高+AP 课程	IB 教学体系包括 1-5 年级的小学项目 (Primary Year Programme, PYP)，6-10 年級的中学项目 (Middle Year Programme, MYP)，11-12 年級的大学预科项目 (Diploma Programme, DP)
寄宿项目	6-12 年级可自愿申请	6-12 年级可自愿申请
在校学生人数	500 人+200 人	430 人
学校是否在教育部注册	是	是
是否招收非京籍学生	招收符合北京市入学规定的非京籍学生	招收符合北京市入学规定的非京籍学生
是否接受外国国籍学生	否	否
是否接受中国当地学生	是	是
学生国籍	中国	中国
主要教学语言	英文、中文	英文、中文
平均班级人数	20-25 人	24 人
师生平均比率	1:4	1:6
中外教比例	1:1.15	1:1
学校上课时间	7:50-16:30	
奖学金	有（高中）	有（为学业、特长、学校贡献等方面表现突出学生发放奖学金，最高额度为学费全免）

课余活动	拓展课程和社团活动、校队，包括钢琴、舞蹈、戏剧、高尔夫、棒球、网球、篮球等	体育：计划成立网球、足球、篮球、曲棍球、冰上运动、水上运动等各项专业运动俱乐部，为学生提供专业的训练和比赛机会 艺术：美术、舞蹈、声乐、钢琴等高标准、多样化的艺术课程，在提供专业化艺术引导的同时，保留个性化的审美风格和爱好发展
学校设施	小学部：教学楼、小学专用体育馆（内含篮球馆及攀岩墙）、多功能厅、图书馆； 中学部：教学楼、图书馆、ICT 实验室、生物实验室、物理实验室、化学实验室等 12 个实验室；报告厅、艺术中心、综合体育馆（内含击剑馆、棒球击打笼、高尔夫模拟训练场地）；标准跑道、网球场、篮球场、棒球场、足球场和高尔夫练习场；校园餐厅、学生公寓、中外教公寓及完备的安防设施； 校医和护士：全职校医和护士	足球场、篮球场、网球场、田径场、滑冰馆、游泳馆等各类体育场馆、独立的演艺中心

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

两所凯文学校设施先进且配备师资力量雄厚，招聘老师均有 5 年以上的教学经验，故学费收取上处于北京国际学校的中上水平。其中海淀凯文学校收费高于朝阳凯文学校，小学、初中和高中的学费分别为 20 万、24 万和 26 万，针对 1-2 年级开办的曼城足球项目学费 26 万，此外学校安排校车接送，采取分段收费：5 公里以内、5-13 公里之间与 13 公里以上分别收取 1.3 万、1.37 万和 1.5 万元。住宿费用超过 3 万元，校服费 2830 元/人，餐费 5460 元/人。朝阳凯文学校小学（包括学前一年的 K 班）收费 18.7 万，中学收费 20.8 万，住宿费用上 6 人间 4 万，4 人间 6 万。餐费为自己根据情况充值。对于两所学校的学费每年存在 2 万左右的溢价，但对于已经进入某阶段就读的学校将会在未来几年享受同阶段费用不变的优势。

表 14：海淀凯文学校与朝阳凯文学校收费情况

	海淀凯文学校	朝阳凯文学校
全年学费		
小学学费	20 万（1-5 年级）	18.7 万（1-5 年级, K 班学费一致）
初中学费	24 万（6-8 年级）	20.8 万（6-8 年级）
高中学费	26 万（9-12 年级）	
曼城足球项目	26 万（1-2 年级）	
校车费		根据距离远近分段收费
5 公里以内	13000 元/年	
5 公里-13 公里	13700 元/年	
13 公里以上	15000 元/年	
住宿管理费	31000-32000 元/年	4 万（6 人间）、6 万（4 人间）
校服费	2830 元/人	
餐费	5460 元/人	

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

国际学校的收费受到多重原因的影响，包括：地价、师资、课程安排、课余兴趣活动、校园管理、设施建

设及维护、升学资源和筛选机制等。在土地上，民办学校的土地成本较高，生均土地租金远高于其他类型的民办学校；师资多招聘有丰富经验的外籍教师，高师生比为学生提供更加个性化的教育教学指导；课程安排上采取国际课程体系，在师资培训和课程研发上都需要更多投入和不断的内容更迭；课余兴趣活动设置丰富，对应配套的场馆建设和硬件设施必不可少，且规格选用也多为采购高端产品；在升学上，对接国外高等学府，有更多升学上的便利和通道；国际学校的管理难度相对更大，差异化服务、安保系统、餐饮、保洁等诸多方面带来更高的运营成本；此外，面向学生和家长的多维面试和筛选机制对学生家庭经济实力和家长的教育理念进行了反映，存在一定程度上的“奢侈税”溢价。

表 15：北京地区可比学校 2015-2016 学年招生学费数据（万元）

学校名称	小学	初中	高中	学校名称	小学	初中	高中
常春藤国际学校	17.45	18.1	19.25	北京顺义国际学校	21.43	22.74	24.66
北京加拿大国际学校	18.4	18.7	20.8	北京京西国际学校	21.95	23.3	25.95
北京德威英国国际学校	20.8	22.53	24.4	北京市鼎石学校	23	26	26
北京哈罗英国学校	20.82	23.01	24.81	平均	20.55	22.05	23.7

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

3.2.2 品牌形成初期，重资产加轻资产模式快速构建品牌影响力

企业的扩张模式主要有重资产模式、轻资产模式与兼并收购。重资产模式更强调固定资产的创造价值能力，并能构建高进入壁垒。对于国际学校的建设，简单的教学设备不足以满足国际学校多样化和品质化的教学内容。凯文办学的核心在于提供差异化、精致综合的教学服务内容，故校园的设施建设就成为了学校创造价值的重要媒介。同时采用重资产模式，但当学校发育成熟，设备使用率提升、折旧费用不断下降，可大大降低成本。轻资产模式更强调高效的**品牌输出**，以优质的教育内容和全方位的教育服务为核心能够快速取得学生及家长的信赖，把更多的经历放在强化师资力量、丰富教学内容、完善高级的校舍场馆和健全的运营管理体系上。两种模式并驾齐驱，让刚刚转型的公司快速赢在起跑线上。

3.3 艺术+体育，形散而神不散的素质教育布局

3.3.1 色彩勾画、旋律熏陶指引艺术人生

AIP 国际艺术高中课程，是国内提供国际化艺术教育体系的知名品牌“**AIP 国际艺术计划**”旗下的课程之一，“AIP 国际艺术计划”隶属于文化部下属的中国艺术职业教育学会美术与设计专业委员会，并受其管理与监督。AIP 国际艺术高中办学 13 年，毕业生人数达 1200 人，连续 10 年整体升学率 100%。2017 年毕业生 65 人，共获得录取通知书 300 多份，平均每位毕业生都取得了近 5 份的录取录取通知书，共获奖学金 2710,000 元。在 2005 年“AIP 国际艺术计划”联合中央美术学院附属中等美术学校开办了 AIP 国际艺术预科课程和 AIP 国际艺术高中课程，并创建国际艺术课程教学体系，这期间取得了良好的教学成果及社会口碑。

北京朝阳凯文学校于 2017 年 2 月正式开办 AIP 国际艺术高中课程，AIP 北京中心与北京凯文学校签约合作，成立北京凯文 AIP 国际艺术课程，该课程包括 AIP 国际艺术高中课程及预科课程。凯文 AIP 的高三及预科阶段得到了英国爱德思国家考试及文凭局的认可，课程将以全英语授课。北京凯文学校 AIP 课程的学生在毕业时将获得由北京凯文学校颁发的**毕业证+被国外合作大学所认可的 AIP 国际艺术预科课程毕业证书 +BTEC 证书**。此外，学生在合格完成课程内容并参加大学面试后，**将保证获得至少一所国外合作大学的本科录取资格**。

图 30: AIP 与中国院校发展历程

2005	AIP国际艺术高中联合中央美术学院附中开办AIP国际艺术预科课程
2010	AIP国际艺术教育联合中央美术学院附中开办AIP国际艺术高中课程
2013	AIP国际艺术教育联合广州美术学院附中开办预科及高中课程
2017	AIP国际艺术教育联合北京朝阳凯文学校开办AIP国际艺术高中课程
2017	AIP国际艺术教育联合中国美术学院附中开办AIP国际艺术高中课程

资料来源: 凯文学校, 中信建投证券研究发展部

图 31: 北京朝阳凯文学校 AIP 课程比例设置

年级	高一年级	高二年级	高三年级
文化课	20%	10%	0%
英语课与雅思课	40%	45%	50%
专业课	40%	45%	50%

资料来源: 凯文学校, 中信建投证券研究发展部

威斯敏斯特三所学院位于美国新泽西州, 隶属于瑞德大学, 专业从事音乐艺术的专业高等教育机构。此次收购也是凯文教育在全球产业布局的开端。具体来讲, 凯文教育布局海外院校为其国际学校的学生提供海外游学、继续深造、交流的渠道。其次, 通过此次收购, 凯文品牌力进一步提升, 在产业链布局与教育产业覆盖面有了极大的提升。自此, 凯文集团增强公司跨文化运营能力、品牌价值提升以及行业竞争力增强。凯文集团的产业教育链也进一步延伸、增强, 其高等教育阶段的缺失将被弥补。公司国际学校艺术素质培养的特色也进一步巩固, 对其经营水平和教育品牌形象进一步凸显。关于此次收购的学院皆在美国瑞德大学 (Rider University) 旗下, 这所大学是美国新泽西州的非盈利性机构, 成立于 1865 年, 属于私立大学。该大学大约有 241 名教职人员, 5100 名学生, 包括本科在校生、研究生以及其它成人教育学生。根据最新 US News 的美国北部地区性最好大学排名, 该大学位列第 34。

表 16: 海外学校名单

学校名称 (学院名称)	成立时间	教职人员 (名)	主营产品
瑞德大学 (Rider University)	1865	241	包括本科在校生、研究生以及其它成人教育学生
威斯敏斯特合唱音乐学院 (Westminster Choir College)	1926	65	音乐教育, 声乐表演, 钢琴表演, 教育学, 音乐理论, 作曲等
威斯敏斯特音乐学校 (Westminster Conservatory of Music)	1970	120	广泛的课程和表演项目, 以及面向各个不同年龄层次, 技能水平, 经济背景的音乐家, 提供集中的一对一课程
威斯敏斯特继续教育学院 (Westminster Continuing Education)	—	—	暑期项目, 专业发展论坛, 国际交流学习机会, 以及一些为初高中学生和成人所开展的夏季项目

资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

凯文教育所收购学院为: **1) 威斯敏斯特合唱音乐学院 (Westminster Choir College)** 成立于 1926 年。是瑞德大学艺术学院的社区音乐学院, 同时也是美国社区艺术教育协会会员。整个学院约有 400 名在校学生, 师生比例约为 1:6。威斯敏斯特合唱学院以音乐教育, 声乐表演, 钢琴表演, 教育学, 音乐理论, 作曲等专业。**2) 威斯敏斯特音乐学校 (Westminster Conservatory of Music)**。威斯敏斯特音乐学校成立于 1970 年, 大约有 120 多名教职人员, 是瑞德大学艺术学院的社区音乐学院。威斯敏斯特音乐学校面向各个不同年龄层次, 技能水平, 经济背景的音乐家, 并提供集中的一对一课程。此外, 威斯敏斯特音乐学校还提供广泛的课程和表演项目。威斯敏斯特音乐学校是美国公认的教育机构, 是美国社区艺术教育协会会员。**3) 威斯敏斯特继续教育学院 (Westminster Continuing Education)**。威斯敏斯特继续教育学院提供暑期项目, 专业发展论坛, 国际交流学习机

会，以及一些为初高中学生和成人所开展的夏季项目。

图 32：海外学校展示 1（合唱学院）



资料来源：瑞德大学，中信建投证券研究发展部

图 33：海外学校展示 2（音乐学院）



资料来源：瑞德大学，中信建投证券研究发展部

3.3.2 体育中心实现战略协同，积极迈步国际市场探索产业链上下游

公司为延伸上下游产业，拓展了体育艺术培训、营地教育、品牌输出、上下游培训的国际教育生态产业链。凯文教育旗下全资子公司凯文体育通过整合校区内的优质教育资源，同时与国际知名体育公司建立合作关系，为学生开启专业化的体育培训、营地教育、以及青少年体育赛事，并以此促进学生的综合素质发展。凯文教育面向社会开展国际专业水准的青少年体育项目培训，使体育教学成为学校独有的竞争优势，同时也为公司形成新的盈利增长点。凯文教育国际市场合作项目包括：MLB、美国 IMG 学院、英国曼城足球俱乐部、中国网球公开赛等。

1) MLB 是北美地区最高水平的职业棒球联赛。1903 年由国家联盟和美国联盟共同成立，是美国四大职业体育联盟之一。2016 年，凯文教育与 MLB 美国职棒大联盟达成战略合作。MLB 为北京凯文学校提供场地规划设计，提供课程、派遣教练、组建校队，举办赛事，举办棒球夏令营活动等。**2) 美国 IMG 学院是全球最顶尖的体育特长学校，**曾培养出 29 个世界冠军，14 个全国冠军，和多位世界体坛名将。学院拥有 8 项体育专业：网球、高尔夫球、足球、棒球、篮球、长曲棍球、橄榄球、田径和越野。2016 年 10 月，凯文体育邀请美国 IMG 学院来到凯文学校为学生提供高尔夫、网球体验课，并在后续进行其他多项体育合作。**3) 2017 年 12 月 18 日，凯文教育集团与曼城足球俱乐部正式签订十年合作协议，**引入曼城青训体系、曼城青训教练以及海外训练营。双方共同打造的凯文曼城足球学校，也计划于 2018 年 9 月正式开学。足球学校的文化课程将采用与北京海淀凯文学校一致的国际双语课程体系，涵盖中文、数学、科学、艺术、体育等学科，并辅以定制化的英文课程，实现真正意义上国际视野的青少年教育和足球特长培养。并且，每年暑假，学校会安排全体学生前往位于英国曼彻斯特的曼城青训学院进行为期两周的小学期学习。**4) 2017 年，中网与凯文体育达成合作，**共同举办了凯文杯中网青少年巡回赛、中网凯文杯校际邀请赛、凯文体育中网网球夏令营，同年 9 月，凯文体育中网网球俱乐部将在北京凯文学校正式成立。

图 34：凯文教育体育合作

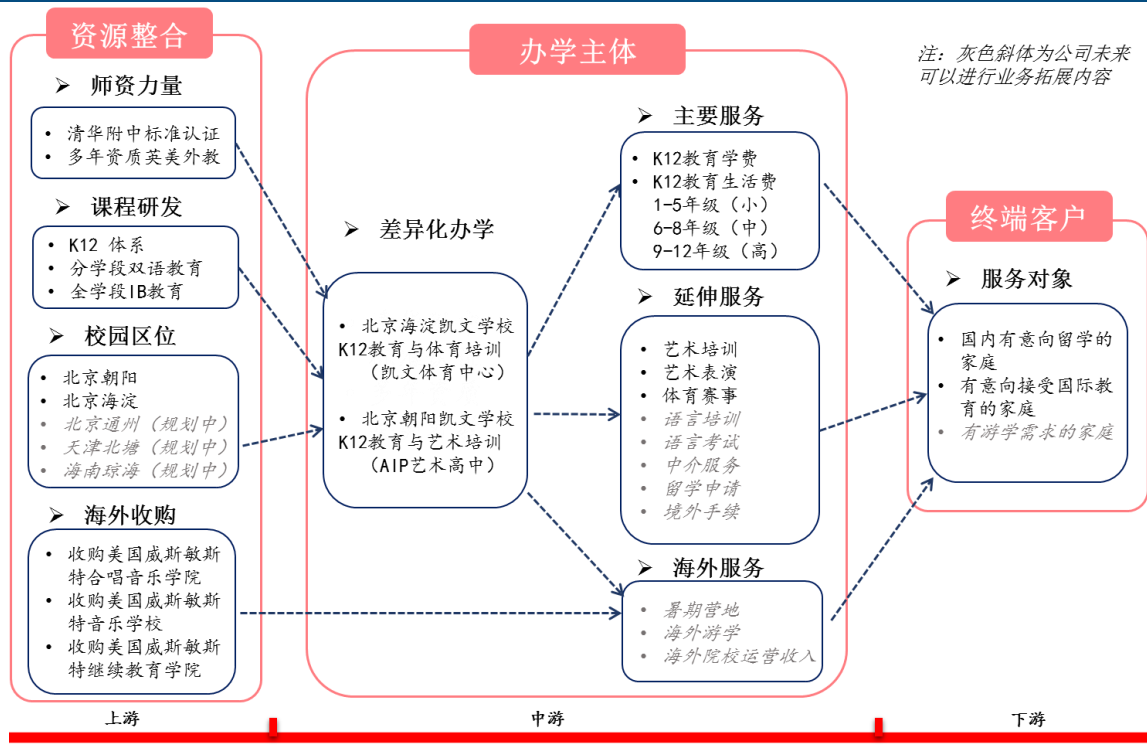


资料来源：凯文教育，中信建投证券研究发展部

3.4 公司产业链：向上整合优势资源，向下扩展服务内容

公司当前致力于构建以两所实体国际学校为核心依托，提供涵盖 K12 教育的高端国际学校教育服务，采用“K12 实体学校+体育、艺术培训+营地教育+品牌输出”的经营模式。为积极拓展其上下游的国际教育生态产业链，公司向上通过整合大股东、师资、区位等优势资源、与清华附中合作办学、外部延伸并购国内外优质办学资源的模式在业务起步遍已站在了行业领先地位；向下提供体育艺术培训、营地教育、品牌输出等，未来将继续提供包括语言培训、语言考试、游学服务、中介服务、留学指导及申请、境外手续办理等一系列与国际教育相关的服务内容。在完善产业链的同时为创造了更多营收来源。

图 35：截止 2017 年 9 月面向公司的产业链布局



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利预测及投资建议

公司财务预测

利润表(单位:百万元)

	2016A	2017A	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
营业收入	322.6	620.2	232.8	-62.5%	378.5	62.6%	514.9	36.1%
减: 营业成本	336.2	593	219.7	-63.0%	241.7	10.0%	265.8	10.0%
营业税金及附加	5.7	4	0.6	-84.7%	0.7	10.0%	0.7	10.0%
营业费用	3.5	10	12.6	25.5%	17.1	36.4%	26.2	53.3%
管理费用	48.4	69.9	58.7	-16.0%	64.6	10.0%	71	10.0%
财务费用	18	34.9	18.3	-47.5%	19.2	5.0%	20.2	5.0%
资产减值损失	31.3	-1.6	0.2	-109.5%	0.2	10.0%	0.2	10.0%
加: 公允价值变动收益								
投资收益	5	147.8	0.3	-99.8%	0.5	62.6%	0.7	36.1%
营业利润	-115.5	57.7	-76.9	-233.4%	35.5	-146.2%	131.4	269.8%
营业外收入	3.3	0.4	0.6	32.7%	0.8	30.1%	1	31.6%
营业外支出	14.9	6.6	0.2	-97.0%	0.3	50.0%	0.4	33.3%
利润总额	-127.1	51.5	-76.5	-248.5%	36	-147.0%	132	266.7%
减: 所得税	-27.2	31.9	-19.1	-159.9%	9	-147.0%	33	266.7%
净利润	-99.8	19.6	-57.4	-393.1%	27	-147.0%	99	266.7%
少数股东损益	-3.8	-3.7		-100.0%				
归属母公司净利润	-96	23.3	-57.4	-346.8%	27	-147.0%	99	266.7%
EBITDA	-60.5	160.3	-19.8	-112.4%	93.5	-571.8%	190.4	103.5%
EPS(摊薄)	-0.19	0.05	-0.12	-346.8%	0.05	-147.0%	0.2	266.7%

资产负债表(单位:百万元)

	2016A	2017A	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
流动资产	1,638.20	310.6	210.4	-32.3%	196.1	-6.8%	215	9.7%
货币资金	269.2	165.1	18.6	-88.7%	30.3	62.6%	41.2	36.1%
应收账款	408.6	1.7	0.3	-79.7%	0.8	125.1%	0.7	-3.5%
应收票据								
预付账款	29.1	0.1	12	23663.7%	3.4	-71.9%	2.6	-24.0%
存货	395.1	0.1	0	-76.0%	0.1	369.0%	0	-66.5%
其他	536.2	143.8	179.4	24.8%	161.6	-9.9%	170.5	5.5%
非流动资产	2,159.20	2,834.40	3,607.70	27.3%	3,537.00	-2.0%	3,466.30	-2.0%
长期股权投资		0.2	0.2	0.0%	0.2	0.0%	0.2	0.0%
固定资产	348.5	1,387.30	1,365.30	-1.6%	1,343.30	-1.6%	1,321.40	-1.6%
无形资产	499.7	956.2	939.4	-1.8%	922.6	-1.8%	905.8	-1.8%
其他	1,311.00	490.7	1,302.70	165.5%	1,270.80	-2.4%	1,239.00	-2.5%
资产总计	3,797.40	3,145.00	3,818.10	21.4%	3,733.10	-2.2%	3,681.40	-1.4%

流动负债	1,153.00	934	1,238.30	32.6%	1,047.50	-15.4%	1,401.30	33.8%
短期借款	146.3	280	723.5	158.4%	742.7	2.7%	668.6	-10.0%
应付账款	313.6	409	396.3	-3.1%	193.9	-51.1%	617.9	218.8%
其他	693.2	245	118.6	-51.6%	111	-6.4%	114.8	3.4%
非流动负债	153.5		425.7		504.5	18.5%		-100.0%
长期借款			425.7		504.5	18.5%		-100.0%
其他	153.5							
负债合计	1,306.50	934	1,664.00	78.2%	1,552.00	-6.7%	1,401.30	-9.7%
少数股东权益	256.1	7.4	7.4	0.0%	7.4	0.0%	7.4	0.0%
归属母公司股东权益	2,490.90	2,211.10	2,154.10	-2.6%	2,181.10	1.3%	2,280.10	4.5%
负债和股东权益	3,797.40	3,145.00	3,818.10	21.4%	3,733.10	-2.2%	3,681.40	-1.4%

现金流量表(单位:百万元)

	2016A	2017A	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
经营活动现金流	-314.9	-180	-998.1	454.4%	-67.6	-93.2%	609	-1000.4%
净利润	-99.8	19.6	-57.4	-393.1%	27	-147.0%	99	266.7%
折旧摊销	37.3	83.6	38.8	-53.6%	38.8	0.0%	38.8	0.0%
财务费用	9	34.5	18.3	-46.9%	19.2	5.0%	20.2	5.0%
投资损失	-5	-147.8	-0.3	-99.8%	-0.5	62.6%	-0.7	36.1%
营运资金变动	-807.1	495.6	-997.5	-301.3%	-152.2	-84.7%	451.7	-396.9%
其它	550.8	-665.5		-100.0%				
投资活动现金流	-1,281.50	-225.4	0.3	-100.1%	0.5	62.6%	0.7	36.1%
可供出售金融资产								
长期股权投资		-214.6		-100.0%				
其他	-1,281.50	-10.9	0.3	-102.8%	0.5	62.6%	0.7	36.1%
筹资活动现金流	1,571.20	368.3	851.3	131.2%	78.8	-90.7%	-598.8	-859.9%
短期借款	-50.7	133.7	443.5	231.7%	19.2	-95.7%	-74.1	-485.7%
长期借款			425.7		78.8	-81.5%	-504.5	-740.2%
其他	1,621.90	234.6	-17.8	-107.6%	-19.2	7.9%	-20.2	5.0%
现金净增加额	-25.2	-37.2	-146.4	293.9%	11.7	-108.0%	10.9	-6.3%

资料来源:公司公告, 中信建投证券研究发展部

财务指标

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
业绩表现					
营业收入增长率	-57.7%	92.2%	-62.5%	62.6%	36.1%
净利润增长率	-3453.8%	-124.2%	-346.8%	-147.0%	266.7%
EBITDA 增长率	-170.9%	-365.0%	-112.4%	-571.8%	103.5%
EBIT 增长率	-302.9%	-195.1%	-163.2%	-193.4%	176.8%
营业利润率	-1811.4%	-149.9%	-233.4%	-146.2%	269.8%
EBITDA Margin (%)	-18.7%	25.8%	-8.5%	24.7%	37.0%

ROE	-4.3%	1.1%	-2.7%	1.2%	4.4%
ROIC	-14.0%	1.6%	-2.1%	1.9%	4.9%
ROIC - WACC	-1.3	0.1	-0.2	0.2	0.4
价值评估					
P / E	-51.8	213.9	-86.7	184.3	50.3
EV / 收入	15.3	7.8	21.6	13.6	8.9
EV / EBITDA	-81.4	30.1	-253.5	55	24.1
EV / EBIT	-50.5	52	-85.7	93.9	30.3
EV / NOPLAT	-64.3	137.1	-114.3	125.3	40.3
EV / IC	2.3	2.4	2.3	2.2	2.4
P / B	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2
Dividend Yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标					
EPS	-0.19	0.05	-0.12	0.05	0.2
BVPS	4.48	4.42	4.31	4.36	4.56
PE	-51.8	213.9	-86.7	184.3	50.3
PB	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2
PS	15.4	8	21.4	13.1	9.7
流动性					
净负债 / 权益	52.5%	42.2%	77.2%	71.2%	61.5%
总负债 / 总资产	34.4%	29.7%	43.6%	41.6%	38.1%
流动比率	1.42	0.33	0.17	0.19	0.15
速动比率	1.08	0.33	0.17	0.19	0.15

资料来源：中信建投证券研究发展部

风险分析

招生规模不达预期；市场竞争加剧；短期高额的资金投入影响现金周转；教育政策趋严。

分析师介绍

武超则：通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013 年-2017 年《新财富》连续四年最佳分析师通信行业第一名。2014 年-2017 年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、wind 最佳分析第一名；2015 年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

曾荣飞：清华大学互联网方向博士，北京市优秀博士毕业生，拥有互联网行业多年经验，2016 年新财富第一团队成员；目前专注互联网、阅读、影视等领域。

刘京昭 18801173793 liujingzhao@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859