

转型基本完成，静待新业务发力

华泰研究

2023年4月27日 | 中国内地

年报点评

K12 教育

投资评级(维持):

持有

目标价(人民币):

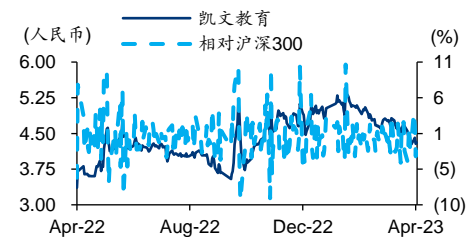
4.52

研究员	段联
SAC No. S0570521070001	duanlian@htsc.com
SFC No. BRP041	+(86) 10 5761 7007
联系人	郑裕佳
SAC No. S0570122030053	zhengyujia@htsc.com
SFC No. BTB676	+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	4.52
收盘价(人民币 截至4月27日)	4.31
市值(人民币百万)	2,579
6个月平均日成交额(人民币百万)	139.61
52周价格范围(人民币)	3.36-5.37
BVPS(人民币)	3.74

股价走势图



资料来源: Wind

业务转型基本完成，静待学校运营服务及职业教育等新业务发力

凯文教育 22 年实现营收 1.72 亿元 (yoy-39.57%)，归母净亏损 9,659 万元 (同比收窄 19.92%)，符合业绩预告。23Q1 公司实现营收 6,823 万元 (yoy+551%, qoq+22%)，归母净亏损 1,061 万元。考虑到公司已基本完成转型，学校运营服务、职业教育等新业务规模在 23 年有望进一步扩大，素质教育疫后有望迎来修复性增长，我们预计公司 23-25 年收入为 3.49/4.24/5.05 亿元，BPS 为 3.77/3.85/3.97 元，参考可比公司平均 23E 0.87 倍 PB，考虑到公司学校运营业务相比以物业管理为主的可比公司更具稳定性，以及职业教育新业务的增长潜力，给予 1.2 倍 23E PB，目标价 4.52 元 (前值: 3.80 元)，维持“持有”评级。

学校运营服务规模或扩大，素质教育有望修复性增长

公司于 22 年初完成两所凯文学校的举办者变更，转而成为两所学校提供运营服务，其中，朝阳凯文学校计划在 23-24 学年正式开设普通高中，公司将为其提供组建领先的普高学制的师资、提供优质教学配套硬件设施等服务；公司与上海奉贤区博华双语学校签署合作协议，将多年 K12 领域丰富的教育运营和管理经验以轻资产模式向外输出。我们预计 23-25 年学校运营服务收入有望随学生规模增长而稳步上升。此外，22 年公司通过运营北京西山滑雪场进一步丰富了具有艺术特色的素质教育板块，且随着线下教学恢复正常，营地教育需求或升温，故我们预计 23 年素质教育收入有望修复性增长。

职业教育拓展稳步推进，已落地多个产教融合项目

公司通过子公司海科职教，先后与包括百度、腾讯、新迈尔(北京)科技有限公司等在内的行业领先企业签约合作，截至 22 年已在山东、四川、河南、湖南、内蒙等地与六所院校合作建立了产业学院，办学层次覆盖了本科、高职和中专，在校总人数超 1500 人。2023 年公司将继续发力职业教育业务，与更多产业链上的伙伴建立合作，根据公司公众号新签合作协议情况，我们预计 23 年合作院校数有望增至 10 所。我们认为上述产教融合业务模式具备轻资产、可复制、可扩张的特点，未来有望成为新的收入增长点。

目标价 4.52 元，维持“持有”评级

我们预计 23-25 年 BPS 为 3.77/3.85/3.97 元，参考可比公司平均 23E 0.87 倍 PB，考虑到公司学校运营业务相比以物业管理为主的可比公司更具稳定性，以及职业教育新业务的增长潜力，给予 1.2 倍 23E PB，目标价 4.52 元 (前值: 3.80 元)，维持“持有”评级。

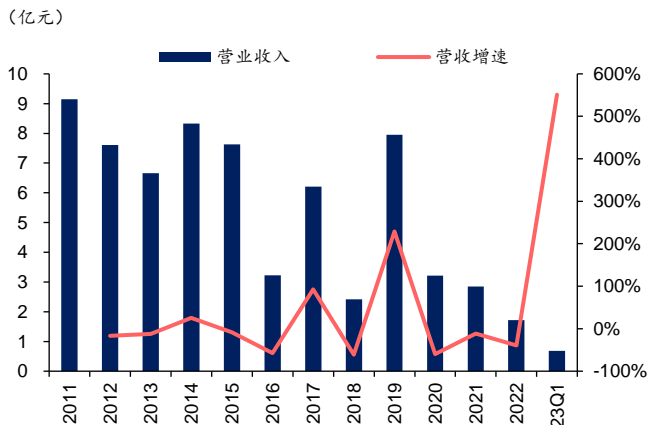
风险提示: 职业教育招生人数不及预期; 疫情反复致线下教学活动受阻; 教师及核心管理人才缺乏或流失风险; 不动产出租率不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	284.30	171.80	348.52	423.77	504.57
+/-%	(11.44)	(39.57)	102.86	21.59	19.07
归属母公司净利润(人民币百万)	(120.62)	(96.59)	3.15	47.34	73.05
+/-%	6.92	19.92	103.26	1,403	54.33
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.20)	(0.16)	0.01	0.08	0.12
ROE(%)	(5.13)	(4.29)	0.14	2.06	3.08
PE(倍)	(21.38)	(26.70)	818.82	54.47	35.30
PB(倍)	1.10	1.15	1.14	1.12	1.09
EV EBITDA(倍)	549.91	147.87	33.95	23.25	17.54

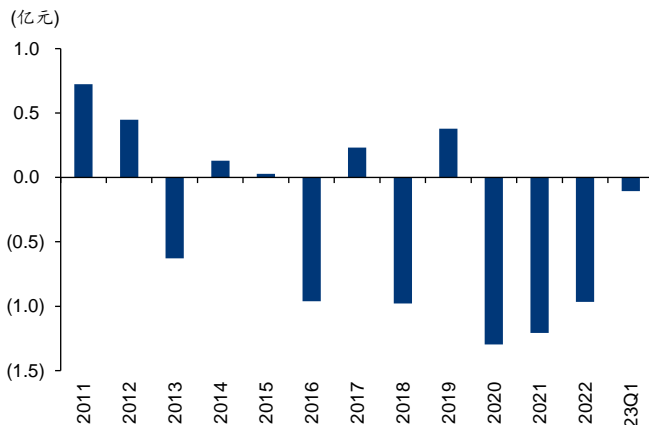
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 受两所凯文学校举办者变更影响, 22年营收同比下滑



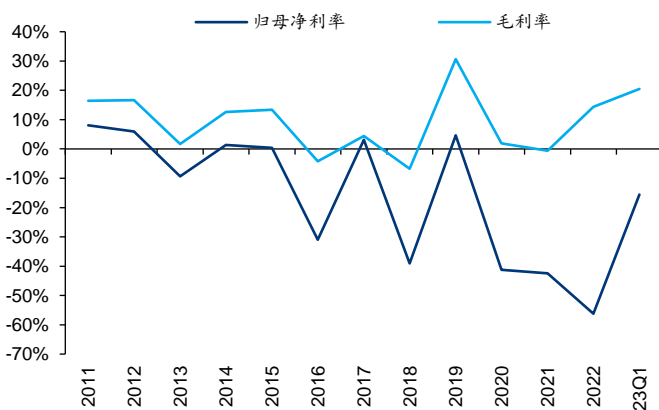
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 举办者变更完成后运营逐步恢复常态, 归母净亏损同比收窄



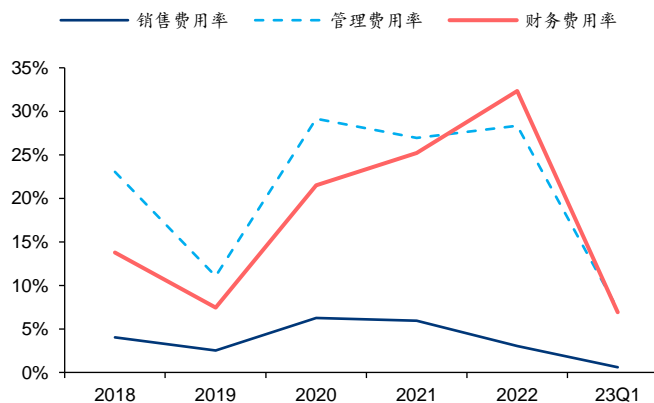
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 毛利率与净利率于 23Q1 改善



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 22年费用率因业务转型有所上升, 23Q1 回归正常



资料来源: 公司公告, 华泰研究

考虑到朝阳凯文学校计划在 23-24 学年正式开设普通高中, 有望增加学校运营服务收入, 同时考虑到 22 年校企合作签约院校数量爬坡进度慢于我们此前预期, 因此我们上调 23-24 年学校运营服务收入假设, 下调校企合作收入假设, 预计 23-25 年公司收入为 23-25 年收入为 3.49/4.24/5.05 亿元。

图表5: 主要假设变化

	2023E		2024E		2025E	
	新	旧	新	旧	新	旧
总收入 (百万元)	349	372	424	571	505	-
学校运营服务收入 (百万元)	258	230	300	280	350	-
校企合作收入 (百万元)	23	119	55	268	85	-

资料来源: 华泰研究预测

图表6: PB 相对估值法关键参数假设

	2023E
凯文教育净资产 (百万元)	2,253.49
P/B	1.20
市值 (百万元)	2,704.19
总股本 (百万股)	598.28
目标价 (元)	4.52

注: 数据截至 2023 年 4 月 27 日

资料来源: 华泰研究预测

图表7：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (港币/元)	市值 (亿港元/元)	BPS (元)			PB (倍)		
				22A/E	23E	24E	22A/E	23E	24E
6668 HK	星盛商业	1.61	16.41	1.13	1.21	1.30	1.25	1.17	1.09
3913 HK	合景悠活	1.09	22.08	1.55	-	-	0.62	-	-
6677 HK	远洋服务	1.71	20.25	1.86	-	-	0.81	-	-
0960 HK	龙湖集团	21.35	1,369.81	22.62	28.08	31.98	0.83	0.67	0.59
1516 HK	融创服务	2.83	89.26	2.49	2.66	2.85	1.00	0.93	0.87
9983 HK	建业新生活	2.72	34.78	2.30	2.57	2.95	1.04	0.93	0.81
1109 HK	华润置地	36.10	2,602.79	34.22	39.14	42.69	0.93	0.81	0.74
600383 CH	金地集团	8.12	366.58	15.45	17.14	-	0.53	0.47	-
600675 CH	中华企业	2.69	163.99	2.50	-	-	1.08	-	-
000036 CH	华联控股	4.17	61.88	3.58	3.87	-	1.17	1.08	-
平均值							0.92	0.87	0.82

注：数据截至 2023 年 4 月 27 日。港元兑人民币汇率为 0.88。预测值来自 Wind 一致预期。
资料来源：Wind, 华泰研究

风险提示

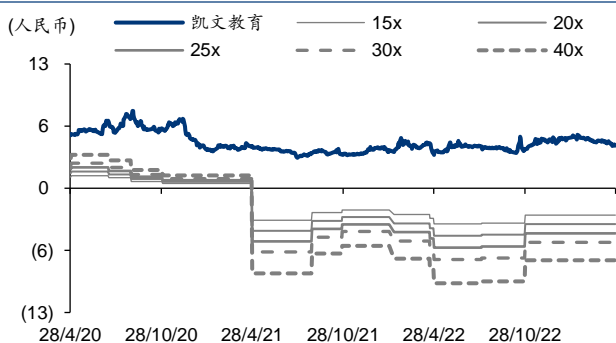
职业教育招生人数不及预期：公司若不能持续拓展职业教育合作院校，不能持续提升办学质量、提升学生就业能力，则职业教育招生规模可能无法保持持续增长。

疫情反复致线下教学活动受阻：国内疫情若有反复，素质教育线下教学培训将可能无法正常开展，将对公司总收入产生不利影响。

教师及核心管理人才缺乏或流失风险：师资和核心管理人才是教育公司的核心资源之一。如果不能给教师和管理人员足够的激励，可能会造成人才流失。

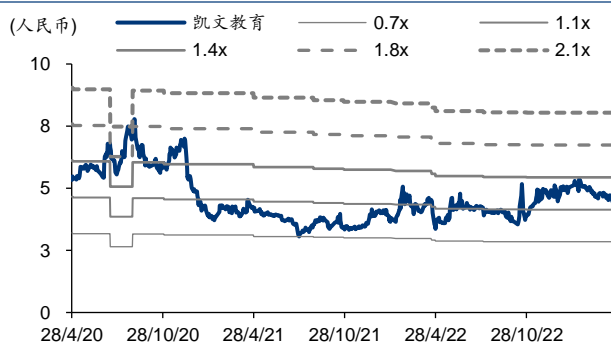
不动产出租率不及预期：公司将部分自有房产用于商业出租，下半年实际出租率存在一定不确定性，可能会低于我们的预期。

图表8：凯文教育 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表9：凯文教育 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	753.73	597.80	412.17	439.48	495.49
现金	507.08	441.25	273.19	297.95	346.36
应收账款	0.04	1.56	5.63	13.84	21.34
其他应收账款	43.29	2.72	0.00	0.00	0.00
预付账款	6.13	0.86	0.86	0.86	0.86
存货	0.21	0.20	0.41	0.49	0.59
其他流动资产	196.99	151.21	132.10	126.34	126.34
非流动资产	2,726	2,643	2,610	2,604	2,595
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,126	145.92	131.92	117.91	103.91
无形资产	808.01	113.04	125.39	162.18	193.42
其他非流动资产	792.59	2,384	2,353	2,324	2,298
资产总计	3,480	3,241	3,022	3,044	3,091
流动负债	127.61	242.30	57.51	68.69	79.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	42.13	38.44	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	85.47	203.86	57.51	68.69	79.68
非流动负债	1,008	750.00	713.00	676.00	639.00
长期借款	990.00	740.00	703.00	666.00	629.00
其他非流动负债	17.97	10.00	10.00	10.00	10.00
负债合计	1,136	992.30	770.52	744.69	718.68
少数股东权益	(1.68)	(1.58)	(1.58)	(1.63)	(1.63)
股本	598.28	598.28	598.28	598.28	598.28
资本公积	2,022	2,022	2,022	2,022	2,022
留存公积	(273.36)	(369.95)	(366.81)	(319.52)	(246.47)
归属母公司股东权益	2,346	2,250	2,253	2,301	2,374
负债和股东权益	3,480	3,241	3,022	3,044	3,091

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	121.49	223.02	(60.03)	121.35	144.45
净利润	(120.30)	(96.49)	3.15	47.29	73.05
折旧摊销	94.18	54.13	53.01	55.85	58.96
财务费用	71.68	55.55	32.65	9.59	9.03
投资损失	(12.83)	(3.41)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	99.13	177.85	(148.81)	8.63	3.40
其他经营现金	(10.36)	35.39	(0.03)	0.00	0.00
投资活动现金	146.28	14.38	(19.97)	(50.00)	(50.00)
资本支出	(60.04)	(27.31)	(20.00)	(50.00)	(50.00)
长期投资	228.55	38.21	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(22.23)	3.49	0.03	0.00	0.00
筹资活动现金	(626.71)	(264.39)	(88.06)	(46.59)	(46.03)
短期借款	(135.17)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(50.00)	(250.00)	(37.00)	(37.00)	(37.00)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(8.52)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(433.02)	(14.39)	(51.06)	(9.59)	(9.03)
现金净增加额	(359.17)	(26.07)	(168.06)	24.76	48.41

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	284.30	171.80	348.52	423.77	504.57
营业成本	285.96	147.15	229.93	270.88	311.44
营业税金及附加	5.16	10.52	21.34	16.91	20.14
营业费用	16.90	5.22	10.58	10.99	11.59
管理费用	76.63	48.70	49.86	52.35	54.97
财务费用	71.68	55.55	32.65	9.59	9.03
资产减值损失	0.00	0.00	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	12.83	3.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	(160.08)	(89.76)	4.19	63.05	97.40
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	(160.08)	(89.76)	4.19	63.05	97.40
所得税	(39.77)	6.73	1.05	15.76	24.35
净利润	(120.30)	(96.49)	3.15	47.29	73.05
少数股东损益	0.32	0.10	(0.00)	(0.05)	0.00
归属母公司净利润	(120.62)	(96.59)	3.15	47.34	73.05
EBITDA	5.65	19.82	89.67	128.25	165.12
EPS (人民币, 基本)	(0.20)	(0.16)	0.01	0.08	0.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	(11.44)	(39.57)	102.86	21.59	19.07
营业利润	5.80	43.93	104.67	1,403	54.49
归属母公司净利润	6.92	19.92	103.26	1,403	54.33
获利能力 (%)					
毛利率	(0.58)	14.35	34.03	36.08	38.28
净利率	(42.32)	(56.17)	0.90	11.16	14.48
ROE	(5.13)	(4.29)	0.14	2.06	3.08
ROIC	(2.47)	(4.59)	2.97	5.94	8.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.63	30.62	25.49	24.47	23.25
净负债比率 (%)	22.71	15.75	20.73	17.62	13.47
流动比率	5.91	2.47	7.17	6.40	6.22
速动比率	4.31	1.84	4.85	4.54	4.61
营运能力					
总资产周转率	0.07	0.05	0.11	0.14	0.16
应收账款周转率	4,468	214.63	97.00	43.55	28.69
应付账款周转率	3.51	3.65	5.98	-	-
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.20)	(0.16)	0.01	0.08	0.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.37	(0.10)	0.20	0.24
每股净资产(最新摊薄)	3.92	3.76	3.77	3.85	3.97
估值比率					
PE (倍)	(21.38)	(26.70)	818.82	54.47	35.30
PB (倍)	1.10	1.15	1.14	1.12	1.09
EV EBITDA (倍)	549.91	147.87	33.95	23.25	17.54

免责声明

分析师声明

本人，段联，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师段联本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司