

2023年04月30日
凯文教育(002659.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

K12 基础教育

规范发展助力长期成长,职业教育布局成效显著

■ **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年度公司实现营业收入 17180 万元, 同比下降 39.57%; 归母净利润-9659 万元, 同比增长 19.92%; 2023 年 1 季度公司实现营业收入 6823 万元, 同比增长 550.92%; 归母净利润-1061 万元, 同比增长 72.20%。

■ **规范助力合规运营, 素质教育发展迅速。**民促法实施条例颁布之后, 公司通过举办人变更+运营服务相结合方式实现了合规运营, 保障两所学校教学特色和品质。公司通过在硬件设施、师资力量、教学体系、特色课程等方面的投入, 取得了租金收入、品牌使用费、教育咨询服务费、素质课程服务费和餐饮等各项收入。从季度收入来看, 2022 年 1 季度-2023 年 1 季度分别实现营业收入 1048 万元、4928 万元、5612 万元、5591 万元和 6823 万元, 收入整体呈现季度环比上升的态势。2023 年公司将在凯文朝阳学校开设精品素质高中, 预计在校生规模有望稳步增长, 运营收入也将随之扩大。公司大力发展素质教育, 构建了以体育、艺术和科技教育为引领的综合素质培养体系, 朝阳凯文学校开设了国际艺术班(KAP)和国际音乐班(KMP), 2022 年公司完善了冰雪运动教育资源, 凯文体育开始运营西山滑雪场, 丰富了公司冰雪运动硬件设施, 增强了公司冰雪运动培训优势。同时, 公司积极将优质素质教育业务边界从校内拓展到校外, 面向社会推广具有凯文特色的体育、艺术、科技培训, 并提供完整的 K12 阶段系统营地教育, 公司素质教育发展迅速。

■ **盈利能力持续提升, 折旧摊销拖累业绩。**2022 年公司毛利率显著上升, 整体毛利率 14.35%, 提升了 14.93 个百分点; 其中教育服务业务毛利率 18.53%, 提升了 19.18 个百分点; 教育培训业务 1.14%, 下降了 8.41 个百分点。2023 年 1 季度, 公司整体毛利率再度提高至 20.49%, 较 2022 年提高了 6.14 个百分点, 公司盈利能力呈现出持续提升的态势。公司以重资产模式投资建设了凯文朝阳学校, 固定资产、持有性物业和长期待摊费用较多, 折旧、摊销和财务费用拖累了公司业绩。截至 2023 年 1 月末, 公司固定资产净额 14463 万元, 投资性房地产 178782 万元、长期待摊费用 25367 万元, 2022 年公司折旧+摊销共计 8982 万元, 财务费用 5933 万元, 两者合计达到 14915 万元, 远低于公司亏损额。近几年, 公司逐步降低有息负债, 2022 年末公司银行借款余额减少 2.5 亿

投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价 **5.60 元**
股价 (2023-04-28) **4.46 元**

交易数据

总市值(百万元)	2,668.33
流通市值(百万元)	2,668.33
总股本(百万股)	598.28
流通股本(百万股)	588.29
12 个月价格区间	3.36/5.37 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-8.9	-9.7	19.0
绝对收益	-9.5	-14.3	21.4

苏多永 分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

相关报告

元，2023 年 1 季度末公司银行借款余额减少 0.25 亿元，预计财务费用将随着借款余额的减少而下降。同时，随着在校生规模的扩大和公司新业务发展，营业收入的增长有望降低折旧和摊销的影响，公司 1-2 年有望迎来经营性拐点。

■ **资产结构较为优良，经营性现金流优异。**公司资产主要由货币资金、投资性房地产、长期待摊费用和固定资产等构成，截至 2022 年末公司货币资金、投资性房地产、长期待摊费用和固定资产的余额分别为 44125 万元、178782 万元、25367 万元和 14463 万元，占期末总资产的比重分别为 13.61%、55.51%、7.80%和 4.50%，其中投资性房地产主要为凯文朝阳学校及 3 栋（约 6.6 万平方米）的写字楼，若按照公司 2020 年公告的出售写字楼转让价格重估，3 栋写字楼的价值预计约 15.9 亿元，此外持有性物业还包括建筑面积约 17 万平方米的校园，公司资产质量高，结构较为优良。学校采取预收学费的模式，公司经营性净现金流一直保持良好的态势，2020-2022 年公司销售商品提供劳务收到的现金分别为 35081 万元、45201 万元和 29737 万元，分别占同期营业收入的 109%、159%和 173%；经营性净现金流分别为 350 万元、12149 万元和 22302 万元，呈现出快速流入的态势，预计随着在校生规模的扩大，公司经营性现金流净额仍将呈现快速的增长，经营性现金流优异。

■ **职业教育稳步推进，实训基地值得期待。**公司响应国家政策号召积极布局职业教育业务，并将产教融合领域作为重点发展目标，成立了海科职教（北京）科技有限公司作为职教发展平台。海科职教立足于深化产教融合、校企合作和学科共建，旨在培养应用型技能人才，面向市场促进就业，先后与包括百度、腾讯、新迈尔（北京）科技有限公司、河南科诚数字科技有限公司、启明星辰和北京慧科等公司在内的行业领先企业签约合作，其中与百度合作在教汉旗职业中学成立人工智能实习实训基地，将学校资源、平台价值和百度优势很好地结合在一起，有利于培养相关领域的人才。同时，海科职教在山东、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、高职和中职，在校总人数超 1500 人，合作内容包括专业申报、招生就业、实训室与平台建设、精品课程建设、竞赛辅导、实践教学、学生职业素养提升、实习实训等，其中专业设置包含大数据技术应用、交互设计、数字媒体技术、虚拟现实技术与应用等。另外，根据学校官网和投资者关系平台消息，海科职教已与北京城市学院、郑州升达经贸管理学院等签订战略合作协议，未来职教发展及实训基地建设值得期待。

■ **盈利预测与投资建议：**预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 2.34 亿元、3.06 亿元和 3.69 亿元，分别同比增长 36.4%、30.6%

和 20.7%；归母净利润分别为-2353 万元、468 万元和 1286 万元，分别同比增长 75.6%、119.9%和 174.6%；EPS 分别为-0.04 元、0.01 元和 0.02 元。公司是 A 股市场唯一以国际学校为主业的上市公司，通过举办人变更+运营服务实现了基础教育的规范发展，同时大力发展素质教育，教育收入有望稳步增长，并随着校园使用率提高迎来经营性拐点。同时，公司大力发展职业教育，与高等院校合作建立产业学院，在校生规模持续增长，服务内容丰富多彩，专业设置迎合发展趋势，实训基地建设值得期待。公司资产重估价值高，经营性现金流优异，职教发展态势良好，考虑到公司有望迎来趋势性经营性拐点，看好公司估值修复和长期成长性，给予“买入-A”评级，2023 年 1.5 倍 PB，对应目标价 5.60 元。

▣ 风险提示：职业教育转型不及预期，招生不及预期，核心师资流失等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	284.3	171.8	234.4	306.0	369.4
净利润	-120.6	-96.6	-23.5	4.7	12.9
每股收益(元)	-0.20	-0.16	-0.04	0.01	0.02
每股净资产(元)	3.92	3.76	3.72	3.73	3.75

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	-22.1	-27.6	-113.4	570.0	207.6
市净率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
净利润率	-42.4%	-56.2%	-10.0%	1.5%	3.5%
净资产收益率	-5.1%	-4.3%	-1.1%	0.2%	0.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-3.3%	-1.6%	3.4%	5.6%	5.9%

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	284.3	171.8	234.4	306.0	369.4	成长性					
减:营业成本	286.0	147.1	175.8	211.1	251.2	营业收入增长率	-11.4%	-39.6%	36.4%	30.6%	20.7%
营业税费	5.2	10.5	4.7	6.1	7.4	营业利润增长率	-5.8%	-43.9%	-66.2%	-119.8%	175.0%
销售费用	16.9	5.2	7.0	7.6	7.4	净利润增长率	-6.9%	-19.9%	-75.6%	-119.9%	174.6%
管理费用	76.6	48.7	35.2	30.6	36.9	EBITDA 增长率	-40.8%	-173.9%	483.7%	43.3%	13.3%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	-21.2%	-58.4%	-149.7%	229.3%	22.2%
财务费用	71.7	55.6	48.4	53.5	56.3	NOPLAT 增长率	-15.5%	-44.6%	-138.3%	229.3%	22.2%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.6%	-81.8%	100.0%	15.3%	0.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-5.5%	-4.1%	-1.1%	0.2%	0.6%
投资和汇兑收益	12.8	3.4	6.4	9.0	6.3						
营业利润	-160.1	-89.8	-30.4	6.0	16.5	利润率					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	-0.6%	14.4%	25.0%	31.0%	32.0%
利润总额	-160.1	-89.8	-30.4	6.0	16.5	营业利润率	-56.3%	-52.2%	-13.0%	2.0%	4.5%
减:所得税	-39.8	6.7	-6.7	1.3	3.6	净利润率	-42.4%	-56.2%	-10.0%	1.5%	3.5%
净利润	-120.6	-96.6	-23.5	4.7	12.9	EBITDA/营业收入	-9.6%	11.8%	50.4%	55.3%	51.9%
						EBIT/营业收入	-30.8%	-21.2%	7.7%	19.5%	19.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	1,461	1,332	225	180	154
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-10	145	-32	8	37
货币资金	507.1	441.2	18.7	24.5	29.6	流动资产周转天数	1,309	1,416	667	293	267
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	29	50	50	43	48
应收帐款	43.1	4.3	61.1	11.8	85.8	存货周转天数	0	0	0	0	0
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	4,808	7,042	5,010	3,880	3,250
预付帐款	6.1	0.9	7.6	1.6	10.0	投资资本周转天数	2,715	2,825	957	1,052	937
存货	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3						
其他流动资产	197.2	151.2	182.8	190.0	195.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-5.1%	-4.3%	-1.1%	0.2%	0.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-3.5%	-3.0%	-0.7%	0.1%	0.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-3.3%	-1.6%	3.4%	5.6%	5.9%
投资性房地产	180.8	1,799.3	1,799.3	1,799.3	1,799.3	费用率					
固定资产	1,125.6	145.9	147.3	159.0	157.3	销售费用率	5.9%	3.0%	3.0%	2.5%	2.0%
在建工程	-	-	400.0	480.0	464.0	管理费用率	27.0%	28.3%	15.0%	10.0%	10.0%
无形资产	808.0	113.0	111.7	110.4	109.0	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	611.8	585.0	553.8	536.5	506.6	财务费用率	25.2%	32.3%	20.7%	17.5%	15.2%
资产总额	3,479.9	3,241.1	3,282.4	3,313.3	3,356.9	四费/营业收入	58.1%	63.7%	38.7%	30.0%	27.2%
短期债务	-	-	50.0	104.5	159.6	偿债能力					
应付帐款	44.8	39.6	59.9	56.2	78.1	资产负债率	32.6%	30.6%	32.2%	32.7%	33.2%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	48.4%	44.1%	47.5%	48.6%	49.7%
其他流动负债	82.8	202.7	256.9	174.7	216.0	流动比率	5.91	2.47	0.74	0.68	0.71
长期借款	990.0	740.0	676.9	734.4	648.2	速动比率	5.91	2.47	0.74	0.68	0.71
其他非流动负债	18.0	10.0	13.5	13.8	12.4	利息保障倍数	-1.22	-0.65	0.37	1.11	1.29
负债总额	1,135.6	992.3	1,057.3	1,083.5	1,114.3	分红指标					
少数股东权益	-1.7	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	598.3	598.3	598.3	598.3	598.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,748.7	1,652.1	1,628.5	1,633.2	1,646.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,344.3	2,248.8	2,225.1	2,229.8	2,242.7						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	-120.3	-96.5	-23.5	4.7	12.9
						加:折旧和摊销	89.3	83.1	100.0	109.6	119.0
						资产减值准备	2.3	-1.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	80.0	50.4	48.4	53.5	56.3
						投资收益	-12.8	-3.4	-6.4	-9.0	-6.3
						少数股东损益	0.3	0.1	-0.1	-	-
						营运资金的变动	-173.1	345.0	15.8	-19.6	3.1
						经营活动产生现金流量	121.5	223.0	134.2	139.2	185.0
						投资活动产生现金流量	146.3	14.4	-493.6	-191.0	-93.7
						融资活动产生现金流量	-626.7	-264.4	-63.1	57.5	-86.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	-0.20	-0.16	-0.04	0.01	0.02
						BVPS(元)	3.92	3.76	3.72	3.73	3.75
						PE(X)	-22.1	-27.6	-113.4	570.0	207.6
						PB(X)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
						P/FCF	-4.6	1.7	-5.9	-230.8	-107.4
						P/S	9.4	15.5	11.4	8.7	7.2
						EV/EBITDA	-85.5	43.9	10.8	8.2	7.2
						CAGR(%)	-133.9%	-151.1%	-43.7%	-133.9%	-151.1%
						PEG	0.2	0.2	2.6	-4.3	-1.4
						ROIC/WACC	-0.4	-0.2	0.4	0.6	0.6
						REP	-2.9	-12.4	4.2	2.4	2.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，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。

目 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 ■ ■ ■

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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

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