

招生良好拐点已现，培育第二增长曲线

2025 年 10 月 28 日

➤ **事件：**公司发布 2025 年三季报，2025 年 1-9 月公司实现营业收入 2.50 亿元，同比增长 10.82%；归母净利润 0.01 亿元，EPS 为 0.002 元/股，扭亏为盈。

➤ **公司收入增长稳健，扭亏为盈拐点已现。**2025 年 1-9 月公司营业收入约为 2.50 亿元，同比增长 10.82%；归母净利润约 0.03 亿元，扭亏为盈。凯文海淀、朝阳两所学校运营良好，在校生稳步增加，带动公司收入持续增长。2023-2025 年 9 月公司营收增速分别为 47.78%、25.92%和 10.82%，预计随着新生的增长，2025 年四季度收入增长有望提速，公司经营拐点已现。

➤ **经营现金流整体良好，合同负债增长较快。**2025 年 1-9 月公司销售商品、提供劳务收到的现金 2.93 亿元，同比增长 55.03%；经营性净现金流 0.98 亿元，同比增长 1244.84%；收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）为 1.17，公司现金流整体良好。同时，公司合同负债增长较快。截止 2025 年 9 月末，公司合同负债 0.45 亿元，同比增长 21.62%。

➤ **负债率相对较低，盈利能力有待提高。**截止 2025 年 9 月末，公司资产负债率 28.06%，剔除预售款的资产负债率 26.51%，资产负债率整体较低。同时，公司持续减少有息负债，截止 2025 年 9 月末公司长期借款 4.4 亿元，同比下降 18.52%，有息负债的下降助力资产负债率下降，并有助于盈利能力提高。另外，公司盈利能力有待提高。2025 年 1-9 月公司毛利率、净利率、ROE 分别为 29.18%、0.64%和 0.04%，均处于行业较低水平。预计随着在校生规模的扩大，公司盈利能力将显著提高。

➤ **牵手智谱战略布局，打造第二增长曲线。**2025 年 9 月公司与智谱华章战略合作成立合资公司——启智文华，重点开发和运营 AI 智能产品，面向客户提供 AI 智能化现代教育学习领域的产品和解决方案。公司、智谱华章和持股平台分别持有启智文华 65%、20%和 15%的股权。借助公司海淀国资上市平台和智谱华章的技术实力，启智文华有望快速发展，并抓住 AI+教育的时代“风口”，打造公司第二增长曲线。

➤ **投资建议：**考虑到三季报公司营收低于预期，我们下调公司盈利预测。预计 2025-2027 年公司营收分别为 3.68 亿元、4.15 亿元和 4.65 亿元，EPS 分别为 0.03 元、0.08 和 0.17 元，对应当前股价动态 PE 分别为 195 倍、72 倍和 35 倍。公司招生整体良好，经营拐点已现，合同负债、现金流等较好，且牵手智谱华章，战略布局 AI+教育，培养第二增长曲线，我们看好公司平台价值和未来成长性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**教育政策变动、招生不及预期、学费增长乏力、AI+教育项目落地缓慢、技术迭代升级等风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	320	368	415	465
增长率（%）	25.9	15.0	13.0	12.0
归属母公司股东净利润（百万元）	-37	18	50	101
增长率（%）	25.7	149.4	171.5	103.4
每股收益（元）	-0.06	0.03	0.08	0.17
PE	/	195	72	35
PB	1.6	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.96 元



分析师 苏多永

执业证书：S0100524120001

邮箱：sduoyong@glms.com.cn

相关研究

- 1.凯文教育 (002659.SZ) 公告点评：牵手智谱战略布局，AI+教育未来可期-2025/09/27
- 2.凯文教育 (002659.SZ) 2025 年中报点评：扭亏为盈迎经营拐点，升学良好助生源增长-2025/08/29
- 3.凯文教育 (002659.SZ) 公告点评：“双轨制”助力在校生增长，扭亏为盈迎经营拐点-2025/04/25
- 4.凯文教育 (002659.SZ) 深度报告：国际学校“第一股”，职业教育值得期待-2025/02/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	320	368	415	465
营业成本	232	251	261	250
营业税金及附加	14	12	14	16
销售费用	6	8	8	9
管理费用	47	51	58	65
研发费用	0	1	0	0
EBIT	19	44	75	128
财务费用	37	29	27	25
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	5	5	6
营业利润	-16	20	53	108
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	-16	20	53	108
所得税	18	1	4	8
净利润	-35	18	50	101
归属于母公司净利润	-37	18	50	101
EBITDA	118	147	182	189

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	296	285	400	508
应收账款及票据	31	2	3	5
预付款项	1	3	3	3
存货	0	0	0	0
其他流动资产	31	31	31	31
流动资产合计	359	321	436	546
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	86	86	86	86
无形资产	26	26	26	26
非流动资产合计	2,755	2,726	2,673	2,669
资产合计	3,113	3,047	3,109	3,215
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	66	55	58	55
其他流动负债	184	211	221	228
流动负债合计	250	266	279	284
长期借款	540	440	440	440
其他长期负债	157	157	157	157
非流动负债合计	697	597	597	597
负债合计	947	863	875	880
股本	598	598	598	598
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	2,166	2,184	2,234	2,335
负债和股东权益合计	3,113	3,047	3,109	3,215

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.92	15.00	13.00	12.00
EBIT 增长率	469.09	133.18	71.11	70.97
净利润增长率	25.66	149.38	171.55	103.41
盈利能力 (%)				
毛利率	27.45	31.60	37.17	46.25
净利率	-11.56	4.96	11.93	21.67
总资产收益率 ROA	-1.19	0.60	1.59	3.14
净资产收益率 ROE	-1.71	0.84	2.22	4.32
偿债能力				
流动比率	1.43	1.21	1.57	1.92
速动比率	1.32	1.09	1.45	1.81
现金比率	1.18	1.07	1.44	1.79
资产负债率 (%)	30.43	28.32	28.15	27.38
经营效率				
应收账款周转天数	20.51	16.32	2.04	2.78
存货周转天数	0.19	0.25	0.32	0.33
总资产周转率	0.10	0.12	0.13	0.15
每股指标 (元)				
每股收益	-0.06	0.03	0.08	0.17
每股净资产	3.62	3.65	3.73	3.90
每股经营现金流	0.09	0.31	0.32	0.32
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	195	72	35
PB	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	34.32	27.52	22.31	21.52
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-35	18	50	101
折旧和摊销	99	104	107	61
营运资金变动	-54	41	10	3
经营活动现金流	56	188	193	189
资本开支	-3	-39	-41	-44
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1	-53	-35	-38
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-100	-100	0	0
筹资活动现金流	-154	-146	-43	-43
现金净流量	-99	-11	115	107

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048