

更新报告



國元(香港)
GY(HK)

2014-11-07 星期五

达内科技 (TEDU. US) 评级: 推荐

业绩保持快速增长 转型综合职业教育培训公司

更新报告

目标价: \$ 17.70
现价: \$ 13.10
预计升幅: 35.1 %

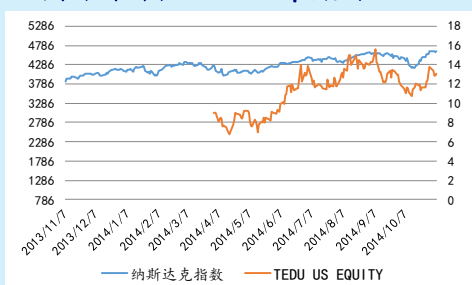
股本数据

总股本(万份 ADS): 5,066
总市值(亿美元): 6.64
52 周高/低 (HK\$): 15.85/6.54
每股净值(美元): 4.4
所属行业: 教育行业

主要股东持股

董事会及管理层 33.3%
(其中 CEO 韩少云 28.4%)

52 周行情图 (Vs Nasdaq 指数)



资料来源: Bloomberg

相关报告

首发报告 20140813

国元证券(香港)研究部

联系人: 余小丽

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9182

电邮: licr@gyzq.com.hk

投资要点:

入学人数快速增长, 运营效率持续提升:

公司在第三季度实现营收 4030 万美元, 同比增长 41.3%。净营收的增长主要由于学生注册人数的增加, 以及每名学生的平均收入的增长。第三季度学生注册总数为 17518 人, 比去年同期增长 30%, ASP 同比增长 8.7%。目前公司的学习中心总数为 105 家, 去年同期 86 家, 预计在第四季度还会新增 10 到 15 家。由于公司今年采取了较为稳健的扩张速度, 使得现有学习中心的利用率提升至 77%, 去年同期为 72%, 因此公司第三季度毛利率提升至 74%。费用的有效控制最终让公司三季度实现净利润 1050 万美元, 同比增长 73.5%, 高于收入的增长速度。我们预计学生数量增长、学费提升及运营效率优化将能使公司的业绩持续高速增长。

复制 IT 领域优势, 拓展多元化课程:

三季度末公司宣布会计培训课程正式上线, 这是公司继数字媒体和网络营销课程之后, 再次将课程向非 IT 职业教育培训拓展, 这也标志着公司从一家专门从事 IT 职业培训的教育机构转型为拥有多元化课程的综合职业培训机构。从最新情况来看, 约有 38.6% 的达内学员参加了公司的非 IT 类课程, 而一季度这个比例约为 25%, 通过我们了解, 非 IT 课程学员的就业率基本和 IT 课程一致。公司利用其原来在 IT 领域的专业化管理及营销优势让新课程得到快速发展并具备一定规模, 因此未来的收入增长将会更加可持续及稳定。我们预计未来非 IT 类课程占公司收入比重会继续提升, 明年将能达到 40% 以上总收入占比。

继续保持扩张步伐, 注重提升教学质量:

公司计划四季度在 10 个城市新开 10 到 15 家新的学习中心, 其中 7 个学习中心将会开设会计课程, 这些新的学习中心主要分布在一、二线城市。另外预计明年公司会继续新增 35 家以上学习中心, 这些新的学习中心将集中在上半年设立, 而新的学习中心一般需要半年到 1 年的时间来达到盈亏平衡, 因此在未来 2 到 3 个季度中, 公司的营运利润率可能会出现同比稍微下降的情况, 但是与 2013 年大肆扩张的情况不同, 公司将会更加注重学习中心的学习体验和教学质量, 保持总体中心利用率稳定。

未来业绩增长可见度高, 评级推荐:

我们预计公司 2014 财年 will 实现净利润 2490 万美元, 目前价格对应 2014 财年每 ADS 预测盈利为 27 倍 PE, 摊薄预测盈利 31 倍 PE。我们认为学生数量增长、学费提升及运营效率优化将会是公司未来业绩高速增长的主旋律, 因此给予对应 2015 财年 25 倍估值, 维持目标价 17.7 美元, 评级强烈推荐。

截至12月31日财政年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
总营收 (百万美元)	57	93	136	186	252
变动	120.7%	63.4%	46.9%	36.6%	35.6%
净利润 (百万美元)	10	14	25	37	51
变动	1263.31%	47.05%	77.76%	49.17%	36.63%
净利润率	16.81%	15.13%	18.32%	20.00%	20.16%
每ADS盈利 (美元)	0.88	1.29	0.49	0.72	0.99
基于股价的市盈率 (倍)	N/A	N/A	26.6	18.2	13.3

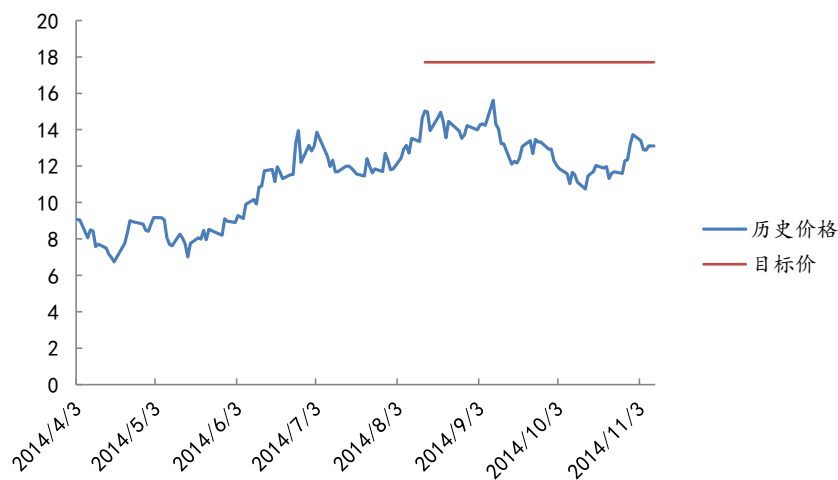
资料来源: 公司年报、国元证券(香港)预测

图表 1: 全球教育股估值

代码	公司名称	市值(亿)	PE				PB				
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	
中国企业											
XRS	US	好未来	25.03	22.00	34.90	26.00	18.40	9.67	7.80	5.88	4.40
DL	US	正保远程教育	5.08	46.73	24.70	20.96	16.19	9.82	6.10	6.06	5.85
EDU	US	新东方	34.13	23.16	14.67	14.17	11.91	4.86	3.21	2.66	2.20
XUE	US	学大教育	1.95	22.70	18.25	9.73	6.87	2.69	2.61	2.53	2.46
ATAI	US	ATA	0.96	20.05	N/A	N/A	N/A	1.35	N/A	N/A	N/A
平均				26.92	23.13	17.71	13.34	5.67	4.93	4.28	3.72
海外企业											
APOL	US	阿波罗教育	29.16	8.48	11.41	15.44	14.41	2.77	2.50	2.31	2.14
BPI	US	桥点教育	5.51	19.68	31.78	24.64	27.98	2.28	1.53	1.48	1.43
STRA	US	斯特雷耶教育	7.14	7.41	16.49	20.37	19.74	9.57	7.83	5.45	4.33
CPLA	US	卡佩拉教育	8.12	23.62	22.33	20.18	17.43	4.51	4.43	4.19	3.91
ESI	US	ITT 教育服务	2.52	4.86	4.73	5.23	6.07	6.79	6.28	5.82	5.39
LOPE	US	Grand Canyon 教育	19.01	22.71	18.29	16.38	14.54	5.82	4.14	3.29	2.70
HMHC	US	Houghton Mifflin	27.90	N/A	N/A	33.49	21.73	1.28	1.51	1.44	1.32
CPLA	US	卡佩拉教育	8.12	23.62	22.33	20.18	17.43	4.51	4.43	4.19	3.91
				15.77	18.19	19.49	17.41	4.69	4.08	3.52	3.14

资料来源: Bloomberg、国元(香港)

图表 2: 达内科技 (TEDU.US) 评级变化



资料来源: Bloomberg, 国元香港

财务报表摘要

损益表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	56.8	92.8	136.3	186.3	252.5
成本	(17.8)	(29.1)	(39.4)	(52.6)	(69.5)
毛利	39.1	63.8	96.9	133.6	183.0
销售费用	(16.9)	(30.3)	(41.4)	(55.9)	(75.7)
管理费用	(9.9)	(51.1)	(70.3)	(90.2)	(103.1)
研发费用	(1.8)	(3.8)	(5.4)	(7.5)	(10.1)
营运利润	10.4	13.5	21.9	39.6	55.4
利息收入	1.2	1.5	4.1	3.7	3.7
其他	0.2	1.3	1.8	0.0	0.0
税前盈利	11.8	16.3	27.8	43.3	59.2
所得税	(2.2)	(2.3)	(2.8)	(6.1)	(8.3)
净利润	9.6	14.0	25.0	37.2	50.9
增长					
总收入 (%)	120.7%	63.4%	46.9%	36.6%	35.6%
净利润 (%)	1263.3%	47.1%	77.8%	49.2%	36.6%

资产负债表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	16.2	26.1	202.7	244.2	301.7
应收账款	14.3	15.0	22.0	30.1	40.8
预付账款及其他	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5
递延税收资产	0.5	1.5	1.5	1.5	1.5
总流动资产	34.3	46.2	229.8	279.3	347.5
定期存款	0.8	12.2	12.2	12.2	12.2
应收账款	2.7	0.4	0.4	0.4	0.4
物业及设备	8.2	12.8	16.1	19.3	22.5
其他	1.0	2.1	2.1	2.1	2.1
总资产	46.9	73.7	260.7	313.3	384.7
应付账款	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
应付税项	1.5	3.0	4.9	8.9	14.3
递延收入	9.7	15.5	22.7	31.1	42.1
预提费用及其他	3.2	6.6	9.0	12.0	15.8
总流动负债	14.6	25.3	36.9	52.3	72.8
其他长期负债	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
总负债	14.7	25.6	37.1	52.6	73.1
股东权益	(35.0)	(63.3)	223.5	260.8	311.7
每ADS账面值(\$)	N/A	N/A	4.4	5.0	6.0
营运资金	19.7	20.8	192.9	227.0	274.7

财务分析

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	68.7%	68.7%	71.1%	71.8%	72.5%
EBITDA 率 (%)	18.4%	14.5%	16.1%	21.3%	22.0%
净利率 (%)	16.8%	15.1%	18.3%	20.0%	20.2%
ROE	-27.3%	-22.2%	11.2%	14.3%	16.3%
营运表现					
费用/收入 (%)	47.2%	87.7%	81.9%	78.4%	70.8%
实际税率 (%)	18.9%	13.9%	10.1%	14.0%	14.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款天数	108	60	59	59	59
应付账款天数	3	3	3	3	3
财务状况					
负债/权益	N/A	N/A	0.17	0.20	0.23
收入/总资产	1.21	1.26	0.52	0.59	0.66
总资产/权益	N/A	N/A	1.17	1.20	1.23

现金流量表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
净利润	9.6	14.0	25.0	37.2	50.9
调整	2.9	5.6	7.0	8.5	10.2
运营资本变化	(5.1)	10.1	4.2	7.0	9.5
营运现金流	7.4	29.7	36.1	52.8	70.6
物业及设备变动	(7.2)	(9.1)	(10.0)	(10.3)	(11.5)
其他资本开支	(0.7)	(10.4)	0.0	(1.1)	(1.7)
投资活动现金流	(7.9)	(19.5)	(10.0)	(11.4)	(13.1)
股权变化及IPO	(0.2)	(0.5)	150.4	0.0	0.0
其他融资及投资	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(0.2)	(0.6)	150.4	0.0	0.0
现金变化	(0.7)	9.6	176.6	41.4	57.5
期初持有现金	16.8	16.2	26.1	202.7	244.2
汇兑变化	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	16.2	26.1	202.7	244.2	301.7

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关联公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关联。此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而做出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，缜密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关联公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关联公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。规范性披露分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需做出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

公司地址：香港干诺道中3号中国建设银行大厦22楼

公司电邮：cs@gyzq.com.hk 公司主机：+852-37696888

公司传真：+852-37696999 服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>