

更新报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-03-17 星期二

达内科技 (TEDU.US) 评级: 强烈推荐

保持增加中心步伐 会计业务今年将使收入多元化

更新报告

目标价: \$ 14.50
现价: \$ 10.50
预计升幅: 38.1 %

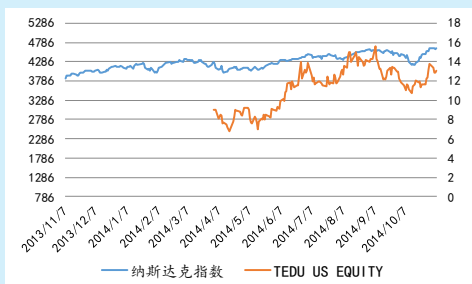
股本数据

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): 4.3
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

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:

业绩快速增长, 指引稍稍偏低:

达内科技 2014 年实现营收为 1.362 亿美元, 同比增长 46.7%。净利润为 2470 万美元, 同比增长 75.8%。学生注册总数为 59960 人, 同比增长 29.1%。截至 2014 年 12 月 31 日, 达内科技的学习中心总数为 118 家, 去年为 92 家。公司四季度业绩比市场普遍的预期要差, 主要是公司四季度新开设的会计课程、招收新员工以及奖励员工发出期权费用所致。2014 年教学中心的综合利用率表现良好为 71%, 较 2013 年提升了 5%, 预计 2015 年会继续有小幅提升达到 74%。对于 2015 年一季度管理层给的指引比较低, 收入增长将放缓, 主要因为 2015 年春节较晚, 而客户会在春节结束后报名, 因此相当于公司在一季度有一周的课程收入推迟到了下一季度, 给公司一季度的招生带来不利影响, 同时 2014 年一季度没有这种影响, 所以收入增速下降。由于公司在一季度新开了学习中心和新的课程, 同时有较大的推广投入, 因此我们预计一季度的运营利润将会是亏损, 而 GAAP 的净利润将介于盈利及亏损之间。

会计开班招生情况良好:

公司 2014 年四季度完成搭建北京会计中心, 根据近期的课程跟踪, 开班及报名人数良好, 使用中的教室几乎能够坐满。同时该中心的教职人员就已经是未来以 020 形式辐射全国的教师, 从学生反馈及出勤情况来看, 教学质量是可以保证的。公司今年预计新增 9 个会计学习中心, 加上现有的学习中心将占 2015 年预计学习中心总数的 7%。预计今年来自会计业务的收入将能达到 1 亿元人民币。

继续保持扩张步伐, 注重管理效率:

预计 2015 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, 因此在今年一季度和二季度公司的运营利润率下降是大概率事件。另外我们注意到部分城市的招生人数在 2014 年四季度出现了下降, 公司认为是当地学习中心出现了管理失序的情况, 目前公司已经撤掉相关管理人员, 开始由总部直接管理和运营, 预计这些城市的运营效率及招生将能重新恢复增长。

未来业绩增长可见度高, 评级推荐:

我们预计公司 2015 财年 will 实现收入 1.86 亿美元, 净利润 3710 万美元, 仍然会保持高速增长, 目前价格对应 2015 财年每 ADS 预测 GAAP 盈利为 14.3 倍 PE, None-GAAP 盈利 13.6 倍 PE。公司有高速增长且处于求职培训这块高速增长的行业之中, 因此给予对应 2015 财年 20 倍估值, 目标价 14.5 美元, 评级强烈推荐。

截至12月31日财政年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
总营收(百万美元)	93	136	186	228	277
变动	63.4%	46.7%	36.9%	22.3%	21.6%
净利润(百万美元)	14	25	37	50	70
变动	47.05%	75.78%	50.29%	35.61%	38.76%
净利润率	15.13%	18.13%	19.91%	22.08%	25.19%
每ADS盈利(美元)	1.29	0.60	0.73	1.03	1.42
每ADS None-GAAP 盈利(美元)		0.70	0.77	1.03	1.42
基于股价的市盈率(倍)	N/A	17.4	14.3	10.2	7.4

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)	收入(亿)			利润			PE				PB			
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
XRS US	学而思	25.57	3.12	4.29	5.68	0.62	0.82	1.09	14.47	41.46	33.60	26.23	6.67	10.32	8.12	6.41
DL US	正保远程教育	6.13	0.94	1.25	1.54	0.20	0.30	0.37	46.73	29.79	20.15	16.53	9.82	7.36	6.81	6.60
EDU US	新东方	33.10	11.36	12.51	14.31	2.32	2.05	2.45	23.33	14.28	16.43	13.61	4.84	3.12	2.78	2.35
XUE US	学大教育	1.72	3.43	3.75	4.19	0.03	0.12	0.20	22.70	57.33	14.33	8.46	2.69	N/A	N/A	N/A
平均									26.81	35.72	21.13	16.21	6.00	6.94	5.90	5.12
APOL US	阿波罗教育集团	29.02	30.64	27.32	27.80	2.65	1.53	1.86	8.49	11.36	19.60	15.62	2.77	2.49	2.38	2.23
BPI US	桥点教育	4.23	6.36	5.98	6.12	0.12	0.13	0.18	17.89	34.78	32.36	24.15	2.30	1.18	1.13	1.10
STRA US	斯特雷耶教育	6.57	4.44	4.33	4.46	0.46	0.37	0.41	7.41	13.74	17.35	15.40	9.57	7.06	5.95	5.54
CPLA US	卡佩拉教育	8.14	4.23	4.40	4.64	0.38	0.43	0.48	23.62	21.64	19.29	17.42	4.51	4.33	4.00	3.64
ESI US	ITT 教育服务	1.70	9.58	9.24	9.69	0.20	0.20	0.30	4.86	4.03	4.89	4.53	6.79	N/A	N/A	N/A
LOPE US	Grand Canyon 教育	21.20	6.86	7.73	8.52	1.10	1.26	1.41	22.71	19.39	17.13	15.51	5.82	4.74	3.50	2.87
HMHC US	Houghton Mifflin	31.35	13.85	14.11	14.50	(0.74)	(0.51)	(0.23)	N/A	N/A	N/A	N/A	1.28	1.71	1.89	1.90
CPLA US	卡佩拉教育	8.14	4.23	4.40	4.64	0.38	0.43	0.48	23.62	21.64	19.29	17.42	4.51	4.33	4.00	3.64
平均									15.51	18.08	18.56	15.72	4.69	3.69	3.27	2.99

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>

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	92.8	136.2	186.4	227.9	277.2
成本	(29.1)	(39.1)	(52.9)	(64.9)	(79.1)
毛利	63.8	97.1	133.6	163.0	198.0
销售费用	(30.3)	(42.6)	(55.9)	(61.5)	(63.8)
管理费用	(51.1)	(70.3)	(108.3)	(127.1)	(153.4)
研发费用	(3.8)	(5.4)	(7.5)	(9.1)	(11.1)
营运利润	13.5	19.2	39.4	54.8	77.5
利息收入	1.5	5.6	3.7	3.7	3.7
其他	1.3	2.4	0.0	0.0	0.0
税前盈利	16.3	27.1	43.1	58.5	81.2
所得税	(2.3)	(2.4)	(6.0)	(8.2)	(11.4)
净利润	14.0	24.7	37.1	50.3	69.8
增长					
总收入 (%)	63.4%	46.7%	36.9%	22.3%	21.6%
净利润 (%)	47.1%	75.8%	50.3%	35.6%	38.8%

资产负债表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	26.1	42.7	88.0	147.7	230.0
定期存款	0.0	106.8	106.8	106.8	106.8
应收账款	15.0	23.2	31.7	34.9	38.2
预付账款及其他	3.5	8.7	3.5	3.5	3.5
递延税收资产	1.5	2.1	1.5	1.5	1.5
总流动资产	46.2	183.5	231.6	294.5	380.0
定期存款	12.2	17.3	17.3	17.3	17.3
应收账款	0.4	1.5	1.5	1.5	1.5
物业及设备	12.8	13.4	16.8	18.6	21.0
其他	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
总资产	73.7	218.0	269.5	334.2	422.1
应付账款	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
应付税项	3.0	5.4	9.4	14.8	22.3
递延收入	15.5	20.9	28.6	35.0	42.6
预提费用及其他	6.6	8.1	10.9	13.4	16.3
总流动负债	25.3	34.7	49.3	63.7	81.8
其他长期负债	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
总负债	25.6	35.1	49.6	63.9	82.1
股东权益	(63.3)	182.9	219.9	270.2	340.1
每ADS账面值(\$)	N/A	4.5	4.3	5.3	6.7
营运资金	20.8	148.8	182.3	230.8	298.2

财务分析

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	68.7%	71.3%	71.6%	71.5%	71.4%
EBITDA 率 (%)	14.5%	14.1%	21.1%	24.0%	27.9%
净利率 (%)	15.1%	18.1%	19.9%	22.1%	25.2%
ROE	-22.2%	13.5%	16.9%	18.6%	20.5%
营运表现					
费用/收入 (%)	87.7%	82.9%	88.1%	82.8%	78.3%
实际税率 (%)	13.9%	8.9%	14.0%	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	60	65	64	58	52
应付账款天数	3	3	3	3	3
财务状况					
负债/权益	N/A	0.19	0.23	0.24	0.24
收入/总资产	1.26	0.62	0.69	0.68	0.66
总资产/权益	N/A	1.19	1.23	1.24	1.24

现金流量表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2016年 预测
净利润	14.0	24.7	37.1	50.3	69.8
调整	5.6	9.6	8.2	8.5	9.5
运营资本变化	10.1	(5.5)	10.9	10.8	14.5
营运现金流	29.7	28.7	56.2	69.7	93.8
物业及设备变动	(9.1)	(9.6)	(10.8)	(10.0)	(11.6)
其他资本开支	(10.4)	(112.0)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(19.5)	(121.6)	(10.8)	(10.0)	(11.6)
股权变化及IPO	(0.5)	109.4	0.0	0.0	0.0
其他融资及投资	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(0.6)	109.4	0.0	0.0	0.0
现金变化	9.6	16.5	45.3	59.7	82.3
期初持有现金	16.2	26.1	42.7	88.0	147.7
汇兑变化	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	26.1	42.7	88.0	147.7	230.0

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>