

更新报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-05-21 星期四

达内科技 (TEDU.US) 评级: 强烈推荐

首季疲软并不影响全年快速增长 持续看好未来表现

更新报告

目标价: \$ 14.50
现价: \$ 11.50
预计升幅: 26.1 %

股本数据

总股本(万份 ADS): 5,245
总市值(亿美元): 5.88
52 周高/低 (HK\$): 15.85/7.32
每股净值(美元): 4.5
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@gzyq.com.hk

投资要点:

收入增长速度同比下降, 招收人数数量保持快速增长:

达内科技一季度收入同比增长 15.8%, 2014 年同期为 60.7%; 净亏损为 250 万美元, 去年同期盈利约 100 万美元。亏损主要有三点原因, 首先一季度为教育行业的淡季, 其次公司一季度新开了 8 个学习中心, 新的学习中心需要时间来时间盈亏平衡, 最后由于今年春节时间较晚, 导致公司在 2 月份没有招生, 约 74% 的新生在三月份入学, 而新招的学生一般需要 4 个月课程结束后才能计入收入, 因此春节因素会继续影响公司二季度的业绩增长。但是学员报名情况从侧面反映了公司未来收入快速增长的势头, 一季度注册学生人数同比增长 38.1%, 为下半年收入快速增长奠定了客观基础。我们预计第三、四季度的总收入增长将达到 40% 以上。

开发 TMOOC 平台, 增强学生用户体验:

公司近期上线了纯在线学习平台 TMOOC, 在上线后的两个月, 已有 26000 个注册用户, 内容库中有 400 个左右课程, 近 4000 小时视频内容, 涵盖 JAVA、iOS、Android、Linux、智能硬件、网络营销等课程, 同时也分为免费和收费课程两种。由于刚上线, 平台上的内容多数以基础内容为主, 与公司现有业务形成良好互补。长远来看, 公司一直关注在职业教育与高端技能培训领域, 如果能持续在平台上提供较高质量的职业培训内容, 学员毕业或就业后继续使用公司在线教育平台的可能性很大, 公司在培养用户黏度上, 相比较其他在线教育公司有更大优势。

未来业绩增长可见度高, 评级强烈推荐:

我们预计公司 2015 财年 will 实现收入 1.84 亿美元, Gaap 下净利润 3520 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 17.3 倍 PE, None-GAAP 盈利 15 倍 PE。公司有高速增长且未来有很多可以拓展的行业课程, 维持目标价 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	184	240	306
变动	63.4%	46.7%	35.0%	30.8%	27.1%
净利润(百万美元)	14	25	35	47	60
变动	47.05%	75.78%	42.75%	32.99%	27.03%
净利润率	15.13%	18.13%	19.17%	19.49%	19.48%
每ADS盈利(美元)	1.29	0.60	0.67	0.89	1.14
每ADS None-GAAP 盈利(美元)		0.70	0.75	0.97	1.21
基于股价的市盈率(倍)	N/A	19.3	17.3	13.0	10.2

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	183.9	240.5	305.8
成本	(29.1)	(39.1)	(52.3)	(67.6)	(84.9)
毛利	63.8	97.1	131.6	172.9	220.9
销售费用	(30.3)	(42.6)	(53.9)	(70.9)	(90.8)
管理费用	(51.1)	(70.3)	(108.3)	(127.1)	(153.4)
研发费用	(3.8)	(5.4)	(7.4)	(9.6)	(12.2)
营运利润	13.5	19.2	36.7	50.2	65.0
利息收入	1.5	5.6	4.3	4.3	4.3
其他	1.3	2.4	0.0	0.0	0.0
税前盈利	16.3	27.1	41.0	54.5	69.2
所得税	(2.3)	(2.4)	(5.7)	(7.6)	(9.7)
净利润	14.0	24.7	35.2	46.9	59.5
增长					
总收入 (%)	63.4%	46.7%	35.0%	30.8%	27.1%
净利润 (%)	47.1%	75.8%	42.8%	33.0%	27.0%

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	80.0	134.8	205.3
定期存款	0.0	106.8	106.8	106.8	106.8
应收账款	15.0	23.2	31.3	36.8	42.2
预付账款及其他	3.5	8.7	8.7	8.7	8.7
递延税收资产	1.5	2.1	2.1	2.1	2.1
总流动资产	46.2	183.5	229.0	289.3	365.0
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	16.5	19.6	22.9
其他	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3
总资产	73.7	218.0	266.6	330.0	409.0
应付账款	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
应付税项	3.0	5.4	9.2	14.2	20.6
递延收入	15.5	19.3	26.0	34.0	43.3
预提费用及其他	6.6	8.4	11.3	14.6	18.3
总流动负债	25.3	33.4	46.9	63.4	82.9
其他长期负债	0.2	1.6	1.6	1.6	1.6
总负债	25.6	35.1	48.6	65.0	84.5
股东权益	(63.3)	182.9	218.1	264.9	324.5
每ADS账面值(\$)	N/A	4.5	4.2	5.1	6.2
营运资金	20.8	150.0	182.0	225.9	282.1

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%	71.9%	72.2%
EBITDA 率 (%)	14.5%	14.1%	20.0%	20.9%	21.2%
净利率 (%)	15.1%	18.1%	19.2%	19.5%	19.5%
ROE	-22.2%	13.5%	16.2%	17.7%	18.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	87.7%	82.9%	88.2%	82.3%	79.9%
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	57	51
应付账款天数	3	3	3	3	3
财务状况					
负债/权益	N/A	0.19	0.22	0.25	0.26
收入/总资产	1.26	0.62	0.69	0.73	0.75
总资产/权益	N/A	1.19	1.22	1.25	1.26

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	35.2	46.9	59.5
调整	5.6	17.0	9.0	10.7	12.4
运营资本变化	10.1	(13.3)	5.1	10.6	13.9
营运现金流	29.7	28.5	49.3	68.2	85.8
物业及设备变动	(9.1)	(7.9)	(11.9)	(13.4)	(15.4)
购买短期存款	(10.4)	(111.6)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(19.5)	(119.5)	(11.9)	(13.4)	(15.4)
股权变化及IPO	(0.5)	106.5	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)	106.5	0.0	0.0	0.0
现金变化	9.6	15.5	37.4	54.8	70.4
期初持有现金	16.2	26.1	42.7	80.0	134.8
汇兑变化	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	26.1	42.7	80.0	134.8	205.3

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>