



## 业绩展望疲软

——达内科技 (TEDU.US) 2015财年二季度财报点评

2015年08月20日

推荐/维持

达内科技

财报点评

|          |                        |                      |                     |
|----------|------------------------|----------------------|---------------------|
| 分析师: 谭可  | 执业证书编号: S1480510120013 | 010-66554011         | tanke @dxzq.net.cn  |
| 王昕       | 执业证书编号: S1480511090001 | 010-66554015         | wangxin@dxzq.net.cn |
| 联系人: 代云彬 | 010-66554130           | daiyb@dxzq.net.cn    | 微信订阅号“东兴海外研究”       |
| 汤杰       | 010-66555481           | tang-jie@dxzq.net.cn |                     |

### 二季度财报不及预期

达内科技 (TEDU.US) 于 8 月 19 日开盘前公布了公司 2015 财年第二季度的财报。根据财报显示, 公司二季度净收入 \$41.3Mn, 同比增长 29%, 符合华尔街一致性预期。但是从每股收益考虑, 二季度 NON-GAAP EPS 为 \$0.07, 低于华尔街和我们预期的 \$0.11。第三季度的展望为 US\$52.5mn~US\$53.5mn(同比增长 30.4%~32.8%), 比一致性预期的 33% 稍低 (如果不考虑人民币贬值因素的 5% 的因素)。公司同时下调了全年的业绩展望, 从 US\$180Mn~US\$186Mn(同比增长 32%~37%) 下调到了 US\$172Mn~US\$178Mn(同比增长 26%~30%), 主要原因是基于对人民币贬值的预期。

学生入学率同比增长 30%, 到达 2 万 2 千人次。学习中心增加到了 128 个。

总体来看, 达内的二季度表现一般。

虽然市场对二季度的入学延迟现象已经有所预期, 但买方普遍预期三季度在毕业季和用工潮下会有强劲的反弹, 加上之前 CFO 对外界沟通时较为激进, 导致了买方对第三季度的展望期望过高。这种心理落差也导致了开盘后大量的投降式抛售——信心比黄金贵, 这已经是达内在预期管理方面第三次令投资者大失所望。

尽管我们认为公司的基本面还是很扎实, 预期业绩下调的理由也合情合理, 但基于公司管理层对于预期管理上的乏力, 我们认为公司短期股价会继续承压, 加之中概股大环境恶化, 我们判断公司的股价将继续低迷到 2015 年的下半年。

我们维持对达内科技的“推荐”评级, 但从 16 美元的目标价下调至 12 美元, 对应 2015PE 为 20 倍, 以反映下半年增加的费用率和人民币贬值影响。

### 二季报细节

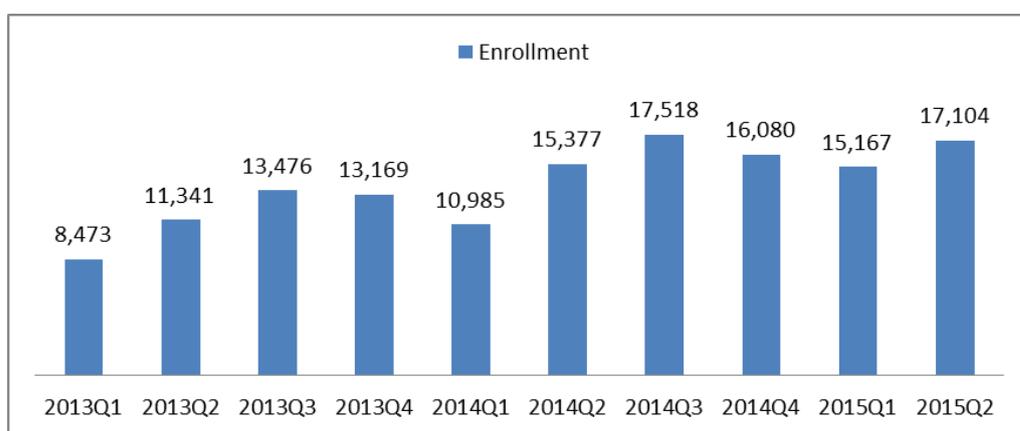
公司二季度净收入 \$41.3Mn, 同比增长 29%, 符合华尔街一致性预期。收入增长主要来自于入学人数的增长, 同比为 30.7%。

二季度入学总人数达到 2 万 2 千人, 其中, IT 类课程同比增长了 26%, 而非 IT 课程增长了 73%。网上营销, 数字艺术和会计课程贡献了 44% 的入学生源。目前会计已经成为了 JAVA, 网上营销, 数字艺术后第四大课程。

从新课程的角度，目前 JAVA, IOS, Android, 会计和网上营销都取得了 1000 人次以上的入学率。为了更好的满足学生对新课程的需求，达内在这个季度扩张了自己的学习中心。目前二季度达内新开了 7 个学习中心，容量扩充了 24%，整体的学习中心的利用率从去年的 70% 提升至 74% 并且有望在三四季度继续提升。

渠道方面，社招和校招分别贡献了 81% 和 19% 的入学率，相比于去年同期 89% 和 11% 的入学率，来自校招渠道的贡献显著增加。校招渠道的入学上升有助于缓解达内的营销费用，提升未来的品牌和口碑。

图 1: 达内科技过去几个季度的入学人数



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

## ➤ 校企共建与 TMOOC

从 2015 年上半年开始，达内和 22 所大学 32 个专业制定了校企共建项目。一方面受益于相关政策的影响，另一方面这些项目也有利于达内拓展自己在大学生源方面的优势，形成正向循环，降低营销费用。

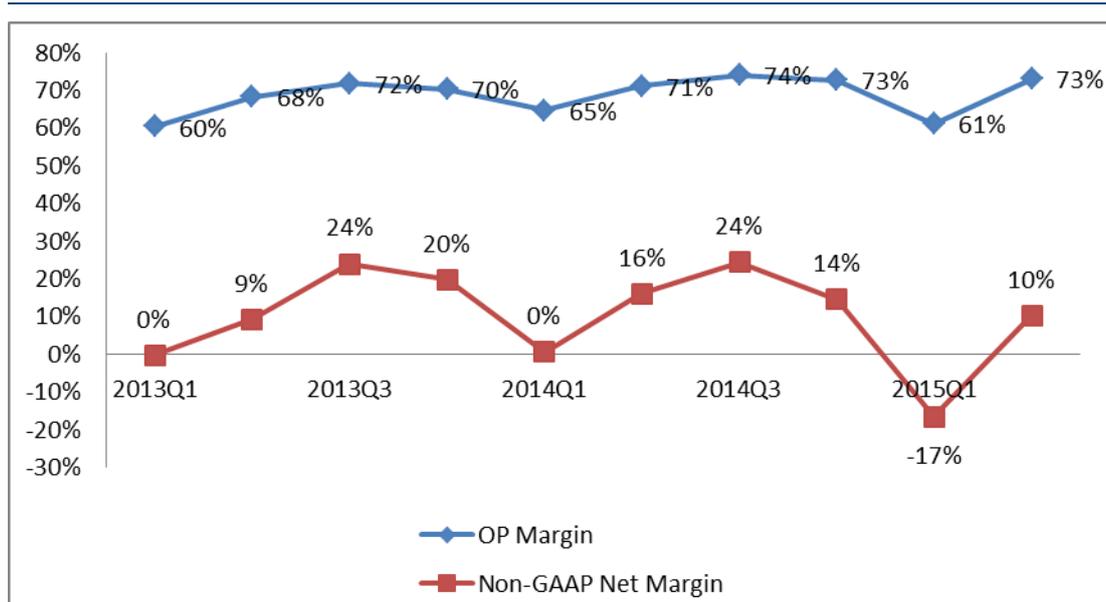
除了校企共建以外，新开设的 TMOOC 服务也有助于提升公司未来的循环能力。目前 TMOOC 的注册人数从去年同期的 26000，增长到了现在的 72000。视频内容扩充到了 7000 小时，涉及科目接近 750 个。TMOOC 现在已有 2000 多名 VIP 用户在使用。预计 2015 年全年 TMOOC 将会取得三位数的增长，长期来看管理层期望 TMOOC 能够取得超过 5% 的收入占比。

## ➤ 利润率

由于过去的三个季度，达内分别新开了 11、8 和 7 个学习中心，容量提升了近 24%，因此这几个季度的扩张投入费用影响了近期的利润率。这个季度的运营利率为 5.7%，跟去年同期的 15.9% 相比下降了很多。管理层透露这是由于对新课程会计的教师投入，销售

投入和场地投入导致的，预计 2015 下半年会 SG&A 的费用将逐渐得到控制。我们预计今年的利润率会和去年同期相比持平或者略微下滑。

图 2: 达内科技的利润率水平



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

## ➤ 估值与评级

尽管我们认为公司的基本面还是很扎实，预期业绩下调的理由也合情合理，但基于公司管理层对于预期管理上的乏力，我们认为公司短期股价会继续承压，加之中概股大环境恶化，我们判断公司的股价将继续低迷到 2015 年的下半年。

我们维持对达内科技的“推荐”评级，但从 16 美元的目标价下调至 12 美元，对应 2015PE 为 20 倍，以反映下半年增加的费用率和人民币贬值影响。

## 分析师简介

### 谭可

海外研究组组长，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

### 王昕

经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，2009-2014 年从事农林牧渔行业研究，目前从事海外研究。曾获 2012 年度、2013 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选—最佳选股分析师（农林牧渔行业）第二名。

### 代云彬

硕士，2014 年加入东兴证券研究所，曾在港就职于国际组织，在京就职于海问律师事务所从事资本市场业务，目前在东兴证券研究所从事海外研究工作。

### 汤杰

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

## 东兴海外研究团队

研究覆盖港股、美股等主要海外市场，关注领域涉及大消费、TMT、新能源、医药等多个板块，专注于民营资本背景、模式领先、并放眼全球的中国价值企业挖掘。团队主要成员具有海外与内地双重投研经历，对境内外市场运作环境、投资价值体系有较深刻认识。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。