



## 达内科技 (TEDU.US) 评级: 推荐

### 更新报告

目标价: \$ 9.90  
现价: \$ 8.41  
预计升幅: 17.7%

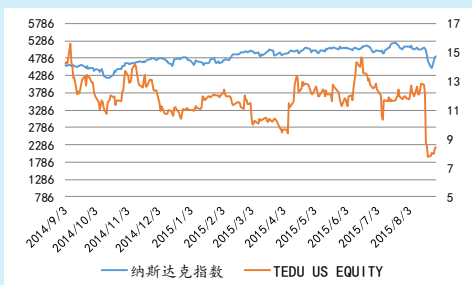
### 股本数据

总股本(万份 ADS): 5,066  
总市值(亿美元): 4.26  
52 周高/低 (HK\$): 15.85/6.65  
每股净值(美元): 4.0  
所属行业: 教育行业

### 主要股东持股

KKR&Co 40.8%  
韩少云 29.4%  
Goldman Sachs 19.5%  
IDG 12.0%

### 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

## 费用大幅提升稍微出人意料 非 IT 类课程持续快速增长

### 投资要点:

#### 费用大幅提升导致业绩低于预期, 招收人数数量保持快速增长:

根据财报显示, 达内科技第二季度净营收达到 4130 万美元, 同比增长 29.4%; 净利润达到 290 万美元, 同比下滑 49%, 学生人数同比增长 30.7%, 达到 17104 人。总体而言, 收入和学生人数增长符合预期, 但净利润低于预期, 费用率的提高略微出人意料, 公司给出的解释有两点, 首先是更改广告费用管理制度引起的过渡, 公司此前广告投放采用分散账户进行投放, 各地学习中心分别与百度代理商合作。而达内在二季度采取通过百度 Key Account 来进行推广, 直接在公司层面谈合作。但前期 KA 合作的关键词质量在初期没有以前走代理质量高, 因此公司旗下学习中心维持了广告投放, 造成了重复投放。其次, 公司连续三个季度开新课程和学习中心, 推广费用也一直居高不下。短期来看, 我们认为百度广告投放方式改变所引起的费用增长会持续 1 至 2 个季度, 另外公司今年目标新增学习中心 25 个左右, 上半年新增 10 个, 短期市场推广费用应该持续维持在较高水平。

#### 非 IT 类课程收入占比提升, 收入来源多元化:

公司来自非 IT 类课程的收入保持着较高增速, 截至二季度非 IT 类课程收入占比已经达到 44%, 预计年底的数据会超过 50%。特别是会计课程, 目前发展势头非常不错, 从招生情况来看未来的市场空间很大, 但公司注重口碑, 同时保证教学质量, 采取了较为稳健的扩张速度, 我们认为会计课程会成为公司未来收入的重要组成部分。

#### TMOOC 平台增长快速, 口碑传播需时日:

公司 TMOOC 平台自完成搭建后, 一直保持较高的增速, 预计全年招生人数能够超过 8 万人, 作为公司的线上教育平台, 其核心竞争力在于前期推广主要集中在公司内部学生, 因此容易以较低的成本来形成口碑; 另外在教学内容专业度、远程技术、师资水平上公司有深厚的积累。目前公司更多关注在用户数量增长方面, TMOOC 平台收入目前占公司整体收入 6% 左右, 预计公司内部学生使用率目前接近 80%, 未来主要看公司向外扩张和口碑传递。

#### 公司运营情况稳定, 评级推荐:

我们调低公司 2015 财年预期收入至 1.74 亿美元, 主要反映人民币贬值后美元计价的降低; 考虑公司费用率的大幅增加, GAAP 下净利润下调至 2598 万美元, 报名学生数量约 76000 人, 同比增长 26%。目前价格对应 2015 财年每 ADS 预测 GAAP 盈利为 17 倍 PE, None-GAAP 盈利 15 倍 PE。目标价下调至 9.9 美元, 对应 2015 年 PE20 倍, 公司目前运营稳定, 此次费用大幅提升后, 管理层表示会控制费用, 努力维持接下来几个季度费用率同比不会出现大幅变化, 评级推荐。

截至12月31日财政年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
总营收(百万美元)	93	136	175	221	281
变动	63.4%	46.7%	28.3%	26.3%	27.5%
净利润(百万美元)	14	25	26	32	42
变动	47.05%	75.78%	5.22%	24.07%	29.93%
净利润率	15.13%	18.13%	14.86%	14.61%	14.88%
每ADS盈利(美元)	1.29	0.60	0.50	0.61	0.80
每ADS None-GAAP 盈利(美元)	0.70	0.57	0.57	0.69	0.87
基于股价的市盈率(倍)	N/A	14.0	17.0	13.7	10.5

图表 1: 全球教育股估值

代码	公司名称	市值(亿)	EPS				PE				PB			
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	
HLG US	海亮教育	2.29	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
DL US	正保远程教育	3.88	5.19	4.81	6.22	8.02	24.46	17.34	13.39	10.39	4.74	4.54	4.39	
EDU US	新东方	32.73	9.46	10.16	11.36	13.76	16.87	15.83	14.15	11.68	2.64	2.75	2.26	
XRS US	好未来	25.03	6.51	7.68	9.01	12.35	34.26	31.60	26.95	19.65	7.17	7.88	6.51	
ATAI US	ATA 股份	0.56	1.24	N/A	N/A	N/A	27.01	N/A	N/A	N/A	1.61	N/A	N/A	
平均							25.65	21.59	18.16	13.91	4.04	5.05	4.39	
APOL US	阿波罗教育	12.35	14.57	8.15	6.18	6.03	14.37	10.90	14.39	14.74	3.15	1.00	0.96	
BPI US	桥点教育	3.74	1.63	1.52	1.67	1.01	28.30	41.73	38.05	62.92	1.40	1.00	0.97	
STRA US	斯特雷耶教育	5.83	34.02	28.39	31.52	N/A	18.09	14.43	13.00	N/A	8.73	4.47	3.72	
CPLA US	卡佩拉教育	5.94	23.95	25.78	27.81	N/A	24.07	14.79	13.71	N/A	4.83	2.97	2.70	
ESI US	ITT 教育服务	0.90	9.69	5.58	3.26	N/A	4.37	5.32	9.12	N/A	1.52	N/A	N/A	
LOPE US	Grand Canyon 教育	17.67	18.99	21.03	22.92	27.13	19.15	13.81	12.68	10.71	4.58	2.87	2.35	
HMHC US	Houghton Mifflin	30.80	(6.12)	(5.09)	(1.84)	1.68	N/A	N/A	N/A	104.61	1.67	2.36	2.61	
平均							18.06	16.83	16.82	48.25	3.70	2.45	2.22	

资料来源: Bloomberg、国元(香港)

## 财务报表摘要

**损益表**

&lt;百万美元元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	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	174.8	220.7	281.5
成本	(29.1)	(39.1)	(52.3)	(67.6)	(84.9)
毛利	63.8	97.1	122.5	153.1	196.6
销售费用	(30.3)	(42.6)	(56.5)	(69.5)	(88.1)
管理费用	(51.1)	(70.3)	(108.3)	(127.1)	(153.4)
研发费用	(3.8)	(5.4)	(7.9)	(8.8)	(11.3)
<b>营运利润</b>	<b>13.5</b>	<b>19.2</b>	<b>24.4</b>	<b>31.7</b>	<b>42.9</b>
利息收入	1.5	5.6	4.3	4.3	4.3
其他	1.3	2.4	1.5	1.5	1.5
税前盈利	16.3	27.1	30.2	37.5	48.7
所得税	(2.3)	(2.4)	(4.2)	(5.2)	(6.8)
净利润	14.0	24.7	26.0	32.2	41.9
Non-GAAP净利润	14.8	28.8	31.0	37.2	46.9
<b>增长</b>					
总收入 (%)	63.4%	46.7%	28.3%	26.3%	27.5%
净利润 (%)	47.1%	75.8%	5.2%	24.1%	29.9%

**资产负债表**

&lt;百万美元元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	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	70.0	108.6	159.1
定期存款	0.0	106.8	106.8	106.8	106.8
应收账款	15.0	23.2	29.8	33.8	38.8
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
<b>总流动资产</b>	<b>46.2</b>	<b>183.5</b>	<b>217.4</b>	<b>260.0</b>	<b>315.5</b>
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
<b>总资产</b>	<b>73.7</b>	<b>218.0</b>	<b>255.1</b>	<b>300.7</b>	<b>359.5</b>
应付账款	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
应付税项	3.0	5.4	8.2	11.6	16.1
递延收入	15.5	19.3	24.7	31.2	39.8
预提费用及其他	6.6	8.4	11.3	14.6	18.3
<b>总流动负债</b>	<b>25.3</b>	<b>33.4</b>	<b>44.6</b>	<b>58.0</b>	<b>75.0</b>
其他长期负债	0.2	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>总负债</b>	<b>25.6</b>	<b>35.1</b>	<b>46.3</b>	<b>59.7</b>	<b>76.6</b>
<b>股东权益</b>	<b>(63.3)</b>	<b>182.9</b>	<b>208.8</b>	<b>241.0</b>	<b>282.9</b>
每ADS账面值(\$)	N/A	4.5	4.0	4.6	5.4
营运资金	20.8	150.0	172.8	202.0	240.5

**财务分析**

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2016年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	68.7%	71.3%	70.1%	69.4%	69.8%
EBITDA 率 (%)	14.5%	14.1%	14.0%	14.4%	15.2%
净利率 (%)	15.1%	18.1%	14.9%	14.6%	14.9%
ROE	-22.2%	13.5%	12.4%	13.4%	14.8%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	87.7%	82.9%	94.2%	89.1%	85.8%
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
<b>财务状况</b>					
负债/权益	N/A	0.19	0.22	0.25	0.27
收入/总资产	1.26	0.62	0.69	0.73	0.78
总资产/权益	N/A	1.19	1.22	1.25	1.27

**现金流量表**

&lt;百万美元元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2013年 历史	2014年 历史	2015年 预测	2016年 预测	2016年 预测
<b>净利润</b>	<b>14.0</b>	<b>24.7</b>	<b>26.0</b>	<b>32.2</b>	<b>41.9</b>
调整	5.6	17.0	9.0	10.7	12.4
运营资本变化	10.1	(13.3)	4.3	9.0	11.6
<b>营运现金流</b>	<b>29.7</b>	<b>28.5</b>	<b>39.3</b>	<b>51.9</b>	<b>66.0</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(19.5)</b>	<b>(119.5)</b>	<b>(11.9)</b>	<b>(13.4)</b>	<b>(15.4)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>(0.6)</b>	<b>106.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>现金变化</b>	<b>9.6</b>	<b>15.5</b>	<b>27.4</b>	<b>38.5</b>	<b>50.6</b>
期初持有现金	16.2	26.1	42.7	70.0	108.6
汇兑变化	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	26.1	42.7	70.0	108.6	159.1

## 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>