

DL.US 正保远程教育

未评级

派发特别股息，增加回购金额

2015 年 11 月 13 日

市场数据

报告日期	2015.11.13
收盘价(美元)	15.08
总股本(亿 ADS)	0.356
总市值(亿美元)	5.37
净资产(亿美元)	.91
总资产(亿美元)	1.74
每 ADS 净资产(元)	2.55

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度(百万美元)	2012	2013	2014	2015
营业收入	52.1	71.36	97.2	108.2
同比增长	25.40%	37.00%	36.21%	11.3%
归属母公司净利润	8.21	13.56	23.41	24.57
同比增长	315.90%	65.20%	72.64%	4.95%
毛利率	55.70%	58.10%	59.05%	59.0%
净利率	15.80%	19.00%	24.08%	22.7%
每 ADS 收益(美元)	0.25	0.4	0.67	0.68
净资产回报率	12.7%	21.0%	23.8%	27.1%

相关报告

分析师:

张衡

hengzhang@xyzq.com.cn

S0190515010005

研究助理:

杨耀波

yangyaobo@xyzq.com.cn

SFC: BEJ406

投资要点

- **我们的观点:** 我们认为会计收入的下降是短期因素的影响, 预计 2016 年会恢复增长, 而未来建设课程收入可能会有所放缓, 但医学课程预计会持续保持较高增速, 另外教师认证课程有望成为新的高增长点。另外, 公司宣布增加回购计划的金额 1000 万美元至 2000 万美元, 在 Q3 中公司总回购金额已达 680 万美元, 表示出管理层对于未来公司发展的信心。
- **Q4 及全年业绩符合公司指引:** 2015Q4 净营收 3003 万美元, 同比增长 0.8%; 毛利率为 66.4%, 去年同期为 68.2%; 净利润 1350 万美元, 同比增长 0.7%; 总报名课程数 9.01 万, 同比增长 2.4%; 在线课程现金收入 1700 万美元, 同比增长 1.2%。全年净营收 1.08 亿美元, 同比增长 11.3%, 毛利率为 59%, 与去年相等; 净利润 2460 万美元, 同比增长 5%; 总报名课程数 303 万, 同比增长 2.9%; 在线课程现金收入 9440 万美元, 同比增长 11.4%。的收入增速放缓主要由于建筑工程和会计课程收入的下降, 但是医学课程 35.4% 的高速增长抵消了会计收入的下滑。公司宣布特别股息 0.9 美元/ADS。
- **医学课程保持高速增长, 抵消会计短期负面影响:** 医学课程 Q4 及全年课程报名人数增长分别为 35.4% 和 38.5%, 而会计课程由于初级会计师 (APQE) 考试时间的推迟了和注册会计师 (CTA) 的职业资格证书被取消, 短期内对业绩有所影响 (在 2014 年 CTA 的收入占比是 5%)。我们认为会计课程的收入影响更多的是季节性因素, CTA 考试报名目前已经重新开放, 由政府认证的从业资格证变成了行业协会负责, 与美国和欧美国家类似。我们预计证书的认可度不会减少, 未来这方面的收入会恢复到之前的水平。
- **派发股息及继续回购, 回报股东:** 公司宣布派发特别股息 0.9 美元/ADS, 同时宣布增加 1000 万的回购计划总金额至 2000 美元。在本季度中, 公司做了大量的回购, 目前总回购金额达 680 万美元。
- **未来展望:** 公司预计 2016Q1 净营收 2150-2260 万美元, 同比增长 0%-5%; 2016 全年净营收 1.24-1.30 亿美元, 同比增长 15%-20%。



图表 1： 蓝港互动 2015 年 Q3 业绩主要财务指标变动情况

	2014	2015	同比	点评
在线教育服务收入	80,545	88,657	10.1%	课程种类增加以及整体课程报名人数上升
书籍和参考材料收入	6,392	6,873	7.5%	
其他业务收入	10,259	12,647	23.3%	面对面会计培训课程和创业课程收入增加
营业收入	97,196	108,177	11.3%	
服务成本	-35,187	-41,043	16.6%	教师工资及相应的租金有所上升
出售货品成本	-4,616	-3,300	-28.5%	
营业成本	-39,803	-44,343	11.4%	
毛利	57,393	63,834	11.2%	
销售费用	-21,445	-24,186	12.8%	与收入增长相符
管理费用	-11,645	-13,211	13.4%	与收入增长相符
营业支出	-33,090	-37,397	13.0%	
其他收入-经营	253	224	-11.5%	
营业利润	24,556	26,661	8.6%	
利息支出	-291	-464	59.5%	
利息收入	2,964	3,513	18.5%	
汇兑净收益	232	737	217.7%	
除税前溢利	27,461	30,447	10.9%	
所得税	-4,052	-5,874	45.0%	
净利润	23,409	24,573	5.0%	

资源来源：公司资料，兴业证券研究所

业绩会议主要问题：

1. 注册税务师考试方便的收入在未来会是个什么趋势？

注册税务师这块业务对于公司来讲是十分重要的，在 2014 年的收入占比是 5%，而且目前注册税务师的考试已经重新开放，2016 年 2 月有一次考试，另外 11 月有一次，以后每年都是 11 月考。也就是说公司在 2016 财年在这个板块会有多次创收的机会，2 倍的收入做不到，但是 1.5 倍的收入应该是可以期待的。另外就是，公司在注册税务师考试课程的市场占有率非常高，在 50%以上，预计未来会继续享受高渗透率和高市场份额的优势。

2. 2016Q1 和全年的指引增长主要来自于哪些地方？

2016Q1 的 0%-5%增长一方面是由于本季度现金收入 1.2%的较低增长，也就预示着下个季度的收入增速不会太高，另外的一个原因是季节性因素，因为去年的初

级 APQE 考试是放在 9 月份，导致了去年 Q1 的基数较大。

全年来看，公司是比较乐观的。首先之前提到的 CTA 会贡献不错的收入增长，同时预计在其他方面，例如医学课程、教师培训课程、校企合作、线上平台等方面都会有较高的增长。

3. 公司有没有考虑过私有化？

非常明确的说，公司目前没有私有化的意向以及计划。

4. 课程的价格会做调整吗？

正保在最近都有根据市场的环境，对价格做了相应的调整。整体来看每隔一年会有大概 15-20% 的升价，但是更多的是根据市场和课程的情况做出调整。

5. 校企合作的投入预算有多少

关于校企合作，目前公司的重心是放在扩大所覆盖学校的数量，为学校建设相应的学习平台和对应的产品。2016 年对公司的收入可能会有少量贡献，更明显的收入增长预计会在 1-2 年之后才会有所体现。投入方面，会包括网络建设、学校教师的培训、相关的推广等，具体投入资金会有有效的控制。

6. Q4 的销售费用有较大的减少，未来的趋势是怎样？

公司有较好的财务模型，在收入增速下滑的时候，公司有能力和降低费用，而这也就是来自于销售费用。另外就是，今年的绩效奖金较去年有所下降。未来的销售费用应该会与整体收入增长相符。

7. 中国经济环境的变化，对公司有什么影响？

其实教育行业对于经济环境的变化所受到的负面影响不大，在经济下行的时候，就业竞争会更加剧烈，所以对于各类证书的获取会更有动力，来增加自身的竞争优势。一般来见个，就算在经济增长下行的时候，人们仍然会对生活有追求，不停的寻找着更好的机会，所以对于考取更高的职业证书的动力并不会因为经济影响而减弱。经济增长放缓或许对于公司是有利的。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元戔	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证(香港)证券经纪有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证(香港)证券经纪有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司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。本公司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。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。