

TEDU.US 达内科技

买入评级

维持

目标价:

15.8

新增儿童编程课程，进一步提升中心使用率

2015年11月25日

市场数据

报告日期	2015.11.25
收盘价(美元)	10.79
总股本(亿股)	0.55
总市值(亿美元)	5.97
净资产(亿美元)	1.92
总资产(亿美元)	2.45
每股净资产(美元)	4.44

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(千美元)	136,204	183,058	240,197	302,162
同比增长	46.72%	34.40%	31.21%	25.80%
净利润(千美元)	24,115	26,121	40,442	54,593
同比增长	75.7%	8.32%	54.82%	34.99%
毛利率	71.31%	70.50%	70.90%	71.60%
净利润率	17.70%	14.27%	16.84%	18.07%
基本 EPS(美元)	0.486	0.514	0.796	1.074
摊薄 EPS(美元)	0.430	0.478	0.740	0.999
市盈率	22.21	21.00	13.62	10.73

相关报告

达内科技深度报告 20150310
达内科技跟踪报告 20150820

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:** 公司成熟的 O2O 教学模式已经被市场认可, 具品牌、规模化效应以及技术方面的行业壁垒。我们继续看好公司综合型培训机构的转型发展策略, 非 IT 类课程和 TMOOC 平台发展良好, 特别是本季度新增的儿童课程, 未来的增长动力十足, 我们维持买入评级, 上调 12 个月内目标价至 15.8 美元, 对应 2016 年 20 倍 PE。
- **Q3 业绩释放, 全面体现注册学员的增长:** 由于季节性和收入确认方式的原因, Q3 都是业绩最好的季度, 全面反映出前两个季度注册学生数上升所带来的收入增长。财报显示, 2015Q2 收入 5970 万美元, 同比增长 48.2%, 环比增长 44.4%; 净利润 1476.8 万美元, 同比增长 32.4%, 环比增长 11.1 倍; 毛利率为 75.3%, 去年同期为 74%, 上季度为 69.1%。本季度注册学生人数为 24077, 同比增长 37.4%, 注册课程数 23912, 同比增长 43.1%, 总座位数 41557, 同比增长 31%。而学习中心总数在本季度并没有增加, 北京、天津、杭州和南京各开了一家, 但是上海、青阳、天津和南昌各合并了一家, 另外部分学习中心也做了扩张, 所以总座位数环比增加了 2687。
- **新增儿童版的编程及美术课程:** 11 月份, 达内科技在北京推出了儿童编程课程【童程】以及儿童电脑美术课程【童美】。两个新课程都是以中小小学生为教学对象, 每星期上课 1 次, 每次 1 小时, 每小时收费 128 元。课程根据儿童的兴趣进行了特别的设计, 加入了游戏及其他趣味元素, 而课程从基础到进阶分为了 4 个等级, 提供了一个较为丰富的学习内容。目前, 儿童课程只在北京地区开展, 更多的是利用学习中心闲置的时间段进行, 例如平日的晚上和周末。公司预计 Q4 儿童班大概在 5-10 个左右, 未来会根据需求逐渐拓展至其他城市。我们认为此次推出的儿童课程是很好的产品, 有效的结合了公司自身的优势与市场的需求。目前, 国内儿童编程市场仍然是空白的, 而且有一定的潜在空间, 达内作为第一个参与者收益会是大概率的事情。另外, 儿童课程的推出也是有利于进一步提升利润率。首先, 儿童课程的线下推广费用比原有课程线上的推广费用便宜, 而且上课时间均为学习中心的空闲时间段, 有效的提升了整体的使用率。我们预计北京第一批开设的儿童课程就可以获利, 未来有望拓展至其他城市, 成为公司新的增长点。



- **推广费用增长得到控制，每学生获取推广费下降：**在 Q3 每注册学生推广费用为 243 元，同比下降 8.3%，环比下降 28%。推广费用占 Q3 总收入的 9.8%，而去年同期为 11.5%。之前与百度签订的合作折扣也在 Q3 中体现出来。
- **TM00C 注册及付费用户继续高速增长：**第三季度末，TM00C 平台注册用户从 Q2 的 7.2 万人上升至 14 万人左右，其中付费的 VIP 用户达到 9300 人，平台上录制的视频小时数达到 1 万小时。我们认为 TM00C 平台的落实继续向好的方向发展，很好的补充了原有课程无法触及的纯线上市场；目前对应的推广费用也在控制范围之内，预计平台仍需要时间积累用户之后才能更好的体现其货币化的收入增长。
- **应收账款计提是历史遗留问题：**第三季度计提的坏账费用未 390 万美元，主要反应了对应收账款的分析和会计处理。管理层明确的表示了计提的应收账款主要是 2013 年之前公司的【先就业后付款】计划。在 2012 年最高有 35% 的学生参与了这个计划，但是 2013 年之后开始减少，到 2015 年 Q1 的时候已经在 15% 以下。目前公司有 6 家合作的金融机构，分别为两家商业银行，中国银行和北京银行，以及 4 家 P2P 公司，宜信、人人贷、阿里小贷和百度贷款。我们认为坏账的计提很大部分已经在 2014 年进行了，预计今年会继续受到一定的负面影响，但全年的计提费用会少于 2014 年，2016 年会进一步减少。同时，我们公司在 2013 年开始引入第三方财务机构合作之后，应收账款的构成有了很大的改善，根据目前【先就业后付款】学生人数的占比下降，我们认为应收账款计提仅仅是历史的问题，对未来业绩影响不大。
- **风险提示：**新学习中心的建设和使用率不及预期；在线教育竞争加剧

图表 1：达内科技盈利预测

	更新后盈利预测		
	2015E	2016E	2017E
利润表			
收益	183,058	240,197	302,162
销售成本	-54,002	-69,897	-85,814
毛利	129,056	170,300	216,348
其他收入及汇率亏损	-1,014	2,354	3,052
销售开支	-60,958	-76,623	-95,181
行政开支	-38,900	-48,760	-60,130
研发成本	-7,487	-9,728	-11,935
经营支出	-108,359	-132,757	-164,195
利息收入	8,327	10,035	12,074
税前盈利	29,024	47,578	64,228
所得税	-2,902	-7,137	-9,634
盈利	26,121	40,442	54,593
EPS 美元 - 基本	0.514	0.796	1.074
EPS 美元 - 摊薄	0.478	0.740	0.999

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

附录：

利润表	2014	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
收益	136,204	179,244	233,043	291,297	EBITDA	22,573	24,049	42,687	54,884
销售成本	-39,080	-53,773	-67,582	-84,476	非现金调整	-1,601	-	-	-
毛利	97,124	125,471	165,460	206,821	营运资金变动	-	-1,241	-7,235	-7,834
其他收入	0	-1,014	2,330	2,913	已付所得税	-	-	-	-
销售开支	-42,562	-58,971	-74,574	-91,759	其他经营活动现金流	-	-6,865	-5,031	-8,072
行政开支	-29,948	-37,641	-46,609	-58,259	总经营活动现金流	-	-	-	-
研发成本	-5,446	-7,170	-9,322	-11,652	购买固定资产	20,972	15,944	30,420	38,978
经营支出	-77,956	-104,797	-128,174	-158,757	购买无形资产	-	-7,000	-6,000	-7,000
利息收入	4,360	8,340	10,067	12,029		-	-	-	-
税前盈利	27,096	29,014	47,354	60,093	利息收入	-	8,340	10,067	12,029
所得税	-2,405	-2,901	-7,103	-9,014	总投资活动现金流	-5,051	1,340	4,067	5,029
优先股公允价值亏损	-576	0	0	0	股票发行	112,586	-	-	-
盈利	24,115	26,113	40,251	51,079	少数股东获派分红	-	-	-	-
EPS 美元 - 基本	0.510	0.514	0.792	1.005	已付分红	-	8,340	10,067	12,029
EPS 美元 - 摊薄	0.430	0.478	0.736	0.934	其他投资活动现金流	-	-	-	-
资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	总财务活动现金流	112,586	8,340	10,067	12,029
物业、厂房及设备	13,374	16,999	17,599	17,779	现金变动	128,507	25,623	44,554	56,036
定期存款	17,313	12,162	12,162	12,162	年初现金	38,301	166,808	184,091	218,578
应收账款	1,488	416	416	416	汇率变化影响	-	-	-	-
其他非流动资产	2,314	2,106	2,106	2,106	年末现金	166,808	192,431	228,645	274,614
总非流动资产	34,489	31,683	32,283	32,463	财务比率	2013	2014F	2015F	2016F
其他流动资产	8,730	8,730	8,730	8,730	利润率				
应收账款	23,184	24,554	31,924	39,904	毛利率	71.31%	70.0%	71.0%	71.0%
递延所得税	2,056	2,056	2,056	2,056	EBITDA 利润率	16.57%	13.4%	18.3%	18.8%
现金及存款	149,495	184,091	218,578	262,585	EBIT 利润率	14.07%	11.5%	16.0%	16.5%
总流动资产	183,464	219,431	261,288	313,275	净利率	18.13%	14.6%	17.3%	17.5%
总资产	217,954	251,114	293,571	345,738	营运资金				
应付账款	-319	0	0	0	应收周转天	51.16	48.36	43.52	45.00
递延收入	-20,915	-28,679	-37,287	-46,608	应付周转天	0.86	0.85	0.97	1.05
应付所得税	-5,394	-1,431	-3,503	-4,445	回报率				
其他流动负债	-8,054	-8,054	-8,054	-8,054	资产回报率 (ROA)	13.15%	7.9%	11.6%	12.8%
总流动负债	-34,682	-38,612	-49,426	-59,835	净资产回报率 (ROE)	13.50%	13.3%	17.6%	18.6%
其他非流动负债	-385	-385	-385	-385	流动性				
总非流动负债	-385	0	0	0	流动比率	5.29	5.63	5.19	5.36
总负债	-35,066	-38,612	-49,426	-59,835	速动比率	5.04	5.40	5.02	5.22
净资产	182,887	212,502	244,145	285,903	估值				
已发行股本	51	51	51	51	市盈率	22.2	21.0	13.6	10.7
储备	182,836	208,949	249,200	300,279	企业值/息税折旧摊销				
总权益及少数股东权益	182,887	209,000	249,251	300,330	前利润	16.0	15.0	8.5	6.6
					增长率				
					营业额	46.72%	31.6%	30.0%	25.0%
					盈利	78.27%	5.8%	54.1%	26.9%
					每股盈利	0.00%	5.8%	54.1%	26.9%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

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
朱元踐	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	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@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	阳焯	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国际证券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国际证券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、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。