

达内科技 (TEDU.US)

评级：强烈推荐

更新报告

目标价：\$ 13.60
现价：\$ 11.08
预计升幅：23%

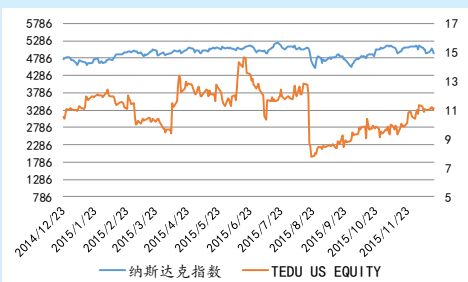
股本数据

总股本(万份 ADS)：5,081
总市值(亿美元)：5.63
52 周高/低 (HK\$)：14.85/6.65
每股净值(美元)：4.0
所属行业：教育行业

主要股东持股

韩少云 17.3%
KKR & Co. L.P 13.0%
Goldman Sachs 9.5%
IDG 3.8%

52 周行情图 (Vs Nasdaq 指数)



资料来源：Bloomberg

相关报告

首发 20140813

更新 20141107、20150320、20150831

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@gyzq.com.hk

布局 K12 课外培训市场 IT 类课程重获高速增长

投资要点：

IT 课程人数重获高速增长，未来收入增长能够保持：

从地域上看，三季度公司来自北京及深圳的学员都获得了较大的增长，分别同比增加 47% 及 58%；从课程分布来看，IT 类课程重新获得高速增长，参加 IT 课程的学生人数同比增长 31.2%，反映出市场对于以就业指导为主的 IT 培训仍然存在较高的需求。我们预计随着会计课程及少儿课程在北京以外的地区顺利推广，会使公司整体学员人数继续保持高速增长，而明年会继续新增 25 家左右的学习中心，为未来公司收入高速增长奠定基础。

开设达内少儿培训产品，提升北京地区学习中心利用率：

公司在 11 月首次开设了两门少儿培训产品“童程”及“童美”，分别对儿童进行 IT 编程及电脑美术培训。这些课程每周上三个小时，每小时收费 128 元。学习的内容主要以基础教学为主，丰富中小学生的课余活动。目前该课程在北京有 4 个试点，利用学习中心空闲时间进行授课，提高了学习中心的利用率水平。另外课程的推广主要以发传单、口碑营造等地推方式为主，所以基本不会对公司的推广费用造成影响。目前国内做少儿 IT 培训的机构并不多，公司在 IT 培训拥有较好的品牌，因此 K12 业务有一定发展潜力。

费用政策调整效果显现，人均推广成本下降：

公司 3 季度人均广告费用为 243 美元，环比下降 27.6%，同比下降 8.3%。主要原因之一是公司广告费用管理制度过渡在二季度已经完成，公司此前广告投放采用分散账户进行投放，目前通过百度 Key Account 来进行推广，直接在公司层面谈合作，最终整体广告投放效率得到提升。预计四季度广告费用率同比继续下降，但费用规模与三季度相当。

公司运营情况稳定，评级推荐：

由于三季度公司超预期的表现，我们调高公司 2015 财年预期收入至 1.85 亿美元，综合考虑人民币贬值后美元计价的降低后，GAAP 下净利润为 2514 万美元，报名学生数量约 7.8 万人，同比增长 32%。目前价格对应 2015 财年每 ADS 预测 GAAP 盈利为 24 倍 PE，None-GAAP 盈利 20 倍 PE。公司目前运营稳定，未来能有较高的收入增长，目标价上调至 13.6 美元，对应 2015 年 PE30 倍，有 23% 的上升空间，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	185	231	292
变动	63.4%	46.7%	35.9%	25.0%	26.4%
净利润(百万美元)	14	25	25	37	47
变动	47.05%	75.78%	1.83%	46.40%	26.54%
净利润率	15.13%	18.13%	13.58%	15.91%	15.93%
每ADS盈利(美元)	1.29	0.60	0.48	0.70	0.89
每ADS None-GAAP 盈利(美元)		0.70	0.58	0.80	0.98
基于股价的市盈率(倍)	N/A	18.4	23.1	15.8	12.5

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)	EPS				PE				PB			
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	
HLG US	海亮教育	2.34	7.39	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	5.10	5.19	5.04	6.59	7.40	24.46	21.74	16.62	14.80	4.74	N/A	5.61	
EDU US	新东方	51.56	9.57	10.16	11.55	13.93	16.59	25.13	22.11	18.34	2.62	4.36	3.56	
XRS US	好未来	38.75	6.51	7.68	10.97	12.21	34.26	48.93	34.27	30.79	7.17	12.19	9.38	
ATAI US	ATA 股份	1.34	1.24	N/A	N/A	N/A	27.01	N/A	N/A	N/A	1.61	N/A	N/A	
平均							25.58	31.93	24.34	21.31	4.03	8.28	6.18	
APOL US	阿波罗教育	8.25	14.58	8.16	4.56	4.57	13.50	7.23	12.94	12.90	3.15	0.66	0.71	
BPI US	桥点教育	3.44	1.63	2.27	2.05	2.61	28.30	25.67	28.38	22.31	1.40	N/A	N/A	
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	5.53	23.96	25.23	26.35	27.73	24.07	14.26	13.66	12.97	4.83	N/A	N/A	
ESI US	ITT 教育服务	0.83	9.69	6.05	2.60	(0.47)	4.37	4.49	10.45	N/A	1.52	N/A	N/A	
LOPE US	Grand Canyon 教育	18.13	19.00	21.38	22.96	24.81	19.15	13.94	12.98	12.02	4.58	2.94	2.38	
HMHC US	Houghton Mifflin	26.66	(6.12)	(5.55)	(3.95)	(1.68)	N/A	N/A	N/A	N/A	1.67	2.00	2.33	
平均							17.91	13.34	15.23	15.05	3.70	2.52	2.28	

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	185.1	231.4	292.4
成本	(29.1)	(39.1)	(53.6)	(67.6)	(84.9)
毛利	63.8	97.1	131.6	163.8	207.5
销售费用	(30.3)	(42.6)	(62.4)	(72.9)	(91.5)
管理费用	(51.1)	(70.3)	(108.3)	(127.1)	(153.4)
研发费用	(3.8)	(5.4)	(8.0)	(9.3)	(11.7)
营运利润	13.5	19.2	21.4	36.5	47.9
利息收入	1.5	5.6	3.9	4.3	4.3
其他	1.3	2.4	2.0	2.0	2.0
税前盈利	16.3	27.1	27.3	42.8	54.2
所得税	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(6.0)	(7.6)
净利润	14.0	24.7	25.1	36.8	46.6
Non-GAAP净利润	14.8	28.8	30.3	41.8	51.6
增长					
总收入 (%)	63.4%	46.7%	35.9%	25.0%	26.4%
净利润 (%)	47.1%	75.8%	1.8%	46.4%	26.5%

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	68.1	111.7	167.6
定期存款	0.0	106.8	106.8	106.8	106.8
应收账款	15.0	23.2	31.5	35.5	40.3
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	217.2	264.8	325.6
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	254.8	305.5	369.6
应付账款	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
应付税项	3.0	5.4	6.8	10.8	15.8
递延收入	15.5	19.3	26.2	32.8	41.4
预提费用及其他	6.6	8.4	11.6	14.6	18.3
总流动负债	25.3	33.4	45.0	58.7	76.2
其他长期负债	0.2	1.6	1.6	1.6	1.6
总负债	25.6	35.1	46.6	60.3	77.8
股东权益	(63.3)	182.9	208.0	245.0	291.6
每ADS账面值(\$)	N/A	4.5	4.0	4.7	5.6
营运资金	20.8	150.0	172.2	206.1	249.4

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%	71.1%	70.8%	71.0%
EBITDA 率 (%)	14.5%	14.1%	11.5%	15.8%	16.4%
净利率 (%)	15.1%	18.1%	13.6%	15.9%	15.9%
ROE	-22.2%	13.5%	12.1%	15.0%	16.0%
营运表现					
费用/收入 (%)	87.7%	82.9%	92.2%	86.4%	83.8%
实际税率 (%)	13.9%	8.9%	7.8%	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	0.27
收入/总资产	1.26	0.62	0.73	0.76	0.79
总资产/权益	N/A	1.19	1.22	1.25	1.27

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	25.1	36.8	46.6
调整	5.6	17.0	9.3	10.9	12.6
运营资本变化	10.1	(13.3)	2.9	9.4	12.2
营运现金流	29.7	28.5	37.3	57.1	71.3
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	25.4	43.6	55.9
期初持有现金	16.2	26.1	42.7	68.1	111.7
汇兑变化	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	26.1	42.7	68.1	111.7	167.6

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>