

买入 (维持)

TEDU.US 达内科技

目标价: 14.52 美元

现价: 10.51 美元

16Q1 业绩展望: 预计经营利润率提高, 完成收入指引

2016 年 5 月 12 日

预期升幅: 38.1%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.5.12

收盘价(美元)	10.51
总股本(亿 ADS)	0.54
总市值(亿美元)	5.73
净资产(亿美元)	2.06
总资产(亿美元)	2.54
每股净资产(美元)	3.77

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(千元)	189,189	239,831	302,180	377,719
同比增长(%)	38.90%	26.77%	26.00%	25.00%
净利润(千元)	28,709	39,043	49,619	62,125
同比增长(%)	16.27%	35.99%	27.09%	25.21%
毛利率(%)	71.68%	72.00%	72.10%	72.20%
净利润率(%)	15.17%	16.28%	16.42%	16.45%
净资产收益率(%)	14.76%	17.30%	18.38%	19.06%
基本 EPS(元)	0.534	0.726	0.923	1.155
市盈率	19.68	14.47	11.39	9.10

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

达内科技 (TEDU.US) 深度报告
《IT 职业培训龙头, 改革&互联网双驱动》20150310达内科技 (TEDU.US) 跟踪报告
《汇率不影响经营, 综合性培训机构雏形已现》20150820达内科技 (TEDU.US) 跟踪报告
《新增儿童编程课程, 进一步提升中心使用率》20151125达内科技 (TEDU.US) 跟踪报告
《尝试等级划分课程, 微调提价策略》20160304

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波

yangyaobo@xyzq.com.cn

SFC:BEJ406

投资要点

- **我们的观点:** 我们预计达内科技 2016Q1 收入可以达标完成前期指引, 增速在 40% 左右。由于春节在 2 月初, 对学习中心的招生和开课影响没有去年同期那么大, 我们预计中心的整理利用率和毛利率同比会有所上升。费用方面, 销售费用预计会继续保持高增长 (报名人数增加+百度教育类搜索竞价提高), 管理费用以及研发费用增速会慢于收入。整体来看, 我们认为亏会同比略微增加, 但是亏损率会下降。另外, 坏账费用的下降预计将会在 Q2 开始有较为明显的同比下降, 利润将会恢复与收入匹配的增长。我们认为达内科技的 O2O 模式成熟而且独特, 在 IT 培训这细分领域中市场份额会持续提升, 并持续受益于在线教育培训市场的整体增长。在 IT 课程持续保持增速、新增非 IT 课程、K12 课程以及规模化效应提高的多重因素推动下, 我们继续看好达内未来的发展。
- **儿童课程是 2016 年的重点:** 目前, 北京 4 个中心提供的儿童课程反应都较好, 试听课程基本满座, 公司计划今年推广至 10 个城市。我们认为是值得期待的新业务, 首先是一个蓝海市场, 并没有什么竞争对手; 另外是额外的盈利项目, 使用的都是原有学习中心的空闲时间段 (晚上和周末), 没有额外的租金成本, 而且推广和研发投入都高。
- **盈利预测及估值:** 我们预计达内科技未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25% 以上, 2016/2017/2018 年收入预测分别为 2.40/3.02/3.78 亿美元, 利润分别为 3904/4962/6213 万美元。我们维持达内科技【买入评级】, 给予目标价 14.52 美元, 对应 2016 年 20 倍 EPS。
- **风险提示:** 未来可能出现教育政策变动、中国经济发展下滑、职业培训未来需求下降等因素, 会对公司后续的扩张计划以及招生计划形成负面影响。



报告正文

- 我们的观点：**我们预计达内科技 2016Q1 收入可以达标完成前期指引，增速在 40%左右。由于春节在 2 月初，对学习中心的招生和开课影响没有去年同期那么大，我们预计中心的整理利用率和毛利率同比会有所上升。费用方面，销售费用预计会继续保持高增长（报名人数增加+百度类搜索竞价提高），管理费用以及研发费用增速会慢于收入。整体来看，我们认为亏同比或许会有所扩大增加，但是亏损率会下降。另外，坏账费用的下降预计将会在 Q2 开始有较为明显的同比下降，利润将会恢复与收入匹配的增长。我们认为达内科技的 O2O 模式成熟而且独特，在 IT 培训这细分领域中市场份额会持续提升，并持续受益于在线教育培训市场的整体增长。在 IT 课程持续保持增速、新增非 IT 课程、K12 课程以及规模化效应提高的多重因素推动下，我们预计达内科技未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25%以上。
- 16Q1 业绩展望：**季节效应明显，第一季度有春节假期的存在，收入和利润都属于教育行业的淡季。与去年相比，今年春节的时间较早，在 2 月初开始，2 月末结束，没有跨月份，所以公司可以在 2 月末进行招生，然后 3 月份开课。我们预计 Q1 招生人数能保持 25%以上的增长，而收入方面可以完成前期 40%左右的增长指引。另外预计科室使用率也会同比上升，带动毛利率提升。费用方面，销售费用预计会继续保持高增长（报名人数增加+百度类搜索竞价提高），管理费用以及研发费用增速会慢于收入。整体来看，我们认为亏同比或许会有所扩大增加，但是亏损率会下降。
- 新的定价策略将在第二季度才能体现：**公司在今年 3 月开始逐步在全国范围内实施新的价格体系。今年只会针对 1 线城市以及需求比较旺盛的地区（约 10 个地区左右）中进行提价 2000 元至 19800 元，而其他地区将会维持原有价格。另外 2016 年会在 5 个课程当中实施基础班和高级班的划分，其中高级班要贵 1000 元左右（1 线城市高级班 20800 元）。我们认为等级划分可以很好的区分学员，更有针对性的进行教学辅导；同时从盈利角度来看，也更好的做到价格区分，预计高级班占比会在 10-20%之间。全年来看，我们预计在 1 线城市和高级班的拉动下，平均课程单价维持在原来 5%-6%之间增长年速度。
- 儿童课程推广是 2016 年的重点：**11 月份达内科技在北京推出了以中小学生对为教学对象的儿童编程课程【童程】以及儿童电脑美术课程【童美】；课程主要有 3 个，分别是针对男孩的【乐高机器人】和【Java】以及主要针对女孩的【电脑美术】。目前儿童课程只有在北京 4 个中心开展，开办以来反应都较好，试听课程基本每周满座。公司计划今年内推广至 10 个城市。我们认为是值得期待的新业务，首先是一个蓝海市场，并没有什么竞争对手；另外是额外的盈利项目，使用的都是原有学习中心的空闲时间段（晚上和周末），没有额外的租金成本，而且推广和研发投入都高。
- 应收账款计提是历史遗留问题：**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。从图标 1 中可以看到，逾期超过 1 年的营收账款在 2015 年大幅提高，体现了过去公司向学员贷款的收账问题。不过，我们认为这已经属于过去式了，在 2014 和 2015 年的坏账费用已经进行了计提，对 2016 年的影响会明显下降。逾期应收账款与坏账准备的净值已经从 2014 年的 1273 万美元下降至 776 万美元，而应收账款并没有明显的上升，3 个月以上的逾期

应收也没有上升。这反应了与第三方贷款机构合作的成效。【先就业后付款】学生人数的占比预计保持在 15%以内，应收账款的历史的问题即将度过。

图表 1：达内科技应收账款及坏账分析（单位：美元）

	2014	2015
未逾期	11,940,237	16,072,343
1-3 月逾期	5,058,887	5,698,759
4-6 月逾期	4,139,377	2,059,362
7-12 月逾期	6,119,995	2,774,243
1 年以上逾期	3,190,519	7,525,253
总逾期金额	18,508,778	18,057,617
总应收	30,449,015	34,129,960
坏账准备	5,776,525	10,295,762
净应收	24,672,490	23,834,198
总逾期金额-坏账准备	12,732,253	7,761,855

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **盈利预测及估值：**我们预计达内科技未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25%以上，2016/2017/2018 年收入预测分别为 2.40/3.02/3.78 亿美元，利润分别为 3904/4962/6213 万美元。我们维持达内科技【买入评级】，给予目标价 14.52 美元，对应 2016 年 20 倍 EPS。
- **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；新课程增长可能不及预期。

附表

资产负债表				
单位: 千美元				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
物业、厂房及设备	19,691	19,154	18,425	10,771
定期存款	17,591	17,591	17,591	17,591
应收账款	1,197	1,197	1,197	1,197
其他固定资产	11,875	11,875	11,875	11,875
固定资产合计	50,353	49,817	49,088	41,434
应收账款	22,637	32,854	41,395	51,742
递延所得税	10,179	10,179	10,179	10,179
现金及存款	162,796	196,283	246,380	316,066
其他流动资产	8,730	8,730	8,730	8,730
流动资产合计	204,342	248,045	306,683	386,717
总资产	254,695	297,862	355,771	428,151
应付账款	-679	-552	-693	-863
递延收入	-25,336	-38,373	-48,349	-60,435
应付所得税	-8,669	-2,022	-2,588	-3,258
其他流动负债	-12,430	-12,430	-12,430	-12,430
总流动负债	-47,115	-53,377	-64,060	-76,986
其他非流动负债	-1,437	-1,437	-1,437	-1,437
总非流动负债	-1,437	-1,437	-1,437	-1,437
总负债	-48,552	-54,814	-65,497	-78,423
已发行股本	55	55	55	55
储备	206,089	242,993	290,218	349,672
总权益及少数股东权益	206,144	243,048	290,273	349,727

现金流量表				
单位: 千美元				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
EBIDA	28,998	43,950	55,776	68,788
非现金调整	-10,877	4,368	9,976	12,086
营运资金变动	907	-10,344	-8,400	-10,178
总经营活动现金流	10,793	35,896	52,670	64,761
购买固定资产	-9,991	-6,000	-7,000	-699
利息收入	6,863	3,591	4,427	5,624
总投资活动现金流	-3,128	-2,409	-2,573	4,925
已付分红	6,863	3,591	4,427	5,624
总财务活动现金流	6,863	3,591	4,427	5,624
现金变动	14,528	37,078	54,523	75,310
年初现金	166,808	162,796	196,283	246,380
汇率变化影响	-11,677	-	-	-
年末现金	169,659	199,874	250,806	321,690

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

利润表				
单位: 千美元				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	189,189	239,831	302,180	377,719
成本	-53,569	-67,153	-84,308	-105,006
毛利	135,620	172,678	217,872	272,713
其他收入	1,897	2,354	2,589	2,848
销售开支	-61,824	-76,746	-96,395	-120,870
行政开支	-40,359	-48,686	-61,040	-75,921
研发成本	-8,113	-9,833	-12,389	-15,486
总经营费用	-108,399	-132,910	-167,236	-209,430
利息收入	6,863	3,613	4,496	5,745
除税前利润	29,346	43,381	55,132	69,028
所得税	-637	-4,338	-5,513	-6,903
盈利	28,709	39,043	49,619	62,125
EPS - 基本	0.534	0.726	0.923	1.155
EPS - 摊薄	0.489	0.694	0.923	1.155

财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
利润率				
毛利率	71.7%	72.0%	72.1%	72.2%
EBITDA 利润率	15.3%	18.3%	18.5%	18.2%
EBIT 利润率	13.4%	15.6%	15.9%	16.0%
净利率	15.2%	15.4%	15.6%	15.7%
营运资金				
应收周转天	44.2	42.2	44.8	45.0
应付周转天	1.1	1.1	0.9	0.9
回报率				
资产回报率 (ROA)	10.7%	12.2%	13.2%	13.9%
净值产回报率 (ROE)	14.8%	16.4%	17.7%	18.6%
流动性				
流动比率	1	1	2	2
速动比率	4.3	4.6	4.8	5.0
估值				
市盈率	19.68	14.47	11.39	9.10

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: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220

深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@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	zengyaoqi@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国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)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。