

利润率改善业绩符合预期

投资要点:

- 2016年一季度业绩总结:** 公司实现营收 41.3 百万美元, 同比增长 46.5%, 一季度 IT 类课程的收入占比为 68%; 实现毛利 26.6 百万美元, 同比增长 54.3%; 实现扣非后净利 1.7 百万美元, 去年同期净亏损 1.4 百万美元。管理层给出的指引为: 二季度收入同比增长 25%-27% (不考虑汇率因素则为 33%-35%), 全年收入增长 22%-25% (不考虑汇率因素则为 28%-31%)。
- 招生人数增长显著, 利用率上升:** 公司一季度课程注册人数为 21121 人, 同比增长 48.2%, 招生人数为 23030, 同比增长 51.8%, 其中招生人数的 79% 是在春节之后招的, 这些对二季度的收入贡献会更大。公司一季度于北京、长沙、成都和重庆各新开了一个学习中心, 同时将原有的三个学习中心合并到已有的学习中心里, 截止一季度末, 公司于全国范围共有 135 个学习中心, 2-4 季度, 公司将继续在全国新增 15-20 个学习中心。公司一季度的座位利用率达到 71%, 高于去年四季度 (69%)。
- 少儿编程年内布局多个城市:** 2015 年 12 月公司在北京的学习中心开设了两门针对少儿培训的课程“童程”和“童美”, 分别对 K12 的孩子进行 IT 编程和电脑美术培训, 这些课程主要开设在周中晚上和周末, 可以提升学习中心的座位利用率 (从而提升整体毛利率水平), 也拓展了公司的客户群范围。另外, 该课程不需要专门配备老师, 一般采用录播的形式, 只需助教, 有望取得更高的利润率。目前的招生人数已达到 246 人, 年内将在北京之外的 5 个城市拓展少儿编程的课程, 全年预计招生人数占比将达 3%-4%, 明年预计少儿编程的招生人数占比将达到 6%-8%。
- 估值与评级:** 我们预计公司 16/17/18 年度净利润分别为 0.38/0.45/0.56 亿美元, EPS 分别为 0.70/0.83/1.02 美元。公司目前处于快速扩张的时期, 现金流稳定, 财务状况良好。我们给予公司 2016 年 21 倍 P/E, 对应目标价 14.7 美元, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 传统教育的改革或对职业教育市场有影响, IT 行业就业景气度或下降。

指标/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万美元)	136	189	242	287	350
增长率	47%	39%	28%	19%	22%
净利润(百万美元)	25	29	38	45	56
增长率	-	16%	31%	18%	24%
每股盈利	0.46	0.53	0.70	0.83	1.02
市盈率	22	19	14	12	10

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 许怡婷
电话: 021-68416012
邮箱: xyt@swsc.com.cn

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券

基础数据

52 周区间(美元)	6.65/14.83
流通股数(百万)	54.56
市值(亿美元)	6.06
主要股东(%)	KKR&Co.L.P. (42.02%)
审计	KPMG
业绩日期	Huazhen 2016-03

公司简介

达内科技是一家专业从事职业教育的公司, 创办于 2002 年, 2014 年在美国纳斯达克上市, 至今已经培训完成近 30 万名学员并帮助其就业 (就业率超过 95%)。公司目前处于快速发展的时期, 2011-2015 学生人数的复合增速为 51%, 营收的复合增速为 65%。

盈利预测和投资建议

公司在未来的几年会覆盖更多的城市，开设更多的学习中心，达内的模式很好的弥补了二、三线城市优秀师资的短缺。从 2016 年开始，达内在一些课程中实行分级（基础班和高级班），其中基础班维持原价，高级班贵 2000 元人民币，另外，在一线城市以及需求较旺盛的地区（约十个城市）学费会上调 1000 元人民币，其他城市做小幅上调或者维持原价。具体的预测如下表所示：

表 1：收入预测

	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
学习中心个数	134	150	165	175
增速	14%	12%	10%	6%
招生人数	84041	105051	121859	142575
增速	40%	25%	16%	17%
平均学费 (人民币)	17800	18800	19800	20800
收入 (百万美元)	189	242	287	350
增速	39%	28%	19%	22%

数据来源：公司资料，西南证券

我们预计公司的座位利用率会逐年小幅上升，毛利率水平随之有一定上升空间。费用率方面，公司去年转为了百度的 KA，广告费会有所节省，总体来看，我们预计公司的费用率未来几年保持平稳。

根据以上假设，我们预计公司 16/17/18 年度净利润分别为 0.38/0.45/0.56 亿美元，net income per ADS 分别为 0.70/0.83/1.02 美元。公司目前处于快速扩张的时期，现金流稳定，财务状况良好。我们给予公司 2016 年 21 倍 P/E，对应目标价 **14.7 美元**，维持“增持”评级。

表 2: 财务报表

损益表						现金流量表					
12月31日年结 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年结 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	136	189	242	287	350	稅前利潤	252	226	407	528	583
毛利	97	136	177	211	259	稅項	-51	-38	-71	-92	-102
EBIT	22	23	34	42	53	營運資本變動	-10	8	-6	-5	-7
財務收入(費用)	4	7	7	8	9	經營現金流量	-10	8	-6	-5	-7
聯營公司	0	0	0	0	0	資本開支	0	-7	-9	-11	-13
非經常性項目	0	0	5	5	5	自由現金流量	18	33	18	31	38
稅前利潤	26	30	46	55	67	股息	0	0	0	0	0
稅項	-2	-1	-3	-4	-5	其他非流動資產變動	-6	-11	4	5	5
非控股權益	0	0	-5	-5	-7	股本變動	-111	0	0	0	0
淨利潤	24	29	38	45	56	其他	222	-6	0	0	-0
						淨現金流量	123	16	22	36	43
						期初淨現金(負債)	19	142	159	181	216
						期終淨現金(負債)	142	158	181	216	259
資產負債表						財務比率					
12月31日年结 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年结 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
現金及現金等價物	150	171	1,428	1,234	1,076	增長(%)					
應收賬款	23	23	1,221	1,618	1,945	收入	46.2	39.0	28.0	18.7	22.0
存貨	0	0	0	0	0	EBITDA	46.7	4.5	47.3	22.9	26.2
其他流動資產	11	10	10	10	10	EBIT	46.7	4.5	47.3	22.9	26.2
物業、廠房及設備	13	20	29	2,529	3,533	淨利潤	(172.7)	20.8	31.3	19.1	22.6
無形資產	18	19	19	19	19	每股盈利	(172.7)	20.8	31.3	19.1	22.6
其他非流動資產	2	12	12	12	12	利潤率(%)					
總資產	217	255	6,854	7,572	8,748	毛利	71.3	72.0	73.0	73.5	74.0
						EBITDA	16.2	12.2	14.0	14.5	15.0
應付賬款	0	1	1	1	2	EBIT	16.2	12.2	14.0	14.5	15.0
短期借款	8	12	450	15	550	淨利潤	17.6	15.3	15.7	15.8	15.9
其他流動負債	24	34	28	29	30	其他比率					
長期借款	0	0	1,042	0	0	ROE(%)	13.1	14.1	15.3	15.1	15.4
遞延稅項負債	2	1	2	2	2	ROA(%)	11.1	11.4	12.9	13.1	13.6
其他非流動負債	0	0	0	0	0	淨負債率	(77.6)	(76.7)	(72.6)	(72.2)	(71.6)
總負債	34	48	3,309	47	4,253	利息覆蓋率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
						應收賬款周轉天數	61.7	44.4	44.4	44.4	44.4
股本	0	0	1,050	1,226	1,184	應付賬款周轉天數	0.0	6.9	6.0	7.0	7.0
儲備	183	206	2,117	289	2,723	存貨周轉天數	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益	183	206	3,540	3,808	4,378	有效稅率(%)	7.7	3.3	7.0	7.0	7.0
非控股權益	0	0	5	10	17						
總權益	183	206	3,545	3,818	4,395						
淨現金(負債)	142	159	181	216	259						

数据来源: 公司資料, 西南證券

表 3: 同业估值比较

股票代码	简称	总市值 (亿美元)	PE		
			TTM	2016E	2017E
EDU	新东方	56	27	-	-
XRS	好未来	41	39	-	-
1317.HK	枫叶教育	9	28	25	21
平均:			31	-	-
TEDU	达内科技	6	20	14	12

数据来源: Wind, 西南證券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn