

# 更新报告



國元(香港)  
GY(HK)

2016-05-27 星期五

## 达内科技 (TEDU. US) 评级: 强烈推荐

### 更新报告

目标价: \$ 13.60  
现价: \$ 10.10  
预计升幅: 34%

### 股本数据

总股本(万份 ADS): 5,445  
总市值(亿美元): 5.83  
52 周高/低 (HK\$): 14.62/6.56  
每股净值(美元): 3.8  
所属行业: 教育行业

### 主要股东持股

韩少云 9.34%  
IDG 7.68%  
Goldman Sachs 12.44%  
AREO 5.03%

### 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、  
20151221

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@gzyq.com.hk

## 收入及入学人数增长超预期 学习中心利用率提升

### 投资要点:

#### 收入增长继续超预期, 规模效应带动经营利润率提升:

第一季度为公司淡季, 财报显示 Q1 收入同比增长 46.5%, 达到 4130 万美元, 主要原因是公司参加课程人数的增加, 从去年同期的 1.4 万人增加至 2.1 万人, 以及学费提升。社招和学招的学生占比分别为 93% 和 7%, 去年同期为 89% 和 11%, 校招学生的学费较社招要低。我们认为尽管公司在一季度只增加了一个学习中心, 但现有学习中心效率提升使得边际成本下降, 这种稳健的扩张步伐让公司业务享受规模效应, 毛利率较去年提升 3 个百分点, 同时销售费用及管理费用的收入占比均有所下降。运营亏损为 300 万美元, 去年同期为 470 万美元, 而 Non-GAAP 运营亏损为 60 万美元, 去年同期为 360 万美元。净亏损为 380 万美元, 去年同期为 250 万美元。去除股权激励费用 and 外汇远期合约损失, Non-GAAP 净利润为 170 万美元, 去年同期则是净亏损 140 万美元。总体而言, 一季度公司向市场交出了一份较好的成绩, 超出了我们的预期。

#### 二季度预期收入增长速度下滑, 但高增长将在下半年体现:

公司在财报中预计二季度收入同比增长约 25% 左右, 主要是基于两个原因: 一是“营改增”会拖累增长速度约 2% 左右, 二是上半年招收的在校学生一般会选择在暑假期间, 即八月至十一月期间来完成课程, 学生完成课程后再计入收入。因此公司二季度将会呈现收入增长速度低于注册学生人数增长的情况。一般而言上半年为公司淡季, 约 60% 以上的收入将会在下半年体现, 因此公司下半年收入会是高增长的状态。K12 教育目前还在早期, 但是目前来看课程热度很高, 公司在下半年会在更多的学习中心开设 K12 课程。

#### 于北京设立新自有学习中心, 提升公司经营利润率:

公司近期投资 1.14 亿元在北京亦庄经济开发区购置了物业, 该处物业将用于设立新的自有学习中心, 主要面对外地学员, 大概可以容纳学生 2000 名左右, 全年可以培训 6000 名学员, 预计下半年投入使用。购置此处物业的原因主要是北京租金有较大上升, 经过公司测算新购置物业每座位折旧费用低于同类物业的租金水平, 因此折旧费用不但不会上涨, 随着学习中心开始正常运营后将降低整体运营成本。

#### 公司运营情况稳定, 维持强烈推荐评级:

我们预计公司 2016 财年前预期收入至 2.36 亿美元, GAAP 下净利润为 3531 万美元。全年保持 15 到 20 个新增学习中心的扩张速度, 另外公司将战略重心转到提升中心利用率水平上, 例如开设新课程及进入 K12, 未来利润率能够稳步提升。目前价格对应 2016 财年每 ADS 预测 GAAP 盈利为 17 倍 PE。维持目标价 13.6 美元, 对应 2016 年 PE21 倍, 有 34% 的上升空间, 评级强烈推荐。

截至12月31日财政年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总营收(百万美元)	136	189	237	296	354
变动	46.7%	38.9%	25.2%	24.8%	19.8%
净利润(百万美元)	25	29	35	44	53
变动	75.78%	16.27%	23.00%	25.00%	20.96%
净利润率	18.13%	15.17%	14.91%	14.94%	15.08%
每ADS盈利(美元)	0.60	0.53	0.65	0.81	0.98
每ADS None-GAAP 盈利(美元)	0.70	0.62	0.74	0.90	1.07
基于股价的市盈率(倍)	17.8	20.3	16.5	13.2	10.9

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	股价	市值(亿)	PE				PB		
				2014A	2015E	2016E	2017E	2014E	2015E	2016E
HLG US	海亮教育	9.50	2.35	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EDU US	新东方	32.59	51.00	16.59	24.10	21.21	17.58	4.19	3.41	2.88
XRS US	好未来	47.04	37.59	34.26	46.89	32.84	29.50	11.68	8.99	7.07
1317 HK	枫叶教育	3.73	50.72	37.61	22.73	17.68	15.60	2.57	2.05	1.89
777 HK	网龙	22.00	109.49	31.45	378.58	64.19	38.81	2.08	2.04	1.96
	平均			29.98	118.08	33.98	25.37	5.13	4.12	3.45
APOL US	阿波罗教育	8.09	8.77	13.50	7.52	13.45	13.41	3.15	0.66	0.71
BPI US	桥点教育	7.90	3.62	28.30	27.03	28.72	21.78	1.40	N/A	N/A
STRA US	斯特雷耶教育	63.07	6.95	18.09	16.90	15.70	14.35	8.73	4.47	3.72
CPLA US	卡佩拉教育	47.55	5.67	24.07	14.48	13.86	13.17	4.83	N/A	N/A
ESI US	ITT 教育服务	3.79	0.90	4.37	4.92	11.46	N/A	1.52	N/A	N/A
LOPE US	Grand Canyon 教育	40.50	19.09	19.15	14.71	13.69	12.68	4.58	2.94	2.38
HMHC US	Houghton Mifflin	21.33	28.65	N/A	N/A	N/A	N/A	1.67	2.00	2.33
	平均			17.91	14.26	16.15	15.08	3.70	2.52	2.28

资料来源: Bloomberg、国元(香港)

## 财务报表摘要

**损益表**

&lt;百万美元元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测
收入	136.2	189.2	236.8	295.5	354.0
成本	(39.1)	(53.6)	(68.7)	(85.3)	(101.7)
毛利	97.1	135.6	168.1	210.2	252.3
销售费用	(42.6)	(61.8)	(77.0)	(95.4)	(113.6)
管理费用	(29.9)	(40.4)	(46.2)	(57.0)	(67.6)
研发费用	(5.4)	(8.1)	(10.2)	(12.7)	(15.2)
<b>营运利润</b>	<b>19.2</b>	<b>25.3</b>	<b>34.8</b>	<b>45.0</b>	<b>55.8</b>
利息收入	5.6	2.1	4.3	4.3	4.3
其他	2.4	1.9	2.0	2.0	2.0
税前盈利	27.1	29.3	41.1	51.3	62.1
所得税	(2.4)	(0.6)	(5.7)	(7.2)	(8.7)
净利润	24.7	28.7	35.3	44.1	53.4
Non-GAAP净利润	28.8	34.0	40.3	49.1	58.4
<b>增长</b>					
总收入 (%)	46.7%	38.9%	25.2%	24.8%	19.8%
净利润 (%)	75.8%	16.3%	23.0%	25.0%	21.0%

**资产负债表**

&lt;百万美元元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测
现金	42.7	79.1	112.8	166.7	231.7
定期存款	106.8	92.4	106.8	106.8	106.8
应收账款	23.2	22.6	25.5	28.6	30.9
预付账款及其他	8.7	10.2	8.7	8.7	8.7
递延税收资产	2.1	0.0	2.1	2.1	2.1
<b>总流动资产</b>	<b>183.5</b>	<b>204.3</b>	<b>256.0</b>	<b>312.9</b>	<b>380.2</b>
定期存款	17.3	17.6	17.3	17.3	17.3
应收账款	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
物业及设备	13.4	19.7	23.2	27.0	30.6
其他	2.3	8.2	8.2	8.2	8.2
<b>总资产</b>	<b>218.0</b>	<b>251.0</b>	<b>305.8</b>	<b>366.6</b>	<b>437.5</b>
应付账款	0.3	0.8	0.9	1.1	1.3
应付税项	5.4	8.7	12.5	17.2	22.9
递延收入	19.3	25.3	31.7	39.6	47.4
预提费用及其他	8.4	12.3	15.8	19.6	23.3
<b>总流动负债</b>	<b>33.4</b>	<b>47.1</b>	<b>60.8</b>	<b>77.4</b>	<b>95.0</b>
其他长期负债	1.6	1.4	1.6	1.6	1.6
<b>总负债</b>	<b>35.1</b>	<b>48.6</b>	<b>62.5</b>	<b>79.1</b>	<b>96.6</b>
<b>股东权益</b>	<b>182.9</b>	<b>206.1</b>	<b>247.1</b>	<b>291.2</b>	<b>344.6</b>
每ADS账面值(\$)	4.5	3.8	4.5	5.3	6.3
营运资金	150.0	157.2	195.1	235.5	285.2

**财务分析**

	2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	71.3%	71.7%	71.0%	71.1%	71.3%
EBITDA 率 (%)	14.1%	13.4%	14.7%	15.2%	15.8%
净利率 (%)	18.1%	15.2%	14.9%	14.9%	15.1%
ROE	13.5%	13.9%	14.3%	15.2%	15.5%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	53.2%	54.0%	52.0%	51.6%	51.2%
实际税率 (%)	8.9%	2.2%	14.0%	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	65	45	41	36	33
应付账款天数	3	5	5	5	5
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.19	0.24	0.25	0.27	0.28
收入/总资产	0.62	0.75	0.77	0.81	0.81
总资产/权益	1.19	1.22	1.24	1.26	1.27

**现金流量表**

&lt;百万美元元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测
<b>净利润</b>	<b>24.7</b>	<b>28.7</b>	<b>35.3</b>	<b>44.1</b>	<b>53.4</b>
调整	17.0	25.6	14.1	12.6	14.2
运营资本变化	(13.3)	1.5	12.3	13.0	14.8
<b>营运现金流</b>	<b>28.5</b>	<b>55.8</b>	<b>61.7</b>	<b>69.7</b>	<b>82.4</b>
物业及设备变动	(7.9)	(16.1)	(13.9)	(15.9)	(17.4)
购买短期存款	(111.6)	4.4	(14.2)	0.0	0.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(119.5)</b>	<b>(11.6)</b>	<b>(28.0)</b>	<b>(15.9)</b>	<b>(17.4)</b>
股权变化及IPO	106.5	(4.1)	0.0	0.0	0.0
其他融资及投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	<b>106.5</b>	<b>(4.1)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>现金变化</b>	<b>15.5</b>	<b>40.1</b>	<b>33.7</b>	<b>53.8</b>	<b>65.1</b>
期初持有现金	26.1	42.7	79.1	112.8	166.7
汇兑变化	1.0	(3.6)	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	42.7	79.1	112.8	166.7	231.7

## 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>