

## 业绩稳定增长, K12 课程有看点

### 投资要点

- **2016年二季度业绩总结:**公司二季度实现营收 55.9 百万美元,同比增长 35.2%,超过之前管理层的指引(增长 25%-27%),毛利率为 70%,较去年同期上升一个点,实现净利润 6.6 百万美元,较去年二季度同比增长 131.5%。管理层给出的指引为:三季度收入同比增长 17%-21%(不考虑汇率变动因素则为 24%-28%),全年收入同比增长 23%-26%(不考虑汇率变动因素则为 30%-33%)。
- **招生情况良好,稳步扩张:**达内二季度课程注册人数为 23694 人,同比增长 39%,二季度招生人数为 26747 人,同比增长 22%,这是达内历史上招生人数最多的一个季度。整个上半年达内的招生人数为 49777 人,同比增长了 34%。二季度有四门课程招生人数超过了 1000 人,IT 类课程的招生人数同比增长 45%,占比达到 67%。二季度公司新开了 6 个学习中心,关闭了 3 个,同时扩大了现有学习中心的租赁面积,使得总的座位数达到了 47632,较去年同期增长 23%,座位利用率为 73%,与去年二季度基本持平。
- **课程分级效果好, K12 业务欣欣向荣:**公司从今年一季度开始在 5 个主要的城市对课程进行了分级(办基础班和高级班),二季度高级班的招生人数占比达到了 18%,未来高级班的占比预计会稳定在 20%左右。高级班比普通班平均学费贵 2000 元人民币,中长期看来有利于公司提升毛利率。除了职业教育类课程,公司于去年底亦推出了面向青少年群体的“童程童美”少儿 IT 培训课程,截止二季度末,“童程童美”已推广至 14 个城市,二季度招生 699 人,累计招生接近 1000 人。从二季度开始,公司继续推出一个全新的品牌“童创”,作为面向青少年群体的机器人编程和 3D 打印课程,目前已在北京地区开始招生。
- **估值与评级:**我们预计公司 16/17/18 年度净利润分别为 0.38/0.45/0.54 亿美元, net income per ADS 分别为 0.68/0.80/0.96 美元。公司现金流稳定,财务状况良好,业务有成长潜力。我们给予公司 2016 年 22 倍市盈率,对应目标价 14.96 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,新品牌课程拓展或不及预期。

指标/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万美元)	136	189	242	298	363
增长率	46%	39%	28%	23%	22%
净利润(百万美元)	24	29	38	45	54
增长率	-173%	21%	31%	20%	20%
每股盈利(美元)	0.43	0.52	0.68	0.80	0.96
市盈率	27	22	17	14	12

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:黄仕川  
执业证号: S1250512040001  
电话: 023-63725713  
邮箱: hsc@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

### 基础数据

52 周区间(元)	6.65-14.83
3 个月平均成交量(万)	15.08
流通股数(百万)	54.56
市值(亿美元)	46.8
主要股东(%)	KKR&Co.L.P. (42.02%)
审计	KPMG Huazhen
业绩日期	2016-08

### 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

### 关键假设:

假设 1: 公司毛利率基本保持稳定;

假设 2: 招生人数稳定上升, 按照目前的趋势, 未来两年保持 20% 以上增速;

假设 3: 平均学费每年上涨 1000 元人民币。

具体的预测如下表所示:

表 1: 收入、毛利率预测

	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
招生人数	84041	105051	128162	153795
增速	40%	25%	22%	20%
平均学费 (元人民币)	17800	18800	19800	20800
营业收入 (百万美元)	189	242	298	363
增速	39%	28%	23%	22%
毛利率	72%	73%	73%	73%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预期公司 16/17/18 年度净利润分别为 0.38/0.45/0.54 亿美元, net income per ADS 分别为 0.68/0.80/0.96 美元。公司现金流稳定, 财务状况良好, 业务有成长潜力。我们给予公司 **2016 年 22 倍市盈率**, 对应目标价 **14.96 美元**, 维持“**增持**”评级。

表 2: 同业估值比较

股票代码	简称	总市值 (亿元人民币)	PE		
			TTM	2016E	2017E
EDU.US	新东方	439	29	23	19
1317.HK	枫叶教育	70	-	25	19
XRS.US	好未来	311	44	35	26
	平均:		37	28	21
TEDU.US	达内科技	42	-	18	14

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务报表**
**损益表**

12月31日年結 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	136	189	242	298	363
毛利	97	136	177	217	265
EBIT	22	23	34	42	51
財務收入(費用)	4	7	7	8	9
聯營公司	0	0	0	0	0
非經常性項目	0	0	5	5	5
稅前利潤	26	30	46	55	65
稅項	-2	-1	-3	-4	-5
非控股權益	0	0	-5	-5	-7
淨利潤	24	29	38	45	54

**資產負債表**

12月31日年結 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
現金及現金等價物	150	171	1,428	1,234	1,076
應收賬款	23	23	1,221	1,618	1,945
存貨	0	0	0	0	0
其他流動資產	11	10	10	10	10
物業、廠房及設備	13	20	29	2,529	3,533
無形資產	18	19	19	19	19
其他非流動資產	2	12	12	12	12
總資產	217	255	295	347	409
應付賬款	0	1	1	2	2
短期借款	8	12	450	15	550
其他流動負債	24	34	28	29	30
長期借款	0	0	1,042	0	0
遞延稅項負債	2	1	2	2	2
其他非流動負債	0	0	0	0	0
總負債	34	48	46	47	48
股本	0	0	1,050	1,226	1,184
儲備	183	206	2,117	289	2,723
股東權益	183	206	244	289	344
非控股權益	0	0	5	10	17
總權益	183	206	249	299	360
淨現金(負債)	142	159	181	215	255

**現金流量表**

12月31日年結 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
稅前利潤	252	226	407	528	583
稅項	-51	-38	-71	-92	-102
營運資本變動	-10	8	-6	-6	-8
經營現金流量	-10	8	-6	-6	-8
資本開支	0	-7	-9	-11	-13
自由現金流量	18	33	18	29	35
股息	0	0	0	0	0
其他非流動資產變動	-6	-11	4	5	5
股本變動	-111	0	0	0	0
其他	222	-6	0	0	0
淨現金流量	123	16	22	34	40
期初淨現金(負債)	19	142	159	181	215
期終淨現金(負債)	142	158	181	215	255

**財務比率**

12月31日年結 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
增長(%)					
收入	46.2	39.0	28.0	23.0	22.0
EBITDA	46.7	4.5	47.3	23.0	22.0
EBIT	46.7	4.5	47.3	23.0	22.0
淨利潤	(172.7)	20.8	31.3	19.2	19.3
每股盈利	(172.7)	20.8	31.3	19.2	19.3
利潤率(%)					
毛利	71.3	72.0	73.0	73.0	73.0
EBITDA	16.2	12.2	14.0	14.0	14.0
EBIT	16.2	12.2	14.0	14.0	14.0
淨利潤	17.6	15.3	15.7	15.2	14.9
其他比率					
ROE(%)	13.1	14.1	15.3	15.1	15.0
ROA(%)	11.1	11.4	12.9	13.1	13.2
淨負債率	(77.6)	(76.7)	(72.6)	(71.7)	(70.8)
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
應付賬款周轉天數	0.0	6.9	6.0	7.0	7.0
存貨周轉天數	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
有效稅率(%)	7.7	3.3	7.0	7.0	7.0

数据来源：公司资料，西南证券

## 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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn