



2016-08-19 星期五

达内科技 (TEDU.US)

评级: 推荐

更新报告

目标价: \$ 15.60
现价: \$ 13.10
预计升幅: 19%

股本数据

总股本(万份 ADS): 5,545
总市值(亿美元): 7.13
52 周高/低 (HK\$): 13.67/6.65
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 30.35%
KKR 12.51%
Goldman Sachs 10.00%
AREO 10.75%

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、20160526
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

上半年业绩靓丽 经营利润率进入回升通道

投资要点:

二季度收入维持高增速, 费用占比明显下降:

公司二季度实现净营收 5590 万美元, 同比增长 35.2%。毛利为 3920 万美元, 同比增长 37.3%。营业利润为 610 万美元, 同比增长 400.3%, 最终实现利润率为 10.9%, 去年同期为 2.9%, 净利润为 660 万美元, 同比增长 131.5%。收入增长主要受学生人数增长带动, 特别是 Java、数字艺术和 Web 前端开发, 而学生人数增长更多的是来自于公司提升现有学习中心利用率水平。费用方面, 由于公司调整广告投放策略的效果开始显现, 过去几个季度学习中心广告重复投放的情况得到抑制, 广告词投放更加精准, 市场营销费用占收比同比明显下降, 从去年同期 41% 下降至 34.6%。另外坏账计提费用在二季度约为 170 万美元, 上半年坏账计提费用同比去年下降了 50% 左右, 预计明年这一费用会继续下降。

TMOOC 增长良好, 未来提升货币化水平:

公司旗下 O2O 技术学习平台 TMOOC 的注册人数已经达到了 18.5 万人, 其中转化了 1.97 万名 VIP 付费学员, 上一季度 TMOOC 注册用户为 17.3 万人, 新增注册人数 1.2 万人, 新增付费学员 3400 人, 目前来自 TMOOC 平台收入占比约为 10% 至 15% 之间, 我们预计未来这一水平会继续提高, 对公司的毛利率将产生正面影响。另外我们认为随着平台用户的增大, 公司可以对平台上学生及企业进行两端收费。可以向学生提供增值服务及向企业提供优秀学员推荐, 来提升平台货币化水平。

K12IT 培训前景广阔, 预计未来将在全国铺开:

公司 K12 业务继续发力, 自 2015 年年底推出的少儿编程项目“童程”、“童美”外, 公司于 2016 年二季度又推出了儿童机器人编程项目“童创”。截至 2016 年 6 月底, 达内的儿童类项目已经覆盖 14 个城市, 招生人数将近 700 人。虽然目前业务占比不高, 但是公司注意到市场对幼儿 IT 兴趣班有较高需求, 随着业务在全国铺开, 预计 K12 今年招生人数将会超过 3000 人, 明年将能达到 6000 人, 该业务会成为公司另一块重要的收入来源。

公司上半年表现靓丽, 维持强烈推荐评级:

我们预计公司 2016 财年预期收入至 2.36 亿美元, 提高预期 GAAP 下净利润至 3631 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, 例如扩建现有学习中心、TMOOC 及 K12 课程, 未来利润率能够持续提升。目前价格对应 2016 财年每 ADS 预测 GAAP 盈利为 16 倍 PE。提高目标价至 15.6 美元, 对应 2016 年 PE23 倍, 有 19% 的上升空间, 评级推荐。

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	285	346
变动	46.7%	38.9%	25.2%	20.3%	21.3%
净利润(百万美元)	25	29	36	47	57
变动	75.78%	16.27%	26.80%	27.99%	23.04%
净利润率	18.13%	15.17%	15.37%	16.36%	16.59%
每ADS盈利(美元)	0.60	0.53	0.67	0.86	1.05
每ADS None-GAAP 盈利(美元)	0.70	0.62	0.76	0.95	1.14
基于股价的市盈率(倍)	17.8	20.3	16.0	12.5	10.2

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	8.50	2.06	10.29	29.74	110.34	96.79	2.08	N/A	N/A
EDU US	新东方	42.47	66.65	22.18	27.20	23.40	18.86	3.51	4.63	3.93
XRS US	好未来	62.80	50.79	55.56	42.25	44.81	29.99	8.60	12.48	9.52
1317 HK	枫叶教育	5.66	77.02	18.76	25.08	20.00	15.75	2.39	3.45	3.09
777 HK	网龙	26.60	132.13	53.96	N/A	102.33	69.52	2.08	2.77	2.74
	平均			32.15	31.07	60.18	46.18	3.73	5.83	4.82
APOL US	阿波罗教育	9.03	9.82	9.23	29.15	47.11	31.96	0.73	N/A	N/A
BPI US	桥点教育	7.84	3.63	21.81	35.50	36.33	23.67	1.15	N/A	N/A
STRA US	斯特雷耶教育	47.28	5.25	16.12	15.01	13.61	12.93	4.64	2.77	2.22
CPLA US	卡佩拉教育	59.84	6.92	14.13	17.69	16.69	13.74	2.76	3.34	2.77
ESI US	ITT 教育服务	2.21	0.53	1.97	1.21	2.67	24.44	0.55	N/A	N/A
LOPE US	Grand Canyon 教育	42.98	20.26	14.21	13.72	12.86	11.74	3.08	2.65	2.17
HMHC US	Houghton Mifflin	15.18	18.56	N/A	N/A	N/A	N/A	2.25	1.87	2.11
	平均			12.91	18.71	21.54	19.75	2.17	2.66	2.32

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>

	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	284.9	345.7
成本	(39.1)	(53.6)	(68.7)	(83.2)	(99.5)
毛利	97.1	135.6	168.1	201.7	246.2
销售费用	(42.6)	(61.8)	(79.3)	(92.0)	(111.0)
管理费用	(29.9)	(40.4)	(43.8)	(51.6)	(62.6)
研发费用	(5.4)	(8.1)	(10.2)	(12.8)	(15.6)
营运利润	19.2	25.3	34.7	45.3	57.1
利息收入	5.6	2.1	3.7	4.3	4.3
其他	2.4	1.9	1.6	1.6	1.6
税前盈利	27.1	29.3	40.0	51.2	63.0
所得税	(2.4)	(0.6)	(3.6)	(4.6)	(5.7)
净利润	24.7	28.7	36.4	46.6	57.3
Non-GAAP净利润	28.8	34.0	41.4	51.6	62.3
增长					
总收入 (%)	46.7%	38.9%	25.2%	20.3%	21.3%
净利润 (%)	75.8%	16.3%	26.8%	28.0%	23.0%

资产负债表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	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	112.5	166.9	233.8
定期存款	106.8	92.4	106.8	106.8	106.8
应收账款	23.2	22.6	25.5	27.6	30.2
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
总流动资产	183.5	204.3	255.6	312.1	381.6
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	26.1	29.7
其他	2.3	8.2	8.2	8.2	8.2
总资产	218.0	251.0	305.5	364.9	438.0
应付账款	0.3	0.8	0.9	1.1	1.3
应付税项	5.4	8.7	11.0	14.1	17.8
递延收入	19.3	25.3	31.7	38.1	46.3
预提费用及其他	8.4	12.3	15.8	19.1	22.8
总流动负债	33.4	47.1	59.4	72.4	88.2
其他长期负债	1.6	1.4	1.6	1.6	1.6
总负债	35.1	48.6	61.0	74.0	89.8
股东权益	182.9	206.1	248.1	294.6	351.8
每ADS账面值(\$)	4.5	3.8	4.6	5.4	6.5
营运资金	150.0	157.2	196.2	239.8	293.4

财务分析

	2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	71.3%	71.7%	71.0%	70.8%	71.2%
EBITDA 率 (%)	14.1%	13.4%	14.7%	15.9%	16.5%
净利率 (%)	18.1%	15.2%	15.4%	16.4%	16.6%
ROE	13.5%	13.9%	14.7%	15.8%	16.3%
营运表现					
费用/收入 (%)	53.2%	54.0%	52.0%	50.4%	50.2%
实际税率 (%)	8.9%	2.2%	9.0%	9.0%	9.0%
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
财务状况					
负债/权益	0.19	0.24	0.25	0.25	0.26
收入/总资产	0.62	0.75	0.78	0.78	0.79
总资产/权益	1.19	1.22	1.23	1.24	1.24

现金流量表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测
净利润	24.7	28.7	36.4	46.6	57.3
调整	17.0	25.6	14.1	12.0	13.7
运营资本变化	(13.3)	1.5	10.9	10.4	12.8
营运现金流	28.5	55.8	61.4	69.0	83.9
物业及设备变动	(7.9)	(16.1)	(13.9)	(14.6)	(17.0)
购买短期存款	(111.6)	4.4	(14.2)	0.0	0.0
投资活动现金流	(119.5)	(11.6)	(28.0)	(14.6)	(17.0)
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
融资活动现金流	106.5	(4.1)	0.0	0.0	0.0
现金变化	15.5	40.1	33.4	54.4	66.9
期初持有现金	26.1	42.7	79.1	112.5	166.9
汇兑变化	1.0	(3.6)	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	42.7	79.1	112.5	166.9	233.8

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>