

看好少儿课程未来的发展潜力

投资要点

- **2016年业绩总结:** 公司第四季度实现营收 464 百万元人民币, 同比增长 22%, 符合之前管理层给的指引 (增长 18%-23%), 实现净利润 103 百万元人民币, 较 2015 年四季度同比增长 13%。公司全年实现营收 1580 百万元人民币, 同比增长 34%, 符合管理层之前给的指引 (增长 33%-35%), 全年实现净利润 242 百万元人民币, 同比增长 35%。公司宣布每股派息 0.16 美元。管理层给出的指引为: 2017 年一季度收入同比增长 20%-22% (323-330 百万元人民币), 全年收入同比增长 26%-31% (1990-2070 百万元人民币)。
- **招生人数增长, 招生成本环比下降:** 达内四季度课程注册人数为 27897 人, 同比增长 19%, 四季度招生人数为 26898 人, 同比增长 18%, 受到春节较早的影响, 12 月的招生情况比较平淡。2016 年 IT 相关的就业市场有波动, IOS 和安卓类课程的招生人数下滑, 达内把学生引导到 Java、Web 前端这类就业市场需求强劲的课程上, 2016 年公司整体招生人数为 107493, 同比增长 28%。四季度公司新开了 7 个学习中心 (其中秦皇岛、淄博和南阳是新进入的城市), 总的学习中心数量为 145, 总座位数达到了 51127 (三季度为 50270), 较 2015 年同期增长 21%, 座位利用率为 72%, 与 2015 年四季度基本持平。
- **少儿课程发展有潜力:** 除了职业教育类课程, 公司于 2015 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, 于 2016 年二季度退出了“童创”, 作为面向青少年群体的机器人编程和 3D 打印课程, 我们认为这一类课程有较大市场需求, 看好其发展潜力。截止 2016 年四季度末, K-12 的课程已推广至 15 个城市, 四季度招生 883 人 (三季度招生 526 人), 累计招生 2354 人。2016 年四季度公司整体毛利率为 73.4%, 较 2015 年同期下降 1.4 个百分点 (2016 年全年的毛利率与 2015 年基本持平), 主要是由于少儿课程业务的毛利率比成人课程的低, 且少儿课程目前处于快速发展的阶段, 其教学资源利用率还没有达到理想的水平, 未来仍有提升空间。
- **估值与评级:** 我们预计公司 17/18/19 年净利润分别为 0.43/0.53/0.63 亿美元, net income per ADS 分别为 0.77/0.95/1.13 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 2017 年 23 倍市盈率, 对应目标价 17.71 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	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入(百万美元)	189	228	287	359	438
增长率	39%	21%	26%	25%	22%
归母净利润(百万美元)	29	35	43	53	63
增长率	16%	21%	23%	23%	21%
每股盈利 (美元)	0.52	0.63	0.77	0.95	1.13
市盈率	28	23	19	15	13

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

基础数据

52 周区间(美元)	9.07-17.75
3 个月平均成交量(万)	23.12
流通股数(百万)	47.16
市值(亿美元)	8.10
主要股东(%)	KKR&Co.L.P (42.02%)
审计	KPMG
业绩日期	2017-02

相关研究

附表：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31日年結 (百萬USD)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	12月31日年結 (百萬USD)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	189	228	287	359	438	稅前利潤	252	226	407	528	583
毛利	136	163	207	259	315	稅項	-51	-38	-71	-92	-102
EBIT	23	35	43	54	66	營運資本變動	8	14	-3	-4	-4
財務收入(費用)	7	3	3	3	2	經營現金流量	8	14	-3	-4	-4
聯營公司	0	0	0	0	0	資本開支	-7	-43	-54	-68	-83
非經常性項目	0	0	0	0	0	自由現金流量	33	10	-23	-18	-23
稅前利潤	30	38	46	57	68	股息	0	0	0	0	0
稅項	-1	-3	-3	-4	-5	其他非流動資產變動	-11	4	4	5	5
非控股權益	0	0	0	0	0	股本變動	0	0	0	0	0
淨利潤	29	35	43	53	63	其他	-6	-11	-0	-0	-0
						淨現金流量	16	3	-19	-13	-18
						期初淨現金 (負債)	142	159	160	141	127
						期終淨現金 (負債)	158	162	141	127	109
資產負債表						財務比率					
12月31日年結 (百萬USD)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	12月31日年結 (百萬USD)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
現金及現金等價物	171	177	156	142	124	增長(%)					
應收賬款	23	14	18	22	27	收入	39.0	20.6	26.0	25.0	22.0
存貨	0	0	0	0	0	EBITDA	4.5	52.2	23.1	25.0	22.0
其他流動資產	10	18	18	18	18	EBIT	4.5	52.2	23.1	25.0	22.0
物業、廠房及設備	20	63	117	185	268	淨利潤	16.2	20.7	22.5	22.6	20.6
無形資產	19	8	8	8	8	每股盈利	16.2	20.7	22.5	22.6	20.6
其他非流動資產	12	19	19	19	19	利潤率(%)					
總資產	255	299	333	386	451	毛利	72.0	71.5	72.0	72.0	72.0
						EBITDA	12.2	15.4	15.0	15.0	15.0
應付賬款	1	1	1	2	2	EBIT	12.2	15.4	15.0	15.0	15.0
短期借款	12	17	15	15	15	淨利潤	15.3	15.4	14.9	14.6	14.5
其他流動負債	34	51	41	42	43	其他比率					
長期借款	0	0	0	0	0	ROE(%)	14.1	15.2	15.7	16.1	16.3
遞延稅項負債	1	1	2	2	2	ROA(%)	11.4	11.7	12.8	13.3	13.7
其他非流動負債	0	0	0	0	0	淨負債率	(76.7)	(70.4)	(51.5)	(39.1)	(28.2)
總負債	48	70	60	61	62	利息覆蓋率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
						應收賬款周轉天數	44.4	22.4	22.4	22.4	22.4
股本	0	0	0	0	0	應付賬款周轉天數	6.9	5.6	6.0	7.0	7.0
儲備	206	230	273	325	389	存貨周轉天數	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益	206	230	273	325	389	有效稅率(%)	3.3	7.9	7.0	7.0	7.0
非控股權益	0	0	0	0	0						
總權益	206	230	273	325	389						
淨現金 (負債)	159	160	141	127	109						

数据来源：公司資料，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

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn