

达内科技 (TEDU.US)

评级: 强烈推荐

职业教育中的独角兽 未来增长可期

更新报告

目标价: \$ 24.00
 现价: \$ 18.31
 预计升幅: 30%

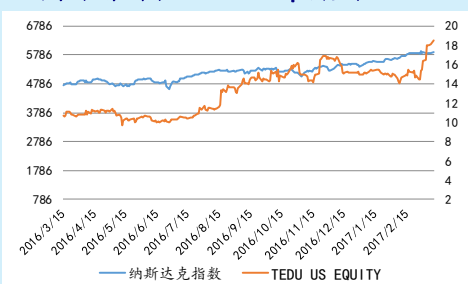
股本数据

总股本(万份 ADS): 5,554
 总市值(亿美元): 10.39
 52 周高/低 (HK\$): 18.80/9.68
 每股净值(元): 28.8
 所属行业: 教育行业

主要股东持股

韩少云 29.96%
 KKR 12.20%
 AREO 10.48%

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、20160819
 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

投资要点:

集团规模稳步扩大, 学员数量稳步增长:

公司第四季度总净营收为 4.64 亿人民币, 同比增长 22.0%, 净利润为人民币 1.03 亿元, 同比增长 12.9%。四季度课程招生量为 27897 人, 同比增长 18.9%, 其中 IT 类课程招生量维持了前几个季度较高的增长, 学生毕业后就业率保持在 90% 以上。总体而言公司全年业绩表现较好, 主要得益于三点: 首先中国就业环境压力持续加大, 更多的学生愿意选择参加职业培训; 其次公司不断新增学习中心及提升学习中心利用率水平; 最后公司对课程设计进行优化, “因材施教、分级培优” 的教学模式提升了整体学生学习效率。公司自上市以来, 年度入学学生总量接近翻倍, 也侧面证明了公司的线上线下结合教育模式的成功及盈利模式的可复制性, 自上市以来, 公司覆盖城市从 33 个扩张到 46 个, 教学点从 92 个扩张到 145 个, 课程数量从 11 门课程增加到 18 门课程。我们认为目前公司的成长态势在未来仍会持续, 预计 2017 年会新增约 23 家新的学习中心。

稳步扩张覆盖城市下沉二三线, 课程体系不断丰富:

预计公司未来会继续沿用三个战略: 1、继续开发新的课程, 丰富自己的产品线, 例如 web 前端、大数据、VR/AR 课程; 2、将业务扩张到新的城市, 特别是二三线城市; 3、在有潜力的老城市继续开设新的学习中心及提升现有学习中心的利用率水平。另外公司实行的推广渠道优化也在季报中有所体现, 达内科技过去一直主要依靠百度广告去做市场推广, 在降低对百度的依赖度后, 开启多渠道推广获取客源, 百度投放群体更加精准, 同时增加社交广告、移动端的投放, 高校合作招生规模逐步增加, 公司近几个季度显示非百度渠道和校招渠道的招生占比在不断提升。另一新业务, K12 教育“童程童美”少儿 IT 培训课程在 2016 年也获得巨大成功, 全年招生量达到 2350 多人, 预计 2017 年能够达到 4000 人以上, 成为公司收入另一个重要来源。

公司稳健发展及模式清晰, 维持强烈推荐评级:

我们预计公司 2017 财年预期收入至 20.52 亿元, GAAP 下净利润约 2.96 亿元。全年保持 20 个以上新增学习中心的扩张速度, 公司扩建现有学习中心、开发新课程 (web 前端、大数据、VR/AR 课程等) 使未来收入和盈利水平能够持续提升。目前价格对应 2017 财年每 ADS 预测 GAAP 盈利为 24 倍 PE。提高目标价至 24 美元, 对应 2017 年 PE30 倍, 有 30% 的上升空间, 评级强烈推荐。

截至12月31日财政年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总营收 (百万元)	1,178	1,580	2,052	2,695	3,302
变动	38.9%	34.1%	29.9%	31.3%	22.6%
净利润 (百万元)	179	226	291	376	490
变动	16.30%	26.37%	28.75%	29.18%	30.43%
净利润率	15.17%	15.59%	19.93%	16.81%	0.00%
每ADS盈利 (元)	3.32	4.07	5.24	6.76	8.82
每ADS None-GAAP 盈利 (元)	3.94	5.29	6.14	7.67	9.72
基于股价的市盈率 (倍)	38.5	31.5	24.4	18.9	14.5

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	市值(亿)	PE				PB			
			2015A	2016E	2017E	2017E	2015A	2016E	2017E	2017E
HLG US	海亮教育	2.18	15.22	17.93	N/A	N/A	1.77	N/A	N/A	N/A
EDU US	新东方	81.74	22.18	33.49	28.94	22.04	3.50	5.71	4.83	4.03
TAL US	好未来	76.75	55.56	61.95	61.30	39.73	8.60	18.30	13.78	10.20
777 HK	网龙	112.08	53.96	N/A	N/A	70.69	2.08	2.67	2.62	2.46
DL US	正保远程教育	3.32	21.60	14.59	12.43	12.59	5.76	12.43	6.41	4.96
6068 HK	睿见教育	38.50	N/A	19.50	14.62	12.53	N/A	3.19	1.87	1.69
1317 HK	枫叶教育	80.43	18.76	26.37	20.64	16.75	2.39	3.63	3.21	2.86
1565 HK	成实外教育	154.75	N/A	46.30	37.04	21.16	N/A	5.56	4.99	4.36
平均			31.21	31.45	29.16	27.93	4.02	7.35	5.39	4.37
LOPE US	Grand Canyon 教育	32.29	14.21	21.56	19.49	17.87	3.08	4.15	3.42	2.88
HMHC US	Houghton Mifflin	11.82	N/A	N/A	N/A	N/A	2.25	1.20	1.76	2.39
APOL US	阿波罗教育	10.98	7.32	32.56	40.80	45.43	0.73	N/A	N/A	N/A
BPI US	桥点教育	4.52	21.81	48.60	29.45	19.06	1.15	N/A	N/A	N/A
STRA US	斯特雷耶教育	8.86	16.12	24.48	22.16	19.55	4.64	4.57	3.43	2.73
CPLA US	卡佩拉教育	9.08	14.13	22.06	20.92	19.37	2.76	4.47	3.81	3.23
平均			14.72	29.85	26.56	24.26	2.44	3.60	3.10	2.81

资料来源: Bloomberg、国元(香港)

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2015年 历史	2016年 历史	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
收入	1,178.0	1,579.6	2,052.4	2,694.7	3,302.4
成本	(333.6)	(449.1)	(586.9)	(759.0)	(928.6)
毛利	844.4	1,130.5	1,465.5	1,935.7	2,373.8
销售费用	(385.0)	(527.6)	(683.5)	(902.7)	(1,089.8)
管理费用	(251.3)	(307.5)	(398.2)	(528.2)	(627.5)
研发费用	(50.5)	(65.6)	(88.3)	(115.9)	(142.0)
营运利润	157.7	229.8	295.6	388.9	514.6
利息收入	13.2	11.1	24.0	24.0	24.0
其他	11.8	3.8	0.0	0.0	0.0
税前盈利	182.7	244.7	319.6	412.9	538.5
所得税	(4.0)	(18.8)	(28.8)	(37.2)	(48.5)
净利润	178.8	225.9	290.8	375.7	490.1
Non-GAAP净利润	211.7	293.7	340.8	425.7	540.1
增长					
总收入 (%)	38.9%	34.1%	29.9%	31.3%	22.6%
净利润 (%)	16.3%	26.4%	28.8%	29.2%	30.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测	2018年 预测
现金	513.9	810.7	1,179.2	1,709.1	2,412.0
定期存款	599.9	416.7	416.7	416.7	416.7
应收账款	147.0	97.4	122.1	115.1	0.0
预付账款及其他	66.1	126.1	126.1	126.1	126.1
递延税收资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总流动资产	1,326.9	1,450.9	1,844.2	2,367.1	2,954.8
定期存款	114.2	58.7	58.7	58.7	58.7
应收账款	7.8	1.2	1.2	1.2	1.2
物业及设备	127.9	437.3	437.3	437.3	437.3
其他	53.1	91.8	91.8	91.8	91.8
总资产	1,629.9	2,039.9	2,433.2	2,956.1	3,543.8
应付账款	5.3	4.6	5.9	7.6	9.3
应付税项	56.3	91.2	91.2	91.2	91.2
递延收入	164.5	266.1	345.7	453.9	556.2
预提费用及其他	79.8	117.9	142.6	170.5	170.5
总流动负债	305.9	479.7	585.4	723.3	827.3
其他长期负债	9.3	7.0	7.0	7.0	7.0
总负债	315.3	486.8	592.5	730.3	834.4
股东权益	1,338.6	1,598.2	1,885.9	2,270.9	2,754.6
每ADS账面值(元)	24.9	28.8	34.0	40.9	49.6
营运资金	1,021.0	971.1	1,258.8	1,643.8	2,127.5

财务分析

	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	71.7%	71.6%	71.4%	71.8%	71.9%
EBITDA 率 (%)	13.4%	14.6%	14.4%	14.4%	15.6%
净利率 (%)	15.2%	14.3%	14.2%	13.9%	14.8%
ROE	13.4%	14.1%	15.4%	16.5%	17.8%
营运表现					
费用/收入 (%)	54.0%	52.9%	52.7%	53.1%	52.0%
实际税率 (%)	2.2%	7.7%	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	47	22	22	16	0
应付账款天数	6	4	4	4	4
财务状况					
负债/权益	0.24	0.30	0.31	0.32	0.30
收入/总资产	0.72	0.77	0.84	0.91	0.93
总资产/权益	1.22	1.28	1.29	1.30	1.29

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测	2018年 预测
净利润	178.8	225.9	290.8	375.7	490.1
调整	159.4	298.0	274.7	272.6	238.1
运营资本变化	9.6	129.8	81.0	144.9	219.2
营运现金流	347.7	653.7	646.5	793.2	947.3
物业及设备变动	(100.0)	(497.5)	(376.1)	(263.3)	(244.5)
存款变动	27.6	238.7	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(72.3)	(258.8)	(376.1)	(263.3)	(244.5)
股权变化及IPO	(25.7)	0.0	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	(25.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
现金变化	249.7	394.9	270.4	529.9	702.8
期初持有现金	227.2	513.9	908.8	1,179.2	1,709.1
汇兑变化	37.1	0.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	513.9	908.8	1,179.2	1,709.1	2,412.0

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>