

买入 (维持)

TEDU.US 达内科技

目标价: 13.50 美元

现价: 10.01 美元

注册学生增速未见放缓, 业绩高增长可持续

2016年5月25日

预期升幅: 34.9%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2016.5.25

收盘价(美元)	10.01
总股本(亿 ADS)	0.55
总市值(亿美元)	5.46
净资产(亿美元)	1.98
总资产(亿美元)	2.68
每股净资产(美元)	3.63

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(千美元)	189,189	239,831	302,180	377,719
同比增长(%)	38.90%	26.77%	26.00%	25.00%
净利润(千美元)	28,709	37,580	51,293	68,068
同比增长(%)	16.27%	30.90%	36.49%	32.70%
毛利率(%)	71.68%	73.10%	73.30%	73.50%
净利润率(%)	15.17%	15.67%	16.97%	18.02%
净资产收益率(%)	14.76%	16.71%	19.04%	20.69%
每ADS收益(美元)	0.534	0.674	0.921	1.222
市盈率	18.7	14.8	10.9	8.2

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## 相关报告

达内科技(TEDU.US)深度报告

《IT 职业培训龙头, 改革&amp;互联网双驱动》20150310

达内科技(TEDU.US)跟踪报告

《汇率不影响经营, 综合性培训机构雏形已现》20150820

达内科技(TEDU.US)跟踪报告

《新增儿童编程课程, 进一步提升中心使用率》20151125

达内科技(TEDU.US)跟踪报告

《尝试等级划分课程, 微调提价策略》20160304

## 海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波

yangyaobo@xyzq.com.cn

SFC:BEJ406

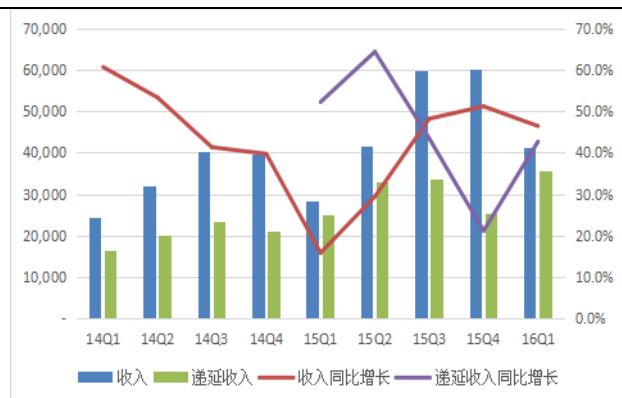
## 投资要点

- **事件:** 达内科技业公布 2016Q1 业绩并召开业绩电话会议。
- **2016Q1 业绩概要:** 公司 2016Q1 总收入为 4127.9 万美元, 同比增长 46.5%; 毛利率为 64.4%, 同比上升 330bps; 归母净亏损 375.3 万美元, 亏损同比增加 50.2%。总注册课程数为 21121, 同比增长 48.2%; 总注册学生数为 23030, 同比增长 51.8%; 总座位数为 44004, 同比增长 26.3%; 总学习中心数为 135 家, 环比增加 1 家。
- **我们的观点:** 第一季度是教育行业的淡季, 业绩相对其他季度差属于正常, 如果刨除汇率对冲所产生的 300 万美元亏损, 同比净亏损是大幅下降的。注册学生数继续维持高速增长, 同时中心利用率的提高推升了整体的利润率。我们认为达内科技全年及未来业绩将会在学生数、学费及利用率 3 方面的提升推动下继续增长。我们认为, 达内科技作为 IT 培训的绝对龙头(预计目前市场份额超 10%, 高于排名 2-10 的总份额)将会继续享受行业的红利, 同时新开拓会计和 K12 的课程为公司打开了新的市场和增长动力, 维持【买入评级】。
- **盈利预测及估值:** 我们根据最新情况, 对达内科技未来的盈利预测进行了调整, 主要包括以下方面: 1) 上调毛利率; 2) 略为上调销售和研发费用; 3) 调整了其他收入的亏损。我们预计公司未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25%以上和 30%以上, 预测 2016/2017/2018 年收入为 2.40/3.02/3.78 亿美元, 利润为 3758/5126/6803 万美元。我们维持达内科技【买入评级】, 给予目标价 13.5 美元, 对应 2016 年 20 倍 EPS。
- **风险提示:** 新学习中心的建设和使用率不及预期; 在线教育竞争加剧; 新课程增长不及预期; 教育政策出现变动; 中国经济发展下滑; 职业培训需求。

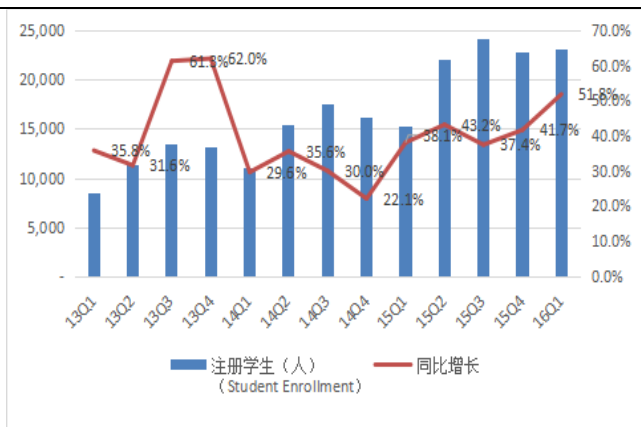
## 报告正文

- 我们的观点：**第一季度是教育行业的淡季，业绩相对其他季度差属于正常，如果刨除汇率对冲所产生的 300 万美元亏损，同比净亏损是大幅下降的。注册学生数继续维持高速增长，同时中心利用率的提高推升了整体的利润率。我们认为达内科技全年及未来业绩将会在学生数、学费及利用率 3 方面的提升推动下继续增长。我们认为，达内科技作为 IT 培训的绝对龙头（预计目前市场份额超 10%，高于排名 2-10 的总份额）将会继续享受行业的红利，同时新开拓会计和 K12 的课程为公司打开了新的市场和增长动力，维持【买入评级】。
- 2016Q1 业绩概要：**公司 2016Q1 总收入为 4127.9 万美元，同比增长 46.5%；毛利率为 64.4%，同比上升 330bps；归母净亏损 375.3 万美元，亏损同比增加 50.2%。总注册课程数为 21121，同比增长 48.2%；总注册学生数为 23030，同比增长 51.8%；总座位数为 44004，同比增长 26.3%；总学习中心数为 135 家，环比增加 1 家。
- Q1 属于业绩淡季，汇率亏损拖累业绩：**第一季度有春节假期的存在，收入和利润都属于教育行业的淡季，所以相比其他季度的业绩较差属于合理情况。值得注意的地方是，如果刨除汇率对冲所产生的 300 万美元亏损，Q1 的净亏损将会是 73 万美元，大幅少于去年同期的 267 万美元。此次交易是在 2016 年 1 月初签订的，5 月底结束。3 月底人民币兑美元中间价是短期内的底部，而目前中间价已经恢复至 1 月初的水平，所以我们认为部分 Q1 确认外汇期货的亏损将会在 Q2 中冲回。另外，此次交易之后公司的海外人民币存款会换成美元，未来汇率波动对公司的利润报表影响将会减少。
- 注册学生增长未见放缓，业绩高增长可持续：**在过去 5 年中，注册学生人数持续保持着高速增长，年复合增长率高达 50%。我们认为从目前的趋势来看，高增长的趋势仍将会延续下去。高校 IT 类课程更新速度仍大幅落后于目前应用和语言更新的速度，应届生的能力与 IT 企业的需求不匹配普片存在；同时，IT 人员的需求量仍在移动互联网、大数据和云计算等新兴科技产业的高增长推动下，继续呈现紧缺状态。我们认为，达内科技作为 IT 培训的绝对龙头（预计目前市场份额超 10%，高于 2-9 的总份额）将会继续享受行业的红利，预计未来 3 年收入复合增长能保持在 25% 以上。

图表 1、中心利用率及毛利率



图表 2、总座位数及增速（单位：个）

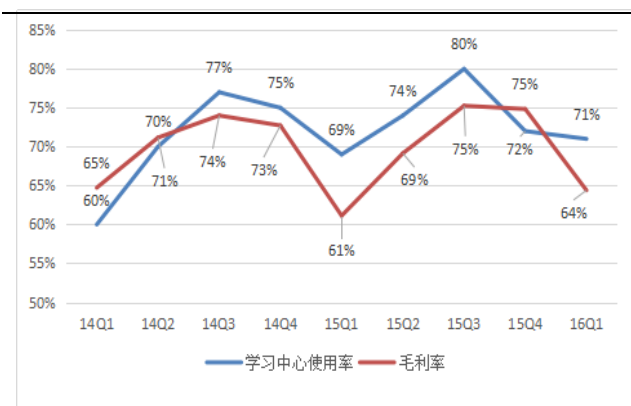


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

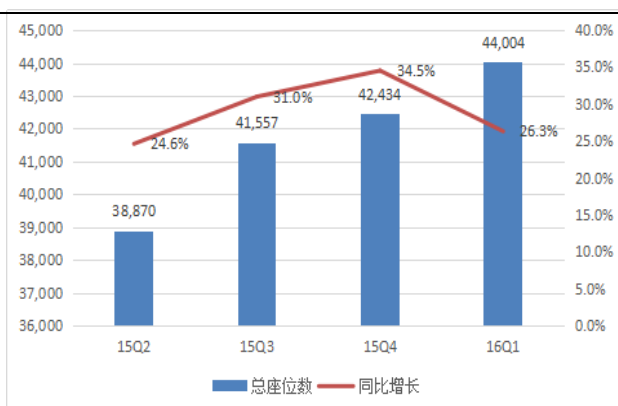
- **中心利用率提高，毛利率提升高于预期：**第一季季度的整体中心利用率为 71%，高于去年同期的 69%；同时毛利率为 64%，高于去年同期的 61%。这与公司的扩张策略有一定关系，在增加产能（座位数）上更为关注的是座位数的增长而不是新增学习中心的数量。部分地区利用扩大原有中心面积的方式取代新增学习中心，我们认为这更有效的减少新增中心的空置时间，提高中心的整体利用率。我们公司预计未来总座位数的增速会与学生增速匹配，而利用率提升不会太快，因为新的中心的座位数会持续增加来满足市场的需求。毛利率的提升好于我们前期预期，所以在盈利预测中做了相应的调整，预计全年毛利率在 73%左右。

图表 3、中心利用率及毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图表 4、总座位数及增速（单位：个）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **应收账款处于健康水平：**2016Q1 的应收账款同比下降 19%，而本季的坏账计月 70 万美元，同比下降 54%。在收入同比增长 46%的前提下，这两项的下降已经充分印证了我们前期报告中提出“坏账属于过去式，问题已经解决”的观点。从账龄分析的角度来看，目前的营应收账款已经处于健康水平，大部分逾期账款已经在 2015 年进行了计提；而新的应收账款出现逾期的情况比率较低，因为只有优质的高校在校生（有较高的信用等级）才可以申请到达内的【先就业，后付款】计划，其余需要贷款的都会转介去合作的 6 家金融机构。我们预计之后几个季度坏账计提的同比下降幅度会更大，整体管理费用的增速和收入占比都会下降，经营利润率会有所提升。
- **新定价策略 3 月开始执行：**过去公司采取每年涨价 1000 元的提价策略，而今年 3 月开始实时区域和等级课程差异化的定价方式。具体来讲，今年只会针对 1 线城市以及需求比较旺盛的地区（约 10 个地区左右）中进行提价 2000 元至 19800 元，而其他地区将会维持原有价格 18800 元。另外 2016 年会在 5 个课程当中实施基础班和高级班的划分，其中高级班要贵 1000 元左右（1 线城市高级班 20800 元，3、4 线城市 19800 元）。我们认为等级划分可以很好的区分学员，更有针对性的进行教学辅导；同时从盈利角度来看，也更好的做到价格区分，预计高级班占比会在 10-20%之间。全年来看，我们预计在 1 线城市和高级班的拉动下，ASP 增长在 4%左右。

- **儿童课程推广是 2016 年的重点：**目前儿童课程只有在北京 4 个中心开展，开办以来反应都较好，试听课程基本每周满座。公司计划今年内推广至 10 个城市。我们认为是值得期待的新业务，首先是一个蓝海市场，并没有什么竞争对手；另外是额外的盈利项目，使用的都是原有学习中心的空闲时间段（晚上和周末），没有额外的租金成本，而且推广和研发投入都高。
- **盈利预测及估值：**我们根据最新情况，对达内科技未的盈利预测进行了调整，主要包括以下方面：1) 毛利率上调至 73%；2) 销售和研发费用增速略为上调以反映公司未来几个季度的规划投放；3) 调整了其他收入，反映外汇对冲的亏损，同时由于不确定性太高而不再预测未来的其他收入。整体来看，我们预计公司未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25%以上和 30%以上，2016/2017/2018 年收入预测分别为 2.40/3.02/3.78 亿美元，利润分别为 3758/5126/6803 万美元。我们维持达内科技【买入评级】，给予目标价 13.5 美元，对应 2016 年 20 倍 EPS。

图表 5、盈利预测（单位：千美元）

	原来盈利预测			新盈利预测			
	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	239,831	302,180	377,719	189,189	239,831	302,180	377,719
成本	-67,153	-84,308	-105,006	-53,569	-64,514	-80,682	-100,095
毛利	172,678	217,872	272,713	135,620	175,316	221,498	277,623
其他收入	2,354	2,589	2,848	1,897	-1,535	0	0
销售开支	-76,746	-96,395	-120,870	-61,824	-77,465	-96,698	-120,870
行政开支	-48,686	-61,040	-75,921	-40,359	-48,686	-61,040	-75,921
研发成本	-9,833	-12,389	-15,486	-8,113	-10,313	-12,692	-15,486
总经营费用	-132,910	-167,236	-209,430	-108,399	-137,999	-170,430	-212,278
利息收入	3,613	4,496	5,745	6,863	4,438	5,889	10,250
除税前利润	43,381	55,132	69,028	29,346	41,755	56,957	75,595
所得税	-4,338	-5,513	-6,903	-637	-4,176	-5,696	-7,559
归母净利润	39,043	49,619	62,125	28,709	37,580	51,261	68,035
每 ADS 收益 (美元)	0.700	0.923	1.155	0.534	0.674	0.920	1.221

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **风险提示：**新学习中心的建设和使用率不及预期；在线教育竞争加剧；新课程增长可能不及预期；教育政策出现变动；中国经济发展下滑；职业培训需求。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位: 千美元					单位: 千美元				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
物业、厂房及设备	19,691	63,698	57,403	42,799	收入	189,189	239,831	302,180	377,719
长期投资	3,696	3,696	3,696	3,696	成本	-53,569	-64,514	-80,682	-100,095
定期存款	17,591	17,591	17,591	17,591	毛利	135,620	175,316	221,498	277,623
应收账款	1,197	1,197	1,197	1,197	其他收入	1,897	-1,535	0	0
其他固定资产	8,179	8,179	8,179	8,179	销售开支	-61,824	-77,465	-96,698	-120,870
<b>固定资产合计</b>	<b>50,354</b>	<b>94,361</b>	<b>88,066</b>	<b>73,462</b>	行政开支	-40,359	-48,686	-61,040	-75,921
应收账款	22,637	32,854	41,395	51,742	研发成本	-8,113	-10,313	-12,692	-15,486
现金及存款	171,525	161,160	221,067	306,556	<b>总经营费用</b>	<b>-108,399</b>	<b>-137,999</b>	<b>-170,430</b>	<b>-212,278</b>
其他流动资产	10,179	10,179	10,179	10,179	利息收入	6,863	4,438	5,924	10,286
<b>流动资产合计</b>	<b>204,341</b>	<b>204,192</b>	<b>272,641</b>	<b>368,478</b>	除税前利润	29,346	41,755	56,992	75,631
<b>总资产</b>	<b>254,695</b>	<b>298,553</b>	<b>360,706</b>	<b>441,939</b>	所得税	-637	-4,176	-5,699	-7,563
应付账款	-679	-530	-663	-823	<b>盈利</b>	<b>28,709</b>	<b>37,580</b>	<b>51,293</b>	<b>68,068</b>
递延收入	-25,336	-38,373	-48,349	-60,435	每ADS收益-基本	0.534	0.674	0.921	1.222
应付所得税	-8,669	-2,059	-2,811	-3,730	每ADS收益-摊薄	0.489	0.651	0.921	1.222
其他流动负债	-12,430	-12,430	-12,430	-12,430					
<b>总流动负债</b>	<b>-47,115</b>	<b>-53,393</b>	<b>-64,253</b>	<b>-77,418</b>					
其他非流动负债	-1,437	-1,437	-1,437	-1,437	<b>财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>总非流动负债</b>	<b>-1,437</b>	<b>-1,437</b>	<b>-1,437</b>	<b>-1,437</b>	<b>利润率</b>				
<b>总负债</b>	<b>-48,552</b>	<b>-54,830</b>	<b>-65,690</b>	<b>-78,855</b>	毛利率	71.7%	73.1%	73.3%	73.5%
已发行股本	55	55	55	55	EBITDA 利润率	19.6%	18.1%	22.3%	21.4%
储备	206,089	243,668	294,962	363,030	EBIT 利润率	14.4%	15.6%	16.9%	17.3%
<b>总权益及少数股东权益</b>	<b>206,144</b>	<b>243,723</b>	<b>295,017</b>	<b>363,085</b>	净利率	15.2%	15.7%	17.0%	18.0%
					<b>营运资金</b>				
					应收周转天	44.2	42.2	44.8	45.0
					应付周转天	1.1	1.1	0.9	0.9
					<b>回报率</b>				
					资产回报率	11.5%	12.1%	13.9%	14.7%
					(ROA)				
					净产值回报率	14.8%	16.7%	19.0%	20.7%
					(ROE)				
					<b>流动性</b>				
					流动比率	4.3	3.8	4.2	4.8
					速动比率	2.4	2.1	2.8	3.6
					<b>估值</b>				
					市盈率	18.7	14.8	10.9	8.2

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。