

达内科技 (TEDU.NASDAQ) 2014 年三季报点评

三季报营收高于指引，四季度发力拓展

2014 年 11 月 12 日

投资要点

- ❖ 前三季度营收达到 **96.55 百万美元**，第三季度营收 **40.27 百万美元**，略高于前期业绩指引。和 2013Q3 相比，本季度营收同比增长 41.35%。这得益于 3 个原因。第一，第三季度增加了 2 家学习中心，使得最新学习中心数目达到 105 家，招生人数实现同比 30.00% 的增长，达到 17518 人。第二，学习中心的利用率，即上座率，从 2013Q3 的 72% 上升至 2014Q3 的 77%。第三，从 2014Q2 开始对课程进行提价(幅度约 1000 元人民币)。
- ❖ 毛利率由 2013 年同期的 **71.9% 提升至本季度的 74.0%**。毛利率的提升，首先得益于招生规模的扩大，和学习中心利用率的升高。员工薪酬和福利支出在营收中的占比，由 2013 年同期的 10.1% 下降至本季的 9.7%，租赁成本在营收中的占比，由 2013 年同期的 8.7% 下降至本季的 6.9%。
- ❖ 本季度新开学习中心数低于预期，但预期将从 **Q4 开始高速增长**。由于公司着力于梳理组织架构，调整销售激励制度，建立员工培训系统，因此本季度在合肥、大连、南昌各增加了 1 家学习中心，在郑州合并了 1 家，共只新增了 2 家。公司预计本年 Q4 开设 10-15 家学习中心，2015H1 将开设 20 家左右，招生人数和营收规模将实现高速增长。
- ❖ 非 IT 课程增长势头迅猛，会计课程箭在弦上拓展在即。目前 IT 课程中 Java 学员占比最大，约 30% 左右，但是非 IT 课程的“数字艺术”和“网络营销”课程学员数增长迅猛，已经占到学员总数的 38.6%，约 6762 人。公司预计 2015 年 H1，2 门课程的营收占比将达到 40%。会计课程方面，本年 10 月份已经在北京开办 1 家学习中心，第一期招生人数约 100 人。公司计划 11、12 月份在北京各开办 1 家。
- ❖ 风险因素：IT 行业景气反转的风险，传统教育改革变化的风险，课程拓展前景不确定风险。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。由于公司 Q4 计划开设学习中心数量超过 10 家，将相对拉低全年毛利率；会计学员的招生速度超出预期，将提高销售费用、人员支出费用等。我们调整 2014 年营收预测至指引范围内的 136.00 百万美元，预计 2015/2016 年实现营收为 181.03/229.93 百万美元；2014/2015/2016 年净利润分别为 23.85/38.40/51.81 百万美元，对应每份 ADS 收益为 0.47/0.76/1.03 美元（原预测为 0.67/1.12/1.36 美元）。根据未来 3 年复合增长率 47.39%，取典型中国互联网公司 PE/G0.67，给予 2015 年 31.75 倍 P/E，对应 2015 年目标价 24.13 美元，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万美元)	56.82	92.83	136.00	181.03	229.93
变化(%)	121%	63%	46%	33%	27%
净利润(百万美元)	-16.99	-30.31	23.85	38.40	51.81
变化(%)	NA	NM	NM	61%	35%
每份 ADS 收益(美元)	-1.57	-2.77	0.47	0.76	1.03
变化(%)	NA	NM	NM	61%	35%
市盈率(倍)	NA	NA	30.16	18.73	13.88
每份 ADS 经营性现金流(美元)	0.15	0.59	0.47	0.68	0.91
股价/经营性现金流(倍)	96.64	24.22	30.36	21.00	15.57
EV/EBITDA(倍)	41.96	26.67	19.72	11.81	8.14

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为美国 2014 年 11 月 10 日收盘价。



买入 (维持)

当前价：14.20 美元

目标价：24.13 美元

中信证券研究部

范小明

电话：0755-23835417

邮件：fanxiaoming@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010514040002

皮舜

电话：010-60838017

邮件：ps@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010510120022

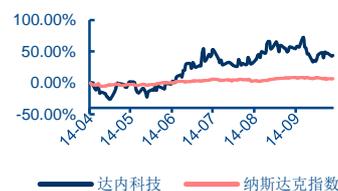
张帆，CFA

电话：021-20262109

邮件：fzhang@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010510120058

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

纳斯达克指数	4651.62 点
总股本(百万份 ADS)	50.66
近 12 月最高/最低价	15.85/6.54 美元
近 1 月绝对涨幅	27.70%
近 6 月绝对涨幅	76.40%
一年以来绝对涨幅	56.73%
12 个月日均成交额	7.75 百万美元

合并损益表

12 月年结 (百万美元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	56.82	92.83	136.00	181.03	229.93
销售及劳务成本	-17.76	-29.07	-40.80	-48.88	-62.08
毛利	39.06	63.77	95.20	132.15	167.85
销售及推广费用	-16.88	-30.25	-43.52	-56.11	-68.97
行政和研发开支	-11.74	-20.03	-29.21	-37.98	-47.08
其它经营费用	0.00	0.00	-0.36	-0.43	-0.47
经营利润	10.44	13.48	22.12	37.63	51.33
财务收入 (费用)	1.16	1.54	4.29	5.68	7.56
其他收入	0.24	2.45	1.29	1.29	1.29
税前利润	11.84	17.47	27.70	44.61	60.19
所得税开支	-2.22	-2.27	-3.86	-6.21	-8.38
优先股股东权益减值	-26.55	-44.36	0.00	0.00	0.00
应占联营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
优先股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益方式投资损益	0.16	1.87	0.00	0.00	0.00
普通股股东应占利润	-16.77	-27.29	23.85	38.40	51.81
除息、税、折旧及摊销前 利润 (EBITDA-计联营 贡献)	16.48	25.29	28.98	45.64	60.58
除息、税前利润 (EBIT-不计联营贡献)	10.68	15.93	23.41	38.93	52.62

合并现金流量表

12 月年结 (百万元人民币)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-16.77	-30.31	23.85	38.40	51.81
优先股股东权益增值	26.55	44.36	0.00	0.00	0.00
折旧及摊销	5.80	9.36	5.57	6.71	7.96
营运资金变动	-19.70	-1.15	-1.43	-5.18	-6.01
其它	11.57	7.44	-4.29	-5.68	-7.56
经营现金流	7.44	29.71	23.70	34.25	46.19
资本开支	-7.16	-9.10	-4.37	-4.87	-5.21
其它	-0.75	-10.43	0.36	0.43	0.47
投资现金流	-7.91	-19.54	-4.01	-4.44	-4.74
发行普通股的所得款项	0.00	0.00	125.44	0.00	0.00
借贷变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
已付股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	-0.23	-0.59	4.29	5.68	7.56
融资现金流	-0.23	-0.59	129.73	5.68	7.56
外汇汇率变动之影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
变动净现金流	-0.70	9.58	149.42	35.49	49.01
自由现金流	0.28	20.60	19.33	29.38	40.98

主要假设

12 月年结	2012	2013	2014E	2015E	2016E
学习中心数	57	92	112	134	159
招生人数	31,340	46,458	63,760	79,470	94,545
ARPU 值 (美元)	1,813	1,998	2,133	2,278	2,432

合并资产负债表

12 月年结 (百万元人民币)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	16.20	26.14	175.56	211.05	260.06
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收贸易款项及 其它应收款项	14.32	15.00	20.68	27.53	34.96
其它流动资产	3.74	5.04	2.63	3.71	4.80
流动资产合计	34.26	46.18	198.86	242.29	299.82
物业、厂房及设备	8.17	12.81	10.60	7.76	4.01
于联营公司之权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	1.00	2.00	3.00
其它非流动资产	4.44	14.68	14.68	14.68	14.68
非流动资产合计	12.61	27.49	26.29	24.44	21.69
资产总计	46.87	73.67	225.15	266.73	321.51
短期借贷	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付贸易款项、 其它应付款项	0.08	0.22	0.31	0.37	0.46
其它流动负债	14.48	25.12	27.22	30.34	33.21
流动负债合计	14.56	25.33	27.52	30.70	33.68
长期借贷	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它非流动负债	0.18	0.24	0.24	0.24	0.24
非流动负债合计	0.18	0.24	0.24	0.24	0.24
负债总计	14.74	25.58	27.77	30.95	33.92
股本	0.01	0.01	50.67	50.67	50.67
股份溢价和储备	-34.98	-63.30	146.71	185.11	236.92
股东应占权益	-34.97	-63.28	197.38	235.78	287.59
优先股股东权益	67.10	111.38	0.00	0.00	0.00
总权益	32.13	48.09	197.38	235.78	287.59
总权益及负债	46.87	73.67	225.15	266.73	321.51
已动资本	32.31	48.34	197.63	236.02	287.83
营运资金	19.70	20.85	22.28	27.46	33.47
净现金/负债	16.20	26.14	175.56	211.05	260.06
净负债比率 (%)	NC	NC	NC	NC	NC

主要财务指标

12 月年结	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
毛利	129.39	63.26	49.30	38.82	27.01
除息、税、折旧及摊销 前利润 (计联营贡献)	601.55	53.50	14.60	57.48	32.73
除息、税前利润 (计联营贡献)	858.07	49.12	46.99	66.26	35.18
股东应占利润	NA	NA	NA	61.02	34.92
利润率 (%)					
毛利	68.74	68.69	70.00	73.00	73.00
除息、税、折旧及摊销 前利润 (计联营贡献)	29.00	27.24	21.31	25.21	26.35
除息、税前利润 (计联营贡献)	18.80	17.16	17.22	21.50	22.89
股东应占利润	NA	-29.40	17.53	21.21	22.53
其它 (%)					
有效税率	18.85	13.92	13.92	13.92	13.92
已动资本回报率	NA	-56.46	12.07	16.27	18.00
平均股东回报率	NA	-56.75	12.08	16.29	18.01
平均资产回报率	NA	-37.05	10.59	14.40	16.11
盈利对利息倍数 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。**香港特区：**本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。**香港特区：**对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 无需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务未收到任何补偿或委托；(iii) 无雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。