



中以博胜 小求精当

达内科技 (TEDU) 三季度财报点评

2014 年 11 月 10 日

看好/维持

互联网行业 点评报告

分析师: 弓永峰 汤杰

执业证书编号: S1480111020051

tang-jie@dxzq.net.cn

联系人: 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 罗柏言

中小市值团队: 弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

事件:

达内科技于上周四美股收盘前发布了未经审核的 14 年度第三季度财报, 财报显示, 收入为 \$40.3m, 超越了一致性预期 \$39.05m, Non-GAAP 每股收益为 \$0.20, 超过一致性预期的 \$0.18。净利润同比增长 92%。公司给出的第四季度的收入展望为 \$39.2-\$40.4m, 一致性预期为 \$39.98m。

- 集团的第三季度收入为 \$40.3m, 超过之前给出指引的 \$38.5-\$39.5m, 同比增长为 41%。总入学人数为 17518 人, 同比增长 30%。本季度集团新开了 2 个学习中心, 目前中心总数达到 105 个。
- 毛利率为 74.2%, 同比提升了 215 个基点。Non-GAAP 运营利润同比增长 41%, 运营利率从去年同期的 23.9% 提升到了 27.2%。座位利用率为 77%, 去年同期为 72%。净利润同比增长 88%。
- 第四季度的收入展望为 \$39.2-\$40.4m, 华尔街一致性预期的 \$39.98m, 同时公司也提升全年的收入指引到 \$135.8m-\$137m, 第二季度给出的全年收入指引为 \$134.5m-\$136m。
- 达内科技在随后几个交易中上涨到达 \$13.88。

点评观点:

● 业务量价齐升, 展望偏中性。

由于管理层上季度刚下调完这个季度的业绩收入展望, 因此我们认为短期内业绩不大可能会有惊喜, 否则则会显得管理层的执行力有问题。目前 40% 左右的收入增长实际上反映了一种健康的扩张节奏。资本市场给出的估值对应目前的增速是较为低估的。其原因在于:

1. 对公司业务的理解还有待加深;
2. 对公司未来增长的可持续性有所保留。

学而思在刚上市的时候估值一直得不到提升也是同样理由。因此我们认为随着更多的财报披露出来, 市场对公司的信心会逐步提升。只要达内能够在未来几个季度继续保持 35% 左右的增长, 我们认为现在的估值依然有很高的向上空间。

根据上周五的收盘价, 目前今年的 PE 为 24 倍, Forward-PE 为 19.17 倍

● 重回扩张, 但利润率将受影响

达内科技计划在下个季度新增 15 个教学点, 使得总教学中心数量达到 130 个。明年计划新开 35 个教学中心, 为未来的增长打好基础。新开的教学中心有一大部分将会用于非 IT 类课程的教室。因此我们对明年的收入展望还是相当正面的, 目前对明年的收入增速估计为 39%。

但由于新开教学中心将短时间压迫利润率。因此下调明年的利润率和 EPS。目前估计明年的 Non-GAAP

EPS 为\$0.72（之前是\$0.78）。

● 会计课程

会计课程是公司明年的重点业务。因为会计课程的成功与否关系到：

1. 公司的 IT 课程是否具有可复制性；
2. 如果会计能成功复制 IT 类课程，那么别的课程是否也能以同样的方式展开。

因此会计课程是否成功对公司估值提升至关重要。

目前达内的 KPI 考核已经没有区分 IT 类和非 IT 类课程，主要原因在于 IT 课程增速在逐步放缓，除了市场费用投入有所倾斜外，竞争和饱和度也是导致增速下降的原因。

因此新课程的高增速对拔高整个集团的营收增长是至关重要的。目前第一期班已经开班，仅限北京地区，未来计划每 2 个月开一次班。从第一期班的效果看来，远远超过管理层的预期。虽然对今年的收入贡献微乎其微。但我们认为达内将在明年推广全国后对收入产生显著影响。

目前我们模型预计明年将有 5000 个学员报名参加达内的会计课程。对明年收入的贡献将在 15%左右。

我们认为会计课程将和 UID 课程一样，成为达内的下一个非 IT 类拳头产品。

● 其他运营数据

1. 本季度净增长 2 个学习中心，目前中心总数达到 105 个，实际上新建 3 个学习中心，合并 1 个学习中心，净增长为 2 个。第四季度计划开设 10-15 家学习中心，上一年同比开设 10 家学习中心。
2. 社招渠道招生从 53%上升到 81%，绝对数为 9284 人。人均收入同比增长 9%，因此，收入增长超过招生增长。
3. 座位利用率为 77%，去年同期为 72%。
4. 一共 12 门课程，包括三门非 IT 课程，非 IT 课程招生占 38.6%。
5. 安卓 IOS 成为 C++后的第二大 IT 类课程。

分析师简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

高 坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领

域的研究。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。