

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8489 TT	持有	三貝德的投資評等為持有，目標價277元，潛在空間9%，主要理由如下：
三貝德	目標價 277	持續併購國內補習班將使得2018、2019年獲利仍將持續成長；然高毛利率之線上教材成長性趨緩，補習班業務營收占比持續提升，整體毛利率將下降，目前評價合理。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

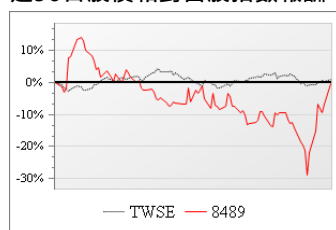
近期投資評等

08/28/2018	持有/中立
12/06/2017	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(08/27/2018)	254.00
股本(百萬元)	360
總市值(億元)	91.4
每股淨值(元)	25.94
外資持股比(%)	4.53
投信持股比(%)	0.51
近20日均量(張)	906
融資餘額(08/27/2018)	5,060

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **2Q18 優於預期：**2Q18 營收 4.3 億元(YoY+93.8%)，毛利率 72.4%(YoY-11ppts)，營益率 35.1%(YoY+18.6%)，稅後淨利 1.1 億元(YoY+89.3%)，稅後 EPS 2.95 元，優於預期，係因 1H18 併購腳速度較預期更快，目前三貝德透過子公司亞洲教育平台(持股 51%)進行國內補習班併購，合計 1H18 共併購 7 家補習班(包含技職、國中及高中)，使得營收大幅成長，在 2Q18 產品組合方面：銷貨收入 49%(線上教學產品)、勞務收入 51%(補習班收入)，由於原先線上教學產品毛利率達 90%，毛利率遠較補習班高，但在營益率仍能持續成長主要原因在於改變業務員績效衡量方式，以及提升會員線上支付比率使得費用率得以降低；合計 1H18 營收 7.6 億元(YoY+89%)，稅後淨利 1.9 億元(YoY+133%)，稅後 EPS 5.27 元。
- ◆ **2H18 將持續進行併購：**三貝德目前共有 11 家補習班，合計共 33 間營運據點，未來將持續以一季 2-3 間速度進行併購，併購標的將以年營業額達 5,000 萬以上、稅後淨利率 10%、同地區市占率 20%以上，目前符合併購條件之標的約 1,000 間，日盛預估 2018 年補習班總數將達 15 間；而在線上教材部分，成長性將較為趨緩，未來成長性預估將在 3-5% 間，預估 2018 年營收 18.3 億元(YoY+85%)，毛利率 72.1%(YoY-9ppts)，營益率 35%(YoY+6.4ppts)，稅後淨利 4.3 億元(YoY+86%)，稅後 EPS 12.04 元。
- ◆ **目前評價合理：**雖然三貝德營收及獲利將持續成長，然由於補習班之獲利率遠低於原先的線上產品，然目前補習班業務佔營收比重已由 2017 年 27% 提升至 2Q18 的 51%，預估至 2019 年底，補習班佔營收比重將達 70%，使得總體毛利率將持續下滑，將不利於評價提升，此外，目前國內補教同業如大地(8437.TT)、智基(6294.TT)、卓越(2496.TT)等 PER 評價約在 10 倍-20 倍之間，三貝德雖因併購將持續大幅成長，惟目前評價已處於國內同業上緣，評價合理，建議持有，目標價 277 元。(以未來四季 EPS*PER 20 倍)

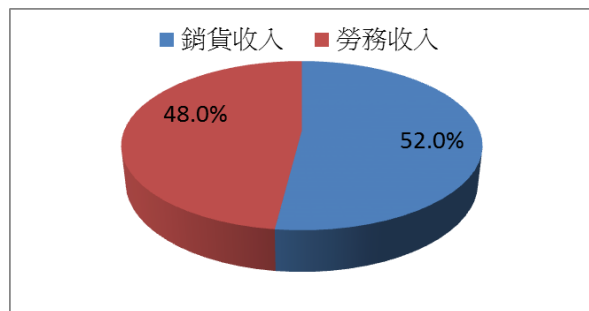
單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	1,828	2,677	327	434	530	537	594	677
營業毛利	1,308	1,749	252	314	378	365	395	447
營業利益	639	814	116	152	188	183	188	212
稅後純益	434	515	84	106	127	117	119	135
稅後 EPS(元)	12.04	14.29	2.32	2.95	3.52	3.24	3.31	3.76
毛利率(%)	71.57	65.34	76.99	72.41	71.32	67.86	66.49	66.04
營業利益率(%)	34.98	30.42	35.66	35.1	35.46	33.98	31.65	31.35
稅後純益率(%)	23.72	19.23	25.6	24.51	23.96	21.71	20.05	20
營業收入 YoY/QoQ(%)	84.94	46.48	2.83	32.83	22.11	1.39	10.58	14
營業利益 YoY/QoQ(%)	126.3	27.39	16.65	30.76	23.36	-2.84	3.01	12.91
稅後純益 YoY/QoQ(%)	86.09	18.72	7.72	27.2	19.35	-8.12	2.13	13.72

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

成立於民國 95 年，資本額 3.6 億元，上櫃前業務主要為 k-12(3-18 歲)線上教育平台，上櫃後，成立子公司亞洲教育平台(持股 51%)，並以亞洲教育平台持續併購國內補習班，持續做線上線下整併，三貝德競爭優勢為：1)拍攝影片技術與產出速度應為業界最快；2)數位產品知識點建立，將各單元做成知識點，可快速學習，且降低課綱更新風險，建立知識點需花 2~3 年時間 3.產品線完整，k-12(3-18 歲)涵蓋年齡層廣泛，有利維持客源穩定度；4)產品於各行動裝置皆能使用，較不受限於家中電腦，提升方便性，2017 年產品比重，易學王(幼兒)8.86%、小學王(1~3 年級)9.66%、升學王(4~6 年級)11.93%、升學王(7~9 年級)33.14%、升學王(10~12 年級)3.91%，另外為勞務收入(補習班收入)32.5%；由於自 3Q17 起開始併購補習班，使得勞務收入占比大幅提升，1H18 產品組合為銷貨收入 52%(線上教學產品)、勞務收入 48%(補習班收入)。

圖一、1H18 產品組合



資料來源：三貝德、日盛彙整

◆ 台灣數位學習產值替代率仍低：

台灣數位學習產值約 656 億元，其中 k-12 數位學習產值為 218 億元，傳統補習班產值為 1700 億元，每年推估約 10%成長率，數位學習替代率約 13%，對比韓國數位學習替代率約 30%，仍有成長空間，且少子化與雙薪家庭趨勢，造成家長對於讓孩子於家中做數位學習意願提高。

圖二、台灣數位學習替代率約 13%，對比韓國 30%仍有成長空間



資料來源：三貝德、日盛彙整

2018年8月28日

◆ 2Q18 優於預期：

2Q18 營收 4.3 億元 (YoY+93.8%)，毛利率 72.4%(YoY-11ppts)，營益率 35.1%(YoY+18.6%)，稅後淨利 1.1 億元(YoY+89.3%)，稅後 EPS 2.95 元，優於預期，係因 1H18 併購速度較預期更快，目前三貝德透過子公司亞洲教育平台(持股 51%)進行國內補習班併購，三貝德於 01/2018 併購高雄學一翔宇補習班，並以此跨入技職補教市場，此外，三貝德亦進入國中升學補習班市場，於 02/2018 起陸續併購桃園台大補習班、新竹臺師補習班等國中升學補習班，合計 1H18 共併購 7 家補習班，使得營收大幅成長，在 2Q18 產品組合方面:銷貨收入 49%(線上教學產品)、勞務收入 51%(補習班收入)，由於原先線上教學產品毛利率達 90%，毛利率遠較補習班高，但在營益率仍能持續成長主要原因在於三貝德改變其業務人員之績效衡量方式，將原先派遣業務至校園發傳單方式，改為由電視與手機廣告吸引顧客後再分配給業務做推銷，而在透過收購補習班後，補習班門市人員仍可銷售線上產品，使得費用率得以降低，此外，自 2016 年推出行動裝置軟體後，線上支付的會員比重已由 2016 年 2% 提升至 1H18 的 27%，由於線上支付會員僅提供硬碟及雲端帳號，並不付筆電、平板等，亦不須給業務佣金費用，可有效節省費用率，導致營益率仍可持續上升；合計 1H18 營收 7.6 億元(YoY+89%)，稅後淨利 1.9 億元(YoY+133%)，稅後 EPS 5.27 元。

圖三、補習班併購時程

	2017.9	2017.10	2017.11	2017.12	2018.1	2018.02-03	2018.04-06
國中						桃園台大(2間)	桃園台大 新竹臺師(11間)
高中	台北學盟 (1間) 台中金華新 (2間) 台南樺新 (1間)	台北學盟 台中金華新 台南樺新 高雄哈佛 (4間)	台北學盟 台中金華新 台南樺新 高雄哈佛	台北學盟 台中金華新 台南樺新 高雄哈佛	台北學盟 台中金華新 台南樺新 高雄哈佛	台北學盟 台中金華新 台南樺新 高雄哈佛 桃園台大(1間) 台南心遠景(1間) 嘉義謙學(1間)	台北學盟 台中金華新 台南樺新 高雄哈佛 台南心遠景 嘉義謙學 新竹希格瑪(4間)
技職					高雄 學一翔宇 (1間)	高雄 學一翔宇	高雄 學一翔宇

資料來源：三貝德、日盛彙整

◆ 2H18 將持續進行併購：

三貝德目前共有 11 家補習班，合計共 33 間營運據點，目前三貝德在高中升學部分，線上產品學員數共 1.4 萬人，加上併購支線下補習班學員數，合計高中升學補習人數約 3.5 萬人，市佔率約 11%，未來將持續以一季 2-3 間速度進行併購，併購標的將以年營業額達 5,000 萬以上、稅後淨利率 10%、同地區市占率 20% 以上，目前全台補習班總數約 1.8 萬間，符合併購條件之標的約 1,000 間，日盛預估 2018 年補習班總數將達 15 間；而在線上教材部分，成長性將較為趨緩，未來成長性預估將再 3-5% 間，預估 2018 年營收 18.3 億元 (YoY+85%)，毛利率 72.1%(YoY-9ppts)，營益率 35%(YoY+6.4ppts)，稅後淨利 4.3 億元(YoY+86%)，稅後 EPS 12.04 元。

2018年8月28日

◆ 未來持續進行業務多元化：

三貝德自 04/2018 年成立子公司致勝先師教育(持股 100%)，主要針對國內家教市場，搭配其併購補習班所編寫之教材，進行家教媒合；而在中國市場部分，於 03/2018 年與愛奇藝網站合作，自 04/2018 已將其 K12 線上教材放在網站上播映，2018 年預計將上架約 1,300 支教學影片，並藉由後續數據分析大陸補教市場之規劃，此外，在大陸將進入音樂、美術、科學等素質教育市場，然目前業務都屬於早期階段，對獲利並無顯著貢獻，後續將持續追蹤；而在子公司亞洲教育平台部分，預計 4Q20 將進行公開發行，並至 4Q21 申請上櫃。

◆ 2019 年獲利仍將持續創高：

由目前三貝德併購速度推算，至 2019 年底補習班總數預計將達 23 家，營收仍將持續成長，預估 2019 年營收 26.8 億元(YoY+95%)，稅後淨利 5.2 億元(YoY+18.7%)，稅後 EPS 14.3 元。

◆ 目前評價合理：

雖然三貝德營收及獲利將持續成長，然由於補習班之獲利率遠低於原先的線上產品，然目前補習班業務佔營收比重已由 2017 年 27% 提升至 2Q18 的 51%，預估至 2019 年底，補習班佔營收比重將達 70%，使得總體毛利率將持續下滑，將不利於評價提升，此外，目前國內補教同業如大地(8437.TT)、智基(6294.TT)、卓越(2496.TT)等 PER 評價約在 10 倍-20 倍之間，三貝德雖因併購將持續大幅成長，惟目前評價已處於國內同業上緣，評價合理，建議持有，目標價 277 元。(以未來四季 EPS*PER20 倍)

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180828	持有	277.0
20171206	中立	206.4

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年8月28日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	988	1,828	2,677	224	268	318	327	434	530	537	594	677
營業毛利	802	1,308	1,749	187	220	243	252	314	378	365	395	447
營業費用	519	669	935	121	132	144	135	162	190	182	207	235
營業利益	282	639	814	66	88	100	116	152	188	183	188	212
營業外收支	5	6	9	2	1	0	-3	7	1	2	2	2
稅前純益	288	646	823	68	89	100	113	159	189	185	190	214
稅後純益	233	434	515	56	74	78	84	106	127	117	119	135
最新股本	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360
稅後 EPS(元)	6.47	12.04	14.29	1.56	2.05	2.16	2.32	2.95	3.52	3.24	3.31	3.76
經營效率(%)												
毛利率	81.11	71.57	65.34	83.49	81.88	76.64	76.99	72.41	71.32	67.86	66.49	66.04
營業利益率	28.58	34.98	30.42	29.59	32.66	31.43	35.66	35.1	35.46	33.98	31.65	31.35
稅前純益率	29.09	35.32	30.75	30.28	33.2	31.53	34.64	36.62	35.65	34.35	31.99	31.64
稅後純益率	23.57	23.72	19.23	25.08	27.54	24.43	25.6	24.51	23.96	21.71	20.05	20
YoY(%)												
營收	28.64	84.94	46.48	2.1	27.02	79.24	83.29	93.53	97.6	69.11	81.85	56.08
營業利益	408.97	126.3	27.39	67.74	1,041.1	641.42	306.07	129.57	114.53	82.81	61.43	39.39
稅前純益	424.07	124.49	27.55	65.61	1,070.28	616.39	271.84	134	112.17	84.23	67.96	34.89
稅後純益	409.11	86.09	18.72	64.19	1,069.5	568.98	231.08	89.11	71.89	50.26	42.46	27.37
QoQ(%)												
營收				25.8	19.6	18.47	2.83	32.83	22.11	1.39	10.58	14
營業利益				131.3	32.01	14.01	16.65	30.76	23.36	-2.84	3.01	12.91
稅前純益				123.13	31.12	12.52	12.95	40.42	18.89	-2.3	2.98	12.77
稅後純益				122.69	31.3	5.11	7.72	27.2	19.35	-8.12	2.13	13.72

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
流動資產	364	1,157	1,440
現金及約當現金	236	968	1,175
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	44	29	21
非流動資產	118	158	221
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	92	93	85
無形資產	4	9	12
資產總計	482	1,316	1,661
流動負債	96	350	620
短期借款	--	--	--
非流動負債	28	28	27
負債總計	124	378	647
股本	229	300	360
普通股股本	229	300	300
資本公積	75	348	348
保留盈餘	53	246	225
庫藏股票	--	--	--
股東權益	357	938	1,014
每股淨值(元)	15.57	29.78	31.11
流動比率(%)	378.78	330.44	232.3
速動比率(%)	321.33	319.95	227.29
應收帳款週轉率(%)	17.58	13.56	3.8
負債比率(%)	25.83	28.72	38.93
稅後股東權益報酬率(%)	13.51	37.24	11.13

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	55	288	272
折舊及攤提費用	24	30	16
利息費用	0	0	0
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	3
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-10	-84	-30
存貨增減	-4	25	8
應付帳款增減	10	1	-14
營業活動現金流量	80	409	412
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-28	-18	-13
處分不動產、廠房及設備	2	0	5
投資活動現金流量	-31	-18	-55
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	-1	-1	-1
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	306	0
發放現金股利	-9	-3	-150
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-10	342	-150
淨現金流量	39	733	207

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年8月28日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股