



达内科技 (TEDU. US) 评级：强烈推荐

深度报告：2014-8-13

目标价：\$ 17.70
现价：\$ 14.63
预计升幅：21%

股本数据

总股本(万份 ADS)： 5,066
总市值(亿美元)： 6.64
52 周高/低 (HK\$)： 14.23/6.54
每股净值(美元)： 4.4
所属行业： 教育行业

主要股东

董事会及管理层 33.3%
(其中 CEO 韩少云 28.4%)

52 周行情图 (Vs 纳斯达克指数)



资料来源：Bloomberg

相关报告

国元证券(香港)研究部

研究员：余小丽

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 9182

电邮：licr@gyzq.com.hk

IT 培训市场龙头 高速增长具备投资价值

投资要点：

以就业为主要目标的职业培训机构：

公司主要向企业输送 IT 人才，从一季度情况来看，学员的就业率为 93%，其中约有 40% 的学生是自己找到工作，约有 60% 的学生是通过公司在当地的合作企业消化掉，较高的就业率使得公司在市场上有一定的知名度，所以众多学员为了就业而愿意花费高昂的学费参加公司的课程。在企业方面，公司的核心竞争力在于公司能够随时为企业提供人才，因为公司学员数量大且每个月都有学生毕业，不会像大学毕业生一样具备周期性，企业一旦接到了项目，而且对人才需求比较急的情况下，就可以随时来公司招人，不需要为此花高成本进行人才培养及储备，目前双方经过长久合作已经形成牢固的合作关系。

运用线上教育技术，有效降低人员成本：

公司的教学模式为实时视频教学，教师在北京总部面授，同时以在线视频的方式向全国各地学习中心进行授课。由于每间课室都会配备 1、2 名助教，学员有问题可以由助教来解答。从公司披露数据看，2013 年公司拥有 76 名教师，可以实现同时向上万名学生授课。这种教学模式非常有效率，公司不需要花过多的时间和资源在建立教师梯队上，降低了人工成本，也使公司在扩张模式上保持较高的可复制性。

未来业绩能保持高速增长

我们预计未来课时利用率提升、学费提高、新开学习中心都会带动业绩快速增长。从行业对 IT 人才的需求来看，市场供需之间仍存在缺口，且会持续存在，因此能支撑 IT 培训行业发展的持续性。另外移动互联网的爆发给公司相关课程带来行业红利，从这些课程的业绩表现来看增速都非常快。未来公司还计划开设会计、人力资源类课程，也能带来一定想象空间。

给予强烈推荐评级，目标价 14.7 美元：

预计公司 2014-2016 年每 ADS 盈利将分别为 0.49 美元、0.71 美元及 0.95 美元。根据教育行业估值水平，结合中国职业教育行业的发展及公司的优势，给予公司 2015 年 25 倍估值，相当于目标价 17.7 美元，较现价有 21% 的上升空间，给予强烈推荐评级。

截至2月28日财政年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
总营收(百万美元)	57	93	133	183	246
变动	120.7%	63.4%	43.1%	37.4%	34.5%
净利润(百万美元)	10	14	25	36	48
变动	1263.31%	47.05%	76.75%	44.47%	34.38%
净利润率	16.81%	15.13%	18.69%	19.65%	19.62%
每ADS盈利(美元)	0.88	1.29	0.49	0.71	0.95
基于股价的市盈率(倍)	N/A	N/A	26.8	18.6	13.8

资料来源：公司年报、国元证券(香港)预测

目录

达内科技简介.....	3
盈利模式：以就业为主的职业训... ..	6
未来发展模式分析.....	11
IT 培训市场概况.....	13
计算机语言发展历程及趋势.....	17
盈利预测.....	19
估值及目标价.....	21

达内科技简介

公司介绍

达内时代科技集团是中国 IT 教育知名品牌，由美国高盛集团 Goldman Sachs、日本集富亚洲和 IDG VC 三大国际投资基金投资。自成立以来公司专注中高端 IT 人才培养，涵盖了 Java、Android、iOS、C++、C#/.Net、PHP、嵌入式、软件测试、数字艺术设计、网络工程、网络营销等 11 大 IT 应用领域，先后在北京、上海、广州、深圳、等 30 多个城市建立了培训中心，培养了大量中高级软件人才，目前已经累计培训了约 13 万名学员。除了 IT 人才实训外，达内时代科技集团同样致力于 IT 人才输送、教育平台建设、软件研发等综合服务。目前，公司在全国范围内拥有 500 多所高等院校合作伙伴，为 4 万多家 IT 企业提供人才输送服务，成为业内最大的 IT 人才输送平台。公司的培训中心由软件专家负责运营，课程设计引进北美先进技术，进行实时在线讲课；同时，聘请北美海外专家与来自 IBM、华为、用友、亚信、东软等国内外名企的一线实战专家担任讲师，以确保高端培训效果。公司开创了“零首付、低押金，就业后付款”的信贷就业模式，这种模式保持培训规模不断扩大，同时确保 90% 以上的就业率。

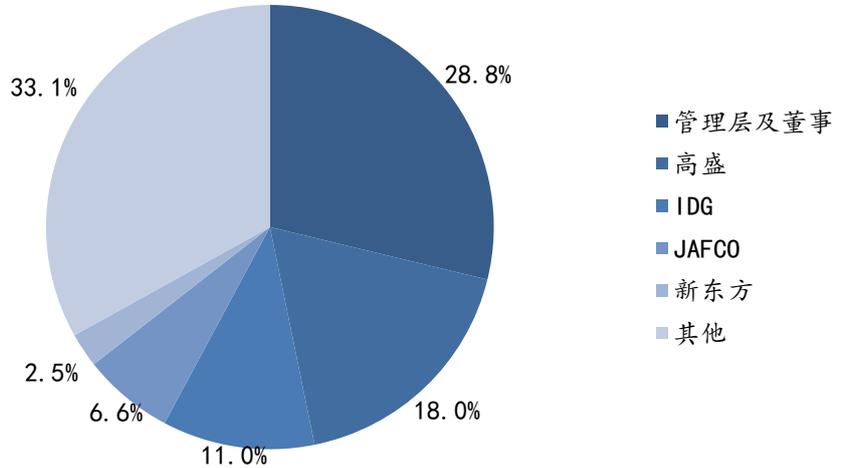
发展历程

- 2001 年 由加拿大海外专业人士在加拿大多伦多开始创业；
- 2002 年 首家与北京大学软件学院合作共同培养软件工程师之企业；
- 2002 年 入驻中关村国际孵化园，成为首家中关村园区的 IT 培训公司；
- 2003 年 获得美国 500 强私人企业、美国国际数据集团 IDG 投资；
- 2005 年 被北京市就业指导中心授权为“首都大学生就业培训基地”；
- 2007 年 荣获“2006 北京最具影响力的 IT 职业教育机构”称号；
- 2007 年 Java 训练营首期开营；
- 2008 年 主动应对金融风暴，扭转困境，获第二轮融资，启动“暖冬工程”
- 2009 年 耗资千万推出 TTS3.0 建立行业标准
- 2009 年 获北京商务委和教委联合认定的首批服务外包人才培训中心
- 2010 年 与微软联手，成立微软中国发展中心
- 2011 年 荣获工信部 2010 年度“优秀培训基地”
- 2011 年 荣获中国服务贸易协会“中国服务外包优秀培训机构”
- 2011 年 获美国高盛集团 2000 万美元投资
- 2012 年 获得工信部权威评选全国规模较大 IT 培训机构名列第一名
- 2012 年 荣获“2012 年商务部重点联系服务外包培训机构”
- 2014 年 成功登陆美国纳斯达克市场上市

公司股权架构

根据招股书披露：达内创始人兼 CEO 韩少云在 IPO 后合计持有公司 26% 的股份，管理层持股 28.8%；投资人方面，高盛持股 18.0%，IDG 持股 11%，Jafco 持有 6.6%，新东方持有 2.5%

表 1：上市交易后公司股权架构

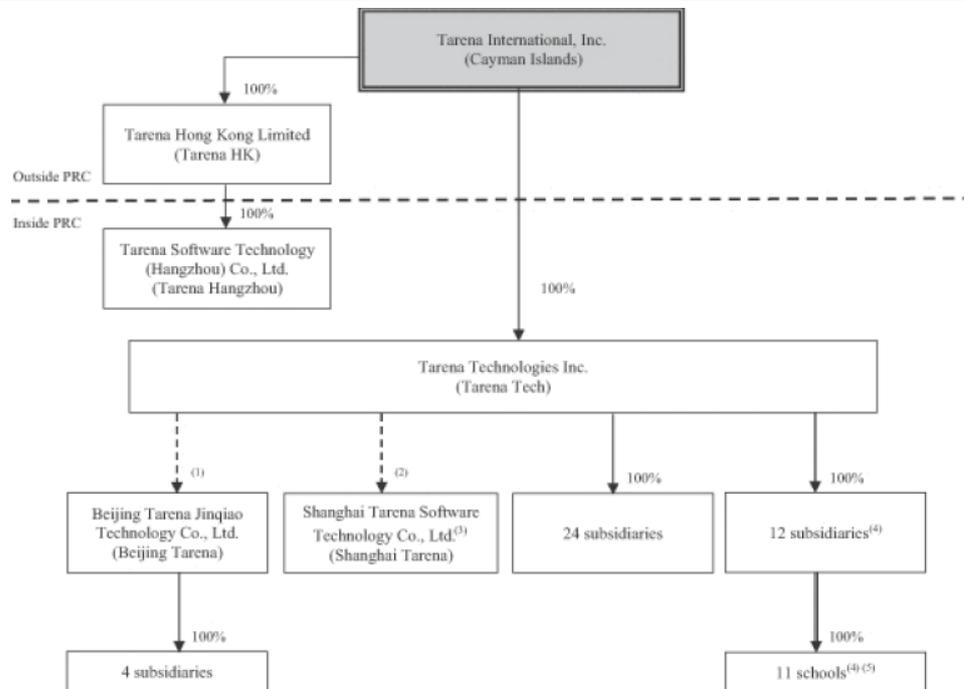


数据来源：公司资料，国元证券（香港）

公司主要架构

除北京总部以外，目前在全国32个城市有82家直营的培训中心，提供Java、C++、软件测试、.Net、PHP等11项泛IT培训课程。

表 2：主要子公司及参股公司

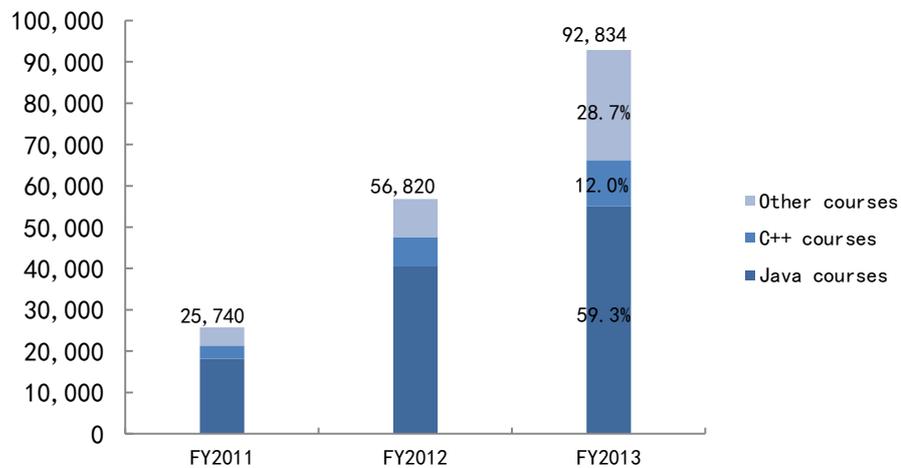


数据来源：公司资料，国元证券（香港）

达内科技历史业绩

2011-2013 年达内的净营收分别为 2574 万、5682 万、9284 万美元，复合增长 88.9%；教学点分别为 34、57、92 家；学员数分别为 16282、31340、46458，年复合增长 69%；ASP 分别为 1686、1873、2260 美元，复合增长 12%；单店招生数为 479、550、505；因此达内近三年 88.9% 的营收复合增长，主要是由招生数推动。从公司净利率来分析，我们认为由于 2012 年互联网爆发，IT 培训市场出现需求大增的情况，因此公司经过大幅扩张，仍然能够将保持较高的教室利用率，当年录得净利润率水平。在 2013 年公司仍然保持快速的扩张速度，但是由于高级管理人才和销售人才的缺乏，导致学习中心利用率出现下降，同时也影响了当期的净利润水平。根据我们了解，公司教室利用率历史最高水平能够达到 75% 以上，而 2013 年教室的利用率大概在 69% 左右。

表 3：公司历年收入及构成



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

公司的自上市来已经开发出 9 个 IT 课程和 2 个非 IT 课程，其中 Java 课程是公司开办最早的课程，也是目前学员和收入占比最多的课程。但是随着近年产品线的丰富，Java 的收入占比在下降，2011-2013 年 Java 课程的收入占比分别是 70.6%，71.3% 和 59.3%；排第二的 C++ 课程，收入占比比较平稳，2011-2013 年分别为 12.4%，12.5% 和 12.0%；其他新开发的课程近年来学员增长速度也非常快。

表 4、公司历年招生人数

	成立年份	FY2011	FY2012	FY2013
Java	2002	11,370	22,588	26,205
YOY (%)			99%	16%
C++	2009	2,220	3,984	4,671
YOY (%)			79%	17%
Software testing	2009	186	584	2,419
YOY (%)			214%	314%
PHP	2010	582	1,072	2,366
YOY (%)			84%	121%
Embedded	2009	677	1,117	2,207
YOY (%)			65%	98%
Android	2011	0	733	1,580
YOY (%)				116%
.NET	2007	233	252	720
YOY (%)			8%	186%
iOS	2012	0	0	627
Linux	2013	0	0	274
Other		1,014	1,010	5,389
Total		16,282	31,340	46,458

数据来源：公司资料，国元证券（香港）

盈利模式：以就业为主的职业培训

公司为一家以 IT 技能培训为主的职业教育企业，收入主要是通过向提供学员培训服务从而收取学费。简单来看，学员经过达内培训后，再经达内推荐给需要招人的企业，另外，公司每月会组织近 800 场招聘活动，提供大量的就业机会。这种模式一方面解决了学员就业的需求，另一方面也帮助企业节省了寻求和培养人才的成本，打通了企业和求职者之间的闭环。一般而言毕业生在一线城市可获得 4000 至 5000 元的月薪，二线城市则为 3000 月薪。许多学生毕业之后 1 年能达到行业年薪平均水平 10 万左右。有的刚毕业能达到月薪 10000-12000 元。对不能及时就业的学生，公司可以继续提供免费学习部分或者全部课程。

公司还能为短期内付不起学费的学生提供贷款，由银行放款，学生分 20 期进行偿还。根据我们了解，这种付费方式受到了广大学生的认可，约有 60% 学生采取了贷款学习的方式，这种模式一方面保证了学生来源不会被高昂的学费限制，另一方面也将学生违约的风险转移到银行上。另外在学费收入确认方式上，由于公司课程的学习周期一般有 4 个月左右，所以公司课程收入分四个月来确认，每月确认课程总收入的 25%。

表 5、公司在学生与企业之间形成闭环



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

远程实时授课的教学模式 培养学生实践能力

公司主要教学方式是远程实时授课的方式，在北京总部也有讲师面授的方式，面授模式的师生互动性要好于远程模式。公司每个课程方向基本需要 5 名讲师，公司现在开设了 11 门课程，所以拥有接近 80 名全职讲师，每名讲师约有 40% 的时间用于教案的研发，60% 的时间用于授课。另外由于讲师在授课是不能和大部分学生进行有效的互动，因此公司会在每个教室配一到两名助教，学生在课堂上遇到问题可以

寻求助教来解答。这些助教大部分是由达内科技以前培养的优秀学生，拥有解决学员疑难问题的能力。另外公司会让讲师每天专门安排两节课时来与全国的学生进行互动。

表 6、面授及远程实时授课的教学模式



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

这种模式有效的提升了老师授课的效率，一方面保证了教学质量的统一，另一方面也节省了人力成本。在这种模式下一名老师平均可以对 600 名学生进行授课，特别是公司做的较为成功的 JAVA 课程，一名老师可以同时约 3000 名学生进行授课。

另一方面，这种模式也决定了师资质量是集团成功实施战略布局中重要的决定因素，所以公司聘请了一批来自 IBM、华为、用友、亚信、东软等国内外名企的一线实战专家担任讲师，确保高端培训效果。达内科技不但向这些讲师支付高薪（高出业界平均 50%-100% 的工资），同时也授予了部分认股权，使得员工的归属感得到加强，降低了人才出走所带来的管理风险。

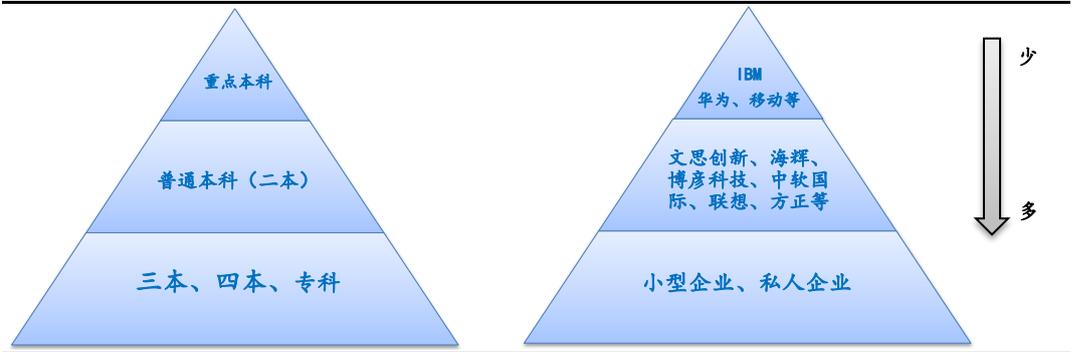
与企业保持良好的合作关系

公司经过多年的经营，已经在市场与企业主之间形成良好的口碑，目前有 4.2 万家合作企业为公司提供丰富的就业信息和资源，公司约有 40% 的学生是自己找到工作，剩下 60% 的学生就是通过公司在当地的合作企业消化掉。

公司与这些企业的合作方式主要分为以下几种：A) 学生进入达内科技接受培训，然后企业向达内提供招聘信息，然后达内再让毕业学员去参加面试，最终被录用。B) 与公司展开一体化人才合作协议，包括直接推荐用人、定制、IT 猎头、代理校园招聘等人才服务。签约企业目前一共有 2039 家，代表企业包括 NEC, NTT, 方正

国际，用友，神州数码，LG 等。C) 定制企业：定制企业会给达内全年预计招聘的用人总量、用人方向、用人要求等信息，然后双方同时在市场上招收合适的学员，经过达内培训后，输送给招人企业。定制企业目前一共有 437 家，其中包括亚信联创，电讯盈科，搜房网等。

表 7、达内学生及企业主结构



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

学员毕业后在一线城市可获得平均约 4000-5000 月薪，二线城市约 3000 月薪。毕业之后 1 年能达到年薪 10 万 (行业平均)。有的刚毕业能达到月薪 10000-12000 元。

表 7、一体化人才合作协议服务项目

软件人才定制培养	基于企业的计划性人才需求，通过整合达内的院校资源、招生团队资源、教学资源，从初期学员招募、到人员筛选、再到培训实施，为企业提供一体化招聘、培训服务，可为企业节约招聘及后期技术培训成本。
软件人才推荐	对于企业的突发性、临时性人才需求，可以通过整合达内的培训在读和培训毕业的学员库资源，为企业提供以下人才选聘服务： 1) 人才推荐：根据企业用人需求，达内进行一对一人才初选，安排合适软件人才到企业笔试面试，节省企业初选时间。 2) 简历提供：根据企业提交的人才需求信息，提供高匹配人才简历。 3) 双选会：随时提供学员简历，企业可到达达内现场宣讲、笔试、面试、录取。
代理校园招聘	基于企业的初级岗位校招需求，利用达内分布于全国的高校和招生团队资源优势，为企业提供校园招聘信息发布、校园宣讲、简历收集与筛选、候选人笔试、面试、确认合格候选人的人才服务。
软件人才租赁与外包	达内拥有专业基础扎实的软件技术人才，应企业所需，可随时提供人才租赁与外包
高级人才猎头	针对企业中高端岗位需求，整合达内现有招聘渠道和老学员库资源，从简历收取、筛选、人才评价、背景调查、人员面试等环节，为企业提供一站式猎头服务。
企业内训	可利用达内师资等资源及E-learning平台及课件，来解决不同技术方向的企业内训需求。

数据来源：公司资料、国元证券（香港）

连续的开课周期为市场提供稳定的人才供给

由于公司出了中国新年外，每个月都开新的课程（全日制课程培训周期一般在3到4个月之间），所以公司每月都会有学生毕业，保持向市场提供稳定数量的人才。因此企业主能够自主的选择招人的时间而不会被大学毕业季限制，而且企业招收的学员是经过达内培训，具备一定的实践操作能力，工作上手速度比直接从应届毕业生中招来的要快，节省了新人培训成本。如果一个企业主，特别是软件外包公司，经常会面临临时接到项目且人手不够的情况。因此这些合作企业也更加愿意向达内提供招聘信息，待双方合作时间不断积累，日后如一体化人才合作、定制化合作等深度合作模式将能水到渠成般的展开。因此公司学员的就业率水平比较高，根据2014年第一季度的情况，学生的就业率水平保持在90%以上。

渠道宽广 降低招生周期性

目前公司招生渠道主要有以下几种，约有30%的学员是通过互联网搜索得知信息，然后来参加培训，公司在重点布局的城市都拥有自建的网站，学生通过搜索关键字被引导到达内地地方网站，同时每个网站都有在线人员为学生提供全程咨询服务，提高了学员的转化率水平；30%是来自求职网站或者信息发布平台的流量；20%是从大学里面获取的学生；剩下的就是通过一些其他销售渠道而来，因此公司能够保持稳定的招生来源。之前同样以IT培训起家的北大青鸟将目标受众锁定为高中及大学学生，但这一类客户很大局限性，因为学生集中学习的时间也只有假期3-4个月，而一个固定培训中心需要投入固定的房租和人力成本，所以并不适合这种周期性经营，最终也导致了北大青鸟的失败。而达内科技多元化的招生渠道抚平了这种周期性，公司的目标群体不单只是应届毕业生，还有已经参加工作的、希望换行业的人士。

表 8、公司多元化招生渠道

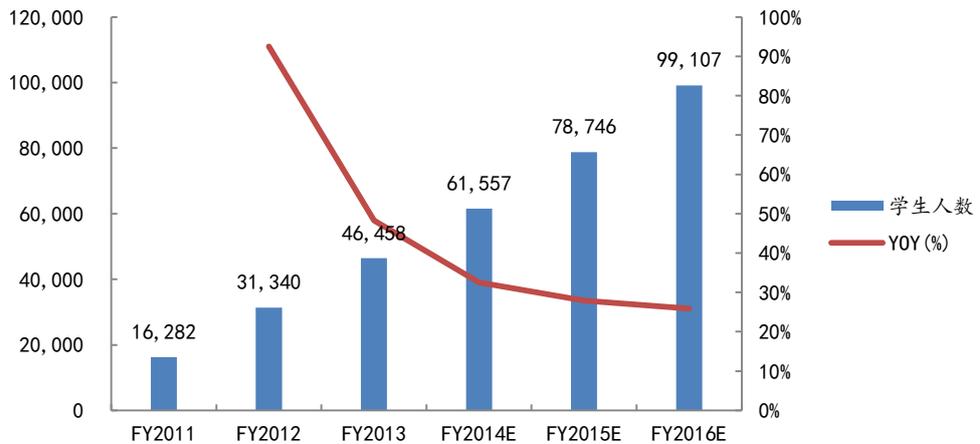
搜索	招聘网站	校园	人才市场
			

数据来源：国元证券（香港）

专注教室利用率水平 学生数量稳定提升

由于公司 2013 年采取了较为积极的扩张策略，开设了 35 个新的学习中心，而新开设的中心缺乏销售管理经验，导致公司整体教室的利用率出现下降，约 69%左右，过去一般常态化历史利用率水平为 80%到 85%左右。公司上市后，我们预计管理层会把精力放在提升现有周期的运营质量、盈利能力上，所以公司新中心扩张速度将放缓，预计今年将新增加 20-25 个中心，公司整理教室利用率将会回升，预计今年能够达到 72%到 75%的水平，而未来两年内将达到 80%的常态水平。从趋势来看，未来 3 年内公司招收学生数量将保持稳定的增长。

表 9、公司历年培训学生人数



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

学费收入增长稳定

公司目前 11 个课程中有 4 个课程学费标价为人民币 16800 元，7 个为 15800 元，实际收费范围在 13800 元到 16800 元。近两年公司在学费定价上都保持着稳定增长，每年提价 1000 元人民币左右。由于学员对 IT 培训存在较强市场需求，我们认为仍有提价空间。

表 10、公司历年 ASP（美元）



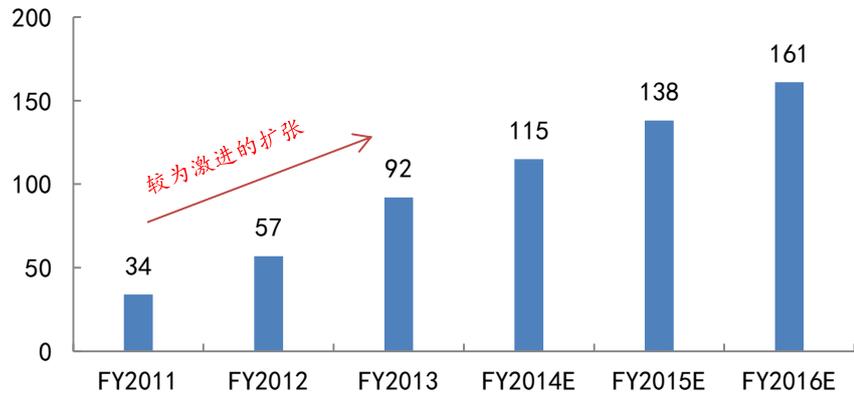
数据来源：公司资料，国元证券（香港）

未来稳步扩张学习中心数量及开设课程

公司近几年抓住 IT 行业爆发的市场机遇，利用先进的教学技术和准确的市场判断获得快速的增长。根据 IDC 数据统计，达内科技在 IT 培训市场中的份额从 2008 年的 2% 增长至 2013 年 8.3%。总体而言，我们认为不断扩张新的学习中心和研发新课程将是公司未来主要发展方式。

从地理位置上来说，公司在北上广深杭设立了大量的学习中心，其他二线城市基本只有 1 到 2 个学习中心，未来肯定有提升空间；另外公司在二线城市所开的课程远没有一线城市多，这些二线城市在课程数量上仍有挖掘的潜力；公司将会在今年年末开始扩展课程体系，加入会计课程，未来还会加入人力资源课程，新课程开设将拓展公司发展空间。

表 13、学习中心扩张预测



数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

表 14、达内学习中心开课情况

Cities	Learning Centers as of Mar 2014	Java	C++	Digital Art	Software Testing	PHP	Embedded	Android	.NET	iOS	Linux and Network Engineering	Online Sales & Marketing
Beijing	10	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Shanghai	10	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Hangzhou	7	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Shenzhen	8	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Guangzhou	9	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Nanjing	5	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Wuhan	4	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Chengdu	4	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Chongqing	4	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Hefei	4	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Shenyang	3	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Changsha	2	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Zhengzhou	2	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Harbin	2	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Changchun	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Jinan	2	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Qingdao	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Nanchang	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Dalian	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Kunming	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Tianjin	2	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Nanning	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Wuxi	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Suzhou	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Ningbo	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Shijiazhuang	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Fuzhou	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Xi'an	2	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Zhuhai	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Daqing	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Yan Tai	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Xiamen	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Dongguan	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Taiyuan	1	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•

数据来源：公司资料，国元证券（香港）

综合以上，预计未来 3 年达内科技的主要业务亮点在于：1、学生数量大幅增长；2、原有教学中心利用率优化；3、成功开设并正常运营“会计”等新课程。

达内与传统会计培训机构不会正面竞争

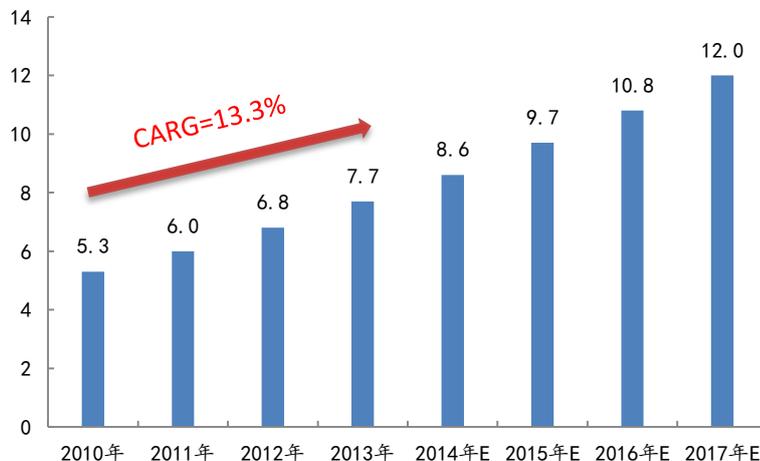
关于达内进入全新的会计领域，我们认为不会与正保远程教育等会计考培教育机构产生直接的竞争。像正保远程教育等培训企业为学员提供的服务主要是考试培训、继续教育以及巩固学员的专业技能，特别是继续教育，因为国家规定从业人员每年都要在有资质的培训机构接受一定时间的职业继续教育，所以这些培训机构最终解决的是如何提升用户体验和学习效率。而达内科技提供的则是解决学生就业为主要目的培训服务，考证和职业技能培养只是培训体系中的一部分，最终是要帮助学员找到一份称心的工作。因此双方虽然都是专注在会计职业技能培训，但是所解决的学生需求是不同的，在培训体系的末端是两个分化的市场，不会出现激烈的市场竞争情况。

IT 培训市场概况

根据 IDC 统计数据显示，2013 年 IT 职业培训市场仍然持续稳定的发展，全国 IT 职业培训市场实现销售额 77 亿元，同比上一年增长 13%。总体来看，IT 培训市场发展速度保持平稳，基本保持每年 12%至 15%左右的增长速度，市场规模最近四年年复合增长速度为 13.3%。

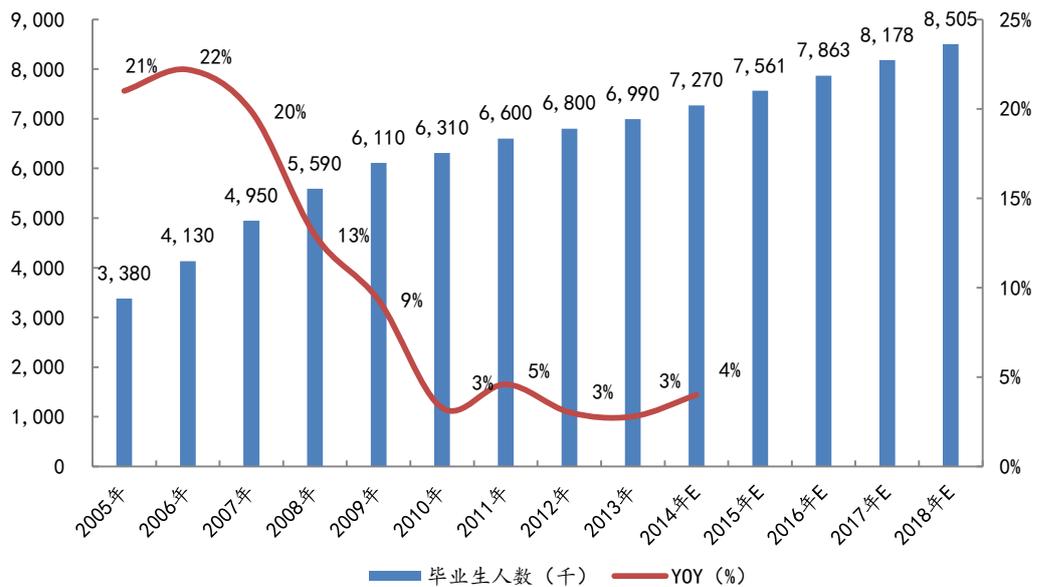
我们预计未来软件类和网络类培训仍然是占据市场份额最大的两块培训内容，同时，随着中国移动互联网快速发展，必定会给 IT 培训市场带来新的 IT 人才需求。另外非 IT 企业对 IT 人才的用人需求也持续存在，IT 用人需求仍将不断增长。所以未来几年之内市场需求仍然不会到底饱和状态。从应届毕业生上来分析，2014 年约有 700 万应届生毕业，其中 20%是计算机相关专业，约 10%由于就业不理想 ER 希望转到与 IT 相关的行业，因此每年中国会供给 IT 市场 200 万新人。而现在中国 IT 以及相关行业共有 1500 万从业人员，按照年增长 15%的速度，约有 225 万新增岗位，加上 5%退休和离职率，估计每年有 300 万市场需求，因此大概预计市场仍存在 100 万左右的人才缺口。

表 15、IT 职业培训市场规模 (人民币 十亿)



数据来源: IDC

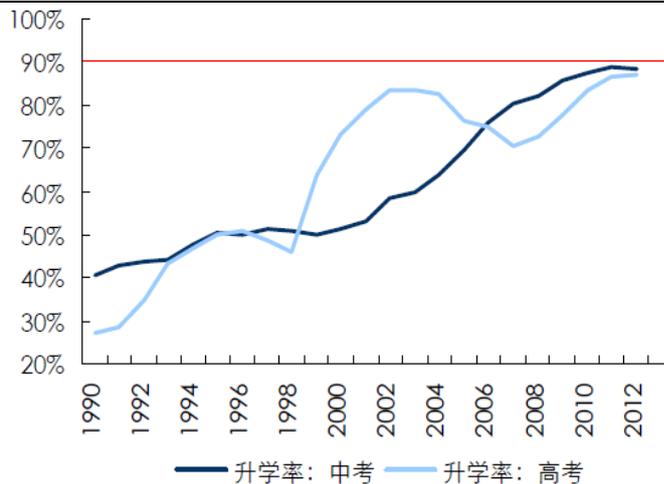
表 16、中国未来应届毕业生仍会持续增长



数据来源：教育部、国元证券（香港）预测

中国高等院校经历了 1999 年和 2008 年两次较大规模的扩招后，当前高考升学率已接近 90%，本科文凭的含金量已远不如 10 年前。因此学生毕业后想要从激烈竞争中脱颖而出，除了平日学习成绩外，专业资格及工作经验的具备与否也是学生获取称心工作的决定性因素。因此学生在就业过程中，接受优秀职业培训能缩短与学霸之间的差距，为学生增添成功砝码。另一方面，对于已经获得工作的人群来说，职业教育不但能够帮助学员加强技能专业度，而且跳槽时与雇主在薪酬谈判上占据更有利的主动权，所以我们认为人们对职业教育的需求将长久存在下去，且日益旺盛。

图表 17：升学率已接近 90%，本科不再有优势

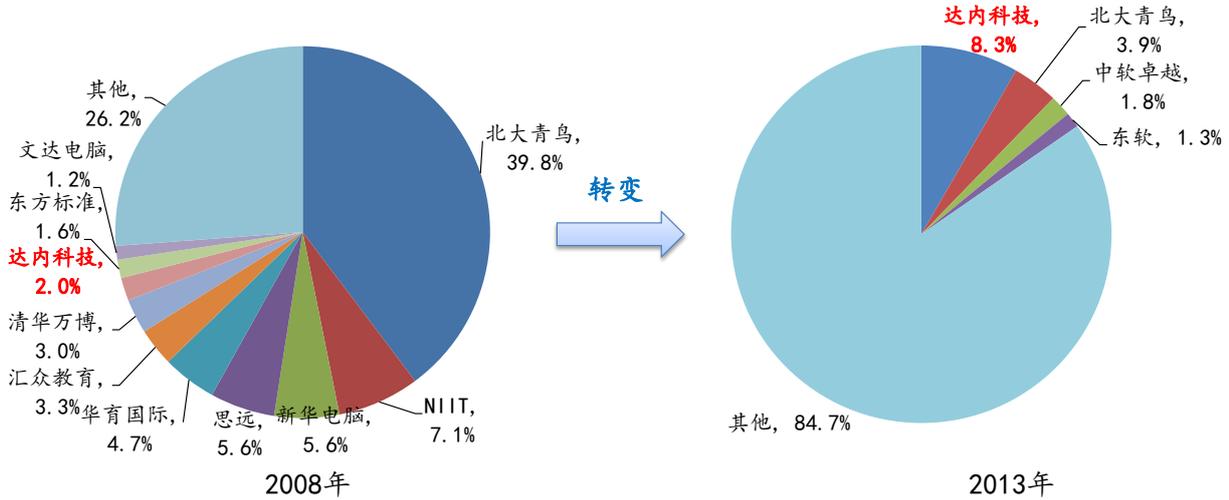


数据来源：教育部，国元证券（香港）

预计随着中国 IT 持续发展，IT 职业培训细分化品牌经营的趋势在未来几年中表现会更加明显，消费者在选择培训机构时将更注重口碑品牌和投入产出比，消费趋于理性化。另外，IT 培训行业仍处于成长周期，市场仍会不断有新进的竞争者，因此行业间持续竞争激烈，所以未来市场集中度不高仍是常态。

近几年市场格局由一家独大转变为分散化的竞争。因为部分企业通过不断精耕细作品牌，提升课程质量、教师梯队和教学技术等手段，打造出更强的核心竞争力及护城河，逐渐蚕食其他对手的市场份额；或者在商业模式上进行更新，寻求新的市场空间；通过资本运作获得丰厚企业发展资本，不断扩张自己的教学规模，击败其他资本实力不强的对手。

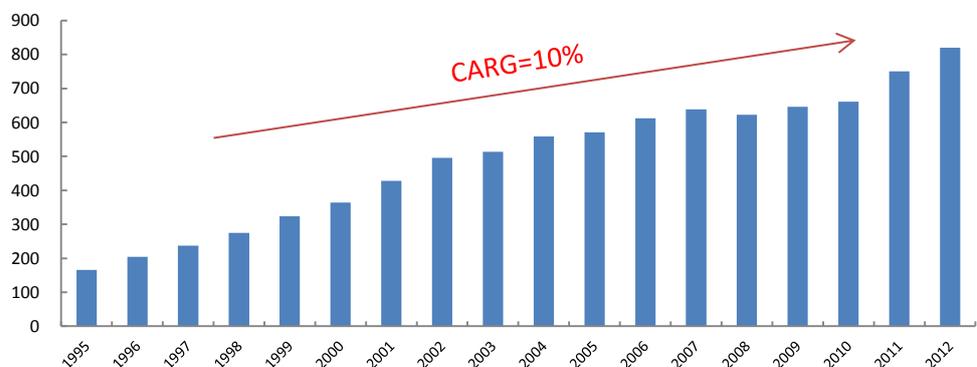
表 18、市场份额由一家独大变化为分散化竞争



数据来源：IDC，国元证券（香港）

从总体生态环境来分析，教育培训市场仍具有发展空间，因为中国待遇较好的工作岗位未来将持续存在激烈竞争，根据中国传统“学而优则仕”的理念，学历及专业资质对起到脱颖而出的关键性影响，因此经过优秀教育及获取高端专业资格被认为是改变命运的重要出路，为获取更好的就业机会，家庭愿意持续投入资金在教育及培训上。从过去 20 年数据来看，中国城镇居民人均年度教育消费支出每年保持着非常稳定的增长，首先从中国家庭传统观念上来说，家长是非常重视子女的教育培养，因此投入较高；另一方面，中国稀缺的教育和就业资源导致“不输在起跑线上”的观念深入人心，接受更优质的教育上意味着比其他竞争对手更加优秀。我们认为未来中国居民收入继续提高，同时优质教育和岗位资源稀缺状态持续存在，所以未来教育消费支出仍能够保持稳定的增长速度。

图表 19、城镇居民人均年度教育消费支出稳步增长



数据来源：中国统计年鉴、国元（香港）

近期中国政府推出有关职业教育的红利政策，在 2014 年全国职业教育工作会议上，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平就加快职业教育发展作出重要指示，指示强调职业教育是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，是广大青年打开通往成功成才大门的重要途径，肩负着培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要职责，必须高度重视、加快发展，让每个人都有出彩的机会。同时国务院印发《关于加快发展现代职业教育的决定》、教育部等六部门关于印发《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》。政策频出利好职业教育长期发展。

图表 20：政策核心要点

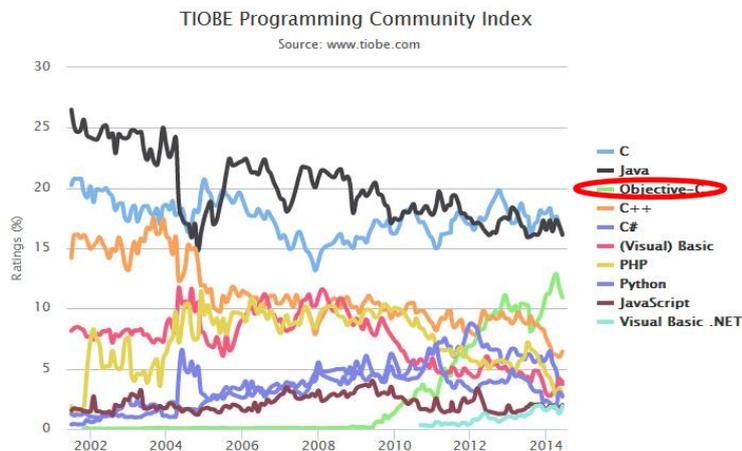
基本原则	目标任务	具体目标
政府推动，市场引导	到 2020 年，形成具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系	到 2020 年，中等职业教育在校生 2350 万人
加强统筹，分类指导	结构规模更合理	专科层次职业教育在校生 1480 万人，在职人员继续教育 3.5 亿人次
服务需求，就业导向	院校布局和专业设置更加适应经济社会需求	重点提升现代农业、先进制造业、现代服务业、战略性新兴产业、社会管理、生态文明建设
产教融合，特色办学	职业院校办学水平普遍提高	办学条件改善，专兼结合的“双师型”教师队伍进展显著
系统培养，多样成才	发展环境更加优化	-

来源：《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》，国元（香港）

计算机语言发展历程及趋势

计算机语言是人与计算机之间通讯的语言，人与计算机之间传递信息的媒介。为了使电子计算机进行各种工作，就需要有一套用以编写计算机程序的数字、字符和语法规则，由这些字符和语法规则组成计算机各种指令就是计算机能接受的语言。随着计算机科技的飞速发展，程序设计的方式和水平在不断提高，而程序设计所用的计算机语言与计算机科技一样也经历了从低级语言到高级语言的发展过程，其中涌现了各种新式语言，同时也淘汰了许多非主流计算机语言。截止 2014 年，全球程序员使用的主流语言有 C 语言、JAVA、Objective-C、C++、C#、(Visual) Basic、PHP、Python、.NET 等。

图表 21：TIOBE 前 10 名编程语言走势图



来源：TIOBE

C 语言、JAVA、 Objective-C 为目前三大主流语言

根据国外网站 TIOBE 统计的计算机语言热度排行榜显示,C 语言、JAVA、 Objective-C 成为时下关注度最高的几类语言。(TIOBE 排行榜是根据互联网上有经验的程序员、课程和第三方厂商的数量, 并使用搜索引擎如 Google、Bing、Yahoo!、百度以及 Wikipedia、Amazon、YouTube 统计出排名数据, 只是反映某个编程语言的热门程度, 并不能说明一门编程语言好不好, 或者一门语言所编写的代码数量多少)

其中我们注意到移动智能设备的爆发对于编程语言的兴衰有着巨大影响。例如时下我们日常平时所用智能手机的操作系统主要是 Android 和 IOS。Android 系统是一种基于 Linux 的自由及开放源代码而制作的操作系统, 由 Google 公司所开发。IOS 系统则是以 Darwin 为基础的, 属于类 Unix 的商业操作系统, 由 Apple 公司所开发。由于苹果手机近几年野蛮式的增长, 让 Objective-C (唯一一种可以为 iPhone 和 iPad 编程的语言) 关注度和流行度大幅提高, 虽然诞生于 1986 年的 Objective-C 经过了 30 年的发展, 但相对于最初的命令子集, 最新的版本也没有表现出多少新意。所以此语言的爆发还是主要得益于苹果智能设备的大卖以及 IOS 系统的封闭性的影响。

表 22、排行榜 TOP20 编程语言

Jun 2014	Jun 2013	Change	Programming Language	Ratings	Change
1	1		C 关注度远远超过	16.191%	-1.62%
2	2		Java 其他计算机语言	16.113%	-0.54%
3	3		Objective-C	10.934%	+0.58%
4	4		C++	6.425%	-2.39%
5	6	▲	C#	3.944%	-1.84%
6	7	▲	(Visual) Basic	3.736%	-0.61%
7	5	▼	PHP	2.848%	-3.14%
8	8		Python	2.710%	-1.47%
9	10	▲	JavaScript	2.000%	+0.35%
10	12	▲	Visual Basic .NET	1.914%	+0.85%
11	13	▲	Transact-SQL	1.898%	+0.99%
12	9	▼	Perl	1.480%	-0.79%
13	11	▼	Ruby	1.392%	-0.09%
14	42	▲	ActionScript	1.327%	+1.13%
15	43	▲	F#	1.058%	+0.89%
16	14	▼	Lisp	0.843%	-0.04%
17	18	▲	Delphi/Object Pascal	0.833%	+0.23%
18	15	▼	Pascal	0.808%	+0.03%
19	20	▲	MATLAB	0.774%	+0.21%
20	23	▲	Assembly	0.771%	+0.27%

数据来源: TIOBE, 国元证券(香港)

未来趋势——主流计算机语言将持续稳定发展下去

Java 语言是当今全球最主流的计算机语言之一。我们认为这主要归功于其企业应用市场的统治地位和广泛的对程序员进行教育推广，语言使用率、使用人数众多，形成了无可比拟的综合优势。Java 目前在 IT 行业处于标准语言的地位，开放性资源，人才数量和成本优势令多数企业选择 Java 作为首选，地位优势非常明显。5 年前，市场曾预测在企业应用领域 Java 将受到微软 .NET 的挑战，但尽管微软一直在大力推广自主开发 .NET，但时至今日仍然难以撼动 Java 的统治地位。但同时，Java 完全开源，对系统平台的要求不高，因此也能完美融合基于 Linux 开发的 Android 系统及其他系统，所以现今大多数安卓手机软件都是用 Java 语言开发的，我们在短期内看不到有主要竞争者出现。因此我们认为，Java 的计算机语言地位在长时间内是非常稳固的。

C/C++ 大约 2000 年左右在企业应用领域中市场份额开始下降，特别是 C++，但由于其在系统级软件开发中拥有不可取代的地位，同时在智能设备、嵌入式系统中所具有的重要产业地位，所以只要这些企业级软件持续存在，程序内核语言仍是采用 C 语言的话，未来 C/C++ 的地位还是稳定的。此外，虽然套装软件、共享软件等传统桌面软件已经不再是当前的软件开发主流，但仍然具有重要的位置。

Objective-C 是一个用 C 写成命令数量很少的运行库，简单的构架令应用程序的经过编写后文件大小增加很小，而且命令执行时间也非常快，但该语言的缺点在于 Objective-C 不支持多重继承，因此 Objective-C 不支持运算符重载。但其简单、快捷、安全的优点受到 APPLE 公司的青睐，被选为 IOS 唯一编程语言，我们认为该语言的流行主要是受益于 APPLE 公司所构建 IOS 的封闭式生态环境，没有其他的语言能供开发者使用。但在今年的 WWDC 2014 大会上，APPLE 公司发布了全新的 Swift 语言，并且大力提倡开发者使用这一语言。而发布的几天内，陆续出现了大量的教程、文档翻译、开源项目等，我们预计在 IOS 封闭的生态环境下及 APPLE 主导下新语言的情况下，未来大有被 Swift 语言替代之势。

其他诸如 Basic、PHP、Python、.NET 等排名前十的计算机语言虽然受众数量没有 JAVA、C/C++ 多，但是也有固定的开发者群体及应用于部分系统级软件，特别是在开发一些轻量级应用和系统的时候，开发者更加偏向使用这些语言。所以未来也能保证稳定使用率。

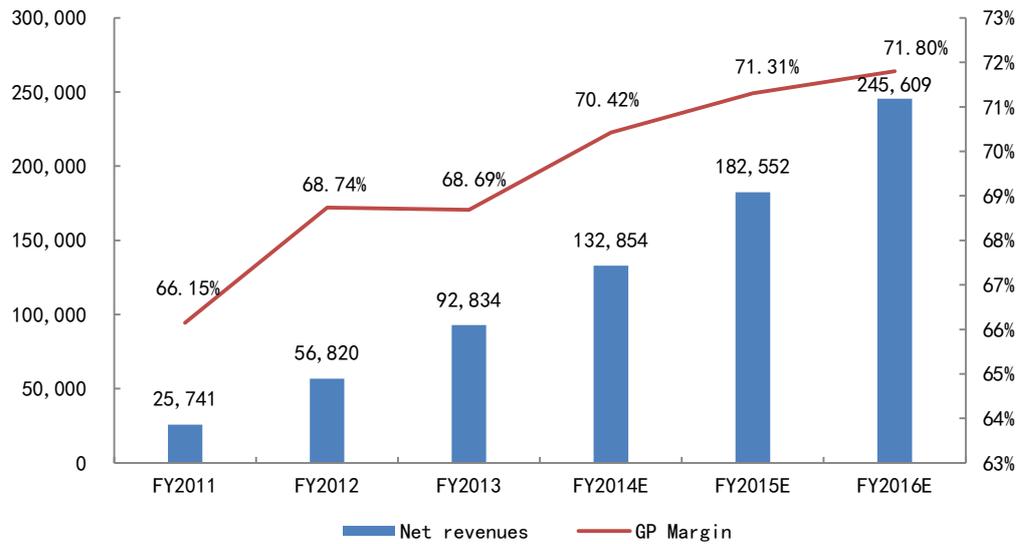
计算机语言变换对 IT 培训市场没有影响

总而言之，因为有众多计算机语言存在，未来发展仍然会出现此消彼长的情况。另外计算机语言的兴衰很大程度上都是由大型系统开发商所主导，但所有语言的主干部分是一样的，所以开发者们能够快速适应新出现的语言，并紧跟大潮流。而对于 IT 培训市场来说，计算机语言的变换影响并不大，只是课程体系设置上的调整问题。关键影响因素还是在于整个 IT 行业的发展及企业对 IT 人才的需求。

盈利预测

从目前来看，预计 2014 年公司教室利用率会回升，达到 75% 的利用率水平，未来也会继续维持这一状态。学员数量增长和学费提价将带动未来几年收入增长，预计今年学生人数和学费同比分别增长 32.5% 和 8%。但如果未来公司希望开拓二线城市的市场，那么学费单价增速可能会出现下降，收入增长幅度可能略微出现下降，但规模效应及费用控制使得毛利率有望提升。预计未来毛利率将分别提升至 70.4% 和 71.3%。

表 23、收入及毛利率预测 (千美元)

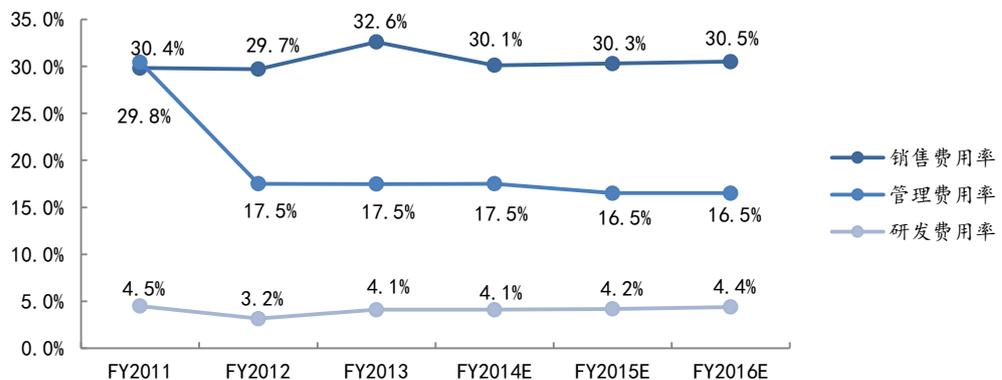


数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

费用率预测

2013 年，销售费用、管理费用及研发费用分别占公司总营业额的 30.1%、17.5% 及 4.1%。可见，销售费用和行政费用是公司开支的主要部分。2014 年 1 季度，公司总体费用率为 64.3%，同比提升 2.4 个百分点。由于受到中国春节影响，第一季度一般是公司的淡季，今年费用率有所提升主要是公司增加了销售人员和市场推广，同时由于春节回款慢的影响，公司提高了坏账拨备。预计在下半年公司会努力费用控制，全年费用率维持在过去平均水平，且未来几年费用率会保持稳定。

表 24、费用率预测 (%)

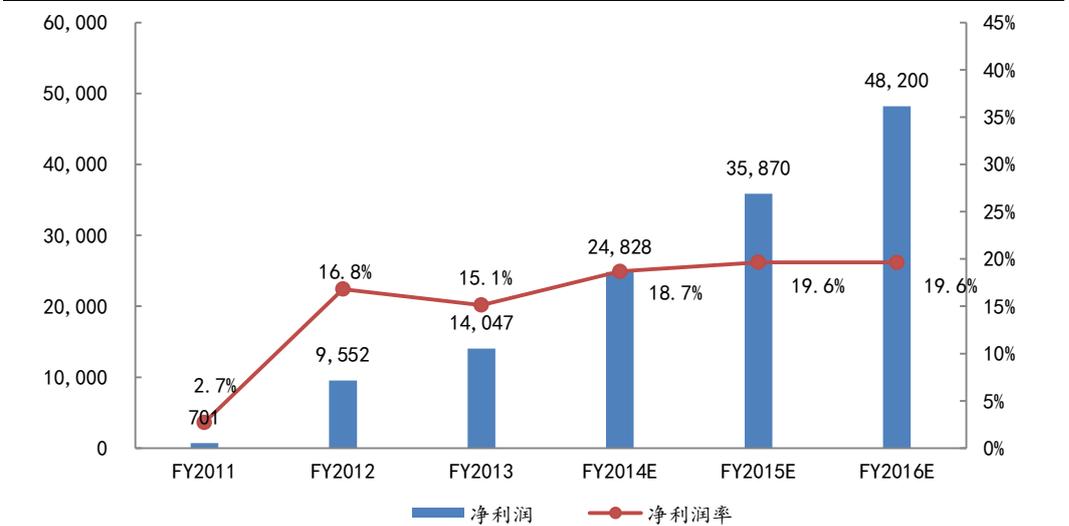


数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

净利润预测

综合以上，预计 2014-2016 年公司净利润将分别为 2482 万、3587 万及 4820 万美元，且净利润率未来会稳步提升。

表 25、归属股东净利润预测（千美元）



数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

估值及目标价

推荐理由

我们看好公司在职业培训行业的综合实力，特别是 IT 培训。未来主要看点在于：
1、原有学习中心不断增加课程，带来学生人数增长；2、现有学习中心教室利用率提升；3、相对稳健的学习中心扩张速度；4、移动互联网快速发展，利好公司新开课程 IOS 开发及 Android 开发，未来保持高速增长。

目标价

预计公司 2014-2016 年每 ADS 盈利将分别为 0.49 美元、0.71 美元及 0.95 美元。根据教育行业估值水平，结合中国职业教育行业的发展及公司的优势，给予公司 2014 年 30 倍估值，相当于目标价 14.7 美元，较现价有 12.2% 的上升空间，给予推荐评级。

表 26、行业相关公司估值及评级

代码	公司名称	货币	市值(亿)	评级	PB		EPS			PE			
					2013A	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
XRS US	好未来	USD	25.19	推荐	3.91	0.51	0.78	1.05	1.05	28.93	40.38	30.13	20.12
TEDU US	达内科技	USD	6.30	推荐	2.98	(2.70)	0.46	0.73	0.73	N/A	28.38	18.05	11.96
DL US	正保远程教育	USD	5.69	中性	8.22	0.36	0.56	0.67	0.67	46.73	28.67	23.92	23.43
EDU US	新东方	USD	30.28	中性	3.55	1.01	1.47	1.55	1.55	36.21	12.88	12.21	11.75
XUE US	学大教育	USD	2.84	中性	1.25	0.31	0.42	0.46	0.46	22.70	10.62	9.70	7.89
ATAI US	ATA	USD	1.07	-	2.57	0.14	N/A	N/A	N/A	20.05	N/A	N/A	N/A
NED US	诺亚舟教育	USD	1.03	-	0.73	N/A	N/A	N/A	N/A	33.61	N/A	N/A	N/A
YY US	YY Inc	USD	45.11	-	3.65	1.51	2.38	3.37	5.01	38.21	34.71	24.58	14.58
平均										32.35	25.94	19.77	14.96

资料来源：Bloomberg

财务报表摘要及预测

财务报表摘要

损益表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	56.8	92.8	132.9	182.6	245.6
成本	(17.8)	(29.1)	(39.3)	(52.4)	(69.3)
毛利	39.1	63.8	93.6	130.2	176.4
销售费用	(16.9)	(30.3)	(39.9)	(54.8)	(73.7)
管理费用	(9.9)	(51.1)	(70.3)	(90.2)	(103.1)
研发费用	(1.8)	(3.8)	(5.3)	(7.3)	(9.8)
营运利润	10.4	13.5	25.1	38.0	52.3
利息收入	1.2	1.5	3.7	3.7	3.7
其他	0.2	1.3	0.0	0.0	0.0
税前盈利	11.8	16.3	28.9	41.7	56.0
所得税	(2.2)	(2.3)	(4.0)	(5.8)	(7.8)
净利润	9.6	14.0	24.8	35.9	48.2
增长					
总收入 (%)	120.7%	63.4%	43.1%	37.4%	34.5%
净利润 (%)	1263.3%	47.1%	76.7%	44.5%	34.4%

资产负债表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	16.2	26.1	203.5	243.4	297.8
应收账款	14.3	15.0	21.5	29.5	39.7
预付账款及其他	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5
递延税收资产	0.5	1.5	1.5	1.5	1.5
总流动资产	34.3	46.2	230.0	277.9	342.6
定期存款	0.8	12.2	12.2	12.2	12.2
应收账款	2.7	0.4	0.4	0.4	0.4
物业及设备	8.2	12.8	16.0	19.2	22.4
其他	1.0	2.1	2.1	2.1	2.1
总资产	46.9	73.7	260.7	311.8	379.7
应付账款	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
应付税项	1.5	3.0	5.7	9.5	14.7
递延收入	9.7	15.5	22.2	30.5	41.0
预提费用及其他	3.2	6.6	8.9	11.9	15.8
总流动负债	14.6	25.3	37.1	52.3	72.0
其他长期负债	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
总负债	14.7	25.6	37.3	52.5	72.2
股东权益	(35.0)	(63.3)	223.4	259.3	307.5
每ADS账面值(\$)	N/A	N/A	4.4	5.1	6.1
营运资金	19.7	20.8	192.9	225.6	270.6

财务分析

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	68.7%	68.7%	70.4%	71.3%	71.8%
EBITDA 率 (%)	18.4%	14.5%	18.9%	20.8%	21.3%
净利率 (%)	16.8%	15.1%	18.7%	19.6%	19.6%
ROE	-27.3%	-22.2%	11.1%	13.8%	15.7%
营运表现					
费用/收入 (%)	47.2%	87.7%	82.9%	79.4%	72.0%
实际税率 (%)	18.9%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款天数	108	60	59	59	59
应付账款天数	3	3	3	3	3
财务状况					
负债/权益	N/A	N/A	0.17	0.20	0.23
收入/总资产	1.21	1.26	0.51	0.59	0.65
总资产/权益	N/A	N/A	1.17	1.20	1.23

现金流量表

<百万美元元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
净利润	9.6	14.0	24.8	35.9	48.2
调整	2.9	5.6	6.9	8.5	10.1
运营资本变化	(5.1)	10.1	5.0	6.9	9.1
营运现金流	7.4	29.7	36.7	51.2	67.5
物业及设备变动	(7.2)	(9.1)	(9.7)	(10.2)	(11.3)
其他资本开支	(0.7)	(10.4)	0.0	(1.1)	(1.7)
投资活动现金流	(7.9)	(19.5)	(9.7)	(11.3)	(13.0)
股权变化及IPO	(0.2)	(0.5)	150.4	0.0	0.0
其他融资及投资	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(0.2)	(0.6)	150.4	0.0	0.0
现金变化	(0.7)	9.6	177.4	39.9	54.5
期初持有现金	16.8	16.2	26.1	203.5	243.4
汇兑变化	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	16.2	26.1	203.5	243.4	297.8

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/或其关连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连。

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作出投资决定, 投资者务请运用个人独立思考能力, 谨慎从事。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/或其关连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/或其关连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作出披露的财务权益、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

香港干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>