

买入 (首次)

达内科技 (TEDU.US)

目标价: 15.6 美元

IT 职业培训龙头, 改革&amp;互联网双驱动

现价: 10.42 美元

预期升幅: 49.7%

## 市场数据

报告日期	2014-3-10
收盘价(美元)	10.42
总股本(亿ADS)	0.51
流通股本(亿ADS)	0.17
总市值(亿美元)	5.28
流通市值(亿元)	1.75
净资产(亿美元)	1.82
总资产(亿美元)	2.18
每ADD净资产(美元)	3.57

数据来源: 公司资料、彭博

## 相关报告

《达内科技 2014Q3 业绩点评及会议摘要》

《达内科技 2014Q2 业绩点评及会议摘要》

《达内科技 2014Q1 业绩点评及会议摘要》

兴证香港研究部

TMT 分析师: 贺华平  
(SFC: AZK406)0755-23826020  
852-35095999  
[hehp@xyzq.com.hk](mailto:hehp@xyzq.com.hk)TMT 分析师: 杨耀波  
(SFC: BEJ406)0755-23826036  
852-35095999  
[yangyb@xyzq.com.hk](mailto:yangyb@xyzq.com.hk)

## 主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	136,204	190,686	257,451	321,807
同比增长	46.72%	40.00%	35.01%	25.00%
净利润	24,115	39,625	57,088	82,191
同比增长		64.32%	44.07%	43.97%
毛利率	71.31%	71.00%	72.00%	73.00%
净利率	17.70%	20.78%	22.17%	25.54%
基本 EPS (美元)	0.510	0.780	1.124	1.618
摊薄 EPS (美元)	0.430	0.725	1.044	1.503
市盈率	20.08	13.36	9.27	6.43

数据来源: 公司资料、兴证香港

## 投资要点

- 投资逻辑:** 1) 中国整体学历上升, 但应届生缺乏实践能力, 达内这种以实践培训为主的职业教育需求正不断增加; 2) 国家政策支持职业教育的发展, 利好整体职业教育行业; 3) IT 类人才缺口仍然很大; 4) 达内线上线下结合的教学模式能快速扩展, 享受规模化经济效益; 5) 其他领域的职业培训和纯线上课程为达内未来增长提供了广阔的空间。
- 改革政策推动, 利好职业教育:** 在当前全面深化改革的背景下, 教育领域再次引起极大关注, 最近一年内政策频出, 特别是与职业教育相关的。可以归纳为: 1) 教育信息化建设 2) 打通从中职、专科、本科到研究生的上升渠道 3) 引导更多普通本科高校向技术应用类职业高校转型, 成为本科职业教育高等学校。4) 引入社会资本, 发展股份制、混合所有制职业学院 5) 推行学历证书和职业资格证书“双证书”制度。
- 成熟领先的 O2O 教学模式, 实现经济效益规模化:** 以北京作为老师的授课中心, 通过远程直播向全国教学中心实时教学。在教学质量得到保障的前提下, 各地区教学中心的成本大幅减少, 能实现全国范围的快速扩张, 同时地区销售能更专注于营销推广。

- **强大的合作关系网络，同时为学生/企业/学校创造价值：** 公司已经与 500 多所大学的计算机或软件学院建立良好合作关系，在 100 多所院校里建立了达内大学生实习实训基地，并与包括北大软件学院在内的 10 所院校共建专业。同时，达内还与全国 4 万家知名企业建立合作关系，每个月在达内全国中心举办近 600 场的企业双选会，并定期组织专场招聘会，帮助学员、企业、学校解决人才匹配问题。
- **增长驱动力十足，推出非 IT 类（会计、管理、设计、营销等）及纯线上课程：** 过去 3 年营收平均年复合增长率达到 74%，预计会继续建立更多学习中心和开设更多不同类型的课程，收入增长在未来 3 年预计能保持在 30-35% 的水平，公司逐步发展成为综合型职业培训机构。
- **买入评级，目标价 15.6 美元：** 我们认为达内科技商业模式可靠，拥有相当大的市场潜力以及能保持高于行业平均的增速，具备较好的投资价值，给予达内科技 2015 财年 20 倍预期 PE 值，由此计算得目标价：15.6 美元，较目前股价有 49.7% 的上升空间，首次给予「买入」评级。
- **催化剂：** IT 人才短缺、职业教育改革、开设非 IT 类课程、线上教育。
- **风险提示：** 新课程未能达到预期、在线教育竞争加剧。

## 目录

1、公司基本情况 .....	- 4 -
1.1 公司简介 .....	- 4 -
1.2 公司结构及核心团队 .....	- 5 -
1.3 公司主要业务模式 .....	- 6 -
2. 职业教育市场潜力巨大, 政策&互联网科技双重驱动 .....	- 8 -
2.1 改革政策推动, 利好职业教育 .....	- 8 -
2.2 职业教育潜力巨大, 行业集中度不高 .....	- 10 -
2.3 互联网科技促进职业教育发展 .....	- 13 -
3. IT 类培训市场概括 .....	- 14 -
4. 公司核心竞争力 .....	- 17 -
4.1 成熟的 O2O 商业模式, 经济效益规模化 .....	- 17 -
4.2 全产业链服务于学生/企业/学校 .....	- 18 -
4.3 开拓新课程, 加速营收增长 .....	- 18 -
4.4 联合推出国际化证书 .....	- 19 -
5. 公司财务分析及盈利预测 .....	- 20 -
5.1 公司财务分析 .....	- 20 -
5.2 公司盈利预测及估值 .....	- 21 -
附表: .....	- 23 -

# 1、公司基本情况

## 1.1 公司简介

达内科技于2001年8月由加拿大海外IT技术专业人士韩少云在加拿大多伦多创建而成;致力于培养面向电信和金融领域的Java、C++、C#/.Net、3G/Android、3G/IOS、PHP、嵌入式、软件测试、UID、网络营销、网络工程、会计等12大课程方向的中高端软件人才;先后获得美国国际数据集团IDG、集富亚洲JAFICO ASIA、美国高盛银行的三轮投资。2014年4月3日,达内科技成功在美国纳斯达克上市,成为中国第一家在美国上市的IT职业教育集团。

经过13年运营,达内科技以中关村科技园区为依托,在中国30多个大城市,建立100多个职业教育中心,年培训5万名软件人才;已累计为IBM、微软、华为、阿里巴巴、百度等知名IT企业培养输送了15万多名中高级软件人才。根据IDC的数据,达内科技是目前国内最大的IT职业教育机构,2013年约占IT职业培训市场份额的8.3%。同时,达内科技非常重视与高校进行学术交流以及专业共建等方面的合作。先后与全国500多所大学的计算机或软件学院建立良好合作关系,在100多所院校里建立了达内大学生实习实训基地,并与包括北大软件学院在内的10所院校建立软件工程研究生联合培养合作。同时,达内还与全国4万家知名企业建立合作关系,每个月在达内全国中心举办近600场的企业双选会,并定期组织专场招聘会,帮助学员解决就业问题。

表 1: 教学中心及课程覆盖情况

Cities	Learning Centers as of Sep 2014	Java	C++	Digital Art	Software Testing	PHP	Embedded	Android	.NET	iOS	Linux and Network Engineering	Online Sales & Marketing	Accounting
Beijing	10	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Shanghai	11	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Hangzhou	6	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Shenzhen	8	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Guangzhou	7	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Nanjing	5	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Wuhan	5	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Chengdu	4	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Chongqing	4	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Hefei	3	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Shenyang	3	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Changsha	3	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Zhengzhou	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Harbin	3	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Changchun	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Jinan	3	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Qingdao	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Nanchang	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Dalian	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Kunming	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Tianjin	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Nanning	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Wuxi	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Suzhou	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Ningbo	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Shijiazhuang	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Fuzhou	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Xi'an	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Zhuhai	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Daqing	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Yantai	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Xiamen	2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Dongguan	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Taiyuan	1	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

资料来源: 公司资料

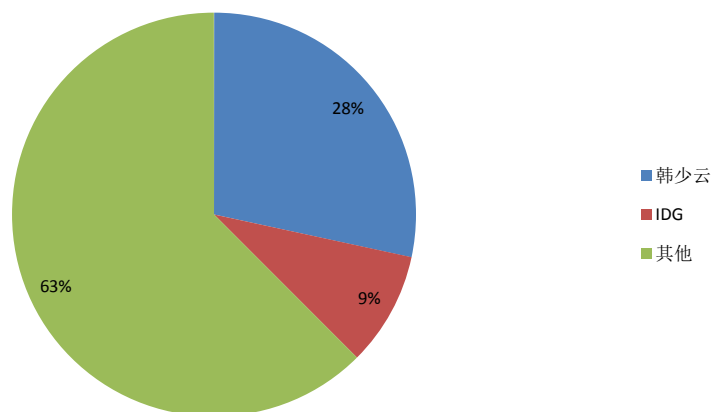
表 2: 公司重要发展历程

时间	事件
2001 年 8 月	加拿大海外 IT 技术专业人士韩少云在加拿大多伦多创立达内科技
2002 年 3 月	成为首家与北大软件学院合作且规模最大的培训公司，共同培养软件工程师
2003 年 9 月	获得美国国际数据集团 IDG 投资，成为中国首家获得国际资本投资的 IT 培训公司
2009 年 11 月	获得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
2011 年 9 月	获得美国高盛集团 2000 万美元投资，成为金融危机后教育行业单笔融资之最
2012 年 7 月	获得工信部权威评选全国规模较大 IT 培训机构第一名
2014 年 10 月	成功在美国纳斯达克上市，成为中国第一家在美国上市的 IT 职业教育集团
2014 年 12 月	开设会计课程

资料来源：公司资料、兴证香港

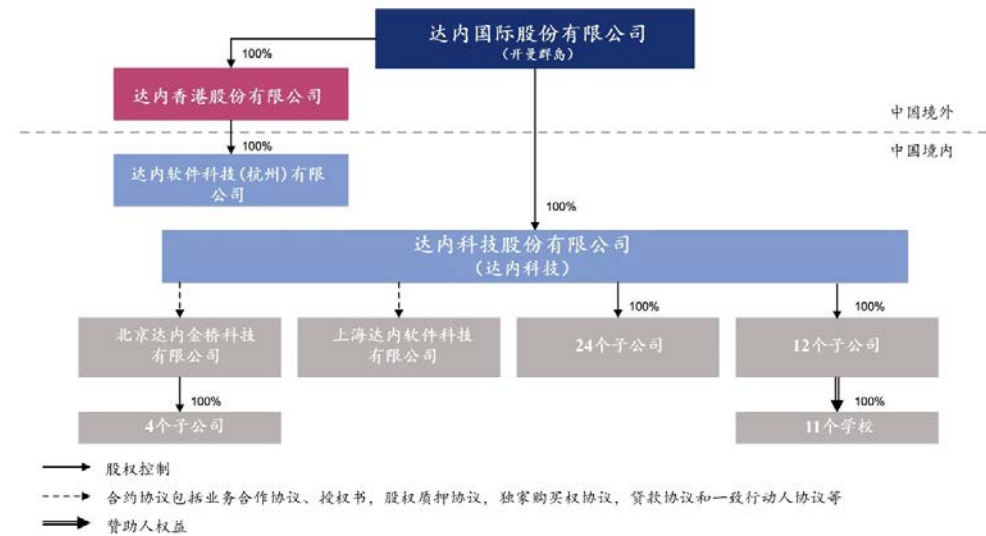
## 1.2 公司结构及核心团队

图 1: 股权架构图



资料来源：公司资料

图 2: 公司架构图



资料来源: 公司资料

**公司管理层简介:**

**韩少云: CEO**

加拿大技术移民, 达内公司创始人。1995年-2002年就职于亚信公司 (美国NASDAQ上市公司), 先后担任副总工程师、技术总监及高级软件架构师, 带领开发团队, 先后完成亚信公司两大核心产品—AIOBS计费系统和AISerBase网管系统的总设计和软件开发, 荣获亚信技术创新奖。

**季苏海: CFO**

于2013年9月加入达内科技任CFO, 曾任网秦公司 (NYSE: NQ) CFO, 泛欧证券交 (北京) 董事, 德意志银行副总裁。

**孙莹: 副总裁**

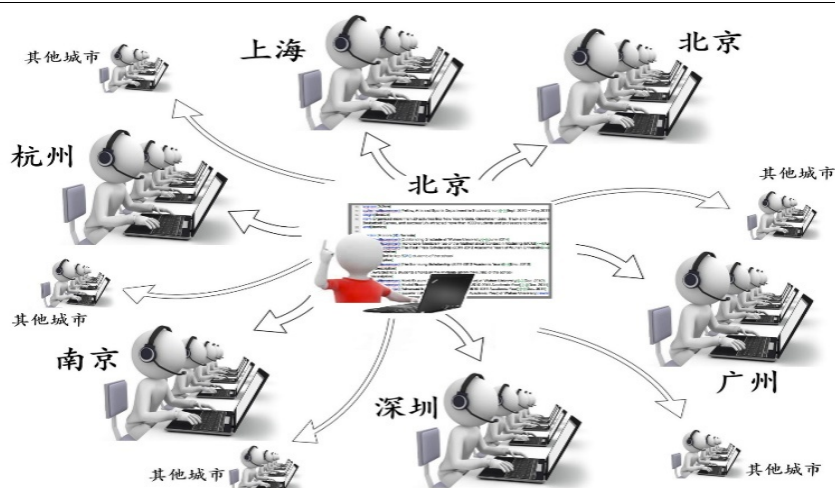
于2005年加入达内科技, 2009年起担任副总裁, 主要负责全国范围内的运营管理。曾任COFCO中国粮油食品进出口总公司旗下海外地产公司销售总监, 集团人力资源总监; 凯莱酒店人力资源总监。

**1.3 公司主要业务模式**

达内科技通过自主研发的智能化评测平台TTS (Tarena Teaching System), 将远程直播教学, 线下集中辅导与在线自学模块联系起来, 实现线上线下双模式教学。

这一商业模式使达内既不同于当面授课的传统培训机构，也不同于一般的在线教育企业。

图3：达内科技教学模式示意图



资料来源：公司资料、兴证香港

**北京作为中心向全国实时授课。**对于任意一类课程，教师在北京的一间教室给教室内所有学生上课的同时，通过远程直播，将教学视频在全国34个城市的105个培训中心进行播放，给位于全国各地的其他学生进行实时授课。达内科技目前拥有95名教师，全部位于北京教学。通过这一模式，达内实现了远高于传统培训机构的生师比，能够有效地控制成本并迅速扩张。截止2013年12月，平均生师比已达到611:1，我们预计2014年生师比能上升至647:1左右的水平。

**科室集中上课起到监督、交流和练习作用。**虽然为远程教学，学生仍须前往所在城市的培训中心统一上课，上课时间为早上9点至晚上6点。同时，上课期间在全国的每一个教室都配有一至两名助教负责辅导和监督学生；学生产生的疑问由助教收集、归纳并反馈至北京，在北京进行教学的教师可在课堂上及时做统一解答。晚上6点下课后，学员通过TTS平台进行自学并完成作业。该平台拥有5个核心功能，包括课程内容详解、自我评价测试、师生互动工具、学生管理系统和在线学生论坛。所有教学资料均在这一平台上共享，不提供纸质教材，学生可购买跨学科课程；另外，通过TTS平台，缺课学生还可点播所缺课程。由于IT技术学习的特殊性，充分依赖电脑的远程教学与在线平台模式并未给学生带来不适，反而有效地提高了学习效率。截止2014年9月，达内科技已累计培训超过172,000名学员；2013年学生注册人数达46,458人，就业率超过95%。

**盈利模式与传统的职业教育培训机构相仿。**达内通过招收学员,向学员收取学费,经过职业培训以后免费输送到用人企业而盈利。目前提供9个IT学科和3个非IT学科课程,其中JAVA和C++是学员最多且是最重要的收入来源。其课程除区分学科以外,还分为全日制就业班和周末业余班。在2013年入学的学员中,全日制学员占89%,非全日制学员占11%。全日制课程历时4个月,大约1000学时,学费一般介于15,800-16,800元之间,并以每年上涨1000元的速度增长,涨幅约6%;非全日制课程一般历时4-5个月,学费一般为15,800元,学费也会每年上涨1000元。

**三种营销渠道。**达内科技主要通过搜索引擎、招聘类网广告投放和校园推广这三种渠道获得新学员。搜索引擎上投放广告将潜在客户带到达内网站,并通过提供咨询服务与试听机会发展成客户;此渠道贡献约50%的学员数目。第二类主要与招聘企业和用人单位合作,在招聘网站上投放广告,将资历不足的求职者转换为学员;此渠道贡献约30%的学员数目。第三类校园渠道主要是与地方院校共建课程或在大学招聘会中将能力不足的学生转换为学员并给予学费优惠;此渠道贡献约20%的学员数目。

## 2. 职业教育市场潜力巨大,政策&互联网科技双重驱动

### 2.1 改革政策推动,利好职业教育

在普及基础教育之后,中国教育体系仍然面临着应试教育、人才供给与需求错配、就业困难等一系列问题。发展计划职业教育以完善当前人才培养体系已经上升至国家策略的层面。自2005年10月,国务院下发《关于大力发展职业教育的决定》,提出“十一五”期间中等职业学校毕业生和高等职业毕业生总人数分别达到2500万和1100万的目标;2010年5月,教育部提出《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020)》中等教育和高等职业教育在校生分别要达到2350万和1480万人;2014年6月,国务院下发《关于加快发展现代职业教育的决定》以及六部共同提出《现代职业教育体系建设规划(2014-2020)》明确了2020年中等职业教育在校生、专科层次教育在校生和从业人员继续教育分别要达到2350万人、1480万人和3.5亿人次;在2014年全国职业教育工作会议上,习近平总书记和李克强总理分别强调了加速发展职业教育的重要性并做出了重要的指示,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。”



表 3: 关于职业教育的重要政策和时间

时间	事件
2005 年 10 月	国务院出台《关于大力发展职业教育的决定》，提出在“十一五”期间，要为社会输送 2500 多万名中等职业学校毕业生，1100 多万名高等职业院校毕业生。
2010 年 5 月	教育部出台《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》，明确提出要大力发展职业教育，调动行业企业积极性，促进校企结合，加快发展面向农村的职业教育。
2011 年 6 月	教育部出台《教育部关于充分发挥行业指导作用推进职业教育改革发展的意见》，进一步提高对职业教育的重视，明确推进建立和完善“双证书”制度，实现学历证书与职业资格证书的对接。
2013 年 4 月	教育部出台《教育部关于积极推进高等职业教育考试招生制度改革的指导意见》，提出专科层次的高等职业学校逐步扩大中职学校招生规模，本科学校逐步扩大面向高职学校和中职学校学生比例，同时还要逐步扩大面向在职人员的招生比例。
2013 年 11 月	中共十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出要深化教育领域综合改革，加快现代职业教育体系建设。
2014 年 2 月	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加快发展现代职业教育发展，并且审议通过《事业单位人事管理条例（草案）》。条例中提出 3 点，一是要创新职业教育模式，引导一批普通本科高校向应用技术型高校转型。二是提升人才培养质量，积极推进学历证书和职业资格证书“双证书”制度。三是要引导支持社会力量兴办职业教育，社会力量举办的职业院校与公办职业院校具有同等法律地位。
2014 年 3 月	教育部部长鲁昕在 2014 年中国发展高层论坛上发表讲话，提出改革后将有 1600-1700 多所学校转向以职业技术教育为核心；同时，在培养模式上，淡化学科，强调专业特性。对 99 年后升本的院校进行调整，转型为技术技能型，重在发展职业教育。
2014 年 6 月	国务院出台《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》，提出到 2020 年，中等职业教育在校生达到 2350 万人，专科层次职业教育在校生达到 1480 万人，接受本科层次职业教育的学

生达到一定规模。 从业人员继续教育达到 3.5 亿人次。

2014 年 6 月 教育部、国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部、农业部、国务院扶贫办等六部门印发《现代职业教育体系建设规划（2014-2020 年）》，鼓励企业举办或参与举办职业院校，提出分两步走战略，2015 年，初步形成现代职业教育体系框架，产教融合、校企合作的体制基本建立；到 2020 年，大中型企业参与职业教育办学的比例达到 80%以上。

2014 年 6 月 习近平总书记出席全国职业教育工作会议，提出牢牢把握服务发展、促进就业的办学方向，深化体制机制改革，创新各层次各类型职业教育模式，坚持产教融合、校企合作，坚持工学结合、知行合一，引导社会各界特别是行业企业积极支持职业教育，努力建设中国特色职业教育体系。

资料来源：政府相关文件、兴证香港

#### 职业教育相关的改革方向主要归纳为以下几点：

- 1) 加速教育信息化建设，推行教育资源数字化和平台化，通过互联网科技促进师生间互动以及增加终身教育渠道。
- 2) 打通从中职、专科、本科到研究生的上升渠道，为学生提供多样化和多渠道的学习规划路线
- 3) 引导更多普通本科高校向技术应用类职业高校转型，成为本科职业教育高等学校。
- 4) 引入社会资本，发展股份制、混合所有制职业学院，让用人企业更多的参与学校的课程设计、实习安排以及业内人士讲解等。
- 5) 推行学历证书和职业资格证书“双证书”制度，让技术证书和职业资格证书等非学历教育被市场接受，切实反应毕业生于某方面的能力。

## 2.2 职业教育潜力巨大，行业集中度不高

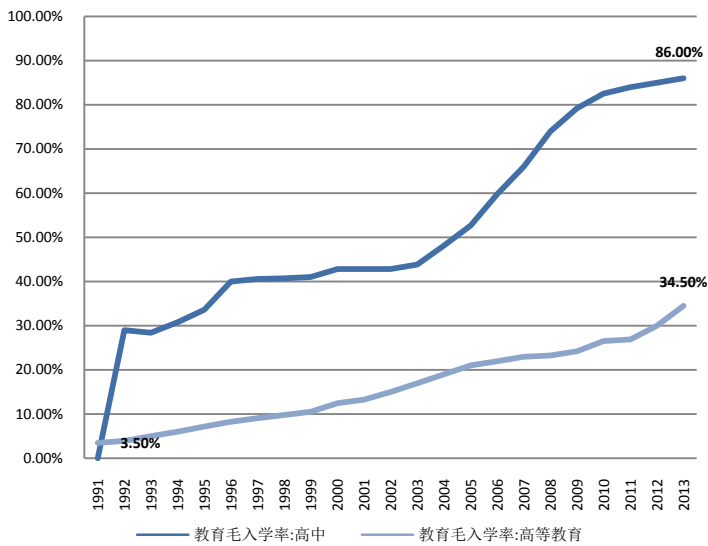
职业教育是一个很宽的市场，涉及许多细分领域。根据教育目的分可以粗略的分为学历职业教育和非学历教育，其中学历职业教育一般指中等职业教育和高等职业教育等有毕业证书的，非学历教育范围比较广，其中包括语言培训、专业技能培训、专业考试培训、企业培训、创业培训、兴趣培训等。同时各个细分领域还可以根据初级、中级、高级以及从业资格等进行层次划分。

**职业教育市场预计可达万亿级的规模。**根据规划的 2020 年目标中等职业教育在校生 2350 万人、专科层次教育在校生 1480 万人和从业人员继续教育 3.5 亿人次，结合 2013 年中等职业教育生均财政费用支出 8000 元，并延伸至假设高等职业教育生均费用与之相等，保守的假设年复合 15% 增长率，学历类职业教育规模已经达到 7000 万亿人民币的规模。同时，我们认为在“双证书”和鼓励社会资本进入职业教育的政策推动下，非学历类的职业培训（如规划提到的从业人员继续教育和其他培训）的增长速度会更快，由此得出整体职业市场规模会是万亿级别以上的。

**高学历平民化加剧就业竞争，职业教育向高端市场和企业培训发展。**在过去的几十年里，我国的高等教育跟随着经济快速发展，特别是近年高校扩招的影响下，本科生和研究生呈现出飞跃式的增长。从毛入学率来看，高中毛入学率从 1992 年的 29% 增长至 2013 年的 86%，高等教育从 1992 年的 3.5% 增长至 2013 年的 34.5%。从高等学院（专科、本科、研究生、网络专科）在校生人数的持续增长来看，预计未来几年内高等教育的应届生会继续上升，加剧就业市场的竞争压力，迫使更多的学生寻求更高的学历或者培训拿更多的证书以提升自身竞争力。目前，全国各类型培训机构超过 10 万家，各类职业培训证书也超过 1000 种。

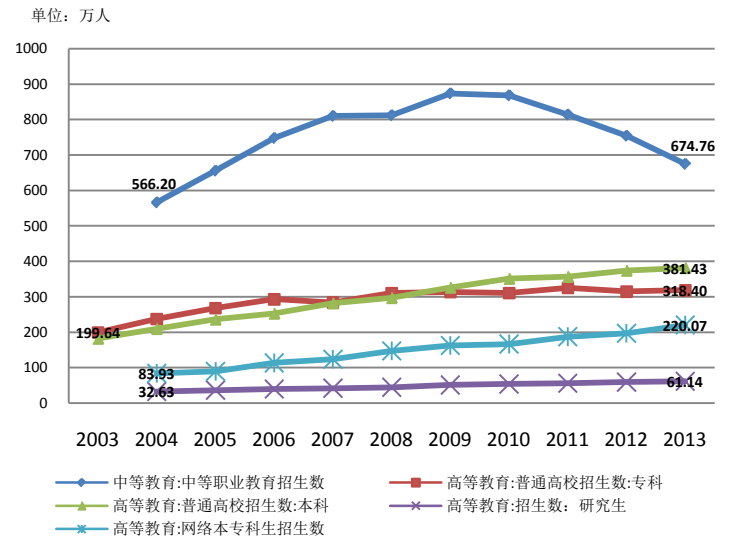
中等职业教育的在校生、招生数和毕业生都在 2012 年达到顶峰后有所下降，这一一定程度上反应了职业教育也跟随着整体教育水平的提高逐步向高端市场上移。另一方面，这与目前的人口和人才结构有关。计划生育实施后对劳动力减少的效应已经开始体现出来，新增劳动力在 2012 年首次出现下降，而平均学历在高校扩招后有了飞跃式的上升；就是说，用人需求最大的中低级劳动市场新增劳动力减少较大，而需求较少的高学历人才快速上升。以至于本科生初次就业率在最近 3 年逐年下滑，高学历的需要通过职业培训提高竞争力；低学历的由于劳动力供应稀缺可以直接上岗，由企业统一安排培训。

图 4: 毛入学率



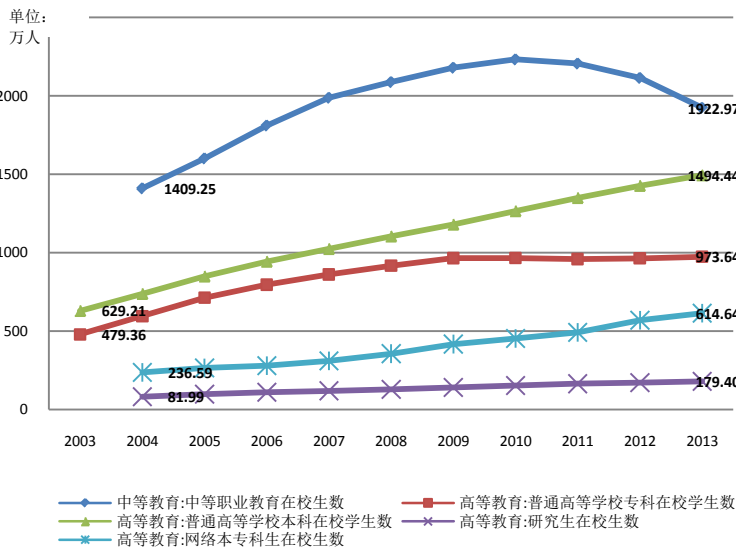
数据来源: 教育部、兴证香港

图 5: 招生数



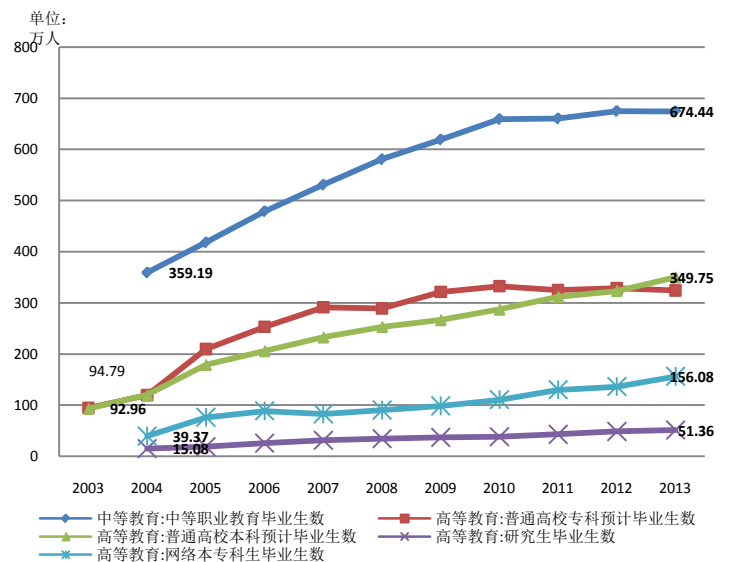
数据来源: 教育部、兴证香港

图 6: 在校生



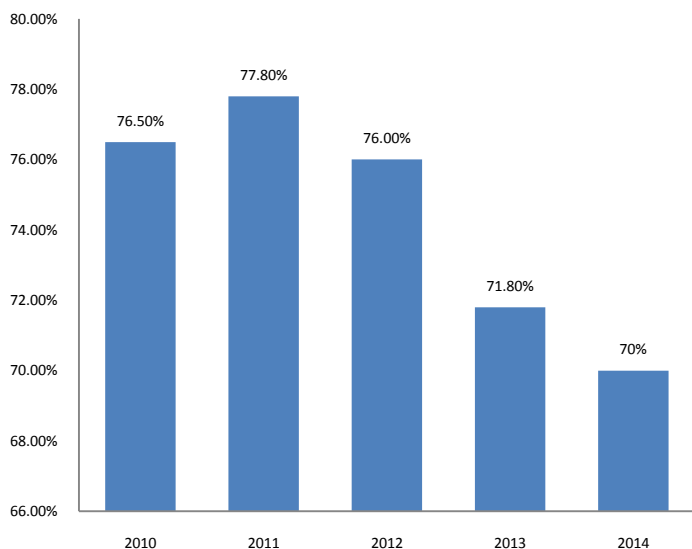
数据来源: 教育部、兴证香港

图 7: 毕业生



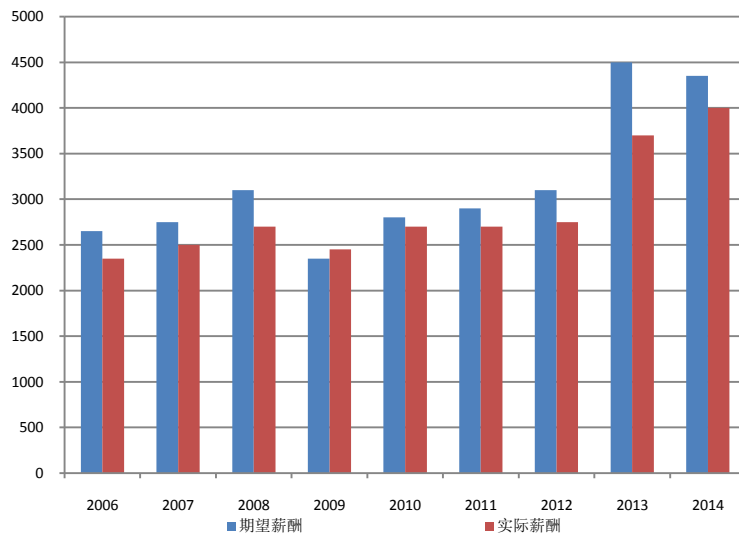
数据来源: 教育部、兴证香港

图 8: 全国高校应届毕业生初次就业率



数据来源: 全国两会工作报告、兴证香港

图 9: 近年应届毕业生期望薪酬与世界薪酬对比



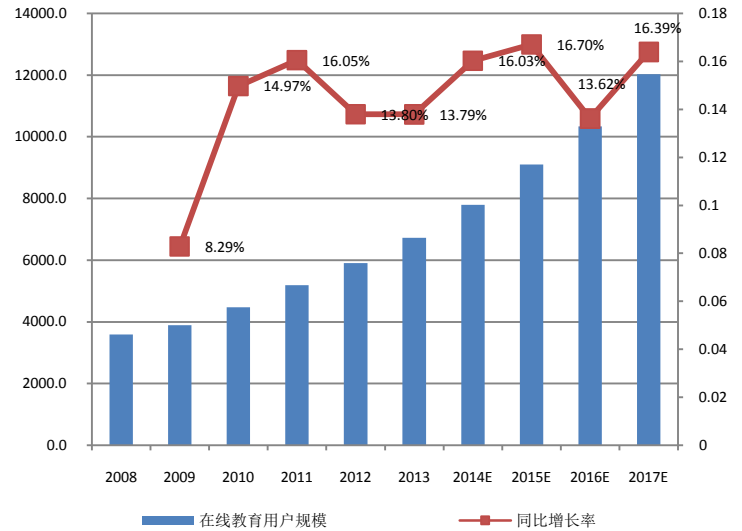
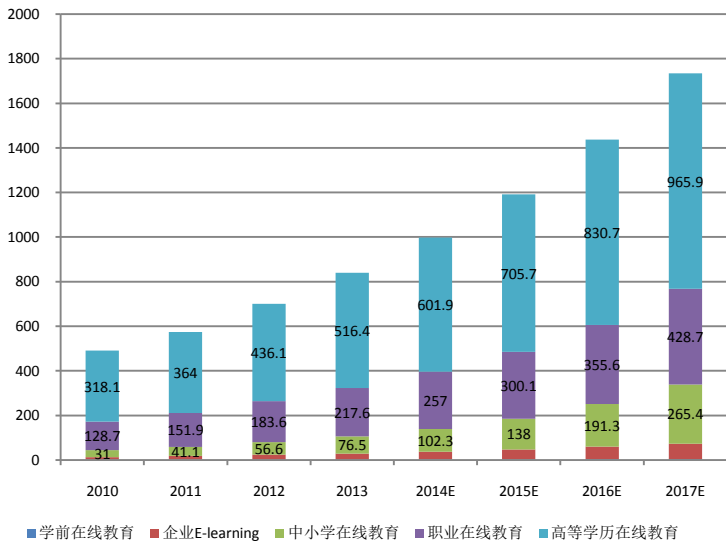
数据来源: 全国两会工作报告、兴证香港

### 2.3 互联网科技促进职业教育发展

互联网科技的出现对于各行各业都有一定的促进作用，在线教育也跟随着步伐快速增长。我们预测未来 3 年在线教育市场规模保持 20%左右的年复合增速，2017 年预计市场规模达到 1733.9 亿人民币，用户规模增速在 16%左右，预计 2017 年用户数将达到 1.2 亿人。高等教育的市场规模虽然高于职业教育，但是整体占比是有所下滑的，而且造成这分布情况很大原因是由于目前大部分在线课程都是免费的形式，而学历在线教育则必须付费才能拿到相应证书。我们认为从用户参加课程占比情况更能反映未来的趋势，职业教育是目前占比最高的。职业教育天然适合线上模式，因为以成人为主的服务对象有较高的自制能力、更主动的学习意愿和足够的消费能力。预计未来在线职业教育的增速会继续高于整体行业水平。

图 10: 2010-2017 年中国在线教育市场规模结构 (亿元)

图 11: 2008-2017 年中国在线教育用户规模 (万人)

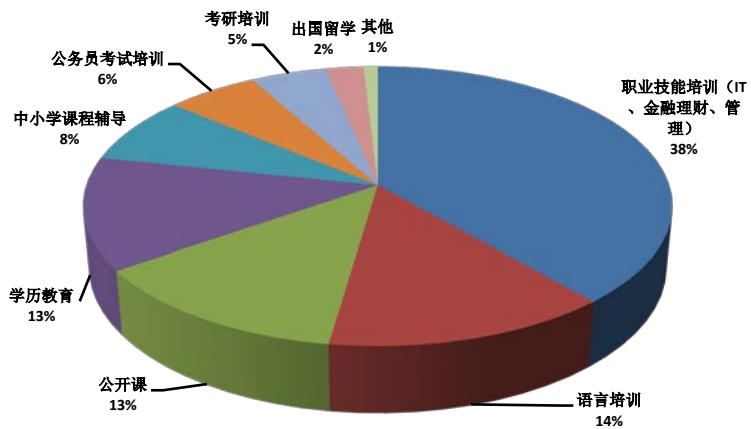
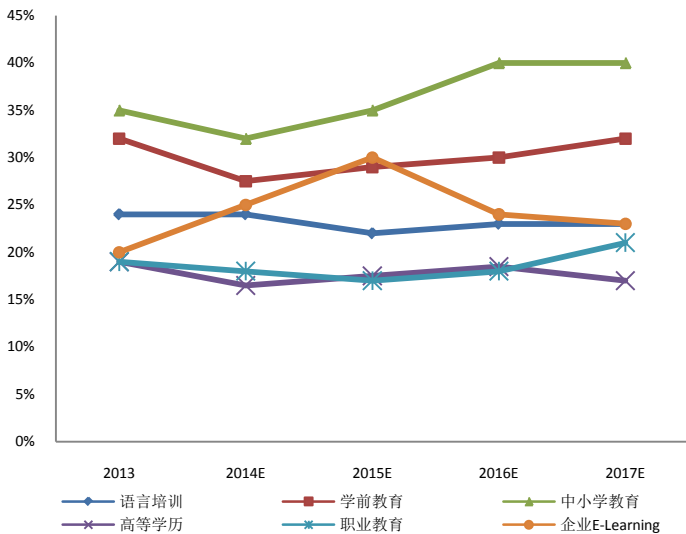


数据来源: iResearch、兴证香港

数据来源: iResearch、兴证香港

图 12: 2013-2017 年中国在线教育细分市场增长预期

图 13: 2013 年中国在线教育用户参加课程情况



数据来源: iResearch、兴证香港

数据来源: iResearch、兴证香港

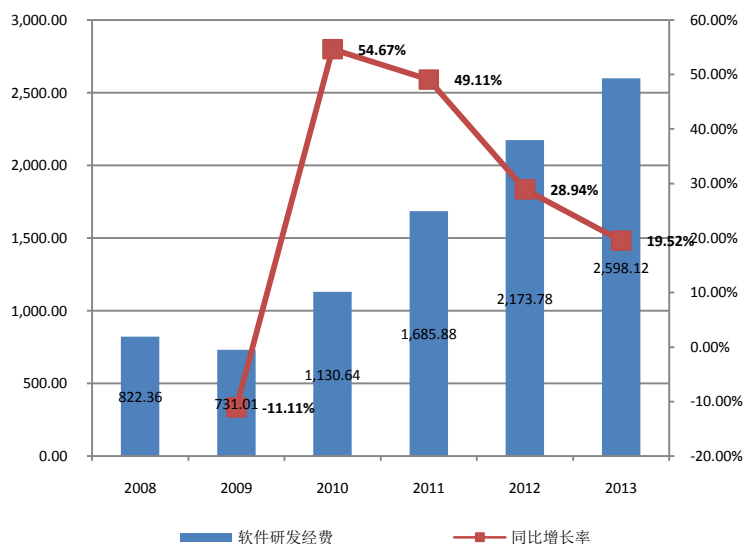
### 3. IT 类培训市场概括

IT 领域持续更新换代, 人才缺口驱动 IT 类培训持续快速发展。IT 领域一直保持着高速的发展, 不同的时代成就了一批又一批的科技巨头, 例如, PC 时代的微软、甲骨文、IMB 等, 然后是中国也参与其中的互联网时代出现了 Google、Facebook、

百度、腾讯、阿里等巨头，之后就是当下所说的移动互联网时代、云计算、物联网等一系列的新的发展方向。科技持续进步着，对于人才的需求也越来越大，创造了大量的就业机会。中国电子产业信息统计数据显示，软件类研发费用、整体行业收入、企业数量、从业人员和研发人员在过去 6 年内复合增长率都在双位数。2013 年软件从业人员和研发人员分别达到 180 万人，同比分别增长 12.3% 和 2.2%，但是增长速度仍然落后于同年收入增长的 25% 和研发费用增长的 19%。我们相信 IT 类人才的缺口仍会持续，并有可能在互联网和物联网爆发式发展的环境下进一步扩大。IT 类培训机构将会受益于整个行业的高速发展，提升应届生的实践能力，帮助非专业人员进入 IT 行业，以及保持从业人员知识的时效性。根据 IDC 数据，2013 年我国 IT 职业培训市场规模为 76.95 亿元，占整体教育市场的 11.4%，预计 2017 年 IT 职业培训市场规模将达到 120 亿元。

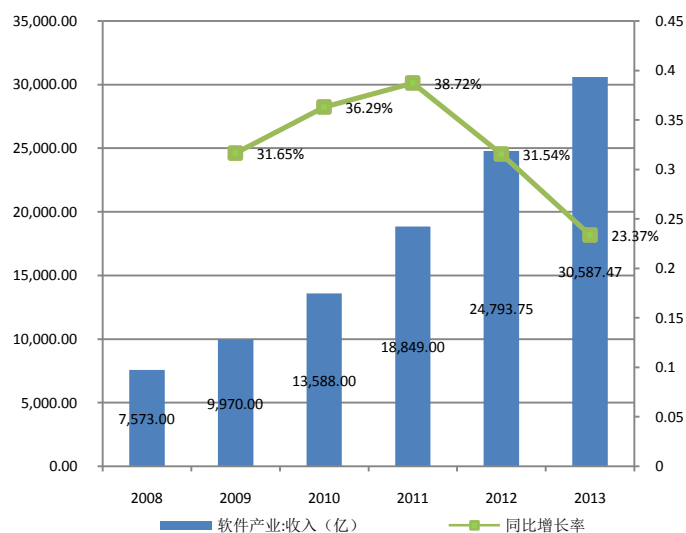
IT 培训行业集中度不高，利于龙头企业抢占市场。培训市场的进入门槛比较低，各种 IT 类培训机构如雨后春笋般出现以满足市场的需求，但是大部分的 IT 类培训机构仍然是传统的线下模式，以地方性为主，规模相对比较小。全国范围内的连锁品牌仍在逐步形成当中，达内科技和北大青鸟是走得比较靠前的两家 IT 培训机构，不过市场份额都小于 10%。借鉴英语培训领域的发展历史，我们预计未来 IT 职业培训市场也会逐步集中，龙头企业利用品牌效应和资金优势有望进一步提升市场份额。

图 14： 软件研发支出（亿）



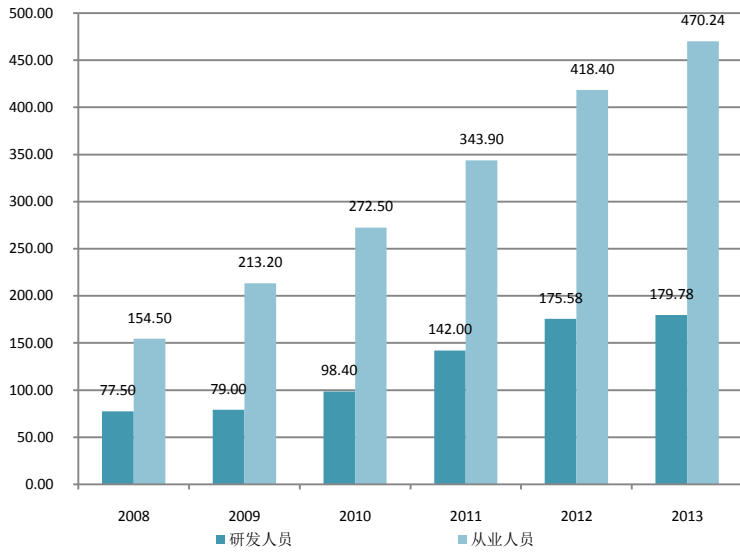
数据来源：中国电子信息产业统计年鉴、兴证香港

图 15： 软件产业收入（亿）



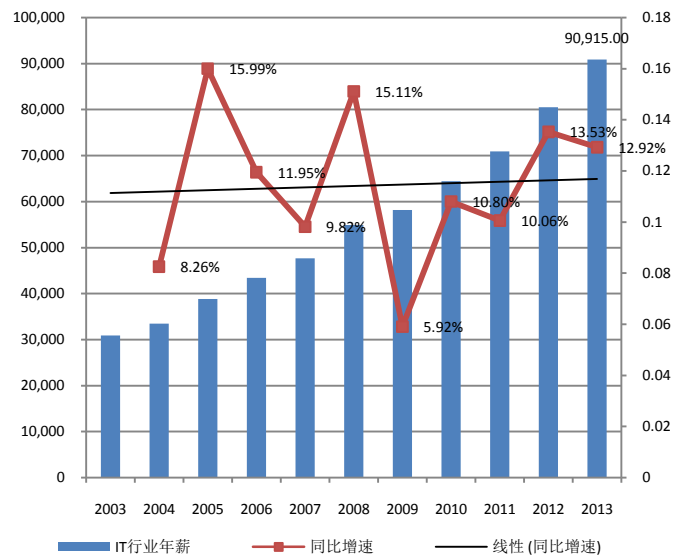
数据来源：中国电子信息产业统计年鉴、兴证香港

图 16: 软件行业研发人员与从业人员 (万)



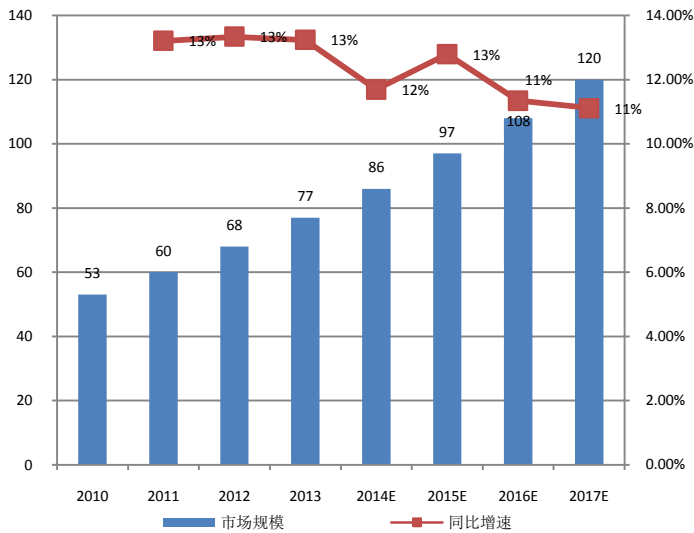
数据来源: 中国电子信息产业统计年鉴、兴证香港

图 17: IT 行业平均工资



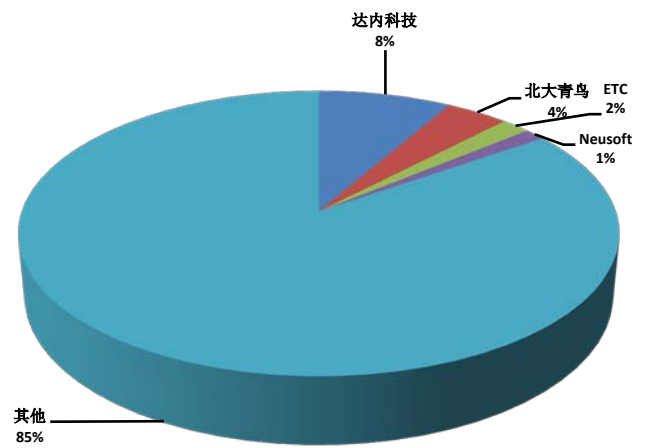
数据来源: 中国电子信息产业统计年鉴、兴证香港

图 18: IT 职业教育服务市场规模 (亿元)



数据来源: IDC、兴证香港

图 19: IT 培训市场份额

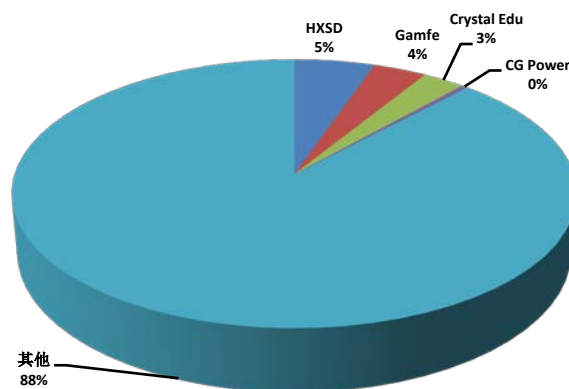
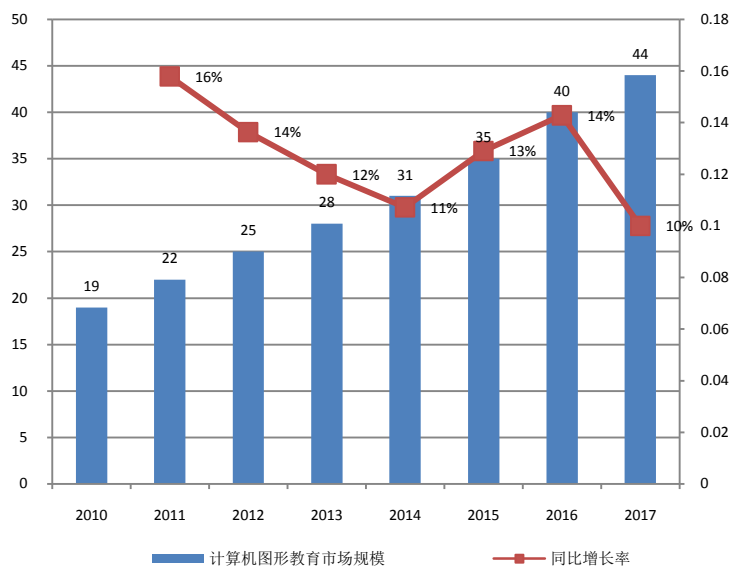


数据来源: IDC、兴证香港



图 20: 电脑图像教育市场规模 (亿元)

图 21: 电脑图像教育市场份额



数据来源: IDC、兴证香港

数据来源: IDC、兴证香港

## 4. 公司核心竞争力

### 4.1 成熟的 O2O 商业模式，经济效益规模化

在线教育自 2013 年开始快速发展，时至今日很多商业模式仍处于探索性阶段，实现盈利的企业并不多，特别是纯线上的平台资源类网站和学习应用提供商，普遍以免费为主来吸引更多的流量，但是最终的变现模式仍不确定。相比之下，达内科技的 O2O 模式自 2006 年开始推广，已经经历了 6 年的考验和改良，被市场证实是可行的。以北京作为老师的授课中心，保证了各地的教学质量与首都一致；通过远程直播提高师升比例，大大的节约了各地教学中心师资成本，更多的资源可以用于北京招聘行业内顶级培训人员作为讲师。在师资水平和平均薪酬上，达内科技有着绝对领先的地位，我们认为主要讲师被挖角的概率不高，相反公司凭借着远高于市场的薪酬在抢夺优质师资方面有一定优势。另一方面，各地区只需要专注于教学中心的运作和地区营销工作，营销和运营上能根据各地区的不同特点做出调整，更好的提高整体销售投入的回报率及运营效率。达内的 O2O 模式打破了地区师资缺乏和参差不齐的扩张瓶颈，同时减少了各地的师资运营成本，短时间内能快速的在全国范围扩张。随着教学中心的持续上升，规模化的经济效益将会更加突出。

## 4.2 全产业链服务于学生/企业/学校

达内科技在整个学习培训过程中同时服务于学生、企业、学校，同时为多方创造价值。

**学生方面**，公司在学生学习前向有资金困难的学生提供“先就业后付款”和其他与金融机构合作的资金服务。“先就业后付款”主要是针对大学在校生的服务，由达内科技承担信贷风险，占总注册学生数 10% 左右。另外 40-50% 的学生会选择贷款，主要是与北银消费金融公司、宜信消费贷款公司以及中国银行等金融机构合作，达内科技并不承担相应的违约风险，学费会全额从贷款方获得。剩下的 40% 左右学生会一次性付清。在学习过程中，达内科技通过提供项目的形式提高学生的实践能力，同时还会开展一些企业讲座学生加深对行业的实际性认识。在毕业后，公司为学生提供专门的就业咨询服务，通过公司自身的关系网络帮助其寻找适合的工作。2014 年，达内科学生毕业后 4 个月内的就业率超过 95%。

**企业方面**，达内科技除了能提供常规课程毕业的 IT 类人以外，还可以为企业提供订制班，根据企业的需求个性化设计课程内容，进一步缩短毕业生与完全适应工作间的过度期。另外为企业提供的附加服务还包括：代理招聘、企业内部培训、人才推荐、猎头等。

**学校方面**，达内科技通过建设实训基地以及共建专业的形式与多家高校合作，有效的提高在校生的实践能力以及应届生的就业率。同时，此类合作将会帮助部分高校向职业化高等学校的转型，符合 2014 年下发《关于加快发展现代职业教育的决定》的发展趋势。

## 4.3 开拓新课程，加速营收增长

**提高 IT 类培训覆盖面**。达内科技在维持原有强项 Java 课程的情况下，逐年推出新的课程以满足 IT 业持续更新的用人需求。在 2010 年前，公司首先把课程延伸至其他传统 PC 端的软件课程，例如推出 Net、C++、PHP 等；之后随着智能手机的发展，公司于 2011 和 2012 年相继推出了 Android 和 iOS 的课程；然后开始开拓如数码艺术和网络营销等泛 IT 类的课程。新开设的课程表现良好，公司的收入来源也变得更多元化了。我们相信达内科技凭借着与众多 IT 企业的紧密合作，能够及时的根据行业的发展趋势和用人需求作出调整，不断推出新的课程，预计未来 IT 课程的覆盖面将会更全更广。

**开拓非 IT 类课程，转型综合型培训机构**。公司在 2014 年把 IT 课程的模式应用在职业会计培训领域，第一期的全日制和周末班都表现良好，在推出的 1 个月内报

名人数均达到开课要求。预计在 2015 年将会在新的和原有的学习中心加速推出会计课程。假设会计课程能够取得成功，未来有望推出更多其他类型的课程，帮助公司发展成为综合性的培训机构。利用现有的 4 万多家企业的关系网络，达内可以进一步加深与用人单位的合作，提供一站式的服务，输送各类人才。

**潜在的纯线上教育类课程提供一定的想象空间。**达内科技的 TTS 平台和远程直播技术都是经过多年的研发和持续更新，目前技术方面是处于行业的领先地位。借助原有的技术，公司计划推出面向在职的人群以及之前从达内毕业的学生的纯线上教育平台，会挑选一些达内现有的适合在职人群的课程放上平台，包括 IT 类和非 IT 类课程。收费模式暂定为 70% 的课程收费，30% 的免费，按课时收费和会员年费的模式都会考虑采用。

图 22：课程开设情况

Expand course offerings		2002	2007	2009	2010	2011	2012	2013	2014
 Java		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
 .NET			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
 C++				✓	✓	✓	✓	✓	✓
 Software testing				✓	✓	✓	✓	✓	✓
 Embedded				✓	✓	✓	✓	✓	✓
 PHP					✓	✓	✓	✓	✓
 Android						✓	✓	✓	✓
 iOS							✓	✓	✓
 Linux and network engineering								✓	✓
 Digital art								✓	✓
 Online sales and marketing								✓	✓
 Accounting									✓

资料来源：公司资料、兴证香港

#### 4.4 联合推出国际化证书

“证书”在中国社会生活中有着重要的作用，各类学历证书和文凭深受学生追捧，

被认为是获得就业机会、较高社会地位和经济收入等的敲门砖。在校期间，很多学生们都开始考取各类的证书。达内科技通过与不同的世界 IT 巨头合作，学生在完成课程和相应考试后能获得相应细分领域的证书，例如与 Adobe 合作的 UI 设计师证书、与百度合作的网络营销证书、CompTIA 合作的网络工程师证书等。此类合作正好符合了当前大部分学生对于证书的追求：认可度高并具有国际化性质。

## 5. 公司财务分析及盈利预测

### 5.1 公司财务分析

**营收：**公司近年来收入保持高速增长，过去 4 年平均年复合增长率达到 74%，主要得益新增的学习中心和学生人数，同时每门课程每年大概增加 1000 块，对收入增长也有一定贡献。我们预计公司会继续开设新的学习中心以满足对 IT 及其他类型职业教育的需求，特别是布局 2、3、4 线城市；预计收入增长在未来 3 年能保持在 30-35% 的年复合增长率。每门课程每年学费增长 1000 元左右，对收入增长有一定贡献，预计未来加价幅度会保持 1000 元的水平。

**毛利率：**随着营收的增加，经济规模化效益也体现在毛利率的上升当中。我们认为长远的毛利率能达到 75% 左右，因为新的学习中心仍然在持续开业当中，毛利率的增长不会太快，但是会逐步上升。

图 23: 营收及利润 (千美元)

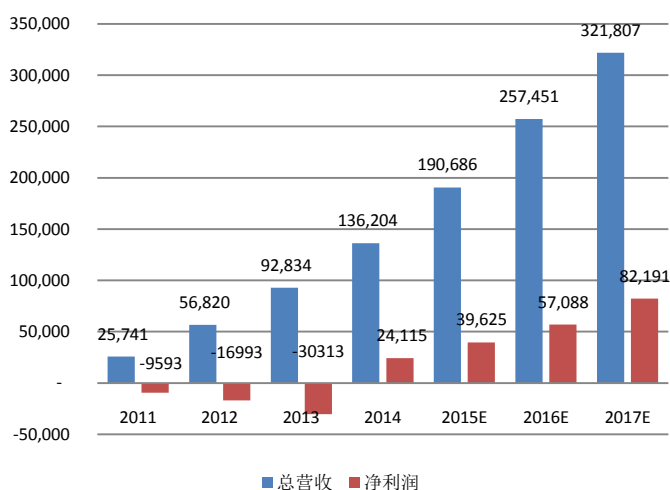
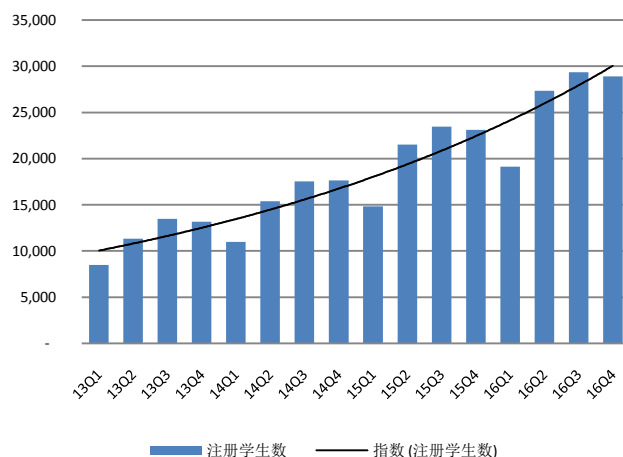


图 24: 注册学生数



数据来源：公司资料、兴证香港

数据来源：IDC、兴证香港

图 25: 毛利率

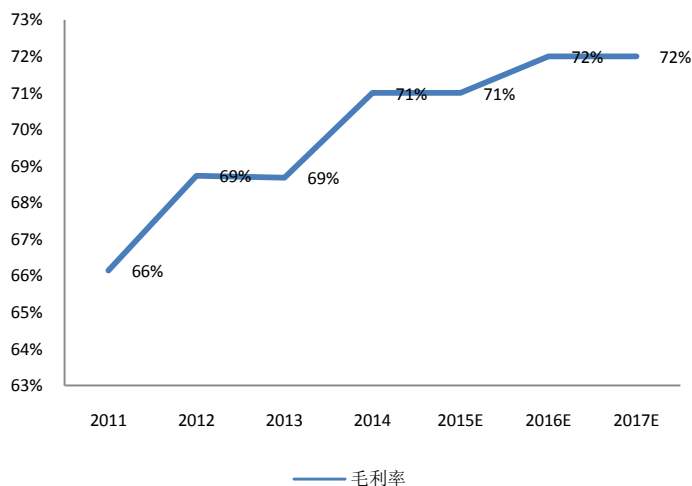
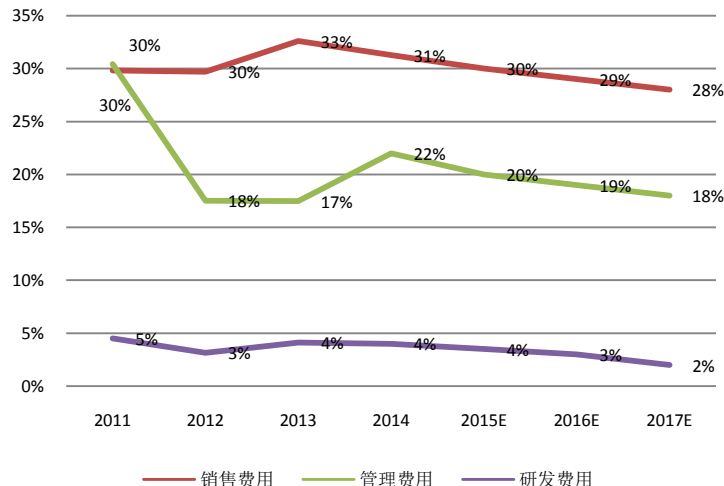


图 26: 费用占比



数据来源: IDC、兴证香港

数据来源: IDC、兴证香港

## 5.2 公司盈利预测及估值

### 核心假设:

1. 课程价格: 目前 12 门课程的价格在 15800-16800 之间, 大部分课程靠近高位的价格, 每年春节过后的学期会有一轮涨价, 涨幅 6%-7% 之间。同时, 课程分为全日制和非全日制, 占比预计保持现有的 90% 和 10% 的水平。
2. 新建学习中心: 根据公司规划, 2015 年会加速布局 2、3、线城市和非 IT 类课程, 新增学习中心预计 30-35 家之间, 2016 年预计会所放缓至 20 家左右。新的学习中心预计需要半年才能达到盈亏平衡, 平均 1 年能达到成熟稳定阶段, 使用率 70% 以上。前期平均每个中心投入 100 万人民币左右, 平均每个中心 5 间科室, 每个科室配备 1-2 个助教, 运营费用每季度 160-200 万之间。
3. 新开课程: IT 类和非 IT 类课程会持续更新, 更多的是满足不同时期和人群的需求。新课程带来的收入增长会有部分被现有课程热度减少所抵。
4. 推广费用: 保持现有的 3 渠道, 但是搜索引擎及招聘类网站投入占比会上升, 校园渠道推广费用下降。整体费用保持稳中有降, 保持在 15-20%。

**盈利预测及估值:** 综上, 我们预计公司整体收入增速将会领先于行业水平, IT 类

培训市场份额预计会从 2013 年 8.3% 逐年上升, 到 2017 年有望接近接近 20% 的水平。我们保守预计 2015、2016 和 2017 财年营业收入分别为 1.91、2.54、3.22 亿美元, 同比增长 40%、35% 和 25%。毛利率在教学中心增加、师生比上升和总体营收规模上升的带动下会有所提升, 预计公司 2015、2016 和 2017 财年毛利率为 71%、72%、73%。净利润也会随之上升, 预计分别为 3962、5709、8219 万美元, 同比增长 64.32%、44.07%、43.97%, 对应 P/E 分别 13x、9x、6x。我们认为达内科技在 IT 培训类拥有龙头地位, 增速高于同行的其他教育机构, 估值应该给予一定溢价。我们给予目标价 15.6 美元, 对应 2015 财年 20 倍 PE。

表 4: 盈利预测:

单位 (千)	2015E	2016E	2017E
注册学生数	81,279	101,776	122,131
平均每学生收入	2.35	2.53	2.63
<b>收益</b>	<b>190,686</b>	<b>257,451</b>	<b>321,807</b>
销售成本	-55,299	-72,086	-86,888
<b>毛利</b>	<b>135,387</b>	<b>185,364</b>	<b>234,919</b>
其他收入	0	0	0
销售开支	-57,206	-74,661	-90,106
行政开支	-38,137	-48,916	-57,925
研发成本	-6,674	-7,724	-6,436
<b>经营支出</b>	<b>-102,017</b>	<b>-131,300</b>	<b>-154,467</b>
<b>税前盈利</b>	<b>44,027</b>	<b>67,163</b>	<b>96,696</b>
所得税	-4,403	-10,074	-14,504
<b>盈利</b>	<b>39,625</b>	<b>57,088</b>	<b>82,191</b>
EPS 美元 - 基本	0.780	1.124	1.618
EPS 美元 - 摊薄	0.725	1.044	1.503

数据来源: 兴证香港

表 5: 同行估值对比

公司	市值 (百万美元)	P/E			未来一年利 润增长	财年 截止日期
		上一财年	现在财年 (平均预测)	下一个财年 (平均预测)		
YY	3,423.5	43.7	21.2	15.4	37.8%	12 月
DL	627.0	26.8	21.4	16.7	28.0%	9 月
XUE	161.2	10.8	41.1	11.2	266.7%	12 月
EDU	3,223.2	14.9	16.8	14.2	18.9%	5 月
XRS	2,453.0	40.5	31.7	24.9	27.3%	2 月
平均值		<b>27.3</b>	<b>26.5</b>	<b>16.5</b>		
TEDU	<b>614.0</b>		<b>20.0</b>	<b>13.1</b>	47.0%	12 月

数据来源: 彭博、兴证香港

附表:

资产负债表 (千美元)					利润表 (千美元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
物业、厂房及设备	13,374	16,999	17,599	17,779	收益	136,204	190,686	257,451	321,807
定期存款	17,313	12,162	12,162	12,162	销售成本	-39,080	-55,299	-72,086	-86,888
应收账款	1,488	416	416	416	毛利	97,124	135,387	185,364	234,919
其他非流动资产	2,314	2,106	2,106	2,106	其他收入	0	0	0	0
<b>总非流动资产</b>	<b>34,489</b>	<b>31,683</b>	<b>32,283</b>	<b>32,463</b>	销售开支	-42,562	-57,206	-74,661	-90,106
其他流动资产	8,730	8,730	8,730	8,730	行政开支	-29,948	-38,137	-48,916	-57,925
应收账款	23,184	26,121	35,267	44,083	研发成本	-5,446	-6,674	-7,724	-6,436
递延所得税	2,056	2,056	2,056	2,056	<b>经营支出</b>	<b>-77,956</b>	<b>-102,017</b>	<b>-131,300</b>	<b>-154,467</b>
现金及存款	149,495	196,805	247,111	322,652	<b>税前盈利</b>	<b>27,096</b>	<b>44,027</b>	<b>67,163</b>	<b>96,696</b>
<b>总流动资产</b>	<b>183,464</b>	<b>233,712</b>	<b>293,164</b>	<b>377,520</b>	所得税	-2,405	-4,403	-10,074	-14,504
<b>总资产</b>	<b>217,954</b>	<b>265,395</b>	<b>325,447</b>	<b>409,984</b>	优先股公允价值亏损	-576	0	0	0
应付账	-319	0	0	0	<b>盈利</b>	<b>24,115</b>	<b>39,625</b>	<b>57,088</b>	<b>82,191</b>
递延收入	-20,915	-30,510	-41,192	-51,489	EPS 美元 - 基本	0.510	0.780	1.124	1.618
应付所得税	-5,394	-2,171	-4,968	-7,153	EPS 美元 - 摊薄	0.430	0.725	1.044	1.503
其他流动负债	-8,054	-8,054	-8,054	-8,054					
<b>总流动负债</b>	<b>-34,682</b>	<b>-41,211</b>	<b>-54,858</b>	<b>-67,500</b>	<b>财务比率</b>	2013	2014E	2015E	2016E
其他非流动负债	-385	-385	-385	-385	<b>利润率</b>				
<b>总非流动负债</b>	<b>-385</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	毛利率	71.3%	71.0%	72.0%	73.0%
<b>总负债</b>	<b>-35,066</b>	<b>-41,211</b>	<b>-54,858</b>	<b>-67,500</b>	EBITDA 利润率	16.6%	19.3%	23.1%	27.1%
已发行股本	182,887	224,183	270,589	342,483	EBIT 利润率	14.1%	17.5%	21.0%	25.0%
可转优先股	51	51	51	51	净利率	18.1%	20.8%	22.2%	25.5%
<b>总权益</b>	<b>182,836</b>	<b>222,461</b>	<b>279,549</b>	<b>361,741</b>	<b>营运资金</b>				
<b>总权益及负债</b>	<b>182,887</b>	<b>222,512</b>	<b>279,600</b>	<b>361,791</b>	应收周转天	51.2	47.2	43.5	45.0
					应付周转天	0.9	0.9	1.0	1.1
<b>现金流量表 (千美元)</b>	2014E	2015E	2016E	2017E	<b>回报率</b>				
EBITDA	22,573	36,745	59,464	87,272	资产回报率 (ROA)	13.1%	12.4%	15.6%	18.6%
非现金调整	-1,601	-	-	-	净资产回报率 (ROE)	13.5%	19.5%	22.7%	25.6%
营运资金变动	-	-2,779	-8,979	-8,655	<b>流动性</b>				
已付利息	-	-	-	-	流动比率	5.3	5.7	5.3	5.6
已付所得税	-	-7,626	-7,277	-12,320	速动比率	5.0	5.5	5.2	5.5
其他经营活动现金流	-	2,000	2,000	2,000	<b>估值</b>				
<b>总经营活动现金流</b>	<b>20,972</b>	<b>28,340</b>	<b>45,208</b>	<b>68,297</b>	市盈率	20.08	13.36	9.27	6.43
购买固定资产	-	-7,000	-6,000	-7,000					
购买无形资产	-	-	-	-					
利息收入	-	8,657	11,098	14,244					
其他投资活动现金流	-	-	-	-					
<b>总投资活动现金流</b>	<b>-5,051</b>	<b>1,657</b>	<b>5,098</b>	<b>7,244</b>					
股票发行	112,586	-	-	-					
少数股东获派分红	-	-	-	-					
利息收入	-	8,657	11,098	14,244					
其他投资活动现金流	-	-	-	-					
<b>总财务活动现金流</b>	<b>112,586</b>	<b>8,657</b>	<b>11,098</b>	<b>14,244</b>					
现金变动	128,507	38,655	61,404	89,785					
年初现金	38,301	166,808	196,805	247,111					
汇率变动	-	-	-	-					
年末现金	166,808	205,462	258,209	336,896					

## 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

公司评级投资建议的评级标准为:

- 买入: 股价未来 12 个月涨幅大于 15%
- 增持: 股价未来 12 个月涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 股价未来 12 个月在-5% ~ 5%之间
- 减持: 股价未来 12 个月小于-5%

## 机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室  
总机: (852) 3509 5999  
传真: (852) 3509 5900



## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

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兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港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)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明:(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未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;(3)对于提述之证券,分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。