



职业教育先行者 高成长有竞争力

投资要点:

- 2015年业绩总结:** 公司实现营收 1.89 亿美元, 同比增长 38.9%; 实现毛利 1.36 亿美元, 同比增长 39.6%; 实现净利 0.28 亿美元, 同比增长 16.3%。其中第四季度公司实现净利 0.15 亿美元, 同比增长 92.2%。每股派息 0.15 美元。管理层给出 2016 年指引为: 一季度收入同比增长 37%-40%, 全年收入增长 22%-25%。
- 教学模式优势明显:** 达内科技的核心优势之一是采用网络直播授课的模式, 在保证教学质量和控制成本规模扩张上良好的平衡。截止 2015 年 12 月 31 日, 公司共签约 193 名老师, 全部位于北京, 教学范围覆盖了全国 41 个城市的 134 个学习中心。早期公司也尝试过在学习中心所在地招聘教师办学, 然而一方面这样成本相对较高, 另一方面, IT 行业一流的公司和人才集中于一线城市, 好的老师在北京这样的大城市 (尤其中关村) 更容易找到。公司一般要求签约教师有 5-8 年的 IT 行业从业经验, 在师资水平和平均薪酬方面, 达内科技都在行业内处于领先。
- 市场份额第一, 业绩增长确定性强:** 达内科技 2011-2015 收入的复合增速高达 65%, 这主要源于学生人数的增长 (2011-2015 复合增速 51%) 以及学费的稳步提升 (每年每门课提升 1000 元 RMB/人), 2016 年公司计划再新增 20-30 个学习中心。达内科技在 IT 职业教育这个细分市场的市占率排第一, 且市场份额逐年上升 (目前大概 10%), 排名第二的北大青鸟市占率只有达内科技的 1/3。北大青鸟目前覆盖的城市范围比达内科技要广, 说明达内还有很大的成长空间。
- 高成长布局多领域:** 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司共开设了 16 门课程, 包括 11 门 IT 类课程、3 门非 IT 类课程和 2 门儿童编程课程。其中, 近年来新开的课程很成功, 例如 2013 年开设的 Digital Art 招生人数占比已达 30%, 2014 年开设的会计课程占比 6%, 公司在设置课程时会根据就业市场的情况进行调整。2015 年 12 月公司在北京的学习中心开设了两门针对少儿培训的“童程”和“童美”, 分别对 K12 的孩子进行 IT 编程和电脑美术培训, 这些课程主要开设在周中晚上和周末, 可以提升学习中心的座位利用率 (从而提升整体毛利率水平), 也拓展了公司的客户群范围。
- 估值与评级:** 我们预计公司 16/17/18 年度净利润分别为 0.37/0.44/0.54 亿美元, EPS 分别为 0.68/0.81/0.99 美元。公司目前处于快速扩张的时期, 现金流稳定, 财务状况良好。我们给予公司 2016 年 21 倍 P/E, 对应目标价 14.28 美元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 传统教育的改革或对职业教育市场有影响, IT 行业就业景气度或下降。

指标年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入(百万美元)	136	189	242	287	350
增长率	47%	39%	28%	19%	22%
净利润(百万美元)	25	29	37	44	54
增长率	-	16%	28%	19%	23%
每股盈利	0.46	0.53	0.68	0.81	0.99
市盈率	24	21	16	14	11

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 许怡婷
电话: 021-68416012
邮箱: xytt@swsc.com.cn

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券

基础数据

52周区间(美元)	6.65/14.83
流通股数(百万)	54.56
市值(亿美元)	6.06
主要股东(%)	KKR&Co.L.P. (42.02%)
审计	KPMG
业绩日期	Huazhen 2016-03

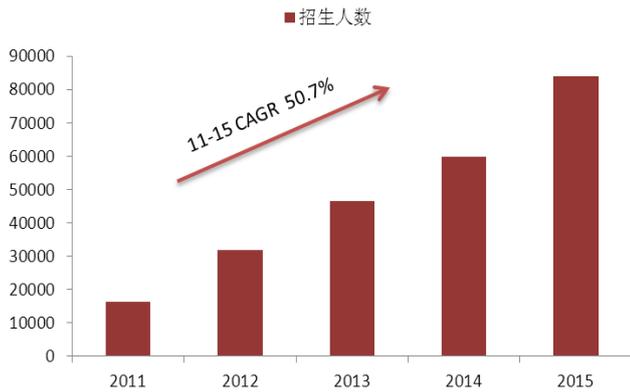
公司简介

达内科技是一家专业从事职业教育的公司, 创办于 2002 年, 2014 年在美国纳斯达克上市, 至今已经培训完成近 30 万名学员并帮助其就业 (就业率超过 95%)。公司目前处于快速发展的时期, 2011-2015 学生人数的复合增速为 51%, 营收的复合增速为 65%。

1. IT 职业培训龙头 高成长布局多领域

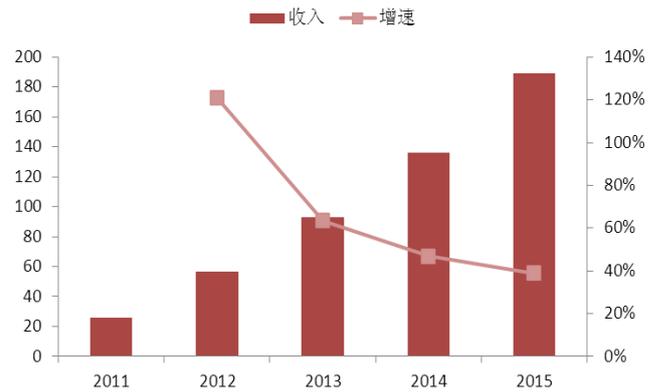
达内科技是一家专业从事职业教育的企业，创办于 2002 年，2014 年在美国纳斯达克上市，至今已经培训完成近 30 万名学员并帮助其就业（就业率超过 95%）。公司目前处于快速发展的时期，2011-2015 学生人数的复合增速为 51%，营收的复合增速为 65%。

图 1: 学生人数



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司收入 (百万美元)

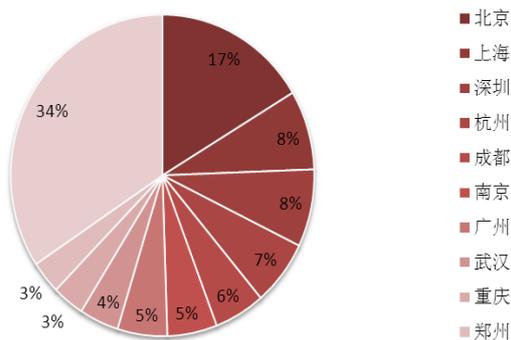


数据来源: 公司公告, 西南证券

达内科技最初创立时，主要围绕 IT 编程类课程（核心课程为 Java）。随着求职市场需求的变化，公司在过去 1-2 年的时间里开设了很多新课程，如：Digital Art、会计、针对 K12 的编程课程等。目前公司一共开设了 16 门课程，其中 11 门为 IT 类课程，3 门非 IT 类课程，2 门少儿编程类课程。

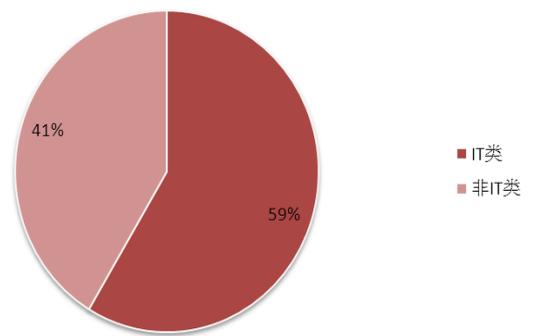
截至 2015 年 12 月 31 日，公司已于 41 个城市办学，对比 2011 年初的 14 个城市，可以看到公司近年来扩张速度很快。

图 3: 2015 年各地区收入占比



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 2015 年课程收入占比



数据来源: 公司公告, 西南证券

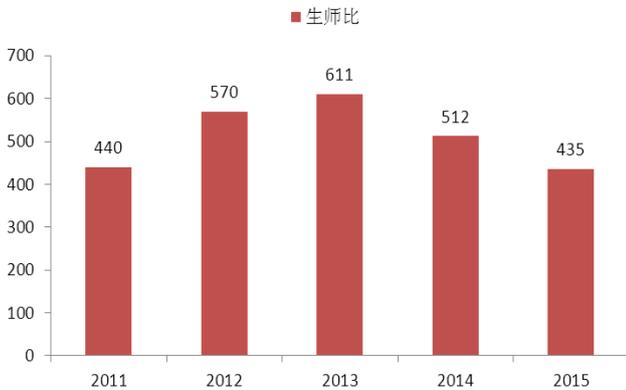
2. 模式与内容为核心竞争力 规模经济筑行业壁垒

教学模式:

达内科技定位于缺乏实际项目经验的高效毕业生以及想快速转入 IT 行业的职场人士, 针对 IT 行业注重实际动手能力的特点, 创新的将线下教学与线上交流相结合, 实现了高效的教学目标。

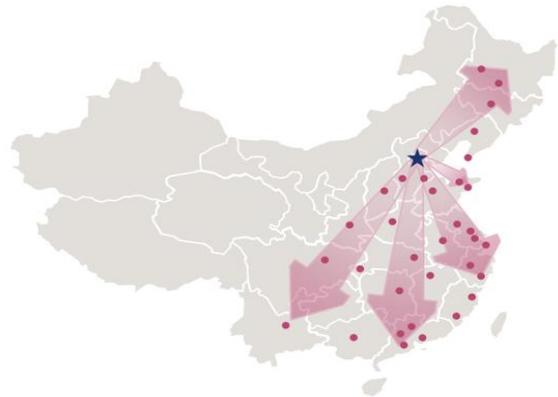
截止 2015 年 12 月 31 日, 公司共签约 193 名老师, 全部位于北京, 通过网络直播授课与全国 41 个城市的 134 个学习中心同步。学生必须前往当地城市的学习中心统一上课, 全日制教学 (早上 9 点到晚上 6 点), 一门课程的学习时间为 4 个月。每个学习中心配 1-2 名助教, 他们主要负责现场答疑、督促学习、效果反馈等工作。

图 5: 平均一个老师对应的学生人数



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 学习中心布局



数据来源: 公司资料, 西南证券

达内科技的这一教学模式有效解决了其向二三线城市扩张时的师资问题。早期公司也尝试过在学习中心所在地招聘教师办学, 然而一方面这样成本相对较高, 另一方面, IT 行业一流的公司和人才集中于一线大城市, 好的老师在北京这样的大城市 (尤其中关村) 更容易找到。

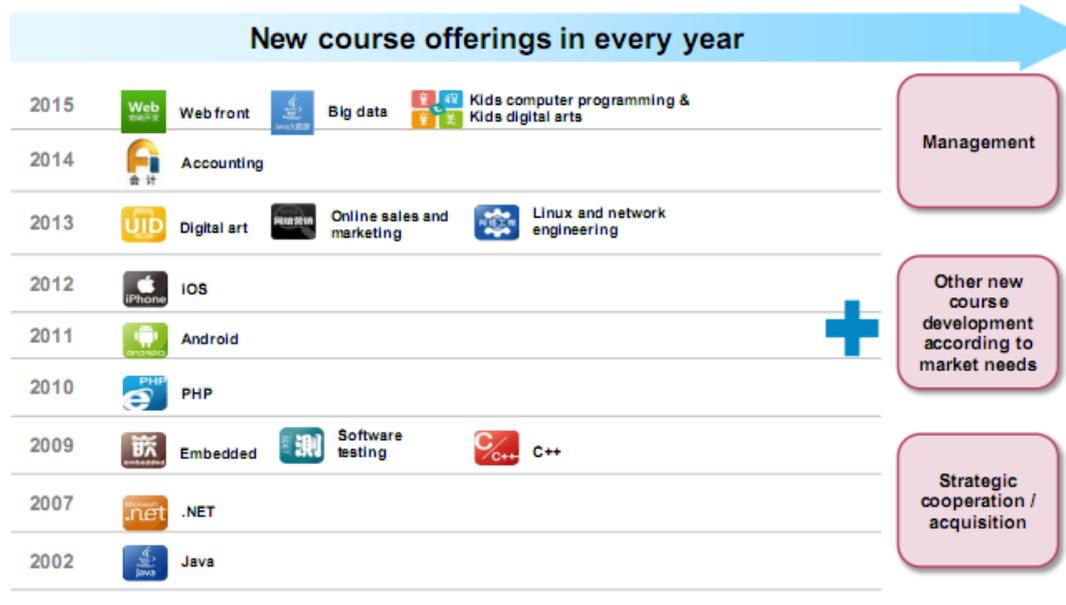
公司一般要求签约教师有 5-8 年的 IT 行业从业经验, 在师资水平和平均薪酬方面, 达内科技都在行业内处于领先。截至 2015 年 12 月 31 日, 达内科技的师生比为 1:435。公司创新的教学模式打破了地区师资缺乏的扩张瓶颈, 也减少了运营成本, 使得公司能快速在全国范围扩张。随着教学中心的持续上升, 规模化的经济效益将更加突出。

课程内容:

截至 2015 年 12 月 31 日, 公司共开设了 16 门课程, 包括 11 门 IT 类课程、3 门非 IT 类课程和 2 门儿童编程课程。其中, 近年来新开的课程很成功, 例如 2013 年开设的 Digital Art 招生人数占比已达 30%, 2014 年开设的会计课程占比 6%。公司在设置课程时会根据就业市场的情况进行调整。

另外, 学生在报名的时候会接受测试, 很多学生最开始并没有一个确定的方向, 他们只是大概知道掌握 IT 相关技术有助于就业, 而达内科技的老师会根据每个学生做测试的结果给他们推荐相应的课程。

图 7: 课程开设情况

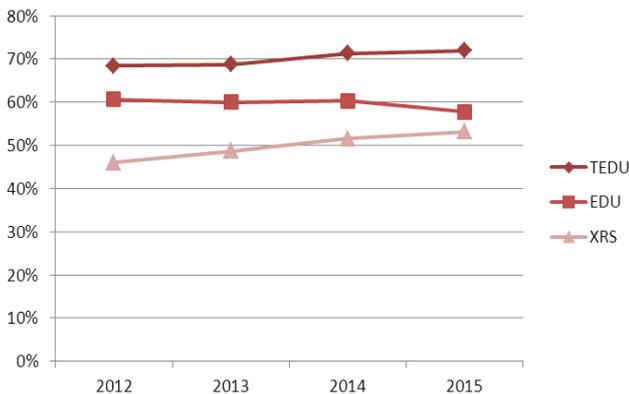


数据来源: 公司资料, 西南证券

盈利模式:

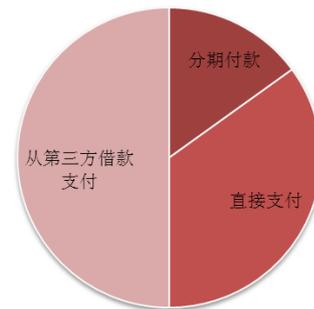
达内科技的收入来自于学费收入, 开设了全日制与周末班两大类课程, 学费均为每门课程人民币 17800 元 (2015 年)。公司创新的通过网络直播授课的模式, 使得公司更容易规模化发展, 也使得公司有较高的毛利率。公司有社招和校招两种招生渠道, 在支付学费时, 校招的学生一般会先上课, 找到工作后再分期支付学费。

图 8: 毛利率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 学费支付方式



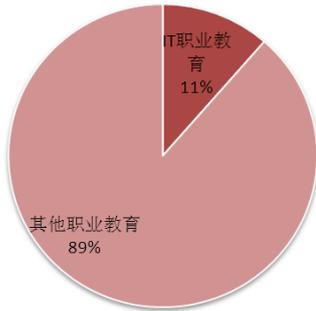
数据来源: 公司资料, 西南证券

来达内科技求学的学生大部分是大三、大四面临求职的学生以及刚刚工作一至两年希望转行的职场新人, 绝大部分学生选择的是全日制课程。公司 2015 年 12 月新开设的 K12 课程一方面拓宽了生源, 另一方面提升了学习中心的座位利用率。2015 年平均座位利用率为 73% (2014 年为 71%), 座位利用率的提升可以有效提升公司整体的利润率水平。

3. 市占率第一 业绩增长确定性强

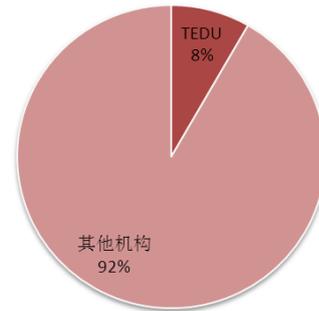
达内科技 2011-2015 收入的复合增速高达 65%，这主要源于学生人数的增长 (2011-2015 复合增速 51%) 以及学费的稳步提升 (每年每门课提升 1000 元 RMB/人)，2016 年公司计划再新增 20-30 个学习中心。

图 10: 职业教育市场 (2013 年总规模 675 亿 RMB)



数据来源: 公司资料, 西南证券

图 11: IT 职业教育市场份额 (2013 年)



数据来源: 公司资料, 西南证券

达内科技在 IT 职业教育这个细分市场的市占率排第一, 且市场份额逐年上升 (目前大概 10%), 排名第二的北大青鸟市占率只有达内科技的 1/3。我们草根调并对两家公司做了如下的具体对比:

表 1: 办学模式对比

公司名称	教学方式	每个班级的人数	覆盖范围	学时 (全日制)
达内科技	通过网络直播授课, 每个学习中心有 1-2 名助教	30-40	2015 年有 193 名老师, 都在北京, 覆盖 41 个城市	4 个月, 一周 5 天, 每天 9am-6pm
北大青鸟	每个教室都有老师, 直接面对面授课	10-15	每个办学点都有老师, 覆盖 60 个城市	6 个月, 一周 5 天, 每天有半天时间上课

数据源: 各公司资料, 西南证券

达内科技的模式相对成本较低, 在学费差不多一样的情况下, 更利于扩张。北大青鸟在 2008 年的一年招生数一度达到 20 万左右, 然而由于公司办学模式的成本高、市场竞争激烈等等原因, 学生人数大幅下滑, 市场份额退居第二。近年来达内科技扩张的速度很快, 2015 年的招生人数达到 84041 人。北大青鸟目前覆盖的城市范围比达内科技要广, 说明达内还有很大的成长空间。

达内科技 95% 的就业率说明了其远程教学的模式是可行的, 随着公司课程种类的增加、学习中心的增加以及学费的提升, 公司将保持快速增长。

4. 盈利预测和投资建议

公司在未来的几年会覆盖更多的城市，开设更多的学习中心，达内的模式很好的弥补了二、三线城市优秀师资的短缺。从 2016 年开始，达内会在一些课程中实行分级（基础班和高级班），其中基础班维持原价，高级班贵 2000 元人民币，另外，在一线城市以及需求较旺盛的地区（约十个城市）学费会上调 1000 元人民币，其他城市做小幅上调或者维持原价。具体的预测如下表所示：

表 2: 收入预测

	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
学习中心个数	118	134	156	172	182
增速	28%	14%	16%	10%	6%
招生人数	59960	84041	105051	121859	142575
增速	29%	40%	25%	16%	17%
ARPU (美元)	2338	2403	2523	2599	2677
增速	6%	3%	5%	3%	3%
收入 (百万美元)	136	189	242	287	350
增速	47%	39%	28%	19%	22%

数据来源：公司资料，西南证券

我们预计公司的座位利用率会逐年小幅上升，毛利率水平随之有一定上升空间。费用率方面，公司去年转为了百度的 KA，广告费会有所节省，总体来看，我们预计公司的费用率未来几年保持平稳。

根据以上假设，我们预计公司 16/17/18 年度净利润分别为 0.37/0.44/0.54 亿美元，EPS 分别为 0.68/0.81/0.99 美元。公司目前处于快速扩张的时期，现金流稳定，财务状况良好。我们给予公司 2016 年 21 倍 P/E，对应目标价 **14.28 美元**，首次覆盖，给予“**增持**”评级。

表 3: 财务报表

损益表						现金流量表					
12月31日年結 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年結 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	136	189	242	287	350	稅前利潤	252	226	407	528	583
毛利	97	136	175	210	257	稅項	-51	-38	-71	-92	-102
EBIT	22	23	33	40	51	營運資本變動	-10	8	-6	-5	-7
財務收入(費用)	4	7	7	8	9	經營現金流量	-10	8	-6	-5	-7
聯營公司	0	0	0	0	0	資本開支	0	-7	-9	-11	-13
非經常性項目	0	0	5	5	5	自由現金流量	18	33	16	29	36
稅前利潤	26	30	45	53	65	股息	0	0	0	0	0
稅項	-2	-1	-3	-4	-5	其他非流動資產變動	-6	-11	4	5	5
非控股權益	0	0	-4	-5	-7	股本變動	-111	0	0	0	0
淨利潤	24	29	37	44	54	其他	222	-6	0	0	0
資產負債表						淨現金流量	123	16	20	34	41
12月31日年結 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	期初淨現金(負債)	19	142	159	179	214
現金及現金等價物	150	171	1,428	1,234	1,076	期終淨現金(負債)	142	158	179	214	255
應收賬款	23	23	1,221	1,618	1,945	財務比率					
存貨	0	0	0	0	0	12月31日年結 (百萬USD)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
其他流動資產	11	10	10	10	10	增長(%)					
物業、廠房及設備	13	20	29	2,529	3,533	收入	46.2	39.0	28.0	18.7	22.0
無形資產	18	19	19	19	19	EBITDA	46.7	4.5	42.0	23.1	26.4
其他非流動資產	2	12	12	12	12	EBIT	46.7	4.5	42.0	23.1	26.4
總資產	217	255	6,854	7,572	8,748	淨利潤	(172.7)	20.8	27.8	19.0	22.6
應付賬款	0	1	1	1	2	每股盈利	(172.7)	20.8	27.8	19.0	22.6
短期借款	8	12	450	15	550	利潤率(%)					
其他流動負債	24	34	28	29	30	毛利	71.3	72.0	72.5	73.0	73.5
長期借款	0	0	1,042	0	0	EBITDA	16.2	12.2	13.5	14.0	14.5
遞延稅項負債	2	1	2	2	2	EBIT	16.2	12.2	13.5	14.0	14.5
其他非流動負債	0	0	0	0	0	淨利潤	17.6	15.3	15.3	15.4	15.4
總負債	34	48	3,309	47	4,253	其他比率					
股本	0	0	1,050	1,226	1,184	ROE(%)	13.1	14.1	15.0	14.9	15.1
儲備	183	206	2,117	287	2,723	ROA(%)	11.1	11.4	12.6	12.8	13.3
股東權益	183	206	3,541	3,808	4,379	淨負債率	(77.6)	(76.7)	(72.5)	(71.9)	(71.2)
非控股權益	0	0	4	10	16	利息覆蓋率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
總權益	183	206	3,545	3,818	4,395	應收賬款周轉天數	61.7	44.4	44.4	44.4	44.4
淨現金(負債)	142	159	179	214	255	應付賬款周轉天數	0.0	6.9	6.0	7.0	7.0
						存貨周轉天數	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						有效稅率(%)	7.7	3.3	7.0	7.0	7.0

数据来源: 公司資料, 西南證券

表 4: 同业估值比较

股票代码	简称	总市值(亿美元)	PE		
			TTM	2016E	2017E
EDU	新东方	56	27	-	-
XRS	好未来	41	39	-	-
1317.HK	枫叶教育	9	28	25	21
平均:			31	-	-
TEDU	达内科技	6	21	16	14

数据来源: Wind, 西南證券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn