



变革与突破，回溯达内 15 载王者进阶之路

2018 年 1 月 23 日

黄莞 (分析师)

田鹏 (研究助理)

电话: 020-88832319

020-88832286

执业编号: A1310517050001

A1310117080001

邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn

tian.peng@gzgzhs.com.cn

投资摘要

时势能够带来发展契机，但是一家优质企业能脱颖而出的本质动力来自于——在每一次关键节点做出正确的选择及应对，不断迭代其商业模式的各个环节，突破企业发展各个阶段中的瓶颈。达内科技之于 IT 培训行业乃至整个教育培训行业便是这样的一个典型案例，研究其 15 年磨一剑的 IT 培训王者进阶之路显得极有价值。

达内科技 (TEDU.O) 是中国第一家在美国上市的 IT 职业教育集团。公司至今累计培训学员近五十万，市场占有率达 7.5%，居业内第一。经过 15 年的运营，公司在中国 58 个城市建立了 179 个职业教育中心，年招生数量已经超过十万人次，就业率保持在 95% 左右。2016 财年营收 15.80 亿元，同比增长 34.09%，净利润 2.42 亿元，同比增长 35.30%，是国内规模最大的 IT 职业培训企业。

达内科技历经 15 年的打磨，崛起成为 IT 培训行业当之无愧的绝对龙头，我们总结出以下两方面因素：

1、外部因素：IT 行业的高薪吸引力与就业难问题逐年凸显诞生了 IT 培训海量市场空间。同时，IT 技术的日新月异使得相应的整个 IT 培训行业竞争格局也几经变动。达内科技抓住了每一轮行业变迁的关键节点，后来居上成为行业龙头。近年来，达内引领行业趋势，战略性布局少儿编程，将产业链延伸至 K12 领域。随着渗透率的不断提升，未来少儿编程的市场空间有望再造一个“达内”。

2、内部因素：顺应行业变迁趋势不断优化打磨商业模式的各个环节，是达内科技快速扩张实现规模效应的基石。

招生渠道：(1) 成立早期极具前瞻性地把握生源定位于大学毕业生群体，在政策和市场的驱动下带来充足生源数。同时形成“优质生源+优质就业+优质品牌”的不断正向循环；(2) 结合自身发展阶段和获客成本控制两个方面对应调整招生策略，推进共建专业等深层次校企合作招生，使招生数保持稳定增长同时控制成本提高盈利能力。

教学模式：(1) 通过双师模式辅之以 TTS9.0 系统和 TMOOC 线上学习平台，打造教学输出的“内容中央厨房”，实现了教学标准化，并持续升级，达到管理规范化和教学效果可量化。通过该教学模式实现提高名师利用率，降低人工成本，高度的标准和规范性更是成为达内教学网络扩张和进行课程快速迭代的利器；(2) 在充分标准化的基础上，针对不同基础、不同需求的受众有个性地定制具体的教学方案推出“分级培优”，达内教育进入培优行列。

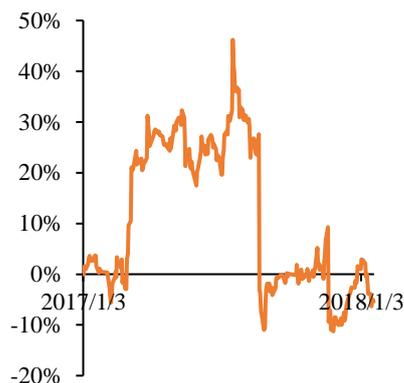
教学内容：作为内容驱动型的职业培训机构，达内科技顺应时代发展不断研发迭代新课程，引领行业趋势。2013 年达内科技开始增设非 IT 课程，其开设的非 IT 课程如数字艺术、网络营销等与互联网关系密切；2015 年底达内科技正式设立童程童美入局少儿编程市场，短短两年已经进入全国 21 个城市，开设门店数达 51 个，累计招生数近 9000 名，成为我国目前规模数一数二的青少儿编程培训机构。

就业服务：打造了包括 600 位就业顾问和超过 240 位的企业合作专员的专业化人才服务团队，全力提升学员求职技能，并且与近十万家企业进行多样化人才合作模式，保证毕业学员与企业对接渠道的畅通，实力践行“一站式职业人才培训提供商、一站式人才输送提供商”的品牌定位。

回顾达内科技 15 年的进阶之路，其在企业发展的每一个瓶颈阶段都能抓住自身核心痛点所在，对症下药来做出及时有效的应对措施，这些基于产业链的深度积累为后续企业的发展构造了坚实的根基，且随着企业的壮大规模效应突显，使得后来者难以超越。

风险提示：行业竞争加剧、学习中心扩张不及预期

达内科技股价收益率走势



达内科技公司数据 (01/19)

收盘价 (美元)	13.96
总股本 (亿股)	0.57
流通股本 (亿股)	0.49
总市值 (亿美元)	7.91
流通市值 (亿美元)	6.90
净资产 (亿美元)	2.41
总资产 (亿美元)	3.32
每股净资产 (美元)	4.26

相关报告:

1. 职教系列报告之二：IT 培训 270 亿空间，关注“双师+技术更迭”机会
2. 达内科技 (TEDU)：教学点扩张致净利短期承压，长期看好 K12 业务成长空间

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

1. 达内科技：IT 培训赛道的王者	3
1.1 15 年磨一剑，内生外延齐头并进	5
1.2 步步攀升，IT 培训行业龙头地位显著	7
1.3 商业模式梳理：“招生+培训+就业”三维构筑发展护城河	8
1.3.1 招生：社招、校招双管齐下	9
1.3.2 培训：提供金融服务和综合供应，双师模式奠定教学基础	10
1.3.3 就业：就业辅助和校企合作保证人才输送渠道的畅通	10
2. 变革与突破，在正确的时点做正确的事	11
2.1 锁定优质生源，多渠道多方式配合打造强劲营销能力	11
2.1.1 前瞻性生源定位，迈出打造优质品牌建设的第一步	11
2.1.2 不断强化的招生策略形成企业蓬勃发展的基石	13
2.2 稳故而知新，看达内如何实现标准和个性的平衡术	13
2.2.1 标准化输出，双师模式缔造“内容中央厨房”	13
2.2.2 个性化定制，“分级培优”方显龙头本色	17
2.3 牢牢把控终端服务体系，就业率行业领先	19
2.4 引领趋势重点布局少儿编程，再造一个“达内”	20
2.4.1 IT 培训低龄化趋势渐显，少儿编程市场持续升温	20
2.4.2 敢为人先，达内科技入局少儿编程市场	22
3. 财务深度剖析：营收稳健但利润短期承压，看好长期盈利性	23
3.1 利润表分析：营收增长态势稳定，短期利润承压	23
3.2 资产负债表分析：资产结构相对稳定，负债情况良好	26
3.3 现金流量表分析：经营现金流稳步提升	27
4. 总结：时势带来发展契机，进阶的功底来自持续的改革	28
4.1 政策市场双轮驱动 IT 培训赛道的海量市场空间	28
4.2 精心修炼，综合竞争力不断加强	28
4.2.1 精细化打磨商业模式每个环节，马太效应凸显	28
4.2.2 破蛹成蝶，不断突破各个发展阶段的瓶颈	28



图表目录

图表 1 达内科技近几年的营收情况.....	5
图表 2 达内科技近几年的利润情况.....	5
图表 3 达内科技的发展历程.....	5
图表 4 达内科技目前的课程体系.....	6
图表 5 达内成人职教覆盖城市数和学习中心数.....	7
图表 6 达内科技成人职教的学生数和增长速度.....	7
图表 7 达内科技的市场占有率不断上升.....	7
图表 8 主要培训机构营业收入（单位：亿元）.....	8
图表 9 主要培训机构净利润（单位：亿元）.....	8
图表 10 达内的教学点规模遥遥领先.....	8
图表 11 达内的年招生数量远超其他 IT 培训机构.....	8
图表 12 达内科技的商业模式为“招生+培训+就业”.....	9
图表 13 达内科技与学校进行合作分为三个层面.....	9
图表 14 达内科技不同类型课程收费标准（单位：元）.....	10
图表 15 达内科技的管理深入商业模式运转的每个齿轮.....	11
图表 16 2007 年后我国大学毕业生数量不断增加.....	12
图表 17 达内科技凭借“优质生源+优质教研+优秀就业率”不断形成正向反馈.....	12
图表 18 达内科技近年来招生渠道的变化.....	13
图表 19 达内科技的获客成本变化.....	13
图表 20 达内双师模式的升级优化过程.....	14
图表 21 达内科技不断升级 TTS 系统至 9.0.....	15
图表 22 达内每年的扩张情况.....	15
图表 23 达内的教学点数量最多.....	15
图表 24 达内科技的生师比.....	16
图表 25 双师模式帮助达内节省人力成本.....	16
图表 26 达内根据市场需求变化不断研发新课程.....	17
图表 27 达内科技的研发支出增幅稳定.....	17
图表 28 达内科技课程更迭迅速.....	17
图表 29 达内科技通过分级培优实现个性化教学.....	18
图表 30 IT 培训机构实现分级教学需要更高的条件.....	18
图表 31 达内科技作为人才培训服务商、人才输送提供商.....	19
图表 32 达内科技丰富的合作企业资源.....	20
图表 33 利好少儿编程的相关政策.....	20
图表 34 2016-2017 我国部分少儿编程公司获得投融资情况.....	21



图表 35 童程童美的开展形式.....	22
图表 36 童程童美的常规课程类型.....	23
图表 37 童程童美针对不同教育阶段的课程分级.....	23
图表 38 童程童美的扩张进程.....	23
图表 39 童程童美的招生数量不断增长.....	23
图表 40 达内科技主要利润指标分析（单位：亿元）	24
图表 41 达内科技毛利率和净利率变化情况.....	25
图表 42 达内科技的费用率变化波动较小.....	25
图表 43 达内科技的资产负债表分析（单位：亿元）	26
图表 44 达内科技递延收入变化情况.....	27
图表 45 达内科技现金流量分析（单位：万元）	27
图表 48 对症下药，达内科技不断突破自身瓶颈.....	29

1. 达内科技：IT 培训赛道的王者

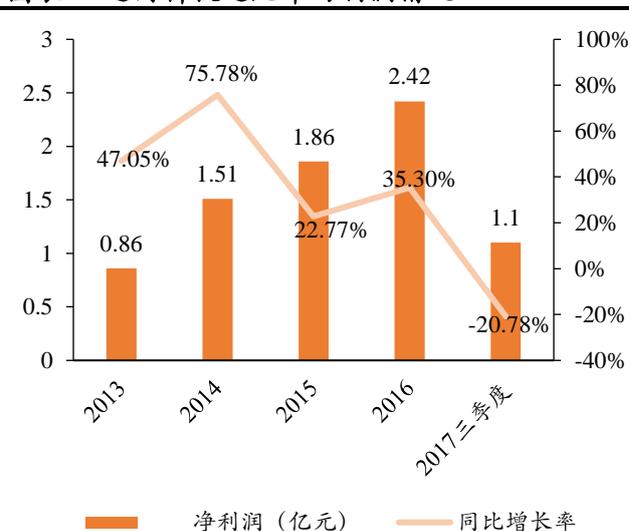
1.1 15 年磨一剑，内生外延齐头并进

达内科技成立于 2002 年，深耕 IT 培训十余载后，于 2014 年 4 月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。15 年的运营，179 家职业教育中心，公司至今已累计培训学员近五十万，市场占有率达 7.5%，稳居业内第一。近几年来，达内科技在保持业绩稳健增长的同时，凭借其良好的品牌效应和沉淀多年的 IT 培训实力开始进行课程品类的多样化拓展，职教培训延伸至非 IT 类课程，产业链延伸至 K12 业务，发力少儿编程，致力于全方位多层次提高公司综合竞争力。

图表 1 达内科技近几年的营收情况



图表 2 达内科技近几年的利润情况



数据来源：达内年报、广证恒生

数据来源：达内年报、广证恒生

图表 3 达内科技的发展历程

时间	发展节点事件
2001	韩少云在加拿大多伦多创办达内科技
2002	进驻北京中关村，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	获 IDG 投资，成为中国首家获得国际资本投资的 IT 培训公司
2005	推出按效果付费的信贷模式——“先就业、后付款”模式
2006	推出了远程同步教学模式，解决师资瓶颈问题，即现在的 O2O 混合教学模式
2009	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	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
2014	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



时间	发展节点事件
2014	开设会计课程；TTS 教学体系升级到 9.0
2015	推出少儿编程平台“童程童美”。主要针对中小學生，分成童程和童美两个课程，分别定位少儿电脑编程和少儿电脑美术培训课程
2015	上线了纯在线学习交互平台 TMOOC
2016	达内提出了“因材施教、分级培优”的教学方式，职业教育进入培优行列

资料来源：达内科技官网、广证恒生

达内科技自成立以来，不断探索升级符合行业发展特点的商业模式以实现纵横向并进的扩张模式。

一方面，达内科技不断优化丰富自身课程品类的构成，现有课程线的丰富度已居业内第一，包括 IT 类、非 IT 类及少儿 IT 教育。成人培训目前已涵盖 19 大课程方向，其中 IT 课程包括 Java、大数据、Android、iOS、PHP、软件测试、嵌入式、C++、C#、网络工程、Linux 云计算、Web 前端、VR/AR 等；在 IT 培训实力不断夯实的前提下达内进一步拓宽课程覆盖面，于 2013 年开始设置了非 IT 类课程，截止目前包括网络营销、数字艺术、会计、高级电商等。并于 2015 年延伸产业线涉足 K12 群体的 IT 培训，旗下设有童程童美开办少儿编程、智能机器人编程、编程数学等培训课程。

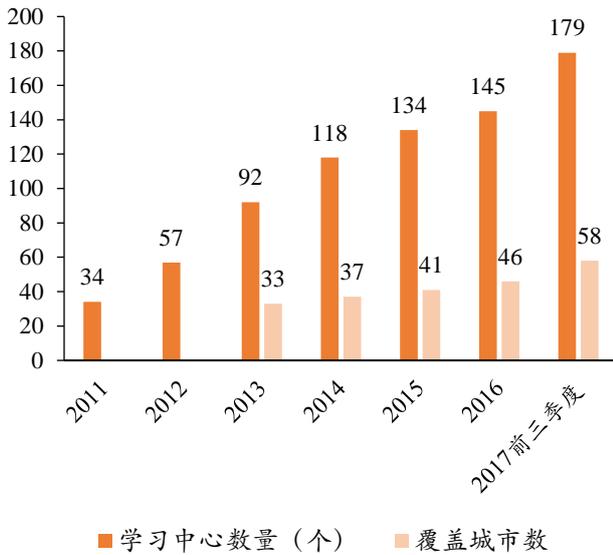
图表 4 达内科技目前的课程体系



资料来源：公司官网、广证恒生

另一方面，达内科技通过不断新设教学点来优化提升自身教学网络的全国布局，现有教学点数量高居行业第一。达内科技以中关村科技园区为依托，进入城市数由上市前的 33 个增加到 2017 年第三季度的 58 个，建立的学习中心数达 179 个。相对应的年招生数量已经超过十万人次，目前是国内规模遥遥领先的 IT 职业培训龙头。

图表 5 达内成人职教覆盖城市数和学习中心数



图表 6 达内科技成人职教的学生数和增长速度



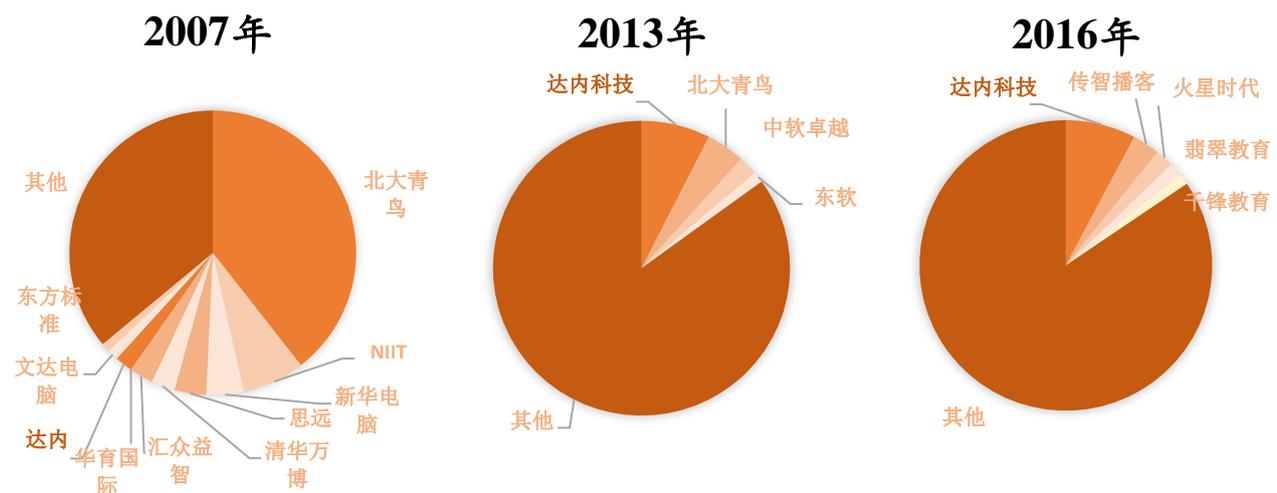
数据来源：公司年报、广证恒生

数据来源：公司年报、广证恒生

1.2 步步攀升，IT 培训行业龙头地位显著

历史上 IT 培训行业的竞争格局发生过两次巨大的变化，而达内科技紧紧抓住了每一次变化带来的机遇，快速攀上 IT 培训的顶峰。两次变化主要是源于两次来自上下游的冲击，第一次主要由政策推动下高校扩招带来下游客户群结构的急剧转变，北大青鸟落幕，同时达内科技崛起。第二次则是移动互联网带来的技术变革使上游需求的变化，IT 培训行业迎来发展新契机，达内科技进一步发展壮大。

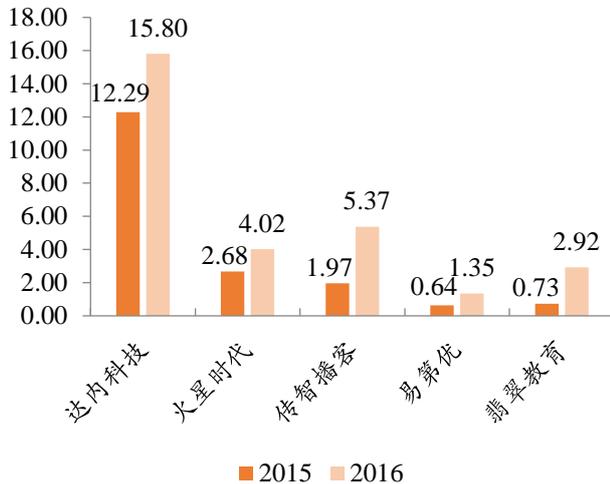
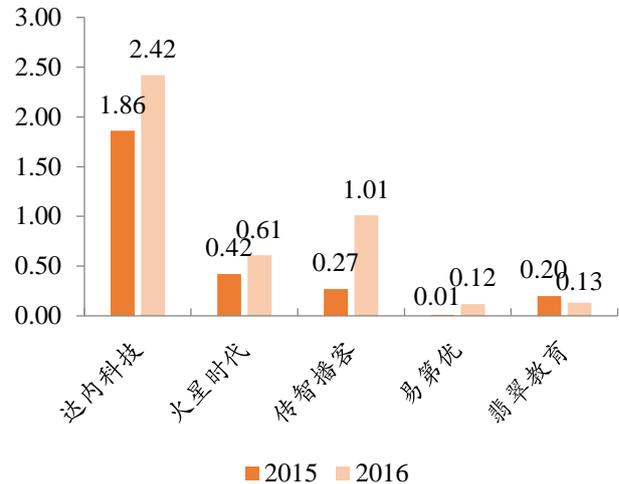
图表 7 达内科技的市场占有率不断上升



数据来源：IDC、广证恒生

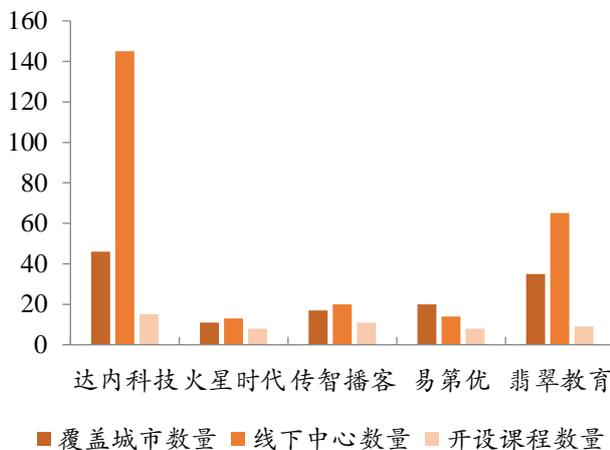
现阶段 IT 培训市场整体呈现出“一超多强”的竞争格局，达内科技一马当先成为行业龙头。目前国内 IT 培训行业尚处于高速发展期，行业进入门槛低与迅速扩大的市场容量吸引了众多参与者，我们测算 2017 年 IT 培训行业市场空间约为 270 亿左右。整体来看，行业内企业竞争激烈，同质化竞争现象较为明显，市场集中度也偏低。达内科技处于金字塔顶端，企业规

模庞大，师资力量雄厚，占据全国中高端培训市场。易第优、传智播客、火星时代和翡翠教育等营收规模在 1~6 亿元的企业处于行业第二梯队，整体而言商业模式较为成熟，有一定的师资和科研团队力量，渠道能力出众，具备一定的品牌积累。第三梯队包括大量传统线下区域型经营培训机构和纯线上的中小型 IT 培训机构，营收规模在千万级别。

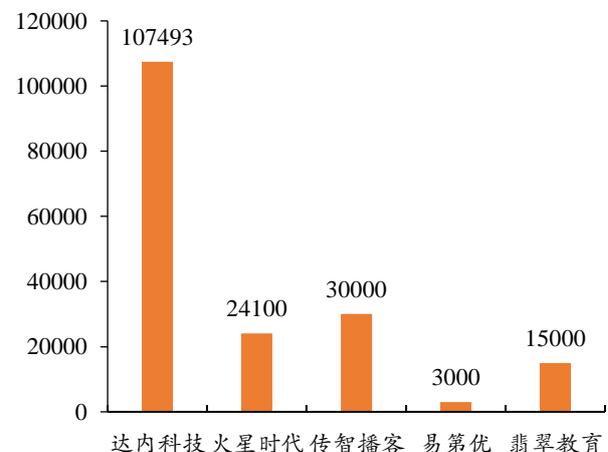
图表 8 主要培训机构营业收入 (单位: 亿元)

图表 9 主要培训机构净利润 (单位: 亿元)


数据来源: 各公司年报、广证恒生

数据来源: 各公司年报、广证恒生

图表 10 达内的教学点规模遥遥领先


数据来源: 各公司年报、广证恒生

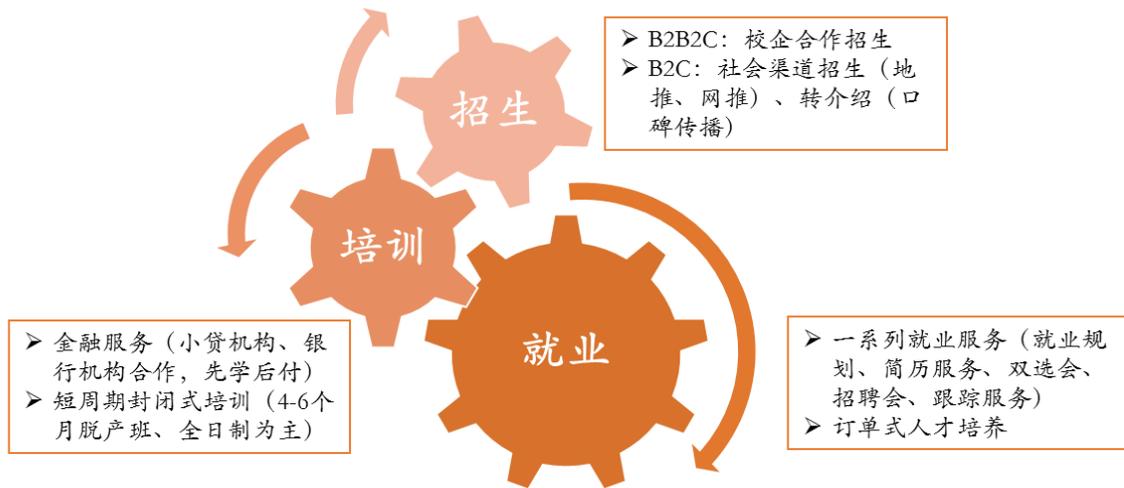
图表 11 达内的年招生数量远超其他 IT 培训机构


数据来源: 各公司年报、广证恒生

1.3 商业模式梳理：“招生+培训+就业”三维构筑发展护城河

达内科技的商业模式可概括为“招生+培训+就业”，涵盖从招揽新学员、为学员提供金融服务、对学员进行培训、为学员推介就业、与企业合作定向输送人才的一站式人才培养综合商业模式。该模式是达内科技基于 IT 培训行业特点，打破行业发展的痛点一步步摸索出来，并在市场和政策风向的驱动下逐渐跑通，目前也是 IT 培训机构运营采用的主流商业模式。

图表 12 达内科技的商业模式为“招生+培训+就业”



资料来源：广证恒生

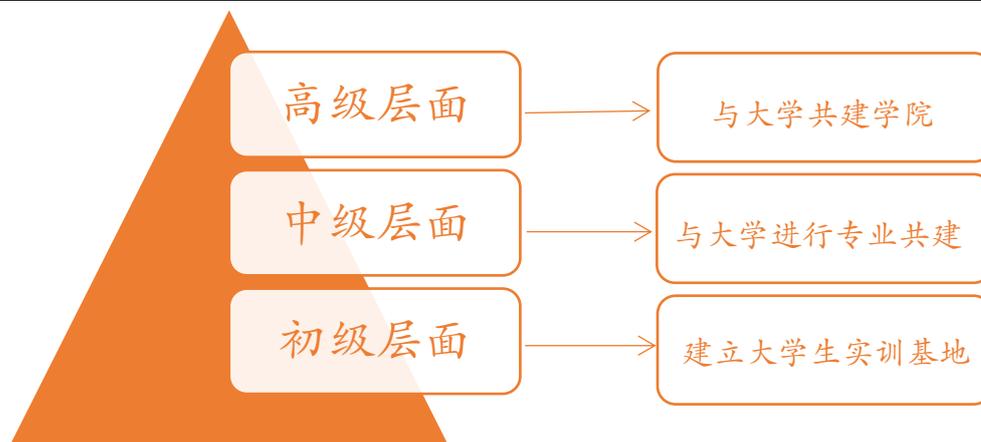
1.3.1 招生：社招、校招双管齐下

在招生端，达内科技的渠道主要包括 B2C 和 B2B2C 两种方式。

达内科技的 B2C 招生方式主要在知名引擎投放广告或者与招聘网站和用人单位进行合作。通过在知名引擎如百度等投放广告提升学员关注度，潜在学员进入官方网站后线上客服会解答其基本性疑问并且提供免费试听课程，之后会有相关老师进一步电话联系学员提供个性化推荐服务。与招聘网站和用人单位的合作方式则是先在智联、前程无忧等招聘网站投放广告，把资历和能力不足的求职者转化为学生，进行培训后再输送给相关的用人单位。

B2B2C 招生模式是指达内与学校进行合作。目前，达内与高校合作分为三个层次，初级层面的合作是建立大学生实习实训基地；中级层面合作是与大学进行共建专业；高级层面合作则是达内与大学共建学院。与高校和学院的合作形式具体为达内为高校职业教育转型提供参照和借鉴，提供教学内容和教学模式，一方面帮助高校的教师提高教学水平和教学能力；另一方面为高校的学生提供就业指导，提升其就业能力和就业质量。

图表 13 达内科技与学校进行合作分为三个层面



资料来源：达内科技、广证恒生



1.3.2 培训：提供金融服务和综合供应，双师模式奠定教学基础

培训环节，达内科技通过与第三方金融机构合作为经济困难学员提供贷款等金融服务，培训方式则一般采取短周期封闭式的双师模式。

金融服务方面，达内科技首创先就业后分期付款的付费模式降低入学门槛。由于 IT 培训的费用较高（一般在 1.5 万至 2 万之间），而目前 IT 培训类机构针对的客户一般是在校学生、求职毕业生及社会上有跳槽需求的人员，付费能力有限。因此，达内为了降低入学门槛，创造性地直接与第三方助学贷款机构合作如北银消费金融公司、宜信等，签订机构学员助学合作框架协议，协议约定机构学员可以在协议范围内向助学贷款合作机构申请个人信用助学贷款用于支付学费，然后学员作为借款人与助学贷款机构签订贷款协议。达内在承担担保义务的同时会向贷款机构收取一定程度的服务费，且在学员申请贷款之际已对学员贷款资质和基本信息进行了调查，故发生担保损失的可能性较少。

在培训上，达内科技目前提供的课程包括全日制及非全日制两类课程。基于达内的生源主要以即将毕业的学生和刚刚参加工作或有转岗需要培训的人员为主，目前全日制课程为达内的主要形式。全日制课程采用短期封闭式训练模式，课程周期一般为 3-6 个月，配置有学习机房供学员学习并且提供住宿与餐饮等综合性供应；非全日制课程则在周末上课，课时数相对少，对应的费用也比较低。整体上，达内科技的学费保持每年 1000 元/人的上涨幅度。教学形式方面，达内的已全面采用双师模式，该模式可概括为：“两个角色+一个平台”。“两个角色”包括主讲老师和助教老师，“一个平台”则是指达内科技自主研发的学习系统平台 TTS9.0 系统。

图表 14 达内科技不同类型课程收费标准（单位：元）

分类标准	类型	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
课程类型	全日制	16800	17800	18800	19800
	非全日制	14800	15800	16800	17800
招生渠道	社招	16800	17800	18800	19800
	校招	12800	13800	14800	15800

数据来源：达内科技、广证恒生

1.3.3 就业：就业辅助和校企合作保证人才输送渠道的畅通

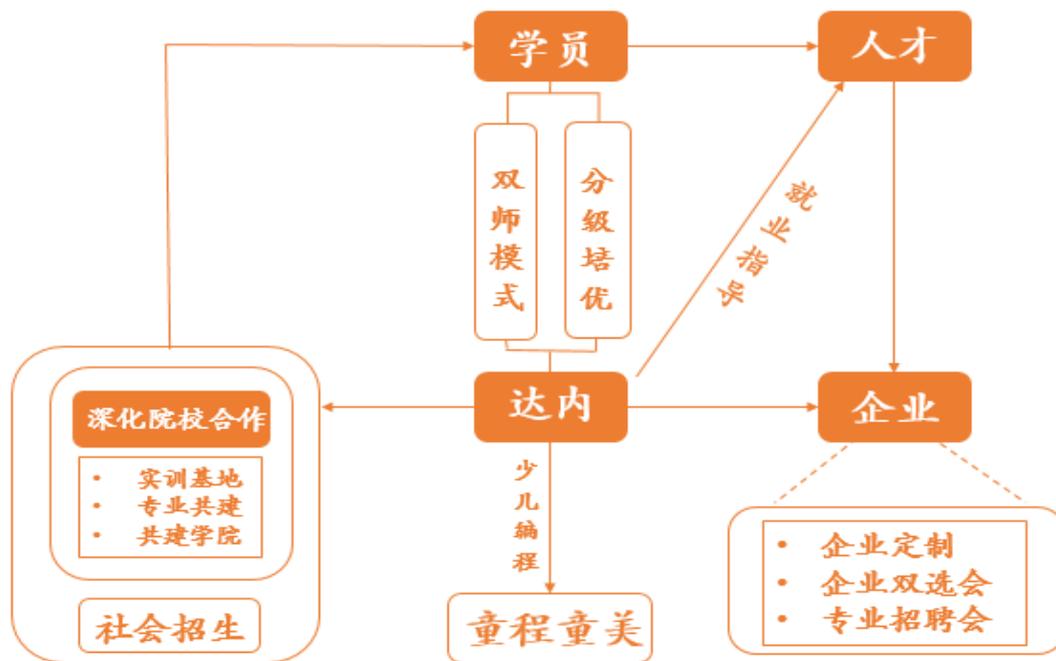
就业服务方面，达内科技的人才服务团队为学员提供全方位的就业辅助服务。对内，通过设置职业顾问制度，包括职业素质培训、就业指导、简历培训、模拟面试等多种就业技能，有效缩短学生工作过渡期；对外，设置企业合作专员，与企业进行合作，采取订单式培养快速满足企业用人需求，通过举办企业双选会、专场招聘会等以及推荐面试、简历代投等方式帮助学员就业。目前达内与企业的合作方式包括企业人才定制和人才深度合作。企业人才定制是指合作企业向达内提出年度招聘计划，达内根据企业招聘要求从初期学员筛选、招募、

再进行个性化培训及最终录用，实现一站式人才培养及输送。人才深度合作企业是指达内与招聘企业在人才初选、人才培养、人才输送的全流程开展合作，能够将达内培训的学员便捷输送到企业。

2. 变革与突破，在正确的时点做正确的事

培训机构要做大做强核心竞争力在于优质教学资源和服务的标准化复制，达内经过多年探索跑出清晰且适应性强的商业模式，并在 IT 技术高速迭代的大背景下不断优化打磨其商业模式的各个环节，突破企业在发展过程中所面临的一个又一个瓶颈。达内科技在多年的培训中逐步确立了“一站式职业人才培训提供商、一站式人才输送提供商、一站式软件开发提供商”三大品牌定位，在深耕 IT 培训的同时拓展非 IT 课程品类，并且通过专业共建和少儿 IT 培训课程增加学生来源；同时借助双师模式进驻三四线城市，实现内延外扩的面板式发展通道。在其成熟的课程标准化输出的基础上进行精细化管理，深入商业模式运转的每个齿轮，产生规模效益同时塑造了优质的培训品牌，把行业内核心竞争力表达达到极致。

图表 15 达内科技的管理深入商业模式运转的每个齿轮



资料来源：广证恒生

2.1 锁定优质生源，双渠道多方式配合打造强劲营销能力

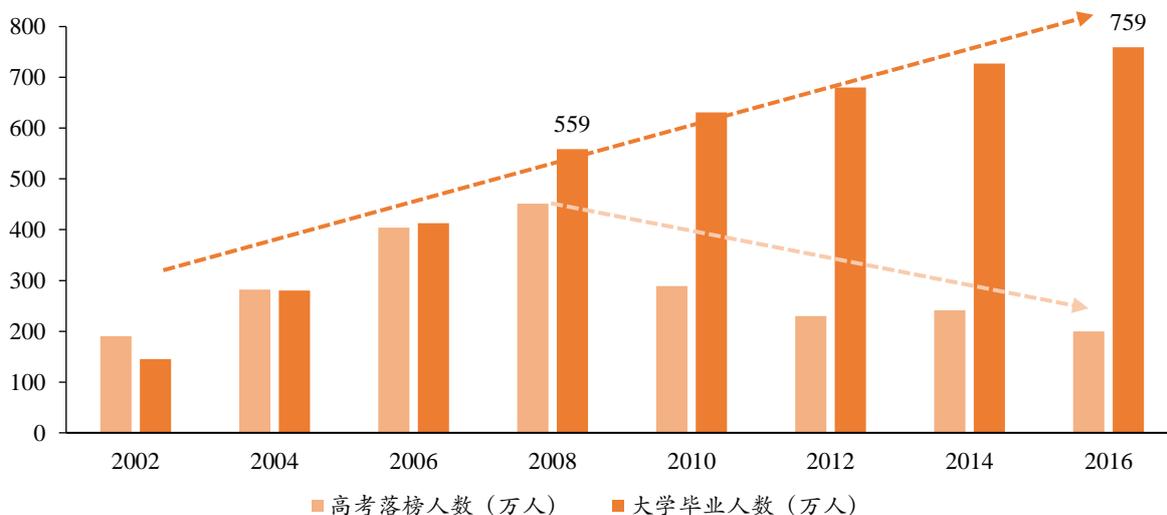
2.1.1 前瞻性生源定位，迈出打造优质品牌建设的第一步

成立之初把生源精准定位在大学毕业生，在政策市场双轮驱动下生源数量大涨，达内因此迅速崛起。2002 年的中国正处于高校的建设过程，大学生属于社会稀缺的人力资源，而达内科技在创办初期极具前瞻性地将生源定位于大学毕业生这个群体。相比较于当时的 IT 培训老牌龙头北大青鸟，生源主要定位于高考落榜生，较差的生源在后续的就业岗位相比之下自



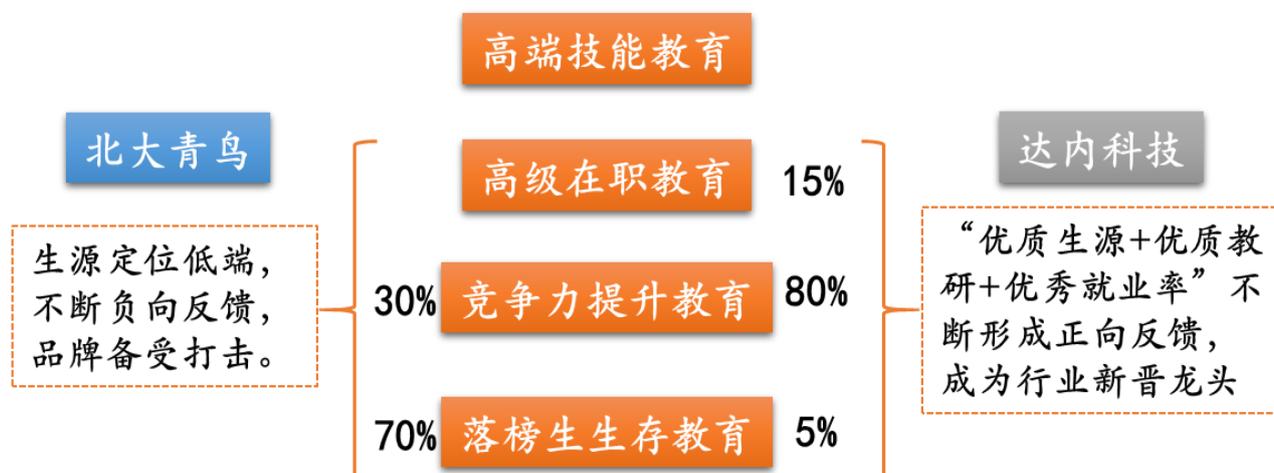
然较差，较差的就业反馈则进一步影响到北大青鸟的品牌。并且2007年国家教育部发布《面向21世纪教育振兴行动计划》后，国内院校开始大规模扩招。在该政策指导下，我国“高考落榜生”数量急剧减少，大学毕业生数量大增，从2002年的145万迅速增加到2016年的759万，紧随着是大学生就业难问题逐渐凸显，参加就业培训提升求职能力的需求快速增长。在这个大背景下，北大青鸟的品牌备受打击，反观达内科技通过定位于对毕业生的竞争力提升教育，生源数迅速增加，加上优秀的生源带来优质的就业反馈，最终形成业内较强的品牌效应。“优质生源+优质教研+优秀就业率”不断形成正向反馈，后发制人，快速崛起成为新晋的行业龙头。

图表 16 2007 年后我国大学毕业生数量不断增加



数据来源：芥末堆、广证恒生

图表 17 达内科技凭借“优质生源+优质教研+优秀就业率”不断形成正向反馈



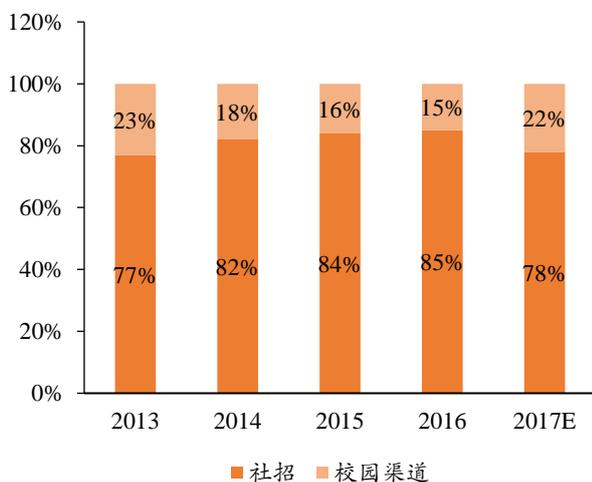
资料来源：达内科技、广证恒生

2.1.2 不断强化的招生策略形成企业蓬勃发展的基石

达内结合自身发展阶段和获客成本控制两个方面对应调整招生策略，使招生数保持稳定增长。成立早期阶段，校招是达内科技比较重要的招生渠道，该渠道能够直接带来大批量学员，对早期达内的品牌建设和口碑传播起积极的作用；在快速成长阶段，由于规模的扩大，校园招生渠道狭窄性渐显，故为了提高生源量，达内科技将招生渠道的重点转移到社会中的零售渠道，来自社招的学员占比在不断增加，从2013年的77%逐渐下降到2016年的85%。

在行业竞争愈发激烈，获客成本不断提高的大背景下，达内面向高校推出“英才添翼”高端职业教育品牌，推进更为深层次的校企合作模式。“英才添翼”从教学体系、全方位实习实训、大学生就业和企业级师资培养四大维度提供“一站式校企合作解决方案”，与全国各大高校以“就业实训、共建专业（特色班）以及共建创新学院”合作模式，来实现校企优质职业教育资源的融合与对接。该模式帮助达内下沉渠道提前锁定生源，在扩大招生规模的同时将有效降低获客成本，并有助于建立可持续发展的招生渠道。例如达内针对高校大一大二年级进行班级共建，2017年第三季度该模式下的入学学生达4000人，占该季度招生数量的11%左右。招生推广的获客成本将短期稳定、长期下降。从利润率看，新模式下每个学生的利润水平将高于以前的模式1000元左右，因为批量获客使得获客成本降低，且将课程打入高校课堂，节省了达内的线下培训基地投入。不断深化的校园招生渠道，上升与高校的合作层次将是达内未来强化招生渠道的主要方向。

图表 18 达内科技近年来招生渠道的变化



数据来源：达内年报、广证恒生

图表 19 达内科技的获客成本变化



数据来源：达内年报、广证恒生

注：获客成本=销售费用/招生人数

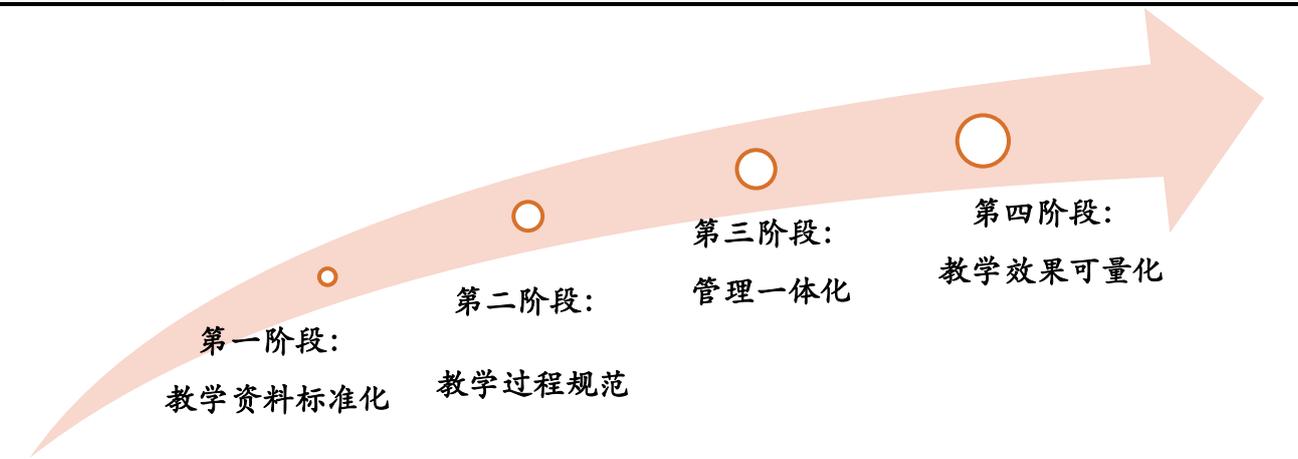
2.2 稳故而知新，看达内如何实现标准和个性的平衡术

2.2.1 标准化输出，双师模式缔造“内容中央厨房”

达内通过双师模式打造“内容中央厨房”，并对其持续进行优化，实现了教学标准化和规范化。2006年，达内科技在向二线城市扩张时遭遇优质师资不足的瓶颈问题，为了顺利实现异地扩张，达内科技首先推出了总部讲师直播主讲加校区助教面授辅导的“远程直播授课”模

式，这一模式也成就了达内的十年王者之路。建立初期的双师模式只是简单的“线上同步”形式，之后不断探索进行升级和更新。第一阶段是进行模式的深层次标准化升级——教学资料标准化，确定输出的每个知识点为什么；第二阶段为教学过程的规范化，除了确定授课的知识点，对每个知识点的输出形式也进行规范化，即怎么讲、怎么引入、怎么分析、借助什么案例等。为了突破双师仅使用在教学输出上的狭窄性，达内科技双师模式的第三阶段应用是用线上系统做一体化管理，研发出高度智能化学习及评测平台 TTS 系统保障学习效果。第四阶段，达内科技通过不断升级 TTS 系统的功能到教学效果可量化，比如针对性地考察拆分后的微知识点并形成成绩分析报告，精确测量学生对微知识点掌握的不足程度。

图表 20 达内双师模式的升级优化过程



资料来源：达内科技官网、芥末堆、广证恒生

达内科技主要是通过升级 TTS 系统对双师模式的第三、第四阶段进行优化，目前已将 TTS 系统升至 9.0 版本。教学系统辅助的目的是深度融合线上线下，所有在线学习都可以通过这个学习系统实现，功能是学员通过该系统可以线上与其他学员交流讨论，在线提问讲师和项目经理、利用学习资料进行预习和复习、线上考试、线上视频测评、视频的回放等，这样可以有效解决学员缺勤，通过这样的方式帮缺勤学员补课赶上学习进度。并且学员的学习过程或者结果轨迹都会在这个系统上记载下来，学员毕业后会根据他的学习轨迹做出来他的学习测评，有针对性的对他做就业辅导或者跟踪。此外，达内在 2015 年 3 月份推出了纯在线交互学习平台 TMOOC 作为 TTS 系统的衍生产品，TMOOC 包括技术课程、职业课程、就业课程以及达内认证考试等，目前已涵盖 16 个学习方向 3500 门课程，视频数量超过 7000 个，累计时长 11559 小时。注册用户从同年 8 月的 7.2 万增长至目前的 38 万个，日在线用户平均 2 万人，专属的内容库已包括约几万小时的学习内容，通过 TMOOC 平台，达内已经发展了过万个 VIP 用户，并已经是付费用户。2016 年通过纯在线方式参加培训的学员比例已经达 20%。线上学习平台既可以为达内学员提供终生学习平台，又可以通过纯线上的平台资源类网站和学习应用，以免费为主来吸引更多的流量，塑造良好培训服务口碑，可谓一种潜在的营销模式。

图表 21 达内科技不断升级 TTS 系统至 9.0

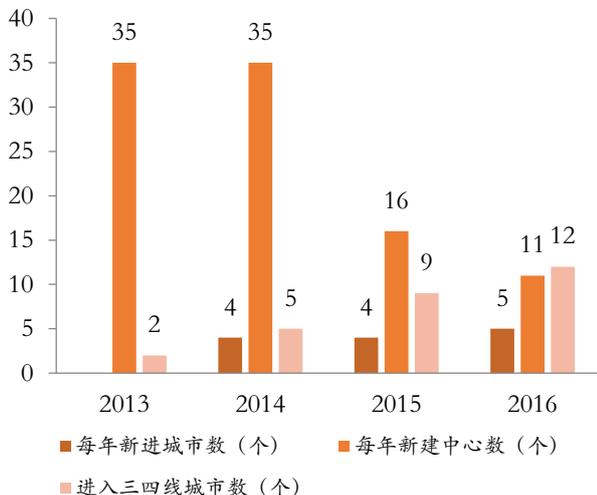


数据来源：公司官网、广证恒生

达内科技不断优化的双师模式彰显出强大的复制能力，并且有效降低了人力成本以及快速进行课程的更迭。

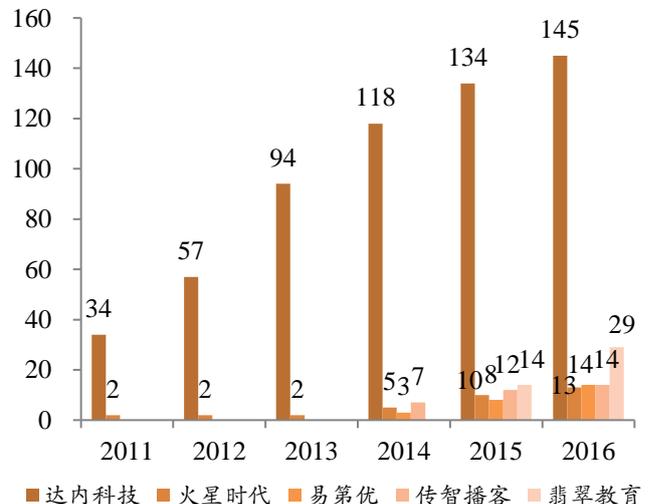
(1) 双师模式是达内科技教学网络拓展的有利武器。从目前达内科技的扩张进程来看，三四线城市将是其未来分校扩张的重要方向。我们认为采用成熟的双师模式是达内科技能以更快速度向三四线城市实现扩张的主要因素。首先，最早采用双师模式的达内科技在 2016 年共有教学中心 145 个，分布在全国 46 个城市中。无论从教学中心数目还是从进入城市的数目而言，均位列第一位，优于其他近年才开始使用双师模式的教育机构以及仍未采用双师模式的非双师机构。第二，达内科技在自身营收规模已超过第二名两至三倍的情况下，2014、2015、2016 三年仍新进入城市 4、4、5 个，新建教学中心 24、16、11 个，每年的增幅均超过除翡翠教育以外的其他 IT 培训机构。

图表 22 达内每年的扩张情况



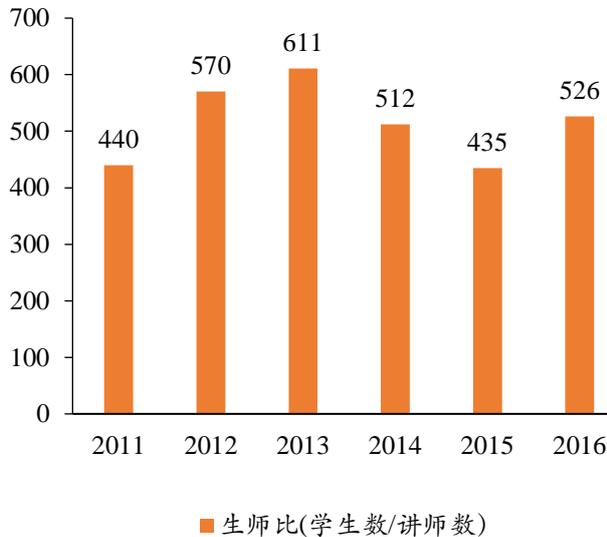
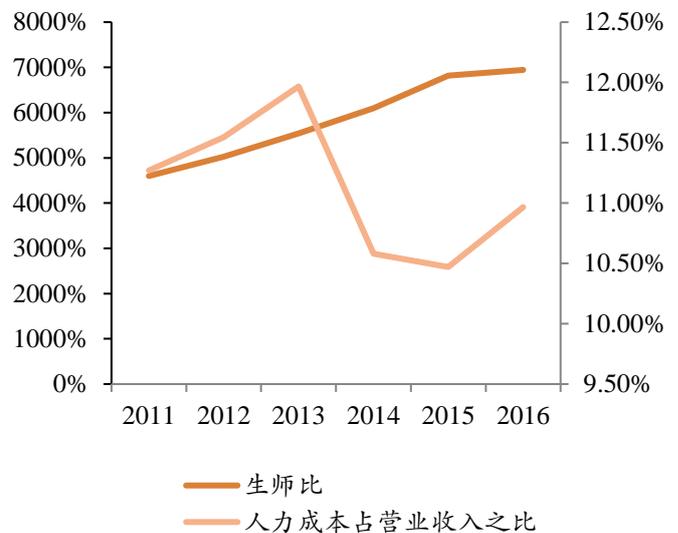
数据来源：达内官网、广证恒生

图表 23 达内的教学点数量最多



数据来源：公司公告、广证恒生

(2) 双师模式是达内科技降低人力成本的重要途径。成熟的经营使达内的双师参与度居于行业第一，双师模式作为在线教学工具与线下教学内容的有机契合，是达内科技整个商业模式构筑的基础，帮助达内打造一个强大的教学内容中央厨房，优质教师基本集中在北京，进行课程研发和设计，保证教学内容输出的质量，同时通过线下助教实现对教学质量的有效把控。2016年达内共有204个拥有国内外IT从业背景的优秀全职教师，以及1300多名助教，而服务学生数量超十万。另外，这一模式实现经营与教学分离，每个分店只需关注招生和进行精细化运营，节省精力和资源从而实现快速盈利。高度标准化的双师教学模式成为达内实现高速扩张的稳固基石。

图表 24 达内科技的生师比

图表 25 双师模式帮助达内节省人力成本


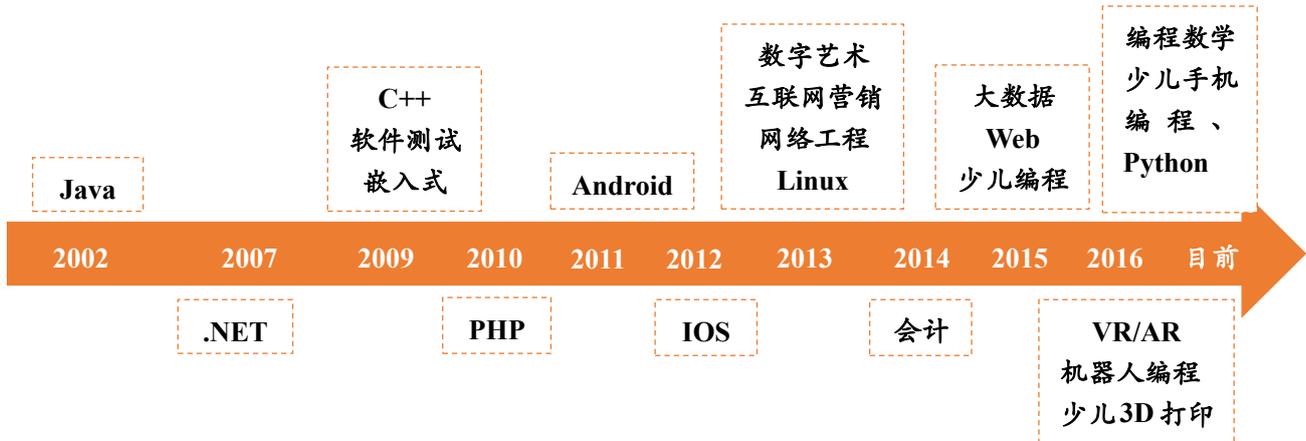
数据来源：达内年报、广证恒生

数据来源：达内年报、广证恒生

注：该处老师数=讲师数+助教数

(3) 通过应用双师模式，达内科技在课程品类的扩张实现上弹性更大。达内科技成熟的双师模式使其能够针对市场技术热点的变化快速实现新课程的开设，因为双师模式使其在新开设课程时所需招聘的讲师人数以及对应的招聘时间将大为缩减，从而实现新课程品类的快速扩张。课程的稳步扩充不断增强其综合实力，公司在2002-2006年都只有Java这一门课程，2006年双师模式的创立打破师资瓶颈后达内科技几乎每年都要新开一条课程产品线，达内要求每门课的老师以月为单位，不断迭代课程，保障培训的质量。2011年移动互联网开始爆发，达内就推出了相应的Android和iOS培训；2015年大数据人才需求井喷，达内就推出了大数据课程；2016、2017年人工智能大热，达内顺应趋势推出了VR/AR、人工智能等与新兴领域相关的课程。截止到2017年上半年度，达内已经开设了19个课程方向，是业内产品线最丰富。

图表 26 达内根据市场需求变化不断研发新课程



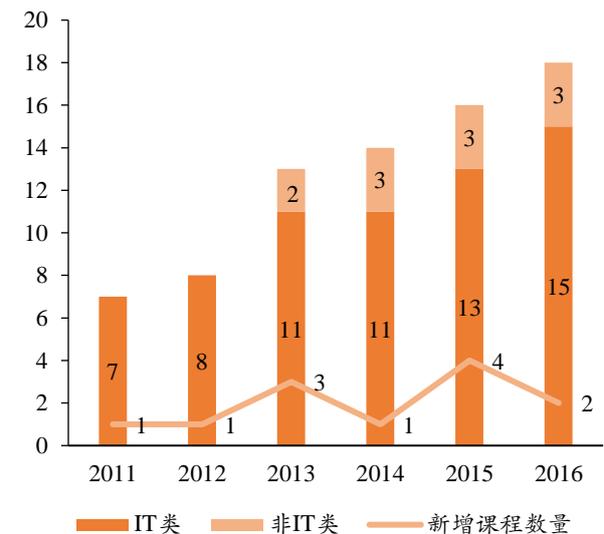
资料来源：公司年报、广证恒生

图表 27 达内科技的研发支出增幅稳定



数据来源：达内年报、广证恒生

图表 28 达内科技课程更迭迅速



数据来源：达内年报、广证恒生

注：IT类包括少儿IT课程

2.2.2 个性化定制，“分级培优”方显龙头本色

在双师模式实现极致标准的基础上，达内进一步升级推出“分级培优、因材施教”，实现个性化教学。2016年，达内在双师模式经过十年磨砺使教学充分实现标准化的前提下，率先推出“分级培优”，即针对不同基础、不同需求的受众有个性的去定制具体的教学方案，是双师模式的进阶版本。达内在iOS、安卓、Java、Web前端以及UI等五大技术课程方向（这五大方向占据了达内IT类招生人数的90%以上）首度尝试因材施教，分级培优。根据不同课程学员的特点和学生的学习能力，通过基础阶段的课程学习后进行分级考试和分阶段考试，依据测试结果因材施教、分级教学进行差异化教学。让同一水平的学生能同步实现逐级提高，让不同基础的学生能够紧跟进度，保障所有的学员都能达到最好的学习效果。达内的分级培

优把学生划分成三个层次。第一个层次叫就业培训，目标是让学员通过培训找到一个合适的工作；第二个层次为培优，目标是让有了一定学习基础的学员提升技能获得高薪工作；第三层培训称之为才高，是为大学专科及以上学历，有一定计算机基础的人提供的精英课程。通过分级教学，达内学员的满意度，就业质量等都得到了很好的体现。

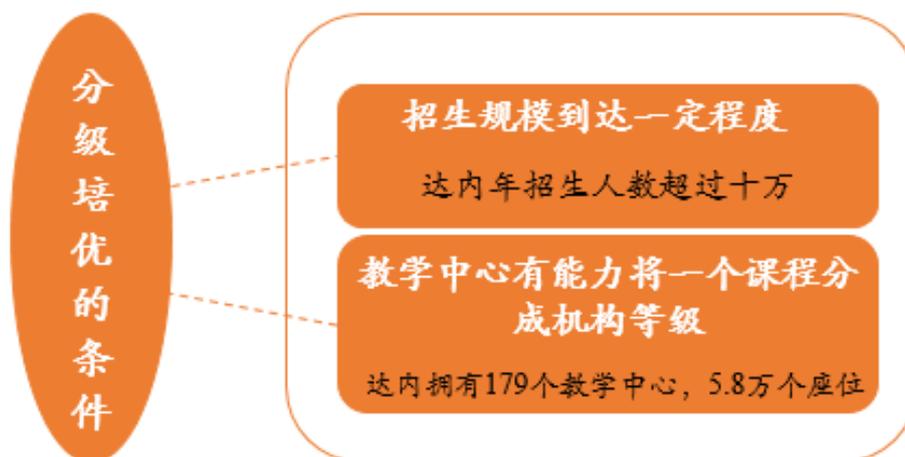
图表 29 达内科技通过分级培优实现个性化教学



资料来源：达内科技官网、广证恒生

目前在 IT 职教领域实现个性教学难度较大，因材施教需要具备较高教学条件：(1) 招生规模达到一定程度，目前达内科技的年招生人数已突破十万人；(2) 教学中心有能力将一个课程分成机构等级，目前达内学习中心平均座位数达 350 个左右，整体座位利用率保持 70% 左右，有能力对学生进行分类教学，保证每个学员都能够找到适合自己的课程，达到理想的教学效果。分级培优具备一定的规模壁垒，适合不同基础的学员，同时也更加符合企业日渐专业化、精细化的招聘要求。通过分级培优，达内高级班比普通班平均学费贵 2000 元左右，中长期看来将有利于公司提升毛利率。

图表 30 IT 培训机构实现分级教学需要更高的条件



资料来源：广证恒生

2.3 牢牢把控终端服务体系，就业率行业领先

达内科技具备强大的就业终端服务体系。通过打造包括 600 位就业顾问和超过 240 位的企业合作专员的专业化人才服务团队，提高学员的就业技能并研制出多样化的企业合作模式，吸引了大批企业加入。目前达内合作雇主企业高达十万家，就业保障能力突出。

图表 31 达内科技作为人才培养服务商、人才输送提供商



资料来源：广证恒生

专业人才服务团队全力提升学员求职技能，形成达内就业保障核心。人才服务团队为学员提供全方位的就业辅助服务，包括职业素质培训、就业指导、简历培训、模拟面试等多种就业技能；并同时为学员提供企业双选会、专场招聘会、推荐面试、简历代投等各种帮助学员就业的服务。截止到 2016 年 12 月底，达内科技在全国建立了 5 大软件人才中心并拥有 600 位人才顾问，校区共配有 243 名企业合作专员，每个校区有 1-2 名，同企业保持紧密的合作关系来保障学员就业。同时每班配备一名职业顾问，和学员进行一对一的面试培训和简历指导，监督学生的就业进展。

多样化人才合作模式快速满足企业用人需求。达内通过企业定制、企业双选会、大型人才专业招聘会、人才招聘网站以及节目《名企有约》等形式的开展构筑推荐就业五大保障。企业可以直接到达达内人才基地现场宣讲、笔试、面试、录取，大大提高学员面试和成功入职机率。受益于强大的就业支撑系统让达内超越了普通的职业培训机构，还发展成为具备人才输出服务能力的综合人力资源公司，其人才招聘网站达内·求职秀是达内科技研发团队历经数年开发的 IT 行业垂直免费在线招聘平台，该平台创立视频简历、在线专业技能测试平台、在线互动等多种功能，线上加线下的“361°”贴心专业人才服务体系搭起学员与企业之间沟通的桥梁，助力学员更好就业。

完善的就业终端服务体系保证毕业学员与企业对接渠道的畅通，实力践行“一站式职业人才培养提供商、一站式人才输送提供商”的品牌定位。目前达内合作雇主企业已达十万家，每个月在全国组织 1000 场左右的企业双选会，每天产生数千个空白岗位。合作企业中不乏知名 IT 互联网企业如腾讯、阿里、华为、亚信联创等，也包括各行各业有 IT 人才需求的传统企业。目前达内学员已接近 50 万人，近几年毕业后四个月的就业率稳居 95% 左右。随着达内学员在 IT 行业人才积累越多，达内品牌在业内的影响力越大，后续的毕业学员则更容易获得雇主单

位的认可。

图表 32 达内科技丰富的合作企业资源



世界500强、国内百强企业、国内知名企业

资料来源：达内科技官网、广证恒生

2.4 引领趋势重点布局少儿编程，再造一个“达内”

2.4.1 IT 培训低龄化趋势渐显，少儿编程市场持续升温

少儿编程自 2015 年起在国内零星出现，并于 2016 年呈燎原之势迅速发展。

政策助力，少儿编程崭露头角。2017 年 1 月，《义务教育小学科学课程标准》提出将对小学科学课程标准进行修订完善；另外浙江新高考改革将信息技术加入高考选考科目；国务院印发了《新一代人工智能发展规划》，明确指出人工智能成为国际竞争的新焦点，应逐步开展全民智能教育项目，在中小学阶段设置人工智能相关课程、逐步推广编程教育、建设人工智能学科，培养复合型人才，形成我国人工智能人才高地。贯彻落实这些人才培养和课程改革措施的有效途径之一就是开展少儿编程教育。

图表 33 利好少儿编程的相关政策

时间	部门	名称	主要内容
2016 年 3 月	国务院	《全民科学素养行动计划纲要实施方案（2016—2020 年）》	在义务教育阶段要基于学生发展核心素养框架，完善中小学科学课程体系，研究提出中小学科学学科素养，更新中小学科技教育内容，加强对探究性学习的指导；在高中阶段要鼓励探索开展科学创新与技术实践的跨学科探究活动，同时规范学生综合素质评价机制，促进学生创新精神和实践能力的发展。
2016 年 6 月	教育部	《教育信息化“十三五”规划》	有条件的地区要积极探索信息技术在“众创空间”、跨学科学习（STEAM 教育）、创客教育等新的教育模式中的应用，着力提升学生的信息素养、创新意识和创新能力，养成数字化学习习惯，促进学生的全面发



			展,发挥信息化面向未来培养高素质人才的支撑引领作用。
2017年1月	教育部	《义务教育小学科学课程标准》	进一步加强小学科学教育,组织专家对小学科学课程标准进行了修订完善,各地要高度重视,以课程为统领,切实加强小学科学教育。
2017年1月	浙江省教育厅	浙江省新高考招生录取方案	考生根据个人兴趣特长和拟报考学校及专业的要求,从思想政治、历史、地理、物理、化学、生物、技术(含通用技术和信息技术)中选择3门作为高考选考科目。
2017年8月	国务院	《新一代人工智能发展规划》	人工智能成为国际竞争的新焦点,应逐步开展全民智能教育项目,在中小学阶段设置人工智能相关课程、逐步推广编程教育、建设人工智能学科,在中小学阶段设置人工智能相关课程,鼓励社会力量参与寓教于乐的编程教学软件、游戏的开发和推广。

资料来源:国务院、教育部、广证恒生

从一级市场投融资的情况来看,资本的青睐正不断提升少儿编程的热度。2016和2017年度编程猫B轮和A+轮分别获得1.2亿人民币和1421.05万人民币的投资,编学边玩则获得数千万的Pre-A轮融资以及1000万人民币的天使融资等,小码王在A轮就获得数千万人民币的融资等等。可见资本对少儿编程前景充分看好,提前布局。

图表 34 2016-2017 我国部分少儿编程公司获得投融资情况

序号	标的	融资金额	融资轮次
1	编学边玩	数千万元	Pre-A 轮
2	编程猫	1.2 亿元	B 轮
3	萝卜屯	1000 万	天使轮
4	火星人俱乐部	2000 万	A 轮
5	编程猫	2000 万人民币; 1421.05 万人民币	A 轮; A+轮
6	编学边玩	80 万人民币; 1000 万人民币	种子轮; 天使轮
7	小码王	数千万人民币	A 轮
8	橙旭园	250 万人民币	未知
9	极客晨星	数百万人民币	Pre-A 轮
10	诺丁科技	300 万人民币	天使轮

资料来源:芥末堆、多知网、广证恒生

我国少儿编程发展尚处初期阶段,但近几年IT行业的快速发展和人们教育观念的改变促使其发展潜力进一步提升。据《2017-2023年中国少儿编程市场分析预测报告》显示,市场通常将少儿编程对标600亿规模、年增速15%~20%的少儿英语培训市场。幼儿园、小学、中学生是编程教育的核心授课群体,据教育部统计,2015年这三类群体的在校人数约为1.83亿人。而当下中国大陆少儿编程教育的渗透率为0.96%,按照每人每年在编程教育领域消费

金额约 6000 元，粗略估计目前国内少儿编程市场规模约为 100 亿元，未来的市场规模增长逻辑在于渗透率的不断提升，而且每当渗透率提升 1%，市场规模将有望扩大 100 亿，前景广阔。

2.4.2 敢为人先，达内科技入局少儿编程市场

从我国少儿编程培训目前发展来看，优质机构相对较少。一家优质的少儿 IT 培训公司需要具备三个基本条件。首先，少儿编程培训机构需要配备一定的电脑、投影等硬件设备，在扩张过程中需要较强大的资金实力；其次，少儿编程对于教师的专业要求较高，目前我国优质师资非常匮乏；再次，国内尚未出现成熟的少儿编程培训课程体系，大部分培训机构的教研团队在借鉴国外体系的基础上进行课程设计且尚未成熟，能够实现因材施教的优质编程培训机构寥寥无几。

凭借敏锐的市场嗅觉、强大教研能力和完善的职教培训网点，达内科技于 2015 年底正式设立童程童美入局少儿编程市场，并迅速取得先发优势，成为我国目前规模数一数二的青少儿编程培训机构。目前国内市场上少儿编程培训机构使用的软件几乎都是在 Scratch 的基础上进行改进的，少有自主研发的少儿编程产品。达内多年的成人 IT 培训经验积累了相关资源，并且投入长达一年的时间研究选择适合青少年的计算机语言，内容涵盖少儿启蒙编程 (Scratch) 和少儿趣味编程 (JavaScript、HTML、CSS、Java) 等。另外，公司和微软达成合作，联合发布 MTA 证书，完成童程童美 level2 课程即可获得 MTA 证书。该证书获国内外主流高校认可，在孩子升学出国的过程中也能发挥积极作用。

图表 35 童程童美的开展形式



资料来源：鲸媒体、广证恒生

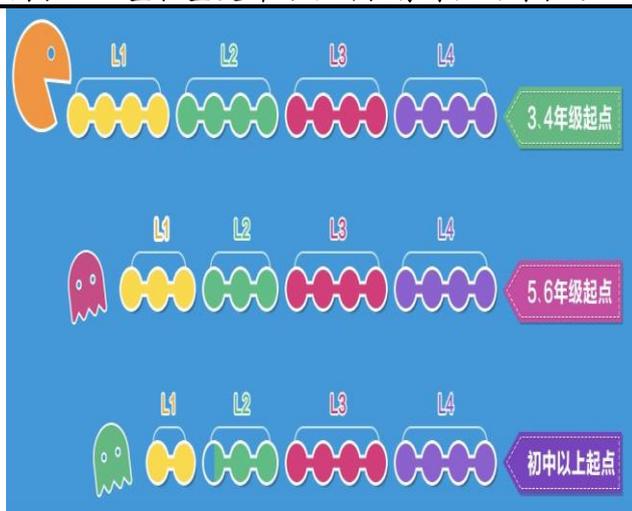
目前童程童美已经形成了标准化的课程体系，包含童程、童美、童创三个部分，其中编程是其业务核心。授课采用录播+助教的模式，主要面向 6 至 18 岁的青少年，又具体分为小学 1—3 年级、小学 4—6 年级、初中、高中四个教育阶段，主要教授当下常用的计算机编程内容。常规课程包括少儿编程，智能机器人编程和编程数学，此外，达内还针对 8—10 岁的孩子推出信息学奥赛特色课。

图表 36 童程童美的常规课程类型



数据来源：童程童美官网、广证恒生

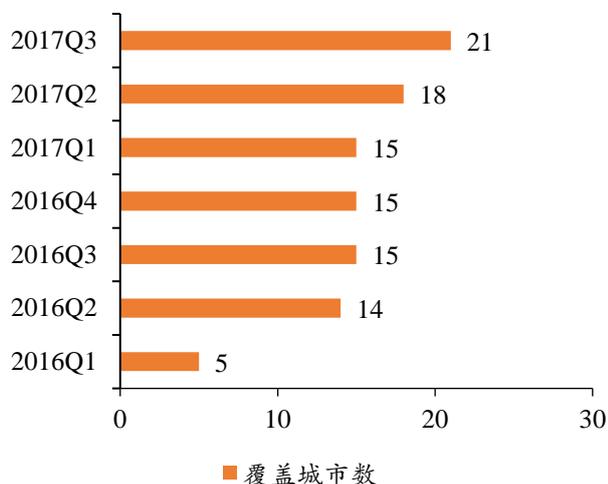
图表 37 童程童美针对不同教育阶段的课程分级



数据来源：童程童美官网、广证恒生

达内通过依附其职教学习中心进行少儿编程教学点的扩张，前期布局速度飞快，两年时间已经进入全国 21 个城市，开设门店数达 51 个，累计招生数近 9000 名。2017 年 Q3 招生人数达到 3590 人，同比增长近 7 倍，达内少儿编程正在以迅猛之势增长，其运营一年左右较为成熟的 K12 教学中心的利润率达到 10%到 20%。未来有望与成人 IT 培训在资源利用上形成对接，深化资源利用效率，成为新的业绩增长点。

图表 38 童程童美的扩张进程



数据来源：达内季报、广证恒生

图表 39 童程童美的招生数量不断增长



数据来源：达内季报、广证恒生

3. 财务深度剖析：营收稳健但利润短期承压，看好长期盈利性

3.1 利润表分析：营收增长态势稳定，短期利润承压

达内在 2014 年上市之后三年业绩保持稳健的态势，营收增长分别为 46.72%、46.79%、34.09%；利润方面同样亮眼，2014—2016 年公司净利润为 1.51 亿元、1.86 亿元、2.46 亿元，同比增长 75.78%、22.77%、35.3%，业绩符合公司预期。2014 年公司新建了 26 个教学中心，

是扩张速度较为快速的一年，在保持较高扩张速度的同时中心利用率提高到 71%，而扩张费用控制在稳速增长范围内，故上市后第一年利润表现惊艳。凭借敏锐的市场嗅觉，达内科技在 2015 年初开始投入研发少儿 IT 相关课程，于 2015 年底正式推出童程童美，开启新领域的耕作。随着营收的增加，经济规模化效益也体现在高毛利率的当中。我们认为长期来看达内的毛利率能够保持 70% 以上，因为新的学习中心和新的业务仍然在持续当中，毛利率短期内也会有所影响，但是长期看好。

2017 年前三季度，公司的营业收入达 13.57 亿，同比增长 21.63%，较过去三年增长速度有所下滑，一方面主要是现阶段正为公司的新业务少儿 IT 的快速扩张阶段，与成人培训的平稳扩张速度不同，公司在 K12 业务采取了更加迅猛的扩张姿态，以期夯实在该领域的先发优势，扩张迅速致使管理费用上升较快，利润随之下降；另一方面，公司正在积极推进与大学进行专业共建项目，该渠道的获客成本较低，但收入确认期拉长，所导致的影响也间接体现在利润表上。基于以上判断，我们认为达内科技的利润在短期内承压，但在 K12 业务的第一轮扩张后，教学中心的增长速度将有所放缓，根据学生数量快速增长的趋势预计教学中心以及座位利用率会逐步提高。整体来看，K12 业务招生人数增长迅速，但新设教学点需 1 年左右的成熟期，高速扩张下预计明年 K12 业务仍处亏损区间，2019 年实现盈亏平衡，预计 2020 年实现约 15% 净利润率，对应营收贡献为 8-10 亿元，前景可期。

图表 40 达内科技主要利润指标分析 (单位: 亿元)

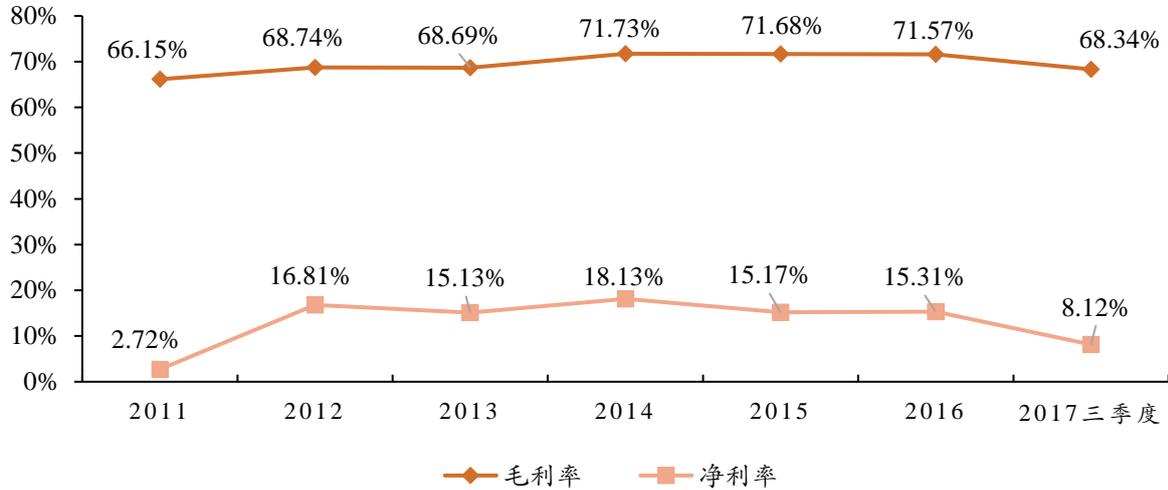
	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q3
营业收入	3.57	5.66	8.33	12.29	15.80	13.57
营业成本	1.12	1.77	2.39	3.48	4.49	4.30
毛利	2.46	3.89	5.94	8.81	11.31	9.27
销售费用	2.32	2.77	3.58	5.39	7.36	12.60
管理费用	3.78	5.11	7.03	11.02	16.10	26.33
研发费用	0.11	0.23	0.33	0.53	0.66	0.68
营业利润	0.66	0.82	1.17	1.64	2.30	0.96
净利润	0.60	0.86	1.51	1.86	2.42	1.10
毛利润率(%)	68.74	68.69	71.31	71.68	71.57	68.34
销售费用率(%)	29.7	32.59	31.25	32.68	33.4	36.37
管理费用率(%)	17.51	17.48	21.99	21.33	19.47	19.89
研发费用率(%)	3.15	4.10	4.00	4.29	4.15	4.98
营业利润率(%)	18.38	14.52	14.07	13.39	14.55	7.1
净利润率(%)	16.81	15.13	18.13	15.17	15.31	8.12
营业收入同比增长率(%)	120.74	63.38	46.72	46.79	34.09	21.63



净利润同比增长率(%)	1263.31	47.05	75.78	22.77	35.3	-20.78
-------------	---------	-------	-------	-------	------	--------

数据来源：公司年报、广证恒生

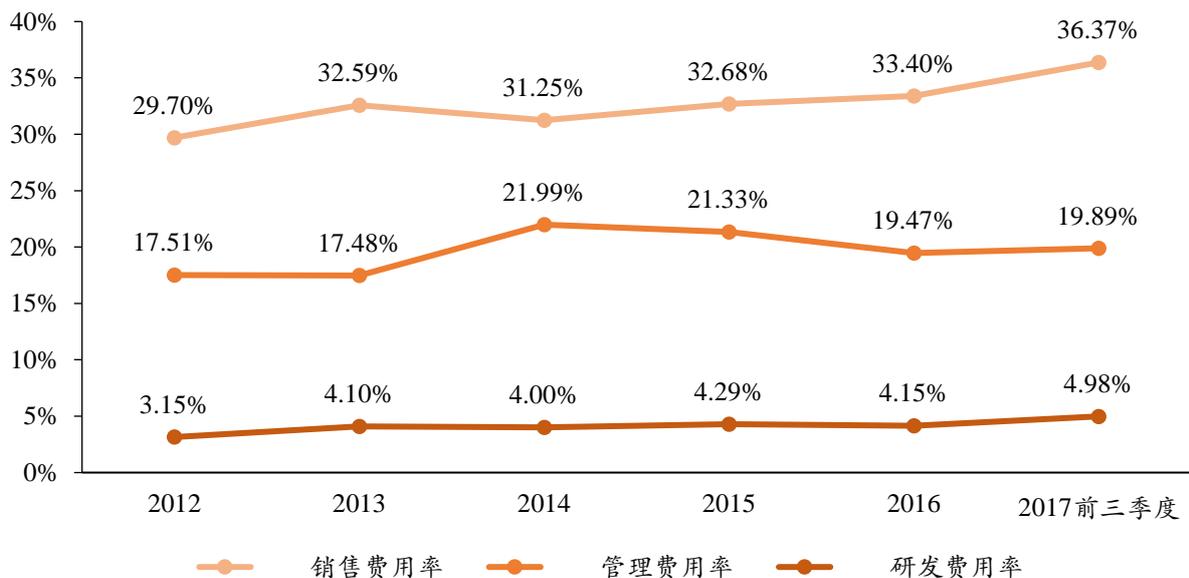
图表 41 达内科技毛利率和净利率变化情况



数据来源：公司年报、广证恒生

达内科技的费用支出控制良好，管理费用率年度波动维持在稳定区间，销售费用率及研发费用率出现了小幅上涨。近几年达内在销售费用率保持小幅度的上升，是由于公司的销售费用主要由销售人员的报酬和广告费用组成，积极的教学中心网络扩张计划导致中心配备的销售人员增加，成本上升；另外公司采取多渠道招生宣传并逐步提高社招比例，但由于社招渠道的广告费用较校招高，使达内的销售费用率有小幅上升，但目前公司正推进校园共建项目等低成本招生渠道，未来销售费用率将会得到更好的控制。

图表 42 达内科技的费用率变化波动较小



数据来源：公司财报、广证恒生



3.2 资产负债表分析：资产结构相对稳定，负债情况良好

上市以来，达内科技应收账款占总资产的比重在不断下降，而近期出现了一定的回升。早期的下降主要原因是公司为缩减坏账问题，主动减少了早期推出的分期付款计划学生的比例，转而和北京银行等贷款机构合作，当学生拿到贷款时，达内的银行账户上即收到贷款提供商 100% 的学费。近期出现一定的上升的主要原因是公司目前正在积极推进的课程共建项目主要针对大一、大二学生，采取先提供服务，再收取费用的模式，该种模式推进顺利，最新报告期内招生数目超过使 2017 年前三季度公司的应收账款占比略有回升。

从递延收益方面来看，公司前几年的递延收入保持了较高的增长。一方面是前面所提及的和第三方贷款提供商的合作使得一部分学员的学费收入由应收账款转为递延收入。另一方面是公司的扩张步伐较为稳健，新增教学点的利用率都保持了较高的水平。2017 年前三季度公司的递延收入同比下滑。主要原因系 2017 年贷款相关政策趋严，第三方贷款提供商审查和支付贷款的时长延慢对递延收入产生了影响，并且与大学进行课程共建的新模式也同样减少了递延收入的来源。

从整体上来说达内科技的货币资金及长期投资占总资产的比例在不断上升，同时流动资产占总资产的比重在下降但幅度不大，说明公司的资产结构发生一定的变化。达内科技的负债主要为流动负债，资产负债率保持 20%—30% 范围内，负债情况健康，不存在财务风险。

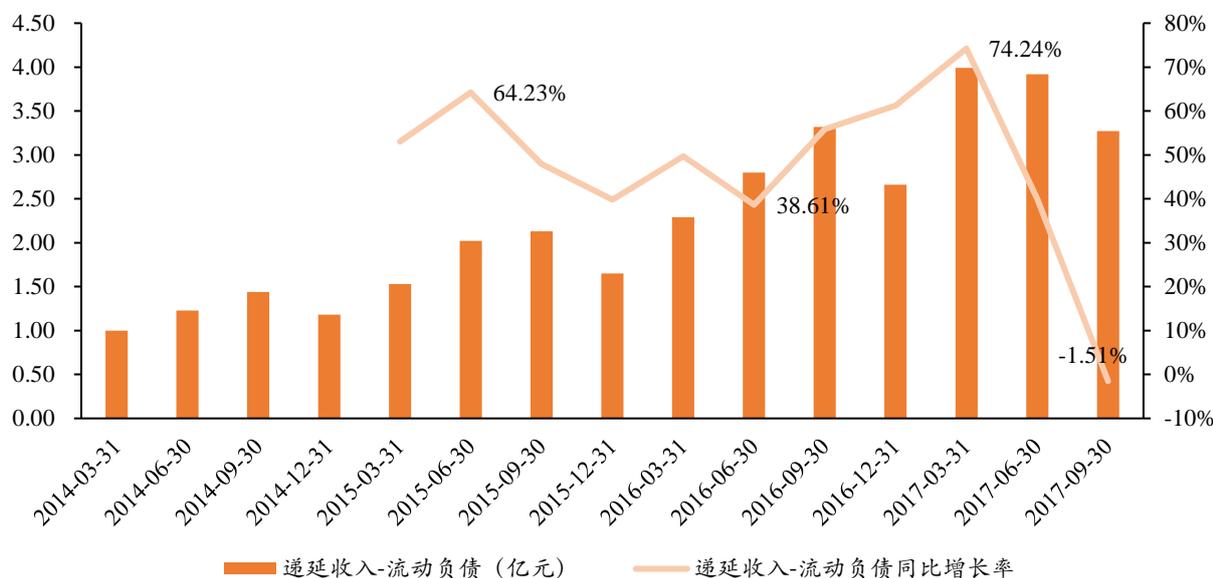
图表 43 达内科技的资产负债表分析（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017Q3
货币资金	2.61	5.14	8.11	8.63
定期存款	6.54	4.50	4.17	2.85
应收账款	1.42	1.47	0.97	1.15
流动资产	11.23	13.27	14.51	14.69
长期投资	-	-	0.42	1.02
非流动资产	1.97	2.50	4.97	5.06
总资产	13.34	16.54	20.85	22.00
流动负债	2.05	3.06	4.80	5.93
递延收入——流动负债	1.18	1.65	2.66	3.27
总负债	2.15	3.15	4.87	5.98
货币资金/总资产 (%)	19.57	31.07	38.88	39.24
资产负债率 (%)	16.09	19.06	23.35	27.19
应收账款/总资产 (%)	10.64	8.89	4.67	5.23
流动负债/负债合计 (%)	95.33	97.04	98.55	99.17
递延收入/流动负债 (%)	57.66	53.78	55.46	55.06
递延收入增长率 (%)	24.92	39.48	61.72	22.74

	2014	2015	2016	2017Q3
权益乘数	1.19	1.24	1.30	1.37

数据来源：公司年报、广证恒生

图表 44 达内科技递延收入变化情况

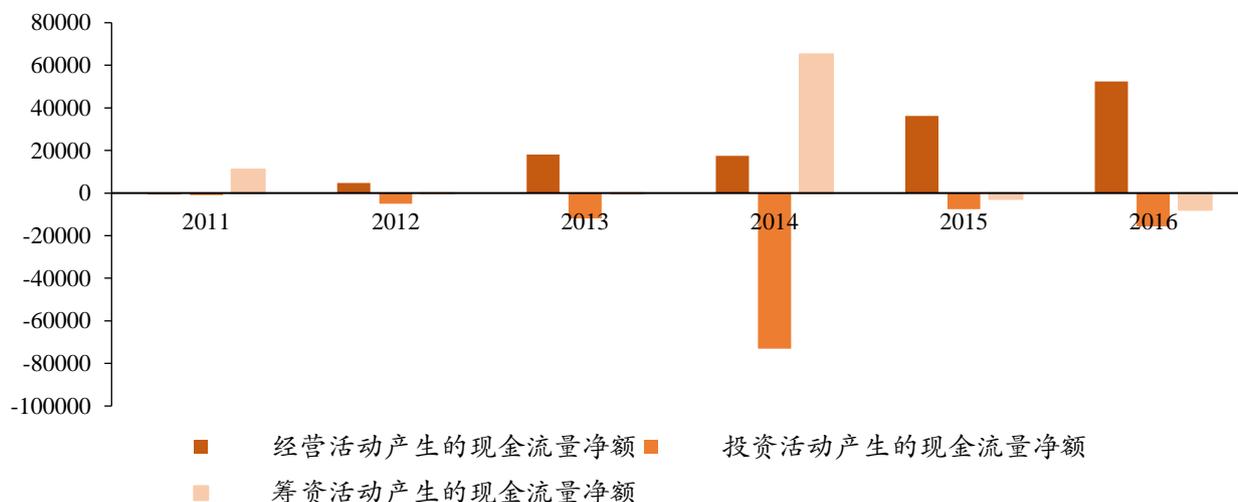


数据来源：公司财报、广证恒生

3.3 现金流量表分析：经营现金流稳步提升

达内科技的经营性现金流净额一直体现为净现金流入，符合教培行业的行业特征，经营活动现金流也可以作为一个前瞻性的指标。同时，在近几年来，经营性现金流净额与营收的稳定增长趋势一致。从投资活动现金流看，2014年公司进行教学中心的快速扩张，故投资活动的现金净流出大幅增加，符合其战略发展动态；筹资活动产生现金流较少且变动不大。整体上公司现金流量状况良好。

图表 45 达内科技现金流量分析 (单位：万元)



数据来源：公司财报、广证恒生

4. 总结：时势带来发展契机，进阶的功底来自持续的改革

4.1 政策市场双轮驱动 IT 培训赛道的海量市场空间

从行业驱动因素来看，达内科技的崛起之路起源于对市场的前瞻性的定位，并在市场和资本两个要素的催化下乘风而起。上文提到达内的兴起始于高校扩招带来了大批生源，同时技术不断的更新迭代促使 IT 行业迅猛崛起，加之 IT 行业的高薪吸引力与就业难问题逐年凸显诞生了海量的市场空间，使达内不断茁壮成长。在现阶段，IT 培训行业正处于洗牌期赛道，整体竞争格局较为清晰但尚未完全稳定、市场结构相对分散，达内科技作为头部企业，以深耕多年的商业模式和精细化管理等自身独特的优势为基础，不断探索新的业绩增长点，彰显出强大的冠军基因。

4.2 精心修炼，综合竞争力不断加强

4.2.1 精细化打磨商业模式每个环节，马太效应凸显

达内科技历经 15 年的打磨，显现出强大的综合竞争力。探索出清晰且适应性强的商业模式，是达内快速扩张实现规模效应的基石。(1) 渠道：达内在成立早期把生源精准定位在大学生毕业生群体，在政策和市场的驱动下带来充足生源数；招生则结合自身发展阶段和获客成本控制两个方面对应调整招生策略，使招生数保持稳定增长同时控制成本提高盈利能力。

(2) 教学：达内通过双师模式打造教学输出的“内容中央厨房”，实现了教学标准化，并持续升级，达到管理规范化和教学效果可量化。通过该教学模式实现提高名师利用率，降低人工成本，高度的标准和规范性更是成为达内教学网络扩张和进行课程快速迭代的利器；达内在双师模式带来教学充分实现标准化的基础上，针对不同基础、不同需求的受众有个性的去定制具体的教学方案推出“分级培优”，实现个性化职教。(3) 就业：达内建立专业人才服务团队全力提升学员求职技能，同时与企业进行多种人才合作模式，保证毕业学员与企业对接渠道的畅通，实力践行“一站式职业人才培训提供商、一站式人才输送提供商”的品牌定位。

4.2.2 破蛹成蝶，不断突破各个发展阶段的瓶颈

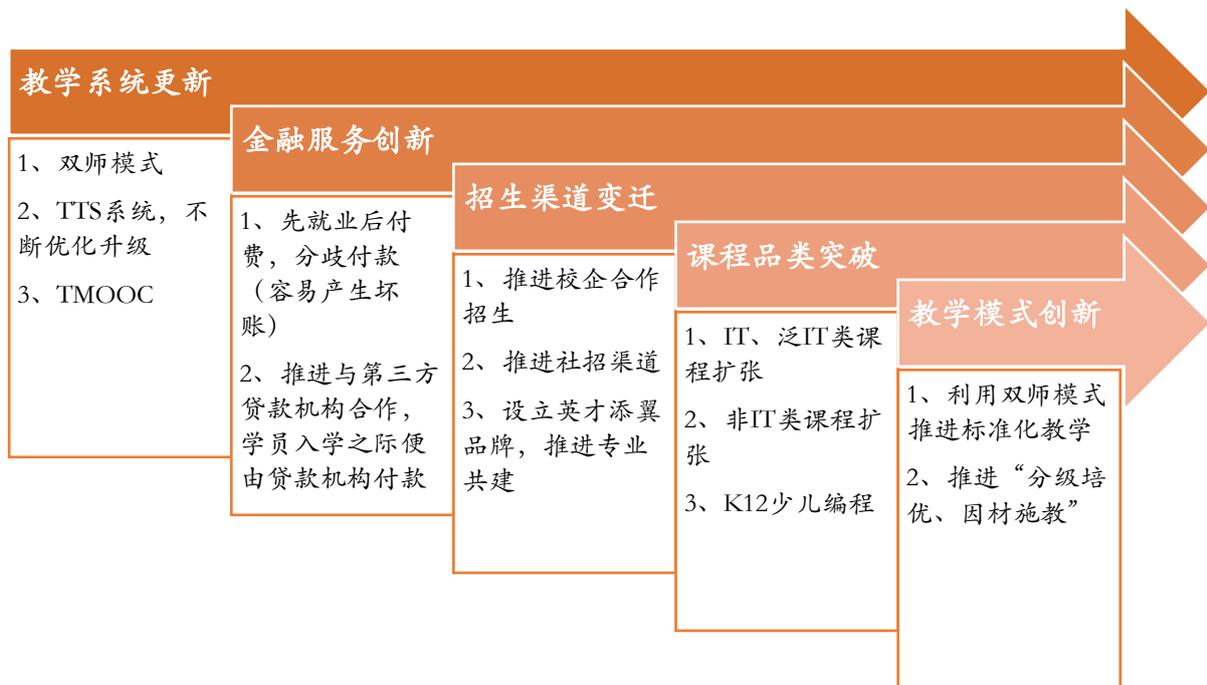
从本质上来看，达内科技能抓住 IT 培训行业的每一轮关键节点不断成长，根本原因在于其能够找到自身发展的痛点所在，对症下药，不断突破发展的瓶颈。

(1) 利用不断优化升级的双师模式解决师资不足问题。达内科技在向二线城市扩张时遭遇优质师资不足的瓶颈问题，为了顺利实现异地扩张，达内科技首先推出了总部讲师直播主讲加校区助教面授辅导的“远程直播授课”模式，这一模式也成就了达内的十年王者之路。(2) 持续优化学员金融服务降低入学门槛。同时，针对 IT 培训的费用较高并且目标客户付费能力有限导致招生人数发展受限的问题，达内科技首创先就业后分期付款的付费模式，有效降低了入学门槛。而在面对分期付款有可能出现的坏账问题，公司又优化招生金融服务体系，推进与正规第三方贷款机构合作，在学员入学时便由贷款机构付款。(3) 针对不同阶段灵活调整招生策略。早期校招是各个培训机构的重要招生渠道，在竞争程度愈发激烈后，达内开始

拓展社会招生渠道，利用 SEM 等成熟获客模式来持续保证学员的问题增长。在行业竞争的进一步激烈，获客成本进一步提升的大背景下，达内又创新性地开始将招生定位进一步向前端靠近，利用更深层次的专业共建等校企合作招生模式提前锁定优质生源。(4) **利用课程扩张突破单一课程品类招生天花板**。从单一的 JAVA 课程，到各类泛 IT 类课程（营销、设计等）的扩张，再到非 IT 类课程（财会）的拓展，再包括近年来大力布局的 K12 少儿编程业务，达内抓住行业技术迭代的趋势，不断推出优质课程，突破单一品类的限制。(5) **标准化和个性化并进，不断提升教学效果**。当其学生人数积累到一定的层次之后，达内也开始在其标准化的教学模式下引入“分级培优”、“因材施教”的个性化教学模式，进一步提高达内学员的就业竞争力。

回顾达内科技 15 年的进阶之路，其在企业发展的每一个瓶颈阶段都做出了正确的选择和有效的应对措施，这些基于产业链的深度积累为后续企业的发展构造了坚实的根基，且随着企业的壮大规模效应突显，形成后来者难以超越的核心优势。

图表 46 对症下药，达内科技不断突破自身瓶颈



数据来源：广证恒生

数据支持：陆美华

新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下,广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队,以研究力为基础,为企业量身打造资本运营计划,对接资本市场,提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务,发挥桥梁和杠杆作用,为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员

袁季(广证恒生总经理兼首席研究官):长期从事证券研究,曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖,携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队,创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏(新三板研究总监、副首席分析师):英国南安普顿大学国际金融市场硕士,8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景,曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验,熟悉一二级市场运作,专注机器人、无人机等领域研究,担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

林全(新三板副团队长):重庆大学硕士,机械工程与工商管理复合专业背景,积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验,对产业发展与企业运营有独到心得。

温朝会(新三板副团队长):南京大学硕士,理工科和经管类复合专业背景,七年运营商工作经验,四年市场分析经验,擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞(新三板教育行业负责人):英国杜伦大学金融硕士,具有跨行业及海外研究复合背景,负责教育领域研究,擅长数据挖掘和案例分析。

陆彬彬(新三板主题策略研究员):美国约翰霍普金斯大学金融硕士,负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究,擅长数据挖掘和政策分析。

魏也娜(新三板TMT行业研究员):金融硕士,中山大学遥感与地理信息系统学士,3年软件行业从业经验,擅长云计算、信息安全等领域的研究。

谭潇刚(新三板新能源新材料行业研究员):中国科学技术大学无机化学博士,曾发表多篇SCI论文,研究涉猎化学、物理和材料等交叉领域;重点关注锂电池、新能源汽车等新材料领域相关产业链。

刘锐(新三板医药行业研究员):中国科学技术大学有机化学硕士,具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验,对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识,重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉(新三板医药行业研究员):香港中文大学生物医学工程硕士,华中科技大学生物信息技术学士,拥有海外知名实业工作经历,对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

陈凯(新三板传媒行业研究员):厦门大学经济学硕士,具有国内知名券商投行、研究所工作经验,主要研究方向为游戏、电竞、影视等泛娱乐领域相关产业。

田鹏(新三板教育行业研究员):新加坡国立大学应用经济学硕士,曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文,具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历,目前重点关注教育领域。

联系我们:

邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn

电话: 020-88832319

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。