

2014年07月18日 星期五

【美股研究】

古森森

+852-2532 1962

sam.gu@firstshanghai.com.hk

蔡浩

+852-2532 1963

simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

達內科技 (TEDU, 未評級): 一站式的 IT 技術人才培訓及輸送中心

架起大學教育與社會實踐的橋樑

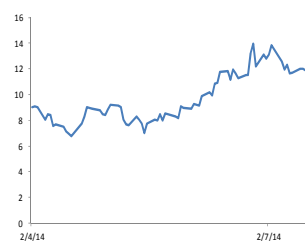
達內科技是一家領先的職業教育培訓公司, 致力於培養面向電信和金融領域的中高端軟體程式設計人才。根據協力廠商市場研究公司 IDC 的資料, 2013 年達內佔有中國 IT 職業教育市場 8.3% 的市場份額, 名列第一。我們認為, 大學基礎教育致力於培養科學家, 但就業市場更需要工程師, 兩者不可做到無縫對接, 公司的業務填補了中間的空白。

幫助學員進入行業

自創辦以來, 達內已累計培訓了超過 14 萬名學員, 與超過 500 家大專院校達成合作, 與超過 39,000 名雇主單位形成合作網路。完成達內培訓後, 90% 的學員均可找到工作, 60% 學員可通過達內招聘管道找到工作。我們認為, 隨著資訊化的步伐加速以及移動互聯網的高速發展, IT 程式師的職業發展前景愈發清晰, 吸引了更多的人進入該行業, 進而令達內的高就業率形成核心競爭優勢, 促使學員願意溢價支付學費以跨越入行門檻, 達內學費在 15,800-16,800 元人民幣之間。

行業	互聯網
股價	11.90 美元
市值	6.02 億美元
已發 ADS	0.506 億
52 周高/低	14.23 美元 / 6.54 美元
每股淨現值	-5.79 美元

股價表現



商業模式獨特, 教學品質與規模效應並行

公司共 76 人的講師團隊全部基於北京, 實行中心化統一管理, 異地學生在當地的學習中心通過即時網路視頻同步聽課, 亦有助教在現場進行輔導。公司的商業模式既彌補了純互聯網授課紀律性與效果不理想的短板, 又規避了需要講師實地授課而較難形成規模效益的缺陷。

為資訊化和互聯網化形成的人才需求造血輸血

根據 IDC 統計, 2013 年職業培訓的市場總量為 675 億元人民幣, 其中 IT 培訓佔據 11.4%。我們認為, 資訊化和互聯網化所帶來的人才需求是公司增長的源頭, 與此同時, 成功互聯網企業家的大量曝光也為莘莘學子在該行業的職業發展注入了信心。

圖表 1: 歷史收入與利潤

截至 12 月 31 日止財政年度	11 年历史	12 年历史	13 年历史
总营业收入 (百万美元)	25.7	56.8	92.8
变动		121.0%	63.4%
经营利润 (百万美元), GAAP	0.4	10.4	13.5
变动		2500.0%	29.8%
经营利润 (百万美元), non-GAAP	0.4	10.6	14.2
变动		2550.0%	34.0%
优先股公平值变动前净利润	0.7	9.6	14.0
		1271.4%	45.8%
优先股公平值变动	(10.3)	(26.5)	(44.4)
净利润	(9.6)	(16.9)	(30.4)

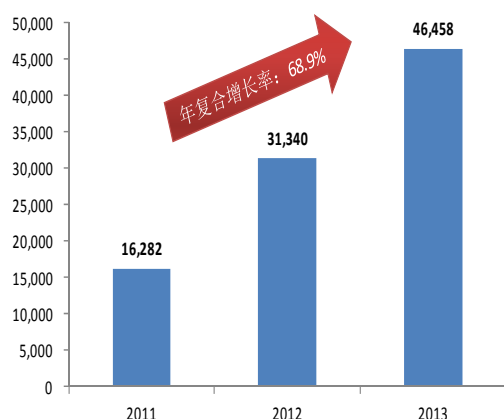
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

公司歷史與現狀

公司歷史可以追溯至 2001 年 8 月，由加拿大海外專業人士在多倫多開始創業。2002 年 3 月，公司與北京大學軟體學院合作共同培養軟體工程師，成為首家與北大軟體學院合作且規模最大的培訓公司。同年 9 月，公司入駐中關村國際孵化園，成為首家中關村園區的 IT 培訓公司；2014 年 4 月，公司正式登陸納斯達克證券交易所。

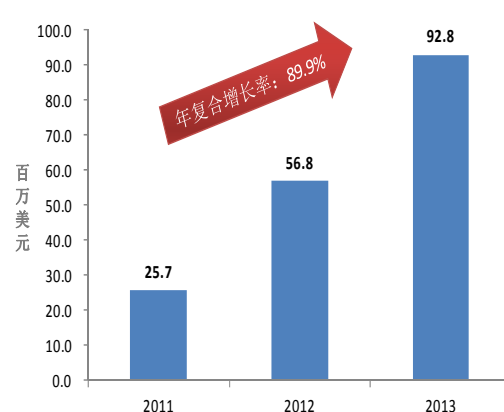
自成立以來，達內共培養了 14 萬名學員，截止 2014 年一季度，公司共與 39,000 家企業建立了聯繫網路，在 2011 和 2012 年兩年之間，學生在畢業後的 6 個月內就業率達到 90%，有約 60% 學員通過達內管道找到工作。2012 年數字顯示，達內學員的起始工資較國家平均水準高出 14.3%。

圖表2：註冊學生人數



來源：公司資料

圖表3：歷史收入增長趨勢



來源：公司資料

商業模式：教學品質與規模效應並存

我們認為，公司在三個方面創造價值：多元化招生管道、高品質培訓以及高學後就業率。

多元化的招生管道

今年一季度，公司通過社會管道招收的學員占比達到 87%，去年同期的數字為 80%，社招管道學員占比的提升對公司的 ARPU 值起到正面的影響（相對低廉的管道費用）。在未來，公司將會繼續善用互聯網管道，提高該管道的招生數目占比。我們認為，互聯網的使用人群吻合公司目標客戶人群，利用互聯網管道宣傳可降低公司的招生成本。

除此之外，達內也與 500 多家高校進行合作，主要通過三種方式：（1）進入高校進行宣講會；（2）參與實訓基地合作，租用學校場地，但不參與學費分成；（3）共建專業，學生一部分學分將通過達內培訓獲得，學校會和達內進行學費分成。現約有 12 家院校與達內形成共建專業合作。

2013 年校招管道招收的學員比例為約 23%，今年一季度占比為 13%，學校的管道費用約為學費的 3-4 成。

在學費貸款方面，公司沒有為學生做擔保，如學生選擇貸款支付學費，在開學以後，銀行便會把錢打入公司帳戶，以後還款事宜屬於學生和銀行之間。公司現在的合作方有北京銀行、中國銀行和宜信。達內中間不收任何費用，現在學員的貸款比例約占一半。

高品質的培訓+可形成規模效應的商業模式

公司擁有 76 名優秀講師，均在各自專業領域有多年實戰經驗，全部集中在北京進行課程研發和設計，授課則通過網路攝像向各地同步直播。講師有 65% 的時間用於課程的研發和設計，其餘 35% 用於授課。在激勵方面，講師的薪資水準會高於同行業約 50%-100% 不等，幾乎每名老師都享有期權激勵。公司也有較為健全的評分機制，課程品質如不達標將無法獲得全額的薪資，另外，如遭學員頻繁投訴，講師也會被停課處理。2013 年全年，講師的留存率為約 87%。

為維持學習紀律性和保持良好的互動環境，學員必須在達內指定的教學點上課，每節課也會配備助教，現場幫助學員解決問題。大部分助教都是往屆達內畢業生，每月也會舉行大考，以保證助教的品質。每個教學點的初始投入大約在 100 萬元人民幣左右，主要用於課桌、電腦和裝修。每個中心約為 1000 平米，可容納 200-300 名學員。

我們認為，有紀律性、一致性和互動性的線下課堂是教學品質的重要保障。程式設計學習涉及到諸如程式調試、排錯、架設環境和系統相容性等問題，如學員在自家 PC 進行學習將會降低學習效率，學習中心配備了統一的系統環境以及助教的現場指導，對教學品質起到了關鍵作用。

從規模效應的角度考量，由於講師均基於北京，本地教學中心將無需另聘講師，使得教學點從建設到開課的時間縮短，週期在 7 周左右。

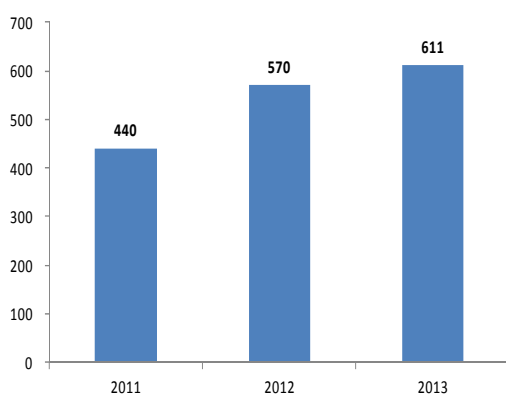
提供入門級的就業機會

我們認為，完成達內課程後的學員高就業率是公司的核心競爭力之一，也是吸引學員和保持學費溢價的關鍵因素。

達內在每個學習中心都設有 1-2 名職業規劃顧問，為學員提供面試培訓以及簡歷修改等服務。公司約有 100 多名企業合作專員，該團隊的 KPI 都是圍繞著團隊維護了多少企業關係，新建了多少企業關係，以及推薦了多少學員到企業作為考核標準。全國各學習中心每月均會安排多場招聘會，為學員提供更貼身的就業服務，也使企業有更多機會可以接觸到合適的學員。目前達內學員畢業後 6 個月的就業率為 90%。

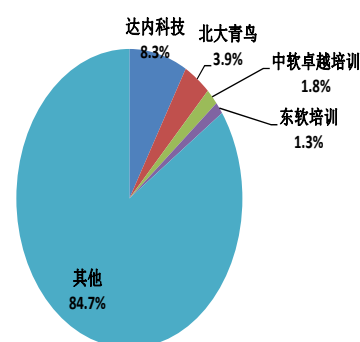
除此之外，達內的講師、前學員都在業內有一定的積累，形成了良性的迴圈。

圖表4：每名講師對應學員數目



來源：公司資料

圖表5：IT 職業培訓行業格局



來源：公司資料

公司成長動力充沛

學員方面，目前全國每年畢業的大學生在 700 萬左右，並面臨較大的就業壓力。2014 年，達內預期招收 6 萬名學員，預計未來每年增長 1-2 萬名學員，占整體畢業生的比例依然不大。

我們認為，公司未來的成長動力主要體現在：IT 和互聯網行業的景氣帶來學員人數的增長；公司在現有城市擴充課程，提升學員人數；公司橫向擴充課程，如添加會計、管理等非 IT 類培訓提升學員數量；達內繼續加強自身在教學和就業兩方面的競爭優勢，掌握學費定價權，從而提升學生 ARPU；

截止至 2014 年 1 季度，公司有 97 個中心，2014 年計劃開 20-25 個中心，去年開了 35 個中心，是歷史上開中心數目最多的一年。達內今年的工作重點是提升現有中心的利用率和管理效率，去年全年中心利用率約 67%，2012 年為 75%，今年目標是 70%。今年一季度由於春節因素，只開了 2 個月班，第一季度的座位利用率為 60%。

披露事項與免責聲明

披露事項

--	--	--

免責聲明

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關聯人士不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關聯人士可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關聯人士可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2014 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。



第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789
網址：[Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)