

考研培训市场能再造一个中公吗？

买入|维持

——深度跟踪研究

报告要点:

● 考研招录和报名规模双向突破，竞争加剧

2019年全国硕士研究生招录近80万，国内千人研究生注册人数仅为1.3人左右，远低于欧美地区的9人，扩招空间仍然很大；报名人数约290万，预计2020年突破350万。竞争加剧，1) 考生80%来源于非“985/211”，70%目标院校选择“985/211”，千军万马过独木桥；2) 推免生占比持续提升，个别名校的推免生占比超过50%，统考生实际名额受挤压。

● 市场分散下沉，供给不足限制传统培训机构发展

1) 社会往届生考研占比为48%，加上40%左右的本科院校散落至地级市及以下，综合来看，整个考研群体市场超预期分散。2) 传统线下考研运营模式“少量直营+多数加盟”，“名师”教学导致核心资源外流，培训机构的议价能力较弱，业务体量和毛利率偏低；线上模式多提供简易“共性产品”，能否扩大发展亟待验证。3) 传统考研培训机构供给不足，体现为产能端全职教师不足和全职研发不足。

● 中公考研直营模式开拓市场，三个维度预测其未来能做到40亿+

1) 中公考研“全直营渗透+全职教师+自研”模式大力开拓市场，目前已有500+家直营网点、1000+名全职教师及200+名全职研发，核心资源全由公司掌握。2) 中公做考研的优势“高协同+体系共享+现金流支持”，考研与中公存量业务市场的客户群体高度重合，市场与品牌形成高度协同；“总部-省研究院-网点”的三层式垂直快速响应体系为考研业务提供运营管理保障，体系的边际效益递增；存量业务的高现金流是业务拓展的必要条件。**从未来市占率、产能释放和网点招生的三个维度测算中公考研的未来营收能做到40亿+，业务逐步成熟，进入快速增长期，兑现期已到。**

● 投资建议与盈利预测

继续强烈看好公司，公司所处行业壁垒高，“1+N”格局将继续维持，龙头马太效应明显，强运营管理体系横向复制能力已被验证。我们认为公司公职类业务随着招录的反弹而增速会有所提升，教招、考研等业务预计保持高速增长，预测公司2019-2021年净利润分别为17亿、23.88亿、33.65亿，EPS分别为0.28元、0.39元、0.55元，对应目前股价的PE分别为67倍、48倍、34倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策变动、业绩不达预期、突发事件影响。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4031.26	6236.99	9508.78	13662.05	19205.13
收入同比(%)	-38.56	54.72	52.46	43.68	40.57
归母净利润(百万元)	524.84	1152.89	1700.54	2388.09	3364.82
归母净利润同比(%)	696.73	119.67	47.50	40.43	40.90
ROE(%)	52.47	39.03	31.80	33.55	34.10
每股收益(元)	0.09	0.19	0.28	0.39	0.55
市盈率(P/E)	3.19	1.67	67.46	48.04	34.09

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

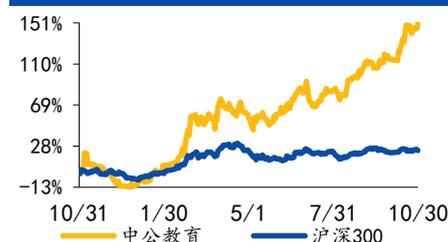
当前价/目标价：19.05元/-元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：19.05/7.07
A股流通股(百万股)：667.24
A股总股本(百万股)：6167.40
流通市值(百万元)：12711.00
总市值(百万元)：117488.96

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《中公教育(002607)2019 季报点评：公职类招录反弹，公司成长曲线上扬》2019.10.29

《国元证券-中公教育(002607)2019 中报点评：业绩翻倍，全面看好》2019.08.20

报告作者

分析师 宗建树
执业证书编号 S0020519010001
电话 021-51097188-1850
邮箱 zongjianshu@gyzq.com.cn

联系人 易永坚
电话 021-51097188
邮箱 yiyongjian@gyzq.com.cn

目 录

1.为什么研究生要考？	4
1.1 招生制度回顾：2017 年全日制与非全日制统考合并	4
1.2 研究生分类	5
1.3 招生试解	6
2.考研招生的现状：招生和报考继续突破，竞争升级	7
2.1 招生分析：招生近 80 万，仍有较大扩招空间	7
2.2 报考分析：即将突破 350 万，70%考生“涌向”名校	9
3.市场特征：分散下沉式市场，提升学习效率是第一需求	11
3.1 培训需求分散，考研单校应届生报名人数均值 1200 人	11
3.2 备考周期分析：超 10 个月备考，复习具有强阶段性	12
3.3 学生需要什么：提高学习效率，学习氛围&答疑解惑	13
4.考研培训的市场格局	15
4.1 传统线下机构核心资源外流，线上机构以“共性”产品为主	15
4.1.1 线下模式：全国性品牌渗透全国，加盟模式下核心资源外流	16
4.1.2 线上模式：提供“共性”产品为主，线上线下结合&扩赛道提升 LTV	19
4.2 供给不足阻碍传统培训机构成长	20
4.2.1 师资规模不足，产能有限	20
4.2.2 研发供给不足，大部分市场需求难以满足	21
5.中公做考研：直营模式，优势尽显	22
5.1 直营模式：直营渗透+全职教师供给+自研标准化	22
5.2 中公做考研的优势：高协同+体系共享+现金流支持	24
6.200 亿的考研市场有望再造一个中公	28
6.1 考研市场规模 200 亿左右	28
6.2 三个维度测算：中公考研未来预计 40 亿以上	30

图表目录

图 1：研究生招生制度演进历史	5
图 2：硕士研究生分类	5
图 3 研究生统考时间轴	错误!未定义书签。
图 4：研究生推免时间轴	7
图 5：全国研究生招生规模（1978 年-2018 年）	7
图 6：2018 年 985/211 院校研究生招生占比 43%	8
图 7：2018 年“985”院校推免生占比均值 31%	8
图 8：2018 年“211”院校推免生占比 20%	8
图 9：全国研究生招生规模（1978 年-2018 年）	9
图 10：80%的考生来自非“985/211”高校	10

图 11: 70%的考生报考“985/211”高校	10
图 12: 近 3 年考研往届生占比	10
图 13: 湖北省 2015-2019 年考研往届生占比	11
图 14: 河北省 2015-2019 年考研往届生占比	11
图 15: 考研培训面向市场集中度分析	11
图 16: 考研培训市场之本科院校在全国各省及地级市的分布	12
图 17: 2016 年考研备考起始时间调查 (样本数 8583 份)	13
图 18: 2019 年考研备考起始时间调查 (样本数 2573 份)	13
图 19: 考研备考的阶段性和复习形式	13
图 20: 考研中最大的问题是学习效率低 (样本 13000 份)	14
图 21: 部分省市考研弃考比例	14
图 22: 六成考研人“孤军奋战”(样本 8678 份)	14
图 23: 六成考研人不能完成复习任务 (样本 8678 份)	14
图 24: 数学和专业课的复习难度高 (样本 8678 份)	15
图 25: 影响内容复习进度的因素 (样本 8678 份)	15
图 26: 考研培训机构类型划分	15
图 27: 传统考研培训机构的“直营+加盟”模式	17
图 28: 全国品牌直营和加盟网点情况	17
图 29: 2014-2015 年文都教育营收构成 (单位: 万元)	17
图 30: 传统考研培训机构教研“名师模式”	18
图 31: 文都考研培训教师 78%为外聘	19
图 32: 文都考研与名师合作	19
图 33: 新东方在线考研产品矩阵	19
图 34: 新东方在线大学业务及考研业务收入	19
图 35: 新东方在线考研产品—全程班课程	20
图 36: 新东方在线课程产品的线下集训安排	20
图 37: 考研培训机构(考虫)的产品矩阵	20
图 38: 2019 年考研政治用书选择 (样本 9254 份)	22
图 39: 2019 年考研英语用书选择 (样本 9254 份)	22
图 40: 绍兴市中公考研教学点(社会辐射型网点)	23
图 41: 镇江江苏大学中公考研教学点(高校渗透网点)	23
图 42: 中公教师的周转调度模式	23
图 43: 中公考研 28 大教学研究院	24
图 44: 中公“内容-教师-招生”高效垂直运营体系	26
图 45: 假设独立“全职&直营”考研品牌年现金流出	27
图 46: 中公教育 2019H1 现金三大项余额	27
图 47: 中公教育经营性现金流净额	27
图 48: 考研报班选择调查结果: 31%	28
图 49: 考研报班选择调查结果: 42%	28
图 50: 中公教育在公职类业务中的市占率	30

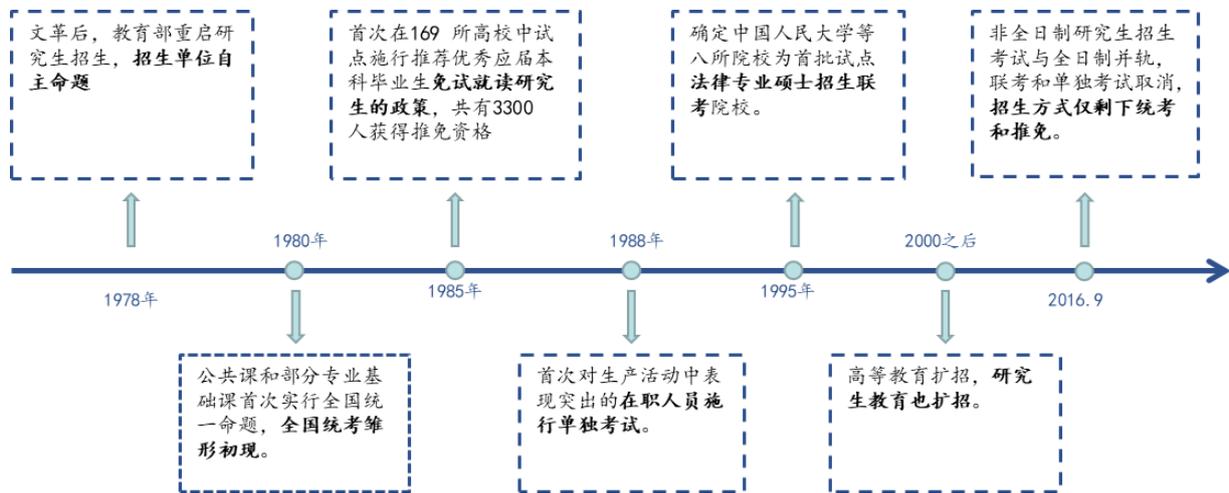
表 1: 各国千人注册研究生规模 (单位: 人, 2003 年-2014 年)	8
表 2: 全国性全国考研培训品牌.....	16
表 3: 2014 年-2015 年文都教育各业务毛利率.....	18
表 4: 文都教育 157 名讲师供给能力分析 (万元)	21
表 5: 文都教育 157 名讲师供给能力分析 (万元)	25
表 7: 2010-2019 年考研参培人员规模测算	28
表 8: 文都考研面授产品及价格.....	29
表 9: 中公考研面授乐学课程体系	29
表 10: 考研培训市场规模测算	30
表 11: 产能角度测算中公考研未来规模 (亿元)	30
表 12: 网点招生角度测算中公考研的未来规模 (亿元)	31

1. 为什么研究生要考？

1.1 招生制度回顾：2017 年全日制与非全日制统考合并

研究生招生制度历史回顾： 1978 年文革结束后恢复研究生招生，由各招生单位自主命题；1980 年开始，公共课和部分专业课由全国统一命题，研究生统考模式初定；1985 年，全国 169 所高校首次实行优秀毕业生免试就读研究生政策，推免政策开始实施；1988 年，面向在职人员的研究所单独考试出现，也就是后来的在职研究生考试；1995 年，人大等 8 所高校对法律专硕实行联考，新的招生方式出现；2000 年之后，全国高等教育扩招，研究生也扩招；2016 年 9 月，教育部将非全日制研究生招录与全日制并轨，原来联考和统考并轨至每年的 12 月全国研究生考试，统一安排。

图 1：研究生招生制度演进历史

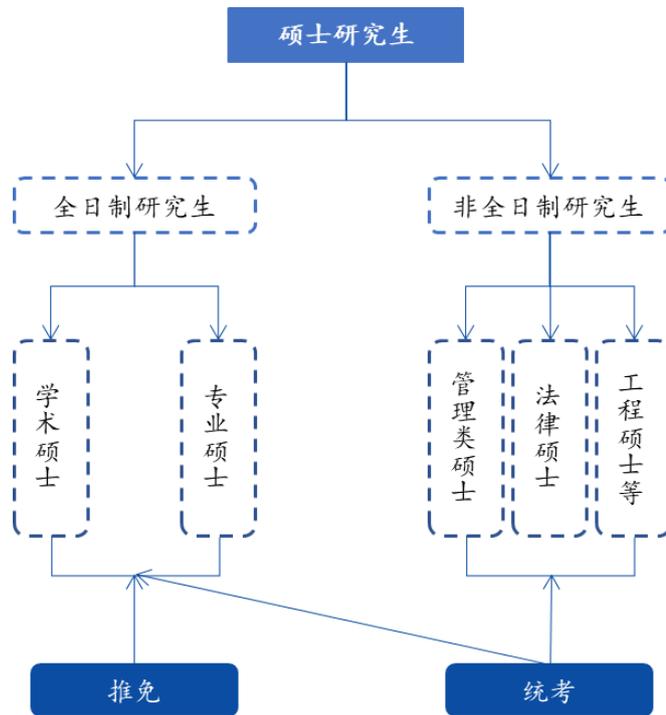


资料来源：教育部官网资料整理，国元证券研究中心

1.2 研究生分类

本文所研究的“研究生”是指硕士研究生，不包括博士研究生。研究生根据学制的不同可以分为全日制和非全日制，根据培养方向的不同可以分为学术型研究生和专业型研究生（应用型为主）。非全日制研究生通常指在职研究生，主要是管理类研究生（MBA/MPA等）、法硕、工程硕士等。

图 2：硕士研究生分类



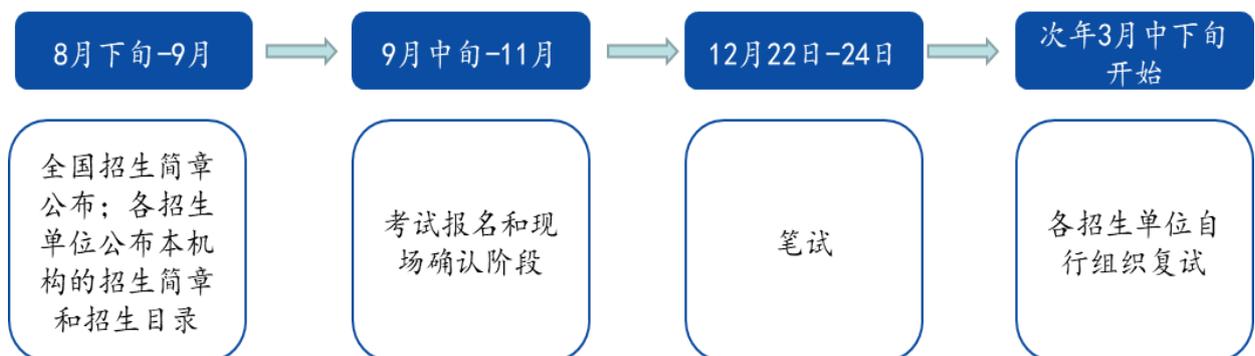
资料来源：国元证券研究中心整理

1.3 招生试解

2016年9月，教育部办公厅下发《关于统筹全日制和非全日制研究生管理工作的通知》，在职人员的报考途径由原来的单独考试和联考转变为统考，和全日制研究生考试并轨，统一于每年12月底考试，因此，研究生招生方式实际上只剩下统考和推免两种形式。

统考：一般是国家教育主管部门统一组织笔试，而招生单位组织复试。笔试阶段的思想政理论、外国语、数学等公共科目由全国统一命题，专业课主要由各招生单位自行命题。笔试考试时间统一为每年的12月22日左右。

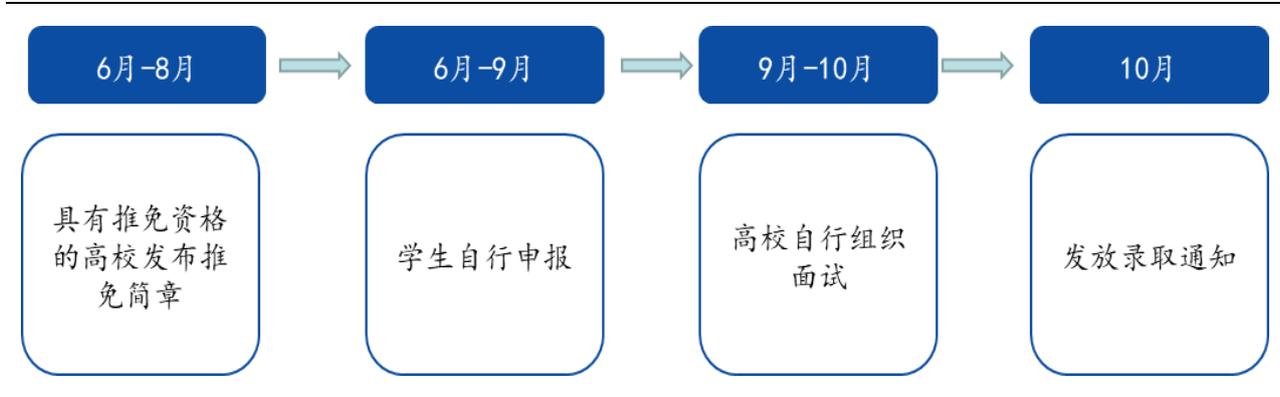
图 3：研究生统考时间轴



资料来源：国元证券研究中心整理

推免：是指具有推免资格的高校推荐优秀毕业生免试攻读硕士研究生，2020年具有推免资格的高校有366所。推免流程一般早于统考，每年9月底基本完成，10月份发放录取通知书。

图 4：研究生推免时间轴



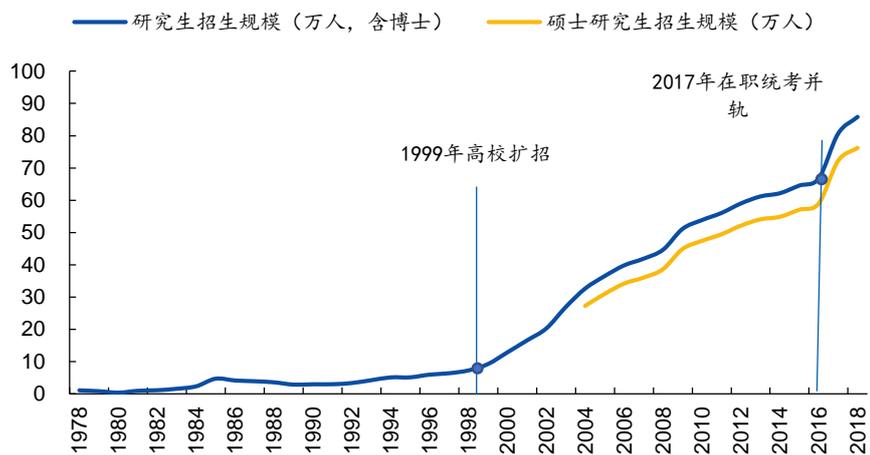
资料来源：国元证券研究中心整理

2. 考研招生的现状：招生和报考继续突破，竞争升级

2.1 招生分析：招生近 80 万，仍有较大扩招空间

2018 年全国研究生招生规模为 85.8 万人，其中硕士研究生招生规模为 76.25 万人（含在职）。1990 年开始，研究生招生规模从未回调，有两个时段大幅增长，分别是 1999 年高校扩招和 2017 年非全日制统考并轨。

图 5：全国研究生招生规模（1978 年-2018 年）

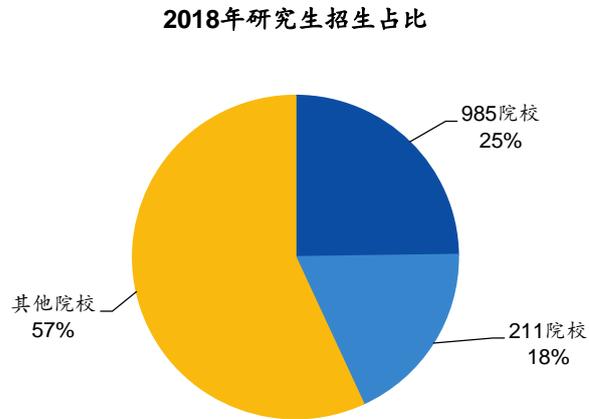


资料来源：教育部，国元证券研究中心

985/211 院校招生占比合计约 43%，我们汇总了 2018 年全国 151 所“985/211”大学（39 所“985”和 112 所“211”）的研究生招生数据，其中“985”院校共招约 19 万，占当年研究生招生总量的 25%，“211”院校公招约 14 万，占比约 18%；

“985/211”院校合计招生占比约43%。

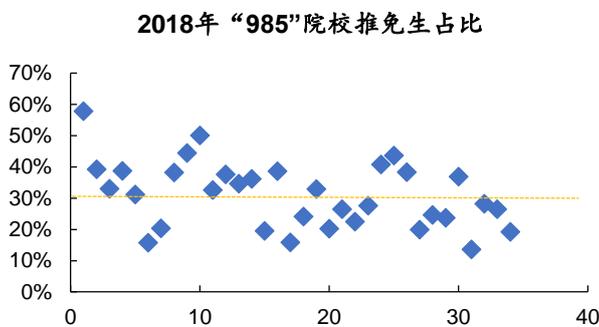
图6：2018年985/211院校研究生招生占比43%



资料来源：各高校研究生招生网站，国元证券研究中心整理

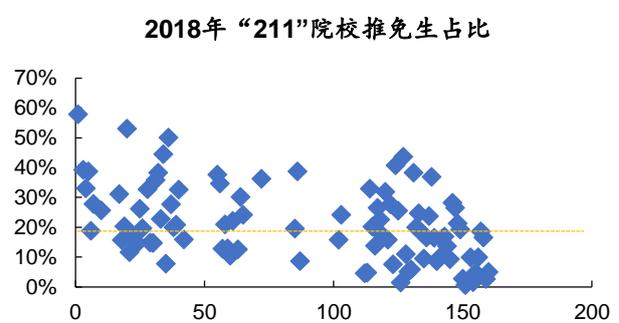
学校越好，推免生占比越高，汇总2018年“985/211”的推免生数据可知，“985”院校的推免生平均占比为31%左右，而“211”的推免生占比为20%左右。教育部并未硬性规定推免生比例，从2014年起，教育部规定也不再设置留校限额，导致个别名校的占比持续提升，甚至超过50%。

图7：2018年“985”院校推免生占比均值31%



资料来源：各高校研究生招生网站，国元证券研究中心

图8：2018年“211”院校推免生占比20%



资料来源：各高校研究生招生网站，国元证券研究中心

全国研究生人数占总人口的比例仍低，扩招仍有空间，根据学位及研究生教育数据中心的数和我们的测算，目前国内千人研究生注册人数仅为1.3人，欧美等教育发达国家地区的千人研究生注册人数普遍为9人左右，国内高学历人才占比仍然较低，需提升空间较大。

表1：各国千人注册研究生规模（单位：人，2003年-2014年）

国家	2003年	2005年	2007年	2009年	2011年	2012年	2013年	2014年
美国	8.38	8.54	8.78	9.33	9.41	9.27	9.18	9.14
加拿大	2.66	3.34	3.47	4.5	4.76	4.9	4.84	/

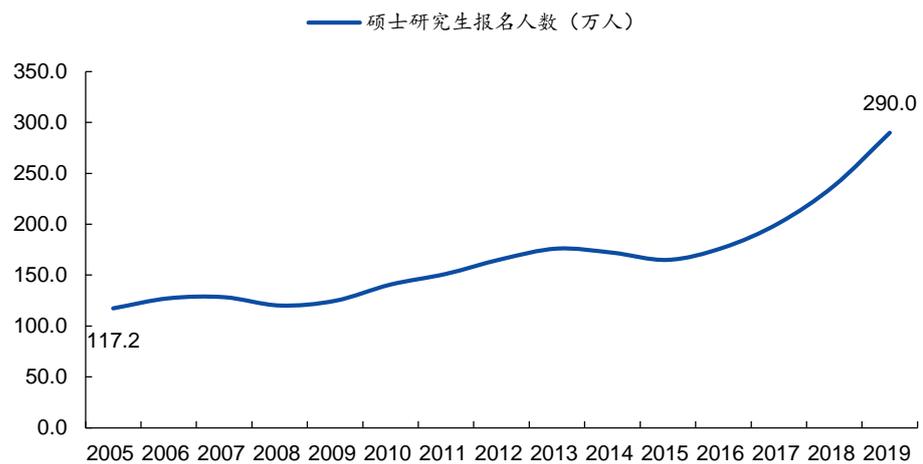
英国	8.35	8.97	9.3	8.81	9.3	8.92	8.57	8.42
德国	1.62	1.2	1.71	2.35	3.83	4.71	5.56	5.31
法国	/	8.62	8.41	9.14	9.06	9.12	9.33	9.47
澳大利亚	14.72	12.93	13.24	14.14	14.41	14.4	15	15.99
日本	1.81	1.99	2.05	2.07	2.13	2.07	2.01	1.98
韩国	/	/	6.23	6.41	6.63	6.59	6.57	6.56
俄罗斯	/	1	1.03	1.13	1.16	1.14	1.06	/
平均值	6.26	5.82	6.02	6.43	6.74	6.79	6.90	8.12
中国	0.5	0.75	0.91	1.05	1.22	1.27	1.32	1.33

资料来源：学位和研究生教育数据中心，国元证券研究中心

2.2 报考分析：即将突破 350 万，70% 考生“涌向”名校

根据教育部数据，2019 级硕士研究生考试报名人数规模 290 万人，近 10 年翻了一倍多，CAGR 为 7.5%。随着高校研究生扩招和就业压力的不断提升，报名人数有望在 2020 级突破 350 万。

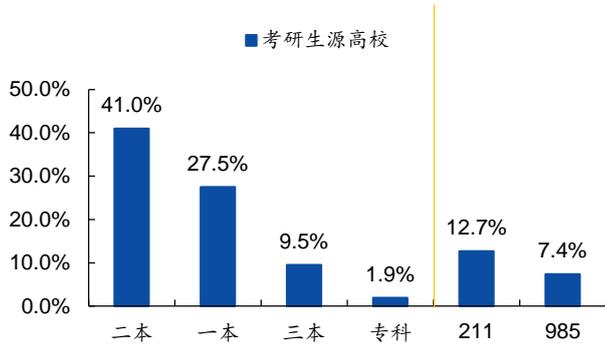
图 9：全国研究生招生规模（1978 年-2018 年）



资料来源：教育部，国元证券研究中心

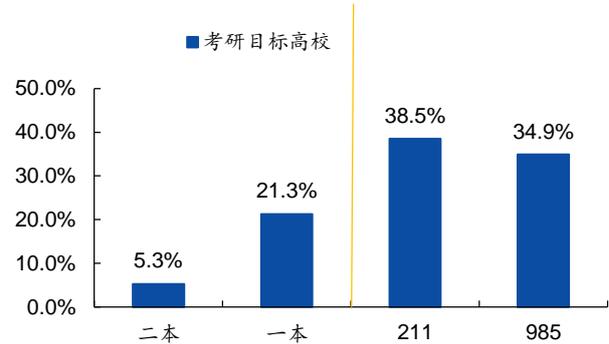
生源和报考存在“八-七”现象，千军万马过独木桥：根据考研帮“2019 年考研初试难度调查”的数据（有效问卷 9254 份），80% 的考生来自非 985、211 高校，70% 的考生目标是 985、211 高校，形成了较为典型的“金字塔”考试升级现象，大部分的考生来自于普通院校，希望通过激烈的公平考试去竞争“稀缺”的“名牌”高校。

图 10: 80%的考生来自非“985/211”高校



资料来源: 考研帮《2019年考研初试难度调查》, 国元证券研究中心

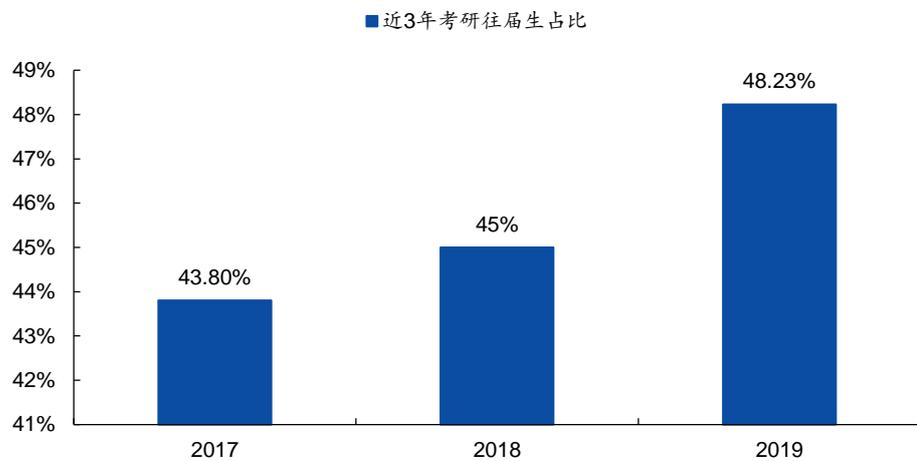
图 11: 70%的考生报考“985/211”高校



资料来源: 考研帮《2019年考研初试难度调查》, 国元证券研究中心

超越同级的竞争: 往届生考生占比近半数, 根据中国教育在线 2017-2019 年“全国研究生招生调查”的数据, 近 3 年考生中往届生比例分别为 43.8%、45%和 48.23%, 往届生的占比持续提升, 就业压力和考研竞争加剧使得往届生“重走”考研道路。从湖北省和河北省近 5 年的报名数据来看, 2015 年的往届生占比分别仅为 26.5% 和 29.3%, 2019 年占比升至 39.4%和 44.2%。

图 12: 近 3 年考研往届生占比



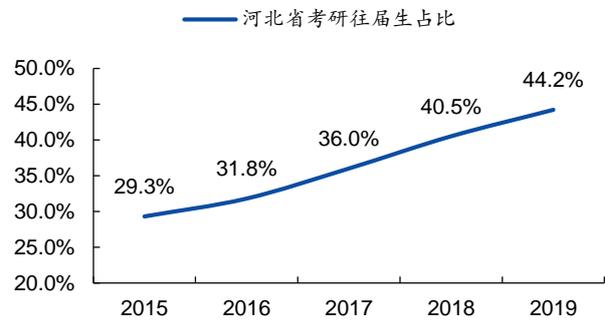
资料来源: 中国教育在线《全国研究生招生调查报告》, 国元证券研究中心

图 13：湖北省 2015-2019 年考研往届生占比



资料来源：中国教育在线《全国研究生招生调查报告》，国元证券研究中心

图 14：河北省 2015-2019 年考研往届生占比



资料来源：中国教育在线《全国研究生招生调查报告》，国元证券研究中心

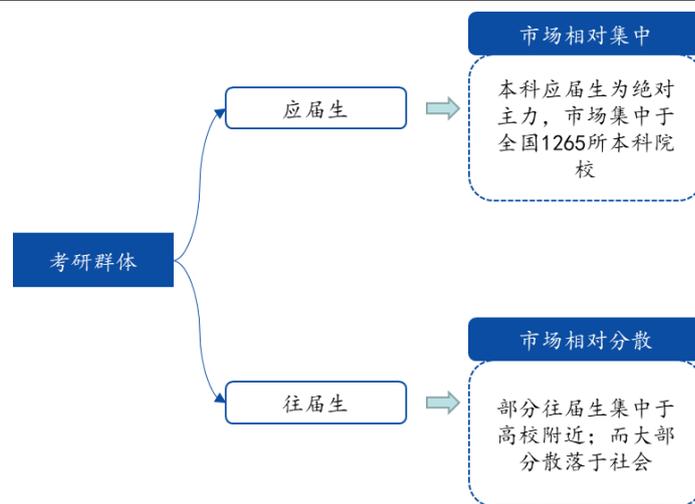
3. 市场特征：分散下沉式市场，提升学习效率是第一需求

3.1 培训需求分散，单校应届生考研报名人数均值 1200 人

教育部印发的《2020 年全国硕士研究生招生工作管理规定》中对参考研的人员有明确学业水平规定（四选一），1) 应届本科毕业生；2) 国家承认的本科学历人员；3) 毕业满两年及以上的高职高专人员；3) 已获硕士或博士学位人员。

据此参与考研的人群分为应届生和往届生，培训机构所覆盖的群体范围大致可以分为学校（应届生+部分往届生）和社会（部分往届生），学校市场相对集中，而往届生具有较强的分散性。

图 15：考研培训面向市场集中度分析

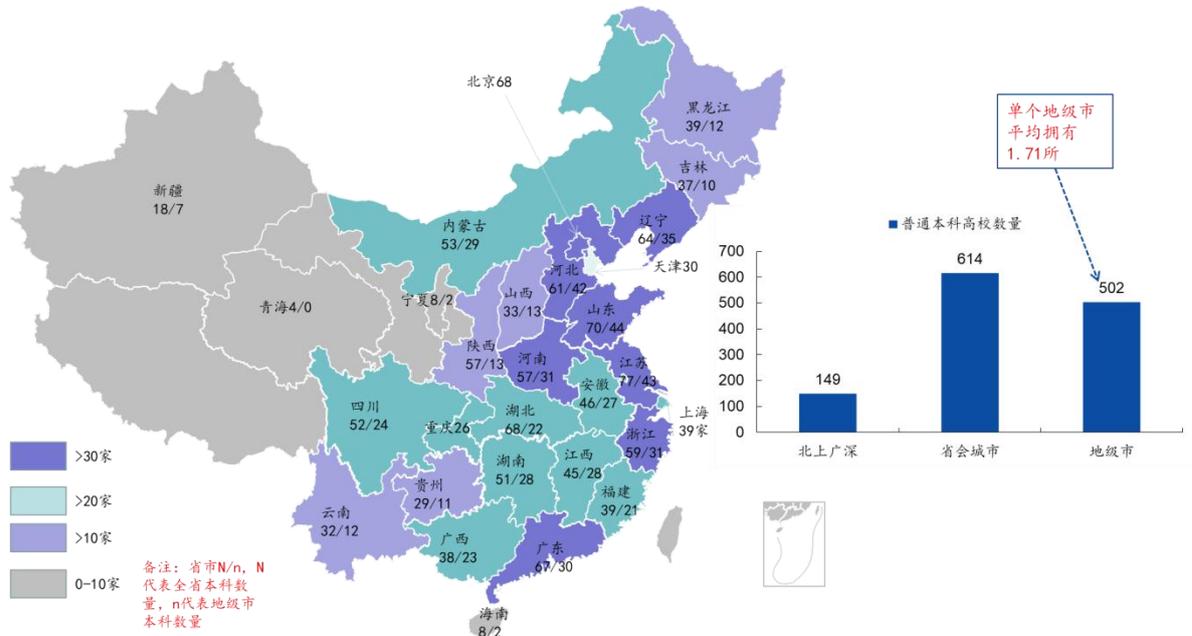


资料来源：国元证券研究中心整理

40%以上的考研培训市场分散于地级市及以下地区，根据教育部 2019 年全国高等学校名单，全国现有普通本科高校 1265 所，其中北上广深一线城市 149 所，占 12%，

其他省会城市共计 614 所，占 49%，剩余 502 所普通高校散落至全国各地级市，占比为 40%左右，单个地级市平均拥有 1.71 所普通高校。全国本科院校渗透至地级市，加上部分社会往届生，意味着考研培训市场有 40%以上的市场在地级市及以下。

图 16: 考研培训市场之本科院校在全国各省及地级市的分布



资料来源：教育部，国元证券研究中心整理

单校考研报名人数近 1200 人，2019 级考研报名人数为 290 万，应届生比例约为 52%，则应届生报名人数为 150.8 万。由于满足应届生考研资格的学生基本为普通本科院校学生，则基本可以判断 150.8 万应届生考生来源于全国 1265 所本科院校，可推断出平均每所普通本科院校的考研报名人数约为 1200 人。就培训市场而言，如果加上大二、大三备考人数，则实际潜在考研人数是 2400 人以上（两届以上备考规模）。从我们实际调研的情况来看，大型综合性普通本科院校的应届生规模大，每年考研报名人数可达 3000 人以上，一般本科及独立院校的报名人数相对低。

3.2 备考周期分析：超 10 个月备考，复习具有强阶段性

六成以上考生的备考周期超 10 个月，我们采用考研帮 2016 年和 2019 年的样本调查数据，2016 年其收集 8583 份样本中有近 80% 的考研人员是大三寒假及更早备考，而 2019 年大三学期末开始备考的比例近 60%。由于是抽样数据且样本有限，不能完全代表当年考研的备考周期情况，但是我们能够从比例上可以看出考研的备考周期大多超过 10 个月，比较符合实际考研的高强度复习情况。

图 17：2016 年考研备考起始时间调查（样本数 8583 份）

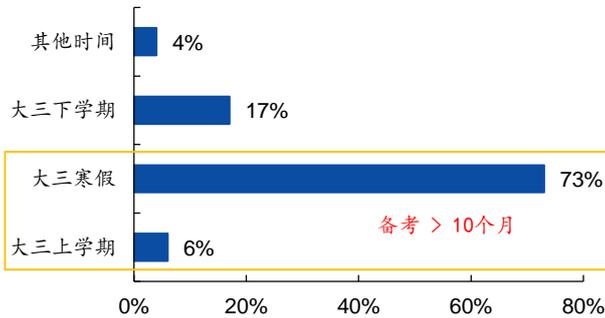
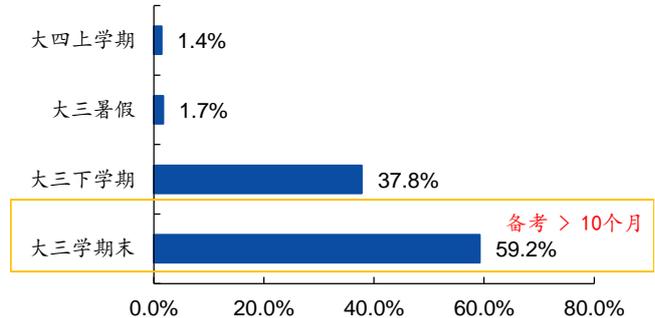


图 18：2019 年考研备考起始时间调查（样本数 2573 份）

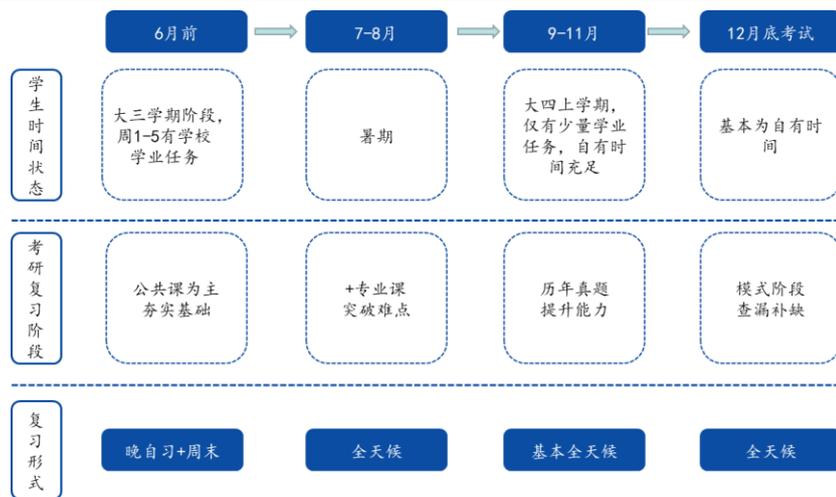


资料来源：考研帮 2016 年考研“备考需求调查”，国元证券研究中心

资料来源：考研帮 2019 年考研“备考进度调查”，国元证券研究中心

备考具有阶段性：由于学生备考周期长达数月，前期阶段（大三学期）工作日仍有学校学业任务，复习时间基本集中在晚上和周末，复习内容以基础公共课为主；7 月份进入暑期后复习时间充足，但是专业课需要攻坚，复习的难度增加；9-11 月以真题为主，重在能力的全面提升，12 月底正式考试。整个备考周期内，复习时间从零散到全天候，难度也逐步提升，复习具有较强的阶段性特点。

图 19：考研备考的阶段性和复习形式



资料来源：国元证券研究中心整理

3.3 学生需要什么：提高学习效率，学习氛围&答疑解难

六成以上的考生复习效率低下，由于考研的专业属性较强，备考周期长，对考生的备考要求较高，激烈的考研竞争表面上比的是知识储备和分数，本质上比的是备考效率。根据考研帮 13000+份调查结果，63.4%的考生在备考期“没有状态，效率低下”，54.5%的考生“自我控制能力低”。漫长的备考导致部分考生“缺席”正式考试，准备不足成为“弃考”的主要原因，根据各省市考试院公布的数据，考研“弃考”比例约为 10%左右。

图 20：考研中最大的问题是学习效率低（样本 13000 份）

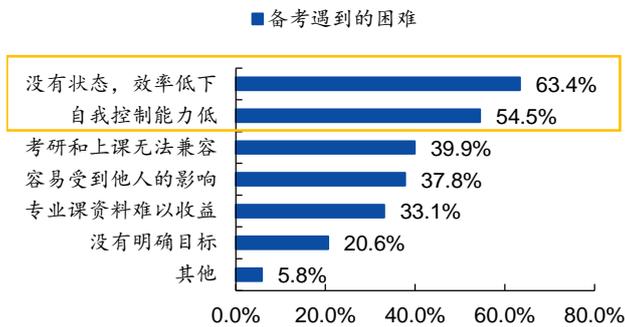
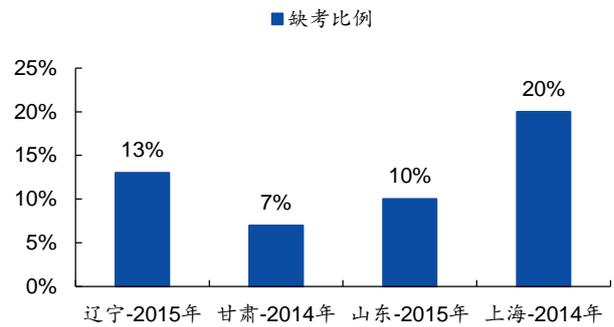


图 21：部分省市考研弃考比例



资料来源：考研帮“2017年考研基础期调查报告”，国元证券研究中心

资料来源：各省市考试院，国元证券研究中心

需求一：解决“孤独长跑”，助力复习效率，国内教育为应试教育体制，考生多习惯于被动式教育，习惯延续至考研，考研人的“自学”能力受到较大考验。根据考研帮的调查数据，近 60%的考研人是“孤军奋战”，他们在信息处理、复习规律上存在较大的劣势，导致整个考研人全体仅有不到 20%的人能够按复习计划完成任务。考研培训机构首先要解决备考考生复习效率低的问题，提供“被动式”教学环境和师资。

从我们实际调研情况来看，考研培训机构的上课网点离学生更近更有氛围，网点直接开在学校内或学校对面，配备环境更好的自习教室和答疑服务，消费体验得以升级。另外，各培训机构都在大力推行集训营模式或封闭式住宿模式，参考高考模式，例如中公考研的“五方桥基地”，常年有考研备考学生，“吃住学管”都由中公负责。

图 22：六成考研人“孤军奋战”（样本 8678 份）

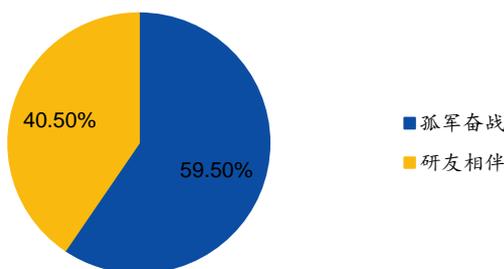
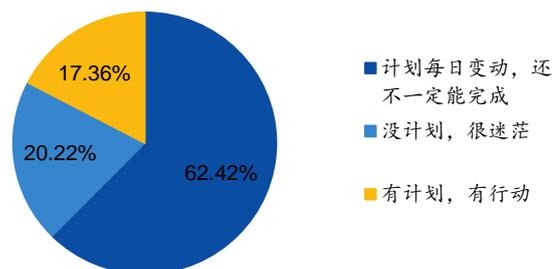


图 23：六成考研人不能完成复习任务（样本 8678 份）



资料来源：考研帮“20年考研备考进度调查”，国元证券研究中心

资料来源：考研帮“20年考研备考进度调查”，国元证券研究中心

需求二：解决专业知识难点，公共基础课程中英语的考试难度要高于 CET-6，数学内容涵盖高数、线性、概率和数理，两门主要基础课程对考研人的基础知识要求较高；专业课随所选目标院校而定，参考教材要么较泛，要么干脆不指定，复习难度最大。借用考研帮的调查数据，65.97%和 75.95%的考研人认为数学和专业课较难或很难，其中最大的影响因素就是“知识点的把握”，其次是由此产生的“时间成本”。

传统考研培训机构依赖数量有限的名师难以满足学生需求，全职教师的数量必须增

加，但是要保住师资的专业能力。

图 24：数学和专业课的复习难度高（样本 8678 份）

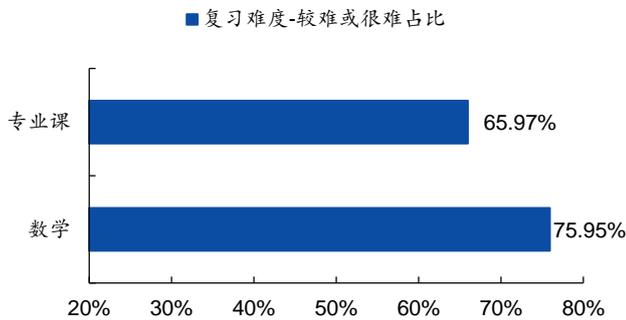
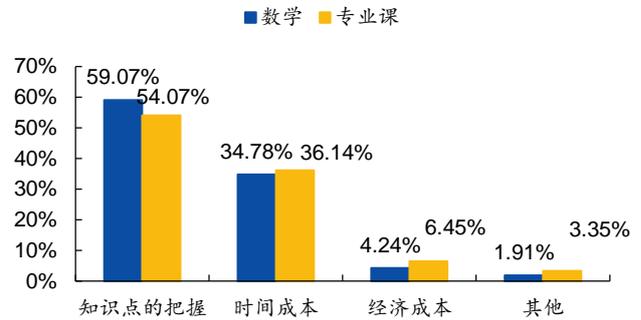


图 25：影响内容复习进度的因素（样本 8678 份）



资料来源：考研帮“20 年考研备考进度调查”，国元证券研究中心

资料来源：考研帮“20 年考研备考进度调查”，国元证券研究中心

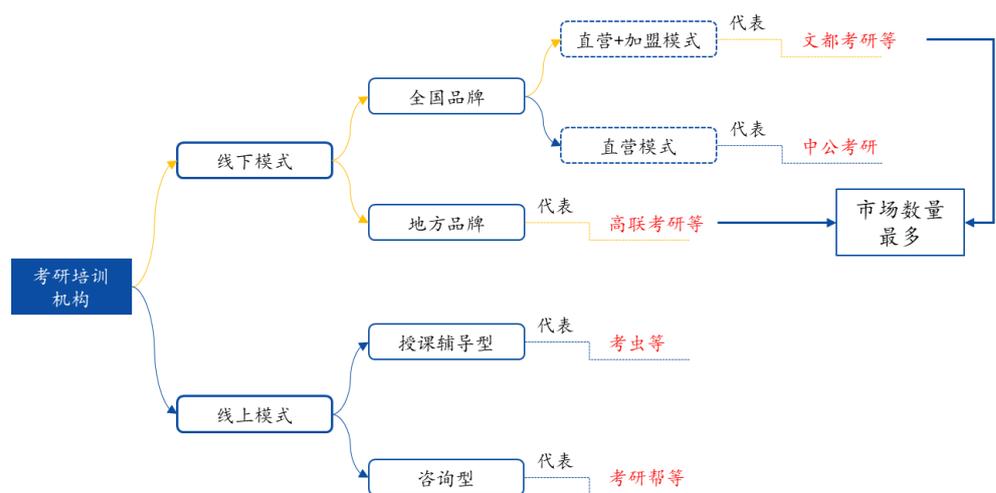
4. 考研培训的市场格局

4.1 传统线下机构核心资源外流，线上机构以“共性”产品为主

考研培训机构数量众多，根据不完全统计，公开资料可统计的有规模考研培训机构近 100 家；如考虑分布在个地级市及本科院校周围的作坊式机构，则整个考研培训机构的数量可达 1000 家。

根据授课模式和获客方式的不同，考研培训机构可分为线下模式和线上模式，尽管线上模式有能力实现全国流量的覆盖，但是授课效果、获客成本等尚需市场验证，整个市场依旧是线下面授主导。线下模式中全国性品牌与地方品牌共存，全国性品牌机构主要运营模式为“直营+加盟”，北京上海等主要市场采用直营模式，而其他地区采用加盟授权的方式运营，加盟商与总部的关系相对较弱。

图 26：考研培训机构类型划分



资料来源：国元证券研究中心整理

4.1.1 线下模式：全国性品牌渗透全国，加盟模式下核心资源外流

线下考研培训起源早，文都、海文等全国性品牌涉足已超 20 年，并不是一个新兴市场，全国性品牌机构通过“直营+加盟”模式渗透至全国。

表 2：全国性全国考研培训品牌

考研机构	简介	涉足考研时间	主要地区
文都	总部位于北京，文都教育下考验品牌，文都教育业务覆盖大学教育（考研、四六级、大学公共课）、职业教育（医考、公考、建考、教资、法考）和校企合作等教育培训领域。	1996 年	30 个省市
海文	总部位于北京，万学教育集团旗下的考研品牌，以线下训练营+线上网课为主要学习模式。	1993 年	20 个省市
跨考	总部位于北京，专注跨校跨专业考研，线上（畅学、直播、录播）、线下集训营相结合。	2004 年	北京、上海、沈阳、大连、长春、天津等
学府	北京、西安双总部，集考研培训、在线教育、图书出版为一体，课程主要以小班面授教学、全日制集训辅导、线上小班课为核心，兼顾大班课教学、一对一等多层次辅导，	2006 年	北京、西安、南京、成都、武汉、天津等 30 个省市
启航	总部位于北京，国内较早从事考研培训的民办教育机构之一，主要涵盖线下辅导、线上教育、图书出版等多元化的教学服务体系	1988 年	24 个省市
文登	总部位于北京，业务包括考研教育培训、考研教学技术研发、考研图书出版发行，课程模式包括考研培训、封闭集训、在线教育	1996 年	19 个省市
高联	总部位于济南，隶属于高联教育集团，高联教育集团培训项目包括考研辅导、大学英语四 六级、TOEFL、MBA、会计、注册会计师、在职人员申请硕士学位英语统考、执业医师资格考试、法律硕士、司法考试等	1998 年	主要是山东

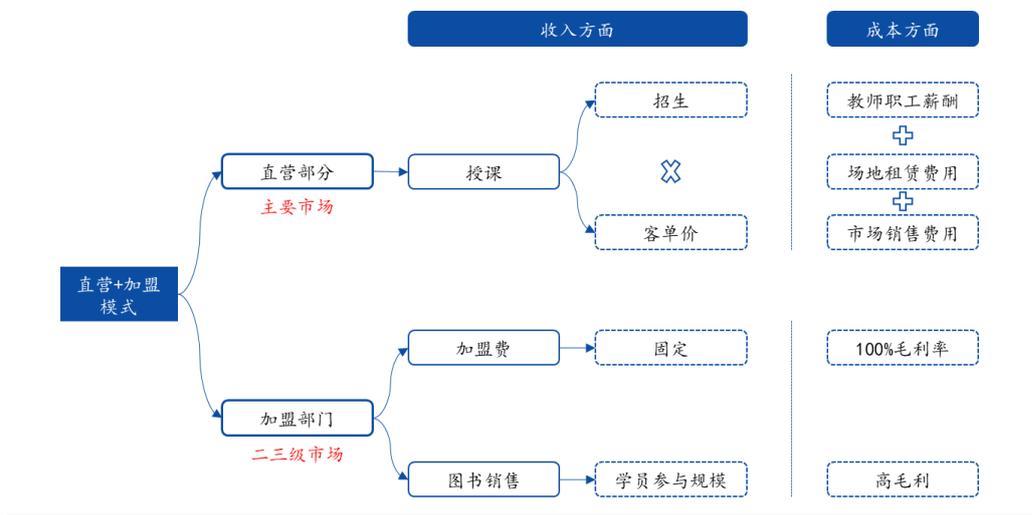
资料来源：各培训机构官网，国元证券研究中心

传统培训机构运营模式：“直营+加盟”，市场绝大部分全国品牌以“直营+加盟”模式运营，北京上海等少部分市场采用直营，而大部分市场采用加盟代理。

直营网点自主招生和授课，收入指标为招生规模和客单价，而成本端主要是教师职

工薪酬（名师授课费用为主）、场地费用和市场销售费用。加盟代理商主要为机构品牌方贡献加盟费和教辅费用，其中加盟费相对较少，教辅材料费用取决于加盟网点学生购买规模（选择性购买为主），加盟商并不参与流水分成，品牌方与加盟商关系较弱。

图 27：传统考研培训机构的“直营+加盟”模式



资料来源：国元证券研究中心整理

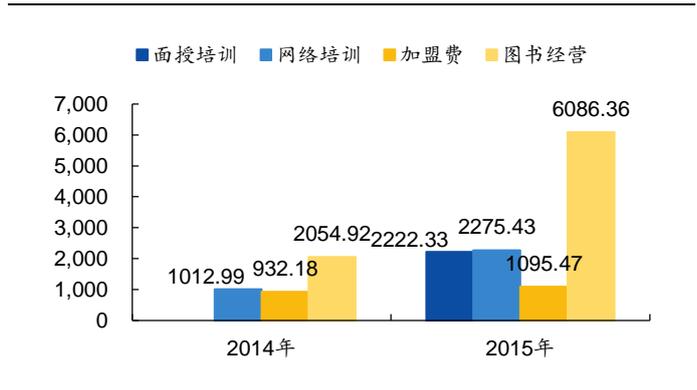
直营少而加盟多，收入构成靠图书销售，以文都为例，2015 年之前，文都仅在北京有自营网点，贡献收入非常有限，2015 年为扩大直营规模，公司收购了大连、武汉、南京等地的 11 个加盟商。根据新三板披露公告，2015 年文都有 364 家加盟商，假定图书销售业务全部来自于加盟商，则当年业务中加盟商合计贡献 61.49%，其中图书 52.11%，图书销售费是文都的主要收入，单个加盟商每年仅贡献 3 万元加盟费，加盟商面授收入与文都无关。

图 28：全国品牌直营和加盟网点情况

传统考研机构	直营和加盟
文都	三十多家直营机构，拥有一千多家合作机构
跨考	6 个直营分校，100 余个加盟分校
学府	10 家直营分校和近百家加盟分校
启航	6 家直营分校，200+全国加盟分校

资料来源：，国元证券研究中心

图 29：2014-2015 年文都教育营收构成（单位：万元）

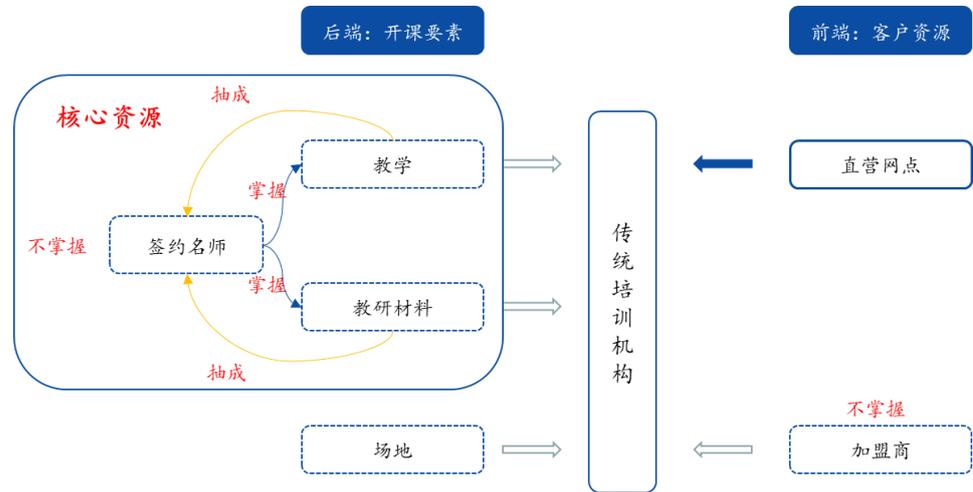


资料来源：文都教育公开转让说明书，国元证券研究中心

教学名师化，内容和教学由签约“名师”掌控，传统线下考研培训机构前端生源来自直营网点和加盟商，而大部分市场由加盟商覆盖，由此造成前端生源被加盟商“控制”。后端开课由“教学&教材&场地”组成，最重要的“教学&教材”由“签约名师”

提供，大部分核心资源并非培训机构“掌控”。前端生源和后端资源均非自有，机构本身的议价能力偏弱，造成传统培训机构的体量小而毛利率偏低，2015年文都面授业务的毛利率为45.84%，而K12培训机构新东方、好未来和公考职教机构中公教育、华图教育的毛利率均高于50%。

图 30：传统考研培训机构教研“名师模式”



资料来源：国元证券研究中心整理

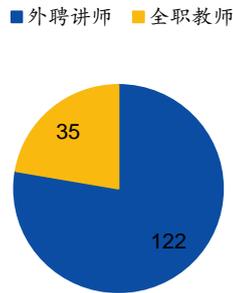
表 3：2014 年-2015 年文都教育各业务毛利率

	2014 年	2015 年
面授培训	无	45.84%
网络培训	67.36%	47.06%
加盟费	61.03%	41.38%
图书经营	57.88%	48.79%

资料来源：文都教育公开转让说明书，国元证券研究中心

以文都考研为例：外聘教师（名师模式）占比 78%，根据其公开转让说明书数据，截止到 2016 年 6 月，文都共有培训老师 157 人，其中外聘讲师为 122 人，占比高达 78%，外聘讲师多为业内知名专家、教授，文都与其签订《课程开发合同》、《约稿合同》等相关合同，对所产生的收入进行分成，从前端的教材讲义研发、中端的授课都对名师有极大的依赖。

图 31：文都考研培训教师 78%为外聘



资料来源：文都教育公开转让说明书，国元证券研究中心

图 32：文都考研与名师合作

名师	合作内容	合作分成
蒋中挺 (政治)	约稿	每年采用以区间版税方式支付报酬，具体根据书籍销售数量，按照销售收入的一定比例确定。
/何谐 (英语)	面授/远程	面授课程具体根据每节课单价、上课时间、天数等确定，远程录制按年度付费。
/汤家风 (数学)	网络课程	采用区间提成方式支付报酬，具体根据销售数量，按照销售收入的一定比例结算

资料来源：文都教育公开转让说明书，国元证券研究中心

4.1.2 线上模式：提供“共性”产品为主，线上线下结合&扩赛道提升 LTV

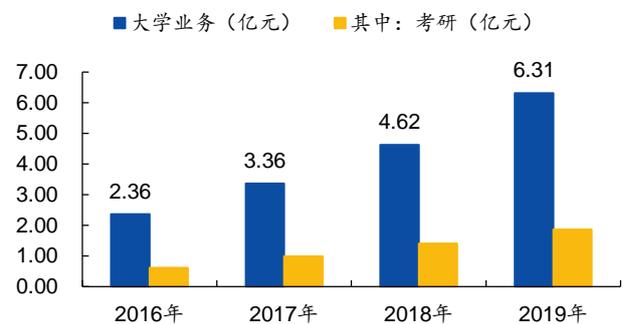
考研线上机构由新东方在线领头，海文、文都等传统品牌也逐步将内容线上化，另有部分专门的考研线上机构，如考虫等。但是线上模式的体量目前相对有限，尚处于发展期，从线上领头新东方在线来看，纯考研业务的营收 2019 财年仅 1.8-2 亿左右，占其入学考试业务的一半多（入学考试业务占大学业务的 55%左右），纯线上考研业务的体量有待发展。

图 33：新东方在线考研产品矩阵

VIP	英语VIP	政治VIP	数学VIP	HOT 政英联报VIP	HOT 政英数联报VIP	HOT 英数联报VIP
考研直通车	英语Plus	英政Plus	英政数Plus			
直通车Plus						
定向直通车	翻译硕士VIP	教育硕士VIP	应用心理VIP	计算机VIP	金融硕士VIP	
考研全程班	英语	政治	数学	政英联报	政英数联报	公共日语
考研专业课	西医专硕	西医学硕	中医专硕	汉语国际教育硕士	日语（二外）	
	法律硕士（法学）	翻译硕士	教育硕士	教育学	金融硕士	
	法律硕士（非法学）	经济学	艺术硕士	历史学	计算机	
	心理学	应用心理硕士				
管理类联考	MBA	MPA	旅游管理	图书情报	工程管理	会计
	审计					

资料来源：新东方在线官网，国元证券研究中心

图 34：新东方在线大学业务及考研业务收入



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

线上机构仅提供简单“共性”产品供给，考研线上产品的优势在于广域流量的覆盖，寻求规模效应带来的边际成本递减，因此产品以解决“共性知识”为主，而市场最大的需求是个性化需求，如复习进度、及时指导等，“共性”产品仅解决学生的最简需求，产品议价能力相对较弱，属于价格敏感性产品。

线上机构课程逐步走向“线上线下结合”，为挖掘学生的潜在需求，弥补线上仅能解决“共性知识”的不足，新东方在线也开始逐步走向线下面授，线上产品正常授课，寒暑假参与线下面授集训，直接带来客单价方面的量级提升。

图 35：新东方在线考研产品—全程班课程

课程名称	课时	价格	免息分期
<input type="checkbox"/> 2021考研英语	255h	¥ 1490	首付¥ 149起 分期
<input checked="" type="checkbox"/> 2021公共日语	150h	¥ 1480	首付¥ 148起 分期
<input checked="" type="checkbox"/> 2021考研政治	167h	¥ 890	首付¥ 89起 分期
<input checked="" type="checkbox"/> 2021考研数学	220h	¥ 990	首付¥ 99起 分期
<input type="checkbox"/> 2021考研数学（零基础）	280h	¥ 1390	首付¥ 139起 分期

资料来源：新东方在线官网，国元证券研究中心

图 36：新东方在线课程产品的线下集训安排



资料来源：新东方在线官网，国元证券研究中心

产品需求低频，尝试扩赛道提升 LTV，考研一年一次，市场需求相对低频，尽管备考周期长，但是线上产品仅能满足简单的“共性知识”，用户的大部分需求并未得到满足。考研培训与四六级、出国留学等都是面向应届生前后几届的市场，用户市场重合度极高，因此，线上培训机构试图通过扩赛道方式来增加业务，提升用户 LTV。

图 37：考研培训机构（考虫）的产品矩阵



资料来源：考虫官网，国元证券研究中心整理

4.2 供给不足阻碍传统培训机构成长

4.2.1 师资规模不足，产能有限

以最大的传统考研培训机构文都考研为例，根据其公开转让说明书数据，截止到 2016 年 6 月，公司共有培训讲师 157 人，其中自有全职讲师仅有 35 人，剩余 122 名讲师均为外聘。

文都教育 157 名讲师供给能力测算：讲师供给能力=157 名讲师*师生比*客单价，结合我们近期的多地考研培训机构调研数据，师生比方面我们假设 1:30(小班型)、1:50 (中班型)、1:100 (大班型)，而客单价方面假设为 1 万元、1.5 万元、2 万元和 2.5 万元，则整个文都教育的讲师供给量不超过 4 亿元。根据文都教育 2016 年的年报，公司并表 11 个地方加盟商之后的以培训为主的服务业收入为 3.34 亿，纯面授收入不到 2 亿。

传统培训机构对“名师”的调度能力相对较弱，周转率不高；全职教师有限的情况下难以实现直营面授规模的扩大，加盟模式短期内难以被打破。

表 4：文都教育 157 名讲师供给能力分析（万元）

		师生比假设（单个老师）		
		30 个学生	60 个学生	100 个学生
年化客单价假设（万元）	1.0	4710	9420	15700
	1.5	7065	14130	23550
	2.0	9420	18840	31400
	2.5	11775	23550	39250

资料来源：国元证券研究中心测算

教师培养体系有待考验，传统考研培训机构的教师供给长期依赖于外聘，自有全职教师较少，并没有成熟可验证的教师培养体系。另外由于前端市场中直营网点较少，对教师的规模并不会形成强烈的需求，成长具有“惰性”。由此形成“全职教师少-直营供给有限-靠加盟代理覆盖渗透-教师培养体系和管理体系成长不足”的不良循环。

4.2.2 研发供给不足，大部分市场需求难以满足

考研培训研发体现为辅导教材、讲义的标准化，目前市面上的教材讲义多为考研名师研发编辑，并不专属于某家培训机构。参考考研帮《19 年考研初试难度调查》的数据，考研人政治辅导用书 81.5%选择“任汝芬系列”，英语辅导用书 29.8%选择“张剑黄皮书”，考研数学大部分依旧选用“李永乐系列”，名师与培训机构签订教学协议，所研发教材讲义并不属于培训机构，培训机构如使用需采买，受益人最终依然是名师。

名师做研发偏“共性知识”，其时间、精力相对有限，难以做进一步的细致化研究，难以满足考研人个性化需求，研发“深度”有待进步。

图 38：2019 年考研政治用书选择（样本 9254 份）

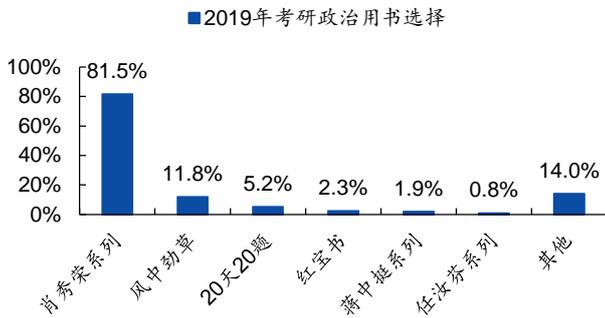
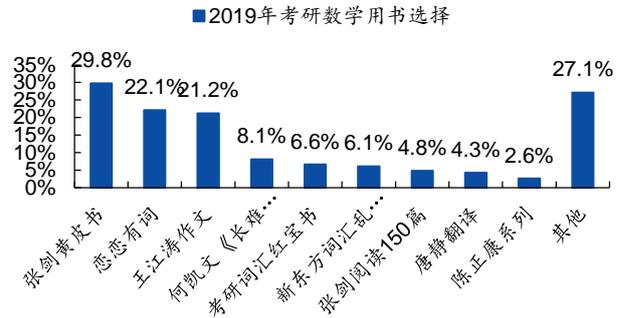


图 39：2019 年考研英语用书选择（样本 9254 份）



资料来源：考研帮《19年考研初试难度调查》，国元证券研究中心

资料来源：考研帮《19年考研初试难度调查》，国元证券研究中心

5.中公做考研：直营模式，优势尽显

5.1 直营模式：直营渗透+全职教师供给+自研标准化

根据公考资料 and 我们的调研，中公考研起于 2014 年左右，属于考研培训行业“新秀”，沿用“中公”招牌，目前在全国 31 个省市拥有直营分部，500+直营教学点，全国范围内招生。

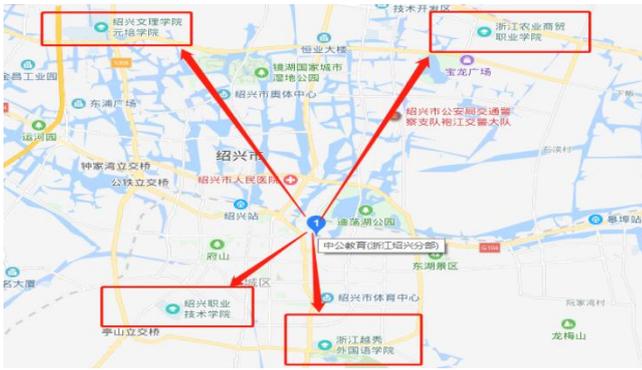
中公考研 500+自营教学点全部为直营，无加盟商，根据我们的理解，公司未来网点渗透将继续保持全直营模式。直营网点在管理和服务上具有较大的优势，管理标准化参考公司现有网点管理，而服务能力集中体现在及时细致的“门口”服务。

中公考研 500+自营教学点规模已经超越其他竞争对手的自营网点规模，网点规模将持续渗透。中公考研网点的渗透方向有两个：

1) 社会辐射型网点，这类网点“依附”于存量的中公教育网点，辐射地区内普通本科和社会，如绍兴地区中公考研依附于中公教育绍兴分部，辐射市内四所本科院校（绍兴文理、文理元培、越秀外国语、林大暨阳）和绍兴市社会考研人。根据我们的调研，考研项目在社会辐射型网点的中的独立性较强，以项目组的形式存在，项目组内涵盖了市场、顾问、辅导等完整的团队成员，独立“作战”能力较强。

2) 高校网点，网点“定位”于高校内或附近，对特定学校或大学城做渗透，根据我们多地的调研观察，中公考研的高校网点开在高校“大门口”，比如镇江江苏大学的网点、上海二工大的网点等；中公考研基本对山东地区本科高校实现全覆盖，上海、江苏、浙江等地的高校也逐步在覆盖渗透。

图 40：绍兴市中公考研教学点（社会辐射型网点）



资料来源：百度地图搜索，国元证券研究中心

图 41：镇江江苏大学中公考研教学点（高校渗透网点）

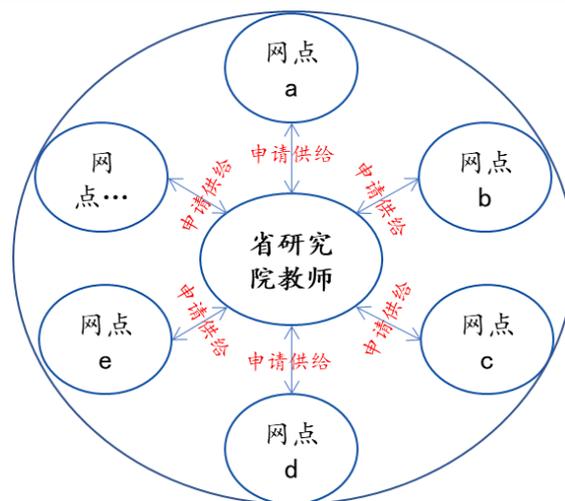


资料来源：百度地图搜索，国元证券研究中心

考研网点的渗透还有 2 倍的空间，1) 高校网点部分，全国 1265 所普通本科理论上都可以实现单校覆盖，根据前文分析，单校应届生考研人数规模平均 1200 人左右，加上提前备考生源，市场潜在规模可观。为了给考研人提供细致化的专项服务，渗透至高校“门口”的网点显得十分必要。2) 社会辐射型网点部分，由于每年考研人中有 45% 左右的人是应届非应届生，分散于社会，是传统培训机构无法覆盖的市场人群，中公利用存量网点可以增加“考研项目组”的方式实现覆盖。根据公司中报数据，截止到 2019 年 6 月，公司有 880 个网点（含高校网点）。综合来看，公司考研网点规模还有 2 倍左右的渗透空间。

全职教师保障产能，根据公司官网公开数据，公司现有全职考研教师超过 1000 人，全职规模已远超同行业；根据我们的跟踪预测，公司考研全职教师将在今明两年内实现翻倍，规模至 2000 人。考研教师的运转模式延续公司研究院教师调度周转模式，各省设立研究院，教师以省研究院为基地，根据各教学网点的开课需求进行调度周转，提升教师的周转利用率。

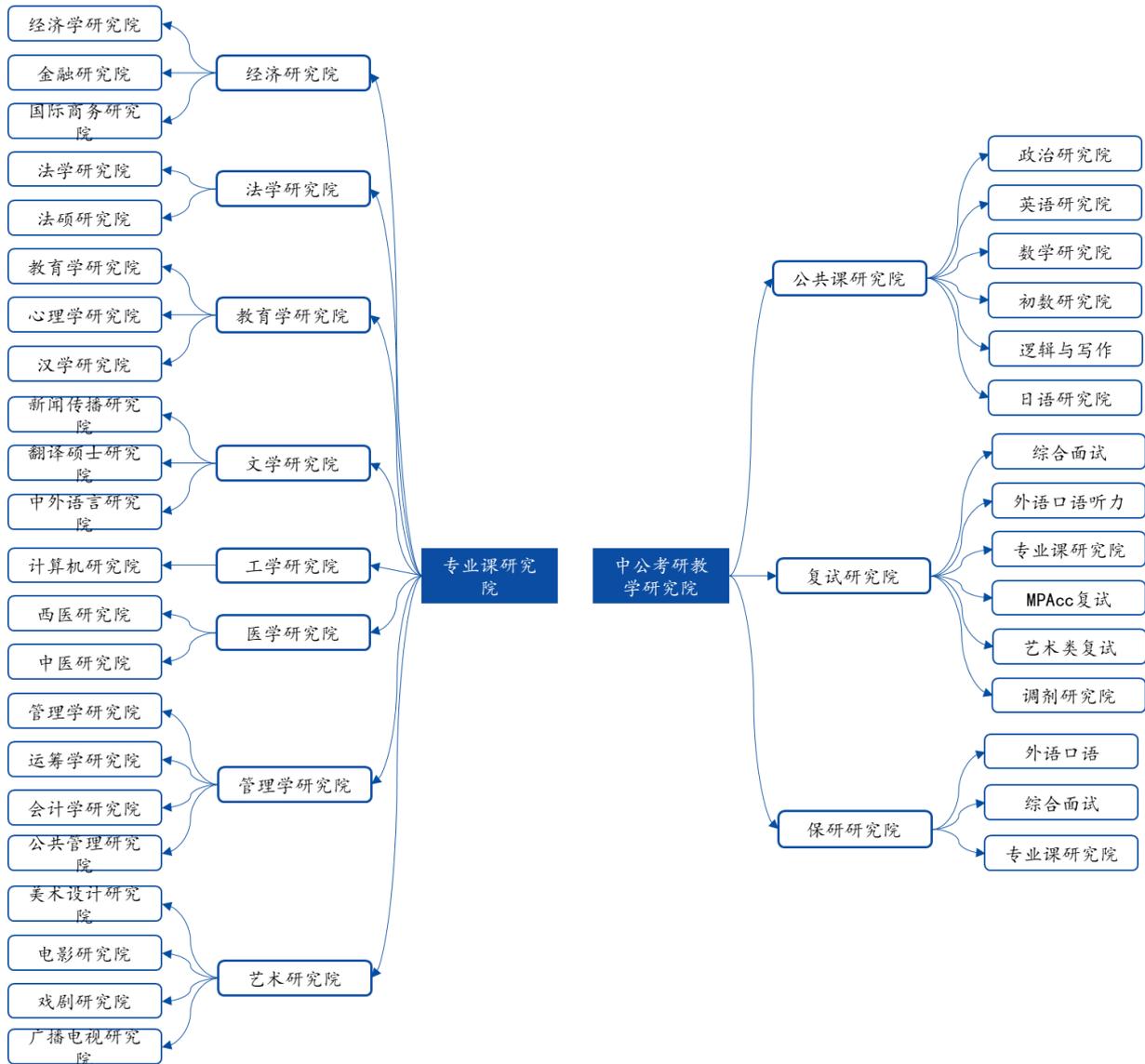
图 42：中公教师的周转调度模式



资料来源：国元证券研究中心整理

内容精细化自研，与传统公司研发依赖签约名师不一样，公司内容研发全部由全职人员负责，公开信息显示公司下设 28 大教学研究院，有全职研发人员 200 多名，主要集中在总部，涵盖公共课、复试、保研以及专业课，最大力度将内容产品标准化和细致化。

图 43：中公考研 28 大教学研究院



资料来源：国元证券研究中心整理

5.2 中公做考研的优势：高协同+体系共享+现金流支持

尽管中公涉足考研业务较晚，但其具备较强的“后发优势”，我们总结为三点，1) 品牌与市场协同，“中公教育”本身就是职教市场的领先品牌，市场清晰定位于职业教育；旗下产品服务人群重合；2) 体系共用，公司现有管理模式、研发体系及销售网络可直接应用于考研业务，赛道开拓期基础体系优势明显；3) 存量业务现

现金流支持，存量业务运营持续向好，为开拓新赛道提供庞大的现金流支持。

(1) 品牌与市场协同，从市场服务人群来看，中公教育所覆盖的客户人群集中于在校大学生、已毕业大学生和知识型就业人群，通过丰富的产品矩阵满足客户群体的多方位需求，公司涉足考研是战略预期之内的布局，为客户群体增加服务选择，提升公司服务客户的生命周期价值 (LTV)。

表 5：文都教育 157 名讲师供给能力分析（万元）

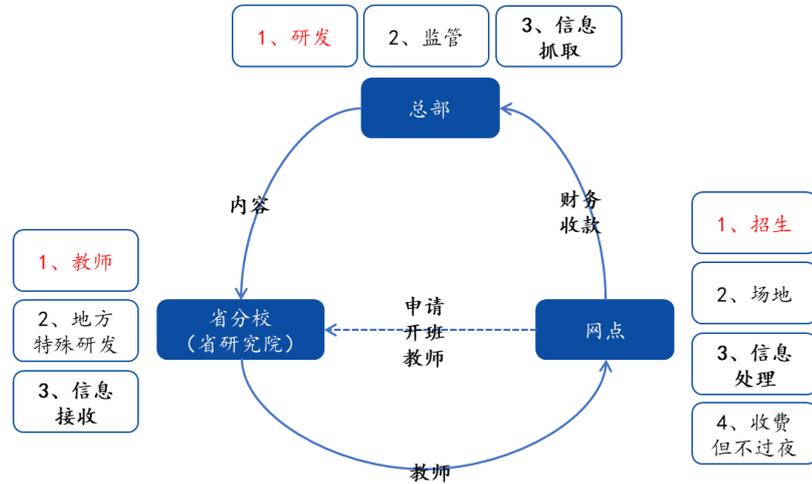
中公产品覆盖		中公市场人群覆盖					
		在校大学生			已毕业大学生		其他知识型就业群体
		大一、二	大三	应届生	3 年以内	3 年以上	
公务员类	国考			√			
	省考			√	√	√	
	选调生				√	√	√
	三支一扶			√	√	√	
	村官等			√	√	√	
事业单位类	事业单位			√	√	√	
	医疗卫生			√	√	√	√
	国企类			√	√	√	
教师类	教师资格		√	√	√	√	
	教师招聘			√	√	√	
	特岗教师			√	√	√	√
金融财经类	会计职称	√	√	√	√	√	
	CPA			√	√	√	
	银行招录			√	√	√	
军人警察类	军考						√
	警察			√	√	√	√
	辅警			√	√	√	√
	军队文职			√	√	√	√
学历类	考研		√	√	√	√	
	自考				√	√	√
	MBA/MPA				√	√	
	在职研究生				√	√	
技能提升类	四六级	√	√	√			
	IT 培训			√	√	√	√
	法考	√	√	√	√	√	√
	建造师	√	√	√	√	√	√
	各类资格证考试	√	√	√	√	√	√

资料来源：国元证券研究中心整理

(2) 高效体系共享，中公“总部-省-网点”三层式垂直化快速效应机制对应的职责

主要分别是“内容-教师-招生”，公司介入考研对于三层管理来说，就是增加总部“考研内容研发”、省级“教师培养调度”和网点“产品招生”，增加考研培训对整个管理体系没有形成“负担”，反而是体系资源的复制利用，有利于增加管理体系的运营边际收益。

图 44：中公“内容-教师-招生”高效垂直运营体系



资料来源：国元证券研究中心整理

网点：

- 1) 招生，首要任务，分散市场和集中培训适合下沉式网点招生；考研仅是其中一个产品，是一个很重要的大产品。
- 2) 场地，地方开班运营维护；
- 3) 收费，财务不过夜&直达总部，线上收费为主，现金收款需当日 16:00 前存入公司账户；

省分校（省研究院为主）：

- 1) 教师，招聘+培训+指挥调度，31 个省研究院是教师的“周转站”，公司大部分教师隶属于省研究院，根据省内或协作区内网点开课需要对教师进行指挥调度；考研教师继续采用调度模式。
- 2) 部分地方研究，省研究院对具有地方特色的课程内容做研究；

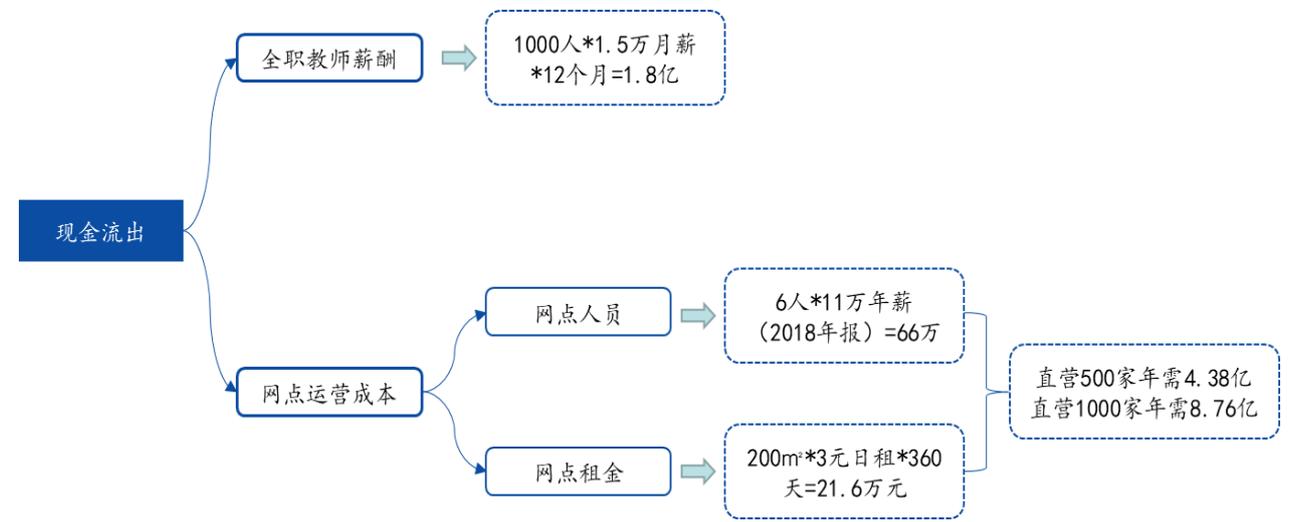
总部：

- 1) 研发，负责全国大部分内容研发（含讲义），考研内容研究主要在总部；
- 2) 监管，每日监管全国分校、网点的招生、开课、收款等工作；
- 3) 网校等相关部门；

(3) 庞大现金流支持，传统考研培训机构覆盖市场的模式为主要市场直营而地级市场为加盟，教师以签约名师为主，如果想走全直营模式，则需加大全职教师和直

营门店的现金投入。根据我们的调研和拆分测算，假设某独立考研培训机构走全直营模式，如果按照目前中公考研的体量（1000+名全职教师+500+网点），则每年固定现金流出 5-6 个亿，每年庞大的现金流出对现有培训机构有较大的压力，另外大规模全直营模式下管理体系需经得住考验。

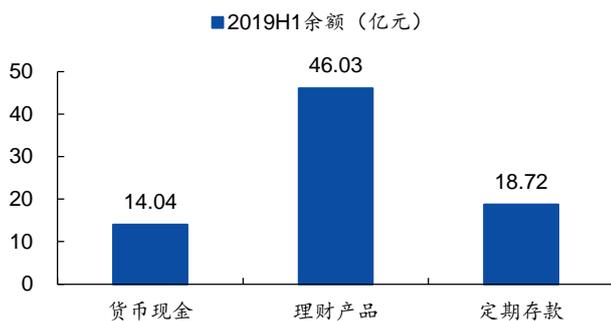
图 45：假设独立“全职&直营”考研品牌年现金流出



资料来源：国元证券研究中心整理

截止到 2019H1，中公可用现金（货币现金+理财+定期存款）合计 78.79 亿，半年度预收款 56.57 亿，公司账面可动用现金流充足；从经营角度来看，公司每年经营性现金流净额保持在 10 亿以上，随着业务的良性扩张，公司经营性现金流将持续增长。稳定的可用现金流对于教师“产能”增加、产品研发和渠道铺设具有极其重要的支持作用。

图 46：中公教育 2019H1 现金三大项余额



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 47：中公教育经营性现金流净额



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

6.200 亿的考研市场有望再造一个中公

6.1 考研市场规模 200 亿左右

参培规模方面（量）：2019 年全国考研报名人数近 290 万，测算参培规模的重点在于参培率，根据中国教育在线《2019 年全国研究生招生调查》和考研帮《19 年考研备考进度》的调查数据，报班参培的比例分别 31%和 42%，这两个数据主要指参加线下面授的参培率。根据我们的实际调研情况来看，面授参培率在 30-40%左右，部分考研氛围重的院校参培率更高。按照 30%和 40%的面授参培率来算，则 2019 年参培规模为 87 万和 116 万。

如果考虑备考过程中选择观看视频课程的人数，则整个考研的参培率我们预计会超过 80%。从本质上来讲，愿意观看视频课程表示其有培训需求，这部分潜在需求的转化障碍在于对课程质量的高要求和价格敏感。

图 48：考研报班选择调查结果：31%

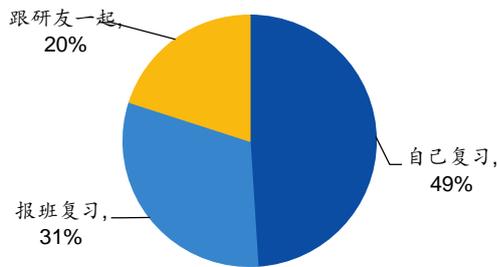
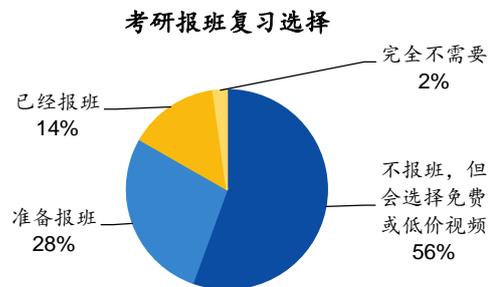


图 49：考研报班选择调查结果：42%



资料来源：中国教育在线《2019 年全国研究生招生调查报告》，国元证券研究中心

资料来源：考研帮《19 年考研备考进度调查》，国元证券研究中心

表 6：2010-2019 年考研参培人员规模测算

时间	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
考研报名人数 (万人)	140.6	151.1	165.6	176.0	172.0	164.9	177.0	201.0	238.0	290.0
参培规模-参 培率 30%	42.18	45.33	49.68	52.80	51.60	49.47	53.10	60.30	71.40	87.00
参培规模-参 培率 40%	56.24	60.44	66.24	70.40	68.80	65.96	70.80	80.40	95.20	116.00

资料来源：教育部，国元证券研究中心

客单价方面（价）：根据付费意愿的强弱和授课形式的不同（线上或面授），我们大致可以将客单价分为两类，一类是价格敏感型的低客单价，需求主要由线上来满足，第二类是面授型高客单价，也是整个市场竞争最激烈的部分。

从文都考研的产品定价来看，普通周末走读班根据所报科目来定价，全科政英数定价为 23800 元起；1 个月培训周期的暑期集训营全科产品价格为 19800 元；高端定

制班（1V1 全方位）的价格高达 128000 元+。

表 7：文都考研面授产品及价格

课程类型	内容	面授价（元）
周末班	单科-政治/英语	8800 起
	单科-数学	10800 起
	专业课	12800 起
集训营	全科-政英	21800 起
	全科-政英数	23800 起
定制班	全方位	128000 起

资料来源：文都考研官网，国元证券研究中心

中公考研主推“乐学课程”公共课和专业课打包出售，公共课周末授课+专业课特训，报价 19800 元起。“乐学课程”还有协议班，根据笔试或复试录取结果退部分学费。

表 8：中公考研面授乐学课程体系

班型	价格	课程内容	承诺
乐学智胜班	19800 起	公共课周末走读+专业课特训+单科补弱培优+网课辅导	
乐学加强班	27800 起	智胜班+暑期集训	
乐学初试协议班	34800 起	乐学智胜班+任选补弱培优+1V1 能量包+暑期集训+考前特训+复试标准班	未进复试退 7000 元或重读乐学公共课智胜班
乐学无忧协议班	44800 起	乐学智胜班+任选补弱培优+1V1 能量包+暑期集训+冲刺集训+复试协议班	未被录取退 10000 元或重读+乐学公共课智胜班+公共课暑期集训

资料来源：中公考研官网，国元证券研究中心

根据我们对客单价实际调研的结果来看，培训机构的顾问向学生主推周末全科班，打包出售居多，便于排课和管理，实际调研客单价 2 万-2.5 万，与上述文都和中公考研的课程价格相当。

考研的规模测算，1) 量方面，我们以 2019 年考研报名人数为测算数据基础，我们认为面授参培率 30-40%是比较符合实际的假设，如果考虑视频课程购买等小客单价用户，则整个市场的参培率可以达到 70-80%（综合参培率的概念）。2) 客单价方面，面授客单价按照 1.5-2.5 万假设，综合参培的客单价按照 0.6 万和 1 万假设。测算结果可知，面授培训的市场规模的均值为 200 亿左右。

表 9：考研培训市场规模测算

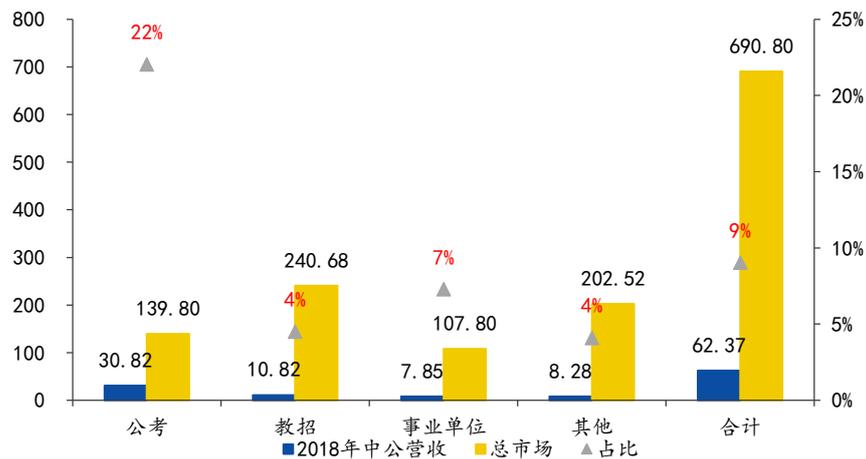
客单价假设	面授参培率		综合参培率	
	30%	40%	70%	80%
2.5 万	218	290	/	/
2 万	174	232	/	/
1.5 万	131	174	/	/
1 万	/	/	203	232
0.6 万	/	/	122	139

资料来源：国元证券研究中心测算

6.2 三个维度测算：中公考研未来预计 40 亿以上

从市占率角度来看，考研总市场规模 200 亿，成熟业务状态下，市占率参考中公在公考中的数据 20%+，则中公考研营收端可达 40 亿+。

图 50：中公教育在公职类业务中的市占率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心测算

从产能角度来看，中公考研开班全部采用小班 38 人模式，公开数据显示公司现有全职考研教师 1000 人+，预计未来会持续加大投入，我们假设未来中公考研教师的数量分别为 2000 人、3000 人和 5000 人，年化客单价假设为 1 万、1.5 万、2 万和 2.5 万，则未来公司考研业务有望达到 48 亿。

表 10：产能角度测算中公考研未来规模（亿元）

年化客单价（万元）	全职教师假设（人）			
	1000	2000	3000	5000
1.00	4	8	11	19
1.50	6	11	17	29
2.00	8	15	23	38
2.50	10	19	29	48

资料来源：国元证券研究中心测算

从网点招生角度来看，网点每年有两轮大规模招生，分别是3月和9月，中公都是小班课，每个班38人。结合我们的调研情况，假定每个网点招生100人或200人，年化客单价1.5万-2.5万，则单个网点的年收入为150万-400万，根据网点数量渗透的不同，则中公考研的营收规模可达40亿以上。

表 11：网点招生角度测算中公考研的未来规模（亿元）

网点年收入（万元）	考研网点假设（个）			
	500	800	1000	1500
150万（100人*1.5万年化）	7.50	12.00	15.00	22.50
200万（100人*2万年化）	10.00	16.00	20.00	30.00
250万元（100人*2.5万年化）	9.50	15.20	19.00	28.50
300万元（200人*1.5万年化）	15.00	24.00	30.00	45.00
400万元（200人*2万年化）	20.00	32.00	40.00	60.00

资料来源：国元证券研究中心测算

总结：中公考研现阶段以“全直营+全职教师+全自研”模式大力开拓考研培训市场，网点数量已经超过500家，全职教师规模破1000人，全职研发超200人。我们从未来市场率、产能及网点招生的角度测算其未来的营收规模，结合实际行业调研的结果，我们对中公考研的未来持乐观态度，考研是近几年的公司业务高增长点，预计规模可做到40亿+，成为公司业务支柱之一。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2400.69	3070.01	7130.82	10392.67	15736.92
现金	189.96	648.71	1909.22	5116.45	10387.86
应收账款	0.00	6.80	10.37	14.90	20.95
其他应收款	40.22	80.71	123.05	176.80	248.53
预付账款	0.71	1.48	2.25	3.27	4.59
存货	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	2169.81	2332.28	5085.93	5081.24	5074.99
非流动资产	834.06	4132.06	3978.87	5258.61	5930.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	279.91	699.10	683.19	2077.36	2851.87
无形资产	200.67	204.42	197.92	191.41	184.90
其他非流动资产	353.48	3228.53	3097.77	2989.84	2893.34
资产总计	3234.75	7202.07	11109.69	15651.28	21667.03
流动负债	2195.18	4151.35	5631.81	6924.69	9188.59
短期借款	100.00	1607.00	1500.00	1500.00	1500.00
应付账款	34.81	144.56	150.80	268.94	342.91
其他流动负债	2060.37	2399.79	3981.01	5155.75	7345.68
非流动负债	39.26	96.77	130.74	1608.09	2611.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	1500.00	2500.00
其他非流动负债	39.26	96.77	130.74	108.09	111.87
负债合计	2234.44	4248.12	5762.54	8532.78	11800.46
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	90.00	103.81	6167.40	6167.40	6167.40
资本公积	357.84	1144.78	-4202.28	-4202.28	-4202.28
留存收益	552.48	1705.36	3382.03	5153.38	7901.45
归属母公司股东权益	1000.31	2953.95	5347.15	7118.50	9866.57
负债和股东权益	3234.75	7202.07	11109.69	15651.28	21667.03

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	999.41	1407.95	5603.71	3767.27	5759.74
净利润	524.84	1152.89	1700.54	2388.09	3364.82
折旧摊销	107.78	137.93	153.27	220.26	328.50
财务费用	28.13	-2.53	42.05	8.21	-63.49
投资损失	-94.65	-110.35	-150.00	-150.00	-150.00
营运资金变动	379.42	170.91	3823.52	1322.81	2275.41
其他经营现金流	53.89	59.09	34.32	-22.10	4.50
投资活动现金流	-1568.51	-2360.22	-4892.88	-1435.08	-935.08
资本支出	159.18	263.06	0.00	1500.00	1000.00
长期投资	1503.98	1941.86	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	94.65	-155.30	-4892.88	64.92	64.92
筹资活动现金流	132.21	1411.94	549.68	875.05	446.75
短期借款	-823.20	1507.00	-107.00	0.00	0.00
长期借款	-17.55	0.00	0.00	1500.00	1000.00
普通股增加	-365.74	13.81	6063.59	0.00	0.00
资本公积增加	-719.72	786.94	-5347.06	0.00	0.00
其他筹资现金流	2058.42	-895.81	-59.85	-624.95	-553.25
现金净增加额	-436.89	459.67	1260.51	3207.23	5271.40

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4031.26	6236.99	9508.78	13662.05	19205.13
营业成本	1629.59	2552.35	3866.57	5624.07	7899.34
营业税金及附加	19.23	27.29	41.61	59.78	84.03
营业费用	841.30	1101.84	1664.04	2390.86	3360.90
管理费用	666.61	873.42	1283.68	1844.38	2592.69
研发费用	310.47	454.78	760.70	1092.96	1536.41
财务费用	28.13	-2.53	42.05	8.21	-63.49
资产减值损失	0.00	0.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	94.65	110.35	150.00	150.00	150.00
营业利润	630.90	1340.03	2000.12	2791.80	3945.24
营业外收入	2.38	0.76	0.76	0.76	0.76
营业外支出	8.62	1.25	1.25	1.25	1.25
利润总额	624.66	1339.54	1999.63	2791.31	3944.75
所得税	99.82	186.65	299.09	403.22	579.93
净利润	524.84	1152.89	1700.54	2388.09	3364.82
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	524.84	1152.89	1700.54	2388.09	3364.82
EBITDA	766.81	1475.43	2195.44	3020.27	4210.25
EPS (元)	5.83	11.11	0.28	0.39	0.55

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	-38.56	54.72	52.46	43.68	40.57
营业利润(%)	754.50	112.40	49.26	39.58	41.32
归属母公司净利润(%)	696.73	119.67	47.50	40.43	40.90
获利能力					
毛利率(%)	59.58	59.08	59.34	58.83	58.87
净利率(%)	13.02	18.48	17.88	17.48	17.52
ROE(%)	52.47	39.03	31.80	33.55	34.10
ROIC(%)	51.30	79.79	-68.53	-92.93	-79.16
偿债能力					
资产负债率(%)	69.08	58.98	51.87	54.52	54.46
净负债比率(%)	4.48	37.83	26.03	35.16	33.90
流动比率	1.09	0.74	1.27	1.50	1.71
速动比率	1.09	0.74	1.27	1.50	1.71
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.20	1.04	1.02	1.03
应收账款周转率	150.67	987.33	1069.66	1044.38	1035.00
应付账款周转率	40.52	28.46	26.18	26.80	25.82
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.19	0.28	0.39	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.23	0.91	0.61	0.93
每股净资产(最新摊薄)	0.16	0.48	0.87	1.15	1.60
估值比率					
P/E	3.19	1.67	67.46	48.04	34.09
P/B	114.68	38.83	21.45	16.11	11.63
EV/EBITDA	147.23	76.52	51.42	37.38	26.82

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188