



核心业务潜力不断挖掘，考研培训市场未来5年翻番

2019.12.1

强烈推荐 (维持)

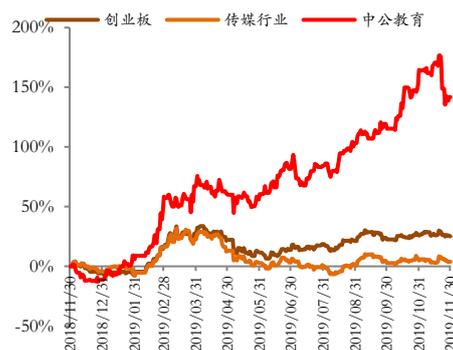
传媒行业

肖明亮(分析师) 叶锐(分析师)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310519040001

核心要点:

- 我们团队首次在2018年11月发表中公教育的深度报告，此后在市场普遍关注未来中公发展潜力以及商业模式和成功基因的情况下，我们于2019年9月再次发布中公教育深度报告系列二：《千亿市值，1.0版百战加冕；不忘初心，2.0版始于足下》，将公司过去与未来的发展阶段分为3个阶段：1.0阶段为公考的壮大与龙头地位的确立，构建核心能力与基因；2.0阶段完成跨赛道的横向扩张，在公职培训领域继续深化挖掘以及在非公职培训领域崭露头角到壮大发展，3.0阶段实现职业教育平台化发展，全方位服务18-35乃至45岁人群的职业提升需求。围绕当时市场普遍关注的公考天花板问题（尤其是2018年公务员公考的招录人数整体显著下降背景下）以及公司在教师招聘、考研赛道以及其他赛道领域扩张的可行性和核心优势，我们研究发现公司在公考领域的成功、在公职培训领域的壮大和广覆盖，在考研与教师招聘培训领域的异军突起，得益于其管理团队持续依托商业模式的三大原则（商业模式可控、就低不就高、可规模化复制）及围绕其打造的“四化”（研发专业化、教师专职化、渠道直营化、运营科技化）能力，从而构建起公司自身快速垂直响应一体化的核心能力，2019年公告的公务员招录人数恢复（2020国考招录人数恢复到2.4万人，较2019年公告增加近1万人），逐步打消了市场对公务员招录考试缩招趋势形成的担忧。未来，我们认为教师招聘、考研培训等赛道的持续扩容以及公司依托自身强力优势加快市场挖掘和市占率提升，将为公司在非公职类招录领域继续实现快速增长奠定强有力基础。本篇报告作为中公教育深度报告研究的延续，我们围绕市场关注的考研赛道规模与中公的机会做了深入分析研究，我们认为考研市场的刚性需求正在不断增强，考研尤其是名校考研的竞争加剧将进一步深化报考学生在培训深度、专业和个性化方面的需求，课单价提升水平有望向公司其他培训课单价看齐，参培渗透率水平也有望进一步提升，中公过去从公务员到公职类招录培训，从公职类到非公职类，从需求统一特征明显的国考、省考培训到需求高度分散化的教师招聘、事业单位招聘培训领域的成功经验，将继续奠定公司在考研乃至其他细分赛道的成功基础。后续，我们团队也将围绕教师招聘等细分赛道继续进行系列的挖掘和研究。
- 问题一：考研培训市场有多大？
就业压力+学历势能综合驱动考研培训行业量价齐升，5年内看好规模达到230亿的目标。我们认为考研的核心痛点在于就业压力以及高学历带来的势能优势，综合驱动考培行业量、价、参培率提升抬高行业天花板。
①量：2019年高校毕业生为834万且受高等教育毛入学提升，预计高校毕业生大盘持续增长；2018届全国本科毕业生就业率同比5年前下降1.6pct，求职倍率维持在2以上，就业市场供需不匹配就业压力促使更多的学生考研；往届考生占比45%，二战及以上占比35%且呈逐渐提高趋势，堆起考生“堰塞湖”推高大盘人数。
②参培率：高校扩招速度放缓，报录比预计将从过去的3:1逐步提升，名校因推免率占比接近50%，综合报录比将远高于行业平均，考试难度加大驱动参培率提升。
③客单价：行业课程供给从过去的大班往长周期、全流程的高端小班形式的协议班转型，提高用户客单价驱动行业规模提升。
- 问题二：研究生推免生与考试招录的结构如何，考试招录是否如大家直观感觉的受保送人数不断增加而萎缩？全国985高校研究生招生规模

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
中公教育	-1.77	20.67	52.63
传媒行业	-4.28	1.91	0.41
创业板指	-1.76	3.30	11.24

基本资料

总市值(亿元)	1,126.78
总股本(亿股)	61.67
流通股比例	10.82%
资产负债率	72.79%
大股东	鲁忠芳
大股东持股比例	41.36%

相关报告

- *广证恒生-中公教育(002607.SZ)深度报告系列二：千亿市值，1.0版百战加冕，2.0版始于足下-20190909
- *广证恒生-中公教育(002607.SZ)：中报预告高成长，关注下半年考培旺季业绩驱动-20190707
- *广证恒生-中公教育(002607.SZ)：公考培训逆势增长，长期看好公司职教生态平台构建-20190819
- *广证恒生-亚夏汽车-002607-深度研究：中公教育借壳登陆A股，公职考培巨无霸乘风起航-181112



预计在 20 万左右,占整体规模约 1/4;211 高校研究生招生约 14 万,占全国整体不到 20%,其余普通高等院校的研究生招生规模预计占近 6 成。正如大家直观感觉研究生招录越来越以推免为主,这一方面确实体现了部分高校尤其是名校研究生招录中推免生占比及增长的趋势,另一方面,也与诸多金融从业者主要也是来自名校,其周身经历主要也是关注或者获取来自名校领域的相关招录信息。那么,全国整体的研究生统考招录人数如何?985、211 乃至普通高校研究生招录趋势如何?我们分别自 985、211、普通高校中选取 10 所学校观察其近年研究生招生数据变化,数据显示 30 所学校 19 届 985/211/普通高校组研究生统考生招录占比为 65%/78%/93%,分别较两年前变化-1.1/-2.8/0.3pct,30 所高校整体招生名额提升 2914 人:①**985 样本高校组招生情况**:19 届总招生人数为 53492 人,较 17 届增加 1242 人,其中推免生增加 1006 人,统考生增加 236 人,推免生占整体比例由 17 届的 33.7%逐步增加到 19 届的 34.8%,提升 1.1pct,推免生增量贡献样本整体增量的 81%,显示近年来 985 高校研究生招生人数依然处于扩张态势,统考生与推免生人数均有所增长,其中推免生人数增量贡献整体人数增量超 80%,显示 985 高校研究生扩张主要来自于推免人数的扩张,相对而言统考生人数并未如大家直观感觉的在不断压缩,显示为整体数量增长而热门专业或者部分专业呈现出推免生人数挤压统考生人数的结构性特征,并未看到整体数量层面统考生人数的下降;②**211 样本高校群体**:从我们随机选取的 10 所 211 样本高校数据来看,19 届研究生总招生人数为 25628 人,较 17 届增加 793 人,其中推免人数增加 871 人,统考人数减少 78 人,推免人数占整体人数的比例从 17 届的 18.8%逐步提升到 19 届的 21.6%,显示样本高校群体也呈现出推免人数增长为主体的研究生招生规模扩张趋势,但当前推免生占比并非很高的水平。③**普通高校样本群体**:从我们随机选取的 10 所普通高等院校研究生招生情况来看,19 届研究生招生人数为 16505 人,较 17 届增加 2930 人,其中推免生增加 174 人,统考生增加 2756 人,统考生增量贡献了普通高校研究生人数扩张的主力,推免生占比从 17 届的 7.4%逐步下降到 19 届的 7.1%,表明推免生挤压统考生数量的趋势在普通高校并未体现,其研究生扩张规模依然以统考生增量为主,占整体增量的 94%。综上所述,当前 985、211 名校的推免生比例依然处于逐步提升的态势,表明名校更倾向于通过自主招生招收“品学兼优”的优秀推免生。**从中期来看,名校推免生招收比例或将进一步提升。但是,考虑到读研是高校毕业生重要的出路之一(2018 年届读研人数占比 16.8%),在就业压力依旧,不同学历层次、不同学校品牌、不同专业前景的赋予学生不同的社会势能背景下,考研将依旧为大多数本科毕业生的重要选择之一,考研人数有望继续保持增长,名校研究生学历依然是全社会重要的稀缺资源(全国研究生人口覆盖比例依然不到 1%,名校研究生学历的毕业生人群比例更低);同时名校生源名额紧张以及推荐占比逐步提升趋势下,报考名校研究生专业的竞争将继续加大,而整体高校研究生报录比继续提升趋势下,有望进一步深化研究生考试人群参加深度培训、个性化培训的需求,为考研培训服务机构依托优质供给匹配考试个性化、专业化、深度化的培训需求提供了良好契机。**

- **问题三: 考研培训市场供需格局如何? 是否具备跑出龙头企业的潜力?** 需求端分散,关注具备需求高效整合机构;供给端小班专业化发展,看好综合实力强的机构通过高端课程突围。从需求端来看,考研笔试科目是集中命题+自主命题结合,复试科目基本以自主命题为主,需求较为分散,看好具备需求高效整合以及教学内容沉淀的培训成长。从供给端来看,考研培训机构过去主要以名师驱动行业成长,我们认为随着信息的公开且趋向透明,名师效应有减弱趋势,相反目前行业相对空缺的高端小班培训模式有望获得成长机会,具备品牌、研发、规模等综合实力强的培训机构有望突围。
- **问题四: 为什么我们看好中公在考研领域的布局和未来?** 立足 1.0 公考经验,画好同心圆做跨赛道降为打击,规模优势保障协议



班发展，中性条件下看好 2025 届考研培训接近 50 亿营收规模。公考与考研在用户、考试模式、需求整合方式等多维度领域具有相似性，公司经过多年的沉淀做到公考赛道培训龙头，凭借三位一体+重视研发+直管化渠道+管理优化效率在需求更为分散竞争更加激烈的公考赛道构建了壁垒，且有望通过构筑同心圆将成功经验复制到考研培训领域做大做强。我们看好公司凭借公考的运营经验，凭借高端专业化小班/协议班模式成长突围，规模优势保证协议班顺利运营，再造一个公考赛道。

- **盈利预测：**我们预计 2019-2021 年公司归母净利润为 16.7/23.6/32.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.27/0.38/0.53 元/股，当前股价对应 PE 为 74/53/38 倍，我们看好公司立足公考培训 1.0 基础，不断往教师和事业单位考培赛道延伸，进而围绕用户、管理同心圆向考研、英语、IT 培训的 2.0 领域乃至 3.0 领域职教龙头平台发展，再造数个公考赛道成绩，维持强烈推荐评级。

风险提示：教育整合不达预期，教育政策风险，跨品类扩张不达预期风险，快速扩张进程中公司运营与管理承压的风险。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6236.99	8983.39	12406.58	16537.84
同比(%)	-6.41%	44.03%	38.11%	33.30%
归母净利润	1152.89	1671.67	2360.01	3253.81
同比(%)	1469.5%	45.00%	41.18%	37.87%
毛利率(%)	59.08%	59.20%	59.30%	59.50%
ROE(%)	47.13%	25.11%	21.79%	26.62%
每股收益(元)	0.19	0.27	0.38	0.53
P/E	1.83	74.78	52.97	38.42
P/B	0.71	12.06	11.06	9.51



目录

目录	4
图表目录	5
1. 考研培训市场规模有多大?	6
1.1 按量价参培模型测算, 预计 5 年内考研培训市场规模超 230 亿元	6
1.2 按生均模型测算, 2019 年考研教育市场规模为 120 亿元	7
2. 考研培训的驱动因素, 兼论在推免生招收人数不断挤压普通考生招生名额背景下, 对考研培训市场的影响?	8
2.1 量: 高校毕业生大盘稳定提升+就业压力大+往届考生比例提升, 考研人数提升驱动力显著	9
2.1.1 考研与就业: 考研成为就业压力下的“避风港”, 学历优势提升综合势能	9
2.1.2 考研群体结构: 往届生占比 45%, 二战及以上占比 35%	10
2.1.3 高校毕业生大盘稳定提升, 研究生人口占比较发达国家仍有巨大提升空间	11
2.2 参培率: 报录比提升+推免生数量影响, 考试难度不断提升	12
2.2.1 高校扩招进入成熟周期, 报录比提升, 考试难度加大	12
2.2.2 推免生加剧名校学额供不应求, 考试入学难度提升	13
2.2.3 经抽样统计: 受推免生影响, 985/211 高校招收考试入学人数比例较两年前减少 1.1pct/2.8pct, 考生考试难度加大	16
2.2.4 论推免生对研究生考生的影响	18
2.3 客单价: 协议班助推生均 ARPU 提升	19
3. 从行业特点看考研培训行业壁垒及成长机会?	19
3.1 行业需求分散, 看好具备高效需求整合能力型机构的成长	19
3.2 行业供给小班专业化发展, 看好综合实力强的机构通过高端课程突围	20
4. 为什么是中公教育?	21
4.1 基于优势品类经验, 画好用户同心圆, 做降维打击	21
4.2 通过协议班提供高端品质服务, 专业化小班+规模化优势保证品质	23
4.3 市占率敏感性测算: 中性条件下 5 年后考研培训营收接近 50 亿	24
5. 附: 主要考研辅导机构的比较	24
5.1 文都教育	24
5.2 新东方	25
5.3 中公教育	26
6. 风险提示	29



图表目录

图表 1	近年考研报名和招生人数以及报录比	6
图表 2	目前 31% 的调查学生选择报班复习	6
图表 3	量价模型测算考研培训规模	7
图表 4	人均考研支出比例情况	7
图表 5	生均支出比例模型测算考研教育市场	7
图表 6	量价模型测算考研培训规模	8
图表 7	近年全国高校就业率情况	9
图表 8	近年求职倍率情况	9
图表 9	硕士研究生薪资明显高于本科薪资	9
图表 10	考生最关心的是个人发展与就业前景	9
图表 11	近年高校毕业生读研比例持续提升	10
图表 12	硕士研究生拥有更广泛的就业选择	10
图表 13	考研往届生占比提升	11
图表 14	35% 的考生参加过两次或以上考试	11
图表 15	高校毕业生持续增长	11
图表 16	2010-2018 年各类院校在校生人数	11
图表 17	中国硕士研究生人口占比远低于发达国家平均水平	12
图表 18	近年来考研报录比情况	12
图表 19	名校考研报录比远高于平均水平	13
图表 20	研究生推免相关政策	13
图表 21	2019 年全国重点高校硕士研究生推免生比例	14
图表 22	武汉大学近三年接受推免生比例	15
图表 23	浙江大学近三年接收推免生比例	15
图表 24	985 高校研究生招生以及考研入学人数分析	15
图表 25	重点学校招收硕士推免生绝大部分生源为双一流学校	16
图表 26	90% 以上考生倾向于报考 211 级别以上高校	16
图表 24	985 高校研究生招生以及考研入学人数分析	17
图表 26	近两年 985 高校统考生招生名额占比减少 1.1pct	17
图表 26	近两年 211 高校统考生招生名额占比减少 2.8pct	17
图表 26	近两年普通高校统考生招生名额占比基本持平	17
图表 27	考研科目情况	19
图表 28	2020 届考研时间表	20
图表 29	目前国内部分名师情况	20
图表 30	名师大班 VS 小班对比	20
图表 31	公务员考试与研究生考试对比	21
图表 32	中公考研协议班情况	23
图表 33	中公与华图协议班模式收入占比 (%)	23
图表 34	中公教育官网广告以推荐高端课程产品为主	23
图表 35	中公教育考研板块收入敏感性测算	24
图表 36	文都教育课程设置	25
图表 37	新东方课程设置	26
图表 38	中公考研课程设置	26
图表 39	中公考研研究院	28

1. 考研培训市场规模有多大?

1.1 按量价参培模型测算，预计5年内考研培训市场规模超230亿元

量价拆分成长逻辑：就业压力倒逼考研人数持续增长，参培率有望达到40-50%，协议班逐步普及提高生均单价。

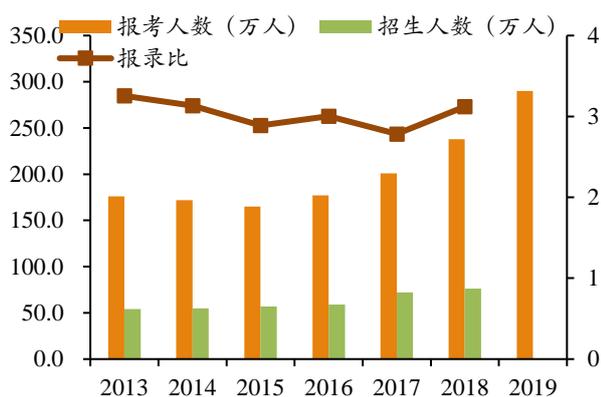
① **量：**近年来，受益于高等教育渗透率持续提升，大学生人数持续提升，同时受就业竞争加大，考研作为毕业后一条重要的出路，学生选择参加考研的人数持续提升，2019届参加考试人数为290万人，同比增长22%，我们预计至2025年考研人数将保持低比例继续增长。

② **参培率：**我们测算学校新招录研究生人数增速将低于考研报考人数增速，考研报录比将持续加大，意味着难度在增加，考上重点（心仪）学校难度在增加，我们认为参培率将保持一定比例提升，我们预计2025参培率将提升至43%，与当前K12参培率水平50%左右仍有距离。

③ **价：产品升级提升平均单价，协议班为主要推动力。**目前行业产品结构基本可以对标K12培训机构模式，以线下大班（20-30人）面授或直播/录播形式进行培训，以走读模式为主，培训周期以数周为主，价格在数千元左右。考虑公司切入考研后，将推动协议班模式进入考研培训领域，我们预计主要的同行机构均会跟随推出协议班课程，抬高行业平均客单价。

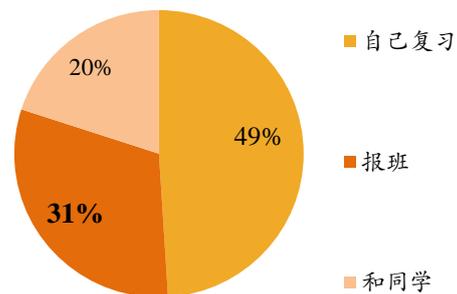
④ **报录比指标：**我们预计高校研究生招生人数增速将低于学生报考人数的增长，过去数年全国研究生报录比在3:1左右，我们预计2025年研究生报录比将提升至4.4:1，考试难度加大；且考虑学生的名校情结，重点学校的报录比10:1以上。

图表1 近年考研报名和招生人数以及报录比



资料来源：中国教育在线、广证恒生

图表2 目前31%的调查学生选择报班复习



资料来源：中国教育在线、广证恒生

图表 3 量价模型测算考研培训规模

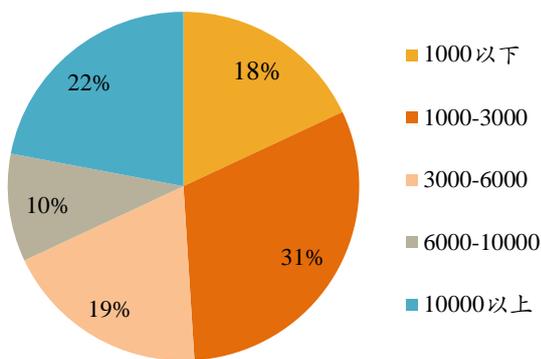
项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
报名人数-万	201	238	290	319	345	365	380	387	395
YOY	13.6%	18.4%	21.8%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%	2.0%
参培率	27%	29%	31%	33%	35%	37%	39%	41%	43%
平均客单价-万	0.67	0.74	0.81	0.89	0.98	1.08	1.18	1.27	1.36
YOY	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%
考研培训规模-亿	36.4	50.9	72.9	93.9	118.3	145.8	174.2	201.8	230.9
研究生录取人数-万	72.22	76	80	82	84	86	87	88	89
报录比	2.78	3.13	3.63	3.89	4.10	4.25	4.37	4.40	4.44

资料来源：教育部、广证恒生

1.2 按生均模型测算，2019 年考研教育市场规模为 120 亿元

核心假设：

- ① 根据中国教育在线调研，考研支出在 1000 以下/1000-3000 元/3000-6000 元/6000-8000 元/10000 元以上的比例分别为 18%、31%、19%、10%、22%，我们分别以区间的平均数为测算基准，10000 元以上的部分保守以 10000 元做基准。
- ② 我们以 2019 届考研人数 290 万为基准，假设 90% 的实际参考比例，对应的考研教育规模为 120 亿元。

图表 4 人均考研支出比例情况


资料来源：中国教育在线、广证恒生 注：调研群体涵盖了报班或非报班学生 单位：元

图表 5 生均支出比例模型测算考研教育市场

生均平均支出-元	比例	2019 届考研人数-万人	实际考试比例	对应规模-亿元
500	18%	290	90%	2.3
2000	31%	290	90%	16.2
4500	19%	290	90%	22.3
8000	10%	290	90%	20.9
10000	22%	290	90%	57.4
合计				119.1

资料来源：中国教育在线、广证恒生

误差分析：

- ① 人均支出模型考虑的是全体考研学生，包括了报班以及非报班学生，非报班学生主要以购买教材的形式贡献考市场规模，因此理论上人均培训规模要比量价规模高。
- ② 同时平均客单价是一个区间范围，人均支出规模数量以及比例可能存在一定误差情况。

2. 考研培训的驱动因素，兼论在推免生招收人数不断挤压普通考生招生名额背景下，对考研培训市场的影响？

- ① 考研的痛点核心取决于就业压力以及学历优势给学生带来的势能，进而影响到考研的量、参培率以及客单价等因素最终影响到考研培训的市场规模大小。如果就业环境维持良好，市场需求旺盛，人才供需匹配良好，且高学历的研究生在市场上（包括就业和学术市场）的不存在溢价效应，则认为考研人数增长趋势或将趋缓甚至下降。相反，正是由于就业供需不匹配，毕业生就业压力持续加大；以及优质的工作以及研究资源是稀缺的，我们判断高学历、学历优势对应优质的研究或工作机会的情况将长时间保持，考研的刚需依旧存在。
- ② 我们从量价模型出发：量：高校毕业生大盘持续增长，就业压力促使更多的学生考研，二战及往届生比例提升进一步堆起了考研群体的“堰塞湖”推高考生的数量。参培率：高校扩招速度放缓报录比提升，名校报录比高于行业平均且推免率接近 50%，考试难度加大，参培率有望提升。客单价：行业课程供给从过去的大班往长周期、全流程的高端小班形式的协议班转型，提高用户客单价驱动行业规模提升。

图表 6 量价模型测算考研培训规模



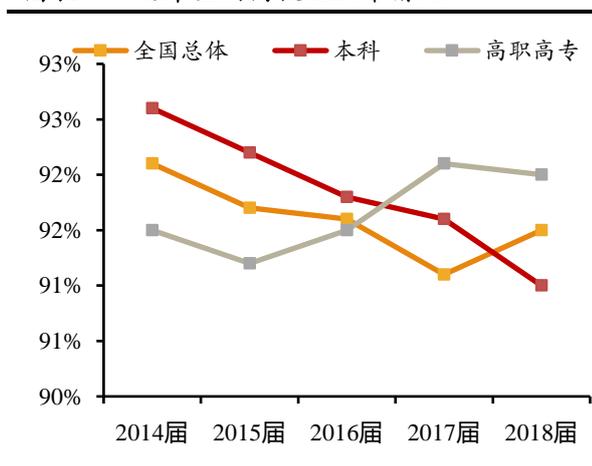
资料来源：广证恒生

2.1 量：高校毕业生大盘稳定提升+就业压力大+往届考生比例提升，考研人数提升驱动力显著

2.1.1 考研与就业：考研成为就业压力下的“避风港”，学历优势提升综合势能

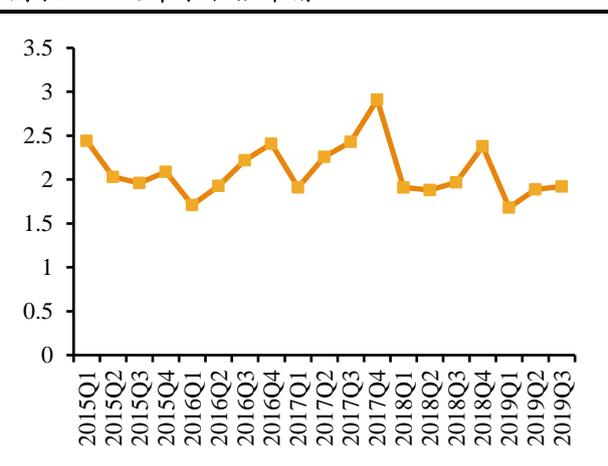
学生就业压力大，驱动大学毕业生读研或准备读研比例近5年同比提升4.6pct，研究生薪资更加。从全国来看，高校就业率从2014届的92.1%下降至2018届的91.5%，其中本科生就业率下降明显，近5年下降了1.6pct，相反高职高专就业率略有提升。此外，近年求职倍率一直维持在2以上，意味着就业市场供不应求，一边是学生就业压力，一边是用人单位的招人困难，背后实际面临的是求职市场的供需不匹配，因此，对于强就业导向的职业教育可以获得更高的就业率，而对于普通本科生来说，通过考研获得更好的就业去向，因此成为毕业生的重要出路，大学毕业生读研或准备读研比例近5年同比提升4.6pct，同时，结合毕业生薪酬数据来看，研究生薪资平均高47%左右，研究生就业方向拥有更多的选择。

图表 7 近年全国高校就业率情况



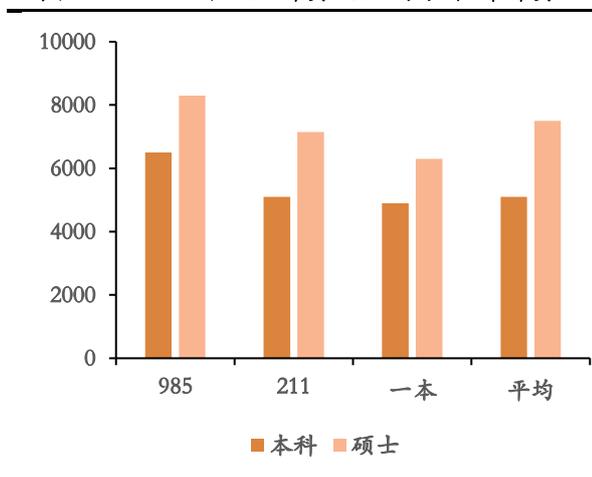
资料来源：麦可思研究院、广证恒生

图表 8 近年求职倍率情况



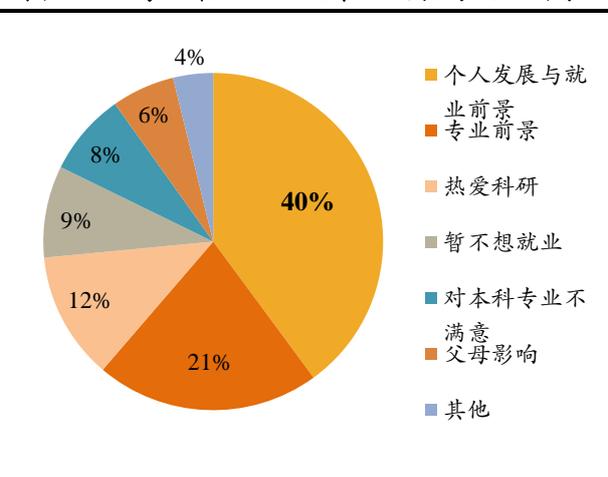
资料来源：智联招聘、广证恒生

图表 9 硕士研究生薪资明显高于本科薪资



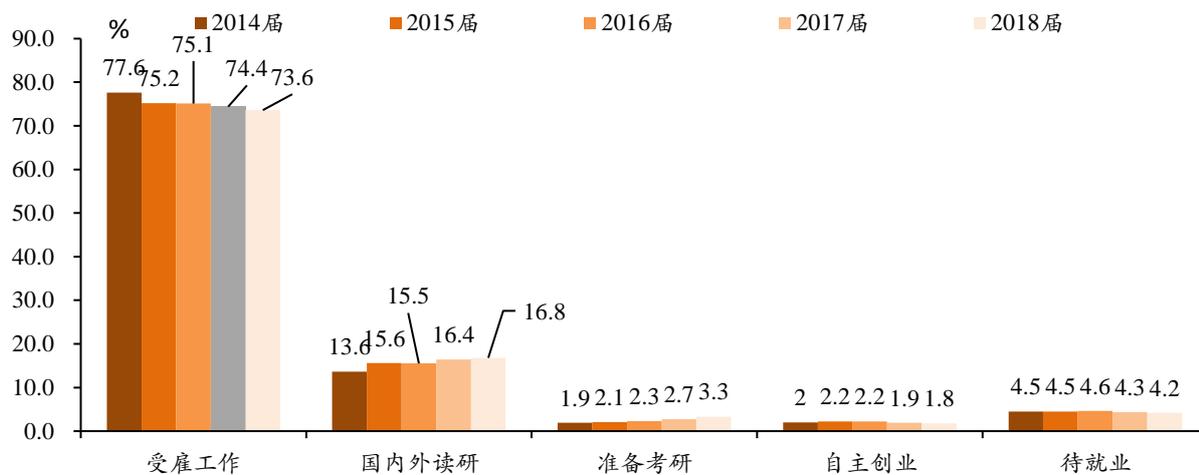
资料来源：大街网、广证恒生

图表 10 考生最关心的是个人发展与就业前景



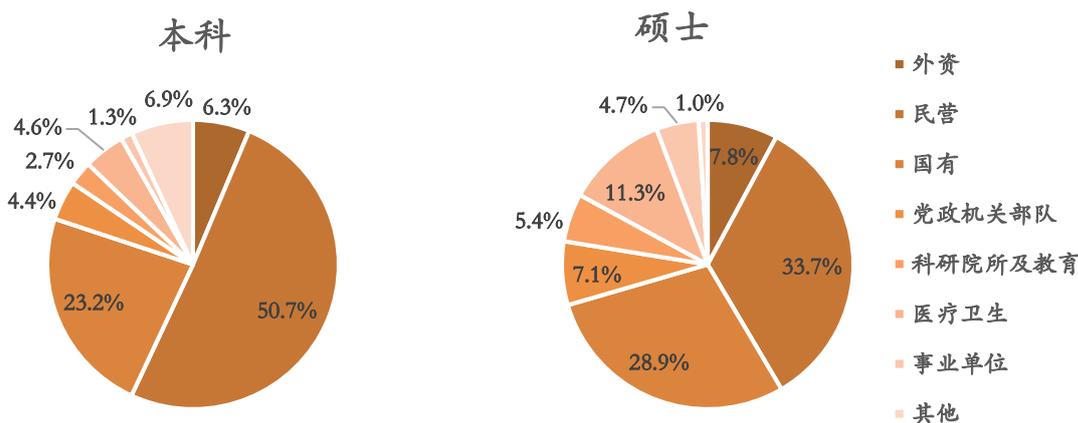
资料来源：研招网、广证恒生

图表 11 近年高校毕业生读研比例持续提升



资料来源：麦可思研究院、广证恒生

图表 12 硕士研究生相对拥有更广泛的就业选择

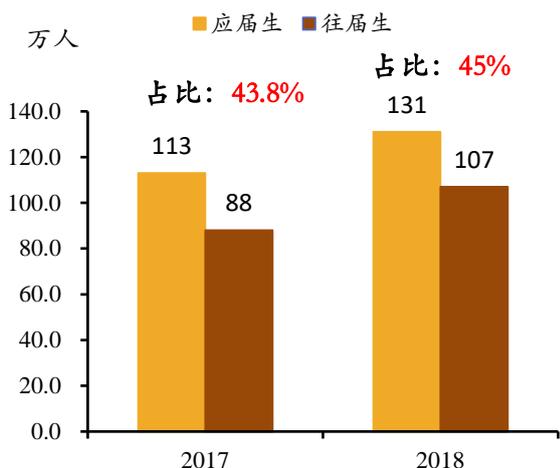


资料来源：大街网、广证恒生

2.1.2 考研群体结构：往届生占比 45%，二战及以上占比 35%

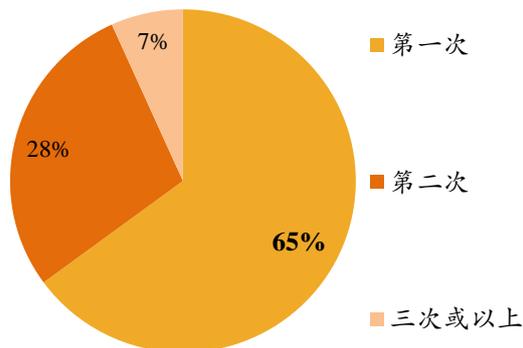
考生扩容&竞争提升：往届生占比持续提升，35%的考生为两次以上参考。根据研招网统计，2018 年考研往届生人数为 107 万人，占比为 45%，同比 2017 年提升 19 万人，比例提升 1.2pct。同时有 35% 的考生为参加过 2 次或 2 次以上的考生，其中第一次考生比例仍然为主，比例为 65%，第二次以及三次或以上的分别为 28% 和 7%。

图表 13 考研往届生占比提升



资料来源：研招网、广证恒生

图表 14 35%的考生参加过两次或以上考试

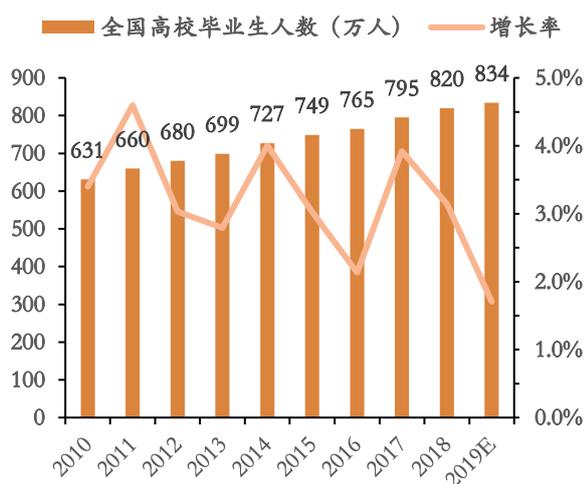


资料来源：研招网、广证恒生

2.1.3 高校毕业生大盘稳定提升，研究生人口占比较发达国家仍有巨大提升空间

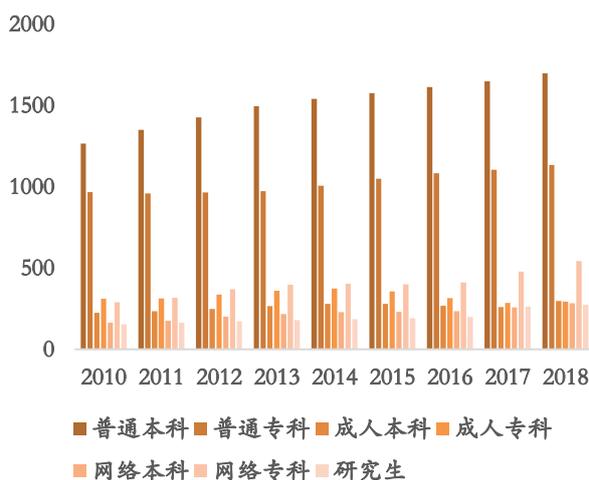
高校毕业生人数稳定增长驱动考研人数大盘稳定增长，对标美国研究生普及率仍有数倍空间。近年来高校毕业生人数持续提升，2019 年毕业生人数为 834 万人，同时受益于高等教育毛入学率提升，高校在校生人数均保持稳定提升，可预见未来高校毕业生人数仍将继续提升。我们通过对中国和世界主流的发达国家硕士研究生占总人口比例，中国 2018 年硕士人数占比仅为 0.4%，远低于目前 OECD 成员国 12.7% 和 20 国集团 7%，中国研究生人数仍有巨大的提升空间，中国提高及维持较高比例的研究生入学率的趋势将维持。

图表 15 高校毕业生持续增长



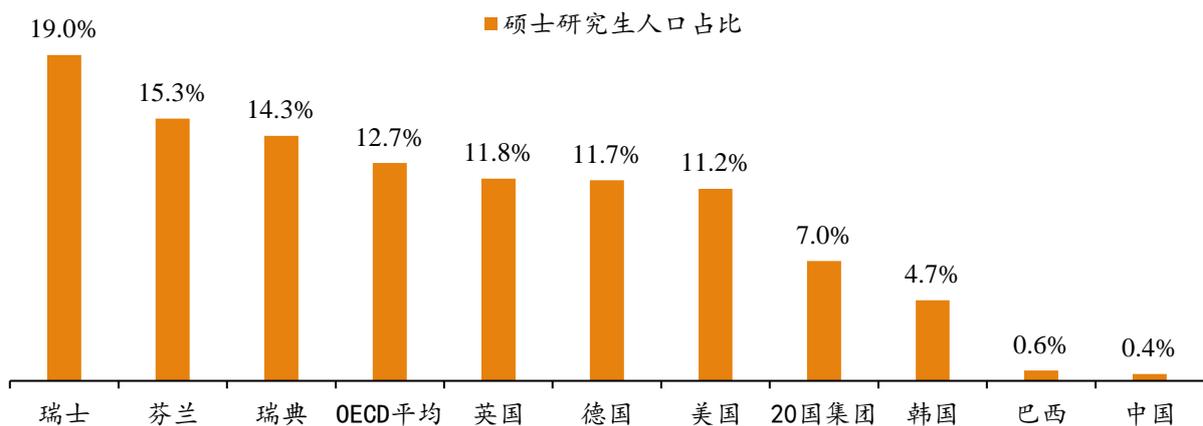
资料来源：国家统计局、广证恒生

图表 16 2010-2018 年各类院校在校生人数



资料来源：国家统计局、广证恒生

图表 17 中国硕士研究生人口占比远低于发达国家平均水平



资料来源：OECD、广证恒生

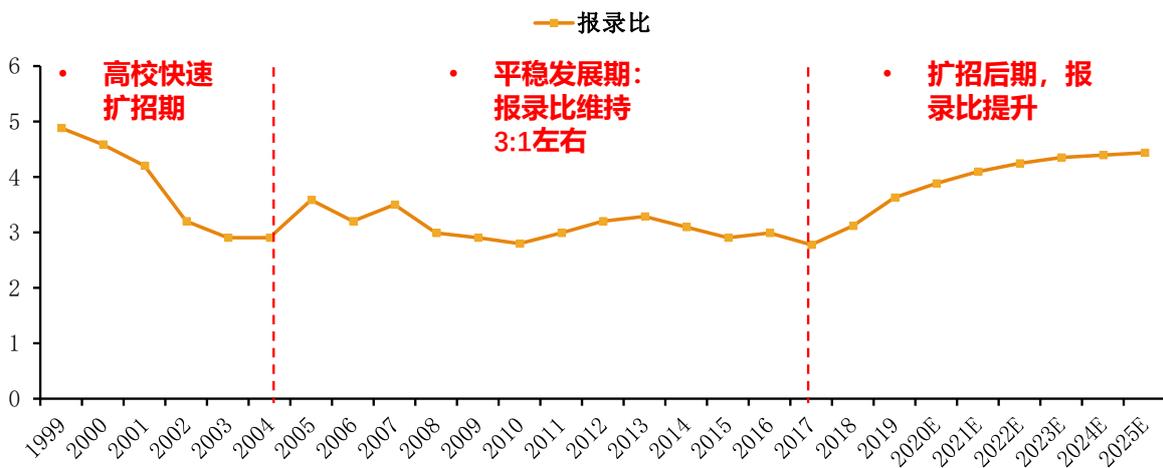
2.2 参培率：报录比提升+推免生数量影响，考试难度不断提升

2.2.1 高校扩招进入成熟周期，报录比提升，考试难度加大

预计报录比将缓慢提升，考研难度加大，考研培训需求提升。我们回顾近 20 年考研报录比历史，① 1999-2003 年，受益于高校扩招，报录比下降，考试入学难度减少；② 2005-2017 年，高校扩招速度与考生报名增速基本一致，报录比维持在 3:1 左右；③ 2018 年以后，我们预计高校研究生招生扩张进入成熟期，且报考学生速度持续提升，报录比将持续提升，难度加大，考研培训刚需凸显。

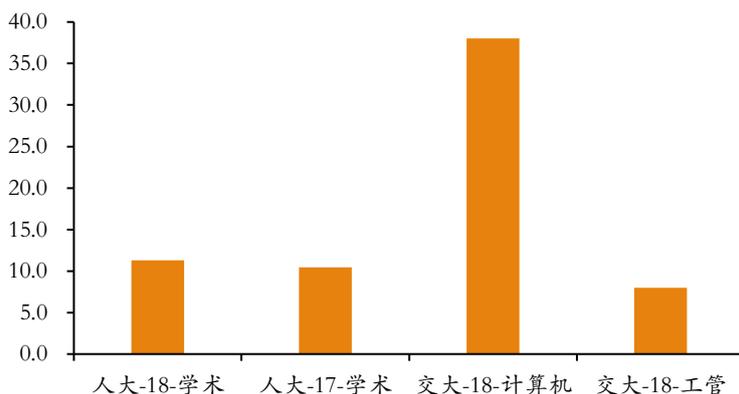
重点学校、重点专业考研报录比远高全国平均，考试难度更大。部分重点学校平均报录比均在 10:1 以上，重点专业在 30:1 以上，同时考虑报考重点学校的学生一般都做好充分复习准备，考试竞争压力更大凸显，培训需求凸显。

图表 18 近年来考研报录比情况



资料来源：研招网、广证恒生

图表 19 名校考研报录比远高于平均水平



资料来源：考研帮、广证恒生

2.2.2 推免生加剧名校学额供不应求，考试入学难度提升

政策导向：控制推免生比例占全校招生不得超过 50%，促进跨学校学术交流。学校导向：更愿意招收本校优秀的毕业生。2006 年，为了限制各高校大幅招收本校保研生，并加大对创新人才的培养力度，教育部印发《全国普通高等学校推荐优秀应届本科毕业生免试攻读硕士学位研究生工作管理办法(试行)》，强调招生单位接收本校推免生总数不超过 65%，但未对推免生招收比例和招生数量做明确的限制。而在 2013 年，教育部对保研生招收比例做出明确规定，要求各招生单位招收推免生数量不得超过本单位硕士研究生招生计划的 50%，各专业必须留出一定比例招生计划用于招收统考考生。2018 年，教育部印发的《2019 年全国硕士研究生招生工作管理规定》中，强调各招生单位可接受应届本科毕业生报考的专业均可接收推免生，但不得只接收推免生。

图表 20 研究生推免相关政策

时间	文件及内容
2006	《全国普通高等学校推荐优秀应届本科毕业生免试攻读硕士学位研究生工作管理办法(试行)》规定，招生单位接收本校推免生总数不超过推免生招生人数的 65%。
2013	教育部《关于进一步加强推荐优秀应届本科毕业生免试攻读研究生工作的通知》要求，招收推免生数量不得超过本单位硕士研究生招生计划的 50%，各专业必须留出一定比例招生计划用于招收统考考生。
2018	教育部印发的《2019 年全国硕士研究生招生工作管理规定》强调，凡按规定可接受应届本科毕业生报考的学科(类别)、专业(领域)均可接收推免生，但不得只接收推免生。

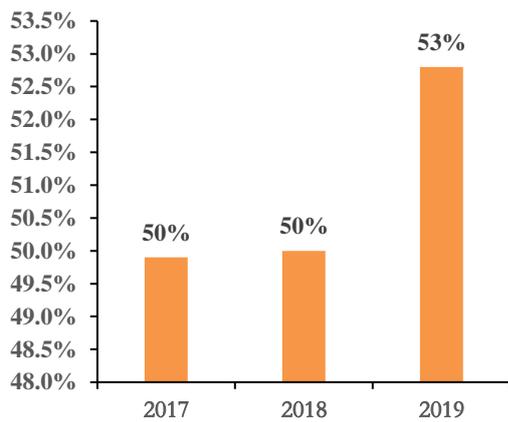
资料来源：教育部、广证恒生

近年重点大学招收推免生比例提升，部分高校推免生比例已超 50% 红线，大大增加了统考生的考试难度。包括清华、中科大、统计、浙大等重点高校推免生招生比例均在 50% 以上；且武大、浙大 2019 年推免生招生比例从 50% 左右，进一步提升至 53%、54%，反应了高校均愿意通过自主招生的方式招生，从招生单位来讲，高校更愿意通过推免生途径提前招收学术品德兼优学生，因而压缩了统考招生的名额，大大增加了统考生的考试难度。

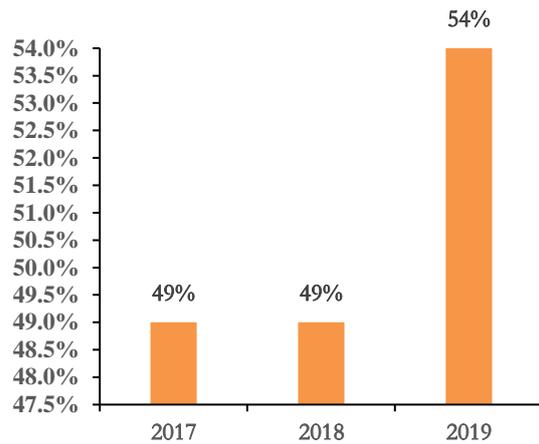
图表 21 2019 年全国重点高校硕士研究生推免生比例

高校	推免生人数	全日制计划招生人数	推免生比例
清华大学	2400	4135	58.0%
中国科学技术大学	2109	3800	55.5%
同济大学	2391	4400	54.3%
浙江大学	2700	5000	54.0%
哈尔滨工业大学	2265	4200	53.9%
武汉大学	2600	4920	52.8%
北京大学	1804	3554	50.8%
北京航空航天大学	1700	3400	50.0%
南京大学	2000	4000	50.0%
西安交通大学	2000	4000	50.0%
上海交通大学	2481	5000	49.6%
天津大学	2177	4434	49.1%
四川大学	2800	5780	48.4%
华中科技大学	3000	6200	48.4%
中国人民大学	1574	3300	47.7%
东南大学	1800	3900	46.2%
湖南大学	1665	3700	45.0%
北京理工大学	1384	3300	41.9%
复旦大学	1975	5000	39.5%
中山大学	1955	5000	39.1%

资料来源：互联网资料整理、广证恒生

图表 22 武汉大学近三年接受推免生比例


资料来源：中国教育在线、广证恒生

图表 23 浙江大学近三年接收推免生比例


资料来源：中国教育在线、广证恒生

39 所 985 高校考研入学人数约 20 万人，其研究生总招生规模约占全国 25%。经统计，39 所 985 高校合计招生数量在 20 万人左右，约占全国研究生招生人数的 25% 左右，其中推免生名额约占三分之一。

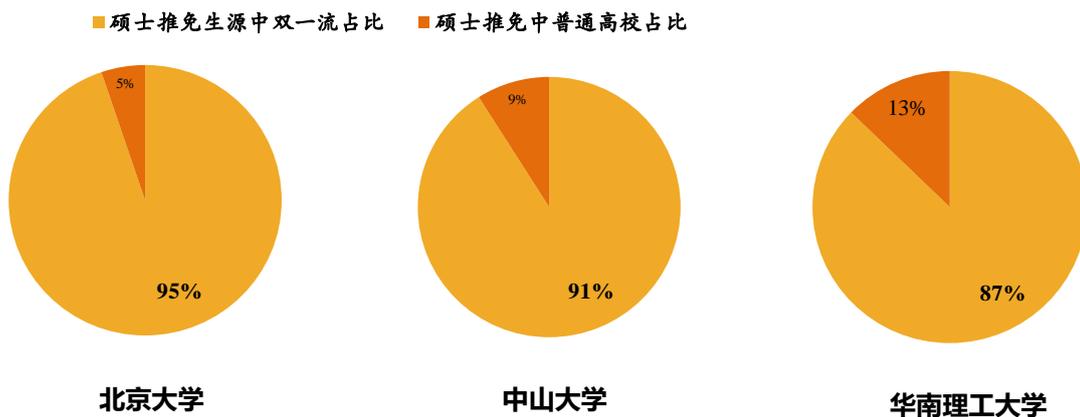
图表 24 985 高校研究生招生以及考研入学人数分析

项目	人数 -万人	分析
全国报考	290	
全国招生	80	报录比 3.6:1
39 所 985 高校招生	20	招生人数占全国招生比 25%
其中-保研名额	6-7	约占三分之一
-考研入学	12-13	统考入学率 60% 左右

资料来源：互联网资料整理、广证恒生

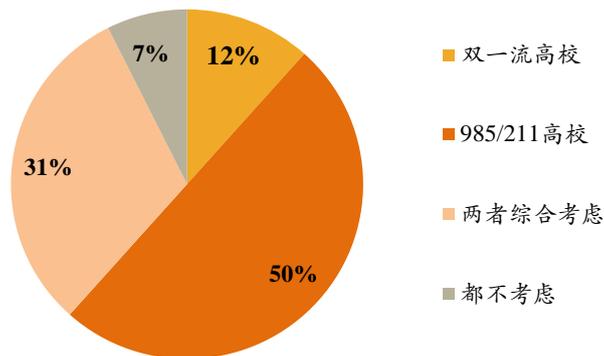
重点大学招收推免生，其生源学校主要为双一流学校。其中北京大学/中山大学/华南理工大学招收硕士推免生绝大部分生源为双一流学校的比例分别 95%/91%/87%，背后反映的是重点学校推免生更倾向于招生重点学校出身的学校，普通学校出身的考生要想进入重点学校很大程度上要通过考试方式入学。此外，绝大多数考生倾向于报考 211 级别以上的重点学校，招生少、报考多，竞争激励程度高。

图表 25 重点学校招收硕士推免生绝大部分生源为双一流学校



资料来源：中国教育在线、广证恒生

图表 26 90%以上考生倾向于报考 211 级别以上高校



资料来源：中国教育在线、广证恒生

2.2.3 经抽样统计：受推免生影响，985/211 高校招收考试入学人数比例较两年前减少 1.1pct/2.8pct，考生考试难度加大

我们通过对三类型高校做分层抽样调查，选取 985/211/普通高校三类型，每类型各 10 所高校近 3 年研究生招生数据进行分析，得出结论为：**985/211 学校招收推免生名额比例提升，不同程度的挤压了考试入学名额。**

从 985 高校来看，2017-2019 届总招生名额提升，但是招收推免生的名额比例进一步提高，招收考试入学名额也是正向增长，但是速度低于推荐生的增速。从 211 高校样本数据来看，总招生人数增加，但是受推免生的影响，统考招生人数减少。从普通高校来看，近两年招生推免生整体比例持平。

图表 27 985 高校研究生招生以及考研入学人数分析

类型	名单
985	中山大学、南京大学、湖南大学、南开大学、大连理工大学、山东大学、北京航空航天大学、中国人民大学、中南大学、上海交通大学
211	中央财经大学、上海财经大学、中南财经政法、上海外国语大学、中国石油大学、暨南大学、上海大学、北京邮电大学、对外经贸大学、广西大学
非 985/211 高校	深圳大学、浙江工商大学、浙江师范大学、江西师范大学、四川外国语大学、北京语言大学、山西大学、河北大学、黑龙江大学、山东财经大学

资料来源：互联网资料整理、广证恒生

图表 28 近两年 985 高校统考生招生名额占比减少 1.1pct

10 所 985 高校研究生招生数据汇总				
项目	2017	2018	2019	19 年-17 年的变化
招生人数	52250	51437	53492	1242
统考人数	34628	34076	34864	236
推免人数	17622	17361	18628	1006
推免生占比	33.7%	33.8%	34.8%	1.1pct
统考生人数占比	66.3%	66.2%	65.2%	-1.1pct

资料来源：公开数据整理、广证恒生

图表 29 近两年 211 高校统考生招生名额占比减少 2.8pct

10 所 211 高校研究生招生数据汇总				
项目	2017	2018	2019	19 年-17 年的变化
招生人数	24835	25985	25628	793
统考人数	20165	20806	20087	-78
推免人数	4670	5179	5541	871
推免生占比	18.8%	19.9%	21.6%	2.82pct
统考生人数占比	81.2%	80.1%	78.4%	-2.82pct

资料来源：公开数据整理、广证恒生

图表 30 近两年普通高校统考生招生名额占比基本持平

10 所普通高校研究生招生数据汇总				
项目	2017	2018	2019	19 年-17 年的变化
招生人数	13575	15616	16505	2930
统考人数	12570	14502	15326	2756
推免人数	1005	1114	1179	174
推免生占比	7.4%	7.1%	7.1%	-0.26pct
统考生人数占比	92.6%	92.9%	92.9%	0.26pct

资料来源：公开数据整理、广证恒生

2.2.4 论推免生对研究生考生的影响

① 从高校立场来看，高校更倾向于通过自主招生，招生“德才兼备”的优秀推免生，无论是名校，抑或是越来越多本科学校都竞相争取招收推免生的资格（如 985 高校推免生率不断提升，以及部分高校努力获得招生推免生的资格后，开始大规模的扩招推免生），并不断增加推免生的招生名额，招收推免生比例不断提升，挤压了通过考试方式入学学生的招生名额，导致考研尤其是报考名校研究生的学生录取率趋于下降，竞争更为激烈。

② 我们继续从 3 组数据来看：

a) 测算 39 所 985 高校研究生招生名额约为全国招生名额 20-25%，统考招生人数约占全国研究生统考招生人数在 15-20%（预计：985、211、其他研究生招生机构的合计招生比例分别为：25%、18%、57%；预计 985、211、其他研究生招生机构的统考占比比例分别为 65%、80%、7%）；

——重点学校招生的名额少，剔除推免生数量（超过 1/3）后招生更少，进入重点大学读研的难度非常高；

b) 重点大学招收的推免生，其生源学校约 90% 为重点学校；

——而要想通过推免生途径进入重点学校，大多数情况的前提是学生本科本来就是重点学校，本科非重点学校的学生以及没有推免资格的重点学校学生基本上只可以通过考试入学；

c) 据调查统计，90% 以上的考生倾向于报考 211 以上的重点学校。

——而绝大多数考生都想报考重点学校，进一步加剧了重点学校考试扎堆，提高了考生难度。

③ 从抽样数据来看：985/211/普通高校招收统考生人数比例较两年前-1.1pct/-2.8pct/0.3pct，高校整体招收统考人数提升，但部分高校受推免生比例快速增长导致招收统考生人数减少，市场担心招收统考生人数下降是否会影响考研报名人数，进而影响考研培训行业规模。

我们认为：研究生学历的继续提升依然是中国高等教育事业不断发展的必然特征，学生通过推免或参加考研招生考试从而进一步提高自身学历及专业素养将继续成为本科学生毕业后的重要选择方向。在高校毕业生就业压力持续居高不下，不同学历层次、不同学校品牌、不同专业前景的赋予学生不同的社会势能背景下，研究生将依旧为大多数本科毕业生的重要选择之一。尤其是考生对于名校学位的追求，使得越来越多的普通高校学生希望通过自身努力进一步提升学位资源积累，二战以及社会考生报考研究生的现象越来越普遍的情况下，我们判断未来研究生热度尤其是名校研究生热的现象将继续成为中国高等教育事业不断发展进程中的常见风景。

2.3 客单价：协议班助推生均 ARPU 提升

产品升级提升平均单价，协议班为主要推动力。目前行业产品结构基本可以对标 K12 培训机构模式，以线下大班（20-30 人）面授或直播/录播形式进行培训，以走读模式为主，培训周期以数周为主，价格在数千元/科左右，在线的课程在 2000 元/科左右。考虑考试难度增加，学生学习周期有望从过去的数周往秋季、半年、全年培训延伸，学生培训时长延长；结合我们草根调研发现，目前考研培训机构均在大力推广协议班模式，抬高行业平均客单价。

3. 从行业特点看考研培训行业壁垒及成长机会？

3.1 行业需求分散，看好具备高效需求整合能力型机构的成长

初试：研究生考研除统考科目外，自主命题科目标准化程度低，培训需求较为分散。目前全国研究生考试主要考 4 门科目，其中两门公共课政治+英语，属于公共统考领域；一门基础课数学或者专业基础课，其中考数学的参加全国统考，考专业基础的一般学校自主命题；一门专业课，分为 13 个专业门类，其中法硕、西医综合、教育学、历史学、心理学、计算机、农学等属统考专业课；其他非统考专业课都是各高校自主命题。由此可见，研究生考试是由统考+自主命题共同组成，具有相对集中+需求分散的特点。

复试：绝大部分为学校自主命题，标准化程度较低。目前全国研究生复试一般包括英语和专业课笔试，以及专业课面试，虽然部分高校会给出考试范围但依然是非常的宽泛，且面试往往会采取抽签回答问题形式，以考察学生综合能力为主。

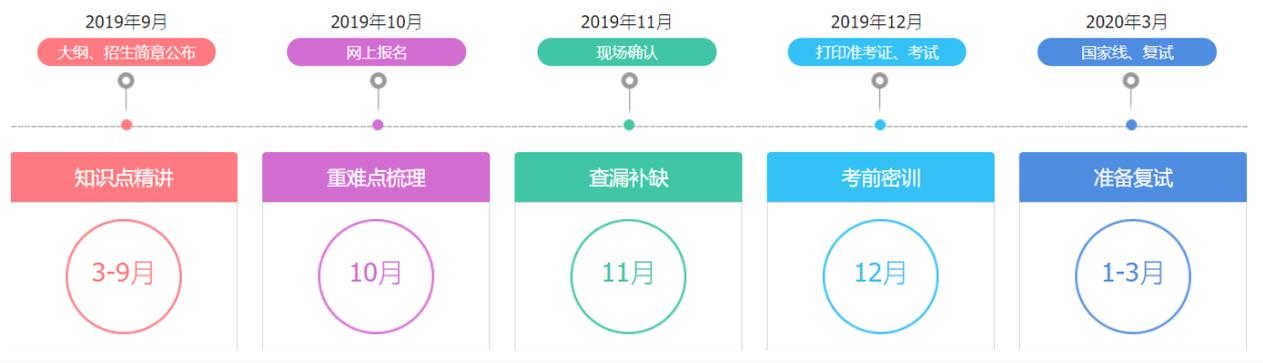
面对分散需求，高周转高效率管理+长期沉淀方为突破口。①由于各高校都是单独成为一个招生单位，全国拥有上百个研究生招生单位，考试内容、招生情况都是零散分散的，需要培训机构有强大的后台体系，把分散的信息整理，针对分散的课程进行研发，便需求培训机构规模要够大、且拥有高校的内部管控机制；②对于自主命题科目来说，一般单个学校试题风格是具有延续的性，所以对于长时间行业深耕的企业来说具有内容、信息沉淀优势，从考试内容动态更新的角度来看，我们认为至少要有 3-5 年的内容沉淀时间方可具备优势。

图表 31 考研科目情况

类型	科目	统考 or 自主
两门公共课	政治+英语	统考
一门基础课	数学 or 专业基础	统考 or 自主
一门专业课	哲学、经济学、法学、教育学、文学、历史学、理学、工学、农学、医学、军事学、管理学、艺术学等 13 门类	其中法硕、西医综合、教育学、历史学、心理学、计算机、农学等属统考专业课；其他非统考专业课都是各高校自主命题。

资料来源：互联网资料整理、广证恒生

图表 32 2020 届考研时间表



资料来源：互联网资料整理、广证恒生

3.2 行业供给小班专业化发展, 看好综合实力强的机构通过高端课程突围

教学模式变迁发展：从名师大班到小班专业化。在考研培训 1.0 时代，主要是以名师加以上线或线下大班形式授课，名师是培训机构的金牌“IP”，培训机构通过名师 IP 获得流量降低获客成本。名师大班课程时代，满足了早期相当部分学生的培训需求，但弊端包括互动性不足，依旧是大课相当于名师公开演讲的模式进行，且部分机构名师课程也并不是全程上课，大多数时候依然由普通老师进行上课；学生层面随着信息公开性、可获取性不断增强，大班课的利弊学生会不断的重新认识，具备专业研发团队，小班教学模式的课程需求不断凸显。

图表 33 目前国内部分名师情况

名师	微博粉丝数量	机构属性
何凯文	800 万+	文都英语名师
张宇	500 万+	启航数学名师
肖秀荣	362 万+	正保远程政治名师
任汝芬		考研政治名师
汤家凤	320 万+	文都数学名师

图表 34 名师大班 VS 小班对比

	机构	个人
大班	1) 包装名师, 名师 IP 是核心竞争力 2) 关键在于处理好与名师间的关系	1) 慕名而来, 为过去主流的学习模式 2) 互动性较弱, 不是每一堂课都是名师
小班	1) 依靠后台强研发运营体系, 团队作战 2) 面对面小班教学	1) 学习范围较好 2) 满足了一部分学生的需求



蒋中挺	550 万+	文都政治名师		保证教学质量, 为协议班奠定基础	
资料来源: 互联网资料整理、广证恒生			资料来源: 广证恒生		

高端课程协议班逐渐普及, 培训机构综合实力是协议班退费模式的保障。考虑目前行业各培训机构协议班等高端课程均在大力推广, 客单价在 3-10 万元不等, 对于不过的, 给予退费、重读等条件补充。我们认为, 退费模式下对于培训机构的现金流、运营效率、利润体量均有要求, 对于培训机构的品牌、招生能力、教学品质、可持续发展能力均有要求。我们认为, 在考研培训行业激励竞争下, 具备综合实力优势培训机构的更具备协议退费的保障, 有望在课程产品升级中率先突围。

4. 为什么是中公教育?

中公教育是国内职教培训龙头企业, 2001 年开始进入公务员考试培训行业, 经过近 20 年的发展成为国内领先的职业就业培训综合服务提供商, 2019 年 H1 培训人次 197 万人次, 同比增长 44.35%, 其中考研和 IT 培训等新品来营收同增 89%, 截止 2019 年 6 月 30 日, 公司在全国覆盖了 319 个城市, 拥有 880 个网点, 拥有教育团队 11604 人以及近 2000 人的研发团队, 19 年前三季度研发投入为 5.1 亿元, 占比为 8.31%, 高度重视内容研发, 规模化优势明显, 立足高效运营基因, 保障赛道成功扩张。

中公考研是中公教育旗下一个子赛道, 于 21014 年推出全新版本, 目前已经拥有过千人的教师和研发团队, 开设了包括初试、复试以及推免生培训等针对全方位学生需求的课程, 课程类型包括考研乐学系列、魔鬼集训营、VIP 1 对 1、考研微课等系列产品, 线上+线下结合, 短周期+长周期结合, 协议+普通结合等多元课程体系, 我们预计 2019 年公司考研细分领域营收有望接近 10 亿元, 跻身行业第一梯队。

4.1 基于优势品类经验, 画好用户同心圆, 做降维打击

公务员考试领域, 需求分散+考试形式+目标用户与考研领域较为相似。①目前, 我国公务员分为国考、省考, 国考由全国统一命题, 省考部分独立命题部分统一命题, 且岗位需求下放区或街道级别, 需求比研究生考试校级需求更为分散。②同时, 公务员考试主要以笔试+面试为考试形式, 考试范围广、没有明确的边界, 考试形式特征与考研相似。③从目标用户来看, 公务员考试针对的是 35 岁以下, 主要针对本科学历以上的群体, 考研群体主要针对 20-30 岁本科或研究生毕业群体, 围绕大学校园, 考研与公务员考试具有一定用户重合度。

图表 35 公务员考试与研究生考试对比



项目	公务员	考研	对比分析
考试时间	国考 11 月；省考 4 月	初试 12 月/复试明年 3-4 月	考试时间基本错开，考生可同时备考公务员和考研
针对人群	国考：一般要求年龄 35 周岁以下，全国范围内本科、研究生、往届毕业生，部分职位要求研究生和英语四级、计算机二级等。 省考：要求与国考类似，部分省份对户籍有要求	主要为 20-30 岁本科学历人群	两者人群重叠度高
笔试	行测和申论，8 个非通用岗位会考察英语，中国银保监会等机构会考察专业内容，国考。部分省考和国考考试内容一致。	两门公共课英语、政治统考，一门基础课数学或专业基础课，一门专业课	两者考试科目不同；考试没有明确的范围
面试	结构化和无领导小组面试结合	过去主要以结构化面试+专业课抽签答题为主，先逐渐加入无领导小组面试	两者基本都为自主命题，需求分散。
命题	国考统一，省考部分统一，部分独立	公共课统一，部分基础部分专业课统一。	有统考的部分，也有自主命题部分，需求分散。
组织单位	中共或者省市组织部、人力资源保障单位、国家或地方公务员局	教育部组织，研究生招生单位参与	组织单位分散

资料来源：互联网资料整理、广证恒生

公考培训龙头，三位一体+重视研发+直营化渠道+管理优化效率提升构建壁垒，成功经验复制降为打击考研培训赛道。中公教育从 2001 年在公考培训领域起步，与华图、启政、华政、文京教育等诸多公考培训企业在竞争中成长，从前 10 年的厚积薄发成长为公考培训地位居前的第一梯队序列，到近几年的迅猛增长成长为当之无愧的行业第一龙头。我们认为，中公教育近些年的迅猛发展甚至逆势增长，得益于公司十年磨刀，构建起平台性支撑能力。围绕三位一体的用户服务模式，以及对于研发体系的高度重视，期间完成直营化布局与渠道的坚定扩张与下沉，在提高通过率水平的前提下首创并大胆启用协议班退费机制从而实现快速抢占市场与差异化定价，公司层面运营管理过程中机制的不断优化进而带来管理和运营效率的不断提高，从而实现精细化与规模化管理。与诸多培训企业所面临的诸多问题相似，中公教育在成长壮大过程中也多次面临“名师”流失危机、代理商机制的弊端甚至尾大不掉、核心骨干的流失等，公司管理层在不断处理“BUG”的过程中，不断构建起稳健、迭代的快速响应机制与运营管理机制。正是在公考以及公职招录领域不断进化形成的垂直一体化的快速响应能力，成为此后公司由公考向事业单位及教师招录培训延伸，从公职招录培训向考研培训乃至素质教育培训领域扩张的核心竞争力，从而助推企业打破产品品类的单纯物理边界，充分利用服务能力同源、渠道同源、客户同源等既有优势，实现多品类全市场的快速扩张，



不断进击成为公考培训龙头、公职招录培训龙头以及向考研培训龙头迈进，进而瞄准素质教育与能力培训广泛市场。

4.2 通过协议班提供高端品质服务，专业化小班+规模化优势保证品质

应行业需求趋势，积极推出协议班课程满足高端需求，提高平均客单价。中公率先在行业内推出协议班模式，为学员提供了更为灵活的选课、授课方式以及更为丰富的课后增值服务，并根据学员未通过不同阶段考试的情况退还一定比例的费用。协议班模式下公司能够提高产品定价水平，实现差异化定价：即针对考试及面试通过的协议班考生能够收取较高的课单价，而未获得通过或录用的考试则收取与普通班费用相当的课单价，从而提升整体服务定价水平，目前协议班单科客单价 2 万元起步，相比过去的几千元拥有数倍的提升，退费利弊分为初试、复试不同阶段和不同课程收费退费比例不同，2017 年中公教育集团协议班收入占比为 72.7%，同时结合中公教育考研官网界面课件，以高端的协议班推广广告最为显眼，可见中公教育在协议班推进方面较为积极。

小班化教学保证学生上课质量，规模化体量优势保证协议班顺利运行。目前中公教育在考研业务已经布局超过 1000 名教师，并已有超过 5 年的专业化课程研发投入与沉淀，形成了线上+线下+全科覆盖+长短班级多元课程组合模式，并致力于小班面授教学，保证教学质量适应了当下学生的多元需求。中公考研有望围绕大学生用户同源，借助中公集团过往 800 多个校区网点的规模优势，规模优势现金流充裕保证协议班模式顺利运营，品牌优势有望延续至考研领域。

图表 36 中公考研协议班情况

课程	收费	退费条件
集训营	初试协议班： 35800	若学生未进初试退费 8000 元。若学生未被录取退费 10000 元，未进复试退费 16000 元
	无忧协议班： 43800	
考研 1 对 1 协议班(全年)	政治：21800 英语：21800 数学：35800	未达指定分数退费 8000 或 12000 元(根据所学科目)
全科定制协议班	118800	高端课程退费比例更高

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 37 中公与华图协议班模式收入占比 (%)



资料来源：公司公告、广证恒生

图表 38 中公教育官网广告以推荐高端课程产品为主



offcn 中公考研

考研直播 考研学科 研招信息 备考资料 面授课程 考研网校 各地考研

全年集训营 寒假集训营 考前特训营 学硕集训营 专硕集训营 暑期集训营 二战冲刺营 春季集训营 乐学全科智胜班 VIP VIP1对1
集训营 半年集训营 秋季集训营 状态管理营 暑期培优营 冲刺集训营 艺术复试营 周末面授班 魔鬼集训营 乐学 乐学全科协议班 高端 咨询课程

热门推荐
择校择专业 考研历年试题 万人模考 专科生考研
研究生专业 在职研习社 考研好课节 十三大门类

面授课程
冲刺集训营 新闻传播学 考前特训营 艺术考研
OL/OAO乐学 高端VIP1V1 会计学考研 医学考研

考研网校
21在职人考研 英一精讲班 政英一联报 专业课程
英二管综联报 政治精讲班 政英二联报 网授课程

冲刺集训营·备考冲刺有章法 考前七天七晚·封闭集训
冲刺指南 | 2020考研初试临近需避免哪些误区 临近考试如何舒缓心理压力
院校专业 | 考研院校选择难度评估参考依据 数学与应用数学专业就业方向
准考证 | 研究生准考证打印入口|准考证打印注意事项 研究生准考证用途
考研大纲 | 政治 数学 英语 管理类联考 计算机 教育学 中医 更多>>

20京考公告解读暨报考指导峰会 | 职位匹配查询系统

2021 考研 在职研习社 解锁考研新规则
200+研发团队, 800+师资团队, 匠心研发, 潜心教学

资料来源：中公教育官网、广证恒生

4.3 市占率敏感性测算：中性条件下5年后考研培训营收接近50亿

我们根据考研培训规模做敏感性测算：①我们预计2020届考研市场规模为94亿元，公司在2019年考研培训营收为8-10亿元，市占率在9.5%左右，文都、新东方等机构考研培训市占率均在10%左右。②我们预计2025届考研市场规模为230亿元，我们认为中公教育有望通过品牌、课程研发、标准化管理运营等优势提高市场份额，分别根据悲观、中性、乐观10%/20%/30%的市占率做敏感性测算，在中性情况下，2025届中公教育考研培训收入为46亿元。

图表 39 中公教育考研板块收入敏感性测算

项目 -亿元	2020 届	2025 届		
		悲观	中性	乐观
市场规模	94	230	230	230
市占率	约 9.5%	10%	20%	30%
中公考研收入	预计 8~10 亿	23	46	69

资料来源：广证恒生

5.附：主要考研辅导机构的比较

5.1 文都教育

在众多考研辅导机构中，文都教育是国内考研培训领域的知名品牌。自1996年办学以来，文都教育专注于考研领域，积累了大量的优秀教师和优质口碑。其发展模式分为两个阶段：1) 2015年以前以“名师+加盟”模式为主，仅在公司总部北京进行直营，在全国其他地区均以加盟模式开展业务，通过绑定优质头部



教师，进行考研培训业务；2) 2015 年开始全国并购，转型直营，对全国加盟商进行梳理，对经营管理团队优秀、市场占有率高、前景明朗的加盟商进行收购，以提高教学质量。

在课程设置方面，文都教育以线下面授课为主，通过分布在全国各地数十个教学基地，对报名的学生进行面授。文都教育主要的课程包括集训营、周末班以及 1 对 1 课程。集训营主要是将报名的学生集中在文都教育的教学基地，对学生进行全天候督学、封闭式高强度教学，一般是在寒暑假的时候进行集训。而周末班适合平常在学校学习的学生，在周末进行面授课，在周中的时候提供网课录播的服务。全程 1 对 1 课程则属于高端系列课程。

图表 40 文都教育课程设置

课程类型	收费标准 (最低价格)	课时	特色
周末班 (彩虹卡)	全科: 21800 政英: 13800 政治: 6800 英语: 8800	政治: 200 课时 英语: 300 课时 专业课: 32 课时	提供公共课周末面授辅导以及目标院校专业课 1v1 特训
考研全年集训营	全科: 59800 三科: 49800 双科: 39800 单科: 29800	政治: 468 课时 英语: 500 课时 数学: 540 课时 专业课 (150 分): 40 课时 专业课 (300 分): 72 课时	前期提供周末面授课程，周中提供一对一网课服务或录屏课服务，从寒假开始提供封闭式教学
全程 1 对 1	政治: 35800 英语: 49800 数学: 69800 管理类联考: 69800 150 分专业: 19800 300 分专业: 29800	政治: 120 课时 英语: 200 课时 数学: 256 课时 管联: 256 课时 150 分专业: 72 课时 300 分专业: 96 课时	提供单科或多科服务，针对学生个人的特点进行授课，按照选择的教师类型 (助理教师、特聘教师、名师) 进行收费。

资料来源：草根调研、公司网站、广证恒生

5.2 新东方

新东方创立于 1993 年，起初公司专注于出国英语培训，随着规模的扩大，新东方教育不仅覆盖了全方位、全年龄段的英语学习，还上线了新东方在线，将业务扩张到英语培训以外，涉足中小学基础教育、学前教育、在线教育、图书出版等领域，同时还包括考研培训。新东方利用其十几年的品牌影响，积累了大批线下名师，尤其是英语名师，再加上在线教育的分发优势，成为考研辅导机构市场强有力的角逐者。

新东方的考研辅导分为两大板块，一是新东方考研的面授课程辅导，二是新东方在线的网课辅导。新东方考研的线下面授课程主要是在新东方全国各地的教学基地进行面授教学，全年滚动开课。而新东方在线的课程包括全程班、直通车和直通车 plus。全程班为学生提供直播加录播的网课服务，提供学习资料供学生自学。而直通车与全程班教授方式相似，但课程内容会有所增加，还有定期测试、英语作文批改等 VIP 服务。为了针对中高端市场，新东方在线在 2018 年还推出了线上网课+线下集训的新产品直通车 plus，除了直通车课程的全部服务以外，还为报名的学生提供在北京高校内的寒假 10 天、暑假 36 天封闭式面授课



程。直通车与直通车 plus 课程更是自带重读保障，即学生未达到所报考院校公布的分数线或国家线，允许学生免费重读原购买的考研相关课程。

图表 41 新东方课程设置

教学机构	课程类型	收费标准	课时	特色
新东方在线	全程班	三科联报：3669 两科联报：减 400 英语：1490 政治：890 数学：1390 专业课：1380 起 重读协议：499	英语：255 课时 政治：167 课时 数学：220 课时	提供直播加录播的课程和纸质资料，以学生自学为主。
	VIP 直通车班	英语：4990 政治：3390 数学：4990 政英：5980 英数：6980 政英数：8880	英语：280 课时 政治：190 课时 数学：283 课时	与全程班的教授方式相同，但课程内容会有所差异，还提供阶段性测评和作业批改服务，并且带有重读保障。
	直通车 plus	英语：19800 政英：25800 政英数：29800	英语：268 课时 政英：426 课时 政英数：730 课时	除了直通车全部服务以外，还提供寒假 10 天、暑假 36 天的封闭式面授课程；该班型限量招生，最多不超过 150 人。
新东方考研	无忧计划	数学：10800 英语：11800 政治：8800	数学：232 课时 英语：188 课时 政治：120 课时	提供纯面授课程，无重读保障服务。

资料来源：草根调研、公司网站、广证恒生

5.3 中公教育

作为公职类培训的龙头企业，中公教育在 2014 年成立中公考研子品牌，进入考研市场这一赛道。中公考研采用直营店的形式，在全国 30 多个省市拥有直营分部对考研学子进行教学。同时中公考研拥有 28 个不同专业的教学研究院，实现考研辅导行业师资团队的专业化、精细化、科学化分工。

在课程设置方面，中公考研的课程种类众多，覆盖面更为广泛，主要包括集训营、乐学面授课程、1 对 1 课程、在线精品课程。集训营课程种类众多，既有全年集训营、半年集训营、冲刺集训营，还有专为二战学生准备的二战集训营和假期为学生提供的寒假集训营和暑假集训营。而针对在校学生，中公考研为考生提供乐学面授课程，提供周末走读面授教学以及暑假集中面授教学，同时还提供专业课 1 对 1 辅导。这类课程还能够提供初试协议以及复试协议，若学生未进复试即退 7,000 元或重读周末走读面授课程，若学生未被录取即退 10,000 元或重读周末走读课程和集训课程。在高端产品方面，1 对 1 课程服务按照服务不同分为标准班、协议班和定制班，为考生提供定制化服务，同时还包含退费协议，若考生未达到指定分数则退费。并且，中公考研还提供纯网课资料的精品课程，并提供重读保障和多科联报的优惠。

图表 42 中公考研课程设置



课程类型	班级类型	收费标准	特色
集训营	专业定向集训 (秋季集训营)	全科标准班: 28800	提供公共课小班面授、专业课定向辅导的服务
		初试协议班: 35800 无忧协议班: 43800	协议班还提供专业课 1 对 1 辅导的服务。初试协议班包含退费协议, 若学生未进初试退费 8000 元。无忧协议班也包含退费协议, 若学生未被录取退费 10000 元, 未进复试退费 16000 元
	公共课标准班 (秋季集训营)	政英数: 21800 政英: 18800 双科: 18400 单科: 11400	提供公共课小班面授的课程
考研 1 对 1	标准班	公共课、专业课: 3500 (10 课时) /6800 (20 课时) /12800 (40 课时) 艺术类专业课: 4000 (10 课时) /8000 (20 课时) /16000 (课时)	提供 1 对 1 学习导师、学习管理师双师服务
	协议班 (全年)	政治: 21800 英语: 21800 数学: 35800 管理综合: 38800 经济学综合: 36800 专业课 150 分: 22800 专业课 300 分: 29800 政英: 42000 政数/英数: 56800 政英数: 74800 政英+专业课: 66800 政英数+专业课: 91800	除了面授课程以外, 提供全程双师督学服务和免费答疑服务, 同时包含退费协议, 未达指定分数退费 8000 或 12000 元 (根据所学科目)
	全科定制协议班	118800	除协议班服务外, 还有提供更多的周末面授课程和更好的师资进行服务
乐学课堂	乐学智胜班	19800	提供周末面授小班课程和补弱培优班课程, 同时提供复试网课资料
	乐学加强班	27800	除乐学智胜班以外, 还有为期 45 天的暑期集训 (不住宿费)
	乐学初试协议班	34800	除了提供周末面授小班课程和补弱培优班课程外, 同时提供 45 天的暑期集训和 30 天的冲刺集训 (均不含住宿), 并提供

			复试标准班服务，未进复试退费 7000 元或者重读乐学公共智胜班课程
	乐学无忧协议班	44800	与初试协议班提供的服务相同，但退费协议升级为：未被录取退费 10000 元或重读乐学公共课智胜班和暑期集训
精品课程	公共课	政治：980 英语：980 数学：980 管理学综合：1580 两科联报：减 400 三科联报：减 600 全科：减 1000	只提供网课资料服务，以自学为主

资料来源：草根调研、公司网站、广证恒生

中公考研虽然相比于文都教育新东方更晚进入考研赛道，但是中公考研具有以下不同点：

1. 中公考研的课程带有退费协议和重读保障。中公考研的每一类课程基本都带有初试协议班和无忧协议班，这两类班型均含有退费协议和重读保障：未达到一定标准即可享受退费或免费重读课程。相比于新东方，中公考研除了重读以外，还可以让考生选择退费，为考生提供更多的选择。而文都教育的课程均不含有该类协议和重读保障。

2. 中公考研针对每个科目设有专门的研究院。中公考研拥有众多全职辅导教师，设立了政治、英语、经济学等 28 大专业研究院，针对每一类学生提供专门化的教学服务，满足考生个性化的学习备考需要。

图表 43 中公考研研究院



资料来源：公司官网、广证恒生

3. 中公考研专注于考生个性化服务，坚持小班教学。相比于新东方与文都教育强推“名师效应”，中公考研针对考生的特点推出补弱培优班，并进行 38 人以下的小班教学，为不同考生提供差异化的辅导。而其他两家机构的面授课程在 50-70 人的区间内。



6.风险提示

- ① 教育整合不达预期；
- ② 教育政策风险；
- ③ 跨品类扩张不达预期风险；
- ④ 快速扩张进程中公司运营与管理承压的风险。



盈利预测与估值模型:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3070	10735	10958	12742	营业收入	6237	8983	12407	16538
现金	649	6641	5361	5641	营业成本	2552	3665	5049	6698
应收账款	7	10	14	18	营业税金及附加	27	42	56	76
其它应收款	81	54	58	64	营业费用	1102	1587	2192	2922
预付账款	1	1	1	1	管理费用	873	1797	2457	3142
存货	0	0	0	0	财务费用	-3	37	-2	7
其他	2332	4028	5523	7017	资产减值损失	0	8	4	6
非流动资产	4132	4545	6553	8053	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	110	90	90	90
固定资产	699	667	626	574	营业利润	1340	1938	2740	3778
无形资产	204	689	1476	2964	营业外收入	1	8	5	5
其他	3229	3188	4451	4514	营业外支出	1	3	3	2
资产总计	7202	15279	17510	20795	利润总额	1340	1942	2742	3781
流动负债	4151	4830	6132	7593	所得税	187	271	382	527
短期借款	1607	1449	1528	1489	净利润	1153	1672	2360	3254
应付账款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他	2544	3381	4604	6104	归属母公司净利润	1153	1672	2360	3254
非流动负债	97	88	75	63	EBITDA	1564	2079	2850	3908
长期借款	0	-12	-23	-35	EPS (摊薄)	0.19	0.27	0.38	0.53
其他	97	99	98	98					
负债合计	4248	4918	6207	7656	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	104	6167	6167	6167	成长能力				
资本公积	1145	842	842	842	营业收入增长率	-6.4%	44.0%	38.1%	33.3%
留存收益	1705	3353	4295	6130	营业利润增长率	1189.2%	44.6%	41.4%	37.9%
归属母公司股东权益	2954	10362	11303	13139	归属于母公司净利润增长率	1469.5%	45.0%	41.2%	37.9%
负债和股东权益	7202	15279	17510	20795	获利能力				
					毛利率	59.1%	59.2%	59.3%	59.5%
					净利率	18.5%	18.6%	19.0%	19.7%
					ROE	47.1%	25.1%	21.8%	26.6%
					ROIC	26.9%	14.4%	18.4%	22.3%
					偿债能力				
					资产负债率	59.0%	32.2%	35.4%	36.8%
					净负债比率	37.83%	29.23%	24.24%	18.99%
					流动比率	0.74	2.22	1.79	1.68
					速动比率	0.74	2.22	1.79	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	0.80	0.76	0.86
					应收账款周转率	149.90	1082.02	1063.31	1047.45
					应付账款周转率	80.62	0.00	0.00	0.00
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.27	0.38	0.53
					每股经营现金流 (最新摊薄)	13.56	0.15	0.15	0.54
					每股净资产 (最新摊薄)	28.46	1.68	1.83	2.13
					估值比率				
					P/E	1.83	74.78	52.97	38.42
					P/B	0.71	12.06	11.06	9.51
					EV/EBITDA	56.81	57.62	42.51	30.91

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1408	929	936	3326
净利润	1153	1672	2360	3254
折旧摊销	138	100	110	121
财务费用	-3	37	-2	7
投资损失	-110	-90	-90	-90
营运资金变动	171	-812	-249	39
其它	59	23	-1193	-4
投资活动现金流	-2360	-465	-866	-1571
资本支出	-263	18	2	10
长期投资	1942	-44	-120	-120
其他	-4039	-439	-748	-1461
筹资活动现金流	1412	5528	-1349	-1476
短期借款	315	-158	79	-39
长期借款	-12	-12	-12	-12
普通股增加	-717	6063	0	0
资本公积金增加	432	-303	0	0
其他	1393	-63	-1416	-1424
现金净增加额	460	5992	-1279	279



团队成员介绍：

肖明亮：江西高安人，武汉大学会计学硕士，目前担任 TMT 负责人，传媒和教育行业负责人，5 年传媒行业研究经验。持续跟踪覆盖文化传媒和教育领域，在文娱、教育、营销服务、出版发行等细分领域积累了较丰富的研究经验，重视产业链研究分析。

叶锐：广东梅州人，华东师范大学法学硕士，具有新财富团队实习及大型泛娱乐上市公司投资部工作经验，近 3 年产业和行业研究经验，主要研究教育及泛娱乐方向。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

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。