

2021年01月03日

# “内卷加剧”，考研人数再创新高，招录类考试培训持续受益 增持（维持）

证券分析师 吴劲草  
执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn  
证券分析师 张家璇  
执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn  
证券分析师 张良卫  
执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn  
证券分析师 周良玖  
执业证号：S0600517110002  
021-60199793  
zhoulj@dwzq.com.cn

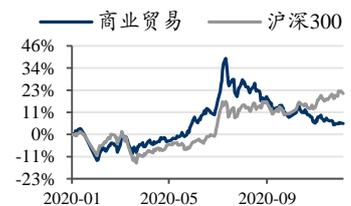
## 本周观点

- **就业压力大，考研越来越“内卷”**：上周末2021年全国硕士研究生如期进行，据教育部数据，今年参加考研的人数再创新高，达到377万人，同比增幅达到10.6%。在经历了2012-2015年的相对平静期后，近5年我国考研人数持续增加，反映出就业压力之大。我们认为考研人数能够很好地作为我国年轻一代的就业焦虑指数，加入到考研大军中的学生同样也是会选择参加公务员，事业单位等其他招录类考试，侧面反映出工作越来越内卷。考研并非为了加深学术造诣，而是一方面学生希望通过考研来避开就业高峰期，另一方面学生也认为自己的本科无法带来更高的起点，希望通过考研来增强背景竞争力，获得更加充分的准备时间。
- **招录类考试培训市场核心增长的来源是参培率&客单价的提升，而不是招录岗位的变动**。在激烈的竞争环境下，人们的焦虑感增强，参培率提升，并且，在对于不确定性的预期和对于此类工作的向往之下，客单价会提升。二者的持续提升在可见的未来（5-15年）中都是比较具有确定性的。
- **招录类考试市场培训体系还未完全成熟，大品牌持续受益**：在内循环的大背景下，我们预计招录类考试培训需求增加，模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，但这些市场的培训体系目前还未完全成熟，需要像中公教育这样的龙头企业对其进行成熟化、规范化、工业化的改造，而在这个过程中，中公教育也有望持续提升市场份额，进一步加深品牌和管理系统的护城河地位。随着参培率的提升，量价齐升带来头部公司的广阔的业绩增长空间。

## 近期研究汇总

- **华夏视听教育拟3亿元收购国内最大的美术艺考培训机构之一水木源画室，对应21年PE为12.5倍**。承诺21-23年归母净利润分别不少于人民币2400万/2760万/3174万元，水木源是国内领先的美术艺考培训机构，2019年实现收入1.87亿元，同比+30.7%，实现净利润2461万元，同比+44.6%。拥有北京、济南、杭州、深圳及大连五大直营校区及培训中心，年培训学员约3,100人。连续9年拿到清华美院和中央美院合格证的人数均排名第一。此次收购将使得集团艺术类培训网络进一步丰富多元，未来还有持续内生外延空间。此外，江苏学费开始放开，2021年预计大概率开始上调，也将增厚集团利润。
- **建议关注标的**：中公教育，传智教育，华夏视听教育，中国东方教育，中汇集团等
- **风险提示**：疫情反复，民促法尚未落地，收并购整合风险等

## 行业走势



## 相关研究

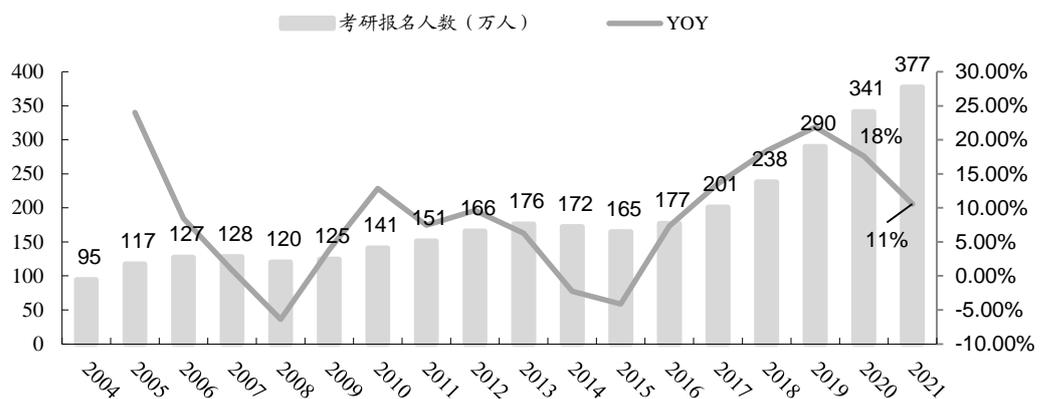
- 1、《2021零售&教育行业年度策略：中国优质供应链品牌化强势崛起，低利率大环境下消费估值中枢抬升》2021-01-02
- 2、《商业贸易行业点评：11月社零数据发布，疫情后线下增速首次回正》2020-12-15
- 3、《电商行业深度：2020双十一之惑：GMV口径变化，双十一增速愈发趋近全年增速》2020-11-16

## 本周观点

### 考研到底有多“内卷”？招录类考试培训机构参培率有望整体提升

**就业压力大，考研越来越“内卷”：**上周末 2021 年全国硕士研究生如期进行，据教育部数据，今年参加考研的人数再创新高，达到 377 万人，同比增幅达到 10.6%。在经历了 2012-2015 年的相对平静期后，近 5 年我国考研人数持续增加，反映出就业压力之大。我们认为考研人数能够很好地作为我国年轻一代的就业焦虑指数，加入到考研大军中的学生同样也是会选择参加公务员，教师等事业单位等其他招录类考试，侧面反映出工作越来越内卷。考研并非为了加深学术造诣，而是一方面学生希望通过考研来避开就业高峰期，另一方面学生也认为自己的本科无法带来更高的起点，希望通过考研来增强背景竞争力，获得更加充分的准备时间。

图 1：2020 年（2021 级）考研报名人数大幅增长，反映就业压力之大



数据来源：教育部，东吴证券研究所

**招录类考试培训市场核心增长的来源是参培率&客单价的提升，而不是招录岗位的变动。**在激烈的竞争环境下，人们的焦虑感增强，参培率提升，并且，在对于不确定性的预期和对于此类工作的向往之下，客单价会提升。二者的持续提升在可见的未来（5-15 年）中都是比较具有确定性的。

**招录类考试市场培训体系还未完全成熟，大品牌持续受益：**在内循环的大背景下，我们预计招录类考试培训需求增加，模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，但这些市场的培训体系目前还未完全成熟，需要像中公教育这样的龙头企业对其进行成熟化、规范化、工业化的改造，而在这个过程中，中公教育也有望持续提升市场份额，进一步加深品牌和管理系统的护城河地位。随着参培率的提升，量价齐升带来头部公司的广阔的业绩增长空间。

## 近期研究汇总

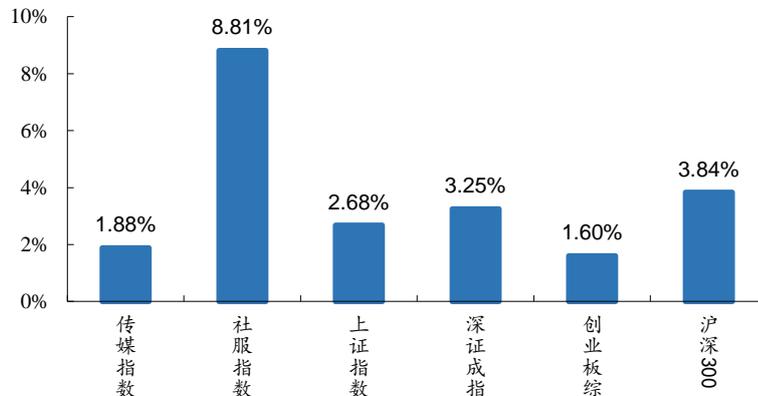
华夏视听教育 12 月 20 日公告，拟 3 亿元收购国内最大的美术艺考培训机构之一水木源画室，对应 21 年 PE 为 12.5 倍。承诺 21-23 年归母净利润分别不少于人民币 2400 万/2760 万/3174 万元，水木源是国内领先的美术艺考培训机构，2019 年实现收入 1.87 亿元，同比+30.7%，实现净利润 2461 万元，同比+44.6%。拥有北京、济南、杭州、深圳及大连五大直营校区及培训中心，年培训学员约 3,100 人。连续 9 年拿到清华美院和中央美院合格证的人数均排名第一。此次收购将使得集团艺术类培训网络进一步丰富多元，未来还有持续内生外延空间。此外，江苏学费开始放开，2021 年预计大概率开始上调，也将增厚集团利润。

## 本周行情回顾

过去一周，传媒指数（申万）上涨 1.88%，社服指数（申万）上涨 8.81%，上证指数上涨 2.68%，深圳成指上涨 3.25%，创业板指上涨 1.60%，沪深 300 指数上涨 3.84%。

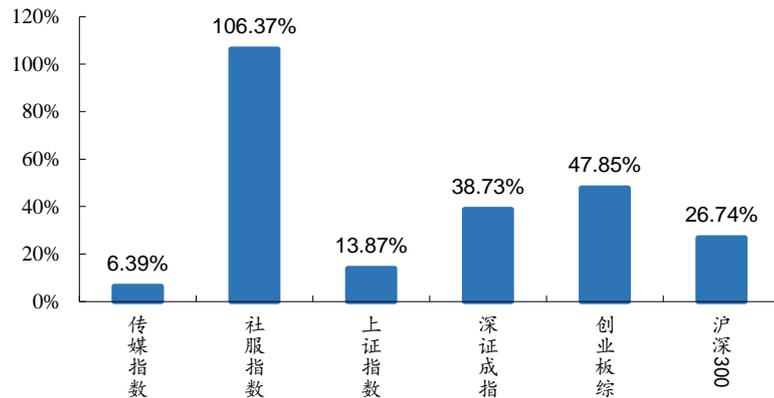
2020 年全年，传媒指数（申万）上涨 6.39%，社服指数（申万）上涨 106.37%，上证指数上涨 13.87%，深圳成指上涨 38.73%，创业板指上涨 47.85%，沪深 300 指数上涨 26.74%。

图 2：过去一周行情涨跌情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2020 年全年行情涨跌情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 本周行业重点公告

**【科德教育】(300192.SZ)** 12月28日公告：拟收购合肥龙翔高复学校70%的股权。该校是由庐阳区教体局分管的一所正规专业的高考复读学校，现有学生1000多人，已形成以高复为核心，以出国留学、单科辅导为两翼的集团办学发展格局。未来公司将继续在各省积极扩张职普融合、中高考复读和短期封闭培训等业务，加快异地扩张步伐。

**【民生教育】(01569.HK)** 12月28日公告：通过全资子公司北京民晟收购由国开祥云持有的电大在线剩余50%股权，转让底价为人民币4.1亿元。

**【跟谁学】(GSX.US)** 12月28日公告：本月8.7亿美元定增融资已全部到位。高途课堂品牌升级，高途课堂与跟谁学好课两大品牌的主讲名师、辅导老师、教育教研体系全面融合和打通。

**【好未来教育】(TAL.N)** 12月29日公告：与银湖（Silver Lake）等达成33亿美元私人配售协议，其中23亿美元为可转换债券，10亿美元为新发行的A类普通股。

**【天立教育】(01773.HK)** 12月30日公告：本月配售及认购事项分别于18日及30日完成。总计9100万股认购股份已按净价7.63港元认购，认购股份相当于公司配售后股份的约4.2%。公司配售所得净额6.94亿港元拟用作(1)未来潜在以合理的价格收购高质量的目标及(2)拓展一线及核心城市的自建自营项目。

**【中汇集团】(00382.HK)** 12月30日公告：关于收购四川新概念教育投资有限公司及成都育德后勤管理有限公司51%股权的交易进度。目标公司已获四川省市场监督管理局批准以南宁卓文教育名义登记其销售股份，并已向四川省教育厅作出必要备案。

**【豆神教育科技】(30010.SZ)** 12月31日公告：董事会同意将2016年定增项目剩

余募集资金 3.35 亿元及所产生的利息的用途变更为永久补充流动资金。

**【中公教育】(002607.SZ)** 12 月 31 日公告：拟募资行政许可申请近日获证监会受理。本次拟募资不超过 60 亿元，扣除发行费用后拟全部用于怀柔学习基地建设项目及补充流动资金。

## 本周行业重点新闻

### 中悦科技获数千万 Pre-A 轮融资，将用于产品研发、销服体系建设等

蓝鲸教育 12 月 28 日讯，智慧校园 AIoT 解决方案提供商中悦科技日前宣布获数千万 Pre-A 轮融资，汉能创投领投，西交 1896 创投基金、老股东常见投资跟投。本轮融资将用于产品研发、全国重点区域销服体系建设等。

### 知阅书房完成 2300 万元天使轮融资，将用于产品、技术研发及市场品牌营销

蓝鲸教育 12 月 28 日讯，在线阅读教育平台知阅书房当日宣布已完成 2300 万元天使轮融资，估值超过 2 亿人民币，由红点创投中国基金领投，朴新教育、蓝象资本跟投。知阅书房创始人庄重表示，本轮融资将主要用于教学产品研发、技术研发及市场品牌营销。

### 作业帮完成逾 16 亿美元的 E+轮融资

中国证券报 12 月 29 日讯，作业帮日前完成逾 16 亿美元的 E+轮融资。阿里巴巴、Tiger Global、软银愿景基金一期、红杉资本中国基金、方源资本等机构参与了此轮融资。上一轮 7.5 亿美元融资于半年前完成。

### 三和教育获数千万元天使轮融资

蓝鲸教育 12 月 30 日讯，三和教育于近日获得了来自青松资本的数千万元天使轮融资。三和教育瞄准 11-18 岁语文培训市场，旗下语文教育产品为“竹蜻蜓语文”。

### 爱阅家完成 2800 万元 A 轮融资，将用于供应链升级、门店扩张、市场投入等

蓝鲸教育 12 月 30 日讯，爱阅家于近日完成 2800 万元 A 轮融资，投资方为博信基金和创业接力基金。其曾于 2015 年 8 月及 2017 年 4 月分获创业接力基金、晟龙资本投资。爱阅家 CEO 姚耀指出，本轮融资将主要用于供应链升级、门店扩张、市场投入等。

### 安博教育(AMBO.A) 获批设立“博士后科研工作站”

蓝鲸教育 12 月 30 日讯，近日，经国家人力资源和社会保障部、全国博士后管理委员会批准，安博教育(AMBO.A)正式获批设立“博士后科研工作站”，开展教育科技、人工智能、计算机科学、物联网等领域博士后培养及科研工作。

### 美联英语宣布旗下“立刻说”的韩语及西班牙语课程预售启动

蓝鲸教育 12 月 30 日讯，美联英语宣布旗下“立刻说”的韩语及西班牙语课程已于 12 月 23 日正式启动预售。美联英语认为，这标志着公司的多元化小语种课程战略支部落地。公司将借助小语种加入中国高考的利好政策，加快推进在小语种培训市场的布局。2021 年，公司预计还将陆续完成德语、法语、葡萄牙语及俄语的产品上线工作。

### 八省市公布 2021 年普通高校招生考试安排和录取工作实施方案

央视网 12 月 30 日讯，近日，河北、辽宁、江苏、福建、湖北、湖南、广东、重庆公布 2021 年普通高校招生考试安排和录取工作实施方案。这八个省市将在 2021 年高考实行“3+1+2”模式，包括全国统一高考语文（汉语）、数学、外语（含笔试和听力）3 门科目，及考生自主选择的普通高中学业水平选择性考试 3 门科目。

### 声希科技完成数千万元人民币 Pre-A 轮融资

蓝鲸教育 12 月 31 日讯，声希科技近日宣布完成数千万元人民币 Pre-A 轮融资，投资方为 YY 欢聚时代。声希科技于 2016 年成立于深圳，瞄准 3-12 岁少儿英语赛道，推出面向 B 端的 AI 虚拟教师解决方案及面向 C 端的 APP 应用“声希 AI 课”。

### Adit EdTech Acquisition 提交 IPO 申请，计划募资至多 2 亿美元

芥末堆 12 月 31 日讯，12 月 23 日，美国教育科技特殊母的收购公司 Adit EdTech Acquisition 向美国证券交易委员会提交 IPO 申请，并计划募资至多 2 亿美元，其市值将最高达到 2.5 亿美元。

## 行业公司估值表

表 1: 相关标的估值表

代码	简称	总市值 (亿)	收盘价	EPS			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
9901.HK	新东方-S	2,368.7	1,392.0	18.61	19.06	27.37	63	61	43
TAL.N	好未来	428.8	71.5	-0.56	1.54	3.23	-128	46	22
002607.SZ	中公教育	2,166.6	35.1	0.29	0.41	0.56	121	85	62
0667.HK	中国东方教育	408.9	18.6	0.43	0.36	0.54	37	43	29
GSX.N	跟谁学	123.3	51.7	1.42	-4.34	-1.80	238	-78	-187
300192.SZ	科德教育	44.6	15.0	0.33	0.59	0.79	46	25	19
002621.SZ	美吉姆	46.5	5.6	0.20	0.11	0.23	28	52	25
300010.SZ	豆神教育	84.7	9.8	0.04	0.01	0.30	277	781	33
1769.HK	思考乐教育	72.2	13.0	0.19	0.31	0.45	57	35	24
3978.HK	卓越教育集团	25.5	3.0	0.17	0.10	0.22	15	24	11
0839.HK	中教控股	321.2	14.9	0.31	0.60	0.74	40	21	17
1765.HK	希望教育	156.3	2.2	0.02	0.11	0.14	101	16	13
6169.HK	宇华教育	225.4	6.8	0.06	0.38	0.44	95	15	13
0382.HK	中汇集团	90.8	8.9	0.29	0.38	0.51	26	20	15

1890.HK	中国科培	108.8	5.4	0.23	0.29	0.37	20	15	12
1981.HK	华夏视听教育	136.5	8.2	0.15	0.17	0.26	46	40	26
1773.HK	天立教育	176.7	8.2	0.13	0.17	0.23	53	40	30
1317.HK	枫叶教育	61.1	2.0	0.17	0.23	0.26	10	8	7
6068.HK	睿见教育	82.3	3.8	0.25	0.29	0.33	13	11	10
1565.HK	成实外教育	71.7	2.3	0.13	0.13	0.18	15	15	11
2001.HK	新高教集团	76.4	4.8	0.11	0.37	0.45	37	11	9
1569.HK	民生教育	47.7	1.1	0.09	0.09	0.12	11	10	8
1525.HK	建桥教育	27.0	6.5	0.42	0.46	0.62	13	12	9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 数据截至 2020 年 12 月 31 日收盘

部分 0831 财年的 2019A 的数据为 FY2020A。表中 EPS 预测值均来自 Wind 一致预期

港股和美股收盘价分别为港币和美元, EPS 除好未来为美元外, 其他均为人民币, 汇率港币/人民币为 0.84 元, 美元/人民币为 6.53 元

## 风险提示

疫情反复, 民促法尚未落地, 收并购整合风险等

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

