

招录培训逆势成长，龙头开启发展新篇

2024 01 18 日

► **招录类培训赛道：**具备逆周期属性，长期看成长空间清晰。招录类培训系针对国内公务员、事业单位编制、教师编制等岗位招录的培训服务，在当前就业形势较为严峻的背景下，上述公职类岗位稳定性优势彰显；叠加近年来公职岗位招录人数提升，相关考试报名人数持续高增：以国考为例，2024 年报名人数达到了历史新高的 291.4 万人，19-24 年 CAGR 达到 23%；招录类考试报名火爆亦驱动招录培训景气度走高。**中长期看，国内事业单位、教师资格考试等相关下沉长尾招录考试参培率仍有较大渗透空间**，伴随着线下重启职教龙头发力业务多元化，行业具备稳定的成长空间，我们预计 23-26 年招录类考试业务行业规模 CAGR 能够实现 13% 的增长，2024 年行业营收规模在 400 亿以上。

► **三方割据格局稳定，龙头开启发展新篇。**2021 年中公/粉笔/华图招录类考试三大龙头，行业 CR3 约 30%。21-23 年由于中公退费问题致业务受损，粉笔战略收缩线下业务等原因行业集中度有所下降。当前随着疫后线下场景放开，中公发力优化欠款问题/降本增效，粉笔登录港股，华图推进上市进展，三大龙头有望进入新的发展阶段。

► **重点标的梳理：**1) **华图山鼎：**承接华图教育优质品牌资产，有序拓展招录业务。23 年 10 月，华图山鼎旗下子公司华图科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图科技将以“华图”商号在各地分批次设立分公司开展公考、事业单位等成人招录培训业务，华图教育同步停止相关业务。华图教育为线下招录培训领军企业，公务员招录系列贡献主要收入来源公司。随着公司产品结构和行业竞争格局的改善，华图教育收入及毛利率修复显著，2023Q1-Q3 公司收入达 21.05 亿元，毛利率达 58.93%，已经接近 2015-2016 年水平。2024 年将为华图山鼎承接招录业务的第一个自然年，上市公司表端业绩有望显著改善。2) **中公教育：**公司为招录考培行业综合市占率最高的龙头企业。疫情期间，协议班+理享助学助推退费，同时疫情打乱考试节奏致使资金链承压。目前，公司积极筹措资金解决退费问题同时调整战略方向，自上而下对产品、渠道、人员进行优化调整。调整取得初步成效，23 年前三季度公司实现归母净利润 2.42 亿元，同比扭亏。长逻辑上，公司品类扩张逻辑依旧不变。3) **粉笔：**在线招录考培龙头，探索 OMO 新机遇。公司于 2020 年 5 月开拓线下培训服务，2021 年因为疫情影响线下授课以及招录考试延期影响公司利润率，公司重新调整战略优化线下培训机构，回归线上，成本费用优化下，22 年实现扭亏为盈。公司主打高性价比线上课程，未来凭借课程迭代仍有较大提价空间，且公司有望依托线上流量及线下保留网点持续探索 OMO 培训模式，交叉销售构建增长点。

► **投资建议：**在当前就业形势较为严峻的背景下，公职类岗位稳定性优势彰显，招录报考人数骤增，同时招录竞争加剧下，参培率持续提升，招录行业市场规模有望迎来报考人数和参培率的双击，短期行业景气度有望持续上行，长期看当前参培率较低仍有较大空间。疫情后，行业龙头各自调整发展战略，进入发展新阶段，推荐华图山鼎，建议关注粉笔、中公教育。

► **风险提示：**政策风险；招录考试培训需求波动风险；市场竞争激烈，集中度无法提升；潜在退款风险；业务注入不及预期风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300492.SZ	华图山鼎	84.97	0.08	0.01	0.03	1092	11560	2714	推荐
2469.HK	粉笔	3.87	-0.91	0.07	0.20	-	55	19	推荐
002607.SZ	中公教育	3.89	-0.18	0.07	0.13	-	56	30	-

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股票收盘价为 1 月 17 日；中公教育盈利预测为 wind 一致预期；1 月 17 日，1 人民币=1.0872 港币；

推荐

维持评级


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com


分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

1. 消费者服务行业 2023 年年报业绩前瞻：冰雪游风起，关注景区业绩韧性-2024/01/16
2. 社服周观点：福建、山西发布省考招录计划，招录人数同比增加看好公考培训市场景气度提升-2024/01/07
3. 社服周观点：元旦假期旅游行业高景气，冰雪游、出境游表现亮眼-2024/01/02
4. 社会服务行业 2024 年度投资策略报告：谁谓河广，一苇以航——拥抱出入境、教育基本面改善，布局核心资产长期价值-2023/12/24
5. 社服周观点：元旦假期滑雪、温泉等冰雪游业态受关注度高，中长期成长潜力大-2023/12/24

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1 招录类培训行业：格局清晰、具备逆周期成长属性的稀缺赛道	3
1.1 行业纵览：剑指“公/编/教”，标准化程度较高的培训赛道	3
1.2 成长前瞻：需求具备逆周期属性，事业单位/教师考试渗透率空间大	17
1.3 竞争格局：龙头壁垒彰显，三方割据格局清晰	25
2 华图山鼎：承接华图教育优质品牌资产，有序拓展招录业务	31
2.1 事件：承接华图教育优质品牌资产，拓展职教新业务	31
2.2 华图教育：考公招录培训龙头，收入/利润率稳步恢复	34
2.3 华图山鼎：盈利预测及投资建议	37
3 中公教育：资金压力逐步缓解，期待经营重回正轨	40
3.1 借壳上市，连续三年完成业绩承诺	40
3.2 考公培训为主，渐进完善跨板块跨行业布局	42
3.3 协议班+理享学助推高退费，疫情打乱考试节奏致使资金链承压	45
3.4 积极应对，有望实现困境反转	48
4 粉笔：在线招录考培龙头，线索 OMO 新机遇	52
4.1 在线招录考培龙头，重组上市探索新发展	52
4.2 收缩线下回归线上，盈利能力改善	54
4.3 依托在线 APP 巨大流量及线下网点，探索 OMO 新机遇	57
5 投资建议	59
6 风险提示	60
插图目录	62
表格目录	63

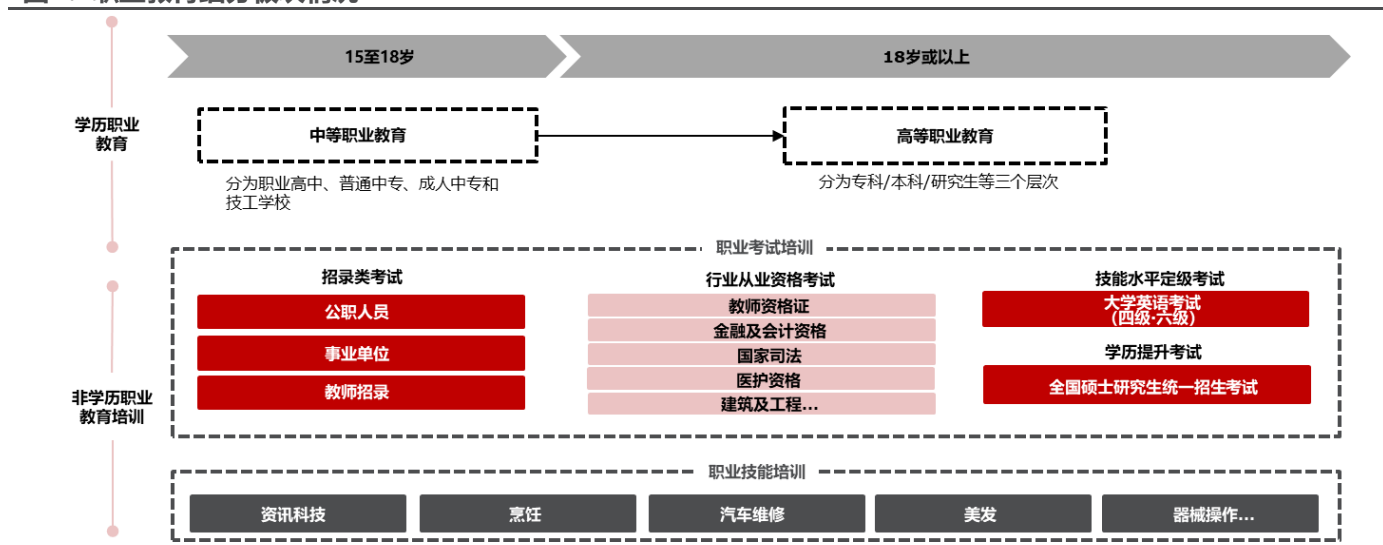
1 招录类培训行业：格局清晰、具备逆周期成长属性的稀缺赛道

1.1 行业纵览：剑指“公/编/教”，标准化程度较高的培训赛道

1.1.1 行业概况：招录类考试培训为非学历职教的重要组成部分

我国职业教育体系可分为学历职教和非学历职教/培训两部分。学历职业教育旨在通过全面的/长周期的学制安排，培养应用技能型人才，并对其颁发国家教育部认可的文凭。非学历职教培训则包含 1) **职业考试培训**：包括招录类考试、行业从业资格考试、技能水平定级考试、研究生升学类考试等；以通过考试为目标，一期培训通常为时长在半年内的短学制；2) **职业技能培训**：以帮助学生掌握某项技能为目标，学制通常在一年以上，无国家颁发的文凭，但一般有特定机构认可的证书。

图1：职业教育细分板块情况



资料来源：粉笔招股书，民生证券研究院

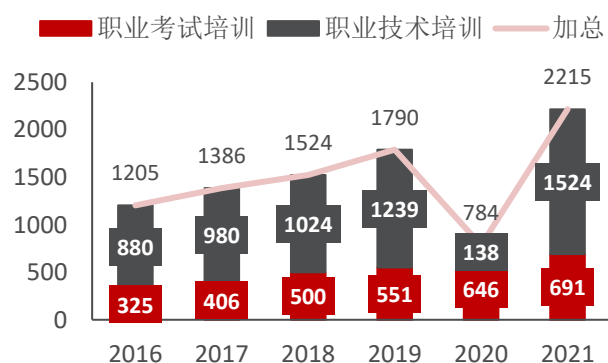
表1：职教细分赛道对比

	非学历职业教育&培训					
	学历职业教育	职业考试培训				
		招录类考试	学历提升考试	从业资格考试	技能定级考试	职业技能培训
常见形态	中专/大专/职业本科等	公务员考试、事业单位等	研究生入学考试等	司法考试等	英语 4/6 级	IT 培训学校
核心目标	培养应用导向型人才，获得文凭	录取至目标岗位	获得对应学历的准入	获得从业资格准入	获得相关技能水平的背书	掌握对应技能的应用
文凭认定	有	无	无	无	无	无
考核要求	基于长学制的多项考核	在选拔考试中获得高分	在选拔考试中获得高分	通过考试基准线	通过考试基准线	通过实践为导向的技能考核
办学组织	公办/民办兼有	民办为主	民办为主	民办为主	民办为主	民办为主
学制长短	3-4 年，分为多学期	3 个月-半年，集中在备考周期	3 个月-半年，集中在备考周期	3 个月-半年，集中在备考周期	3 个月-半年，集中在备考周期	3-4 年，分为多学期
授课场景	线下为主，学校	线下+线上	线下+线上	线下+线上	线下+线上	线下为主，学校
课程设置	全面性强、课程丰富	针对备考内容，课程单一	针对备考内容，课程单一	针对备考内容，课程单一	针对备考内容，课程单一	针对实践内容，课程较单一
代表公司	中教控股、科德教育、学大教育等	中公教育、华图教育、粉笔等	文都&海文、新东方等	高顿教育、优路教育等	新东方等	中国东方教育、传智教育等

资料来源：粉笔公司公告，民生证券研究院整理

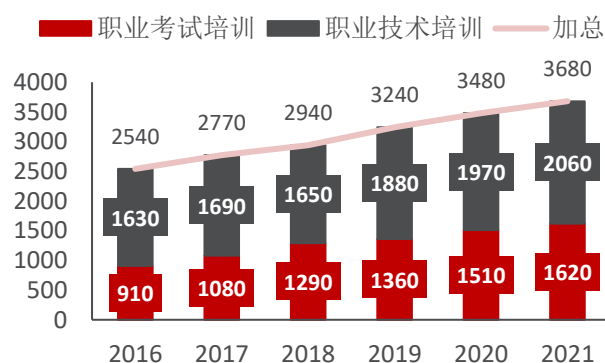
非学历职业教育培训市场规模 2021 年超过 2000 亿元，参培学员人次稳步增长。根据弗若斯特沙利文报告，中国非学历职业教育培训行业市场规模以收入计，从 2016 年的 1205 亿元增长至 2021 年的 2215 亿元，CAGR 为 12.9%；非学历职教参培人数由 2016 年的 2540 万名增长至 2021 年的 3680 万名，复合年均增长率为 7.7%。其中，职业考试培训市场规模 16-21 年 CAGR 为 16.3%，参培人数 CAGR 为 12.2%，均高于职业技术培训。

图2：非学历职业教育培训市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

图3：非学历职业教育培训参培人数（万人）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

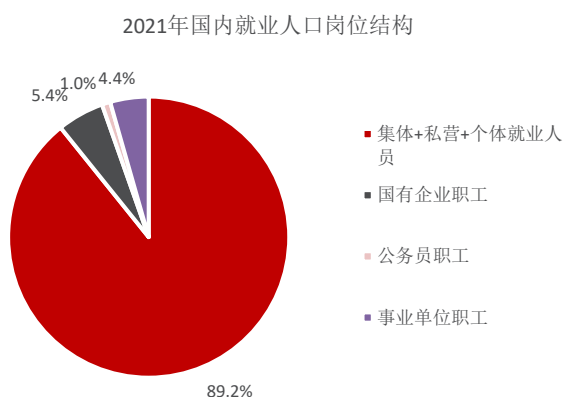
公务员、事业单位编制、教师编制为国内就业市场重要的组成部分，上述岗位薪酬福利均由国家财政负担，整体收入高于社会平均，且具备较强的稳定性。

从数量上看：根据财新网报道，国家统计局局长宁吉喆于 2021 年 12 月 11 日在中国国际经济交流中心主办的 2021—2022 中国经济年会上表示：“中国 7 亿多就业人员中，在体制内就业的不到 1 亿人，包括还在运转中的国有企业约 4000 万人，政府公务员及事业单位共约 4000 万人。”参考国家统计年鉴披露的数据，截至 2016 年底，我国共有公务员 719 万人，我们假定公务员数量总体维持恒定，结合财新网数据可以推算出 2021 年事业单位员工数大致在 3280 万左右；2021 年公务员/事业单位就业人口占全国就业人口分别为 1.0%/4.5%。

从职位属性上来看：1) 公务员：依法履行公职，纳入国家行政编制，并由国家财政负担工资福利；2) 事业单位：不属于国家行政机关，而是由国家行政机关举办、受国家行政机关领导的社会公共组织，包括图书馆、博物馆、残联、工会、气象局等等，享受事业编制。公益一类事业单位工资福利由国家财政负担；公益二类事业单位，如医院等，则不需要财政全额拨款，则是视其自身收支盈利情况，财政进行补助。3) 教师岗位：教师编制为事业编制的一种，由于其岗位规模较大，因此将其单独划分。上述岗位主要的工资福利都由国家负担，且缴纳社保。相关考试通过后将直接导向公职岗位录用，投入周期短，回报预期较高且最清晰。

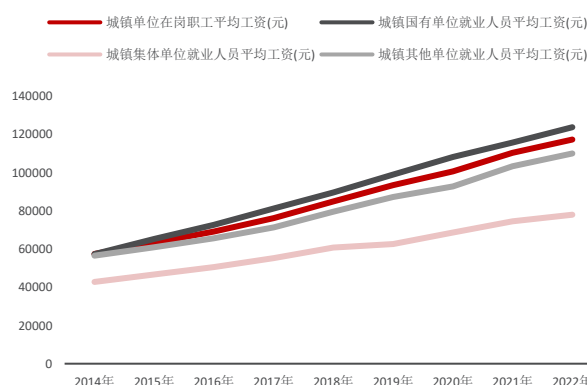
从薪酬上看：城镇国有单位就业人员平均工资 2015 年以来持续高于城镇在岗职工的平均公司水平，2020 年城镇国有单位平均工资相较城镇在岗职工平均工资高 7.6%，2022 年差距为 5.5%，亦说明外部风险冲击下，国有单位就业人员收入水平由国家财政支撑，或具备更高的韧性。

图4：国内公务员及事业单位是重要的就业组成部分



资料来源：国家统计局，财新网，民生证券研究院

图5：国内城镇国有单位就业人员平均公司较高



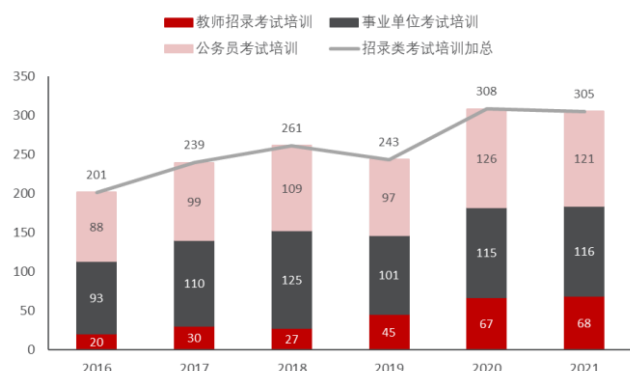
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

招录类考试培训市场规模 2021 年规模在 300 亿上下，参培学员数稳定增长。

根据弗若斯特沙利文报告，中国非学历职业教育培训行业市场规模以收入计，从 2016 年的 201 亿元增长至 2021 年的 305 亿元，CAGR 为 8.7%；非学历职教参

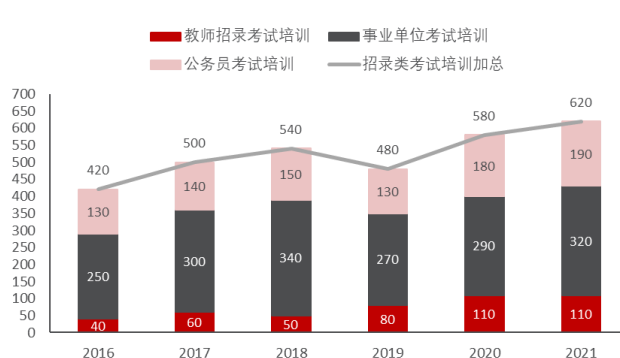
培人数由 2016 年的 420 万名增长是 2021 年的 620 万名，复合年均增长率为 8.1%。从行业增速情况来看，2019 年受到政府机构改革文件影响，国考招录规模大幅下降，2020 年有所反弹，但伴随疫情，线下场景受到制约，21 年行业增速亦总体向下。从细分行业客单价情况来看，根据弗若斯特沙利文报告数据推算，19 年后公务员考试培训客单价有所下滑、20 年后事业单位客单价亦下滑，而教师招录考试培训客单价维持持续增长。

图6：招录类考试培训市场规模（亿元）



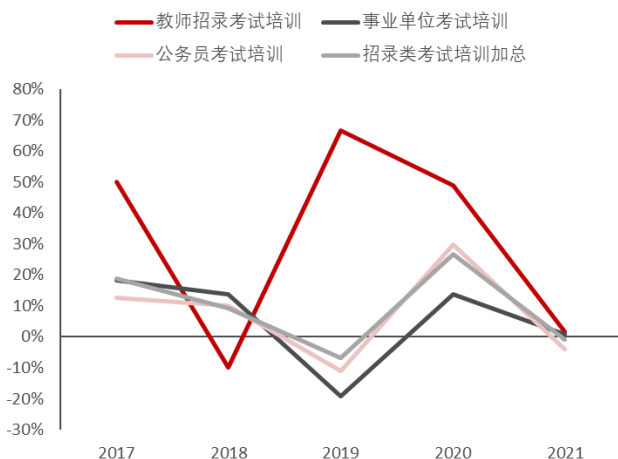
资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

图7：招录类考试培训学员人数（万人）



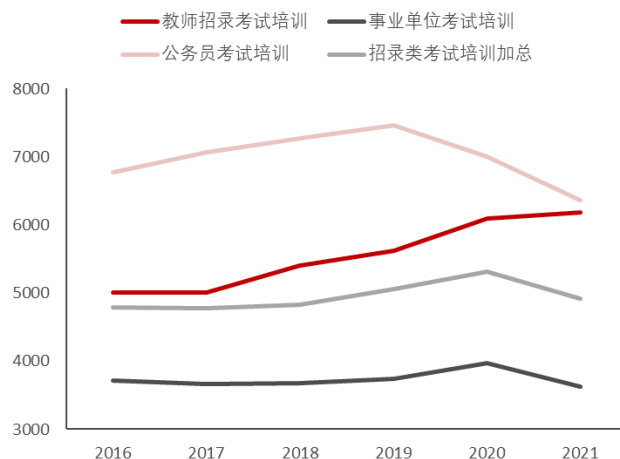
资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

图8：细分行业增速情况（%）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

图9：细分行业客单价情况（元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

1.1.2 商业模式：轻资产、高毛利、具备规模效应

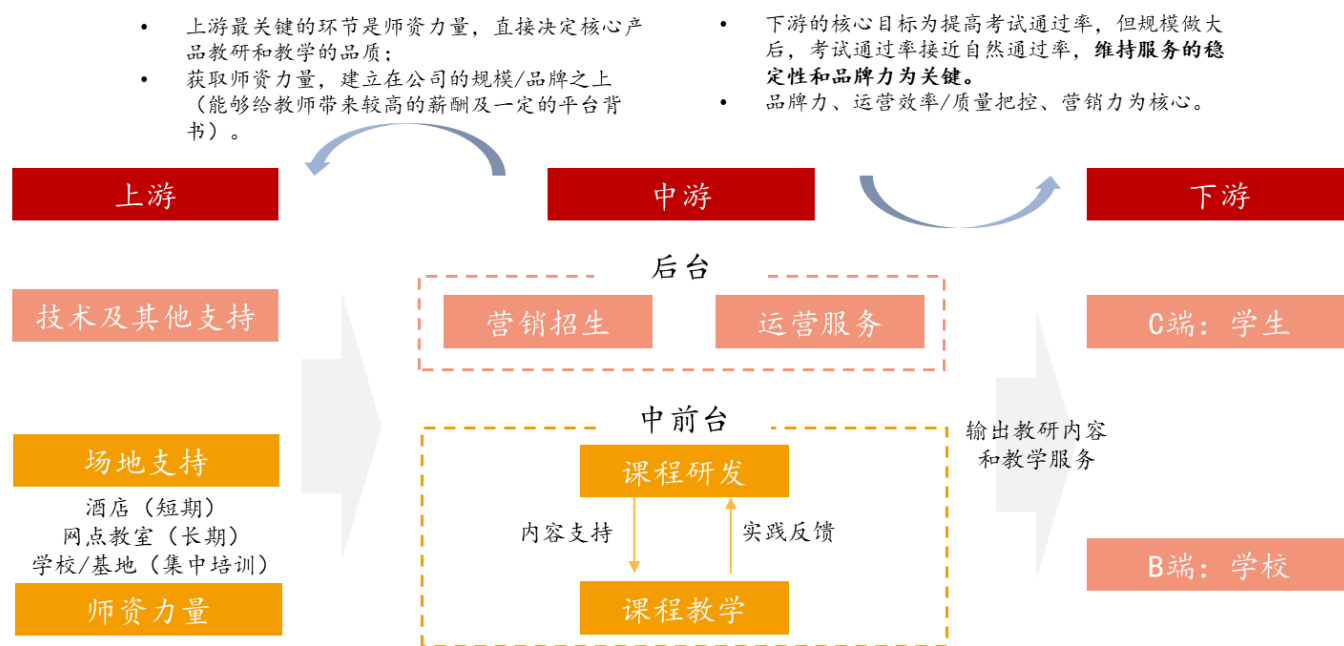
招录培训产业链链路清晰，中游竞争的核心在于规模/品牌/运营能力。上游主要包括物业支持、师资支持和技术支持，此外还包括课程体系和教具供应商。中游则主要包括各类培训机构，主要包括课程体系、运营管理体系构建和提供各种类型的课程服务等（大班/小班/一对一，线上或线下等）。下游通过各类线上+线下渠道

等进行推广，最终面向终端消费者（学生或学校等）。

针对上游：招录培训考试服务机构最核心的在于获取优质的师资资源，这将直接决定核心产品，即教研和教学的品质。而获取优秀的人才资源则较大程度取决于公司的规模、品牌、平台（能够给教师带来较高的薪酬及一定的平台背书）。

针对下游：下游的核心目标为提高考试通过率，但随着整体规模做大后，考试通过率将日趋接近自然通过率，因此品牌力，维持运营服务的稳定性、合理的扩张节奏、营销能力是招录培训考试服务机构的核心竞争力。

图10：招录考试培训产业链示意图



资料来源：民生证券研究院绘制

招录类考试具备较强规模优势、产品交付形式多元化趋势；经营周转较快，且具备一定的现金流预收能力。

培训业务能否做大的重要前提在于培训的内容具备一定的普适性，能够适用于较多的客群；同时教学中的可编码化知识内容占比较高、同时亦需要一定的面授式互动教学过程。对比来看，考分达线即可获得资格的资格类考试对比公考等选拔型考试，尽管目标客群大于招录类考试，但从市场规模/集中度来看，显著落后于招录类考试；而技能培训所需要实地操作和面授式互动教学部分较多，因此需要更大的固定资产投入。

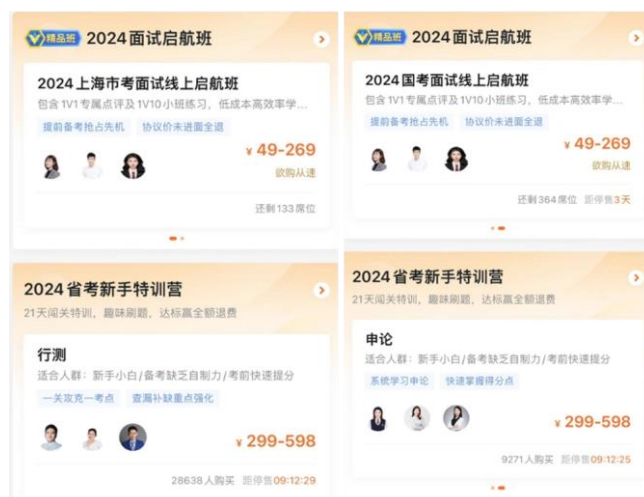
产品形态多样，根据线上线下情况、课时时长、退费比例、是否包含住宿、培训人数等属性设置不同价格。根据服务的具体形态制定不同的价格，教培公司通常提供了丰富的招录培训产品。一般而言，线上课程客单较低/销售规模较大；分品类看，公务员招录培训课程价格最高，事业单位招录培训、教师资格和招录培训课程价格次之；从服务形态来看，课时越长、退费比例越高、含住宿、培训人数越少，对应课程产品价格越高。协议班为行业内常见的模式，通常客单价较高：协议班收入于完成培训服务时将不予退费部分确认为收入；可退费部分则根据协议约定，在满足不退费条件时确认为收入。

图11：中公 2024 年省考产品及收费

班别名称	课时	价格描述
优学A+班	前置：7天基础入门通视频 笔试：45天45晚+国考77+京考77 第一阶段：优学A班39天39晚+（3天全真模拟考场还原+3天线下名师讲解） 第二阶段：国考7天7晚+京考7天7晚 面试：特训3天3晚	49800元 笔试不过退24000元 面试不过退49800元
优学A班	前置：7天基础入门通视频 笔试：45天45晚+封闭冲刺77 第一阶段：优学A班39天39晚+（3天全真模拟考场还原+3天线下名师讲解） 第二阶段：封闭冲刺7天7晚 面试：特训3天3晚	48800元 笔试不过退25000元 面试不过退48800元
优学B班	前置：7天基础入门通视频 笔试：45天45晚+封闭冲刺77 第一阶段：优学B班28天28晚+（3天全真模拟考场还原+3天线下名师讲解） 第二阶段：封闭冲刺7天7晚 面试：特训3天3晚	27800元
优学B班	前置：7天基础入门通视频 笔试：34天34晚+封闭冲刺77 第一阶段：优学B班28天28晚+（3天全真模拟考场还原+3天线下名师讲解） 第二阶段：封闭冲刺7天7晚 面试：特训3天3晚	39800元 笔试不过退20000元 面试不过退39800元
优学B班	前置：7天基础入门通视频 笔试：34天34晚+封闭冲刺77 第一阶段：优学B班28天28晚+（3天全真模拟考场还原+3天线下名师讲解） 第二阶段：封闭冲刺7天7晚 面试：特训3天3晚	23800元
封闭寄宿制	第一阶段：60天60晚（上六休一 8-10月） 第二阶段：模考周周测（11月-4周） 第三阶段：考前冲刺77升级12天12晚 面试：3天3晚	59800元 笔试不过退41000元 面试不过退59800元 46800元 笔试不过退20000元 面试不过退46800元 31800元（不含面试）

资料来源：中公教育官网，民生证券研究院

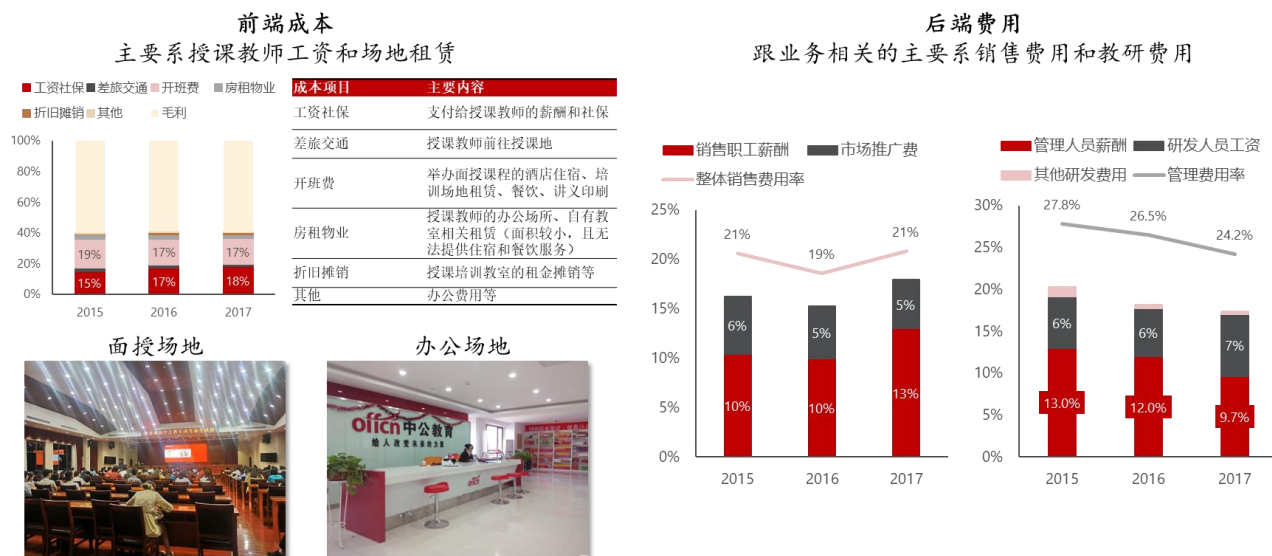
图12：粉笔提供了丰富多样的线上课程



资料来源：粉笔 APP，民生证券研究院

业务具备高毛利率、轻资产的特征。我们以处在 15-17 年的中公教育为例，较为成熟教培业务（线下教培为主）能够较为稳定地实现约 60%的毛利率，营业成本主要项目委工资社保（主要系授课教师薪酬）和开班费（主要系面授课程的场地租赁）；后端费用中跟业务相关的主要系销售职工薪酬/市场推广费，以及教研人员的工资。从资产属性上来看，公司业务面较少资产投入，基本上无大额的固定资产投入，从公司营业成本的折摊项目占比可见其业务运营所需投入的资本开支可见一斑。

图13：以中公教育为例拆解教培业务的成本费用结构



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院整理

1.1.3 细分行业剖析：国考培训较为成熟，事业单位/教师考试培训市场分散

a) 公务员考试：

公务员考试有国考与省考之分。公务员招录由中央和省、直辖市统一组织。公务员考试分为省考和国考。**国考**是指：中央、国家机关以及中央国家行政机关派驻机构、垂直管理系统所属机构录用机关工作人员和国家公务员的考试。**省考**是指：地方各级党政机关，社团等为招录机关工作人员和国家公务员而组织进行的各级地方性考试。省考部分岗位存在户籍限制，但总体上逐步减少户籍限制是后续改革的方向。无论是国考还是省考，都是招录考试，通过填报相应职位进行考试，一旦录取就成为该职位的工作人员。

表2：国考与省考的主要区别

主要区别	国考	省考
组织机构	由国家公务员局统一组织实施	由各省省委组织部、省人社厅、省公务员局统一组织实施
招考条件	招考条件相对宽松，一般只明确学历及年龄等基本要求	除学历和年龄外，还可能对户籍、基层工作经验等方面有要求
考试时间	全国统一，常为10月中下旬报名，11月末笔试	各省时间不一，多在3-4月份组织多省联考
考试难度	题量较多、试题难度较高	各省题量及难度不一致，整体较国考容易
竞争程度	报考人数多，竞争激烈	各省报考人数不同，部分地区竞争激烈
福利待遇	实行国家统一的职务与级别相结合的工资制度	受地域经济发展水平影响较大

资料来源：国家公务员局，民生证券研究院

录用为公务员需要经过笔试与面试两阶段，每年11月底进行笔试，次年3月底前进行面试。参加国家公务员考试的考生通常需要顺利通过选职报名、资格初审、

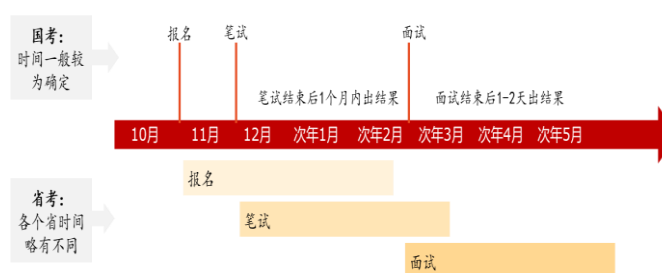
笔试、资格复审、面试、体检、政审考察、公示录用等考录流程才能成为一名试用期公务员。每年的国考，一般在 10 月份发布公告，笔试时间于 11 月底至 12 月初，于次年 1 月可以查询成绩；2018 国考因两会有所延迟，2019 国考因机构改革延迟，2020 国考恢复为 10 月中旬发布公告，2023 年因特殊原因有所推迟。面试具体时间由招录机关确定，一般在次年 3 月底前进行。省考形式上跟国考基本一致，但不同省份具体时间线会有所不同，一般在各省的人事考试中心或公务员考试网发布信息、进行报名。

图14：国考报考流程



资料来源：公职资讯网，民生证券研究院

图15：国考/省考时间轴



资料来源：国家公务员局，民生证券研究院

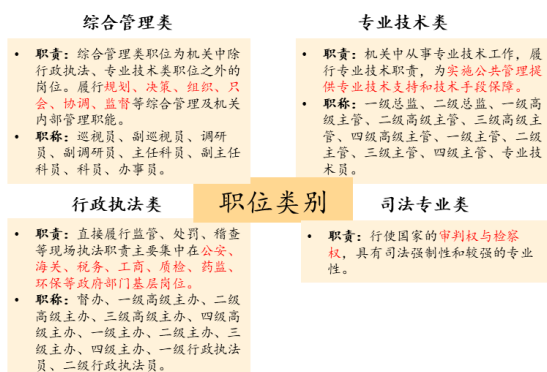
表3：国考笔试历年时间安排

年份	公告发布时间	报名时间	笔试时间	成绩查询时间
2024 国考	2023 年 10 月 14 日	2023 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2023 年 11 月 26 日	-
2023 国考	2022 年 10 月 24 日	2022 年 10 月 25 日-11 月 3 日	2023 年 1 月 8 日	2023 年 3 月 14 日
2022 国考	2021 年 10 月 14 日	2021 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2021 年 11 月 28 日	2022 年 1 月 9 日
2021 国考	2020 年 10 月 14 日	2020 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2020 年 11 月 29 日	2021 年 1 月 10 日
2020 国考	2019 年 10 月 14 日	2019 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2019 年 11 月 24 日	2020 年 1 月 7 日
2019 国考	2018 年 10 月 21 日	2018 年 10 月 22 日-10 月 31 日	2018 年 12 月 2 日	2019 年 1 月 17 日
2018 国考	2017 年 10 月 28 日	2017 年 10 月 30 日-11 月 8 日	2017 年 12 月 10 日	2018 年 1 月 24 日
2017 国考	2016 年 10 月 13 日	2016 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2016 年 11 月 27 日	2017 年 1 月 9 日
2016 国考	2015 年 10 月 13 日	2015 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2015 年 11 月 28 日	2016 年 1 月 10 日

资料来源：国家公务员局，民生证券研究院

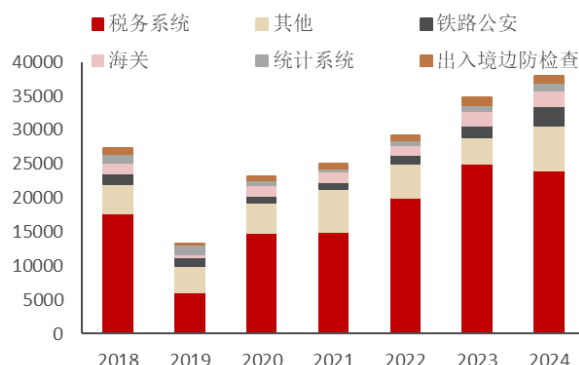
职位类别分为 4 类，税务系统每年招录人数占比最多。公务员职位类别一般分为综合管理类、专业技术类、行政执法类与司法专业类。综合管理类是指履行规划、决策、组织、指挥、协调、监督等工作的职位；专业技术类是指机关中职责是从事专业技术工作，为实施公共管理提供专业技术支持和技术手段保障的职位；行政执法类指行政机关中履行监督、处稽查等现场执法职责的职位；司法专业类没有明确的类别但该类职位分别行使国家的审判权与检察权。**分岗位看**，税务总局招录人数最多，2024 年招录 24008 人，占比达到 60.69%。其他岗位加和占比不到 40%，每年招录人数近年来稳步提升。

图16：公务员职位类别



资料来源：国家公务员局，民生证券研究院

图17：国考招录人数分布（单位：人）



资料来源：中公教育，华图教育，民生证券研究院

公考笔试内容/形式统一，分为行测和申论。国考由人社部旗下的人力资源和社会保障部人事考试中心组织命题；海关、国税、铁路公安、银监会、审计署、证监会、保监会、中国人民银行、商务部等因为工作的特殊性，一般都不选择全国统一的面试题目，而是根据工作需要由本部门单独命制面试试题。省考则是由各省人事考试中心组织的命题小组命题。**行测为客观题：**主要包括数量关系、判断推理、常识判断、言语理解、资料分析等。行政职业能力测验主要测查与公务员职业密切相关的、适合通过客观化纸笔测验方式进行考查的基本素质和能力要素。**申论为主观题：**主要通过阅读给定资料的阅读，回答有关问题，考察应试者能力的一种考试形式。从字面来理解，“申”为引申、申述，“论”为议论、论证，“申论”则指针对特定话题提出自己观点，并展开论述。

图18：行测主要题型分析

浙江省公务员考（A类）行测题型题量分布表

	2014 年 (130 道题, 120 分钟)	2015 年 (125 道题, 120 分钟)	2016 年 (125 道题, 120 分钟)
第一部分	言语理解与表达 (35)	常识判断 (20)	言语理解与表达 (30)
第二部分	数量关系 (25)	言语理解与表达 (30)	数量关系 (20)
第三部分	判断推理 (35)	数量关系 (25)	常识判断 (20)
第四部分	资料分析 (20)	判断推理 (35)	判断推理 (40)
第五部分	常识判断 (20)	资料分析 (15)	资料分析 (15)

资料来源：公考咨询网，民生证券研究院

图19：申论主要题型

近五年国考申论（市地级）题型分布

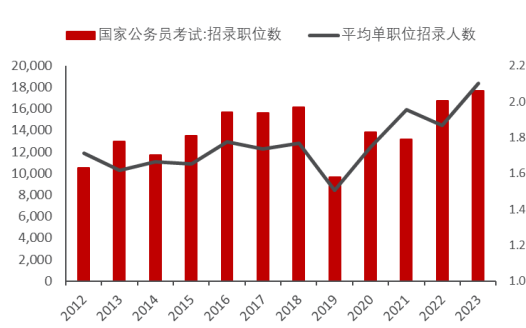
年份	第一题	第二题	第三题	第四题	第五题
2021	概括题（谈谈变化）	词句理解题	公文写作题（发言提纲）	解决问题类	命题作文（以智慧为题）
2020	概括题（谈谈对策）	解决问题类	公文写作题（情况介绍提纲）	解决问题类	公文写作（推荐材料）
2019	概括题（概括新变化）	公文写作题（发言提纲）	要素分析题（分析变化）	词句理解题	自由命题作文
2018	概括题（概述发展过程）	要素分析题（分析原因）	词句理解题	公文写作题（讲稿）	命题作文（谈“有”和“无”）
2017	概括题（简述功能）	词句理解题	公文写作题（报道）	公文写作题（材料）	自由命题作文

资料来源：华图教育，民生证券研究院

从招录人数来看，国考/省考近年来都维持增长；省考存在一定地区差异。国考每年招录人数过去十余年内总体维持了增长趋势，2023 年国考招录人数达到 37100 人的高位；但 2014 年/2017 年/2019 年有所下降，尤其是 2019 年，受到政府机构改革影响，数量大幅下滑。但 2020 年后，招录人数恢复增长并持续至今。省考方面，21-23 年招录人数亦维持增长，2023 年招录人数达 19 万以上。分区域来看，华南、华东、华中、西南等地招录人数持续增长，而华北、西北、东北区域人数在 22 年招录人数均有下降，21-23 年总体稳定（或微升/微降）。

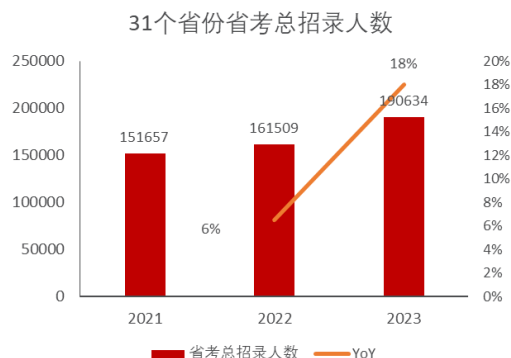
图20：国考招录人数近年来维持增长（单位：人）


资料来源：iFind，民生证券研究院整理

图21：平均单职位招录人数总体维持增长（单位：个）


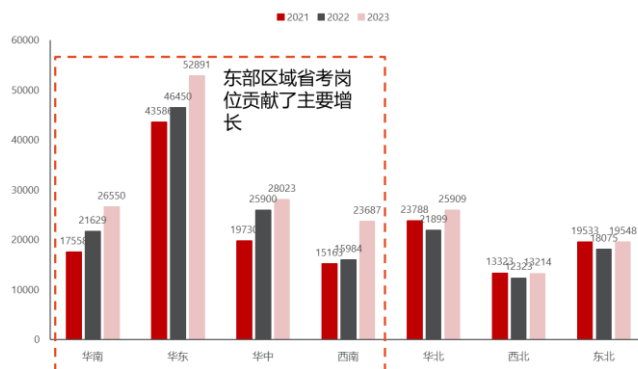
资料来源：iFind，民生证券研究院

图22：31个省份省考总招录人数持续增长（单位：人）



资料来源：中公教育，民生证券研究院整理

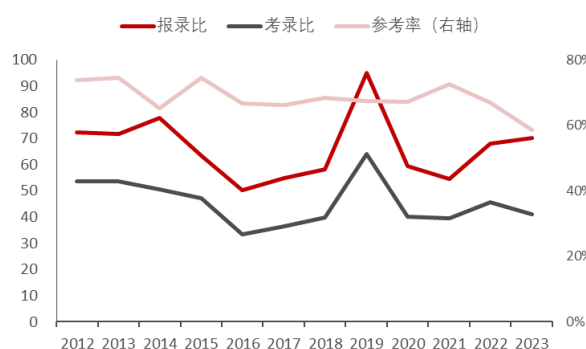
图23：分区域省考招录人数（单位：人）



资料来源：iFind，民生证券研究院

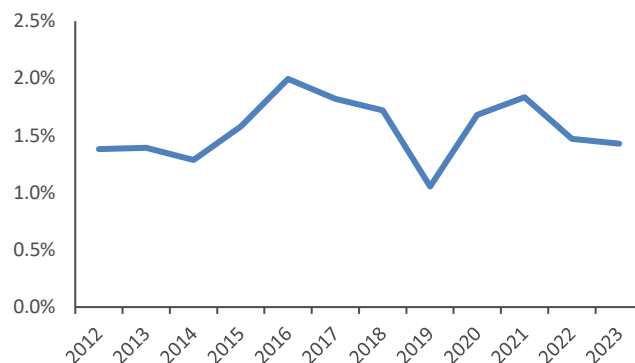
国考录取率平均在低个位数水平，国考难度较省考更高。根据弗若斯特沙利文报告，2021年共有700万人报名公务员考试，2021年国考笔试/面试录取率的分别是8.2%/20%，最终录取率仅为1.6%。此外2016-2021年地方公务员考试录取率为2.9%-4.5%，2021年笔试和面试通过率分别为8.7%和33.3%。从我们选择的样本区域来看，不同省份省考录取率存在一定差异：对其他区域考生吸引力较大的经济发达区域（如上海），以及本地报考偏好较强的省份录取率较低（如辽宁）。此外，省考的户籍限制也有一定影响，如北京户籍限制较严格可能是其省录取率明显高于上海的原因。此外，由于同一省份不同年份的竞争环境亦可能有较大差异（如江西）。

图24：国考报录情况

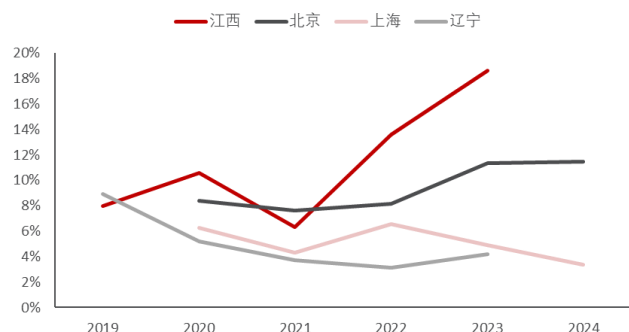


资料来源：iFind，民生证券研究院整理

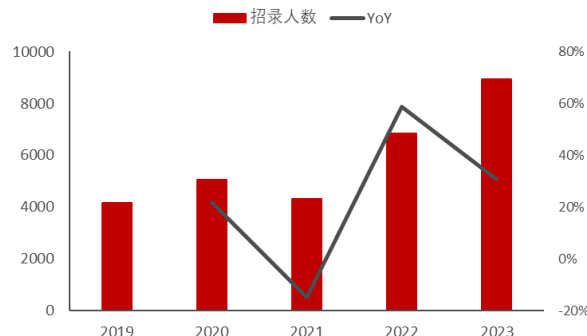
图25：国考录取率



资料来源：iFind，民生证券研究院

图26：江西/北京/上海/辽宁省考录取率


资料来源：中公教育，民生证券研究院整理

图27：江西省近年来招录人数大幅上升（单位：人）


资料来源：中公教育，民生证券研究院

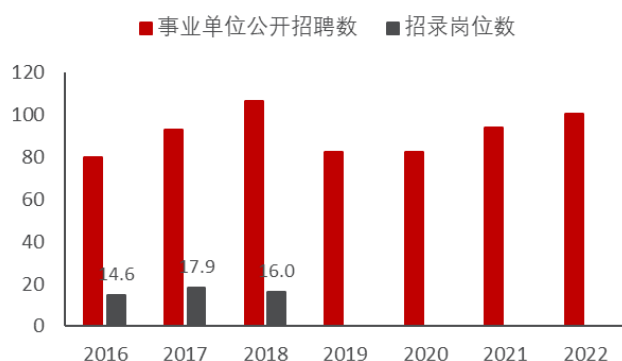
b) 事业单位编制考试：

事业单位岗位包括五种类别，包含综合管理、社会科学专技、自然科学专技、医疗卫生、教师等；对教培机构而言，一般重点针对综合管理岗位。事业编制是指为国家和社会提供公共服务的事业单位所使用的编制。在中国，事业编制通常用于安排教育、医疗、科研、文化、农业等领域的工作人员。由于教师岗位、医疗卫生岗位要求与综合管理类差别较大，一般教培机构会设置独立的组织进行专门的教研教学工作，在财务核算中通常会划入“其他培训业务”（如中公）。

事业单位考试组织较国考更加分散，更加高频。包括全国联考、省内统考、亦有地市、县乡统考，单位单独招考；不同层级的事业单位考试可能会有一定的户籍限制。统考的出题形式较为固定且名额较大，23年上半年联考的招考人数已经突破了10万+人。从考试时间上来看，一般全国多省联考全年有2场，分别在上半年3-5月以及下半年8-10月，其他不同层级的事业单位亦有其各自的招录考试时间。总体趋势上看，越来越多省份/地市参与联考，事业单位考试的标准化程度提高。

考试内容分为职业能力测试和综合应用测试。前者与公考的行测类似，偏重于常识、逻辑、分析等客观能力的考察。综合应用测试则根据不同岗位类别，有不同的考试形态。不同层级的事业单位考试设置会略有不同。如北京统考考试科目为《公共基本能力测试》与多省联考试题相区别。后者则根据不同类别的事业单位需求包含不同的测试内容，如综合管理岗位的综合应用测试包括“案例分析、公文写作、应急处理时务”，而社会科学专技岗位的综合应用测试包括“概念分析+材料分析+论证评价+校阅改错+作文”。

通常事业单位全年招录岗位数在近20万人，录取率一般在10%-20%之间，区域/岗位间差异化较大。根据中公教育公告，16/17/18年事业单位招录岗位分别为14.6/17.9/16.0万人。录取率方面，由于事业单位不同岗位情况、招录要求方差较大，录取率亦有较大差异，平均在5%-10%之间，难度较国考更低。

图28：事业单位 16-18 年招录岗位数情况（单位：万）


资料来源：中公教育，民生证券研究院整理

图29：2020 年合肥市直事业单位竞争比情况

合肥市直事业单位整体报名情况					
主管部门/招聘单位	招聘人数	报名人数	合格人数	缴费人数	竞争比
合肥市政务服务管理局	1	367	351	186	186
合肥市林业和园林局	4	944	826	445	111
合肥市公共资源交易监督管理局	11	2041	1741	968	88
合肥市医疗保障局	4	637	546	327	82
合肥市委党史和地方志研究室	4	831	721	319	80
合肥学院（招聘单位）	8	1230	1047	628	79
合肥市人力资源和社会保障局	14	2403	1989	1055	75
共青团合肥市委	3	340	236	167	56
合肥市市场监督管理局	21	2403	1981	1167	56
合肥市应急管理局	1	121	101	49	49
中共合肥市委办公室	3	377	300	140	47
合肥市退役军人事务局	8	650	597	339	42
合肥市城乡建设局	29	1893	1711	1020	35
合肥市教育局	28	1218	1029	634	23
合肥市自然资源和规划局	6	266	237	134	22
合肥市民政局	17	738	656	368	22
合肥市总工会	2	74	54	34	17
合肥市交通运输局	60	1098	907	636	11
合肥市卫生健康委员会	61	1299	1087	617	10
合肥市城市管理局	5	60	51	32	6
总计	290	18990	16168	9265	32

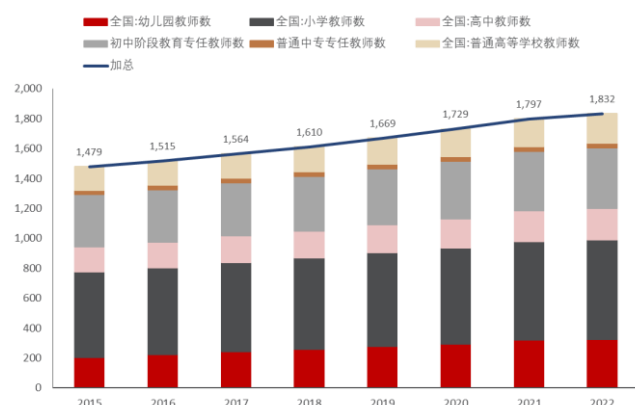
资料来源：华图教育，民生证券研究院

c) 教师岗位招录考试：以县市为单位组织考试

教师招录考试一般以县市为单位进行组织。2014/15 年淡化师范生之后市场开始快速发展，除部分省份外，目前大部分省份教师招录考试不采用全省统考，多由各县市教育主管部门根据辖区内各学校拟招录教师缺口进行汇总后，由教育主管部门和人社部门统一组织招聘考试，近几年向区域联考过渡的趋势；录取后根据区域内学校的需求情况和考生情况进行分配。此外，寻求教师职位的应试者还需通过教育部考试中心举办的教师资格证考试。在获取教资后还需要通过地方教育局或人事局举办的教师招录考试。因此，通常教师类培训会将二者组合起来。

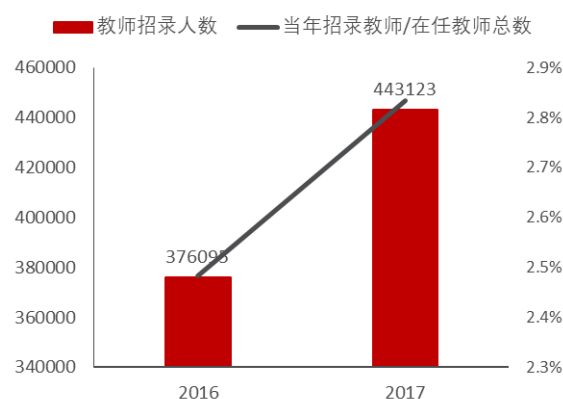
招聘规模较大，录取率在 10% 左右。根据中公教育公告，2015 年-2017 年的平均招录人数约为 37.70 万人，高于公务员和其他事业单位招录人数。按照教师工龄 30 年后退休计算，一千余万的教师总数自然退休带来的岗位需求亦在数十万的规模。录取率方面，一般而言，教师编制考试笔试结束后按照 1:3 的比例确定进入面试人员，参加面试的人里面有三分之一的人会被录取；录取率在 10% 左右。但不同区域差别较大，对于招聘门槛、考核形式都有较大差异，特定区域的岗位招录比亦能达到 100 以上。

图30：全国教师总数（单位：万人）



资料来源：iFind，民生证券研究院整理

图31：教师招录人数（单位：个）



资料来源：中公教育，民生证券研究院

d) 总结：

招录类考试在方式和技巧总体上具备一定的共性，是教培机构提供标准化的教研工作的前提。具体到内容上，公考的行测和事业单位职测等方面的内容重合度较大，均为考察应试者阅读、分析、判断、常识等相关能力，教研内容上具备一定重合性，但是各个省份会有不同的侧重，需要针对性地进行准备，基本上教培产品乃至服务组织亦会以省为单位进行设置。

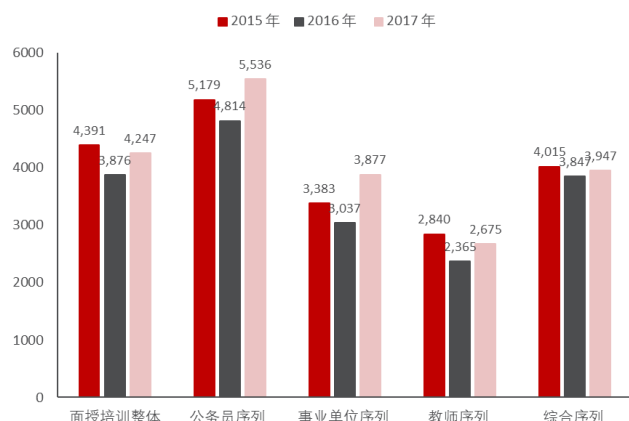
表4：不同招录考试对比

	公务员招录考试		事业单位招录考试	教师招录考试
	国考	省考		
招录岗位数	2-3 万	15-20 万	20 万	40 万
平均录取率	1%-2%	3%-5%	10%-20%	10%
组织层级	国家统一组织	各省份统一组织	包括多省联考、省统考、地市区县统考单位独立招录	少部分省有统考，大多以地市区县进行组织
考试频次	一年 1 次	1 年 1 次	多省联考 1 年 2 次，省统考一般也为 1 年 2 次，单独招考频次不确定	不同区域不同，一般为 1 年 1-2 次

资料来源：国家公务员局，民生证券研究院

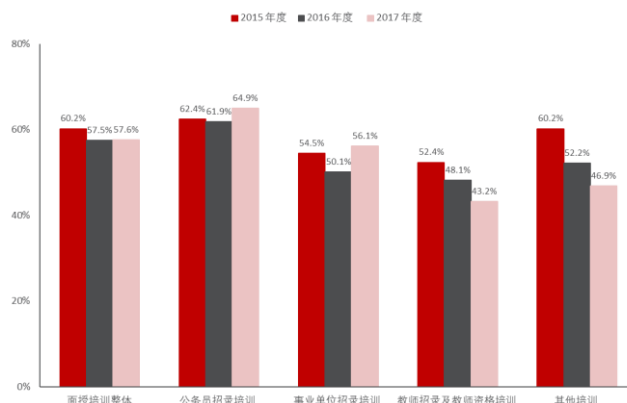
国考是招录类考试最为成熟的赛道。考试标准化程度上来看：国考>省考>事业单位考试>教师，因此国考/省考的教研更加体系化、具备更强的规模效应；同时从录取难度上来看，公考显著高于其他招录类考试，因此具备更强的参培意愿/支付意愿。因此，公务员考试是招录类考试内最早成熟的赛道、市场规模也最大，一般而言，公考教培客单价/毛利率最高；国内招录类考试龙头也多以公考业务起家，然后逐渐拓展至其他领域。

图32：中公产品单价：公考>事业单位>教师 (单位：元)



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院整理

图33：中公产品毛利率：公考>事业单位>教师



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

图34：2022 年粉笔产品的费用情况

标准课程费用范围 (人民币)	
公職人員考試培訓課程	
在線系統班	880元至980元
在線精品班	3,200元至49,800元
在線專項課	99元至600元
線下培訓課程	500元至30,000元
事業單位僱員考試培訓課程	
在線系統班	200元至600元
在線精品班	980元至30,000元
在線專項課	99元至600元
線下培訓課程	500元至20,000元
教師資格證及招錄類培訓課程	
在線系統班	99元至400元
在線精品班	980元至12,800元
在線專項課	99元至600元
線下培訓課程	500元至15,000元
其他考試培訓課程	
在線系統班	99元至600元
在線精品班	600元至7,000元
在線專項課	99元至1,000元
線下培訓課程	—

资料来源：粉笔招股书，民生证券研究院

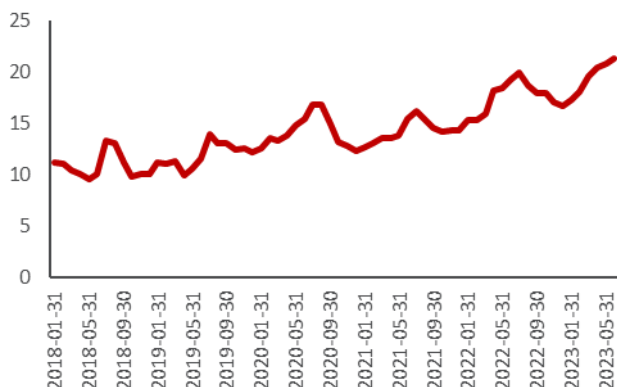
1.2 成长前瞻：需求具备逆周期属性，事业单位/教师考试渗透率空间大

1.2.1 报名数量：就业形势严峻，公/编/教稳定性价值彰显，报考人数有望提升

公职类岗位的需求与社会非公职岗位需求总体维持着动态平衡的关系；当前，就业形势严峻，公/编/教相关岗位稳定性高，成为应届毕业生就业热门选项，报考人数屡创新高。城镇调查失业率显示 16-24 岁人口失业率逐步提升，2023 年 6 月达到了 21.3%，毕业生群面临较大的就业压力；过去毕业生往往选择考研，寄希

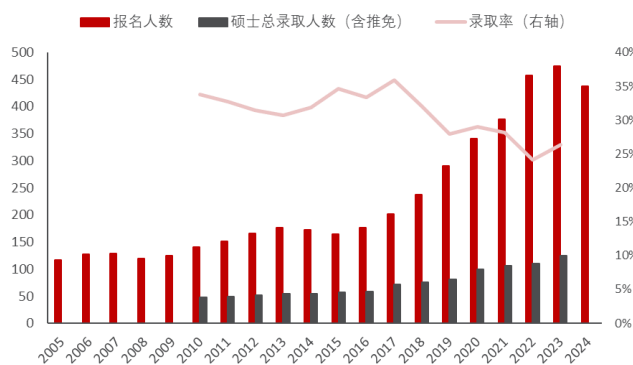
望于学历提升以改善就业情况，但伴随着经济波动下、部分企业裁员降薪，导致市场化就业信心进一步减弱，加剧了年轻人在“公/编/教”领域谋求一份稳定的工作的意愿。考研人数在前几年高增后录取率快速下降，致 2024 年报名人数已有下降；而公职岗位招录考试热度持续走高，以国考为例，其报名人数近年来迅速增长，2024 年报名人数达到了 291.4 万人。

图35：城镇调查失业率:16-24 岁人口 (%)



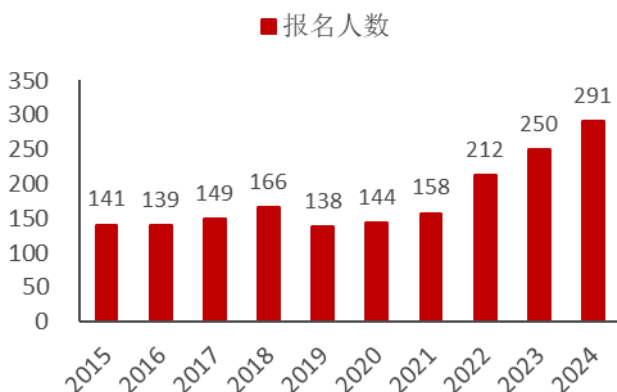
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图36：考研人数高增下录取率明显下降 (单位：万人)



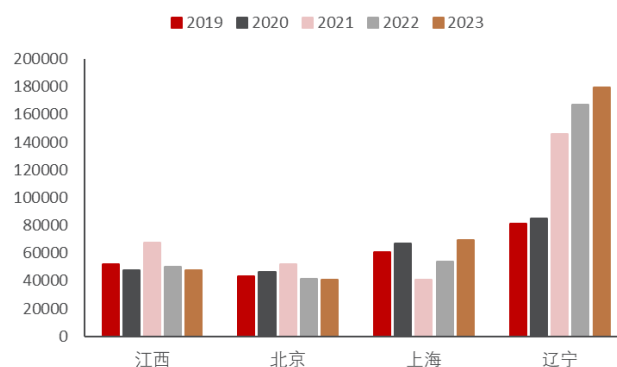
资料来源：国家公务员局，中公教育，民生证券研究院

图37：国考报名人数 (单位：万人)



资料来源：国家公务员局，公职资讯网，民生证券研究院

图38：辽宁省考报名人数 21 年后大幅提升 (单位：人)



资料来源：中公教育，民生证券研究院

图39：从百度指数上看，2020年后“编制”、“考公”词条热度持续走高

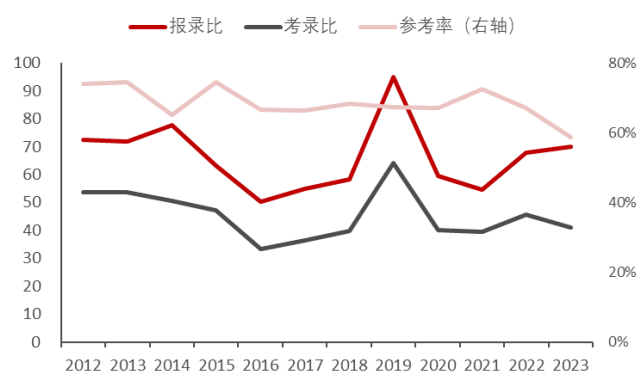


资料来源：百度指数，民生证券研究院

1.2.2 参培率：竞争激烈促进参培率提升，事业单位考试及教师考试渗透空间仍大

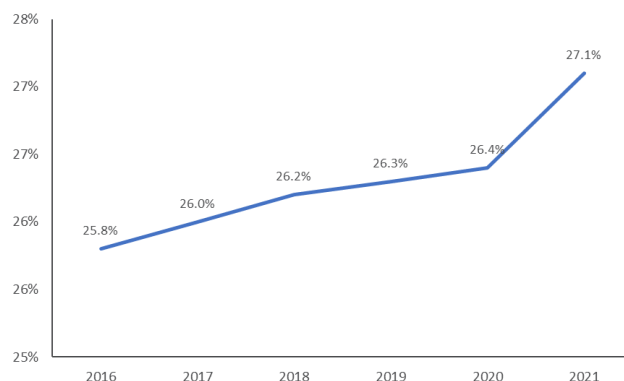
随着公/编/教考试报名人数持续提升，竞争趋于激烈，将驱动参培率提升。随着报考人数的增加，竞争日趋激烈，考生参培训也显著提升。根据弗若斯特沙利文数据，招录类考试的参培率已经从2016年的25.8%提升到2021年的27.1%。

图40：国考报录比高，竞争日趋激烈



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图41：招录类考试参培率持续提升



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

伴随着头部职教机构分支进一步下沉，供给下沉叠加需求增长，有望激发渗透率持续成长。根据我们此前的分析，行业的标准化程度国考>省考>事业单位考试>教师招聘，因此在国考和省考领域较早地形成系统化的培训体系，成为职教机构最大的收入来源；而事业单位/教师招聘，尽管存在庞大的岗位供给和报考人员基数，由于渗透率较低，整体收入贡献相对较低。我们认为，伴随着职教机构分支机构进一步下沉及数字化能力的强化，能够较好地捕捉分散化的来自事业单位和教师招聘的考情信息并提供针对性的培训方案，充分覆盖潜在就业半径较短的事业单位/教师岗位的候选人，提高相关培训业务的渗透率，乃至进一步覆盖公安、农信社、三支一扶等更加分散化的岗位招录需求。

图42：中公教育旗下网点（截至 2023.6）



资料来源：中公教育公司公告，民生证券研究院

图43：华图教育旗下网点（截至 2023.6）

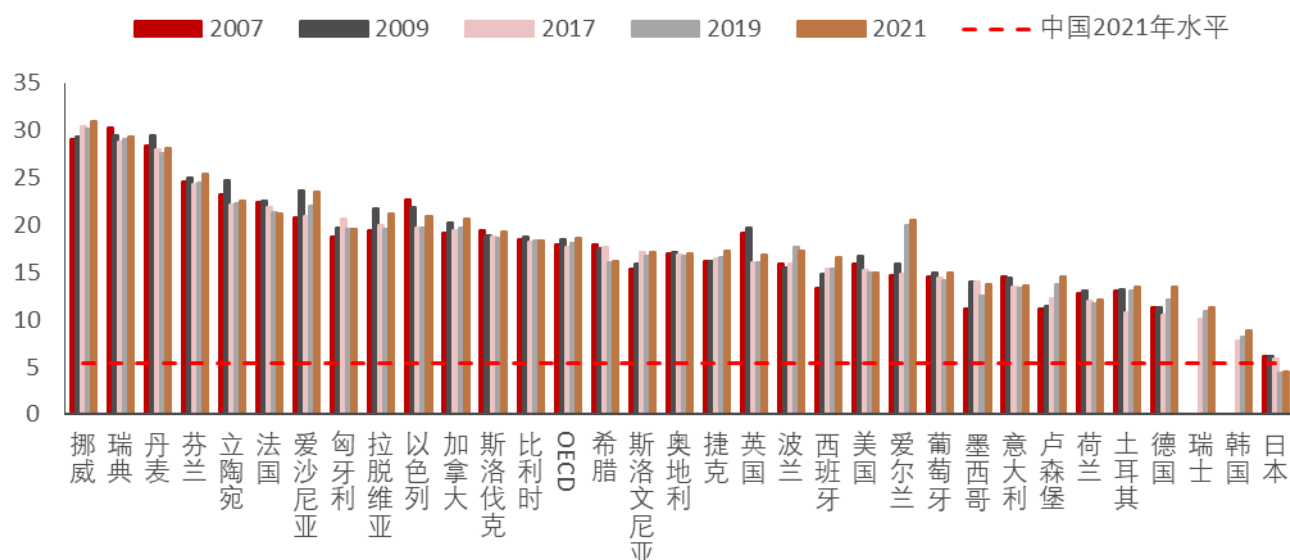


资料来源：华图教育官网，民生证券研究院

1.2.3 岗位供给：长看公共服务加密，短看退休缺口及政策导向

长期看，我国公职岗位占就业人口比例显著低于 OECD 国家，其中或有一定提升空间。根据 OECD 报告，OECD 国家广义政府雇员，包括中央及地方各部门从事行政管理的工作人员，公立学校教师、公立医院医生及其他公共事业机构工作人员等，这一口径与我国“公务员+事业单位”工作人员的口径较接近。具体来看，北欧福利国家政府由于承担了广泛的社会保障和公共服务职能，这一比例普遍偏高；从趋势上来看，2007-2021 年中，统计的 33 个国家中，20 个公职人员占就业比重有所提升；而我国在编公职人员占就业人口比例 2021 年仅为 5.4%，大幅低于 OECD 国家的平均水平。尽管其中存在一定的劳务派遣等编外人员补充基层公共服务需求，一般各个区域对编外人员比例限制在 10%-15%左右，而编外人员的存在本身即说明基层公共服务的人员不足。

图44：不同国家公职人员占就业人员比重（%）



资料来源：OECD，iFind，国家统计局，民生证券研究院

短中期来看，公职岗位招聘人数受到促进就业、基层治理、精简编制+机构改革等政策导向，以及自然退休缺口两方面的影响。

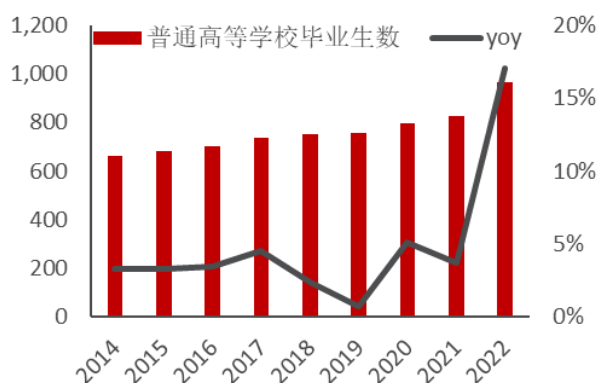
a) 促进就业：公务员是应届毕业生的就业去向之一，能够解决部分就业难的问题。国考重点照顾应届生，从2020年起，国考设置至少60%的限制应届生的岗位，2024国考设置2.6万个应届高校毕业生招录人数名额，占比达到65.66%，服务和促进高校毕业生就业。

b) 基层治理：2021年发布《中共中央国务院关于加强基层治理体系和治理能力现代化建设的意见》要求提高提高基层治理社会化、法治化、智能化、专业化水平，《“十四五”就业促进规划》指出，要“引导高校毕业生到中西部、东北、艰苦边远地区和城乡基层就业；围绕乡村振兴战略，服务乡村建设行动和基层治理”。以2024年国考为例，招录重点在基层，近2.7万个计划补充到县(区)级及以下直属机构，占比达到68.25%。

c) 精简编制+机构改革：十四届全国人大一次会议表决通过的《关于国务院机构改革方案的说明》中，有要求中央国家机关各部门人员编制统一按照5%的比例进行精简，收回的编制主要用于加强重点领域和重要工作。此外，19年进行的机构改革大幅减少了当年的国考招录人数。因此认为未来公务员招录人数大概率上涨，但仍需关注特别年份招录人数的减少。

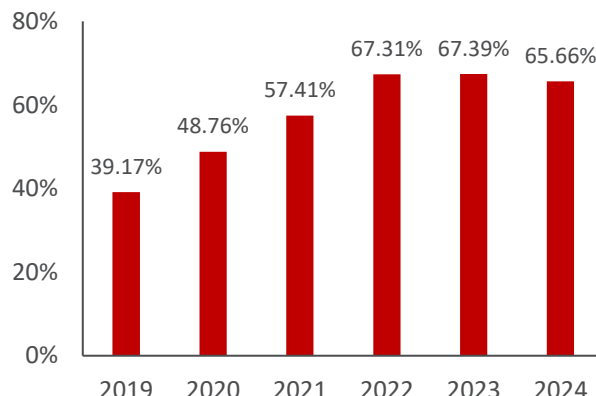
4) 公务员退休带来缺口：考虑到很多20世纪80年代、90年代初期通过招干或调用进入的公务员，出生年代在60-70年代，处在生育高峰期，近几年将陆续退休，带来一定的缺口。

图45：普通高校应届毕业生数量（万人）



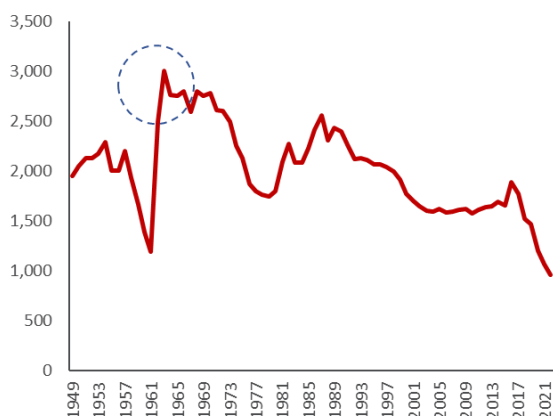
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图46：国考限制应届生报考人数占比



资料来源：国家公务员局，公职资讯网，中公教育，民生证券研究院

图47：出生人口数（万人）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图48：国有单位城镇就业人员近年来明显下降



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

1.2.4 市场空间测算：预计未来 CAGR 仍将维持 12%的增速

行业规模 = 考生数量 * 参培率 * 客单价。具体来看：

报名人数：潜在报考的人口数*报考比例；潜在报考人口数主要为国内的本专科毕业生，报考比例是潜在报考人口根据市场上的就业机会评估录取难度、生活方式、预期回报、工作稳定性等多个维度、进行综合判断后选择的结果。考虑到未来总体就业形势较为严峻，我们假设公/编/教职位每年新增报名人数为 5%。

参培率：一般而言，考试难度越高/预期回报越高，考生倾向于通过购买教培服务以期提高通过率。随着公/编/教考试热度逐渐提升，参培率亦有望持续升高。考虑到竞争格局的恶化、以及职教机构对下沉岗位需求的渗透，我们假设公/编/教分别每年参培率分别提升 1%/1%/2%。

价格：一般而言，考试难度越高/预期回报越高，考生对教培服务支付意愿越高，支撑客单价提升。由于招录类考试均为择优的选拔型考试，随着参培渗透率不断提高，整体的通过率将会接近自然通过率，考生们将会持续通过加大备考投入的军备竞赛以获得一定优势。考虑到当前竞争加剧的环境，我们预计招录考试的单价总体维持上升趋势。

岗位供给：将影响岗位的录取难度，而录取难度亦会影响报考人数，进而对教培行业规模产生影响。如 2019 年进行的机构改革致招录岗位明显下降，致使报考人数亦有所下滑（下滑幅度低于招录人数下滑幅度）；我们在此假设未来数年不出现招录岗位数的大幅波动，总体维持一定幅度的平稳提升。当然，公职类岗位供给的下滑是这一预测模型的潜在风险。

图49：招录类培训行业市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
市场规模 (亿元)											
教师招录考试培训	20	30	27	45	67	68	81	95	111	128	149
YoY		50%	-10%	67%	49%	1%	18%	18%	17%	16%	16%
事业单位考试培训	93	110	125	101	115	116	128	141	155	171	188
YoY		18%	14%	-19%	14%	1%	10%	10%	10%	10%	10%
公务员考试培训	88	99	109	97	126	121	135	150	167	185	205
YoY		13%	10%	-11%	30%	-4%	11%	11%	11%	11%	11%
招录类考试培训加总	201	239	261	243	308	305	343	385	432	484	542
YoY		19%	9%	-7%	27%	-1%	12%	12%	12%	12%	12%
参培人次 (万人次)											
教师招录考试培训	40	60	50	80	110	110	127	144	164	185	207
YoY		50%	-17%	60%	38%	0%	15%	14%	13%	13%	12%
事业单位考试培训	250	300	340	270	290	320	342	366	391	418	447
YoY		20%	13%	-21%	7%	10%	7%	7%	7%	7%	7%
公务员考试培训	130	140	150	130	180	190	205	222	239	258	278
YoY		8%	7%	-13%	38%	6%	8%	8%	8%	8%	8%
招录类考试培训加总	420	500	540	480	580	620	674	732	794	861	932
YoY		19%	8%	-11%	21%	7%	9%	9%	8%	8%	8%
报名人数 (万人次)											
教师招录考试	222	324	263	410	524	524	550	578	606	637	669
YoY		46%	-19%	56%	28%	0%	5%	5%	5%	5%	5%
事业单位考试	972	1140	1314	1009	1128	1205	1265	1329	1395	1465	1538
YoY		17%	15%	-23%	12%	7%	5%	5%	5%	5%	5%
公务员考试	433	459	484	406	545	559	587	616	647	679	713
YoY		6%	5%	-16%	34%	2%	5%	5%	5%	5%	5%
招录类考试整体	1628	1923	2061	1825	2197	2288	2402	2522	2648	2781	2920
YoY		18%	7%	-11%	20%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
大学应届毕业生人数 (万人次)											
五年内毕业高校生数	3308	3419	3534	3633	3749	3871	4103	4226	4353	4483	4618
YoY		3.4%	3.4%	2.8%	3.2%	3.3%	6.0%	3%	3%	3%	3%
公/编/教报考渗透率	49%	56%	58%	50%	59%	59%	59%	60%	61%	62%	63%
参培率											
教师招录考试	18%	19%	19%	20%	21%	21%	23.0%	25.0%	27.0%	29.0%	31.0%
YoY		0.5%	0.5%	0.5%	1.5%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
事业单位考试	26%	26%	26%	27%	26%	27%	27.1%	27.6%	28.1%	28.6%	29.1%
YoY		0.6%	-0.4%	0.9%	-1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
公务员考试	30%	31%	31%	32%	33%	34%	35.0%	36.0%	37.0%	38.0%	39.0%
YoY		0.5%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
招录类考试整体	25.8%	26.0%	26.2%	26.3%	26.4%	27.1%	28%	29%	30%	31%	32%
YoY		0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
客单价 (元)											
教师招录考试培训	5000	5000	5400	5625	6091	6182	6367	6558	6755	6958	7166
YoY		0%	8%	4%	8%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
事业单位考试培训	3720	3667	3676	3741	3966	3625	3734	3846	3961	4080	4202
YoY		-1%	0%	2%	6%	-9%	3%	3%	3%	3%	3%
公务员考试培训	6769	7071	7267	7462	7000	6368	6559	6756	6959	7168	7383
YoY		4%	3%	3%	-6%	-9%	3%	3%	3%	3%	3%
招录类考试培训整体	4786	4780	4833	5063	5310	4919	5089	5262	5440	5623	5810
YoY		0%	1%	5%	5%	-7%	3%	3%	3%	3%	3%

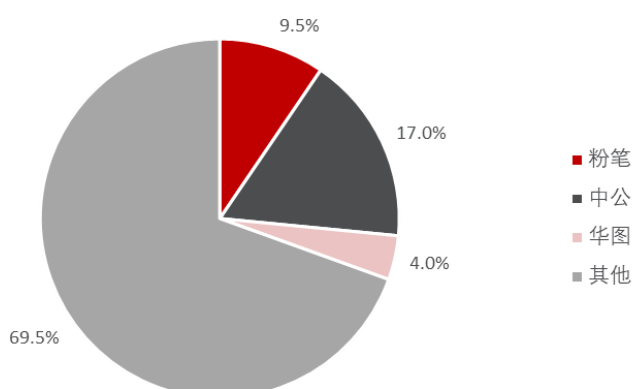
资料来源：粉笔招股书，民生证券研究院测算

1.3 竞争格局：龙头壁垒彰显，三方割据格局清晰

1.3.1 中公、华图、粉笔为三大龙头企业，21 年 CR3 达到 30%+

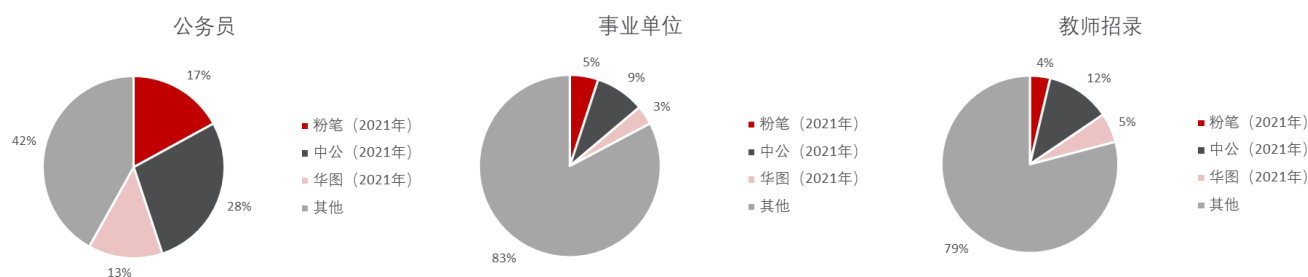
市场格局来看，三足鼎立格局清晰，公考集中度较高。从招录类考试市场整体来看，中公/粉笔/华图 2021 年市场份额分别为 17%/9.5%/4%，CR3 约 30%。从各个细分市场来看：公考市场集中度最高，CR3 为 58%；事业单位和教师招聘考试较分散，CR3 分别为 17%/21%。

图50：2021 年招录市场 CR3 为 30%



资料来源：wind，民生证券研究院

图51：公考/事业单位/教师招聘市场 21 年 CR3 分别为 58%/17%/21%

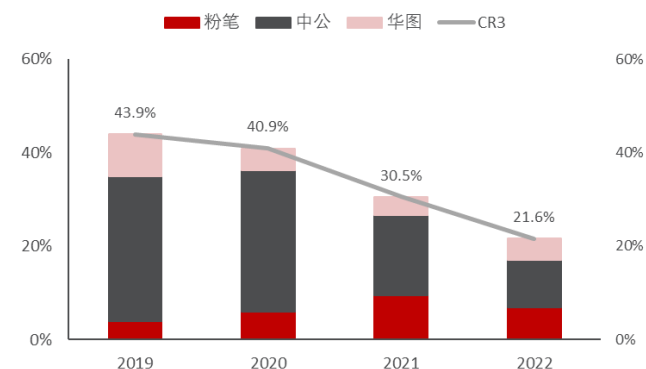


资料来源：中公教育 2021 年年报，粉笔招股书，民生证券研究院

注：华图并未披露 2021 年各个业务项，此处假定 18-21 年各个业务线增速与整体营收增速一致

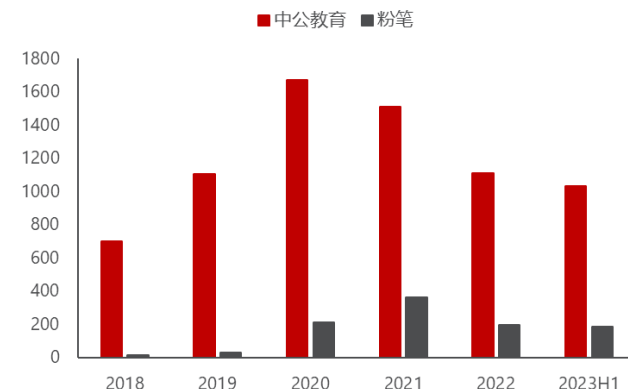
由于不同的竞争策略，过去数年市场格局处于动态变化当中。20-23 三年间三大龙头总体放慢了网点扩张的步伐（部分原因也是疫情阻碍了线下业务的正常开展）。中公由于依托协议班模式快速扩张，最终伴随着规模扩大、退费比例不断提高，带来较大规模学费欠款，最终品牌口碑及团队稳定性受损，2021 年以来网点和收入规模持续下行。

图52：2019-2022 年招录行业 CR3 总体走低



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图53：中公及粉笔网点数下降（单位：个）

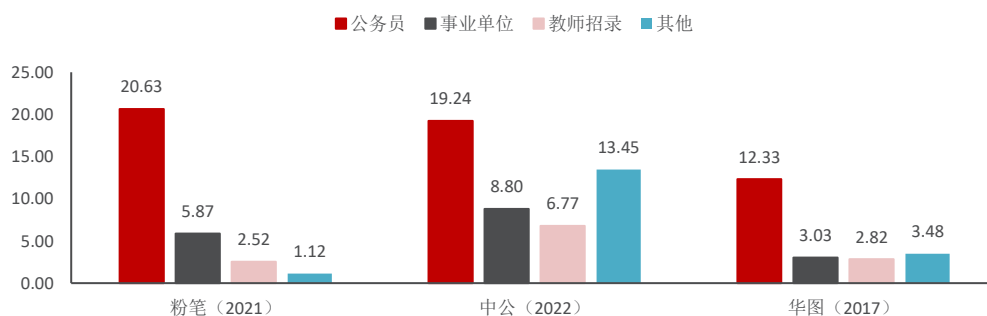


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

1.3.2 产品策略回归理性，头部“玩家”基于自身发展调整战略

行业龙头产品结构类似，**国考培训均为第一大收入来源**。从业务结构来看，粉笔、华图教育、中公教育的主要产品线均为公务员、事业单位及教师招聘培训，且公务员招录培训为主要收入来源。除此以外，中公教育在学历类培训如考研以及职业技能培训板块经营亦较为出色，2022 年对应的综合类板块收入已经超过事业单位及教招。

图54：粉笔/中公/华图业务结构对比（单位：亿元）



资料来源：iFind，粉笔招股书，中公教育年报，华图官网，民生证券研究院；各家数据均为最新数据

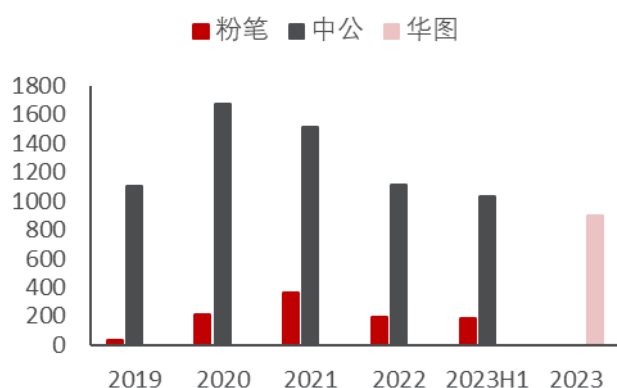
中公、华图线下起家，粉笔具备互联网基因，行业致力于拥抱线上线下一体化。中公、华图立足线下，粉笔最早起源于线上招录类培训课程，从网点数量来看，中公/华图的线下网点数量显著多于粉笔。近年来，行业逐步形成共识，即线上线下一体化发展。就难度而言，我们认为线下相较线上更加重资产，对师资数量、场地、管理能力均具有一定要求，从线上切线下具备难度。

- **中公开启 OMO：**公司自 2019 年开启变革，积极搭建智慧教学平台、直播教学平台、教育私有云平台等。发力线上叠加疫情影响，2020 年公司

线上培训学员接近 300 万人次。2022 年公司根据消费者的接触频率，拓展各类新型社交渠道，进一步对线上渠道进行补充。公司在对主力课程产品开展数字化穿透的基础上，进一步扩大线上线下融合型课程的领先优势，让更多学员同时获得在线学习的便利性与面授学习的有效性。

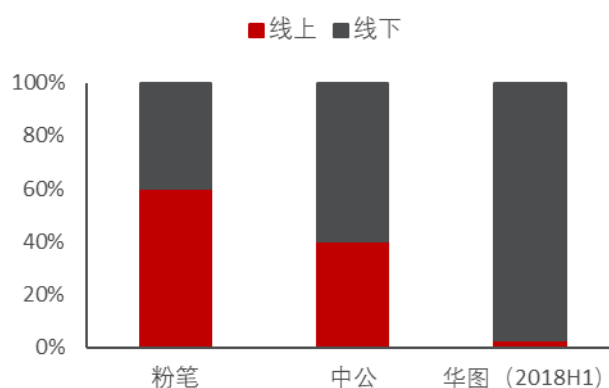
- **华图：**通过网站以及移动应用以直播或录播课程形式提供线上培训；同时运用一些便宜的线上课程进行引流。
- **粉笔大力开拓线下后初步暂停：**公司于 2017 年尝试提供线下课程，2020 年 5 月大范围推出线下课程，2021 年因为疫情影响线下授课以及招录考试延期影响公司利润率，粉笔优化线下培训机构，2021 年及 22H1 分别优化 188/88 个。短期内，公司将不再继续开拓线下，而是依托线上进一步培育 OMO 培训模式。

图55：华图/粉笔/中公网点数量对比（单位：个）



资料来源：iFind，粉笔招股书，中公教育年报，华图官网，民生证券研究院

图56：华图/粉笔/中公线上线下收入占比



资料来源：wind，民生证券研究院；粉笔、中公为 2020 年渠道占比，华图为 2018 上半年渠道占比，渠道均为各家公司最新数据

基因不同下，擅长产品亦有所不同，粉笔擅长线上笔试，中公/华图擅长线下面试产品。从招录考试的环节来看，主要为笔试和面试。其中，笔试部分相对透明，考试侧重学生对知识点的掌握和习题的训练，粉笔的线上课程运营较为精细化，将各个模块拆解成单价较低的课程进行售卖，且可以反复观看，有助于学生提高学习效率且性价比较高。因此线上笔试课程运营精细化的粉笔在这一环节更具竞争力。面试环节更侧重综合考评，线下培训效果更佳，一般通过笔试的学员倾向于选择线下面试培训。

表5：中公、粉笔、华图主要产品线对比

中公				粉笔			华图		
	环节	课时	价格 (元)	环节	课时	价格 (元)	环节	课时	价格 (元)
线上	笔试	1000+课时	6980	笔试	800 课时	980	笔试系统班	800 课时	980
线下非 协议	面试	4 天 4 晚	5800	笔试+ 面试	笔试： 40 天 40 晚 面试： 8 天 8 晚	1.18w	笔试+面试	笔试：线上课程+46 天 10 晚线下课程；面试： 协议考生笔试通过赠送 6 天 6 晚面试课程	2.58w
					笔试： 48 天 48 晚 面试： 8 天 8 晚	1.48w		笔试： 48 天 30 晚线下课 程；面试：协议考生笔试 通过赠送 6 天 6 晚面试课 程	3.08w
线下协 议班	全过 程系 列	笔试 52 天 52 晚；面 试 6 天 6 晚	4.13w, 笔试 不过退 2.45, 面试不 过退 4.13w	笔试+ 面试	笔试： 40 天 40 晚 面试： 8 天 8 晚	预缴 2.98w, 笔试 不过退 2.1w, 面试 不过退 1.6w；预缴 3.98w, 笔试不过退 3w, 面试不过退 3.98w；预缴 1.08w, 面试过补 1.28w	笔试+面试	笔试：线上课程+46 天 10 晚线下课程；面试： 协议考生笔试通过赠送 6 天 6 晚面试课程	笔试协议： 4.38w 不过 退 3.4w；笔 面协议 1:4.98w, 笔试不过退 4w, 面试不 过退 3.8w； 笔面协议 2:5.98w, 笔试不过退 5w, 面试不 过退 5.98w
线下协 议班	实训 系列	笔试： 54 天 9 晚 面 试： 6 天 6 晚	4.53w, 笔试 不过退 3.45w, 面试 不过退 3.25w	笔试+ 面试	笔试： 48 天 48 晚 面试： 8 天 8 晚	3.98w, 笔试不过退 2.9w, 面试不过退 2.4w；4.98w, 笔 试不过退 3.8w, 面 试不过退 4.98w； 1.38w, 面试过补 1.28w	笔试+面试	笔试： 48 天 30 晚线下课 程；面试：协议考生笔试 通过赠送 6 天 6 晚面试课 程	笔试协议： 4.68w 不过 退 3.3w；笔 面协议： 5.58w, 笔 试不过退 4.2w, 面试 不过退 4w

资料来源：中公教育官网，华图官网，粉笔官网，民生证券研究院

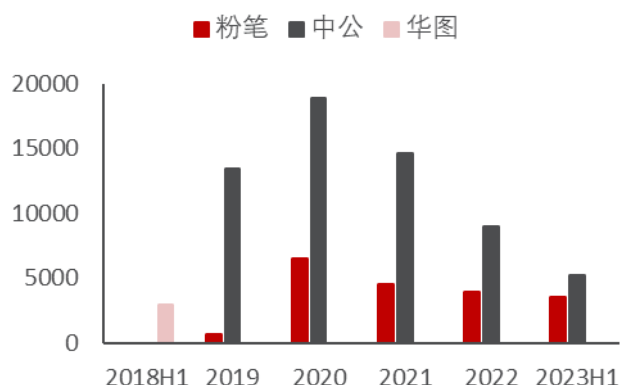
对应的学生画像部分则体现出以下情形：1) **笔试环节**：通常自驱力和学习力强的考生更偏向于自学，因此更倾向于粉笔的线上课程。相反，没有基础或者自律性相对较差的考生则会选择中公/华图。2) **面试环节**：鉴于面试环节更侧重综合考评，进面考生基本都会选择线下培训，因此在选择培训机构时学员更加注重线下师资力量。从师资力量来看，华图的师资门槛较高，要求 985/211 本科以上的学历。

表6：中公教育/粉笔/华图山鼎招录考试讲师招聘要求

	中公教育	粉笔	华图山鼎
公司公告讲师要求	——	本科及以上	985/211 本科及以上
BOSS 直聘 JD 要求	绝大多数本科及以上，少数硕士及以上	大部分要求本科及以上	大部分要求硕士及以上，部分要求本科及以上

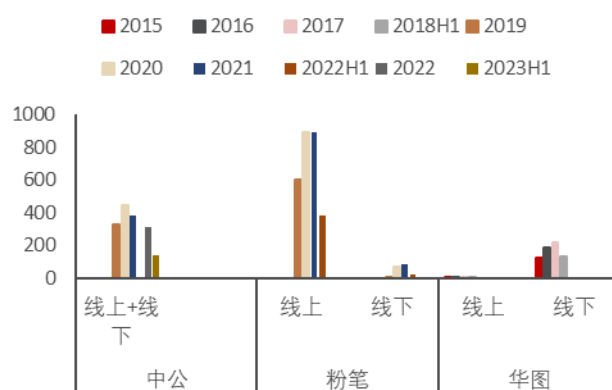
资料来源：BOSS 直聘，公司公告，民生证券研究院

图57：粉笔/中公/华图讲师数量对比（单位：人）



资料来源：wind，民生证券研究院

图58：华图/粉笔/中公线上线下载训学员人数（单位：万人次）



资料来源：wind，民生证券研究院；粉笔、中公为2020年渠道占比，华图为2018上半年渠道占比

疫情打乱头部“玩家”发展节奏，头部“玩家”针对自身特点调整战略寻求健康增长，产品策略回归理性。从整体来看，随着疫情期间协议班退费风险凸显且机构口碑受损，头部“玩家”纷纷降低协议班收入占比以寻求健康的经营。中公在疫情前协议班收入占比达到75%，2022年协议班收入占比下降到25%；与此同时，粉笔也通过减少全额退款的笔试协议班提升整体毛利率，线下培训服务的毛利率从2021年的-0.3%提升到2022年的36.9%。

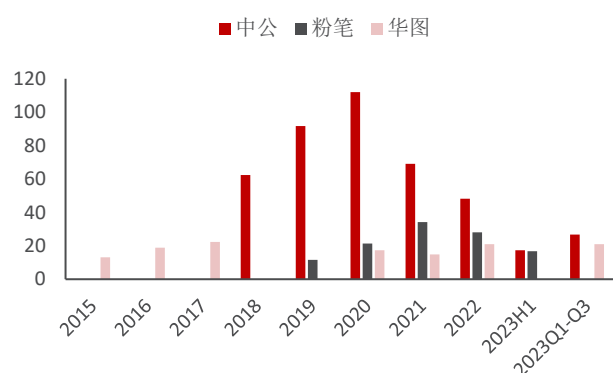
中公教育：2021年，在疫情打乱考试节奏下，中公教育退费问题显现，公司主动优化网点、调整产品结构应对危机。2021年以来中公收入有所下降，但整体经营质量改善，2023年前三季度公司实现收入26.66亿元/yoy-31.54%，归母净利润端公司在2023年前三季度连续转正，2023Q1-Q3实现2.42亿元，2022年同期为-8.23亿元。

华图教育：公司自2022年开始收入实现增长，2022年收入为21.03亿元/yoy+40.86%，2023Q1-Q3公司收入21.05亿元。我们认为背后原因在于公司考核注重实收，疫情期间受退费影响小，在同行受损的背景下公司作为布局全国的

线下培训龙头承接部分自然流量。公司在毛利率端自 2020 年以来亦持续增长，2023Q1-Q3 毛利率为 58.93%，已接近疫情前最高水平。

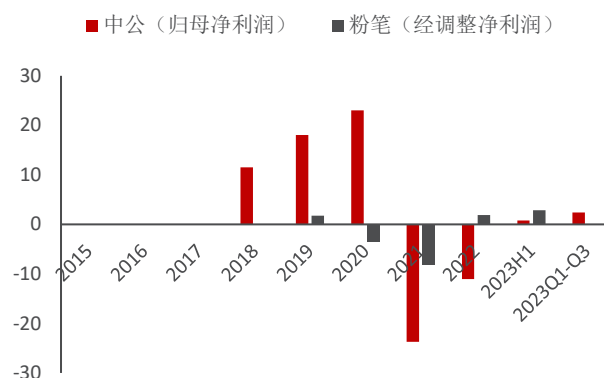
粉笔：公司于 2020 年开始大力开拓线下，模式由轻资产转为重资产，但 2021 年因为疫情影响线下授课以及招录考试延期影响公司利润率，线下业务效果不达预期，粉笔逐步优化线下培训机构且调整协议班产品占比。截至 2023H1，粉笔实现收入 16.82 亿元/yoy+15.42%，实现经调整净利润 2.88 亿元，同比增 201%。

图59：中公教育/粉笔/华图教育近年来收入表现（单位：亿元）



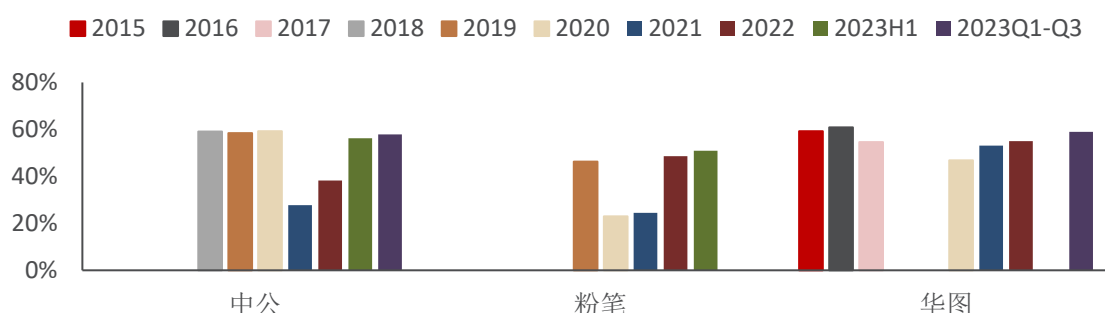
资料来源：wind，民生证券研究院

图60：中公/粉笔/华图近年来利润表现（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图61：粉笔/中公/华图毛利率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

2 华图山鼎：承接华图教育优质品牌资产，有序拓展招录业务

2.1 事件：承接华图教育优质品牌资产，拓展职教新业务

公司拟拓展成人招录类新业务。7月31日，公司发布拟拓展职教新业务的公告。华图教育作为公司控股股东的控股股东，其董事会审议通过《关于支持下属上市公司拓展新业务的议案》，建议公司选取职业教育领域的优质发展方向拓展新业务，并为此提供全方位资源支持，包括无偿使用华图教育及下属企业的商标等无形资产以及若遇同业竞争优先将商业机会让给公司。此外，华图教育表示在公司开展新业务后24个月内解决同业竞争问题。

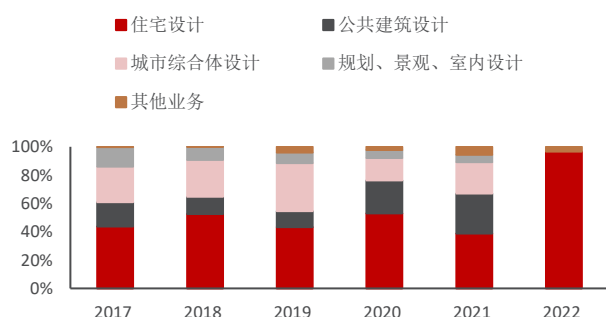
9月28日，华图山鼎设立全资子公司华图教育科技有限公司用来推进新业务开展。10月11日，公司发布关联交易公告，宣布其子公司华图科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，用以承接华图成人非学历培训教育商标、课件&著作权、网络域名以及网络系统资源等无形资产的无偿使用。

图62：华图教育商标资产情况

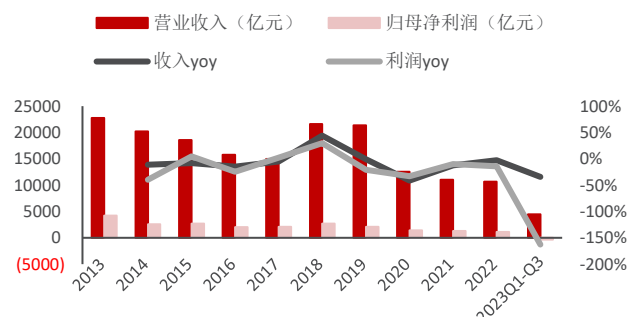
序号	商标图样	类别	申请号
1		35	11662113
		16	11662107
		41	11662108
2		41	11512898
		35	11512899
		16	11512897
3		35	11512901
		41	11512902
		16	11512900

资料来源：iFind，华图招股书，民生证券研究院

打造“建筑设计+职教”双主业的业务格局，全面提升上市公司业务规模和持续盈利能力。近年来，建筑设计行业景气度下行，职教新业务有望拓展公司新的盈利增长点。此前，华图山鼎主要从事建筑工程设计及咨询业务，受近几年房地产调控影响，建筑设计行业面临设计业务减少、项目推进放缓、付款周期变长、市场竞争加剧等因素影响，公司收入及利润近年来显著下滑。拓展职教新业务后，有望改善公司财务表现，拓宽公司发展空间。

图63：2017-2022 年华图山鼎收入结构


资料来源：iFind，华图公司公告，民生证券研究院

图64：2013-2023Q1-Q3 华图山鼎财务表现


资料来源：iFind，华图公司公告，民生证券研究院

华图科技将以“华图”商号在各地分批次设立分公司开展**招考、事业单位、医疗系统等成人招录培训业务**，华图教育同步停止相关业务。华图科技将以“华图”商号在各相关地市设立分公司开展成人非学历职业培训业务，并使用“华图”商标等无形资产开展成人非学历职业培训业务，主要包括国家及地方公务员招录考试培训、事业单位招聘考试培训、医疗卫生系统的招录培训及其相应的资格证考试培训。

从设立批次来看，华图科技将根据公司自有资金的规模以及业务需求在全国分批次设立分公司，分公司在设立的过程中将同步开展相关人才招聘、业务系统、财务系统等管理系统的建立，待该分公司具备经营条件后即可开展相应的业务招生工作，同时华图宏阳将停止在该分公司业务区域内同类业务的招生工作，且在交付完毕已招学员的课程后将不再经营该等业务。

表7：公司分批设立分公司情况

批次	城市布点
第一批	北京、四川、山东、河南、湖北、吉林
第二批	广东、山西、辽宁、云南、安徽
第三批	河北、浙江、陕西、江苏、湖南
第四批	除上述省份之外的其他省份的地市设立分公司

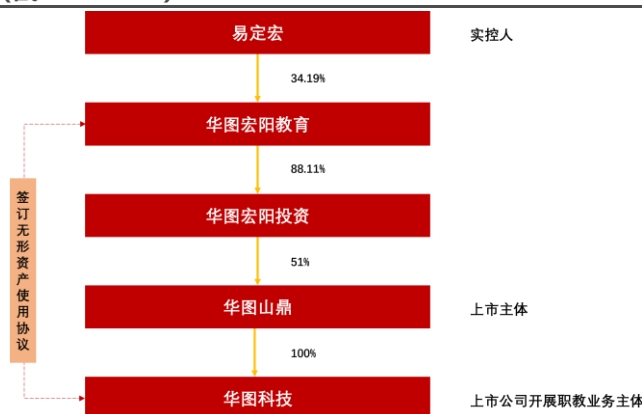
资料来源：华图公司公告，民生证券研究院

股权结构集中，领导班子大多具备华图教育背景，教学经验丰富。从公司股权结构来看，华图宏阳投资为公司控股股东，华图宏阳教育为公司控股股东宏阳投资的控股股东，易定宏通过持有华图宏阳教育 34.19%的股权成为上市公司实控人，间接持有公司 15.36%股权。

华图教育领导班子自 2019 年持股华图山鼎后进入公司，目前整体管理团队主要来源于华图教育，拥有丰富教学经验。吴正果为公司董事长，自 2009 年便加入华图宏阳教育担任董事及 CFO，在公司从业经验超过 10 年，自 2019 年加入华

图山鼎担任董事长；董事易晓英此前为华图宏阳教育财务总监、副总裁；此外，董事李曼卿、易定友、郑文照、李品友和董秘章丹均有多年在华图宏阳教育的从业经历。

图65：公司股权结构（截至 2023.9）



资料来源：iFind，华图公司公告，民生证券研究院

表 8：公司高管背景一览

管理层	职位	管理层履历
吴正果	董事长	1984 年出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科学历,加拿大注册会计师,英国特许公认会计师; 2006.8-2009.10 就职于德勤高级咨询顾问;2009.11-2015.11 任北京华图宏阳教育董事,CFO;2019 年 12 月至今任华图山鼎董事长。
易晓英	董事	2018.9-2023.11 历任华图宏阳教育财务总监,助理副总裁,副总裁;2019.12 月-2021.11 任华图山鼎董事,2021.11 月-2023.12 任华图山鼎监事会主席;2023 年 11 月至今任华图教育科技有限公司副总裁职务。
林升	董事	2012 年 8 月加入公司,历任创意中心设计总监/BIM 总监,所长,部长等,现任公司综合设计院总经理,BIM 设计总监,主要负责项目全程设计,创新技术及团队建设管理工作;2018 年 11 月至今任华图山鼎董事。
李曼卿	董事	2010-2017 年历任华图宏阳教育面试事业部专职教师,部门经理、广东分公司质控总监,副校长、北京分公司市场部经理、河南分公司负责人、广东分公司负责人; 2017 年 2 月至 2017 年 12 月任华图宏阳教育教学研究院院长,联席总裁; 2018 年 1 月至 2019 年 1 月任北京华图宏阳教育 CEO;2019 年 1 月至今任华图宏阳教育山东分公司负责人;2017 年 12 月至今任华图宏阳教育董事。
易定友	董事	2006.7-2013 年 5 月任华图宏阳教育校长,事业部总经理; 2019 年 1 月至 6 月任华图宏阳教育青海分校校长;2019 年 6 月 2020 年 4 月任华图宏阳教育厦门分校校长;2020 年 5 月至今任华图宏阳教育副总裁, 医疗事业部总经理;2019 年 12 月至今担任华图山鼎监事。
郑文照	董事	2009.1-2013.12 历任华图宏阳教育优职项目部总监和教师事业部副总经理,市场运营中心总监和分校管理中心总监,四川分公司负责人;2014.1-2016.12 任华图宏阳教育助理副总裁兼云南分公司负责人,脑洞科技 CEO;2017.1-2018.12 任华图宏阳教育副总裁兼广东分公司负责人,脑洞科技 CEO,市场运营中心第一负责人;2019.1-2021.6 任华图宏阳教育联席总裁,市场运营中心第一负责人,广东分公司负责人;2021 年 7 月至今任华图宏阳教育联席总裁,公务员事业群总裁,四川分公司负责人;2019 年 6 月至今任华图宏阳教育董事。
李品友	董事	2001.11-2007 年担任华图宏阳教育发行部经理、培训部总监; 2007.12-2012.12 担任华图宏阳网络科技总经理;2011 年 10 月至 2018 年 5 月担任华图宏阳教育董事;2012 年 12 月至 2017 年 6 月担任华图宏阳教育北区 CEO;2014 年 12 月至 2015 年 8 月担任华图宏阳教育副董事长;2017 年 6 月至今担任华图宏阳教育联席总裁。
王强	总经理	2009 年 1 月于北京山鼎建筑工程设计有限公司任项目建筑师,综合所所长,总经理助理.2017 年 1 月至今任北京山鼎董事,总经理,2019 年 12 月起任山鼎设计北京分公司负责人,负责北京山鼎公司日常管理及业务发展。
章丹	副总经理,董秘	2007.4-2015.12 历任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司招生咨询,教务,资金管理,上市项目组成员,证券事务代表;2016.1-2019.12 任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事会秘书办公室负责人;2020 年 1 月至今任华图山鼎设

计股份有限公司副总经理。	
郑天相	财务总监 自 2006 年 3 月起加入公司,现任山鼎设计股份有限公司财务总监,财务管理中心总监,上海山鼎建筑工程设计有限公司,深圳市山鼎建筑工程设计咨询有限公司,深圳前海山鼎设计管理有限公司,成都山鼎聚合项目管理有限公司,成都山鼎建筑科技有限公司的会计机构负责人。
资料来源: , 民生证券研究院	

2.2 华图教育：考公招录培训龙头，收入/利润率稳步恢复

2.2.1 发展历程：公考为基，多品类拓展的招录培训龙头

招录培训领军企业。华图宏阳教育于 2001 年由易定宏博士在北京创办，主营业务涵盖了公务员、事业单位、教师、金融、医疗、部队转业干部、军队文职等各类人才招录考试培训业务。目前公司旗下拥有华图教育、华图医疗、华图金融、华图公遴选、华图考研等多个教育知名品牌，在全国拥有 1100 多家学习中心，16000 多名高素质员工。从公司发展历程来看，主要分为以下几个阶段：

1) 2001-2003 年：初步确立公考培训主业方向。华图宏阳教育由易定宏博士于 2001 年在北京创办创立。2003 年，公司开始为考生提供公务员考试培训服务，初步确立考公培训这一主业。

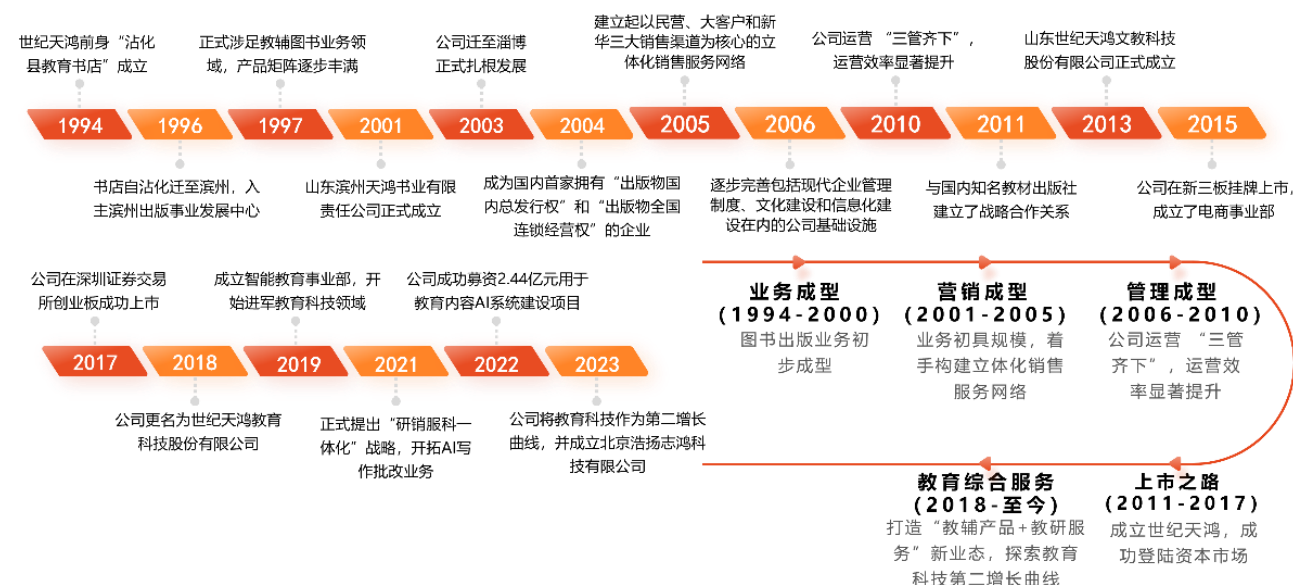
2) 2004-2008 年：公考业务品牌力深化+全国化布局初步完成。华图教育于 2006 年开创“模块教学法”，以其独特的教学方法和优秀的师资团队，迅速在公务员培训领域崭露头角，受到了广大学生和家长的认可和关注，品牌影响力逐步深化。2008 年，公司初步完成全国化布局，培训中心覆盖中国 15 个省及直辖市。

3) 2009-2013 年：持续拓展招录类考试，丰富产品矩阵。华图教育逐渐成为全国范围内公务员考试培训市场的领军企业后，持续开拓新的招录考试，公司在 2010 年开拓教师招录相关业务，随后又陆续开拓事业单位考试、银行考试、研究生考试等招录产品，产品矩阵逐步丰满。

4) 2014-2019 年：完成股份制改革，探索在线教育。2011 年华图宏阳教育完成股份制改革，2012 年 9 月进行上市辅导备案。2014 年 7 月，公司成功在新三板挂牌；同年公司成立华图在线。2015-2018 年公司先后试图借壳新都酒店、扬子新材上市以及在港股市场冲击 IPO 均未成功；2018 年，公司取消在新三板挂牌。

5) 2019 年至今：收购华图山鼎股权，签订无形资产无偿使用协议，计划将招录培训业务平移进入子公司。2019 年，华图宏阳教育旗下子公司宏阳投资收购山鼎设计 30% 股权。2023 年，华图山鼎旗下子公司华图教育与华图宏阳签订了《无形资产无偿授权使用协议》，华图宏阳许可将相关无形资产无偿授权给华图教育科技使用。未来华图教育科技将开展公考招录考试培训、事业单位招聘考试培训、医疗卫生系统的招录培训及其相应的资格证考试培训。

图66：公司发展历程

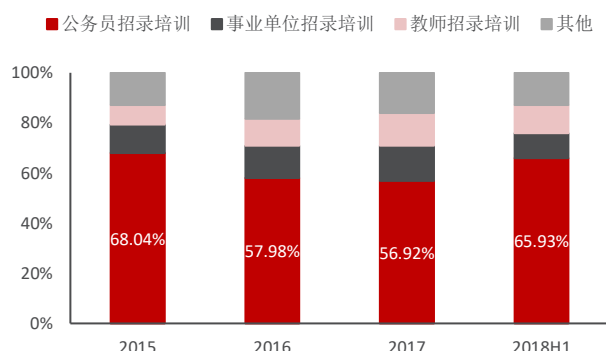


资料来源：华图招股书，民生证券研究院

2.2.2 业务表现：国考招录培训为核心系列产品，整体收入利润率恢复态势稳健

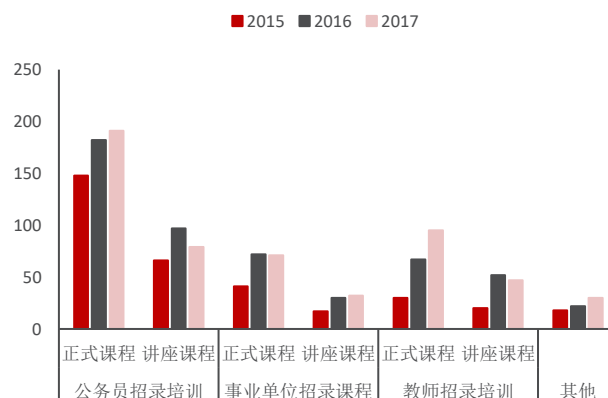
国考招录培训为核心产品系列，贡献主要收入来源。从产品系类来看，华图宏阳教育主要覆盖公务员、事业单位、教师、银行系统、医疗系统等行业的招录培训。其中，公务员招录系列贡献主要收入来源，2015-2018H1 收入占比分别为68.04%/57.98%/56.92%/65.93%。从招生情况来看，公务员招生人次占主导地位，2015-2017 年对应的招生人次占比分别为 62.94%/53.45%/49.54%；事业单位 2015-2017 年招生人次占比分别为 17.06%/19.54%/18.90%；教师招录 2015-2017 年招生人次占比分别为 14.71%/22.80%/26.06%；其余如银行、医疗系统等招生人次在 2015-2017 年占比为 5.29%/4.21%/5.50%。

图67: 2015-2018H1 各系列收入占比



资料来源: 华图教育公司公告, 民生证券研究院

图68: 2015-2017 年公司招生表现 (单位: 千人)

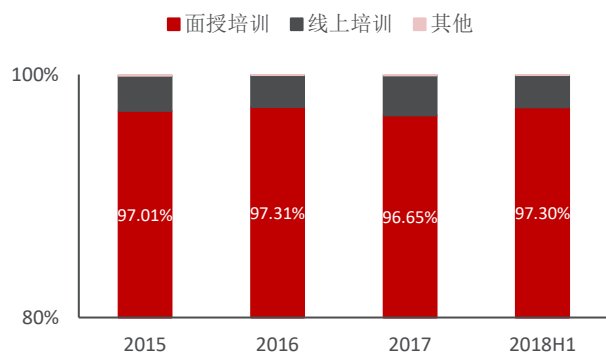


资料来源: 华图教育公司公告, 民生证券研究院

作为传统线下起家的培训机构, 面授亦为公司擅长方向, 贡献主要收入来源。

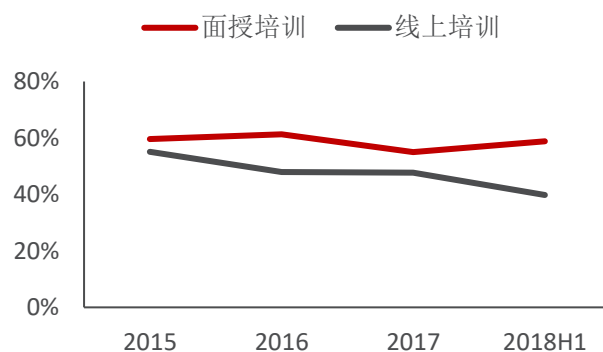
目前华图教育各类产品系列的培训模式主要为线上培训和线下面授培训, 其中线下面授在 2015-2018H1 收入占比分别为 97.01%/97.31%/96.65%/97.30%。线上和面授均覆盖笔试和面试环节, 但因为线下整体针对性更强叠加场地成本收费更高因此线下面授毛利率高于线上培训毛利率。

图69: 2015-2018H1 华图教育面授及线上培训收入占比



资料来源: iFind, 华图公司公告, 民生证券研究院

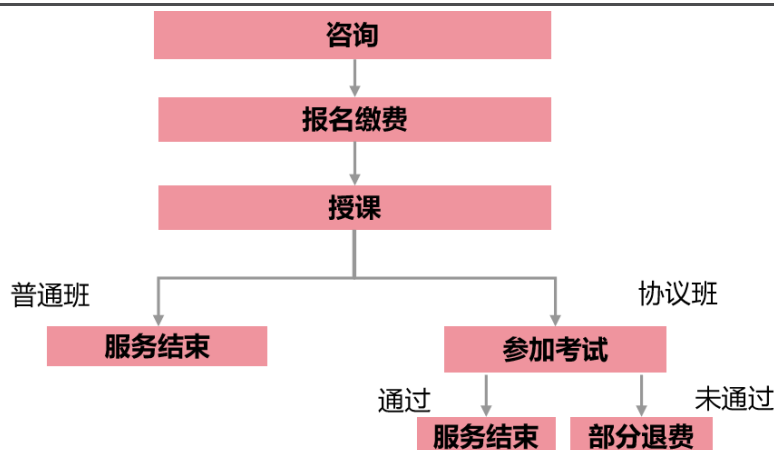
图70: 2015-2018H1 华图教育面授及线上培训毛利率情况



资料来源: iFind, 华图公司公告, 民生证券研究院

从收入确认方式来看, 华图教育面授培训可以分为协议班和普通班。普通班的学员学费不可退, 且在课程期间确认收入; 协议班方面, 若学员未通过考试, 则可获得部分退款, 不可退费部分公司在协议班期内进行收入确认, 可退款部分的学费公司基于考试的通过率在当期确认相应的收入, 并在结果出来后的对应财务季度进行收入的调整, 若无法确认通过率则需要等结果出来后才进行可退款学费的确认。

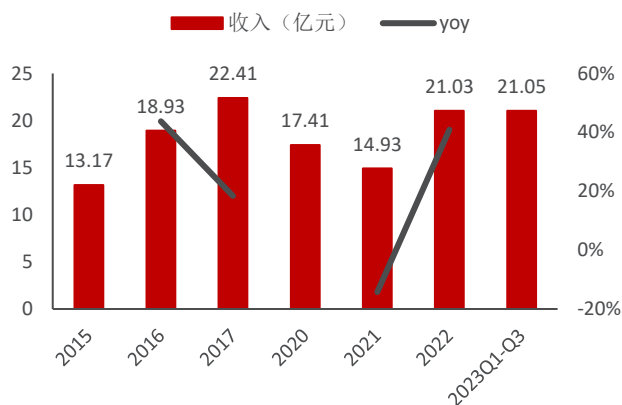
图71：课程服务流程



资料来源：华图公司公告，民生证券研究院

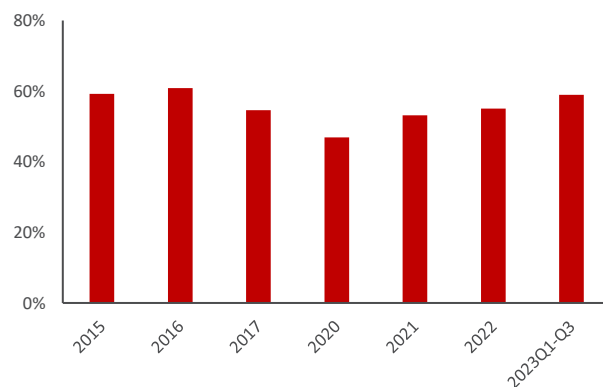
公司收入及毛利率修复显著。2020-2021 年受到退费产品以及疫情影响考试节奏，华图教育收入承压。2022 年随着公司产品结构和行业竞争格局的改善，公司收入逐步恢复。2023Q1-Q3 公司收入达 21.05 亿元。从毛利率来看，自 2021 年以来华图教育毛利率逐步恢复，2023Q1-Q3 公司毛利率达 58.93%，已经接近 2015-2016 年水平。

图72：2015 到 2023Q1-Q3 年公司收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院；注：2018-2019 年无公开披露数据

图73：2015 到 2023Q1-Q3 公司毛利率表现



资料来源：wind，民生证券研究院；注：2018-2019 年无公开披露数据

2.3 华图山鼎：盈利预测及投资建议

2.3.1 盈利预测假设及业务拆分

因招录这一新业务正在逐步展开，我们暂对上市公司现有的建筑设计类业务进行预测。

1) **住宅类业务：**房地产景气度下行逐步传导至建筑设计企业，造成建筑设计

企业面临设计业务减少、项目推进放缓、收款周期变长、市场竞争加剧等多个方面。2023 年前三季度公司收入下滑，但公司着力拓展业务多样化并寻找建筑设计业务增长点，我们预计 23/24/25 年公司住宅类业务增速分别为-20%/+15%/+15%，毛利率端，随着公司收入的逐步恢复，毛利率逐步恢复到 2022 年水平，预计 23-25 年分别为 25%/30%/32.80%。

2) 其他业务：收入占比较低，我们预计 23-25 年收入增速分别为 -40%/30%/30%，毛利率分别为 6.06%/6.46%/8.91%。

综合以上假设，我们预计 23-25 年公司整体收入增速分别为 -20.7%/15.4%/15.45%，毛利率分别为 24.5%/29.3%/32%。

表9：华图山鼎业务拆分及盈利预测（单位：万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	10,685.39	8473.74	9778.36	11288.74
yoy	-3%	-20.70%	15.40%	15.45%
毛利率	35.56%	24.5%	29.3%	32%
住宅	10,312.53	8250.03	9487.53	10910.66
yoy	-0.66%	-20%	15%	15%
毛利率	36.65%	25.00%	30%	32.80%
其他业务	372.86	223.71	290.83	378.08
yoy	-39.83%	-40%	30%	30%
毛利率	5.52%	6.06%	6.46%	8.91%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2.3.2 投资建议

华图山鼎承接华图教育优质品牌资产，有序拓展招录业务，关注盈利改善。23 年 10 月，华图山鼎旗下子公司华图科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图科技将以“华图”商号在各地分批次设立分公司开展公考、事业单位、医疗系统等成人招录培训业务，华图教育同步停止相关业务。华图教育为线下招录培训领军企业，主要覆盖公务员、事业单位、医疗系统等行业的招录培训，公务员招录系列贡献主要收入来源公司，且考核注重实收。随着公司产品结构和行业竞争格局的改善，华图教育收入及毛利率修复显著，2023Q1-Q3 公司收入达 21.05 亿元，毛利率达 58.93%，已经接近 2015-2016 年水平。随着华图山鼎逐步承接华图教育优质资产、开展招录业务，上市公司表端业绩有望显著改善，建议关注布局机会。盈利预测部分，我们仅对上市公司现有建筑设计业务进行预测，预计 23-24 年 EPS 分别为 0.01/0.03 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：新业务开展不及预期；业务注入不及预期；行业竞争加剧等。

表10：华图山鼎盈利预测与财务指标

项目/年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	107	85	98	113
增长率（%）	-2.9	-20.7	15.4	15.4
归属母公司股东净利润（百万元）	11	1	4	11
增长率（%）	-14.5	-90.6	325.9	150.1
每股收益（元）	0.08	0.01	0.03	0.08
PE	1092	11560	2714	1085
PB	39.2	38.4	37.0	35.0

资料来源：，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 17 日）

3 中公教育：资金压力逐步缓解，期待经营重回正轨

3.1 借壳上市，连续三年完成业绩承诺

中公教育公考培训起家，逐步发展为全品类职教培训机构。1999 年创始人团队在北京大学成立素质教育公司。公司率先进入公务员考试培训和 MPA 考试培训领域，此后不断拓展和丰富产品线，至今已形成横跨招录考试培训、学历提升以及职业能力培训三大板块的全方位多层次的产品矩阵。目前中公已经在全国 31 个省份，319 个地市布局了 1000 家直营分部和学习中心，主要服务于 18 岁-45 岁的大学生、大学毕业生和各类职业专才等知识型就业人群。中公的发展历程大致可以分为以下几个阶段：

1) 初步发展阶段 (1999-2001)：初步踏入考研考公培训领域。1999 年创始人团队进入教育领域创业，探索了高考辅导、奥数培训等项目。2001 年启动北京大学公共管理硕士 (MPA) 考研培训项目，同年进入公务员考试培训领域，成为国内第一批专业公考培训机构。

2) 快速拓展阶段 (2002-2015)：自建教学研发团队，经营模式由代理改为直营，全国化布局和产品线丰富并行推进。2002 年公司推出自主研发的公考在线辅导课程，自建研发教学团队；2005 年大规模推行代理制，率先与 30 多家地方性培训机构建立合作，完成全国市场布局；2009 年实行全面直营模式，以集中优势加大课程研发投入；2014 年公司扩张品类，开始涉足金融财会、IT 培训等领域，转变为综合性职业教育企业；2015 年全国直营分支机构突破 400 家。

3) 登陆资本市场 (2016-2020)：2019 年借壳亚夏汽车登陆资本市场，推出线上线下融合产品。2020 年为应对疫情的不利影响推出线上线下融合产品，取得初步成效。

4) 优化调整阶段 (2021 年至今)：多重因素之下公司业绩承压，积极调整应对。2021 年由于疫情影响考试节奏，退费率猛增，“协议班”和“学员贷”模式潜在的现金流问题出现，公司业绩大幅下滑；面对困境，2022 年开始公司积极调整产品结构，下架部分高退费协议班，精简师资队伍，削减非盈利网点。

图74：中公教育发展历程

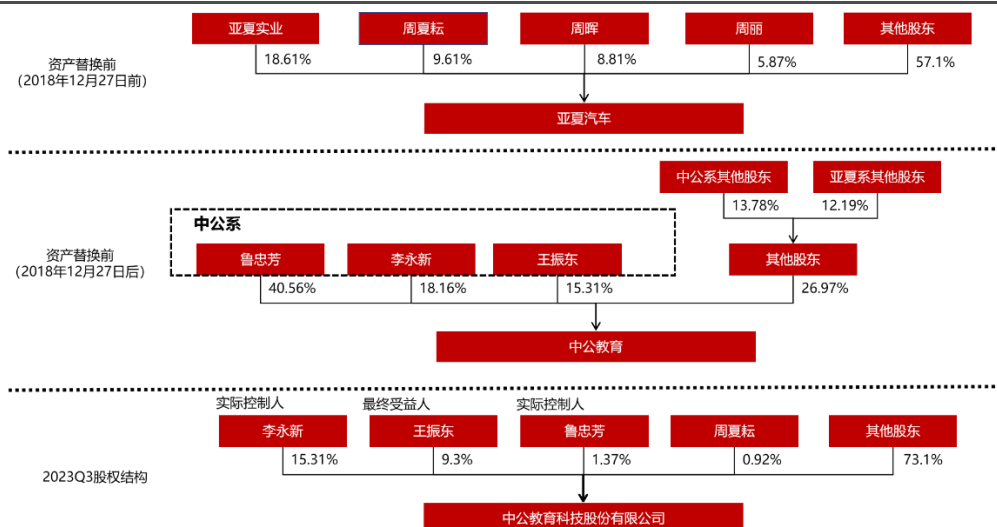


资料来源：中公官网，民生证券研究院

上市以来，公司连续 3 年完成业绩承诺。公司借壳亚夏汽车上市时，与对方签订业绩承诺协议，协议要求 2018-2020 年中公教育扣非归母净利润分别不得低于 9.3/13.0/16.5 亿元。上市后，公司在对应年份扣非归母净利润分别为 11.13 亿元/17.0 亿元/18.67 亿元，出色完成业绩承诺。

李永新、鲁忠芳为公司实控人，合计持股 16.68%。2018 年 5 月，亚夏汽车发布重大资产置换及发行股份购买资产公告，其中亚夏汽车除保留资产外的全部资产最终作价为 13.51 亿元，置入的中公资产最终作价为 185 亿元，差额 171.49 亿元由亚夏汽车按照 3.68 元/股的价格向李永新等人非公开发行股票作为补偿，交易完成后，鲁忠芳、李永新成为公司实际控制人。截至 23Q3，李永新及鲁忠芳合计持股 16.68%。

图75：公司资产置换前后及最新股权结构



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院（2018 年 12 月 27 日股权置换前后股权结构来自亚夏汽车公告；2023Q3 股权结构来自中公教育 2023 三季报）

创始人专注教育事业 20 余年，从业经验丰富。公司董事长李永新 1999 年带

领团队进入教育领域创业，先后探索奥数、高考等项目，有近 20 年的公职类考试培训研发、教学及企业管理经验，先后担任北京中公在线教育经理、北京中公未来教育咨询总裁等职位。此外，公司董事兼经理王振东、董事石磊、易姿廷等人均长期从事教培行业，从业年限 10-20 年不等。

表11：公司管理层团队概况

姓名	职务	履历
李永新	董事长	1999 年毕业于北京大学政治学与行政管理系，同年进入教培行业自主创业，2000 年进入考公培训行业，拥有近 20 年的公职类考试培训研发、教学及企业管理经验；2005 年至 2010 年，担任北京中公在线教育经理；2010 年至 2015 年 11 月，担任北京中公未来教育咨询总裁；2015 年 11 月至 2018 年 12 月，担任北京中公教育科技有限公司董事长；2018 年 12 月至今担任北京中公教育科技有限公司董事长；2019 年 2 月至今担任中公教育科技有限公司董事长。
王振东	董事、总经理	1999 年毕业于北京大学政治学与行政管理系，获法学学士学位。2001 年进入教育培训行业；2010 年至 2015 年 11 月，担任北京中公未来教育咨询有限公司执行董事兼总经理；2015 年 11 月至 2018 年 12 月担任北京中公教育科技有限公司董事兼总经理；2018 年 12 月至今担任北京中公教育科技有限公司董事兼总经理；2019 年 2 月至今担任中公教育科技有限公司董事兼总经理。
石磊	董事	1999 年进入教育培训行业；2005 年至 2010 年，负责北京中公在线教育科技有限公司市场运营管理工作；2010 年至 2015 年 11 月，担任北京中公未来教育咨询有限公司副总裁；2015 年 11 月起至 2018 年 12 月担任北京中公教育科技有限公司董事兼财务总监及董事会秘书；2018 年 12 月至今担任北京中公教育科技有限公司董事。
易姿廷	董事	2011 年进入教育培训行业。2011 年起担任北京中公未来教育咨询有限公司质量管理委员会负责人、总裁助理、助理总裁；2015 年 11 月至 2018 年 12 月担任北京中公教育科技有限公司董事；2018 年 12 月至今担任北京中公教育科技有限公司监事会主席；2019 年 2 月至今担任中公教育科技有限公司董事。
桂红植	副总经理	男，1971 年出生，中国国籍，无永久境外居留权，工商管理硕士。2003 年 4 月至 2006 年 8 月，任中房置业股份有限公司证券部经理；2006 年 8 月至 2015 年 7 月，任中房置业股份有限公司董事会秘书、副总经理；2015 年 9 月至 2018 年 12 月，任北京中公教育科技有限公司证券事务负责人；2018 年 12 月至今，任北京中公教育科技有限公司证券事务负责人。
何有立	副总经理	1975 年出生，中国国籍，无永久境外居留权。1999 年进入教育培训行业；2005 年至 2010 年，负责北京中公在线教育科技有限公司市场运营方面的工作；2010 年至 2015 年 11 月，担任北京中公未来教育咨询有限公司助理总裁、副总裁；2015 年 11 月至 2018 年 12 月，担任北京中公教育科技有限公司副总经理；2018 年 12 月至今担任北京中公教育科技有限公司副总经理；2019 年 2 月至今担任中公教育科技有限公司副总经理。
罗雪	财务总监	1991 年 7 月至 2000 年 9 月期间于中石化集团中原油田工作；2000 年 10 月至 2011 年 1 月期间先后于北京天健会计师事务所、德勤华永会计师事务所、利安达会计师事务所担任审计经理、技术合伙人等职务；2011 年 2 月至 2014 年 8 月，担任北京天和众邦勘探技术股份有限公司任财务总监和董事会秘书；2014 年 8 月至 2016 年 12 月，担任恒泰艾普集团股份有限公司首席财务官；2017 年至 2018 年 12 月，担任北京中公教育科技有限公司财务负责人；2019 年 2 月至今担任中公教育科技有限公司财务总监。
王新汉	董事会秘书	1996 年毕业于南开大学管理系并获经济学学士学位，分别于 2001 年和 2005 年获得南开大学硕士和博士学位，2005 年入站清华大学/中国联通博士后工作站从事博士后研究工作。2007 年 10 月起先后在中国民生银行及民生金融租赁公司工作，担任分行及租赁公司资产负债管理中心主任、租赁公司董监办副总经理等职；2015 年 7 月加入瀚华金控股份有限公司，担任运营总监；2017 年起，先后于北京锴晟投资有限公司、方舟控股有限公司等担任副总裁、金融总裁等职。2023 年 5 月加入中公教育，担任金融总监。

资料来源：iFind，民生证券研究院

3.2 考公培训为主，渐进完善跨板块跨行业布局

公司业务横跨招录考试培训、学历提升以及职业能力培训三大板块。其中招录考试培训板块包括公务员序列、事业单位、教师序列，学历提升板块主要以考研

辅导产品为主，职业能力培训板块以 IT 能力训练产品为主，近年来逐步布局跨板块业务，不断开拓其他产品。目前，中公教育已经建立起完备的产品矩阵。

表12：公司核心产业链

板块名称	类别	产业名称
招录板块	公务员类	国家公务员；地方公务员；选调生；乡镇公务员
	事业单位类	事业单位；医疗卫生招聘；国企；电力电网
	教师类	教师资格；教师招聘；特岗教师
	基层培训类	社区工作者；社会工作者；公益性岗位；三支一扶；村官
	军人警察类	军人考试；招警；辅警
学历提升板块	学历类	考研；MBA/MPA；专升本；成人学历
职业能力提升板块	金融财经类	农信社；银行招聘；会计；ACCA
	技能提升培训	IT 培训；医学资格；建设工程；职业教育；PMP/软考；心理咨询师

资料来源：中公官网，民生证券研究院

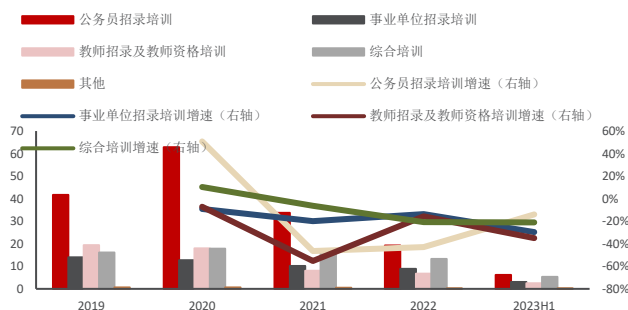
公务员、事业单位、教师招录培训及综合序列业务为公司核心产品，其中公务员为主要收入来源；疫情期间，各类招录考试节奏改变叠加公司协议班占比过高致使核心产品系列收入下滑。

1) 公务员序列：包括国家公务员、选调生、公选遴选、乡镇公务员等内容。2019/2020/2021/2022/2023H1 营收分别为 41.71/62.9/33.69/19.24/6.18 亿元，对应收入占比分别为 45.46%/56.14%/48.74%/39.87%/35.75%，为公司主要收入来源。

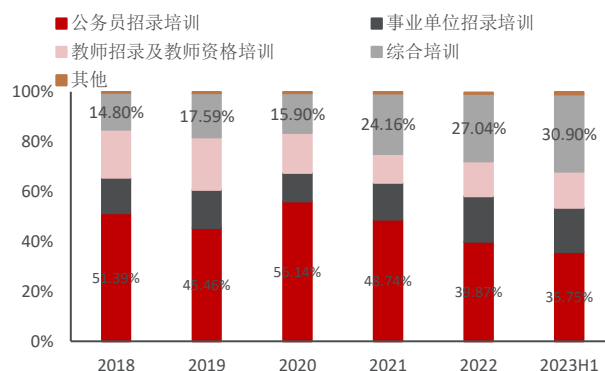
2) 事业单位序列：包括事业单位、医疗卫生招聘、国企、电力电网等内容，2019/2020/2021/2022/2023H1 营收分别为 14.01/12.74/10.19/8.80/3.06 亿元，对应收入占比分别为 15.27%/11.37%/14.75%/18.23%/17.72%。

3) 教师序列业务：包括教师考试、教师资格、教师招聘、特岗教师等，2019/2020/2021/2022/2023H1 营收为 19.33/17.94/8.02/6.77/2.51 亿元，对应收入占比分别为 21.06%/16.02%/11.61%/14.03%/14.55%。

4) 综合序列业务：包括考研、IT 培训、法考、军人警察类、金融财经类，2019/2020/2021/2022/2023H1 营收分别为 16.14/17.81/16.7/13.22/5.34 亿元。综合序列业务是公司近年发力的重点，营收占比不断提高，2019/2020/2021/2022H1 占比分别为 17.59%/15.9%/24.16%/27.04%/30.90%。

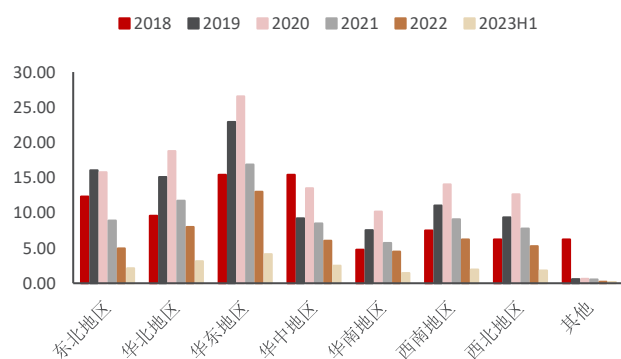
图76：2019-2023H1 公司产品收入及增速 (单位: 亿元 /%)


资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

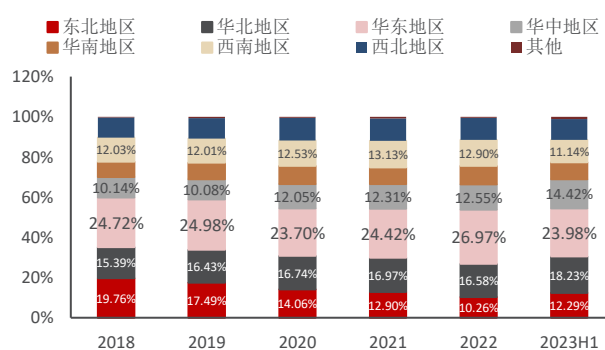
图77：2018-2023H1 各产品占营业收入比重情况


资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

公司业务主要集中华东、华北。公司营业网点遍布全国 31 个省，华东/华北地区为主要收入来源，2023H1 比重分别为 23.98%/18.23%。

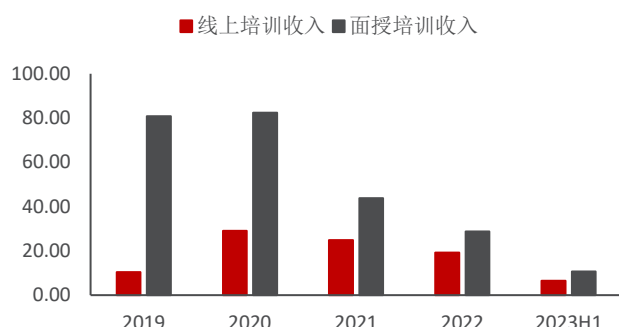
图78：2018-2023H1 公司按区域收入情况 (单位: 亿元)


资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

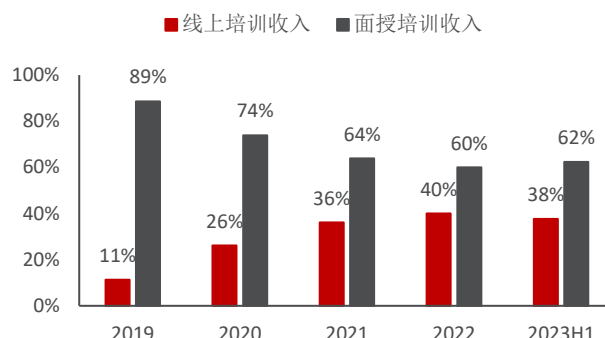
图79：2018-2023H1 公司各地区收入占比


资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

分渠道看，公司业务以面授培训为主，近年来随着疫情叠加数字化建设进程的推进，公司线上经营成果显著，占比提升较快。公司开展业务以面授培训为主，2019-2023H1 面授培训收入比重各 89%/74%/64%/60%/62%。在疫情冲击下公司数字化建设进程加速，公司大力推广线上线下融合产品，线上化效果良好，2020 年公司线上培训收入占比翻倍，从 2019 年占比 11%增加至 2020 年 26%，线上培训人次接近 300 万，增长超过六成。截至 2023H1 线上营业收入达 6.43 亿元，占比 38%。

图80：2019-2023H1 公司线上业务收入情况 (单位: 亿元)


资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

图81：2019-2023H1 公司线上线下收入占比


资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

3.3 协议班+理享学助推高退费，疫情打乱考试节奏致使资金链承压

首创协议班推出退费模式吸引招生。公司协议班最早开始于2012年，其模式为双方签署协议，如果学员考试没有通过，费用可以部分或全额退还。从收入确认的方式来看，普通班面授培训在完成培训服务时将预收的培训费全部确认为收入；普通班线上培训在提供服务的有效期内按照直线法确认；协议班则是在完成培训服务时将不予退费部分确认为收入，可退费部分根据协议约定，在满足不退费条件时确认为收入。

表13：公司协议班收入确认时点类型

类型	协议内容	举例	收费结果
不可退费部分确认	收入与笔试和面试成绩无关，只要学员参加了公司培训课程，则收取的部分学费不予退还，公司对该部分收费在课程结束时确认为收入。	湖北十堰分公司推出的2021年事业单位某笔面协议班收费26,800元，双方约定不可退费部分5,800元，这样在培训结束时公司可确认收入5,800元。	类似于上完课以后就要确认基础服务费用部分。
笔试通过不退费部分确认	收入取决于参培学员笔试成绩的可退费部分，如果学员通过笔试则将这部分收费确认为收入，否则不予确认。	广东分公司推出的省考封闭笔面协议班收费11,800元，约定不可退费部分为3,800元(于培训结束时确认为收入)，同时约定通过笔试有3,000元不予退还，公司于学员面试名单公布时确认收入3,000元。	在确认基础服务费用以后，根据笔试成绩确定是否收费，通过则继续收取3000元。
笔试不通过不退费部分确认	收入取决于笔试是否通过。如果参培学员笔试不通过则公司保留部分收费，如果笔试通过面试未通过(或未被录用)则公司退还全部收费。	天津分公司推出的省考某协议班收费42,800元，协议约定如果学员笔试不通过公司退还30,000元，同时约定即使笔试通过但面试未通过(或未被录用)则公司需要退还全部收费42,800元，在学员未通过笔试成绩时公司可确认收入12,800元，如果学员通过笔试但面试成绩尚未发布反而不能确认任何收入。	不一定会收取基础服务费用，有三种情况：1) 笔试未通过收取1.28万元；2) 笔试通过面试未通过，全额退款；3) 笔面通过，全额确认。

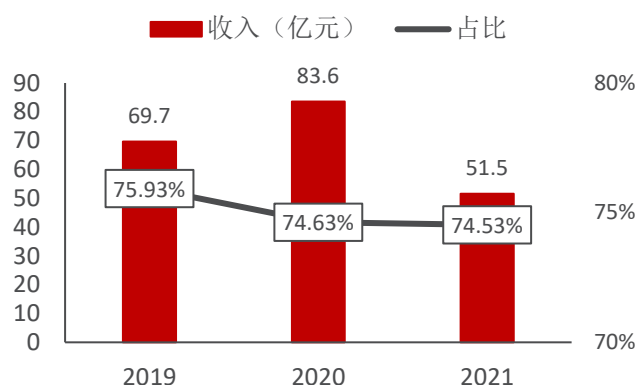
面试通过确认	收入完全取决于学员面试(或被录用)结果, 跟最终招录人数相关。	山东分公司推出的省考某协议班培训收费 26,300 元, 合同约定如果学员面试不通过退还全部收费, 如果通过则所收培训费 26,300 元可全部确认为收入。	根据面试结果, 确定全额确认或全额退款。
--------	---------------------------------	--	----------------------

资料来源: 中公教育公告, 民生证券研究院

协议班, 高招生人数与高退费比例的一体两面。早期公司依靠协议班“不过可退费”的特点快速抢占市场份额, 同时中小培训机构因为资金实力较差无法通过做大协议班模式吸引招生, 因此协议班也就成为公司早期招生的利器。从协议班的模式可知, 其收入取决于通过率以及退费比例两大因素。随着公司招生人数越来越多, 其通过率客观上必然面临下降的趋势, 则全款收费的比例下降, 只能对未通过人群收取不可退费部分, 若公司为吸引招生进一步提升退费比例, 则将盈利能力将大大下降, 甚至无法覆盖刚性成本的风险。协议班的存在也为公司疫情期间的发展埋下隐患。

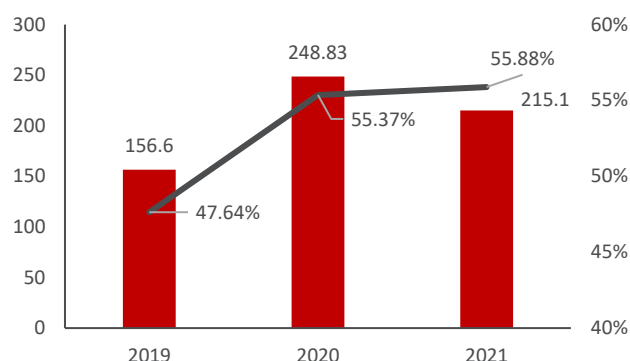
逐渐攀升的杠杆。受疫情影响, 2020 年公务员省考联考笔试时间由每年的 4 月下旬, 推迟到 7 月和 8 月底举行; 2021 年省考笔试时间提前至 3 月下旬, 相对于市场预期时间提前了一个月。综合影响下, 2021 年省考考试间隔周期由之前的 15 个月缩短至 8 个月左右, 导致学员无充足的备考时间, 客观上使得学员的报考意愿及参培意愿降低, 为提升招生规模, 公司加大高退费班的推广力度。同时, 公司还推出理享学产品用于协议班学员的学费贷款以吸引招生。

图82：2019-2021 公司协议班收入及占比



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

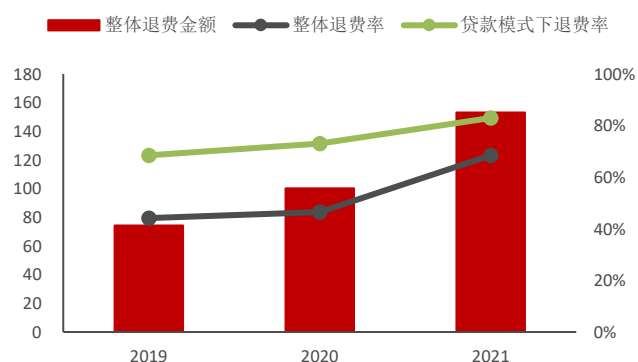
图83：2019-2021 公司协议班培训人次及占比（单位：万人）



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

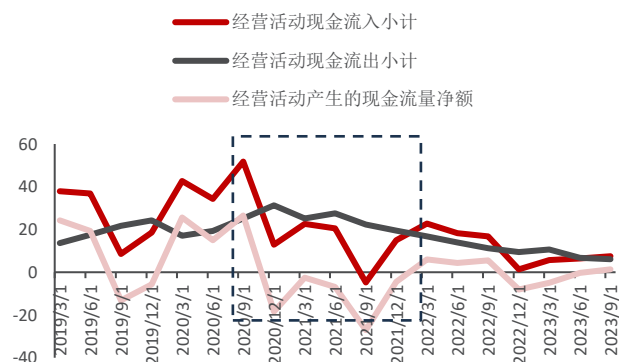
高退费班占比提升叠加低通过率，以及理享学产品进一步放大杠杆，疫情期间公司退费显著增长，现金流压力凸显。2021 年公司高退费班的推广使得当年退费一路增长；同时，公司还推出理享学贷款产品，使用这一产品的学员因为 0 元入学的低成本费用，且主要针对考试难度较大课程，考试准备往往不够充分，其通过率低于公司平均通过率，对应的退费率远高于公司平均水平（2019-2021 年分别为 68.46%/73.06%/82.94%）。多重因素下，2021 年公司退费猛增。2021 年公司退费金额达 153.02 亿元，yoy+52.88%，退费率达 68.46%，同比提升 21.92pcts。现金流方面，2021 年公司因考试节奏改变、招生承压导致现金流入下降，同时因为退费问题使得现金流出增长，双重因素作用下现金流整体承压。

图84：2019-2021 年公司退费金额&退费率（单位：亿元）



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

图85：2019-2023 公司经营活动现金流表现（单位：亿元）



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院；数据为 2019Q1-2023Q3

过高的理享受学产品亦加重公司的财务负担。理享学作为公司助贷机构帮助公司学员申请贷款，公司需要向其支付服务费或手续费，由理享学向放贷机构进行

利息或费用结算，随着公司贷款模式下的预售培训费占比逐步提升（2019-2021年分别为 8.36%/24.94%/21.99%），公司向理想学提供的服务手续费亦不断增加，2019-2021 年公司向理想学支付的贷款手续费为 0.35/2.11/1.83 亿元，在公司财务费用的服务费用中占比为 35.38%/72.36%/66.52%。

表14：2019-2021 年公司理想学贷款模式下预售学费及结转收入情况

项目	预收培训费		结转收入	
	金额（万元）	培训人次（万）	金额（万元）	对应人次（万）
2019 年度	146526.75	5.13	17556.58	0.86
2020 年度	597162.66	20.39	111008.02	4.63
2021 年度	449314.70	14.28	89767.79	3.34

资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

3.4 积极应对，有望实现困境反转

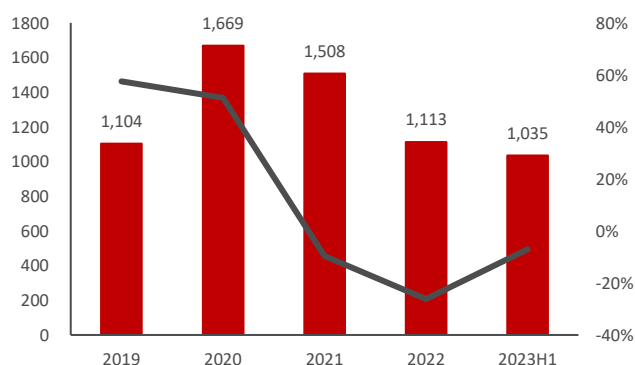
3.4.1 考核转为重利润，自上而下调整产品、渠道、人员体系

为应对危机，2021 年开始，公司积极调整战略方向，将考核核心由过去的流水转变为利润。为此，公司自上而下，开始对产品、渠道、人员进行优化调整。

产品端，公司逐步降低协议班高退费班的占比。高收高退的协议班大大削弱公司的盈利能力，且对公司现金流造成打击。公司于 2021 年年报中提出优化产品结构，降低协议班高退费班次占比，提升实收班课程占比。据公司 2023 年半年报披露，公司积极调整产品结构，高退费协议班占比大幅降低，转型为以提升实收的班型课程。

渠道端，公司积极调整渠道，优化无效网点。为推动各项目和各分中心精细化运营，公司积极调整渠道，优化非盈利网点，网点数量从此前的 2020 年的 1669 优化到 2023H1 的 1035 个，目前网点深度覆盖全国 31 个省市、319 个地市。

图86：2019-2023H1 公司全国网点数量（单位：个）



资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

图87：2023H1 公司全国网点布局情况



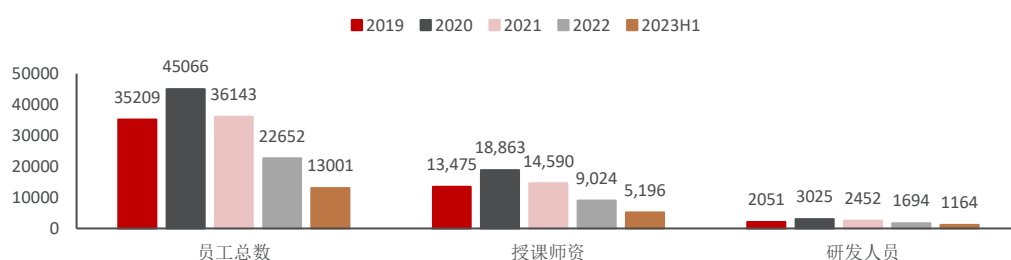
资料来源：中公教育公告，民生证券研究院

人员端，伴随网点优化，公司整体人员数量同步下降。随着公司网点数量的优

化,公司员工总数进一步下降,由2020年的4.51万人下降到23H1的1.3万人,其中授课师资从2020年的1.89万人下降到2023H1的5196人,研发人员从2020年的3025人下降到2023H1的1164人;与此同时,公司调整员工工资结构严格绩效考核,控制人员费用开支。

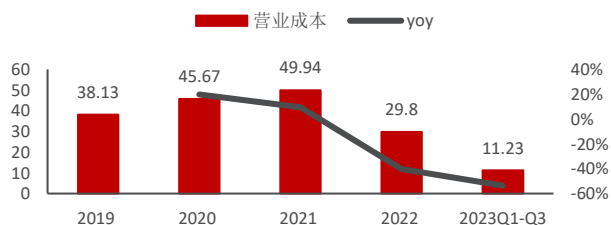
降本增效下,公司成本及费用得到有效缓解。2023Q1-Q3,公司营业成本为11.23亿元,同比下降53.61%;销售费用率/管理费用率/研发费用率较2022年降低8.02/5/4.05pcts。

图88: 2019-2023H1 公司员工数量情况 (单位: 人)



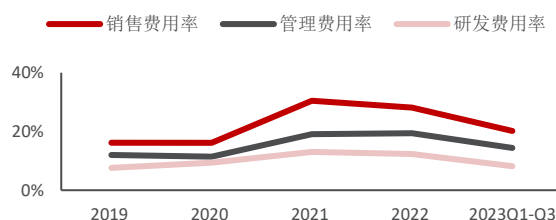
资料来源: 中公教育公告, 民生证券研究院

图89: 2019-2023Q1-Q3 公司营业成本及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 中公教育公告, 民生证券研究院

图90: 2019-2023Q1-Q3 公司费用率情况



资料来源: 中公教育公告, 民生证券研究院

3.4.2 积极融资解决存量退费问题

公司积极筹措资金解决存量退费问题。2022年公司大股东先后向公司提供不超过10亿元,合计不超过20亿元的无担保、无息借款用以解决资金问题;并在资本市场上持续转让股权以筹措资金用以公司日常运营。2023年9月公司向银行及其他金融机构申请总额不超过50亿元的综合授信额度;2023年12月,公司向湖南省财信信托有限责任公司借款不超过18亿元,用于补充公司流动资金,解决存量退费问题。

表15：2022 年以来公司积极筹措资金解决退费问题

协议公告日期	受让方	转让股份比例	转让后持股比例	转让价款 (亿元)	转让资金用途
2022.11.07	为支持公司经营发展，公司控股股东鲁忠芳拟筹集资金向公司全资子公司北京中公教育科技有限公司提供总额不超过人民币 10 亿元的无息、无担保借款，使用期限自借款协议生效之日起一年。				
2022.11.10	上海拓牌私募基金管理有限公司	5.00%	54.20%	13.48	用于公司日常经营
2022.11.22	湖南省财信常勤壹号基金合伙企业	5.51%	48.50%	15.96	用于公司日常经营
2022.11.30	广州康祺资产管理中心	5.00%	43.50%	13.82	用于公司日常经营
2022.12.09	上海凯双私募基金管理有限公司	4.46%	34.58%	10.68	鲁忠芳在华泰证券资产管理有限公司的股票质押式回购交易违约，对上述股票质押式回购交易采用协议转让方式进行处置。
	华泰证券（上海）资产管理有限公司	4.46%		10.68	
2022.12.17	中公教育科技股份有限公司控股股东鲁忠芳女士拟筹集资金向公司全资子公司北京中公教育科技有限公司再次提供总额不超过人民币 10 亿元的无息、无担保借款，用于支持公司经营发展。				
2022.12.22	江苏熙华私募基金管理有限公司	2.05%	29.50%	4.58	获悉鲁忠芳、李永新及王振东分别在华泰证券资产管理有限公司、海通证券股份有限公司及信达证券股份有限公司的股票质押式回购交易违约
	王骏飞	2.57%		5.75	
	信达证券股份有限公司	0.46%		1.02	
2023.01.12	陕西省国际信托股份有限公司	5.10%	24.40%	13.56	用于公司日常经营
2023.09.04	公司向银行及其他金融机构申请总额不超过 50 亿元的综合授信额度，为落实向金融机构融资事宜，公司拟以自有的土地、房产及子公司股权等资产，为公司及子公司向银行、信托及其他金融机构融资提供总额最高不超过 50 亿元的担保，在此担保额度内可循环使用。				
2023.09.06	公司向湖南省财信信托有限责任公司借款不超过 18 亿元，用于补充公司流动资金，尽快解决存量退费问题。				

资料来源：巨潮信息网，iFind，民生证券研究院

3.4.3 品类扩张及跨板块布局仍有较大空间

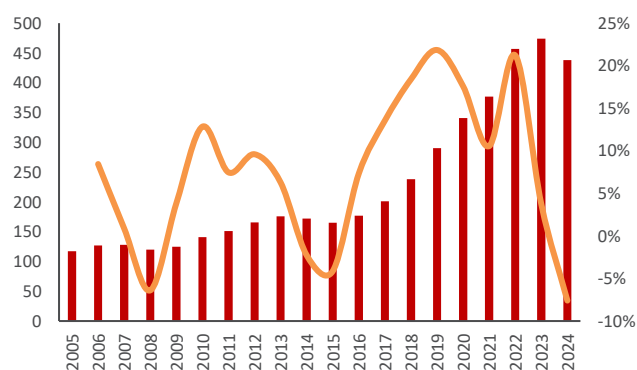
考公以外的品类仍有较大的空间。目前公司主营业务横跨公共服务岗位招录考试培训、学历提升、职业资格和职业能力培训 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合就业培训服务，其中又以招录板块中的考公作为公司最主要的收入来源。目前考公赛道的集中度相对已经较高，但如果看公司其他核心品类和板块布局，如同为招录板块的教招、学历板块的考研培训以及职业技能板块的 IT 培训，仍有较大空间。随着近年来公司投入的持续加大，这些品类对应的收入持续增长，综合序列（包括考研、IT 培训、法考、医疗等）收入占比从 2019 年的 17.59% 提升到 2023H1 的 30.90%。

图91：公司产品矩阵



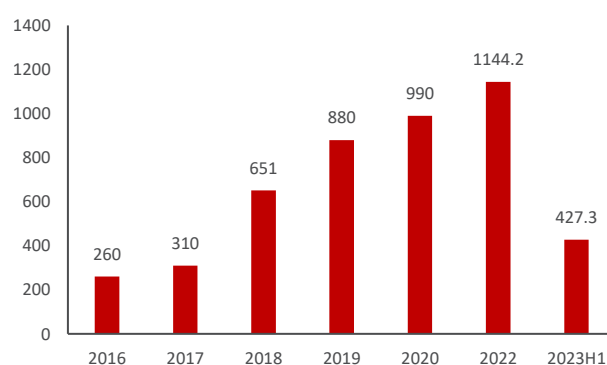
资料来源：中公官网，民生证券研究院

图92：2005-2024 年考研报名人数持续攀升（单位：万人）



资料来源：中国教育在线，民生证券研究院

图93: 2016-2023H1 教资报考人数 (单位: 万人)



资料来源：中国教育在线，教育部，民生证券研究院

4 粉笔：在线招录考培龙头，线索 OMO 新机遇

4.1 在线招录考培龙头，重组上市探索新发展

在线招录考培龙头。公司前身为 2012 年猿辅导的粉笔网，2015 年正式成立经营实体粉笔蓝天。公司主营公务员考试，同时拓展有事业单位招聘、教师招聘、考研、财会、英语四六级、法考、建造、公开课等多个领域。公司致力于依托互联网技术助力职业教育培训创新，坚持科技先行，通过创新 OMO 模式，实现线上线下资源整合。从公司发展历程来看，主要分为以下几个阶段：

第一阶段：成立初期 (2012-2014 年)：脱胎于猿辅导，首创在线公职人员考试培训课程。猿辅导成立于 2012 年，是国内最早做在线题库的“玩家”，旗下具备专注 K12 的“猿题库”以及主打职业考试的粉笔网。2013 年，张小龙先生加入猿辅导，负责职业考试题库产品。2013 年，粉笔推出中国招录类考试培训行业的首个综合在线培训手机应用程序“粉笔 APP”。2014 年 9 月首次推出在线公职人员考试培训课程，同年 12 月推出 RTC 互动直播系统。

第二阶段：快速发展期 (2015-2018 年)：成立主要经营实体粉笔蓝天，推出“挑战练习”产品。2015 年公司成立主要经营实体粉笔蓝天，在 Yuna.Inc 种子基金的支持下开展在线职业考试培训业务；同年公司推出大型在线模拟考试产品和综合在线题库，并开设了更多的线下学习中心。2017 年，公司推出在线直播课程。2018 年，公司利用行业领先的数据分析和人工智能技术推出了“挑战练习”产品。公司通过免费题库加高性价比的系统班课程，快速打开市场，以在线“玩家”的形式跻身招录培训市场前列。

第三阶段：转型升级期 (2019-至今)：线下服务扩展确立 OMO 模式，公司重组上市并纳入港股通。2020 年，公司重组，从 Yuan.Inc 中拆分，成立粉笔蓝天控股公司，开始大范围启动线下课程服务，实现 OMO 协同效益，同年 6 月，推出个性化培训服务的“精品班”。2021 年，在全国范围内设立了广泛的线下网络，涵盖中国 31 个省、自治区及直辖市。2022 年，公司考虑到疫情影响及线下服务效果战略性收缩线下扩张计划。2023 年，粉笔在香港联合交易所主板上市，同年 6 月，公司正式进入恒生综合指数成份股，并被获准纳入港股通。

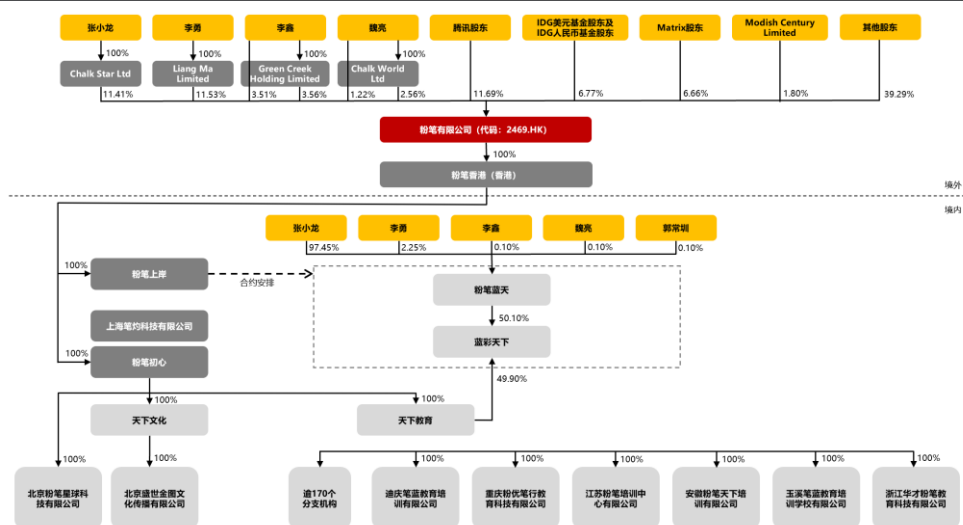
图94：粉笔发展历程



资料来源：粉笔官网，民生证券研究院

公司股权结构较为集中，一致行动人合计持股 33.79%。截至 2024 年 1 月，张小龙先生通过全资控股公司 Chalk Sky Ltd 持有粉笔有限公司 11.41%股份，魏亮先生通过全资控股公司 Liang Ma Limited 及其个人持有粉笔有限公司 3.78%股份，李勇先生通过全资控股公司 Chalk World Ltd 持有粉笔有限公司 11.53%股份，李鑫先生通过全资控股公司 Green Creek Holding Limited 及其个人持有粉笔有限公司 7.07%股份，张小龙及其一致行动人合计持股 33.79%。其余股份主要由腾讯、IDG、Matrix、Modish Century 等机构及其他股东持有，分别为 11.69%/6.77%/6.66%/1.80%/39.29%。

图95：粉笔教育 23H1 股权结构图



资料来源：粉笔招股书，粉笔公告，民生证券研究院

董事长拥有丰富的考培行业经验，整体团队互联网基因浓厚，较为稳定。公司

创始人及董事会主席兼首席执行官张小龙先生自 2011 年 8 月起任职于北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司，2013 年 8 月至 2015 年 2 月担任北猿教育公职人员考试产品营运总监，并自 2015 年起一直担任粉笔蓝天与若干子公司的董事兼首席执行官。张小龙深耕教育行业十余年，具备丰富的公考教学和运营经验。公司总裁兼首席技术官魏亮先生曾任职于腾讯、开心网、索尼等知名互联网科技公司，拥有丰富的技术开发和管理经验。非执行董事李勇和李鑫先生均曾就职于网易，拥有丰富的从业经验，对互联网行业理解深刻。副总裁盛海燕女士、李妍女士、冉栋先生拥有丰富的教育培训公司、互联网公司、传媒公司和金融机构的从业经历。

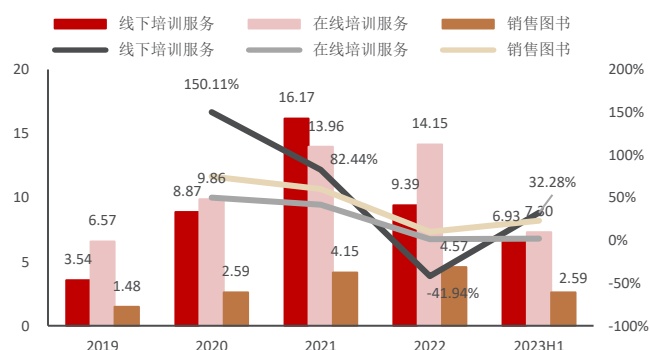
表16：公司管理层团队概况

姓名	职务	履历
张小龙	执行董事、 首席执行官 兼董事会主席	贵州大学哲学学士学位。目前担任粉笔蓝天的董事兼首席执行官，并任公司若干子公司的董事及总经理，曾任任天下教育的董事会主席兼总经理、天下文化的执行董事兼总经理。加入公司前，张先生曾担任北猿教育公职人员考试产品管理总监、任职于北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司。
魏亮	执行董事、 总裁兼首席 技术官	武汉大学计算机科学学士学位、北京航空航天大学软件工程系硕士学位。在加入公司前，魏先生曾任职于腾讯科技(北京)有限公司、担任开心网网络科技(北京)有限公司的无线工业部门经理、索尼移动通信产品(中国)有限公司。
李勇	非执行董事	中国人民大学法学学士学位、北京大学工商管理硕士学位。李先生自 2012 年 5 月起担任猿辅导的联合创始人兼首席执行官。在此之前，李先生自 2005 年 5 月起任职于网易。李先生亦为 HELLOGROUP INC. 的联合创始人，并自 2012 年 4 月起担任其董事。
李鑫	非执行董事	西南科技大学城市规划学士学位。李先生自 2012 年 5 月起担任猿辅导的联合创始人。在此之前，李先生于 2005 年 6 月至 2007 年 2 月及 2010 年 2 月至 2012 年 4 月任职于网易。
盛海燕	副总裁	山东师范大学工商管理学士学位、中国人民大学经济学硕士学位。自 2016 年 3 月起担任天下文化的副总裁自 2019 年 4 月起担任天下文化的执行董事兼总经理；自 2016 年 11 月起担任天下教育的董事；自 2020 年 9 月起担任北京盛世金图文化传播有限公司的执行董事兼总经理；自 2020 年 10 月起担任蓝彩天下的副总裁。加入公司前盛女士曾任北猿教育线上职业考试培训部门副主任、北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司的全职教师。
李妍	副总裁	北京邮电大学计算机科学学士学位。在加入公司前曾任网易传媒科技(北京)有限公司编辑、推广经理及主编。
冉栋	首席财务官 兼副总裁	香港大学经济金融学学士学位。加入公司前，冉先生曾担任麦格理集团的副总裁、瑞银证券香港有限公司董事、罗斯柴尔德恩可香港有限公司分析师、中银国际亚洲有限公司分析师。并且冉先生为全球风险专业人士协会认可的注册金融风险管理师。
李忠成	联席公司秘书	香港城市大学会计学学士学位、香港理工大学工商管理（金融服务）硕士学位。李先生在为上市公司提供审计、财务管理、公司秘书服务及投资者关系等领域的服务方面有 20 年经验。李先生现为香港中央证券发展有限公司企业管治服务部助理副总裁、吉林省春城热力股份有限公司的联席上海大生农业金融科技股份有限公司，安徽皖通高速公路股份有限公司国际家居零售有限公司及香港汇德收购公司的公司秘书、香港会计师公会会员及特许公认会计师公会资深会员。
汪陶	联席公司秘书	北京大学会计学及心理学双学士学位。汪女士于 2020 年 3 月加入公司，担任粉笔蓝天的财物资监。加入公司前曾担任北京阿凡科技有限公司财务总监、天翼电子商务有限公司财资部主管、中信银行股份有限公司汽车金融中心会计师。汪女士获北京注册会计师协会认可为非执业注册会计师，并且获特许财务分析师协会认可为特许金融分析师。

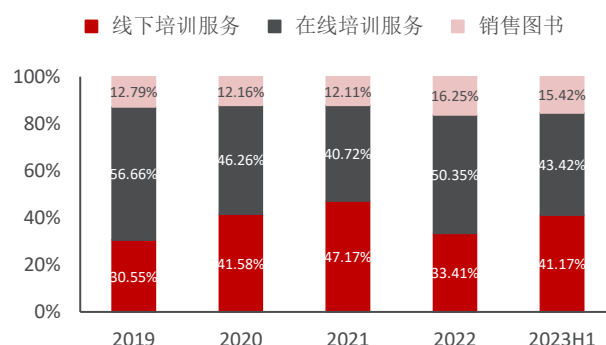
资料来源：iFind，民生证券研究院

4.2 收缩线下回归线上，盈利能力改善

培训业务为主，兼营图书销售。公司的业务主要包括培训服务和销售图书，其中，培训服务采取 OMO 模式展开，在公司整体收入中占据主导地位。2019-2023H1 来自培训服务的收入占比始终超过总收入的 80%。分渠道看，2019-2021 公司线下培训迅速扩张，2021 年线下培训收入为 16.17 亿元/yoy+82.44%，首次超过在线培训收入。但 2021 年后受疫情影响，公司业务发展重心重新回归线上。2023H1 线下/在线培训服务的收入占比分别为 41.17%/43.42%。

图96：2019-2023H1 公司收入情况（单位：亿元/%）


资料来源：粉笔公告，民生证券研究院

图97：2019-2023H1 公司收入结构（单位：%）


资料来源：粉笔公告，民生证券研究院

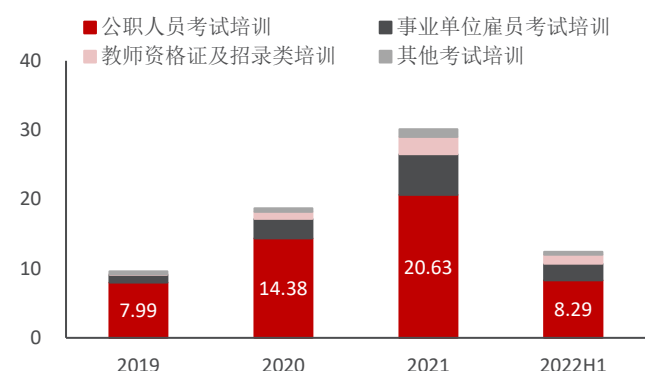
表17：粉笔产品矩阵

产品类型	产品名称	产品价格及课程时长	授课形式
在线学习产品	会员礼包	8-499 元	新闻更新； 考试说明视频； 录播讲座及在线平台的课程材料
	新手训练营	199-598 元	练习册刷题
在线培训课程	系统班	99-980 元； 15-115 天	大班授课； 直播与录播相结合
	正价课 精品班	980-49800 元； 20-165 天	大班+小组直播课程； 小组直播问答； 辅导员一对一服务
	专项课	99-600 元； 10-90 天	直播形式
	推广课	99 元以下	/
线下培训课程	正价课	500-30000 元； 笔试课程 10-90 天，面试课程 5-20 天	线下授课
	推广课	500 元以下	/

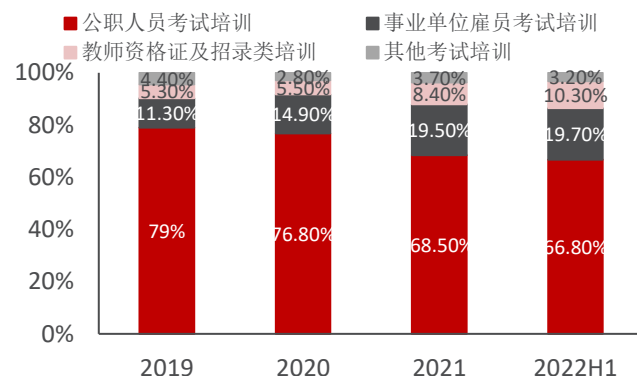
资料来源：粉笔公告，民生证券研究院

培训业务主攻考公方向，业务收入结构渐趋多元化。公司的课程培训内容主要可以分为公职人员考试培训课程、事业单位考试培训课程、教师资格证及招录类培训课程及大学英语四/六级考试培训课程等。其中，公职人员考试培训课程是公

司的核心业务，占培训业务的总收入过半数。但随着公司业务矩阵的不断丰富，公职人员考试培训占比有所下降，事业单位雇员考试培训和教师资格证及招录类培训的收入比重增大，分别从 2019 年的 11.30%/5.30%提高至 2022H1 的 19.70%/10.30%。其他考试培训的收入占比在 4%左右保持稳定。

图98：2019-2022H1 公司培训收入情况（单位：%）


资料来源：粉笔招股书，民生证券研究院

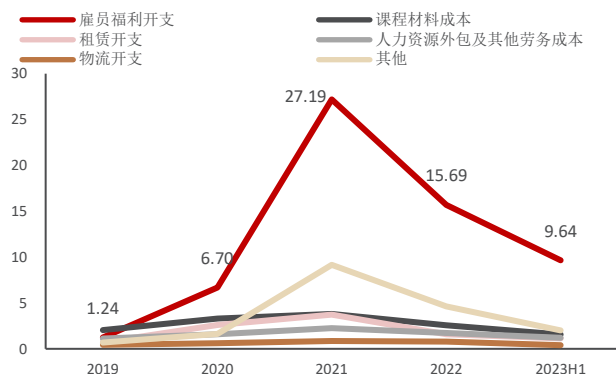
图99：2019-2022H1 公司培训业务收入结构


资料来源：粉笔招股书，民生证券研究院

战略调整收缩线下、改善产品结构，整体盈利能力改善。公司的营业成本主要由雇员福利开支、课程材料成本、租赁开支等构成。其中，雇员福利开支是主要成本，随着公司 20 年开拓线下业务，21 年雇员福利开支绝对额从 2019 年的 3.38 亿元增长到 27.19 亿元。

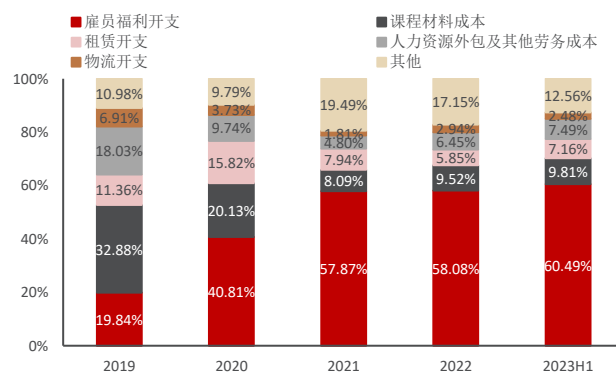
随着公司将经营重心调整至线上，优化雇员结构、调整线下网点覆盖规模以及减少提供因未通过而需全额退款的笔试协议班比重等措施，成本逐步下行，带动整体盈利能力提升。2022 年，在线/线下培训服务的毛利率分别同比爬升 9.90/37.20pcts 至 61.20%/36.90%；2023H1 的在线/线下培训业务毛利率继续维持高位，分别为 60.00%/46.30%。整体来看，公司毛利由 2021 年的 24.53% 提升近一倍至 2022 年的 48.59%，回归至疫情前水平，2023H1 公司整体毛利进一步提升至 50.86%。公司归母净利率于 2023H1 实现 2019 年以来的首次由负转正。

图100：2019-2023H1 营业成本情况（单位：亿元）



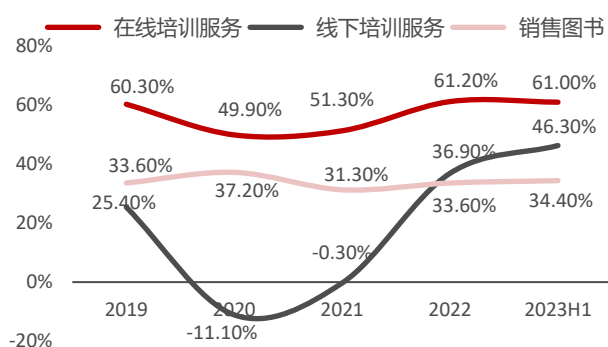
资料来源：粉笔公告，民生证券研究院

图101：2019-2023H1 营业成本结构（单位：%）



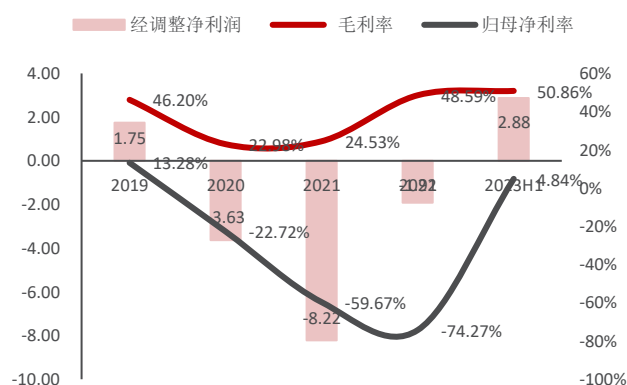
资料来源：粉笔公告，民生证券研究院

图102：2019-2023H1 各业务毛利率表现



资料来源：粉笔公告，民生证券研究院

图103：2019-2023H1 盈利能力情况（单位：亿元）

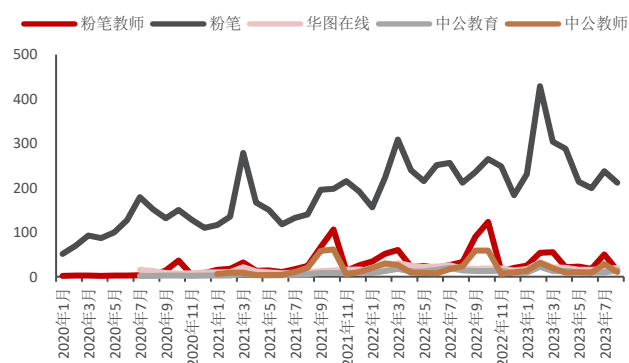


资料来源：粉笔公告，民生证券研究院

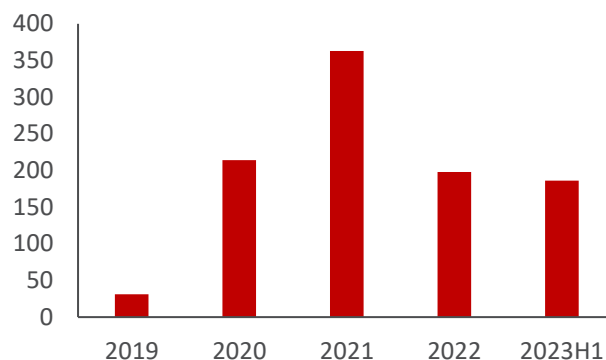
4.3 依托在线 APP 巨大流量及线下网点，探索 OMO 新机

遇

在线 APP 注册用户多、流量大，线下完成初步探索保留优质网点。粉笔线上起家，目前线上平台已积累约 56.2 百万名注册用户，在全国覆盖 186 个营运中心，拥有 7000 多名员工。从粉笔 APP DAU 数据来看，大幅领先同行 APP 表现，粉笔 APP DAU 量级为百万，同行中公及华图量级为数十万。与此同时，公司自 2020 年开始大力开拓线下，但 2021 年因为疫情影响线下授课以及招录考试延期影响公司利润率，线下业务效果不达预期，粉笔逐步优化线下培训机构，但仍保留近 200 个优质网点。

图104：粉笔 DAU 大幅领先同行（单位：万人）


资料来源：粉笔公告，粉笔招股书，民生证券研究院；数据为 2020 年 1 月到 2023 年 8 月

图105：2019-2023H1 粉笔线下网点数量（单位：个）


资料来源：粉笔公告，粉笔招股书，民生证券研究院

公司依托线上巨大流量和线下保留网点开启 OMO 教学模式探索。公司已建立集中体系以管理及监督线上与线下业务的各个层面，包括学员管理、教员评估及财务管理等实现 OMO 的基础配套设施。目前，公司在 OMO 模式下可基于学员的需求及偏好，通过线上或线下渠道或两者结合提供课程套餐。例如线下培训服务可以对线上服务进行补充，可满足对更有针对性的培训及本地化培训的需求。公司亦可将线上题库供线下学员使用，例如在线模拟考试系统及在线题库，增加学习经验，进行线上线下交叉销售。具体来看粉笔教育的 OMO 模式主要体现在以下几个方面：

1) 线上与线下相结合的学习体验：粉笔教育利用自身的技术优势，开发出一系列在线教育平台和工具，如直播课堂、智能题库、作业批改等，同时也开设了一些线下培训中心，为学生提供更加丰富多样的学习体验。

2) 数据驱动的个性化学习方案：粉笔教育通过收集和分析学生的学习数据，制定出更加精准的个性化学习方案，帮助学生更好地理解知识，提高学习效果。

3) 线上线下联动的营销策略：粉笔教育通过线上广告投放、社交媒体推广等手段吸引更多用户，同时也积极开展线下活动，如校园巡展、公开课等，增强品牌影响力和用户黏性。

4) 多场景的教学模式：粉笔教育不仅提供在线直播课、录播课等传统形式的教学内容，还推出了“一对一”辅导、小班授课等多种教学模式，满足不同学生的学习需求。

5 投资建议

在当前就业形势较为严峻的背景下，公职类岗位稳定性优势彰显，报考人数骤增，同时招录竞争加剧下，参培率有望持续提升，招录行业市场规模有望迎来报考人数和参培率的双击，行业景气度有望持续上行。疫情后，行业龙头各自调整经营战略，进入发展新阶段，推荐华图山鼎，建议关注粉笔、中公教育。

表18：招录培训行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300492.SZ	华图山鼎	84.97	0.08	0.01	0.03	1092	11560	2714	推荐
2469.HK	粉笔	3.87	-0.91	0.07	0.20	-	55	19	推荐
002607.SZ	中公教育	3.89	-0.18	0.07	0.13	-	56	30	-

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股票收盘价为1月17日；中公教育盈利预测为wind一致预期；1月17日，1人民币=1.0872港币；

6 风险提示

- 1) **政策风险。**职业教育行业发展受政策影响显著，政策变动可能改变行业趋势和公司业务表现。同时，各地监管部分可能加强行业管理和规定，对公司经营产生潜在影响；同时以公务员为代表的招录行业其名额与政策息息相关，若政府决定进一步精简编制，或将对学员参与招录考试热情形成冲击。
- 2) **招录考试培训需求波动风险。**宏观经济环境的波动可能使培训行业经历周期性波动、需求萎缩、学员意愿减弱等情况，整体呈现出收缩趋势，对公司经营构成挑战。
- 3) **市场竞争激烈，集中度无法提升。**公考均为龙头当前主要收入来源，未来龙头的增长点来自于跨赛道的事业单位、教招、考研等赛道，这些赛道如果竞争激烈，则将对龙头开拓第二增长曲线形成压制。
- 4) **潜在退款风险。**当前三大行业龙头仍具有一定的协议班，存在退费风险。公司声誉和现金流可能因学员个人情况、意愿和考试节奏变化导致的协议班退款率波动而受到影响。

华图山鼎财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	107	85	98	113
营业成本	69	64	69	77
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	3	3	3	3
管理费用	15	12	14	16
研发费用	0	0	0	0
EBIT	11	2	6	11
财务费用	0	-1	0	-1
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	4	2	1	2
营业利润	15	4	7	14
营业外收支	-2	-3	-2	-1
利润总额	12	1	5	13
所得税	2	0	1	2
净利润	11	1	4	11
归属于母公司净利润	11	1	4	11
EBITDA	17	8	12	18

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	49	46	48	56
应收账款及票据	124	117	122	125
预付款项	1	1	1	1
存货	0	0	0	0
其他流动资产	79	79	79	79
流动资产合计	252	242	249	261
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	41	41	41	41
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	94	102	107	116
资产合计	347	348	362	386
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	23	25	27	32
其他流动负债	17	11	11	12
流动负债合计	40	36	38	43
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	1	2
非流动负债合计	2	2	1	2
负债合计	42	38	39	45
股本	140	140	140	140
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	305	311	323	341
负债和股东权益合计	347	348	362	386

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.87	-20.70	15.40	15.45
EBIT 增长率	-6.70	-82.19	172.80	104.48
净利润增长率	-14.47	-90.55	325.93	150.10
盈利能力 (%)				
毛利率	35.56	24.50	29.30	32.00
净利率	10.23	1.22	4.50	9.74
总资产收益率 ROA	3.15	0.30	1.22	2.85
净资产收益率 ROE	3.59	0.33	1.36	3.23
偿债能力				
流动比率	6.24	6.74	6.51	6.03
速动比率	6.22	6.67	6.46	5.98
现金比率	1.21	1.27	1.25	1.29
资产负债率 (%)	12.10	10.78	10.84	11.66
经营效率				
应收账款周转天数	419.41	500.00	450.00	400.00
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.32	0.24	0.28	0.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.01	0.03	0.08
每股净资产	2.17	2.21	2.30	2.42
每股经营现金流	-0.03	0.10	0.12	0.16
每股股利	0.02	0.00	0.01	0.02
估值分析				
PE	1092	11560	2714	1085
PB	39.2	38.4	37.0	35.0
EV/EBITDA	708.13	1,515.07	978.30	668.74
股息收益率 (%)	0.02	0.00	0.01	0.02

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	11	1	4	11
折旧和摊销	6	6	7	7
营运资金变动	-26	2	-1	2
经营活动现金流	-4	13	17	23
资本开支	-1	-7	-6	-5
投资	15	0	0	0
投资活动现金流	17	-12	-11	-12
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-1	0
筹资活动现金流	-5	-5	-4	-3
现金净流量	8	-3	2	8

插图目录

图 1: 职业教育细分板块情况	3
图 2: 非学历职业教育培训市场规模 (亿元)	4
图 3: 非学历职业教育培训参培人数 (万人)	4
图 4: 国内公务员及事业单位是重要的就业组成部分	5
图 5: 国内城镇国有单位就业人员平均公司较高	5
图 6: 招录类考试培训市场规模 (亿元)	6
图 7: 招录类考试培训学员人数 (万人)	6
图 8: 细分行业增速情况 (%)	6
图 9: 细分行业客单价情况 (元)	6
图 10: 招录考试培训产业链示意图	7
图 11: 中公 2024 年省考产品及收费	8
图 12: 粉笔提供了丰富多样的线上课程	8
图 13: 以中公教育为例拆解教培业务的成本费用结构	9
图 14: 国考报考流程	10
图 15: 国考/省考时间轴	10
图 16: 公务员职位类别	11
图 17: 国考招录人数分布 (单位: 人)	11
图 18: 行测主要题型分析	12
图 19: 申论主要题型	12
图 20: 国考招录人数近年来维持增长 (单位: 人)	12
图 21: 平均单职位招录人数总体维持增长 (单位: 个)	12
图 22: 31 个省份省考总招录人数持续增长 (单位: 人)	13
图 23: 分区域省考招录人数 (单位: 人)	13
图 24: 国考报录情况	13
图 25: 国考录取率	13
图 26: 江西/北京/上海/辽宁省考录取率	14
图 27: 江西省近年来招录人数大幅上升 (单位: 人)	14
图 28: 事业单位 16-18 年招录岗位数情况 (单位: 万)	15
图 29: 2020 年合肥市直事业单位竞争比情况	15
图 30: 全国教师总数 (单位: 万人)	16
图 31: 教师招聘人数 (单位: 个)	16
图 32: 中公产品单价: 公考>事业单位>教师 (单位: 元)	17
图 33: 中公产品毛利率: 公考>事业单位>教师	17
图 34: 2022 年粉笔产品的费用情况	17
图 35: 城镇调查失业率:16-24 岁人口 (%)	18
图 36: 考研人数高增下录取率明显下降 (单位: 万人)	18
图 37: 国考报名人数 (单位: 万人)	18
图 38: 辽宁省考报名人数 21 年后大幅提升 (单位: 人)	18
图 39: 从百度指数上看, 2020 年后“编制”、“考公”词条热度持续走高	19
图 40: 国考报录比高, 竞争日趋激烈	19
图 41: 招录类考试参培率持续提升	19
图 42: 中公教育旗下网点 (截至 2023.6)	20
图 43: 华图教育旗下网点 (截至 2023.6)	20
图 44: 不同国家公职人员占就业人员比重 (%)	21
图 45: 普通高校应届毕业生数量 (万人)	22
图 46: 国考限制应届生报考人数占比	22
图 47: 出生人口数 (万人)	22
图 48: 国有单位城镇就业人员近年来明显下降	22
图 49: 招录类培训行业市场规模测算	24
图 50: 2021 年招录市场 CR3 为 30%	25
图 51: 公考/事业单位/教师招聘市场 21 年 CR3 分别为 58%/17%/21%	25
图 52: 2019-2022 年招录行业 CR3 总体走低	26
图 53: 中公及粉笔网点数下降 (单位: 个)	26
图 54: 粉笔/中公/华图业务结构对比 (单位: 亿元)	26

图 55:	华图/粉笔/中公网点数量对比 (单位: 个)	27
图 56:	华图/粉笔/中公线上线下收入占比	27
图 57:	粉笔/中公/华图讲师数量对比 (单位: 人)	29
图 58:	华图/粉笔/中公线上线下培训学员人数 (单位: 万人次)	29
图 59:	中公教育/粉笔/华图教育近年来收入表现 (单位: 亿元)	30
图 60:	中公/粉笔/华图近年来利润表现 (单位: 亿元)	30
图 61:	粉笔/中公/华图毛利率对比	30
图 62:	华图教育商标资产情况	31
图 63:	2017-2022 年华图山鼎收入结构	32
图 64:	2013-2023Q1-Q3 华图山鼎财务表现	32
图 65:	公司股权结构 (截至 2023.9)	33
图 66:	公司发展历程	35
图 67:	2015-2018H1 各系列收入占比	36
图 68:	2015-2017 年公司招生表现 (单位: 千人)	36
图 69:	2015-2018H1 华图教育面授及线上培训收入占比	36
图 70:	2015-2018H1 华图教育面授及线上培训毛利率情况	36
图 71:	课程服务流程	37
图 72:	2015 到 2023Q1-Q3 年公司收入及增速	37
图 73:	2015 到 2023Q1-Q3 公司毛利率表现	37
图 74:	中公教育发展历程	41
图 75:	公司资产置换前后及最新股权结构	41
图 76:	2019-2023H1 公司产品收入及增速 (单位: 亿元/%)	44
图 77:	2018-2023H1 各产品占营业收入比重情况	44
图 78:	2018-2023H1 公司按区域收入情况 (单位: 亿元)	44
图 79:	2018-2023H1 公司各地区收入占比	44
图 80:	2019-2023H1 公司线上业务收入情况 (单位: 亿元)	45
图 81:	2019-2023H1 公司线上线下收入占比	45
图 82:	2019-2021 公司协议班收入及占比	47
图 83:	2019-2021 公司协议班培训人次及占比 (单位: 万人)	47
图 84:	2019-2021 年公司退费金额&退费率 (单位: 亿元)	47
图 85:	2019-2023 公司经营活动现金流表现 (单位: 亿元)	47
图 86:	2019-2023H1 公司全国网点数量 (单位: 个)	48
图 87:	2023H1 公司全国网点布局情况	48
图 88:	2019-2023H1 公司员工数量情况 (单位: 人)	49
图 89:	2019-2023Q1-Q3 公司营业成本及增速 (单位: 亿元)	49
图 90:	2019-2023Q1-Q3 公司费用率情况	49
图 91:	公司产品矩阵	51
图 92:	2005-2024 年考研报名人数持续攀升 (单位: 万人)	51
图 93:	2016-2023H1 教资报考人数 (单位: 万人)	51
图 94:	粉笔发展历程	53
图 95:	粉笔教育 23H1 股权结构图	53
图 96:	2019-2023H1 公司收入情况 (单位: 亿元/%)	55
图 97:	2019-2023H1 公司收入结构 (单位: %)	55
图 98:	2019-2022H1 公司培训收入情况 (单位: %)	56
图 99:	2019-2022H1 公司培训业务收入结构	56
图 100:	2019-2023H1 营业成本情况 (单位: 亿元)	57
图 101:	2019-2023H1 营业成本结构 (单位: %)	57
图 102:	2019-2023H1 各业务毛利率表现	57
图 103:	2019-2023H1 盈利能力情况 (单位: 亿元)	57
图 104:	粉笔 DAU 大幅领先同行 (单位: 万人)	58
图 105:	2019-2023H1 粉笔线下网点数量 (单位: 个)	58

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 职教细分赛道对比	4
表 2: 国考与省考的主要区别	9
表 3: 国考笔试历年时间安排	10
表 4: 不同招录考试对比	16
表 5: 中公、粉笔、华图主要产品线对比	28
表 6: 中公教育/粉笔/华图山鼎招录考试讲师招聘要求	29
表 7: 公司分批设立分公司情况	32
表 8: 公司高管背景一览	33
表 9: 华图山鼎业务拆分及盈利预测 (单位: 万元)	38
表 10: 华图山鼎盈利预测与财务指标	39
表 11: 公司管理层团队概况	42
表 12: 公司核心产业链	43
表 13: 公司协议班收入确认时点类型	45
表 14: 2019-2021 年公司理享学贷款模式下预售学费及结转收入情况	48
表 15: 2022 年以来公司积极筹措资金解决退费问题	50
表 16: 公司管理层团队概况	54
表 17: 粉笔产品矩阵	55
表 18: 招录培训行业重点关注个股	59
华图山鼎财务报表数据预测汇总	61

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026