

民生商社 粉笔科技招股书拆解



摘要

- 职教赛道广阔，成长可期；2026年非学历培训市场预计达3445亿元；职业考试培训赛道预计2026年整体市场规模达1230亿元
- 中国目前招录类考试竞争异常激烈，考试通过率极低。我国公务人员及事业单位考试培训需求及教师招录考试培训需求不断增加。同时政府利好政策持续推出，刺激中国职业考试培训行业稳定增长。当前国内就业市场竞争加剧、OMO一体化、技术驱动服务升级等驱动因素均为教培产业提供了巨大发展机会。
- 中国职业考试培训行业较为分散，2020年行业CR5市占率为27.4%。粉笔科技以2.9%的市场份额排名第三。粉笔科技课程内容广泛，主要覆盖招录类考试；协议班可退费，课程吸引力较强；教师团队整体素质较高；公司在研发端内容与技术研发并重，不断塑造优质课程服务。
- 风险提示：疫情反复致线下开课受影响；行业竞争格局恶化影响公司营收水平；宏观经济承压抑制终端需求



01

职业教培行业概况

02

粉笔科技公司概况

03

粉笔科技竞争优势

04

募资用途

05

风险提示

CONTENTS

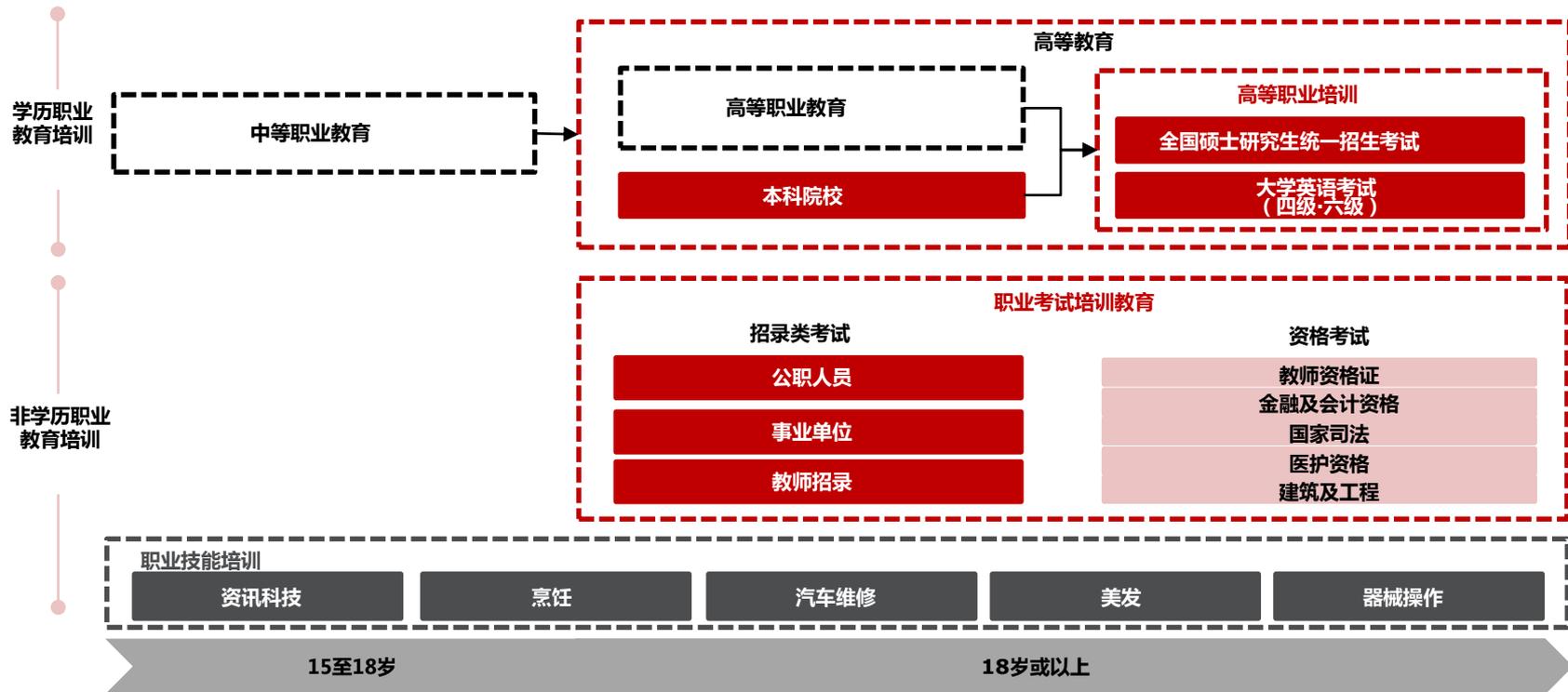
目录



01. 职业教培行业概况

1.1 职教赛道广阔，成长可期

➤ 职业教育分为学历职教和非学历职教



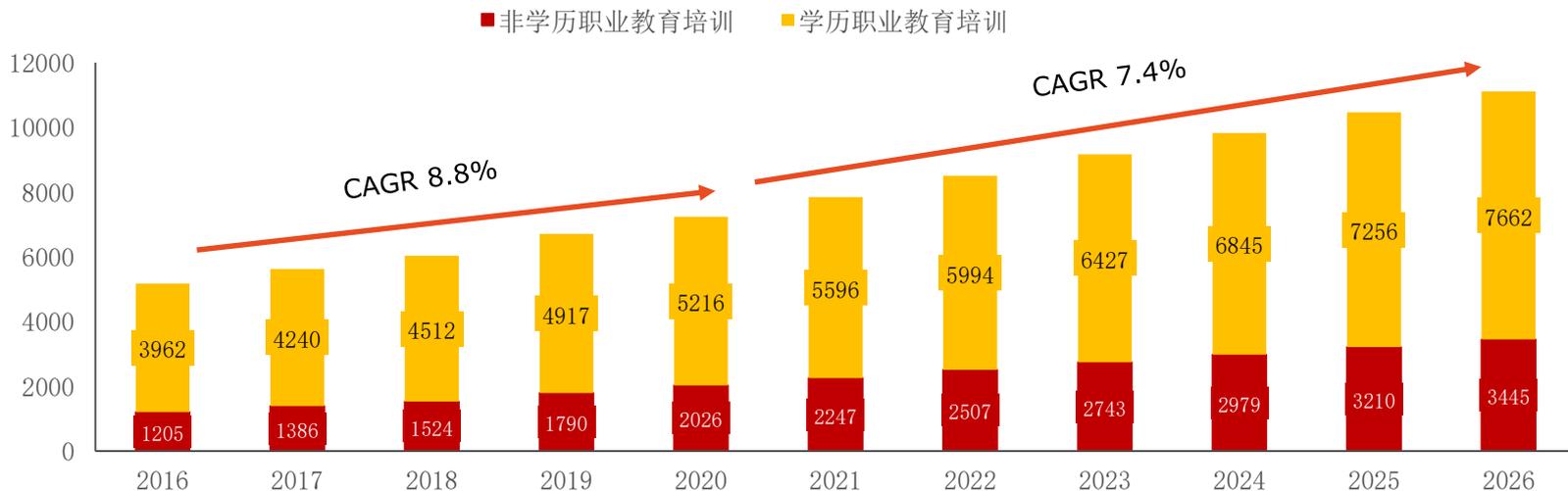
资料来源：粉笔科技招股书，民生证券研究院

1.1 职教赛道广阔，成长可期

➤ 2026年中国职业教育培训市场规模预计达万亿

- **规模**：2020年整体职教市场规模为7242亿元，其中学历职教培训市场规模5216亿元，非学历职教市场规模2026亿元。预计2026年整体市场规模达11107亿元。
- **增速**：2016-2020年复合增速为8.8%；2020-2026年复合增速为7.4%。

图表：职业教育行业规模（单位：亿元）



资料来源：粉笔科技招股书，民生证券研究院（图表中2020年及之前年份为基期数据，2021年及之后年份为预测数据）

1.2 非学历职教赛道，由职业考试培训及职业技能培训构成

中国的非学历职业教育培训包括职业考试培训和职业技能培训

- ✓ **职业考试培训**：目标学员为打算通过招录类考试后投身于公共职务、事业单位或其他行业的求职者。
- ✓ **职业技能培训**：目标学员希望在特定范畴获得一技之长者。
- ✓ 粉笔专注于职业考试培训



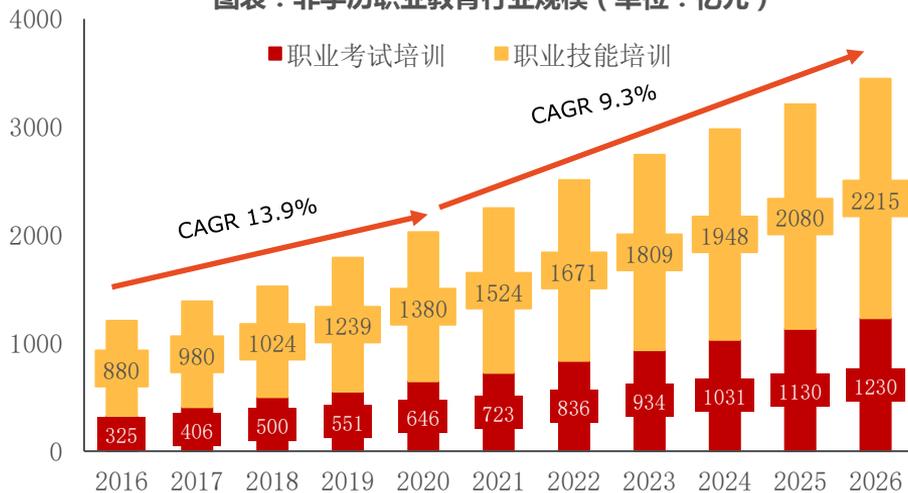
资料来源：粉笔科技招股书，民生证券研究院

1.2 非学历职教赛道：2026年非学历培训市场预计达3445亿元

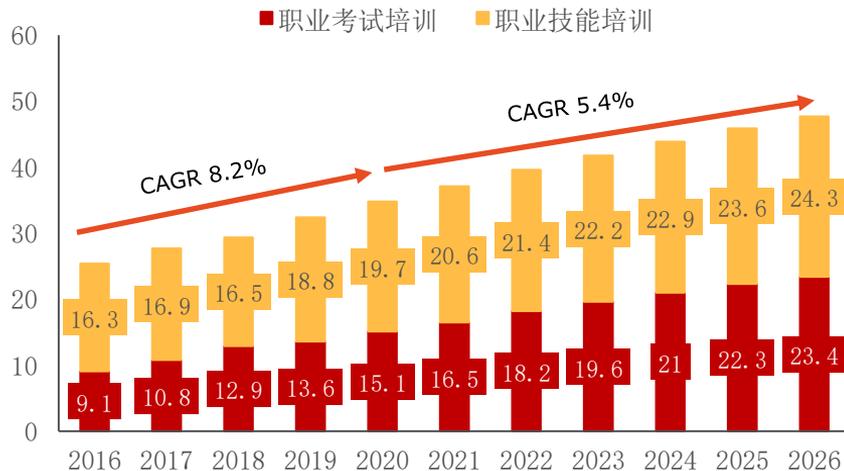
➤ 2026年非学历培训市场预计达3445亿元

- **规模**：弗若斯特沙利文数据显示，2020年中国非学历职业教育培训行业市场规模达2026亿元，职业考试培训市场规模约为646亿元，职业技能培训市场规模或达1380亿元；预计2026年整体市场规模达3445亿元。
- **增速**：2016-2020年CAGR为13.9%，2020-2026年CAGR为9.3%。
- **培训人次**：2020年培训人次达1510万人次，预计2026年非学历职教培训人次达2340万人次。

图表：非学历职业教育行业规模（单位：亿元）



图表：非学历职业教育行业培训人次（单位：百万人）



资料来源：粉笔科技招股书，民生证券研究院（图表中2020年及之前年份为基期数据，2021年及之后年份为预测数据）

1.3 职业考试培训赛道：以成年学员为目标

职业考试培训特点

- 职业考试培训以成年学员为目标，包括本科毕业生或高等教育学生和本科（包括大专）或以上在职人士，为其提供招录考试培训和资格考试培训，争取加入公共职务及事业单位或若干专业及行业工作。
- 职业考试培训服务为学员提供笔试模拟和面试模拟，通过线上及线下渠道提供服务，包括课堂学习及课后练习。
- 职业技术培训主要协助本科毕业生及高中生通过培训课程和实习掌握特定专业技能。

职业考试培训	各方面比较	职业技能培训
<ul style="list-style-type: none"> • 笔试及面试 	考试特点	<ul style="list-style-type: none"> • 以工作实践为主
<ul style="list-style-type: none"> • 线上及线下培训课程 • 模拟考试 • 线上题库（练习、写作等） 	培训课程形式	<ul style="list-style-type: none"> • （大部分为线下）培训课程 • 实习
<ul style="list-style-type: none"> • 高等教育在读学生或毕业生 • 持有学士或大专或以上学历的在职人士 • 年龄集中在18-45岁 	目标群体	<ul style="list-style-type: none"> • 高中阶段教育在读生或毕业生（普高&职高） • 在职人士 • 年龄集中在15-45岁
<ul style="list-style-type: none"> • 政府 • 事业单位 • 教学、医护、金融及会计、法律建筑等 	职业路线	<ul style="list-style-type: none"> • 技术熟练的工人（厨师、挖土司机等）

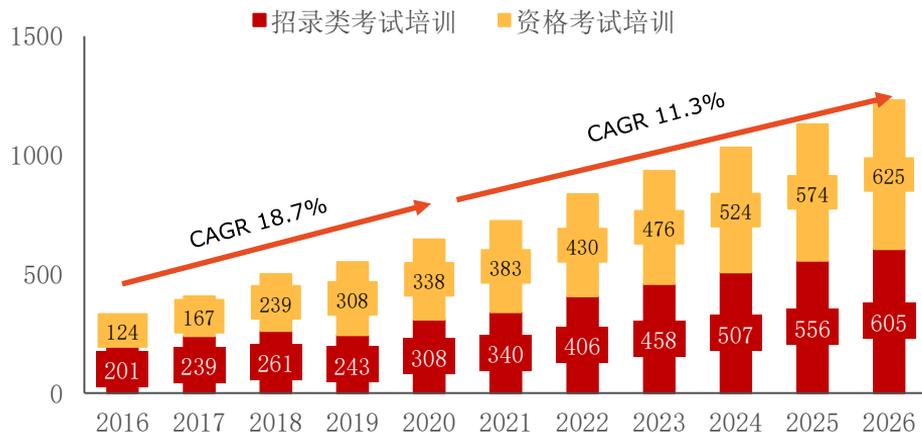
资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

1.3 职业考试培训赛道：预计2026年整体市场规模达1230亿元

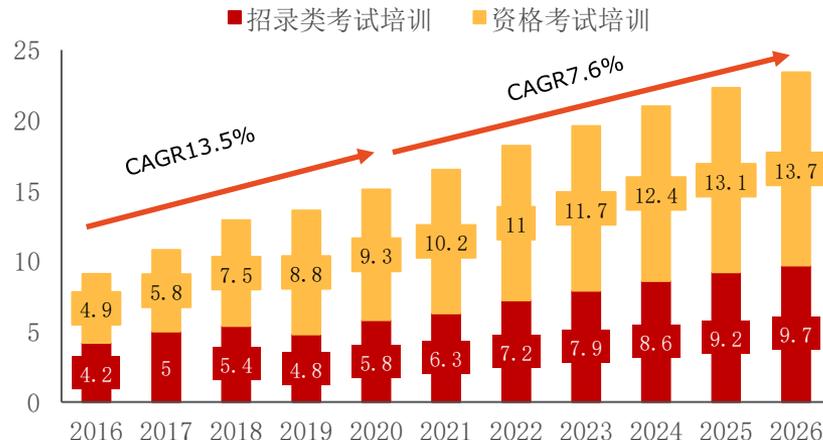
中国职业考试培训市场规模

- **规模**：职业考试培训市场规模2020年达646亿元，预计2026年整体市场规模达1230亿元
- ✓ 招录考试市场达308亿元，资格考试市场达338亿元。
- **增速**：2016-2020年CAGR为18.7%，2020-2026年CAGR为11.3%。
- **培训人次**：2020年参培人数1510万人，其中招录类580万人，资格考试类930万人；2026年参培人数预计达2340万人。

图表：职业考试培训市场行业规模（单位：亿元）



图表：职业考试培训行业学员人数（单位：百万人）

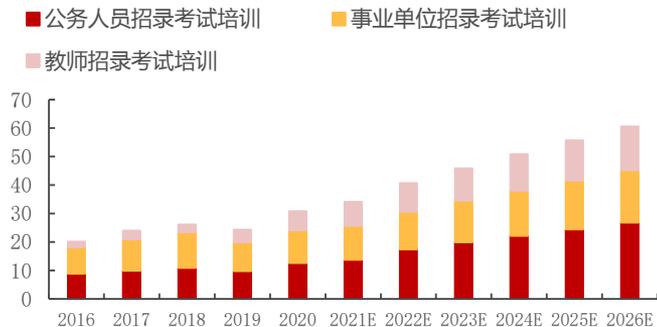


资料来源：粉笔科技招股书，民生证券研究院（图表中2020年及之前年份为基期数据，2021年及之后年份为预测数据）

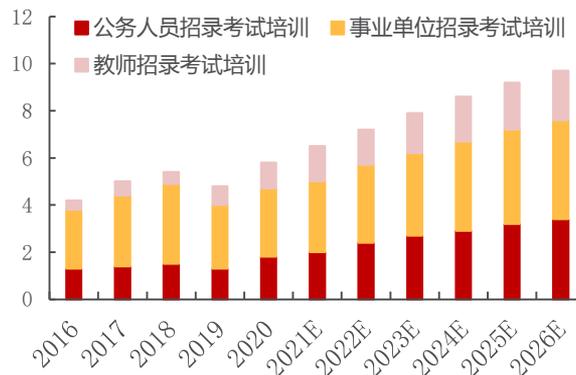
1.3 中国招录类考试培训行业概览

- 弗若斯特沙利文报告显示，按收入计，中国招录类考试培训行业市场规模由2016年的201亿元人民币增至2020年308亿元人民币，年复合增长率11.3%，预期2026年将达到605亿元人民币，2020年至2026年复合年均增长率为11.9%。
- 中国招录类考试培训行业的独立学员人次由2016年的4.2百万名增至2020年的5.8百万名，复合年增长率为8.4%，预期2026年将达到9.7百万名，2020年至2026年的复合年均增长率为8.9%。
- 2019年中国招录类考试培训行业的市场规模及招生人数有所下降，主要系2019年公共事务及事业单位重组导致若干地区公共事务及事业单位招录人数减少所致。
- 弗若斯特沙利文数据显示，中国招录类考试培训服务的渗透率预计将由2020年的26.4%增至2026年的33.1%，预期越来越多的报名人员将参加招录类考试培训以提升知识与技能，渗透率有望进一步提升。

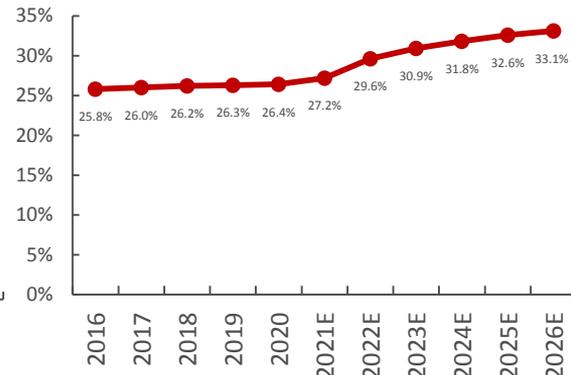
图表：中国招录类考试培训行业市场规模（单位：十亿）



图表：中国招录类考试培训行业独立学员人次（单位：百万）



图表：招录类考试渗透率（%）



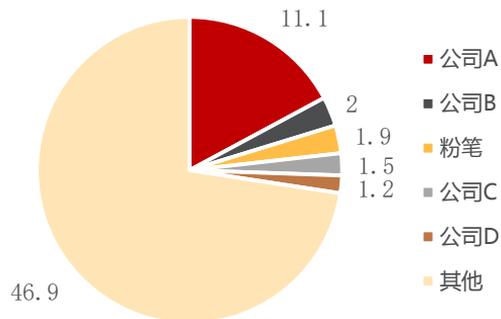
资料来源：粉笔科技招股书，民生证券研究院（图表中2020年及之前年份为基期数据，2021年及之后年份为预测数据）

1.4 职业考试培训市场格局：高度分散化

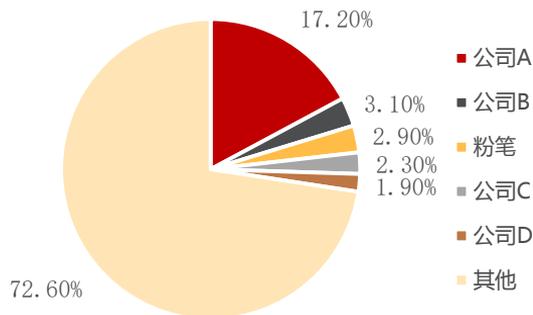
➤ 粉笔市占率排名第三，付费人次排名第一

- 中国职业考试培训行业较为分散，2020年，CR5收益占比为27.4%，CR5市占率为27.4%。粉笔以2.9%的市场份额排名第三。
- 根据弗若斯特沙利文报告，按2020年的付费人次计，粉笔在中国职业考试培训行业中排名第一。按线上付费人次计，粉笔是中国最大的线上职业考试培训服务供应商，有8.8百万付费人次，超越其他前五大市场参与者规模总和。

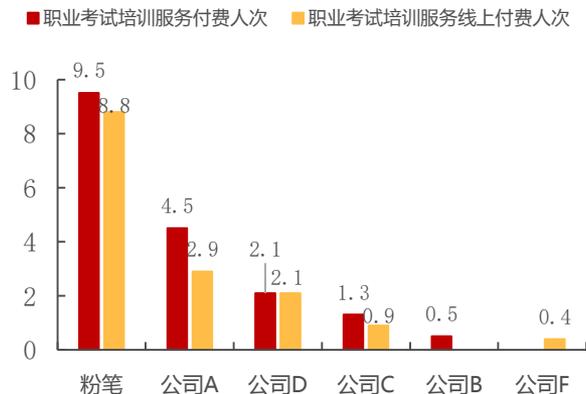
图表：CR5收益177亿元（十亿）



图表：CR5市占率27.4%



图表：职业考试培训付费人次（百万）



资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

- **政府政策利好，刺激中国职业考试培训行业的持续增长。** 2021年10月，中共中央及国务院办公厅联合发布《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，近段时间政府工作报告再次鼓励职业教育发展，多个利好政策的出台推动职业教育培训、促进市场有序发展。
- **技术驱动服务升级。** RTC音频及视频技术使沉浸式及交互式线上课程成为可能，职业考试培训服务商能吸引更为广泛的学员群体。另一方面，人工智能技术及行为数据分析的进步使服务供应商能够提供量身定制的学习内容及计划，刺激由技术驱动的培训服务需求。
- **就业市场竞争加剧。** 根据弗若斯特沙利文报告，中国职业考试培训服务的渗透率预计将由2020年的25.2%增至2026年的30.1%。当下就业市场竞争激烈，为提升自身竞争力，求职者会购买职业考试培训服务，加强自身的技能学习。
- **OMO一体化。** 互联网基础设施及技术的蓬勃发展为职业考试培训服务OMO一体化提供可能。传统线下培训机构通过互联网提供线上课程，扩展学院群体。职业考试培训服务供应商亦可将服务拓展至线下，通过线上及线下渠道提供服务，两方发力，丰富学习选择及产品，实现收益来源多样化，有利于进一步提高中国职业考试培训服务的渗透率。

- **中国目前招录类考试现状：竞争异常激烈，考试通过率极低。** 招录类考试竞争程度及难度高，为增强自身获取工作机会的可能性，越来越多的报名人员倾向于参加培训课程。此外，于公共部门工作具有相对稳定及可靠的职业前景，薪酬水平能满足个人成就感，吸引越来越多的求职者，尤其是年轻一代。

从中国招录类考试培训行业的关键组成部分看：

- **公务人员及事业单位考试培训需求不断增加。** 中国政府就业人口比率由2016年的2.5%逐渐上升至2020年的2.9%，相较于美国政府2016年/2020年就业人口比率4.5%/4.6%，就业增长潜力仍然巨大。当前中国城市化进程加快，城市人口快速增长，公共事务及事业单位对城市治理等相关领域专业人才需求不断增加；当前老龄化趋势明显，预期中国将出现大量公职人员退休，公共事务及事业单位成人雇员短缺，为填补潜在岗位空缺，中国公共事务及事业单位岗位报名人数可能会出现增长，为中国招录类考试培训行业带来发展机会。
- **教师招录考试培训需求不断增加。** 教育重要性提高，小班教学需求日益增长，对于高素质教师需求不断增加。另一方面，多利好政策及法规颁布以改善教师的社会经济状况及福利，进一步促进行业的高速发展。

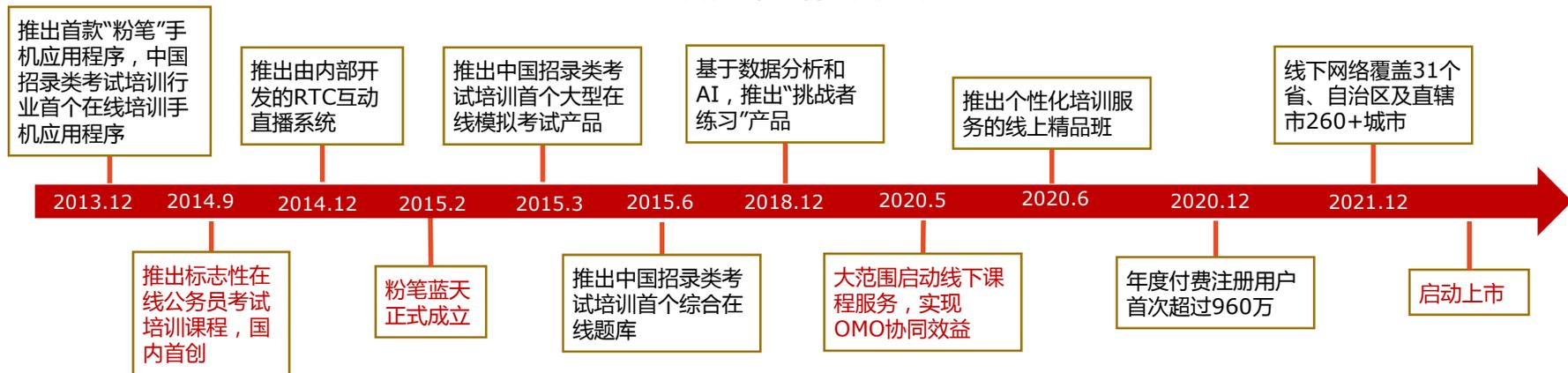
02. 粉笔科技公司概况

2.1 发展历程：扎根线上招录类培训，拓展线下培训业务

国内首个招录类考试在线培训机构

- 1) **初创阶段 (2013-2015)**：公司最早由线上app起家，2013年推出首款“粉笔”手机应用程序，是国内首个招录考试类在线培训程序，2014年推出标志性在线公务员培训产品；
- 2) **产品完善 (2015-2020)**：2015年正式成立粉笔蓝天科技公司，并开始完善培训产品，先后推出在线模拟考试产品、综合在线题库、挑战者练习等在线产品；
- 3) **发力线下 (2020至今)**：2020年公司大范围启动线下课程服务；
- 4) **启动上市 (2022年)**：2022年2月28日公司开始提交上市申请书，启动上市。

图表：粉笔科技发展历程



资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

2.1 管理层：经验丰富，风险应对能力强

➤ 公司团队行业经验丰富，市场风险应对能力强

张小龙为公司的董事及首席执行官，对公考行业极为了解，至今已有逾15年的从业经历。魏亮等核心管理人员在教育领域、互联网领域和金融领域等都有逾10年的从业经验，在业务拓展、技术创新、市场挖掘等方面为公司提供优质建议，为公司长期发展保驾护航。

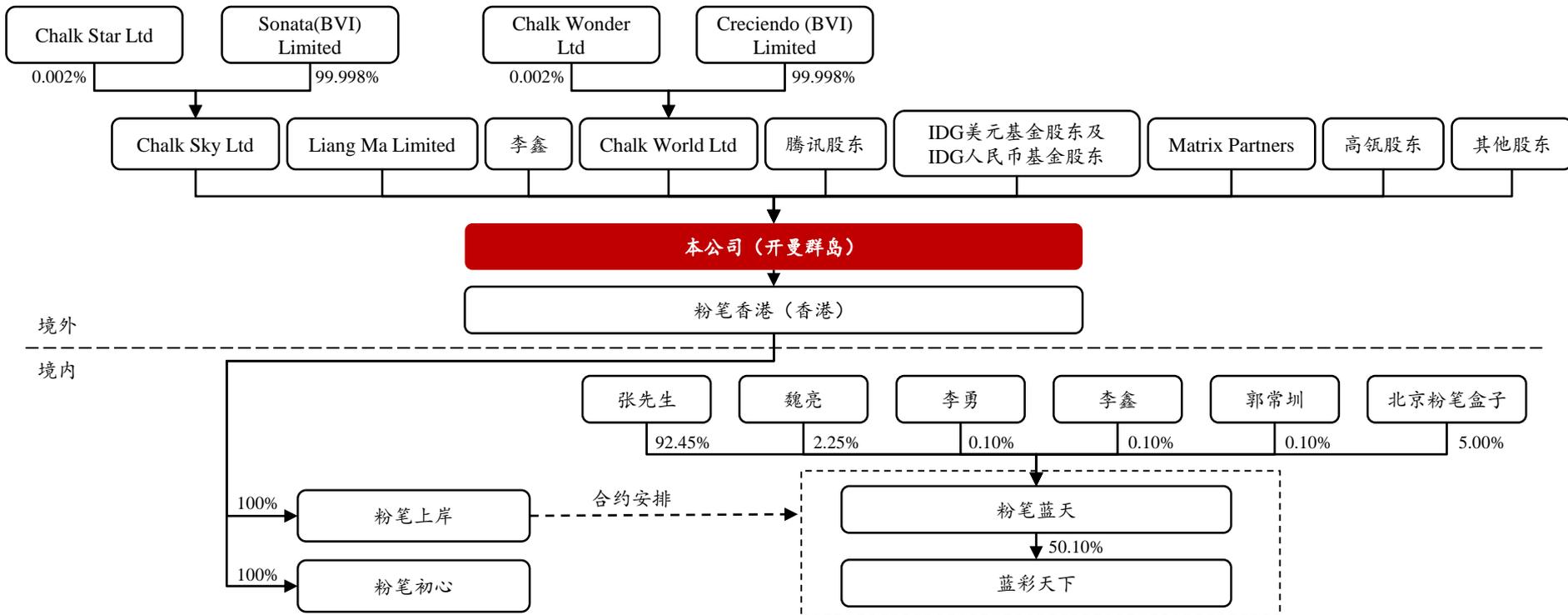
图表：管理层履历

姓名	职位	履历
张小龙	执行董事、首席执行官兼董事会主席	曾任北猿教育（YUAN Inc的子公司）公职人员考试产品营运总监、天下教育董事会主席兼总经理、天下文化的执行董事兼总经理，2015年2月创立本集团，现任执行董事、首席执行官兼董事会主席主要负责本集团整体策略计划以及业务发展及营运，以及整体技术及课程开发。
魏亮	执行董事、总裁兼首席技术官	曾任职于索尼移动通信产品（中国）有限公司、开心人网络科技（北京）有限公司、腾讯科技（北京）有限公司，2015年2月与张小龙先生共同创立本集团，现任公司执行董事、总裁兼首席技术官，主要负责本集团线上及线下培训业务及技术事务的整体管理。
盛海燕	副总裁	曾任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司全职教师、北猿教育（YUAN Inc的子公司）线上职业考试培训部门副主任、蓝彩天下副总裁、北京盛世金图文化传播有限公司执行董事兼总经理、天下教育董事、天下文化的执行董事兼总经理，2015年2月加入本集团，曾任公司若干子公司董事或高级管理层，现任粉笔蓝天的副总裁，负责本集团图书发行及销售的整体管理。
李妍	副总裁	曾任网易传媒科技（北京）有限公司编辑、推广经理及主编，2017年11月加入本集团，负责本集团品牌、公关及人力资源的整体管理，现粉笔蓝天的副总裁。
冉栋	首席财务官兼副总裁	曾中银国际亚洲有限公司分析师、罗斯柴尔德恩可香港有限公司分析师、瑞银证券香港有限公司董事、麦格理集团副总裁、麦格理集团副总裁，2020年9月加入本集团，主要负责本集团的整体财务管理及投资，现任粉笔蓝天副总裁。
汪陶	联席公司秘书、粉笔蓝天财务总监	曾任中信银行股份有限公司汽车金融中心会计师、天翼电子商务有限公司财资部主管、北京阿凡题科技有限公司财务总监，2020年3月加入本集团，现任粉笔蓝天财务总监。

资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

2.1 股权结构：腾讯、IDG、高瓴为公司主要股东

➤ 腾讯、IDG、高瓴为公司主要股东



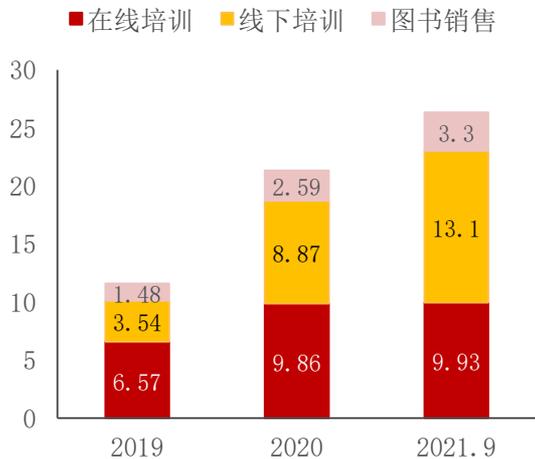
2.2

公司业务：主营业务突出，培训类业务收入占比近9成

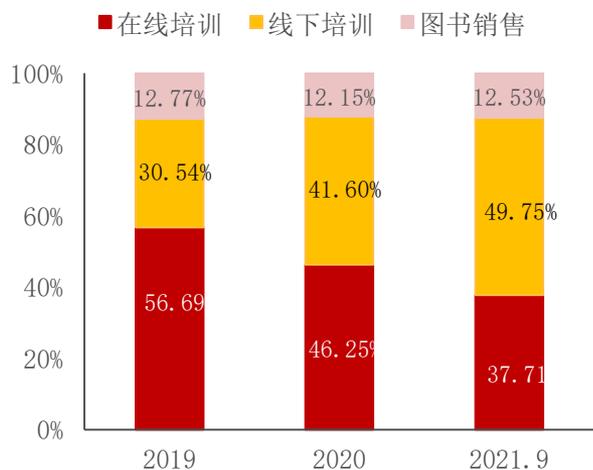
➤ 在线培训起家 线下培训业务占比迅速提升

- **主营业务突出。**培训业务2020年收入18.73亿元，占比87.85%，其中线上业务收入9.86亿元，占比46.25%，线下业务收入8.87亿元，占比41.6%；图书销售收入2020年2.59亿元，占比12.15%。
- **2020年启动大范围线下业务以后，线下业务占比迅速提升。**2019年线下业务仅占比30.54%，截至2021年9月，线下业务已成为第一大收入来源，占比49.75%。

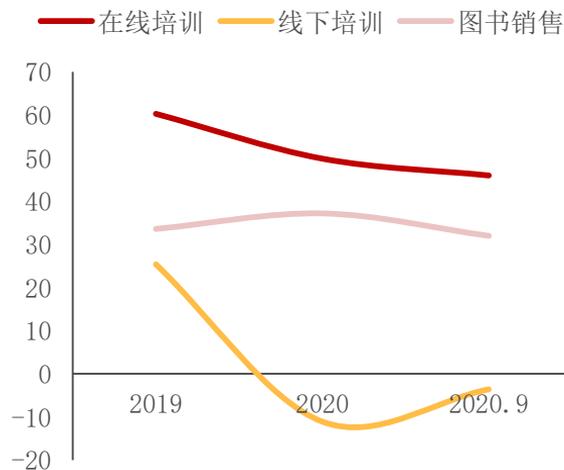
图表：营业收入构成（单位：亿元）



图表：各业务收入占比（%）



图表：分业务毛利率情况（%）



资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

2.2 在线业务：课程多样，产品矩阵丰富助力引流，线上平台有序搭配

➤ 公司在线课程模式多样 满足不同需求

- 公司通过粉笔在线平台以直播或录播或两者结合的形式提供在线培训课程，并辅以精心设计的在线学习产品，包括会员礼包及新手训练营。公司在线培训服务可以提高授课效率，以多种方式丰富学员的学习体验：
 - ✓ 充分利用稀缺的优秀讲师资源
 - ✓ 节省时间及灵活学习
 - ✓ 技术驱动的附加功能，利用RTC直播系统、AI等方式助力学员学习
 - ✓ 高度参与及鼓励的社群文化，公司是唯一提供评论及其他社交媒体功能的招录类考试培训服务供应商
- 公司在线课程类型丰富，包括系统班、精品班、专项课。

图表：公司开班类型

	授课内容	授课形式	课程定价（元）
系统班	系统的笔试课程及面试课程	大班直播授课和录播授课	99-980
精品班	提供大班直播讲座课程及针对特定考试重点的小组直播课程，额外提供小班培训课和模拟面试及回顾课程	针对性服务，一对一等	980-49800
专项课	强化专业课，提供特定知识点及分析热点新闻及最新社会或政治问题，帮助学员考前冲刺	直播形式	99-600

资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

2.2 在线业务：课程多样，产品矩阵丰富助力引流，线上平台有序搭配

➢ 在线培训学习产品及工具矩阵丰富助力引流 线上平台有序搭配助力学习

• 在线学习产品助力引流。

- ✓ **会员礼包**：包括新闻更新，考试说明视频，录播讲座及粉笔线上平台的课程资料，定价8-499元，持续数天或数月，是获取用户的有效工具。
- ✓ **新手训练营**：2018年12月发布，购买学员可根据提升领域及适合的难度等级自动获得不同的练习集，在学习过程中逐一过关，在规定时间内达到目标分数的学员将获得部分或全部退还购买价，有助于积累用户，定价在199-598元。

• 在线学习工具助力学习成果最大化

- ✓ **在线题库**：2015年公司推出中国招录类考试培训行业首个综合在线题库，截至2021年12月31日，题库积累超过210万个问题，学员线上练习超过17亿次，练习题数量超过277亿题。
- ✓ **在线模拟考试系统**：支持超过30万名参与者同时进行主观申论题的现场模拟考试，为超过361万参与者举行多种在线模拟考试。

图表：在线题库



图表：在线模拟考试系统



资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

2.2 在线业务：课程多样，产品矩阵丰富助力引流，线上平台有序搭配

➤ 在线培训学习产品及工具矩阵丰富助力引流 线上平台有序搭配助力学习

- **粉笔线上平台**：粉笔线上平台包含多种手机应用程序及配套门户网站（包括网站及微信小程序）。

图表：手机应用程序

手机应用程序	目标用户
 粉笔职教	寻求在公共职务及事业单位或某些类似性质的专业及行业获得工作职位或通过考试获得资格证书的用户
 粉笔教师	寻求为教师资格证及招录考试做准备的用户
 粉笔考研	寻求为研究生院入学考试做准备的用户
 粉笔医疗	寻求为医疗系统招生做准备的用户
 粉笔法考	寻求为国家司法考试做准备的用户

资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

2.2 线下培训：线下网络布局广泛

- **公司已经建立广泛的当地运营中心线下网络。**截至2021年12月31日，线下已覆盖中国31个省，自治区及直辖市260多个城市。
- **选址：**在某一省份特定城市设立子公司及分支机构，为该省建立当地运营中心，吸引来自同一省份相邻城市的学员。
- **授课情况：**2021年所有线下课程付费学员中67.5%来自线上产品付费用户，线下课程累计付费人次超150万人。

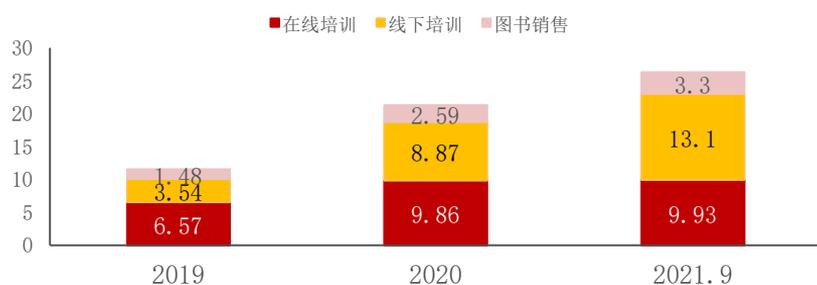
图表：线下网点分布

当地运营中心数目	省、自治区及直辖市
大于20个	广东（23）、江西（25）、山东（40）
16-20个	安徽（19）、四川（20）、云南（20）、辽宁（20）
11-15个	黑龙江（11）、山西（12）、甘肃（14）、河北（14）、河南（13）、吉林（14）、浙江（15）、内蒙古（15）
5-10个	陕西（6）、新疆（6）、江西（9）、宁夏（9）、湖南（10）、重庆（10）、贵州（10）、福建（10）
小于5个	西藏（1）、海南（1）、上海（1）、北京（2）、河北（2）、天津（3）、青海（4）、广西（4）

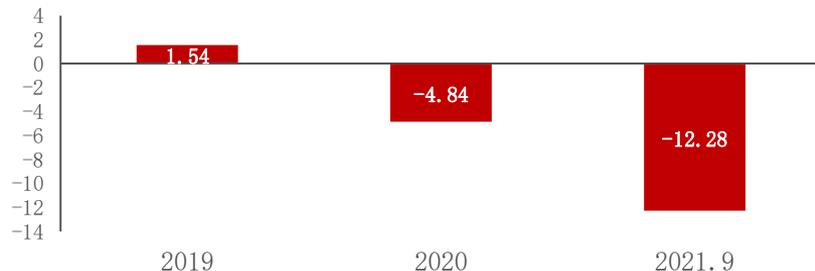
资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

2.3 财务状况：2021前三季度为亏损状态，近年费用率略有提升

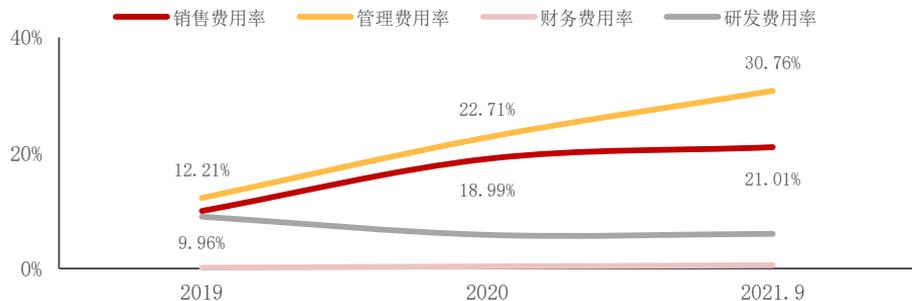
图表：营业收入构成（单位：亿元）



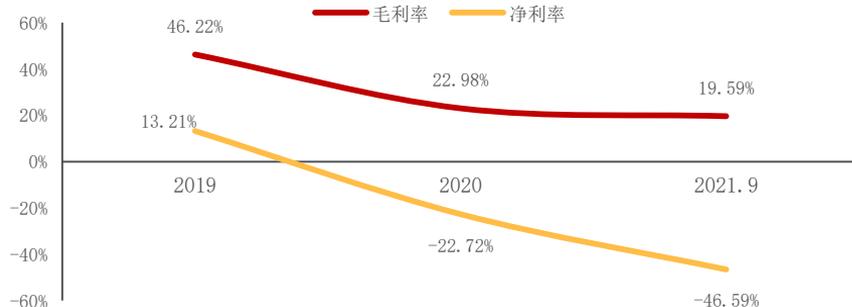
图表：归母净利润（单位：亿元）



图表：公司费用率情况（%）



图表：公司毛利率&净利率情况（%）





03. 粉笔科技竞争优势

3.1 课程特色：内容广泛覆盖招录类考试

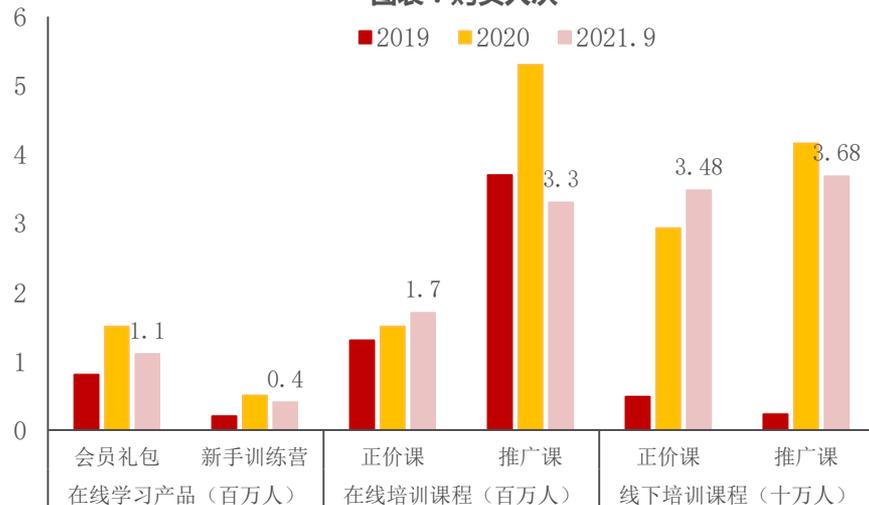
➤ 课程内容广泛覆盖招录类考试，参培人数逐年上升

- **公司课程内容广泛覆盖招录类考试**：公司目前培训课程覆盖公务员考试培训、事业单位考试培训、教师资格证等招录类培训以及国有银行、公安机关等其他考试培训课程。
- **线下培训价格明显高于线上**。从培训费用来看，线下培训的价格要显著高于线上，所以即使线上线下参培人数量级差距较大，线下收入占比和线上相近。
- **推广课引流效果好，参培人数逐年上升**。线上线下的正价课程参培人数均稳步上涨。

图表：课程分布及价格

培训类型	线上/线下	课程价格（元）
公务员考试培训	在线培训	99-50000
	线下培训	500-70000
事业单位考试培训	在线培训	99-30000
	线下培训	500-50000
教师资格证及招录类培训	在线培训	99-4000
	线下培训	500-30000
其他考试培训	在线培训	99-16000
	线下培训	-

图表：购买人次



资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

3.1 课程特色：协议班可退费，增强课程吸引力

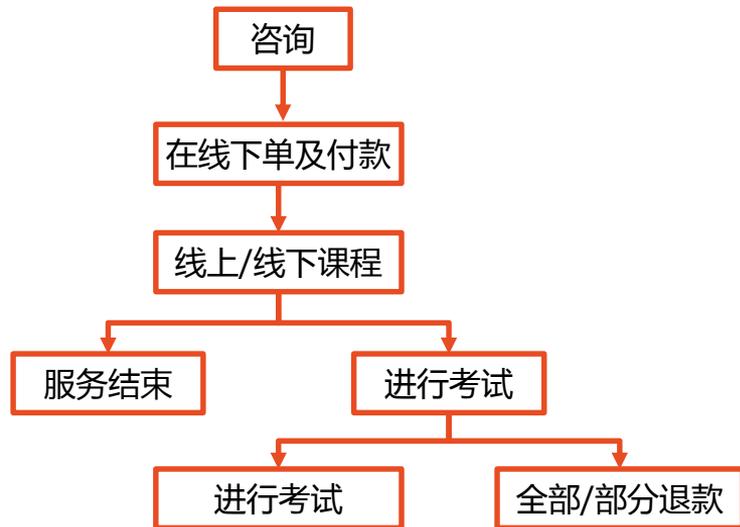
➤ 协议班可退费 增强课程吸引力

- 公司的课程根据不同的退款政策分为协议班和非协议班。目前所有的推广课程均为非协议班，部分正价课程（公务员考试培训课、事业单位考试培训课、教师资格证及招录类培训课程等）的学员可自主选择协议班或非协议班。
- 协议班课程如果学员没有通过考试可以返还部分或全部学费。

图表：协议班和非协议班参加人次

	2019	2020	2021.9
协议班			
线上	8700	18500	31500
线下	14100	90300	193100
非协议班			
线上	4965100	6832100	5044100
线下	56600	619500	522900

图表：协议课程退款流程



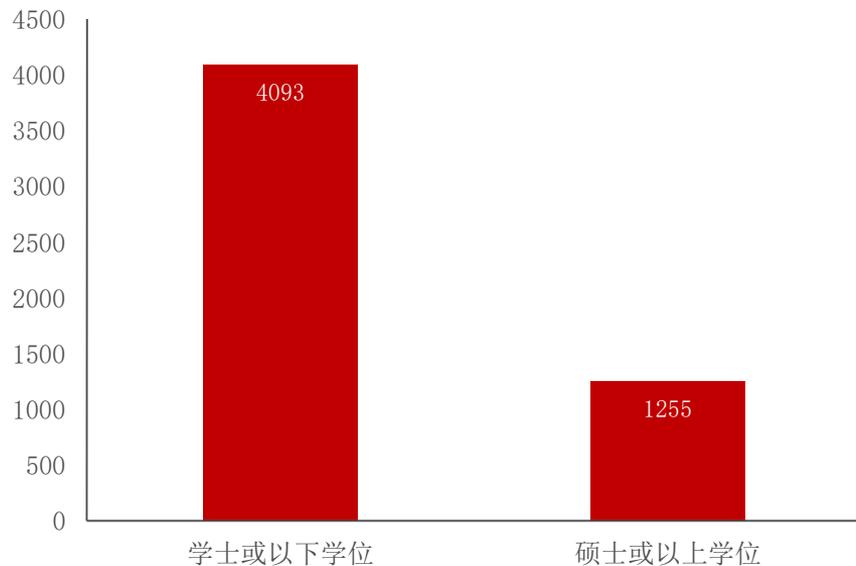
资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

3.2 教师团队：高素质人才队伍

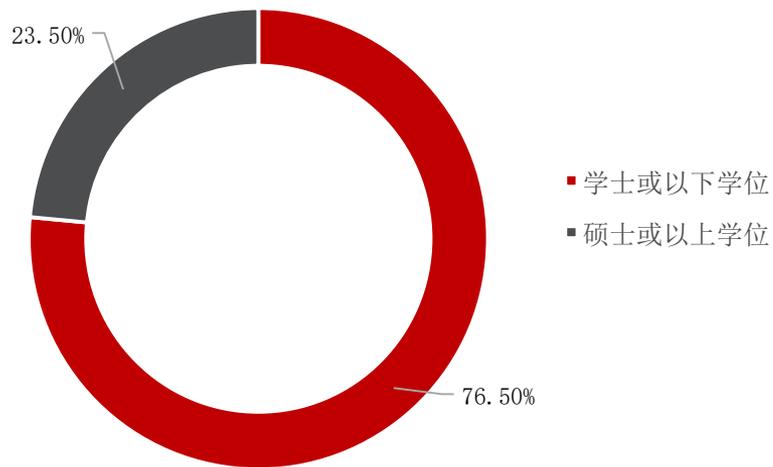
➤ 拥有一支高素质教育团队

- 公司拥有一支专门的教学团队，包括讲师及其他辅助人员。截至2021年9月，公司有一支由5348名讲师组成的高素质团队。
- 讲师团队硕士学历及以上教师人数1255人，占比23.5%。

图表：讲师数量按学历分布情况（单位：个人）



图表：讲师分学历占比

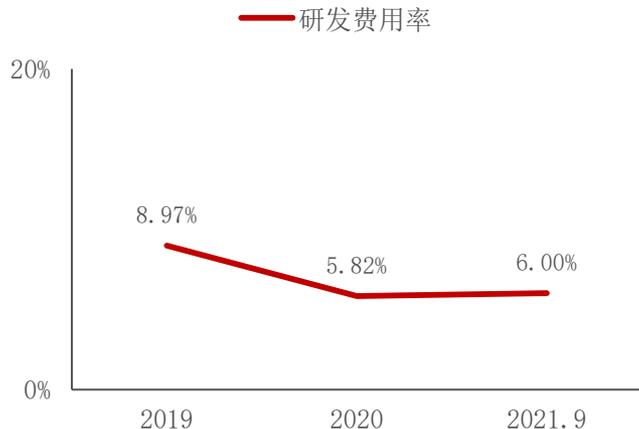


资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

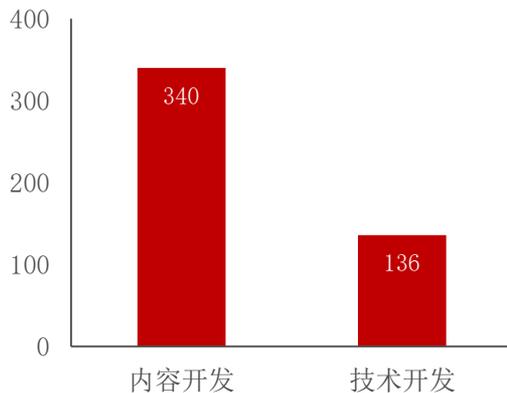
3.3 研发：内容与技术研发并重，塑造优质课程服务

- 截至2021年9月30日，公司研发团队由476名成员组成。从学历来看，硕士及以上学历人数占比达54%。
- ✓ 内容开发340人，占比71.4%：通过市场调研定期更新课程、学习资料。
- ✓ 技术开发136人，占比28.6%：运用大数据、人工智能、云计算等新技术赋能服务。
- 公司研发费用率在5%以上，近两年由于收入端快速增长，研发费用率有所下降。

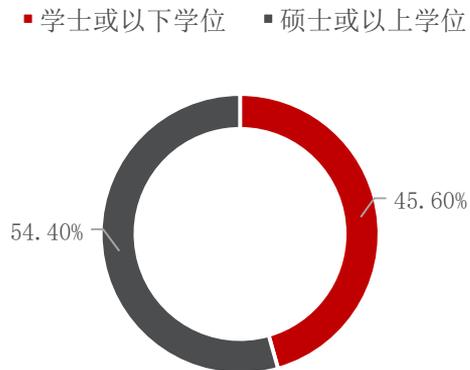
图表：研发费用率



图表：内容&技术开发人员数量（人）



图表：技术人员学历占比情况(%)



资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

04. 募资用途

4.1 募集资金用途:丰富课程/扩大学员群体/加强内容及技能开发能力

公司此处募集资金用作以下用途：

- **用于丰富课程内容和扩大学员群体**：a) 加强和升级现有课程内容，尤其是教师资格证及招录类培训以及研究生入学考试培训课程。公司计划招聘更多具备必要知识及技能、直播授课经验丰富的讲师及其他教学人员；b) 用于开发和推出需求高且增长潜力大的职业技能培训课程，如信息技术及烹饪艺术。公司计划组建一支精通各个领域的讲师及其他教学人员团队，增强公司有关学科的课程设置及内容开发能力。
- **用于加强内容及技能开发能力**：a) 推动内部开发的RTC直播系统，提高学员用户体验。完善数据分析及人工智能技术并扩大其日常应用，促进商业智能及分析，推动产品迭代及地域扩张；加强探索虚拟现实及增强现实等其他尖端科技的应用；招聘一流的行业人才，投资技术基础设施；2) 招聘更多经验丰富的内容开发人员，完善现有课程及课程材料，优化集中内容开发系统。
- **用于选择性寻求投资及收购机遇**，包括投资或收购中小型企业以补充及扩大财务，优化盈利能力，截至2022年，公司尚未物色到任何潜在投资或收购目标公司。
- **用于通过各种渠道投放广告及举办促销活动，为新开发的课程开展营销活动；**
- **用于营运资本及一般企业用途。**

资料来源：粉笔粉笔科技招股书，民生证券研究院

05. 风险提示

- **疫情反复致线下开课受影响**：线下是招录考试教育开展的重要渠道，疫情反复会导致线下客流下滑，因此影响课程推进。
- **行业竞争格局恶化影响公司营收水平**：当前科学技术进步速度较快，新流量及新媒介的出现或许会影响公司原有业务模式。
- **宏观经济承压抑制终端需求**：如果宏观经济发展不及预期，那么招录类考试行业容量或将也受到影响，进而抑制学员报考及培训意愿。

THANKS 致谢

民生商社团队



商社首席分析师 刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com



商社分析师 辛泽熙

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮件：xinzexi@mszq.com

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19层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

分析师声明：

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。	公司评级	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。

本报告仅供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。