



Research and
Development Center

招录考试培训——高景气度的优质赛道

道

教育行业

证券研究报告

行业研究

行业深度报告

教育行业

投资评级 看好

上次评级 看好

范欣悦 教育人服行业首席分析师
执业编号：S1500521080001

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

招录考试培训——高景气度的优质赛道

2024年03月13日

本期内容提要：

- ◆ **招录考试培训行业在中长期稳定增长。**基于对考试报名人数、参培率、客单价的合理假设，测算得到招录培训 23 年市场规模约为 408 亿元。青年群体就业形势严峻，我们估计参加招录考试意愿有望不断提升。
- ◆ **公务员招录考试报名人数高速增长。**以国家公务员考试为例，24 年通过资格审查人数达 303 万人、同增 16.6%。且近年国考录取率有所下滑，24 年公务员国考招录比从 23 年 1:70 降至 1:77，竞争日趋激烈，有望刺激参培意愿和参培率不断提升。
- ◆ **中央事业单位招聘相对稳定，地方稳定增长。**18 年中共中央提出《深化党和国家机构改革方案》并于 19 年进行调整后，中央公开招聘事业单位工作人员数相对稳定，每年招聘人数约在 6.4 万人左右。地方事业单位公开招聘 19~22 年稳定增长，复合增速达 7.7%。
- ◆ **教师录取需求或将趋于平淡，资格考试报名有望稳定增长。**17 年后出生人口下滑将导致中小学教师岗位需求下降，进而影响未来的教师招聘报考意愿。但我国教师资格考试报名人数增长迅猛，自 12 年的 17.2 万人增长至 22 年的 1144 万人，CAGR 达 52.2%。
- ◆ **竞争格局优化，呈“三足鼎立”之势。**22 年至今，竞争格局逐步向好，线下布局收缩，中公因退费等问题，规模压缩，粉笔、华图呈现快速增长。从 23 年前三季度的收入规模看，招录赛道呈现“三足鼎立”之势。
- ◆ **华图山鼎：平移华图教育主体业务，盈利能力显著修复。**华图教育主体业务已顺利平移至华图山鼎。华图教育 22 年收入大幅修复，实现收入 21 亿元，毛利率达到 55.1%，接近 17 年水平，23 年前三季度收入 21 亿元、已超过 22 年全年水平，毛利率达到 58.9%。
- ◆ **粉笔：APP 月活屡创新高，线下课程深化 OMO。**23 年招录类考试报名人次同比大幅增长，驱动公司收入增长，23H1 收入同增 15.9%至 16.8 亿元，实现经调整净利润 2.9 亿元、同增 201.2%；23 年公司预计实现收入不少于 30.0 亿元、同增 6.7%。在线上强产品力及高流量的基础上，线下产品正在加速迭代为 OMO 模式，OMO 转型有望进一步提高线下的教学和运营效率，带来利润率的优化。
- ◆ **中公教育：经营提振，期待困境反转。**中公教育 22 年以来开展经营提振计划，优化产品结构，降本增效，业绩实现减亏。中公教育 23 年归母净亏损预计为 1.75~2.25 亿元，同比减亏 8.77~9.27 亿元。随着退费问题逐步解决，经营有望迎来拐点。
- ◆ **投资建议：**招录考试培训赛道景气度高，近年招录报考意愿强烈，竞争带来更高的参培意愿，赛道规模有望不断增长。且行业竞争格局优化，呈“三足鼎立”之势。上半年一般为招录培训的旺季，我们认为最迟有望在 24 年中报形成板块共振。建议重点关注：华图山鼎，粉笔
- ◆ **风险因素：**招生增长和学费提价不及预期的风险；长期出生率下滑的风险；教育行业的政策风险；退款率过高的风险

目录

招录考试培训行业：公务员、事业单位序列更优	5
招录考试培训行业在中长期稳定增长	5
竞争格局优化，呈“三足鼎立”之势	15
重点公司分析	18
投资建议	28
风险因素	29

表目录

表 1 招录培训市场规模测算	6
表 2 各考试时间安排	7
表 3 招录考试通过率	7

图目录

图 1 我国出生人数及普通高校招生数	5
图 2 我国高等教育毛入学率	5
图 3 16~24 岁人口调查失业率	6
图 4 公务员国考报名人数及同比增速	7
图 5 我国出生人口数	8
图 6 公务员国考招录人数及同比增速	8
图 7 公务员国考报名人数及同比增速	9
图 8 公务员国考实际参加考试人数及同比增速	9
图 9 公务员国考录取率	10
图 10 公务员省考招录人数及同比增速	10
图 11 公务员省考报名人数及同比增速	11
图 12 公务员省考录取率	11
图 13 中央公开招聘事业单位工作人员同比增速	12
图 14 地方公开招聘事业单位工作人员同比增速	12
图 15 我国普通中小学专任教师数	13
图 16 我国普通中小师生师比	13
图 17 我国普通小学招生数	14
图 18 教师资格考试报名人数	14
图 19 普通高校毕业生人数	15
图 20 中公教育、粉笔与华图教育收入对比	16
图 21 中公教育、粉笔与华图教育毛利率对比	16
图 22 中公教育、粉笔与华图教育归母净利润对比	17
图 23 华图教育收入（亿元）及同比增速	18
图 24 华图教育线上线下收入拆分	19
图 25 华图教育线上线下收入拆分	19
图 26 华图教育面授培训收入拆分	20
图 27 华图教育面授培训各序列占总收入比重	20
图 28 华图教育毛利率	21
图 29 华图教育归母净利润（亿元）及净利率	21
图 30 粉笔月活用户数（百万人）及同比增速	22
图 31 粉笔收入（亿元）及同比增速	22
图 32 粉笔在线、线下培训及图书销售收入（亿元）及同比增速	23

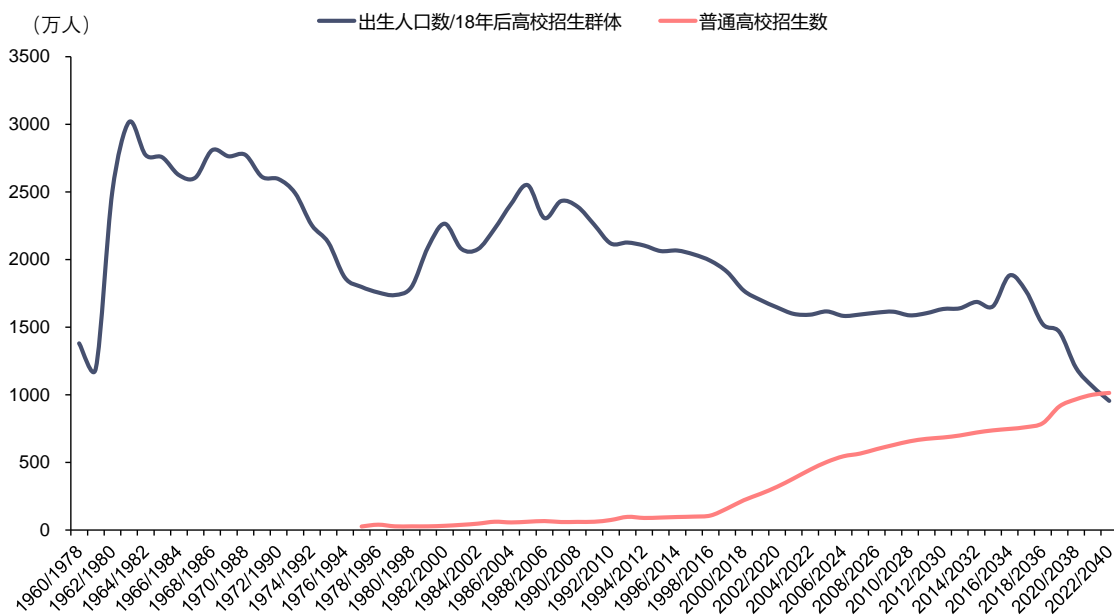
图 33	粉笔收入拆分.....	23
图 34	粉笔全职教师人数（人）及师均收入贡献（万元/人）	24
图 35	粉笔收入拆分.....	24
图 36	粉笔整体毛利率.....	25
图 37	粉笔整体毛利率.....	25
图 38	粉笔整体毛利率.....	26
图 39	中公教育归母净利润（亿元）	26
图 40	中公教育直营分部数（个）	27
图 41	中公教育员工总人数及全职教师人数（万人）	27
图 42	中公教育直营分部数（个）	28

招录考试培训行业：公务员、事业单位序列更优

招录考试培训行业在中长期稳定增长

招录考试人口基数在中长期稳中有增。 招录类考试群体主要包括高等教育毕业生或在读生，以及本科及以上学历的在职成人。尽管 1990 年后出生人口呈下滑趋势，但高等教育毛入学率自 2008 年的 23.3% 提升至 2022 年的 59.6%，因此 2008 年以来高校招生数逐年提升，也就带来对应的高校毕业生数不断提升。2005~2017 年出生人口进入到稳中有升的阶段，年均超过 1500 万人，假设 22 岁参加考试，我们预计至少 2039 年前招录类考试培训人口基数有望保持稳中有增。

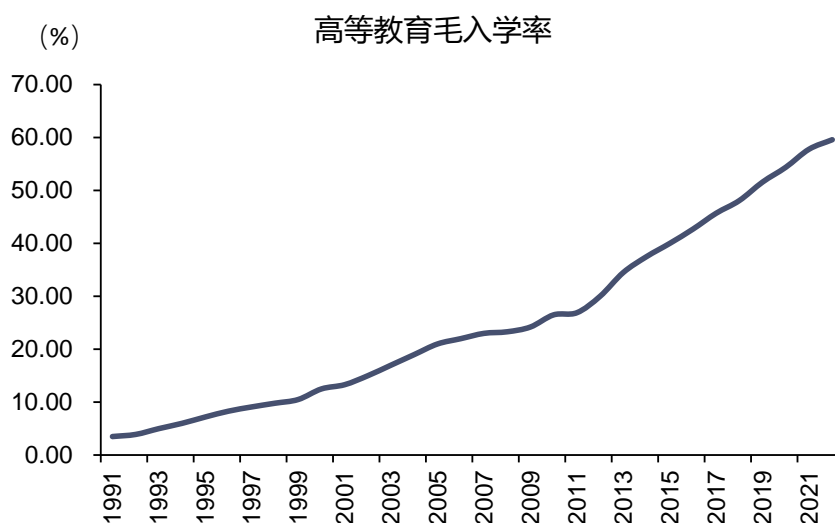
图 1 我国出生人数及普通高校招生数



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：横轴前面数字代表当前年份，后面数字代表该年份 18 年后对应年份

图 2 我国高等教育毛入学率



资料来源：教育部，信达证券研发中心

我们估计 23 年招录培训市场规模超过 400 亿元，且有望不断增长。我们基于对考试报名人数、参培率、客单价的合理假设，测算得到 23 年招录培训市场规模约为 408 亿元。未来随着毕业生数量中长期增长以及参培意愿、客单价的提升，市场规模在中长期维度有望稳步增长。

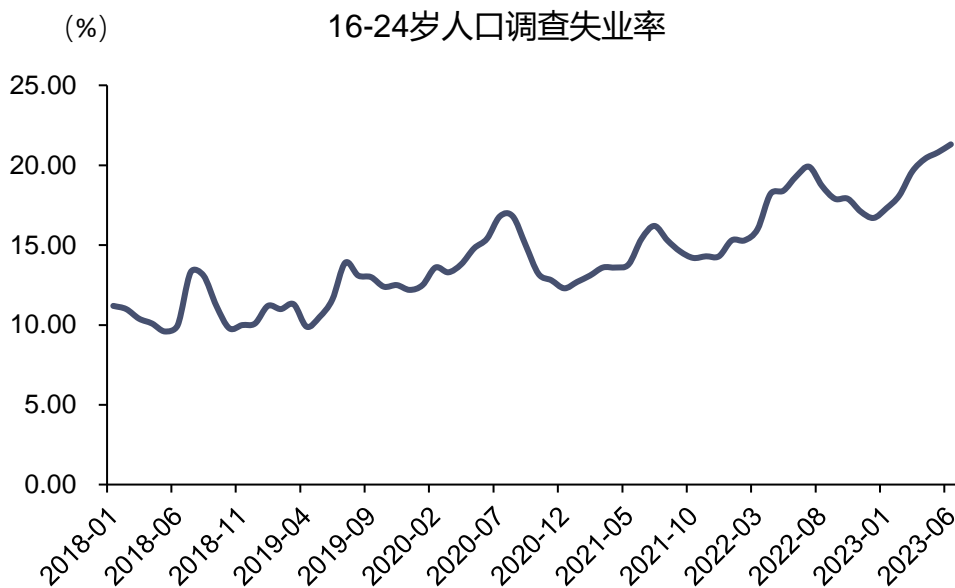
表 1 招录培训市场规模测算

	公务员	事业单位	教师资格	教师招录
报名人数(万人)	730	1200	1100	530
参培率	33%	28%	20%	23%
参培人数(万人)	240.9	330	220	152.11
参培客单价(元)	6500	3700	2500	5900
市场规模(亿元)	156.6	124.3	55.0	71.9
合计市场规模(亿元)	407.8			

资料来源：粉笔招股书，央视新闻，人社局，中国青年网，信达证券研发中心整理

就业压力大，参加招录类考试意愿不断提升。自 23 年以来，我国青年群体调查失业率维持较高水平，23 年 6 月，16~24 岁劳动力调查失业率达到 21.3%，可见青年群体就业形势严峻，我们估计参加招录考试、获取较稳定工作岗位的意愿有望不断提升。

图 3 16~24 岁人口调查失业率



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

从公务员考试时间安排以及考试内容上来看，考生备考一般具备连续性。公务员国考笔试一般为上一年度 11~12 月举行，当年 1 月公布成绩，面试通常安排在 3~4 月份；公务员省考笔试时间一般在 2~3 月，面试时间在 5~7 月；事业单位招考时间有所不同，以全国联考为例，一般为 5 月、10 月各有一次考试。从考试内容来看，国考与省考均以行测、申论为主，事业单位招考中的职业能力倾向测验以及综合能力应用与公考中的行测、申论较为相似。从时间来看，国考、省考、事业单位笔试时间互不冲突；从考试内容来看，考生需准备的内容相似度较高。同时，招录类考试整体通过率较低，因此许多考生同时报考公务员国考、省考与事业单位招录考试，且愿意连续学习。

表 2 各考试时间安排

考试	时间安排
公务员考试	国考 笔试通常上一年度 11-12 月开始，当年 1 月公布成绩；面试通常在当年上半年开始，不同部门时间有差异
	省考 20-22 年笔试时间部分地区可能受疫情影响时间有所不同，通常大部分省份笔试时间为 2-3 月，面试时间为 5-7 月
事业单位公开招聘考试	部分省份参加全国联考，分为上半年联考与下半年联考；此外部分省份会组织省统考；部分县市会组织单独招聘；面试时间各有不同

资料来源：中公教育，华图教育，公务员考试信息网，国企招聘，新翰林院，信达证券研发中心整理

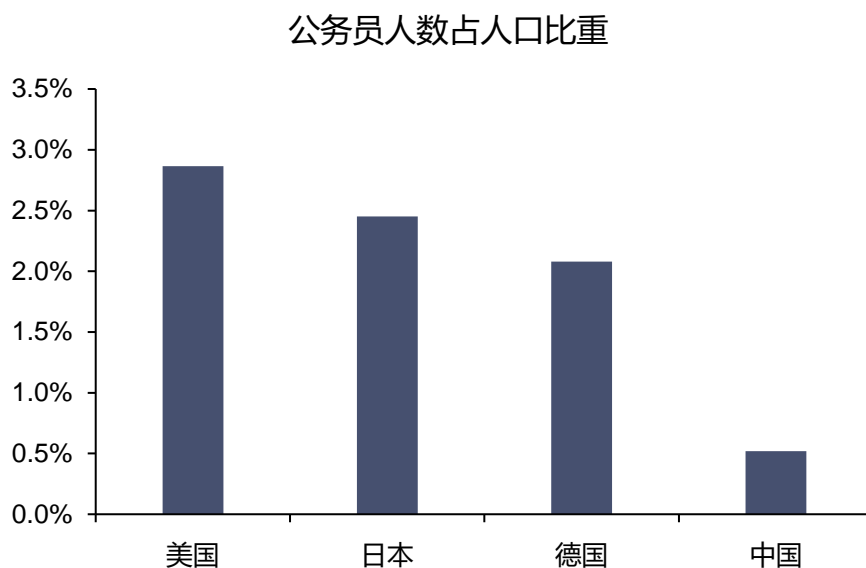
表 3 招录考试通过率

考试	通过率
公务员考试	国考 23 年笔试通过率：7.1% 录取率：2.4%
	省考 近年约为 3-4%
事业单位公开招聘考试	22 年上海事业单位公开招聘笔试报录比约 10.7: 1

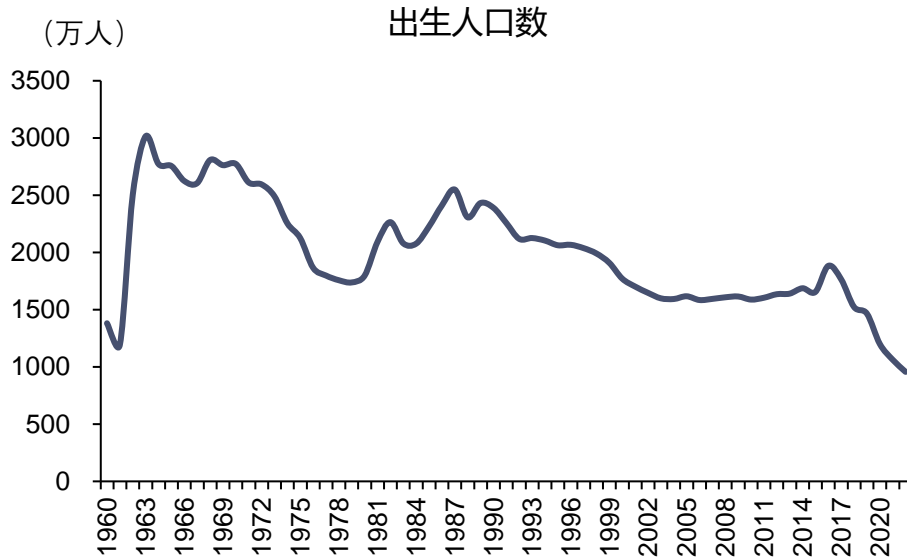
资料来源：中公教育，新华网，高途事考小帮手，学宝公务员考试资讯网，信达证券研发中心整理

公务员招录考试：参加考试意愿强，报名人数高速增长

我国公务员人口渗透率有望提升，“退休潮”或将带来岗位缺口。横向对比美、日、德、中四国公务员人数占总人口数据发现，中国公务员人数占人口比重相对较低，仅为人口比重的 0.5%，渗透率仍有较大提升空间。此外，随着中国第二波婴儿潮“60 后”群体逐渐达到退休年龄，公务员或将迎来较大岗位缺口。

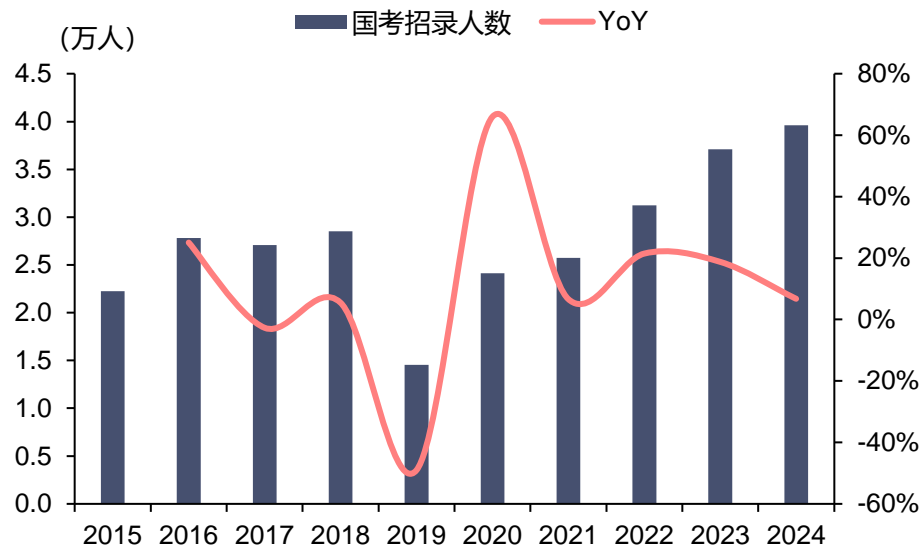
图 4 公务员国考报名人数及同比增速


资料来源：美国劳动统计局，日本总务省，人社部，信达证券研发中心

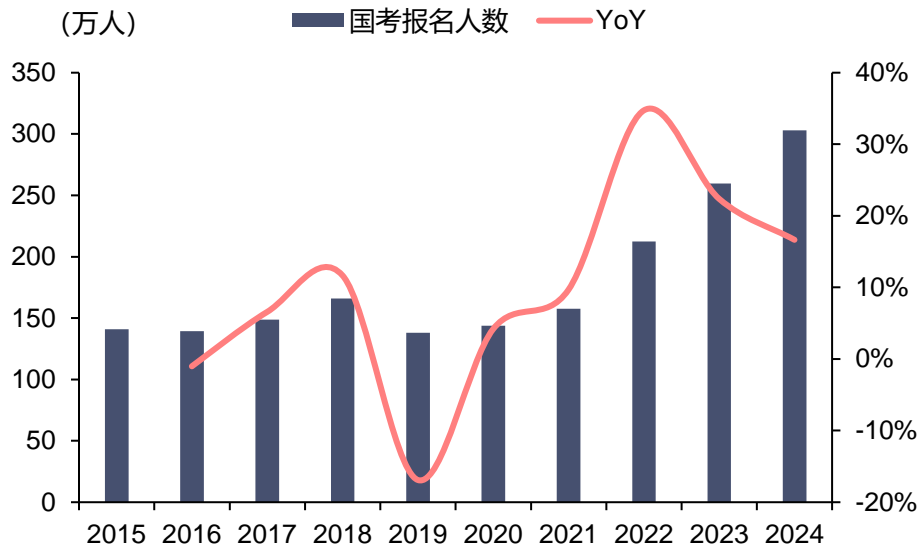
图 5 我国出生人口数


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

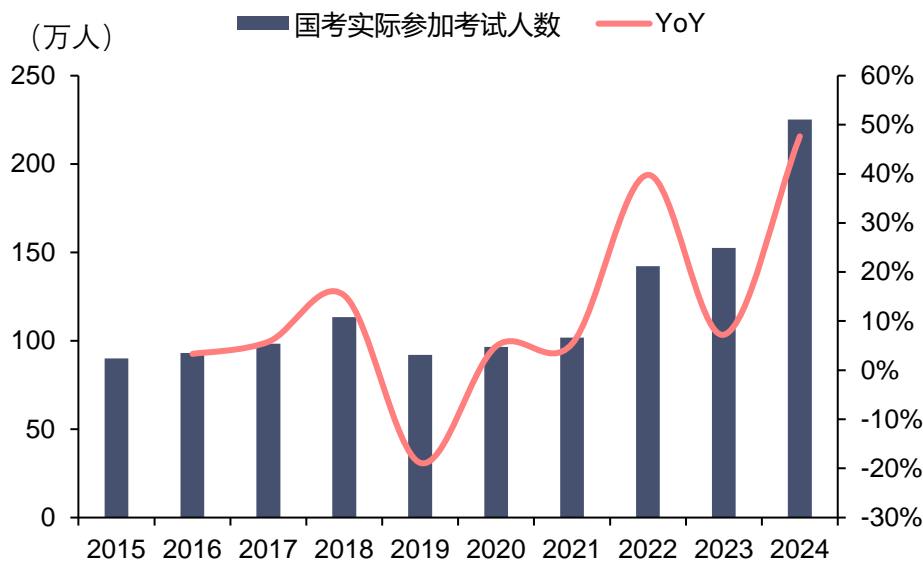
国考招录人数稳定增长，报名人数增速更快。18 年中共中央提出《深化党和国家机构改革方案》，并于 19 年国考进行调整后，国考招录岗位数稳定增长，21~24 年国考招录人数复合增速达 15.5%，24 年计划招录 3.96 万人、同增 6.7%。考试报名人数则以更快速度增长，21~24 年报名人数复合增速达 24.4%，24 年通过资格审查人数达 303 万人、同增 16.6%。实际参加考试人数快速提升，21~24 年复合增速达 30.3%，24 年达 225.2 万人、同增 47.7%。

图 6 公务员国考招录人数及同比增速


资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

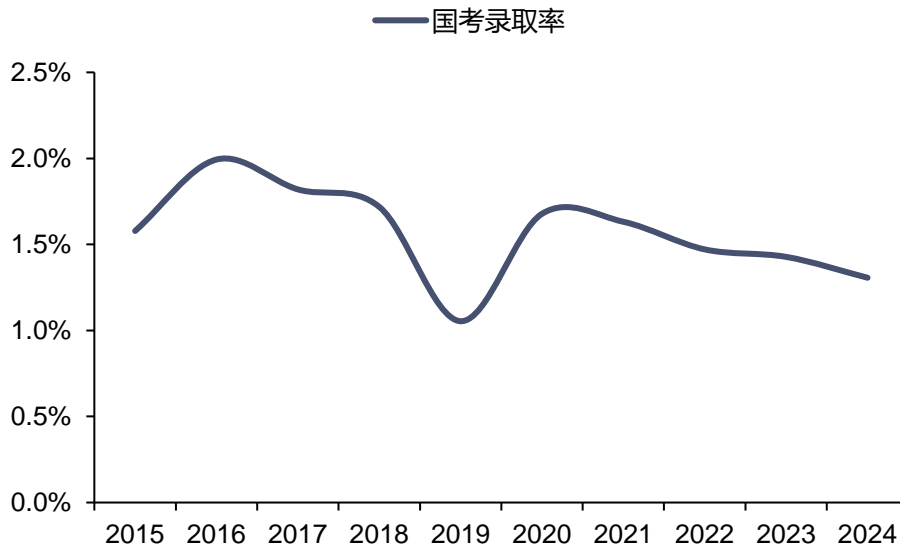
图 7 公务员国考报名人数及同比增速


资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

图 8 公务员国考实际参加考试人数及同比增速


资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

国考录取率下滑，有望带动参培意愿不断提升。国考竞争十分激烈，24年国考招录人数达4.0万人，录取率仅约1~2%。近年国考录取率有所下滑，24年公务员国考招录比从23年1:70降至1:77，竞争日趋激烈，有望刺激参培意愿和参培率不断提升。

图 9 公务员国考录取率


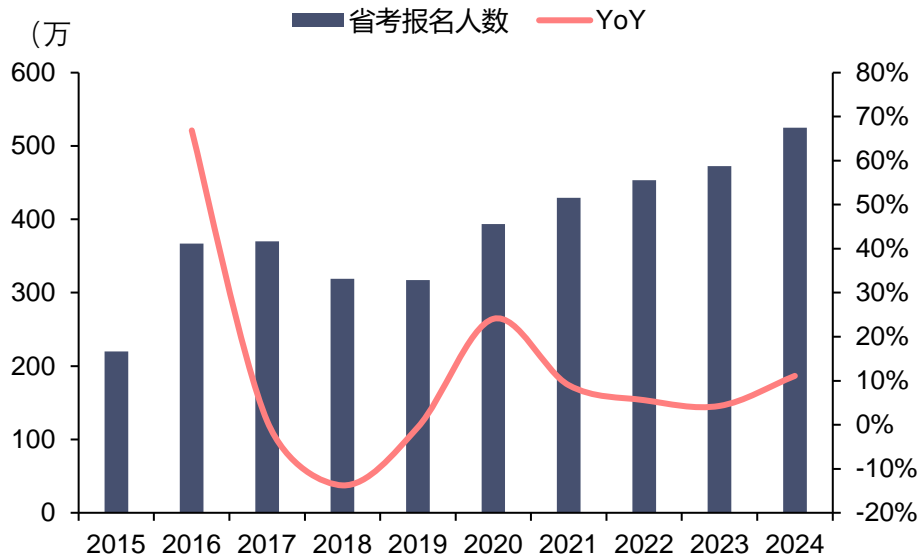
资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

省考招录人数有望再创新高，竞争激烈程度较国考更低。19~24 年省考招录人数稳定增长，复合增速达 10.9%。23 年省考招录人数达 19.3 万人，据我们不完全统计，截至 24 年 3 月 8 日全国 30 个省份计划招录公务员人数同比增长 4.1%。

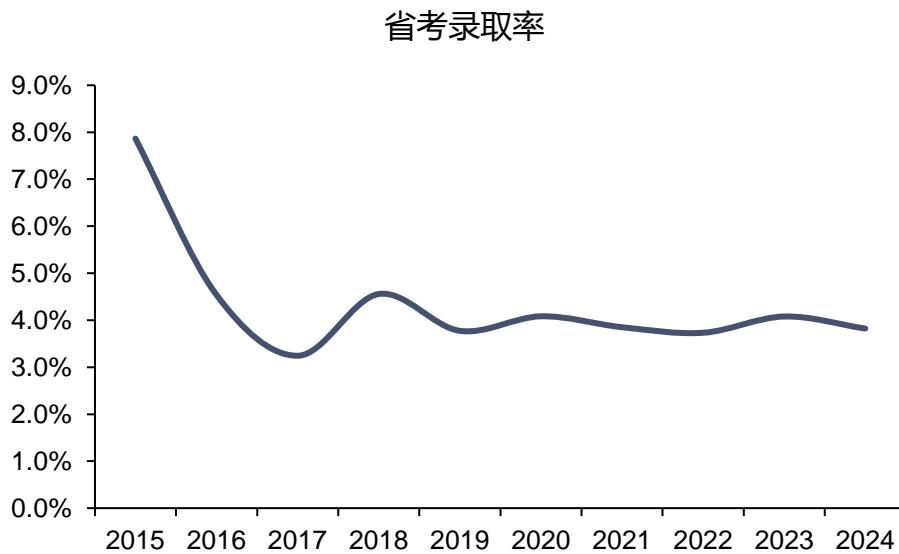
图 10 公务员省考招录人数及同比增速


资料来源：中公教育，信达证券研发中心

省考报名人数续创新高。近年地方公务员降薪屡有传闻，但省考报名人数仍续创新高。据我们不完全统计，24 年 23 个省份省考报名人数达 509 万人、同增 13.6%。我们认为在目前就业环境下，公务员相较其他岗位的抗风险以及稳定属性对毕业生仍有较大吸引力。相比国考而言，省考录取率高一些，约为 3~4%。

图 11 公务员省考报名人数及同比增速


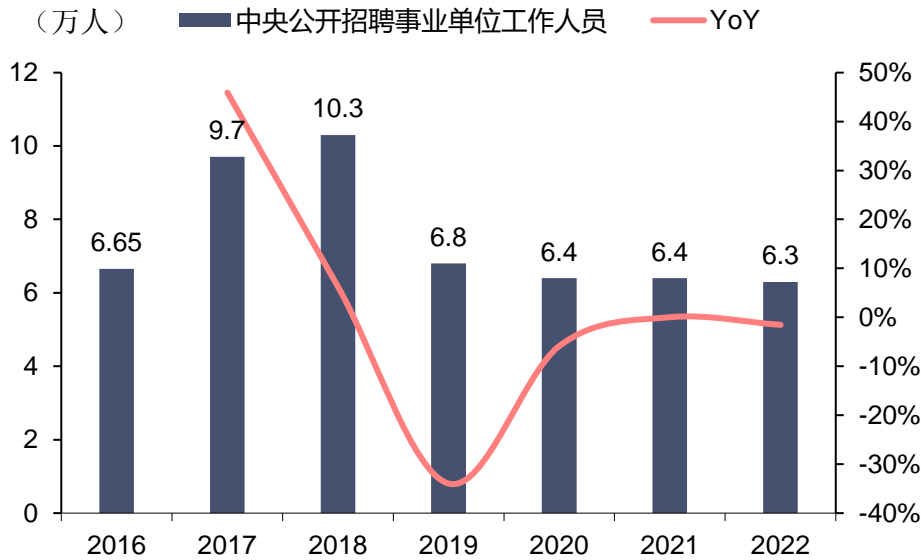
资料来源：中公教育，信达证券研发中心

图 12 公务员省考录取率


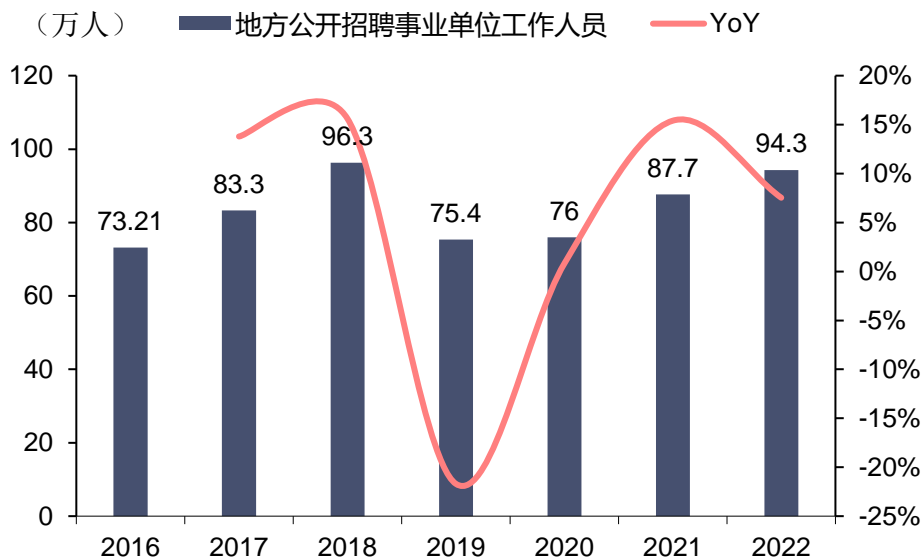
资料来源：中公教育，信达证券研发中心

事业单位招聘考试：机构改革后，中央+地方岗位数稳中有增

中央事业单位招聘相对稳定，地方稳定增长。18年中共中央提出《深化党和国家机构改革方案》并于19年进行调整后，中央公开招聘事业单位工作人员数相对稳定，每年招聘人数约在6.4万人左右。地方事业单位公开招聘19~22年稳定增长，复合增速达7.7%。一般而言，事业单位招聘考试竞争激烈程度略低于公务员考试，我们估计每年报名人数在1200万人左右，录取率约为9%。

图 13 中央公开招聘事业单位工作人员人数及同比增速


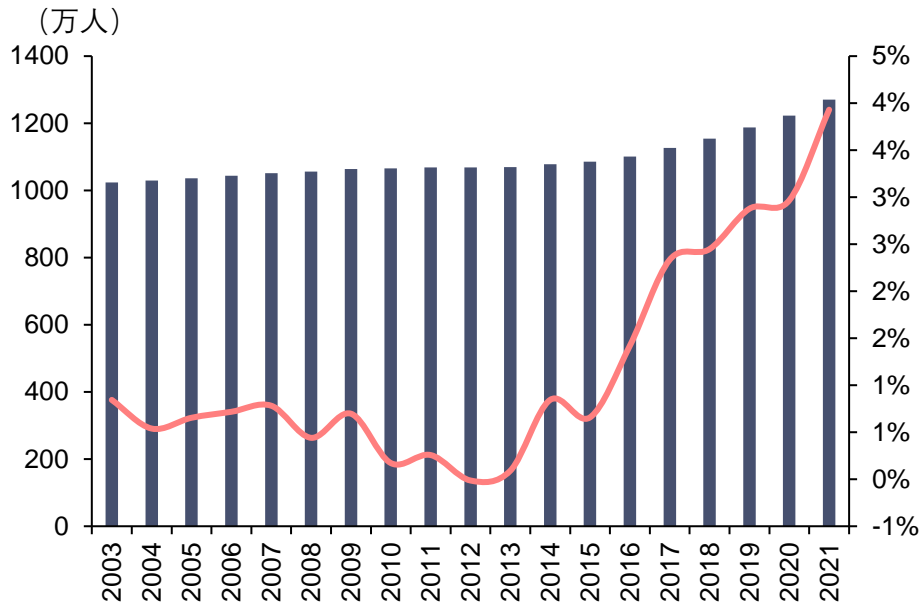
资料来源：人社部，信达证券研发中心

图 14 地方公开招聘事业单位工作人员人数及同比增速


资料来源：人社部，信达证券研发中心

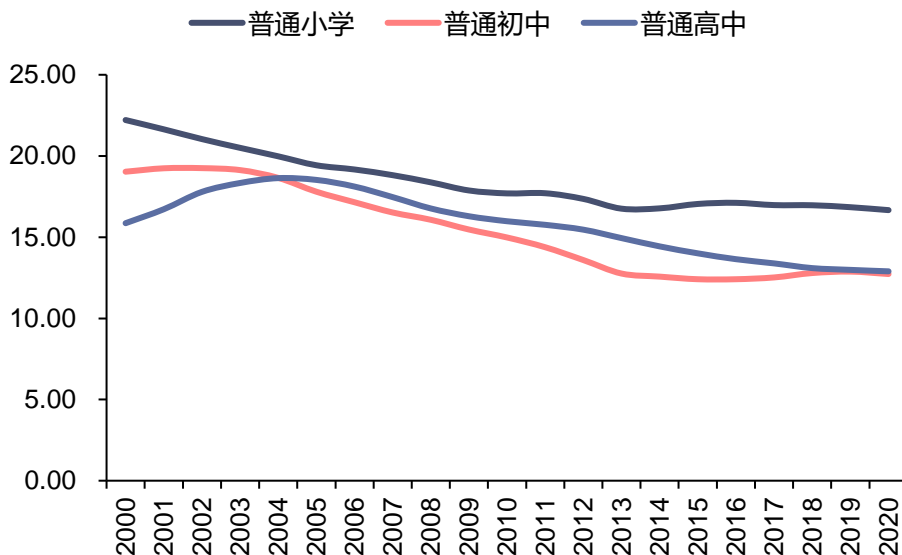
教师招聘及资格考试：招录需求或将趋于平淡，资格考试报名有望稳定增长

我国普通中小学专任教师数有所增长。18年1月，国务院印发了《全面深化新时代教师队伍建设改革的意见》，提出“完善中小学教师待遇保障机制”，“确保中小学教师平均工资收入水平不低于或高于当地公务员平均工资收入水平”。18年两会中，教育部提出“到2018年底基本消除66人以上超大班额，到2020年消除大班额”。近年专任教师数增长提速，04~17年普通中小学专任教师数CAGR接近0%，而18~21年仅三年时间增长了116.5万人，CAGR达3.3%。

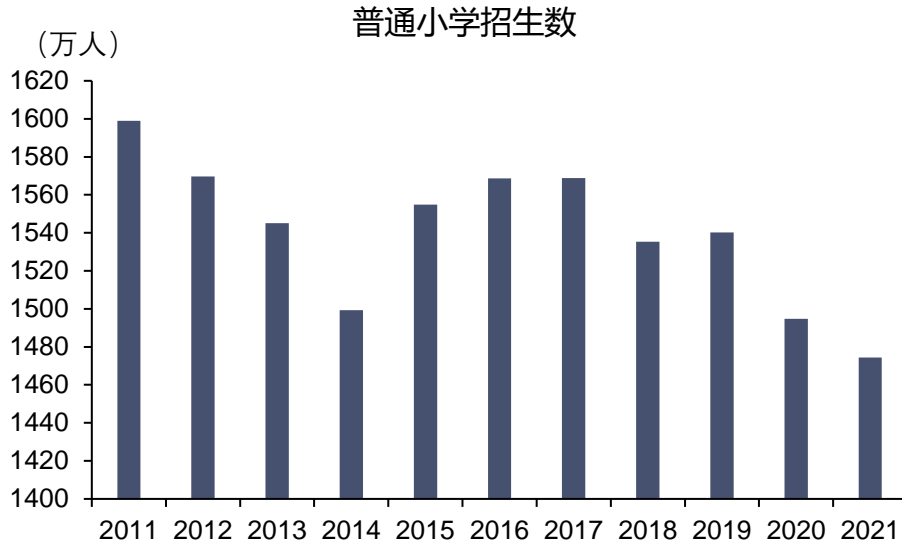
图 15 我国普通中小学专任教师数及同比增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

教师岗位需求增长或相对缓慢。从生师比来看,普通中小學生生师比自 03 年~20 年均处于缓慢下滑趋势,一方面因为教师供给缓慢增长;另一方面,自第三波婴儿潮(86~91 年)后出生人口有所下滑,导致生师比有所下滑。近年出生人口下滑已传导至小学招生人数下滑,因此我们预计在目前生师比相对较低,教师供给充沛的情况下,17 年后出生人口下滑将导致中小学教师岗位需求下降,进而影响未来的教师招录报考意愿。

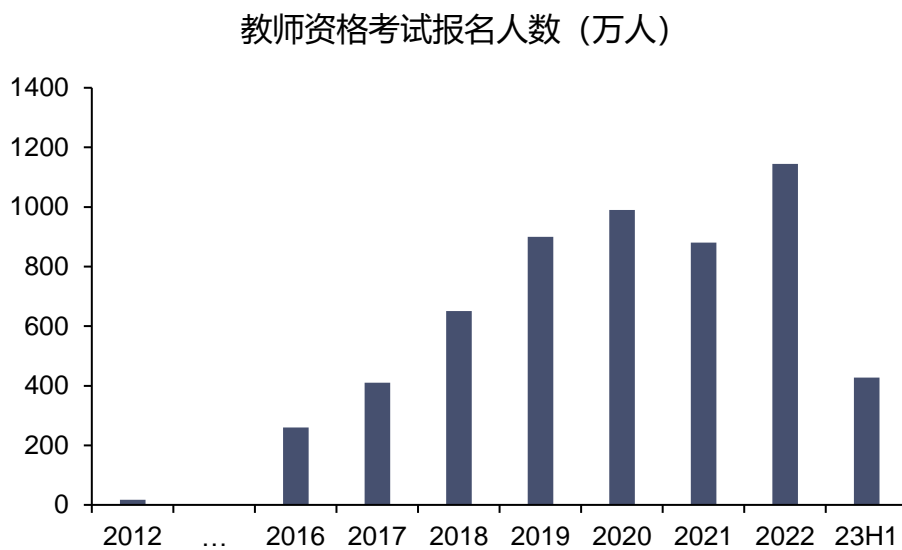
图 16 我国普通中小學生生师比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

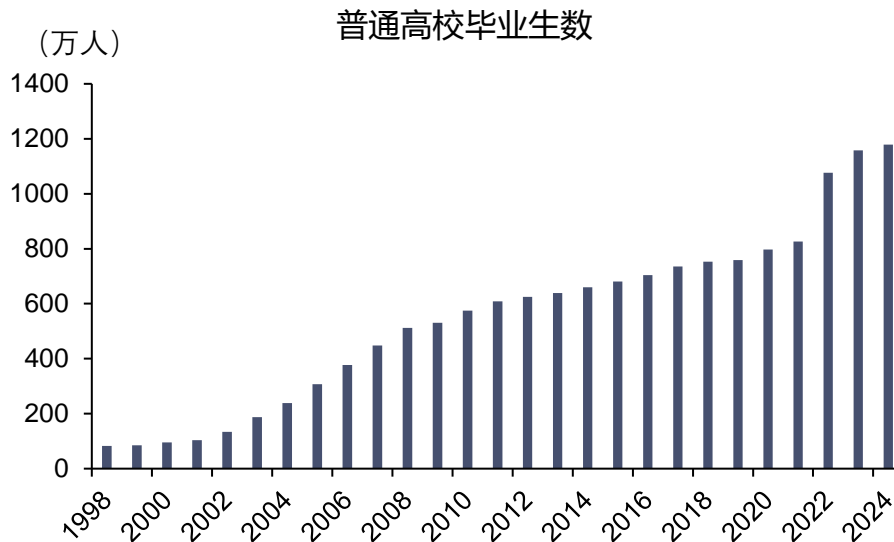
图 17 我国普通小学招生数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

教师资格报名人数有望稳定增长。我国教师资格考试报名人数增长迅猛,自 12 年的 17.2 万人增长至 22 年的 1144 万人, CAGR 达 52.2%。我们估计,在高校毕业生稳定增长的前提下(据教育部统计 2024 年高校毕业生预计达 1179 万人),教师资格作为高校毕业生增加就业竞争力的“标配”,考试报名人数有望同样稳步提升。

图 18 教师资格考试报名人数


资料来源: Wind, 教育部, 成都商报, 中国新闻网, 教育部, 信达证券研发中心整理

图 19 普通高校毕业生人数


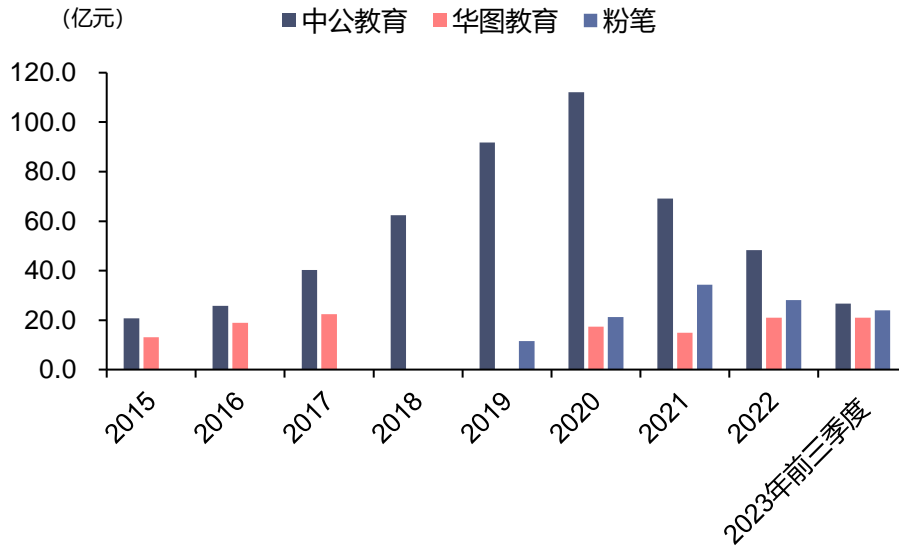
资料来源：Wind，教育部，人民网，科技日报，每日经济新闻，信达证券研发中心

竞争格局优化，呈“三足鼎立”之势

竞争格局逐步向好。我们将招录培训赛道的发展划分为四个阶段：（1）18 年之前，中公、华图稳步发展，中公在规模上略胜一筹；（2）18~20 年，中公高速增长，规模一家独大；（3）20~21 年，粉笔新秀崛起，立足线上培训的优势，迅速扩张线下，竞争格局趋于恶化，叠加新冠疫情的影响，中公受到冲击。（4）22 年至今，竞争格局逐步向好，线下布局收缩，中公因退费等问题，规模压缩，粉笔、华图呈现快速增长。

渐成“三足鼎立”之势。从 23 年前三季度的收入规模看，招录赛道呈现“三足鼎立”之势，中公收入 26.7 亿元，华图收入 21 亿元；粉笔预计 23 年收入不少于 30.0 亿元（我们估计前三季度收入为 24 亿元左右）。

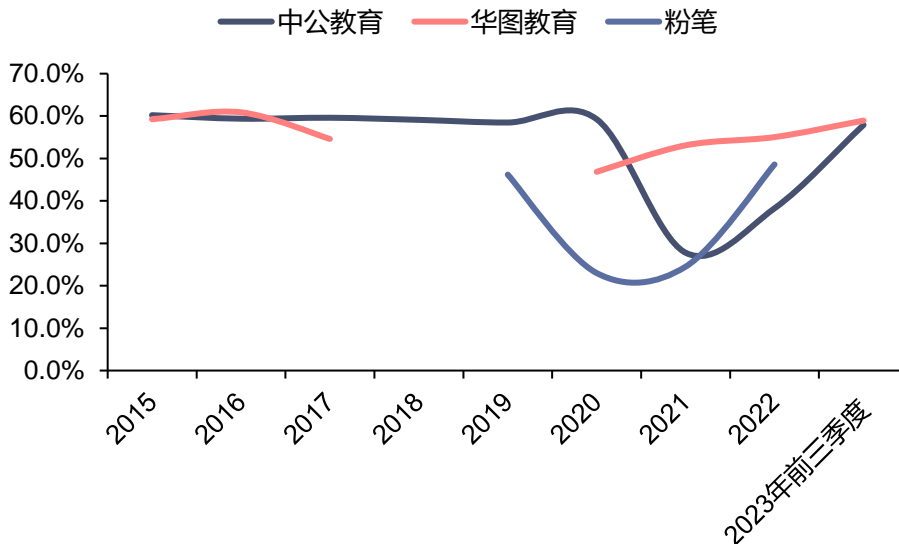
行业有望维持良性竞争格局。我们估计中公、粉笔、华图 23 年收入均在 30 亿元左右，合计收入还未超过 20 年中公的收入（112 亿元），目前三家合计市场份额约为 22%，市场集中度仍有较大提升空间。因此，我们认为经历了 20~21 年行业“内卷”后，将回归良性竞争格局，进入比拼管理、运营、教学、教研、通过率、口碑的时代。

图 20 中公教育、粉笔与华图教育收入对比


资料来源：中公教育、华图教育、华图山鼎、粉笔公司公告，信达证券研发中心

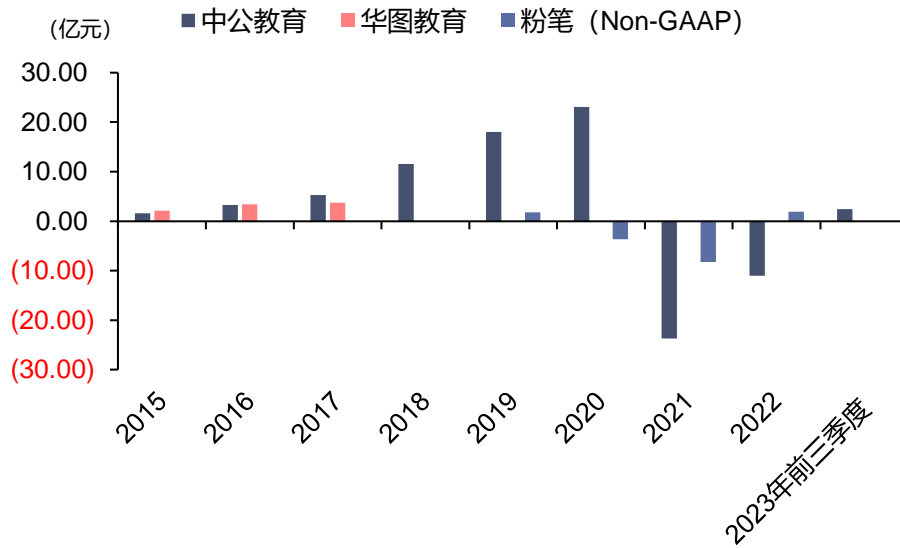
注：华图教育 18-19 年无公开数据。

盈利能力显著改善，回归正常水平。随着新冠疫情影响的消解，以及竞争格局的优化，盈利能力显著改善，从毛利率来看均恢复到 50% 以上，23 年前三季度中公/华图毛利率达到 57.9%/58.9%，粉笔 23H1 毛利率达到 50.9%。利润端亦转正，中公 23 年前三季度归母净利润 2.42 亿元，粉笔 23H1 经调整净利润 2.88 亿元（23 年经调整净利润不少于 4.2 亿元）。

图 21 中公教育、粉笔与华图教育毛利率对比


资料来源：中公教育、华图教育、华图山鼎、粉笔公司公告，信达证券研发中心

注：华图教育 18-19 年无公开数据。

图 22 中公教育、粉笔与华图教育归母净利润对比


资料来源：中公教育、华图教育、华图山鼎、粉笔公司公告，信达证券研发中心

注：华图教育 18-23 年 9 月末无公开归母净利润数据。

重点公司分析

华图山鼎：平移华图教育主体业务，盈利能力显著修复

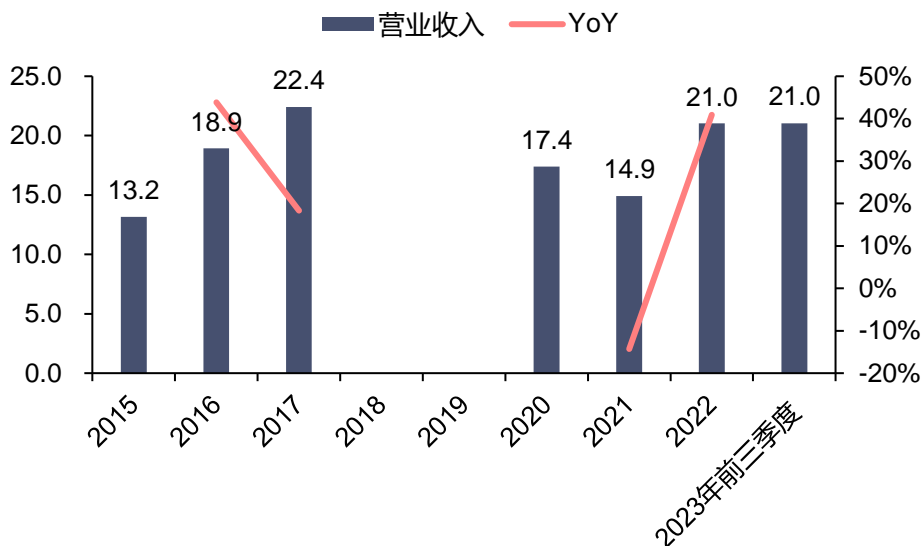
华图山鼎拟拓展招录培训业务。华图山鼎通过全资子公司华图教育科技有限公司开展非学历类培训业务，主要包括国家及地方公务员招录考试培训、事业单位招聘考试培训、医疗卫生系统的招录培训及其相应的资格证考试培训。

培训业务开展顺利。截至 24 年 2 月 29 日，根据天眼查资料显示，华图教育科技有限公司在全国设立了 357 家分支机构。根据 23 年业绩预告，截至 23 年末，公司在全国内设立的 300 余家分公司均已开始开展培训业务，共计培训学员超 5 万人次，合同负债超过 2 亿元，这意味着华图教育主体业务已顺利平移至华图山鼎。

华图教育委托华图山鼎交付存量课程。截至 23 年 12 月 31 日，华图山鼎接受华图教育委托交付课程产生关联交易总金额为 9,568 万元；并于 24 年 1 月末与华图教育签订了《关于存量课程委托交付等相关事宜的协议》，华图教育拟将存量课程以课程成本加价 15% 的对价全部委托交付予华图山鼎。不仅有望增厚华图山鼎 24 年的利润，还有望避免同业竞争的问题。

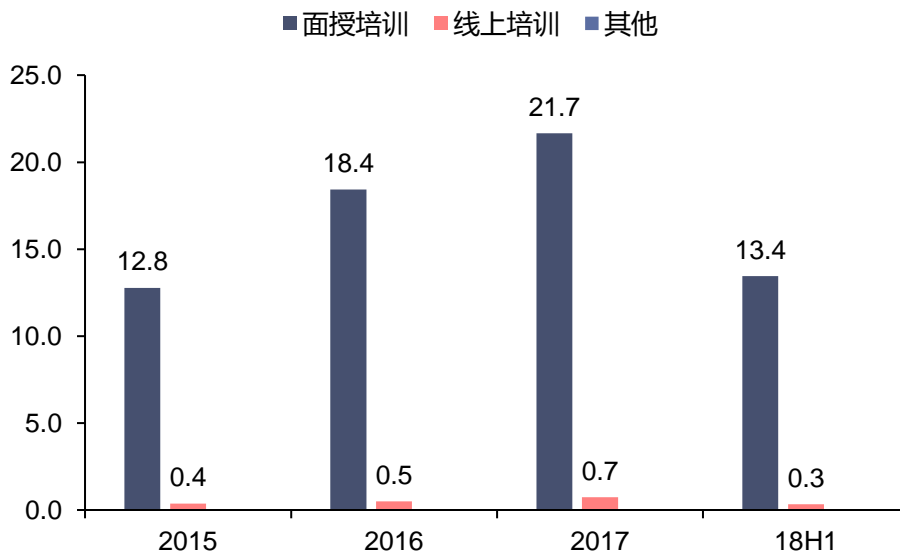
华图教育收入显著修复。华图教育在 15~17 年收入稳定增长，CAGR 达 30.4%。22 年收入大幅修复，实现收入 21 亿元，接近 17 年水平，23 年前三季度收入 21 亿元、已超过 22 年全年水平。

图 23 华图教育收入（亿元）及同比增速

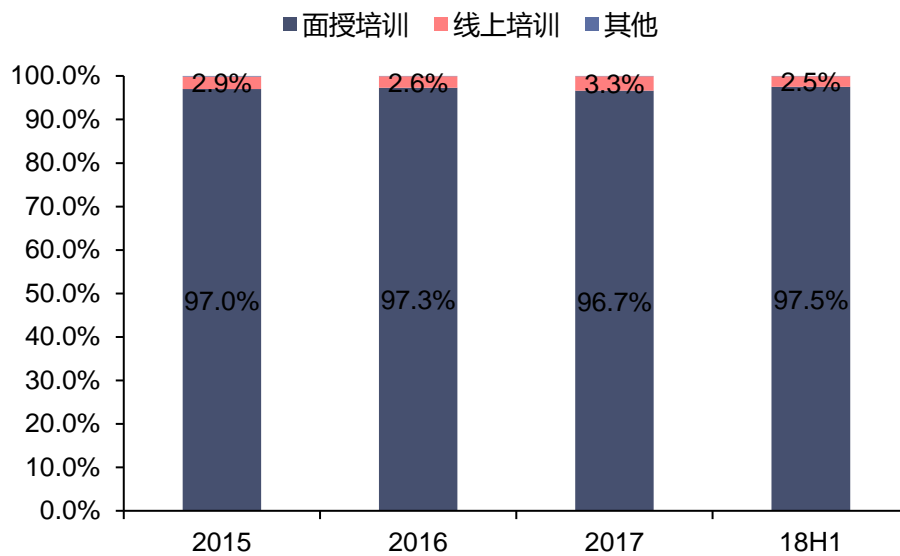


资料来源：华图教育公司公告，华图山鼎公司公告，信达证券研发中心

培训模式以线下为主。线下面授培训收入自 15 年的 12.8 亿元增长至 17 年的 21.7 亿元，CAGR 达 30.2%，主要是因为线下面授的学生人数快速增长，学生人数自 15 年的 23.4 万人增长至 17 年的 37.7 万人次。线下面授培训收入近年占公司 15~18H1 收入的 96%，为主要收入来源。

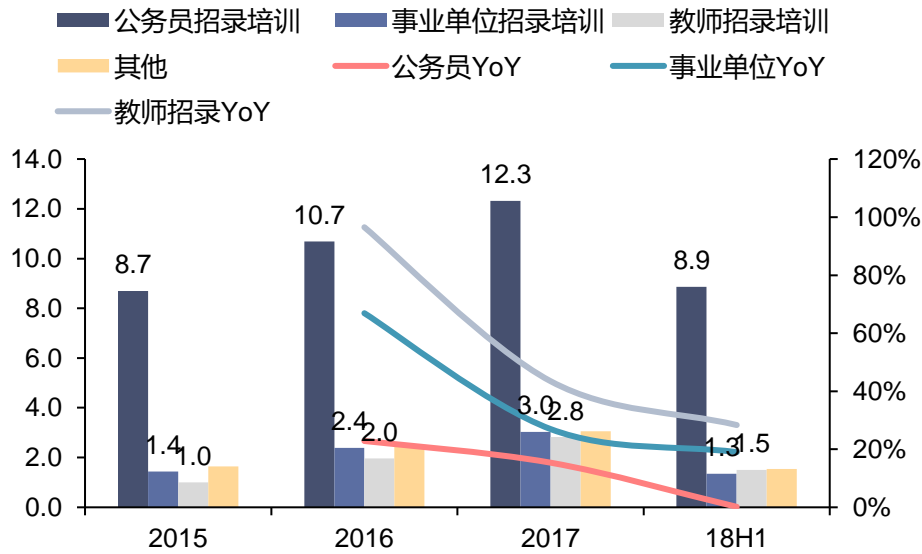
图 24 华图教育线上线下收入（亿元）拆分


资料来源：华图教育公司公告，信达证券研发中心

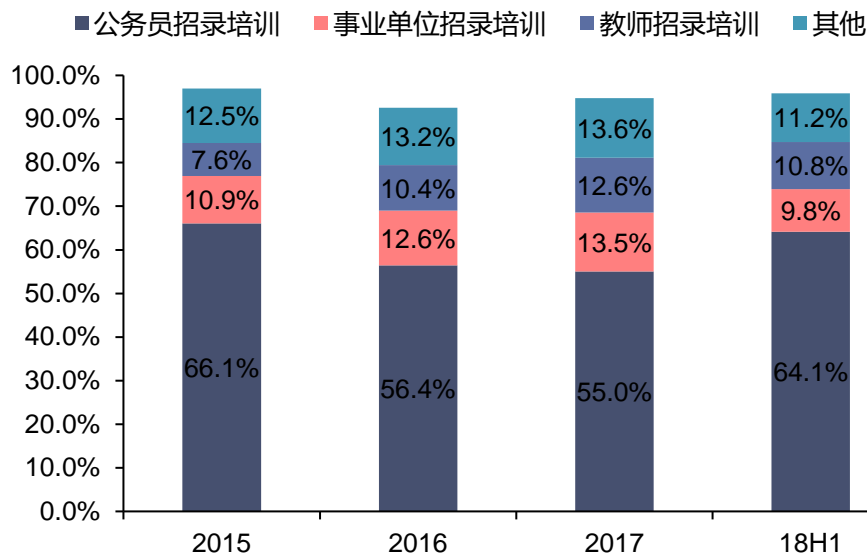
图 25 华图教育线上线下收入拆分


资料来源：华图教育公司公告，信达证券研发中心

公务员序列为主要收入来源，教师序列贡献较少。15~17年教师招录与事业单位序列收入增长迅猛。公务员招录培训收入占比在6成左右，15~17年略有下滑主要是非公务员序列收入增速较快所致。

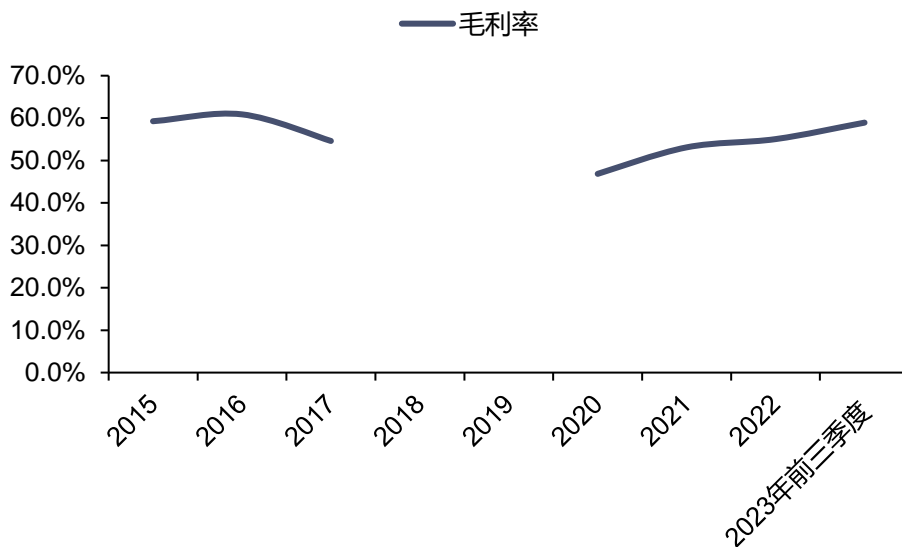
图 26 华图教育面授培训收入（亿元）拆分


资料来源：华图教育公司公告，信达证券研发中心

图 27 华图教育面授培训各序列占总收入比重


资料来源：华图教育公司公告，信达证券研发中心

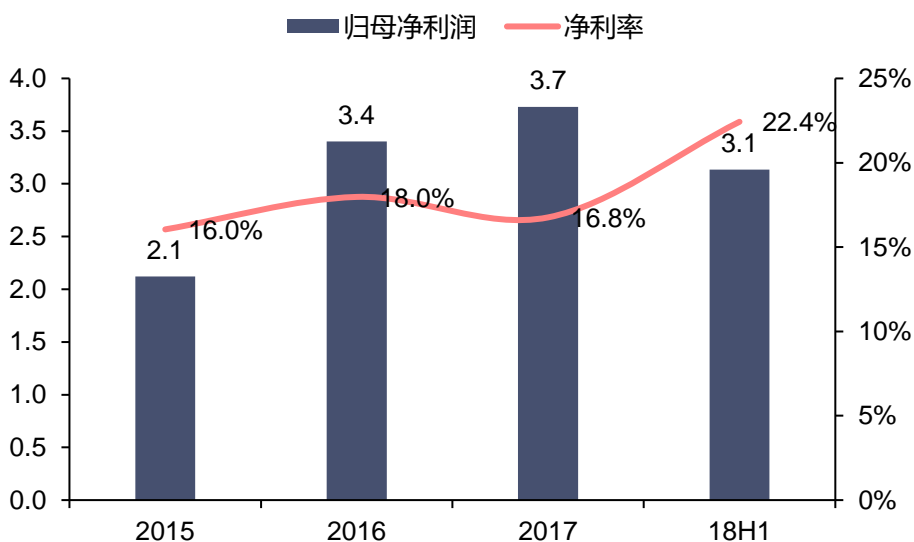
毛利率回归正常水平，超过 55%。15~16 年，华图教育毛利率在 60% 左右，20 年毛利率降至 46.9%，21~23 年前三季度毛利率稳步回升，22 年达到 55.1%，23 年前三季度达到 58.9%，已接近 15~16 年水平

图 28 华图教育毛利率


资料来源：华图教育、华图山鼎公司公告，信达证券研发中心

注：华图教育 18-23 年 9 月末无公开归母净利润数据。

15~17 年净利率在 16~18% 左右。15~17 年净利率在 17% 左右，18H1 达 22.4%。公司收入及利润与考试培训周期相关度较高，招录类考试主要集中在上半年，因此上半年利润占全年利润比例较高，如 17H1 利润占全年利润比例为 90.6%。

图 29 华图教育归母净利润（亿元）及净利率


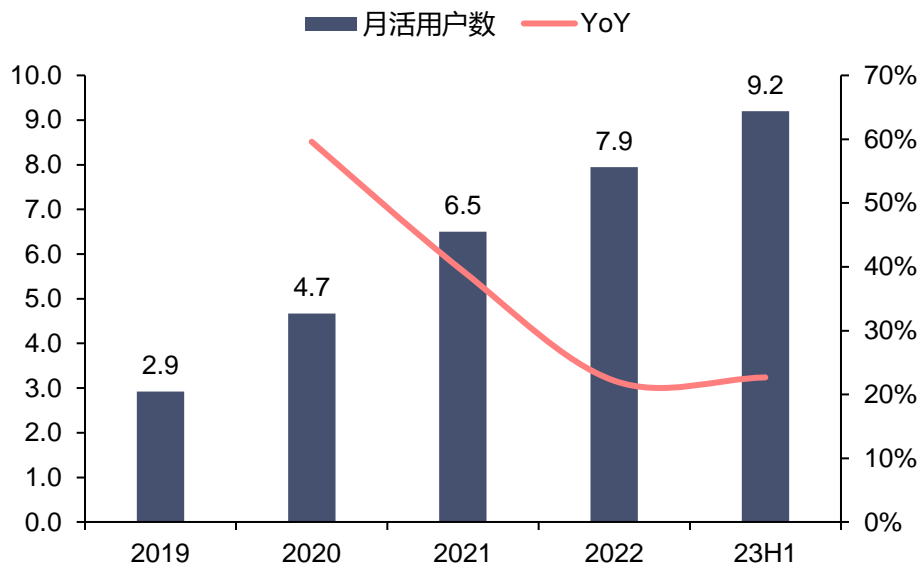
资料来源：华图教育公司公告，信达证券研发中心

粉笔：APP 月活屡创新高，线下课程深化 OMO

粉笔 APP 形成流量池。粉笔 APP 已成为招录考试培训行业中的“必备”考试工具，粉笔月活用户数屡创新高，23H1 达 920 万人、同增 22.7%，不同于中公、华图等线下培训机构，粉笔主要通过在线题库、线上引流

课程等实现线上获客，相较于线下获客更具备成本优势。

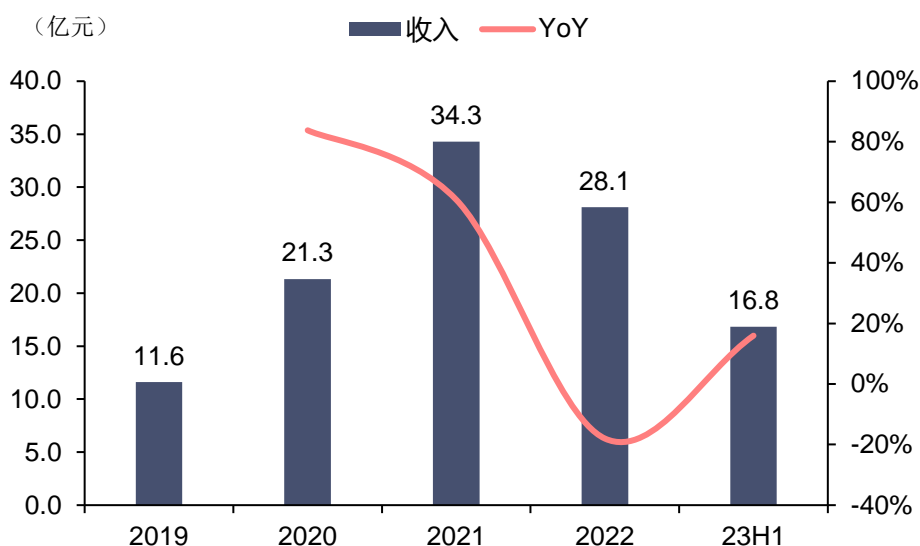
图 30 粉笔月活用户数（百万人）及同比增速



资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

收入重回稳定增长通道。公司 19-21 年收入复合增速达 71.9%，主要是大范围启动线下课程服务驱动的，线下正价课收入快速增长，收入占比提升至 46.6%；22 年收入同减 18.0% 至 28.1 亿元，主要是疫情反复致线下运营中心数量大幅减少，线下正价课受影响所致。23 年招录类考试报名人次同比大幅增长，驱动公司收入增长，23H1 收入同增 15.9% 至 16.8 亿元；23 年公司预计实现收入不少于 30.0 亿元、同增 6.7%。

图 31 粉笔收入（亿元）及同比增速

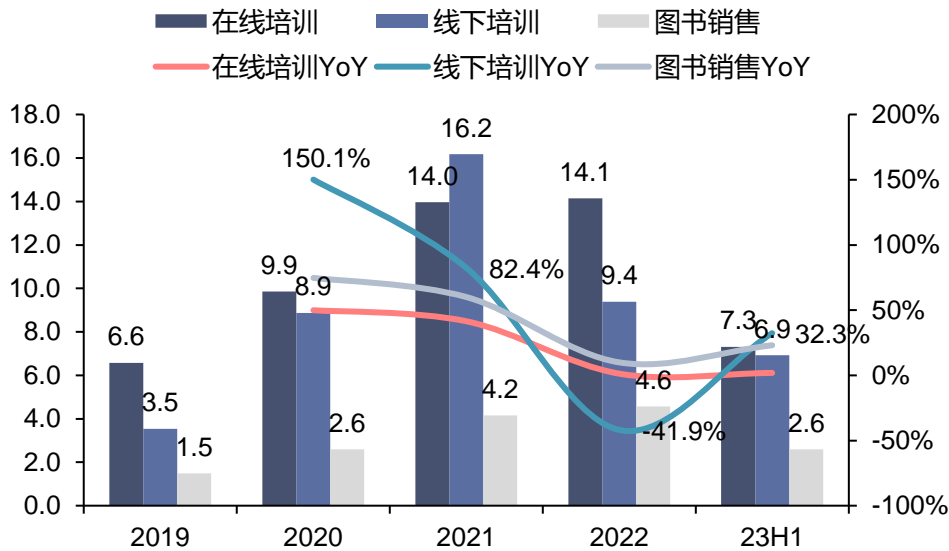


资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

线下展现良好弹性，深化 OMO 提升效率。20~21 年线下扩张带来收入高速增长，22 年受疫情影响及线下网点收缩，线下收入下滑，23H1 快速恢复，展现出较强的弹性。19~21 年线下收入占比逐年提升，22 年受疫情影响，

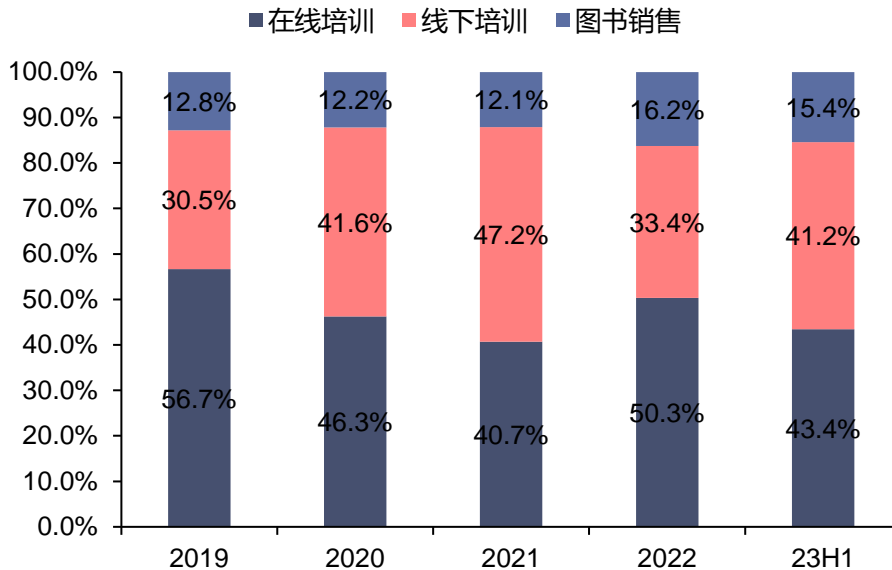
线下收入占比有所下滑，23H1 线下收入占比与线上相当。在线上强产品力及高流量的基础上，线下产品正在加速迭代为 OMO 模式，从师均收入贡献看，21~23H1 呈稳步上升趋势，OMO 转型有望进一步提高线下的教学和运营效率，带来利润率的优化。

图 32 粉笔在线、线下培训及图书销售收入（亿元）及同比增速

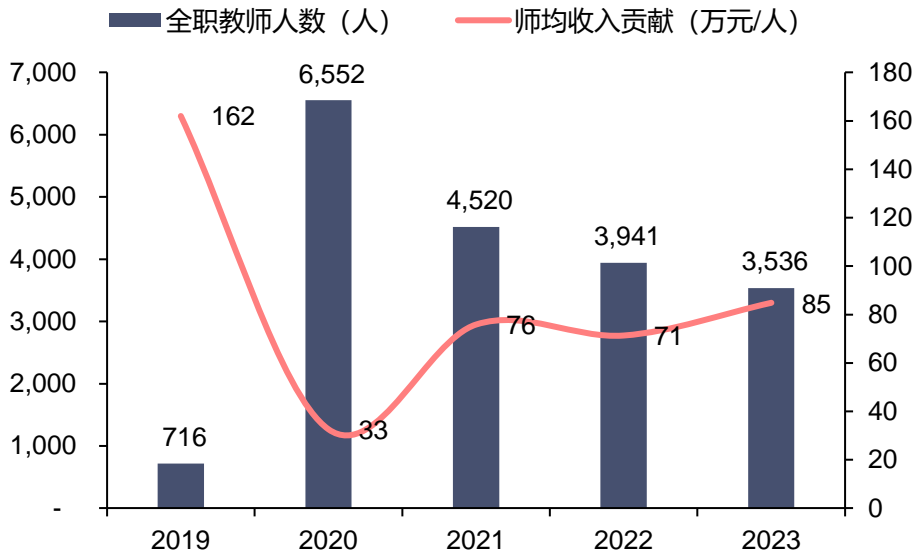


资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

图 33 粉笔收入拆分



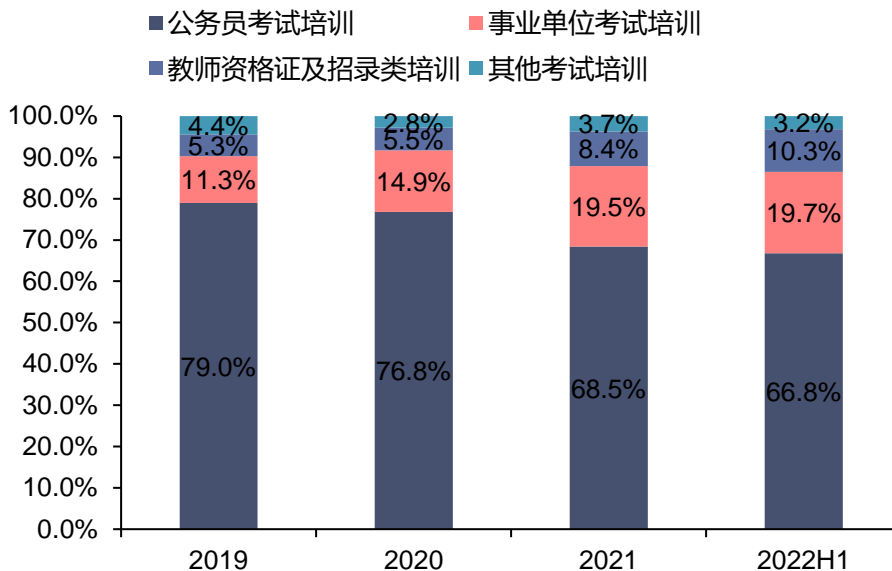
资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

图 34 粉笔全职教师人数（人）及师均收入贡献（万元/人）


资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

注：师均收入贡献=总收入/全职教师人数，2023 年收入数据使用业绩预告数，教师人数使用 23 年 6 月末数

公务员考试培训贡献约 70% 收入。 公务员考试培训对公司培训收入贡献较高，占 70% 左右，近年随着事业单位的快速发展，公务员考试培训收入占比呈下降趋势，但仍贡献超过 65% 的收入。

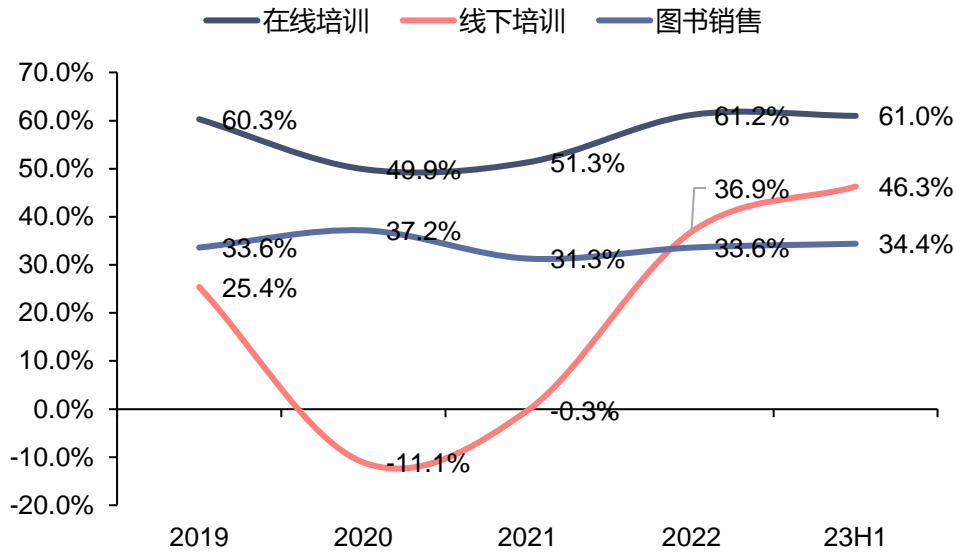
图 35 粉笔收入拆分


资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

22 年线下培训毛利率显著改善。 分业务毛利率来看，线上培训毛利率相对稳定，在 60% 左右，20~21 年受疫情影响有所下滑，22~23H1 恢复至 60% 以上；线下培训毛利率在快速扩张期为负，随着 22~23H1 线下网点的收缩调整，毛利率显著修复，23H1 达 46.3%。整体毛利率来看，公司 20 年开始大规模推广线下培训，带来线下收入快速增长、占比提升，整体毛利率下滑。20-21 年公司整体毛利率在 24% 左右。22 年公司优化雇员结构、调整线上课师生比、减少线下运营中心数量、减少协议班来改善运营效率及盈利能力，整体毛利率显著提升

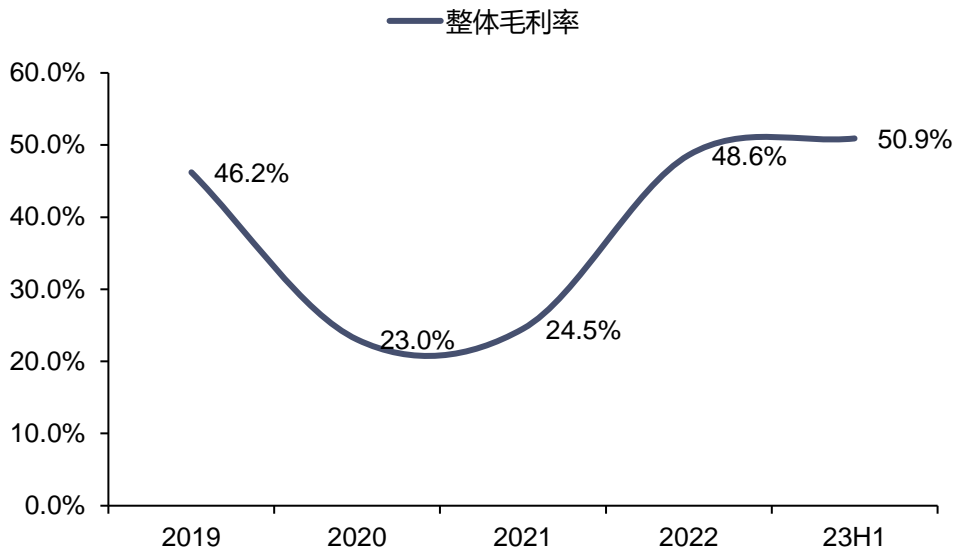
48.6%，降本增效成效显著。23H1，整体毛利率进一步提升至 50.9%。

图 36 粉笔分业务毛利率



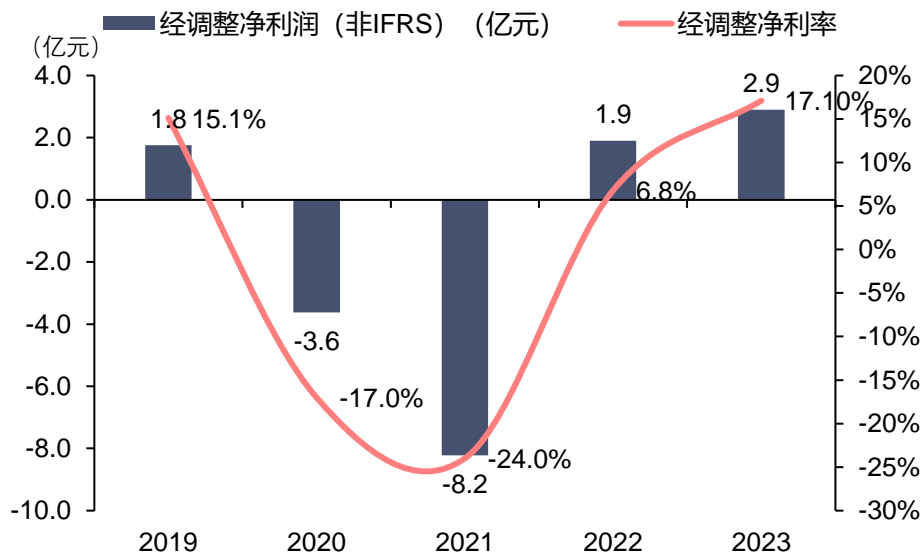
资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

图 37 粉笔整体毛利率



资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

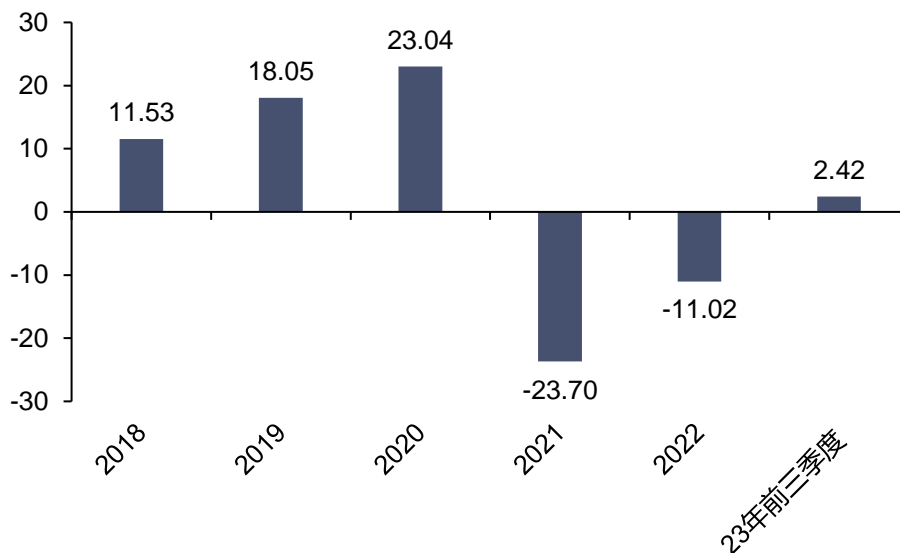
22 年经调整净利润扭亏。19 年公司经调整净利润达 1.8 亿元，净利率达到 13.3%，20 年随着线下业务的快速扩张，毛利率下滑而费用率提升，经调整利润转亏，21 年亏损进一步扩大至 -8.2 亿元，我们认为主要是线下培训业务快速扩张所致，22 年缩减线下覆盖，关闭部分运营中心，盈利能力显著回升，经调整净利润扭亏。23H1 实现经调整净利润 2.9 亿元、同增 201.2%，净利率同比大幅提升 79.1pct 至 4.8%。

图 38 粉笔经调整净利润（亿元）及经调整净利率


资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

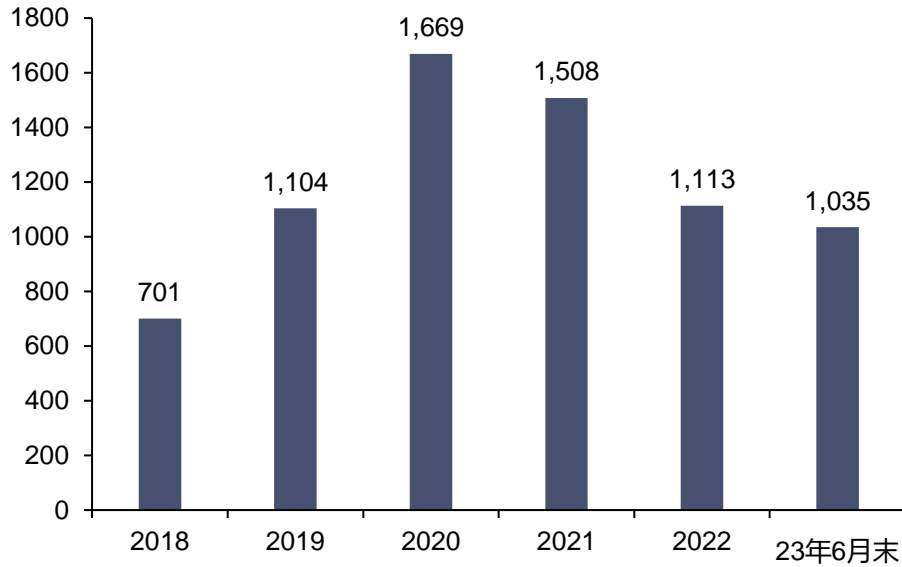
中公教育：期待困境反转

经营提振，业绩减亏。中公教育 18~20 年归母净利润持续增长，21 年受新冠疫情及退费影响业绩转亏，22 年以来开展经营提振计划，优化产品结构，降本增效，业绩实现减亏。中公教育 23 年归母净亏损预计为 1.75~2.25 亿元，同比减亏 8.77~9.27 亿元，业绩亏损主要为计提资产减值损失、递延所得税资产转回等一次性影响。

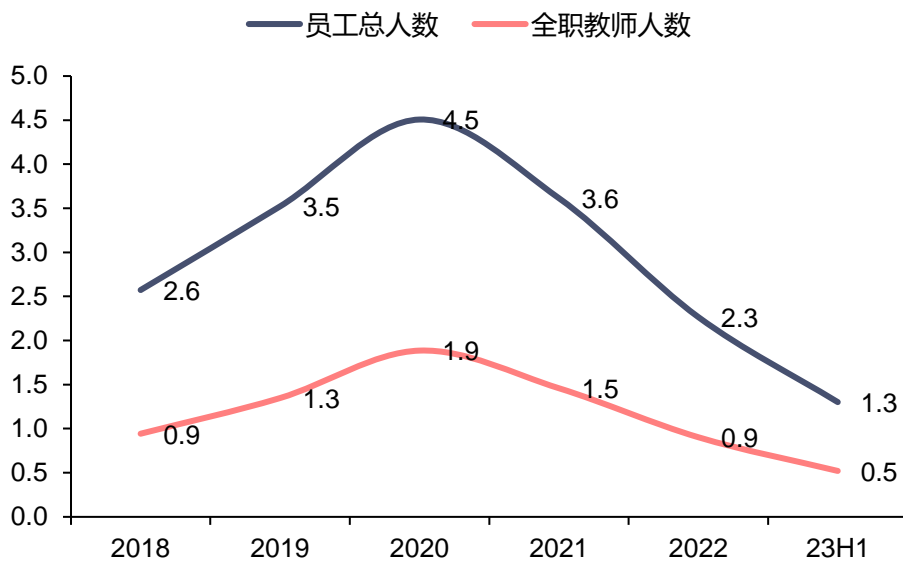
图 39 中公教育归母净利润（亿元）


资料来源：Wind，中公教育公司公告，信达证券研发中心

网点数大幅收缩，优化人员配置。18~20 年中公直营网点数快速扩张，自 18 年的 701 个增至 20 年的 1669 个，CAGR 达 54.3%。21~22 年受疫情等因素影响，中公启动了内部优化降本增效、结构性产品调整等经营提振计划，经营网点缩减至 23 年 6 月末的 1035 个。同时调整优化人员配置，员工总人数自 20 年的 4.5 万人缩减至 23 年 6 月末的 1.3 万人，其中全职教师人数自 20 年的 1.9 万人缩减至 23 年 6 月末的 0.5 万人。

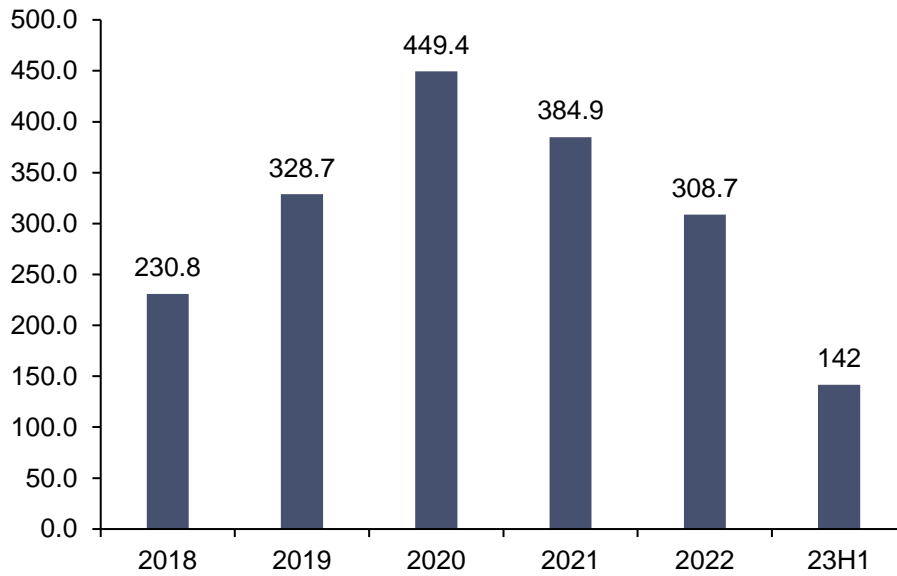
图 40 中公教育直营分部数 (个)


资料来源：中公教育公司公告，信达证券研发中心

图 41 中公教育员工总人数及全职教师人数 (万人)


资料来源：中公教育公司公告，信达证券研发中心

付费人次及客单价近年均有所下滑。20~22年中公付费人次逐年下滑，23H1同比下滑23.1%，主要是协议班退费问题尚未完全解决所致，我们认为未来随着退费问题逐步解决，经营有望迎来拐点。

图 42 中公总付费人次（万人）


资料来源：中公教育公司公告，信达证券研发中心

投资建议

招录考试培训赛道景气度高，近年招录报考意愿强烈，竞争带来更高的参培意愿，赛道规模有望不断增长。且行业竞争格局优化，呈“三足鼎立”之势。上半年一般为招录培训的旺季，我们认为最迟有望在 24 年中报形成板块共振。建议重点关注：华图山鼎，粉笔。

风险因素

招生增长和学费提价不及预期的风险：招录类行业招生增长以及学费提价具有一定不确定性。

长期出生率下滑的风险：长期来看，出生率的下滑带来教育基数的减少。

教育行业的政策风险：教育政策具有变动的可能性。

退款率过高的风险：退款率如果提高将带来经营风险的提升。

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。