



## 教育

优于大市

### 证券分析师

赵雅楠

资格编号: S0120523070002

邮箱: zhaoyan@tebon.com.cn

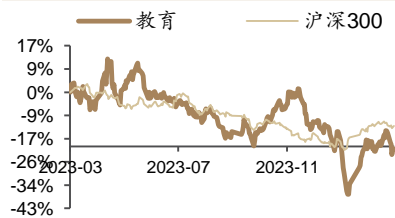
李旭东

资格编号: S0120524020002

邮箱: lixd@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



### 相关研究

# 招录市场需求强劲，华图中公扬帆起航

## 投资要点:

- 招录赛道高景气度，国考考公人数创新高。**公职招录赛道伴随供给端及需求端双升，整体赛道呈现报名人数、参培率提升的高景气度。以国考为例，国考招录人数和招考职位连年上升，24年国考共招录3.96万人/+6.6%，24年招录职位1.89万个/+7.3%。当前就业形势承压，高校毕业生考公、考编意愿不断增强，24年国考实际参考人数达225.2万人/+48%，招录比为77:1。据弗若斯特沙利文，职业考试培训市场中，招录类考试培训市场2021年已达305亿元，其中公职人员类/事业单位类/教师招录类市场分别达到121/116/68亿元，预计2026年增长至505亿元，CAGR将达10.6%。
- 竞争格局：行业竞争格局分散，华图、中公、粉笔三足鼎立。**招录赛道竞争格局分散，小机构占据主要竞争主体。龙头公司中，中公教育深耕教培20余年，在教研、渠道等多方面均具有先发优势且持续领先，2022年起公司战略调整成效逐渐显现。粉笔以线上招录类考试培训起家，内容+师资+技术构筑品牌壁垒，粉笔App 23H1月活达920万人。华图教育深耕公考培训20年，以线下面授为主要形式，提供培训课程产品和全流程咨询服务，已经建立品牌优势。
- 华图山鼎：承接华图教育优质品牌，拓展招录培训。**2019年华图教育收购上市公司山鼎设计（现已更名华图山鼎）30%股权后陆续增持至51%，2023年10月华图山鼎获得华图教育相关资产无偿使用权，拓展职业教育新业务，目前上市公司非学历职教业务稳步推进。华图教育以面授课程为主，收入占比超9成，其中公务员和事业单位合计收入占比约7成。2022年/2023Q1-Q3华图教育开展华图山鼎新业务的相关收入分别为21.03/21.05亿元。截至2023年12月31日，公司已在全国范围内设立300余家分公司并均已开展培训业务，共计培训学员超过5万人次，公司合同负债余额超过20,000万元。
- 中公教育：非学历职业教育龙头，拟发布股权激励彰显发展信心。**中公深耕职教20余年，从公考培训起家到职教培训全品类龙头，在教研、渠道等多方面均具有先发优势，2018年-2020年分别实现扣非归母净利润11/17/18.7亿元。伴随疫情及内外因素影响下，2021年公司大幅亏损，扣非归母净利润-25亿元，2022年起公司由追求高增长转为健康稳健的发展，战略调整成效显著，23年公司利润大幅减亏。2024年1月31日，公司发布2024年第一期限制性股票激励计划（草案），公司计划授予核心骨干260人限制性股票数量4,000万股。
- 粉笔：线上扩张线下提效，OMO模式高效协同。**粉笔成立于2013年，2023年港交所上市，以线上招录类考试培训起家，内容开发+技术能力+优质的产品体验+教学口碑构筑竞争壁垒。截至2023年年中，公司已积累约56.2百万名线上注册用户，在全国建立186个运营中心。2023H1营收16.82/+15.9%，调整后净利润2.88亿元/+201.2%，疫后复苏强劲。线上/线下业务齐头并进，FY19-22线上/线下培训营收增速分别达29.1%/38.4%，23H1线上/线下/图书销售营收分别为7.3/6.93/2.59亿元。
- 投资建议：**招录赛道高景气度，国考考公人数创新高。公职招录赛道伴随供给端及需求端双升，整体赛道呈现报名人数、参培率及客单价提升的高景气度。此外，行业格局分散，龙头有望凭借品牌、师资、管理、渠道等优势继续提升市场份额。短期看伴随疫后需求复苏、网点扩张，相关公司业绩有望稳步增长。建议

积极关注华图山鼎（300492.SZ）、中公教育（002607.SZ）、粉笔（2469.HK）。

- **风险提示：** 公务员/事业单位岗位吸引力降低、政策趋严、竞争加剧

#### 行业相关股票

股票 代码	股票 名称	EPS			PE		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002607.SZ	中公教育	-0.18	0.05	0.14	-	61	21
300492.SZ	华图山鼎	0.08	-0.31	0.26	1131	-	344

资料来源：wind 一致预期，收盘价日期为 4 月 1 日，德邦研究所

## 内容目录

1. 招录赛道高景气度，国考考公人数创新高.....	6
1.1. 公职/教师/事业单位竞争激烈，招录考试培训需求旺盛.....	6
1.2. 招录考培赛道优质，23年市场规模有望超380亿元.....	7
1.3. 国家政策支持职教培训市场发展.....	9
2. 竞争格局：线上+线下三足鼎立.....	10
2.1. 华图山鼎：承接华图教育优质品牌，拓展招录培训.....	10
2.1.1. 股权结构：华图山鼎为华图宏阳教育控股上市平台.....	10
2.1.2. 品牌承接：业务交接进展顺利，华图教育科技布局考培.....	10
2.1.3. 子公司拟签署房屋租赁公告，非学历培训业务推进顺畅.....	11
2.1.4. 发展历程：华图教育为非学历职教龙头，深耕职教20余年.....	12
2.1.5. 华图教育提供丰富的招录考试备考课程.....	13
2.1.6. 营收情况：2023年前三季度收入21亿，达到22全年水平.....	13
2.1.7. 渠道布局：培训中心&培训人次&注册用户数稳步增长.....	15
2.2. 中公教育：非学历职业教育龙头，教研与渠道构筑护城河.....	16
2.3. 粉笔：线上招录类考试培训起家，内容+师资+技术构筑品牌壁垒.....	20
3. 投资建议.....	21
4. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1: 2010-2023 年高校毕业生人数 (万人)	6
图 2: 我国青年失业率 (%)	6
图 3: 国考招考职位和招录人数	7
图 4: 2018-2024 年国家公务员考试通过资格审查人数与录用计划数之比	7
图 5: 中国招录类考试培训行业渗透率	7
图 6: 我国职业考试培训行业市场规模 (亿元) 及增速	8
图 7: 2016-2026 年中国招培独立学员人次 (百万人)	8
图 8: 2016-2026 年中国招录类考培市场规模 (亿元) 及参培率	8
图 10: 2016-2026 年中国招录类考培客单价 (元)	9
图 11: 华图山鼎股权结构 (截止 23Q3)	10
图 12: 华图教育营收 (亿元)	14
图 13: 华图教育收入拆分 (亿元)	14
图 14: 华图教育各项收入占比 (%)	14
图 15: 华图教育毛利率 (%)	15
图 16: 培训中心个数 (个)	15
图 17: 华图宏阳教育员工构成 (截至 2018/6/30)	16
图 18: 华图宏阳教育师资学历构成 (截至 2018/6/30)	16
图 19: 中公教育营收表现 (亿元)	18
图 20: 中公营收拆分 (单位: %)	18
图 21: 粉笔营收以及净利润 (百万)	20
图 22: 粉笔毛利率、净利率	20
图 23: 粉笔业务拆分	21
表 1: 2022 年以来职业教育政策梳理	9
表 2: 华图山鼎开展职业教育业务背景及进展一览	11
表 3: 分公司计划设立情况	11
表 4: 华图大事件	12
表 5: 华图宏阳教育面授培训产品类型	13
表 6: 华图宏阳教育分培训方式	13
表 7: 华图宏阳教育分课程阶段	13
表 8: 面授培训主要课程产品招生人次 (千人)	15

表 9: 注册用户&付费用户人次 (千) .....	16
表 10: 上市以前中公发展历程复盘 .....	16
表 11: 上市以来中公教育发展阶段复盘 .....	17
表 12: 粉笔发展历程 .....	20

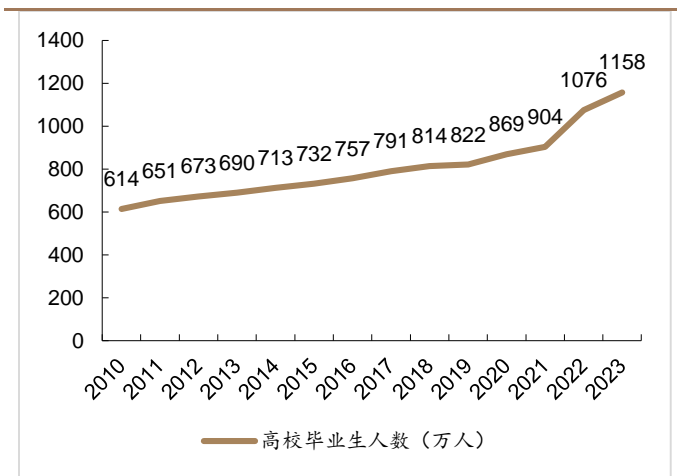
## 1. 招录赛道高景气度，国考考公人数创新高

### 1.1. 公职/教师/事业单位竞争激烈，招录考试培训需求旺盛

从需求端看，我国高校毕业生数量逐年攀升，毕业及往届毕业生考公、考编意愿不断增强。

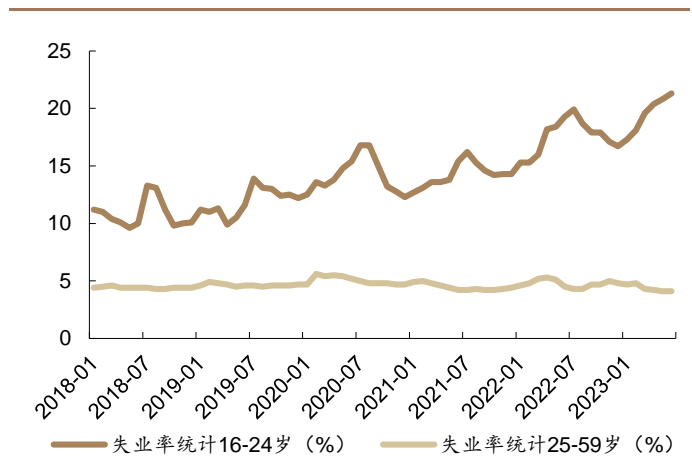
高校招生规模不断扩大，就业市场竞争激烈。2010年以来我国毕业生数量逐年攀升，2010年我国高校毕业生仅为614万人，2022年我国高校毕业生突破1000万，预计达到1076万人，2023年我国高校毕业生人数预计进一步增长至1158万人。

图 1：2010-2023 年高校毕业生人数（万人）



资料来源：Wind，教育部，央视网，德邦研究所

图 2：我国青年失业率（%）

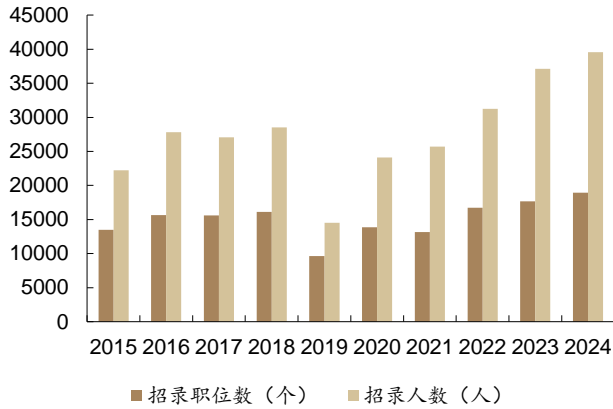


资料来源：Wind，德邦研究所

国考整体呈现扩招趋势，高校毕业生考公、考编意愿不断增强。从2019年开始，国考招录人数和招录职位数连年上升，2022及2023年招录人数均突破3万人，2024年国考共招录3.96万人，同比增长6.6%。高校毕业生考公、考编意愿不断增强，2023年智联招聘发布的调研报告显示，毕业生求稳心态持续上升，从偏好企业类型看，国企仍是毕业生首选，占比46.7%，较2022上升2.3个百分点，且连续3年呈上升趋势。选择民营企业的占比为12.6%，较2022下降4.8个百分点，连续3年呈下降态势。

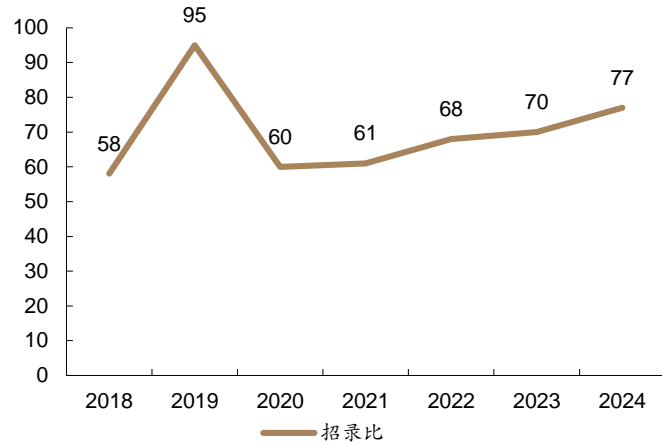
与此同时招录比逐年走低，竞争日益激烈。根据新华网引用国家公务员局数据，2024年共有303.3万人通过了用人单位的资格审查，通过资格审查人数与录用计划数之比约为77:1，

图 3：国考招考职位和招录人数



资料来源：人民网、南方都市报，德邦研究所

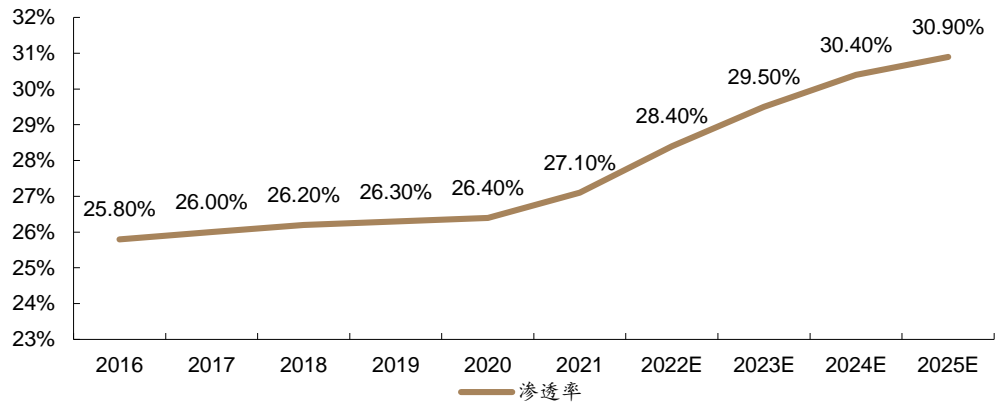
图 4：2018-2024 年国家公务员考试通过资格审查人数与录用计划数之比



资料来源：新华网，人民网，央广网，观察者网，德邦研究所

**“考公热&考公难”共同带动参培率提升。**经济增长放缓背景下，就业者求职倾向由“求发展”逐渐转为“求稳定”，考生群体的扩大，叠加参培必要性的提高，使得公考培训的用户规模迅速增长，21 年参培率达到 27%，2025 年有望突破 30%。

图 5：中国招录类考试培训行业渗透率



资料来源：粉笔招股书，弗若斯特沙利文、德邦研究所

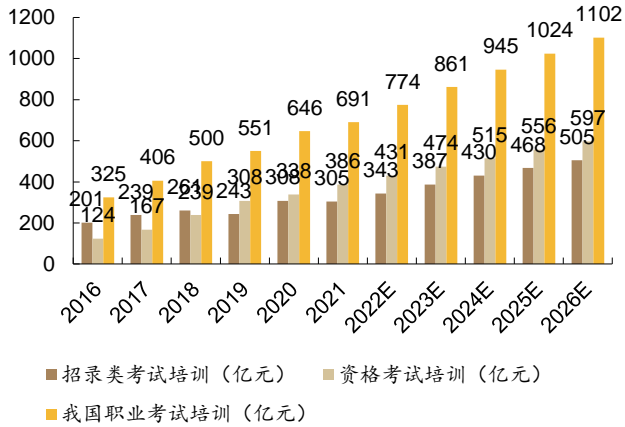
## 1.2. 招录考培赛道优质，23 年市场规模有望超 380 亿元

我国职业考试市场快速发展，23 年市场规模有望超 900 亿。根据弗若斯特沙利文数据，2016-2021 年国内职业教育考试培训市场规模年 CAGR 为 16.3%，招录类考试培训规模 CAGR 为 8.7%，资格考试培训行业规模 CAGR 为 25.5%；预计 2026 年国内职业教育市场规模超 1100 亿元，其中招录类考试培训/资格考试培训分别有望达 505/597 亿元。

职业技能培训分为招录类考试培训和资格考试培训，23 年招录类考试培训市场规模或达 387 亿元。职业考试培训包括：（1）招录类考试培训，如公职人员、事业单位以及教师招录；（2）资格考试培训，如教师资格证、金融及会计资格证等。据弗若斯特沙利文数据，21 年中国招录类考试培训市场规模约为 340 亿元，独立学员人次约为 620 万名；23 年招录类考试培训市场规模有望增长至 387 亿元，独立学员人次有望增长至 740 万人。

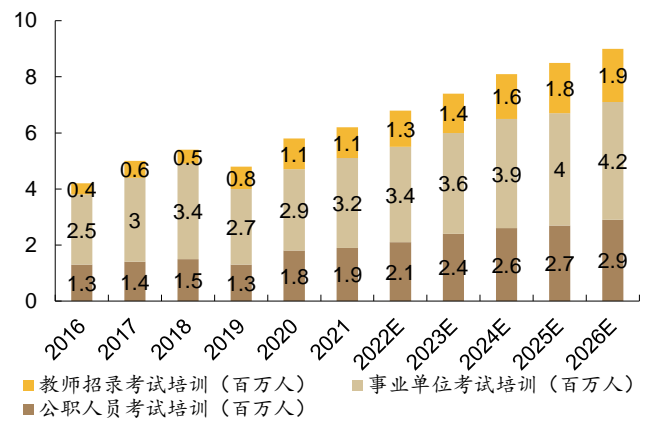


图 6：我国职业考试培训行业市场规模（亿元）及增速



资料来源：粉笔招股书，弗若斯特沙利文、德邦研究所

图 7：2016-2026 年中国招聘独立学员人次（百万人）

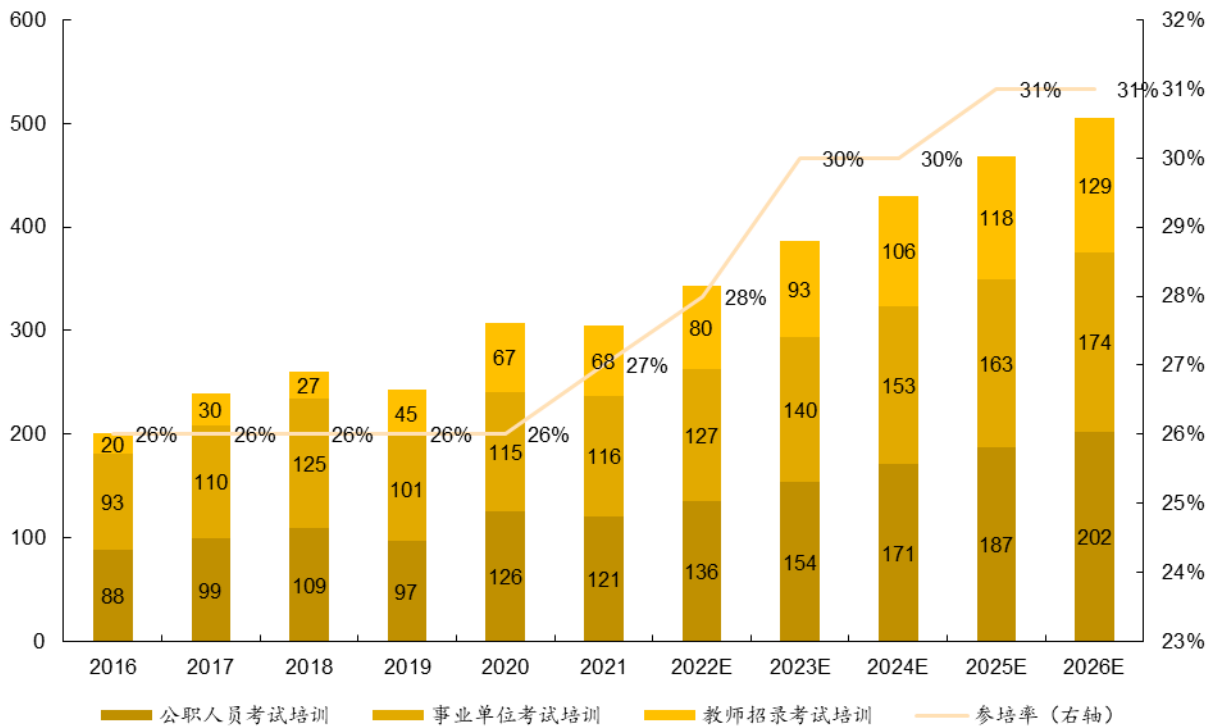


资料来源：粉笔招股书，弗若斯特沙利文、德邦研究所

招录考培行业的规模=参考总人数\*参培率\*客单价，预计报考人数、参培意愿、客单价持续提升驱动行业增长。

景气度有望维持高位，激烈竞争下参培率或提升。我国招录培训市场可以分为公职人员考试培训/事业单位考试培训/教师招录考试培训，2020 年以来公职人员培训规模占比最大，其次是事业单位考试培训。根据弗若斯特沙利文报告，我国招录类考试培训规模由 2016 年的 201 亿元增长至 2021 年的 305 亿元，复合增速为 9%，预计 2026 年可达到 505 亿元，2021 年-2026 年复合增速为 11%。与此同时参培率逐年上升，预计 2026 年有望突破 31%。

图 8：2016-2026 年中国招录类考培市场规模（亿元）及参培率



资料来源：教育局、人力资源和社会保障部、国家公务员局、弗若斯特沙利文、粉笔招股书，德邦研究所

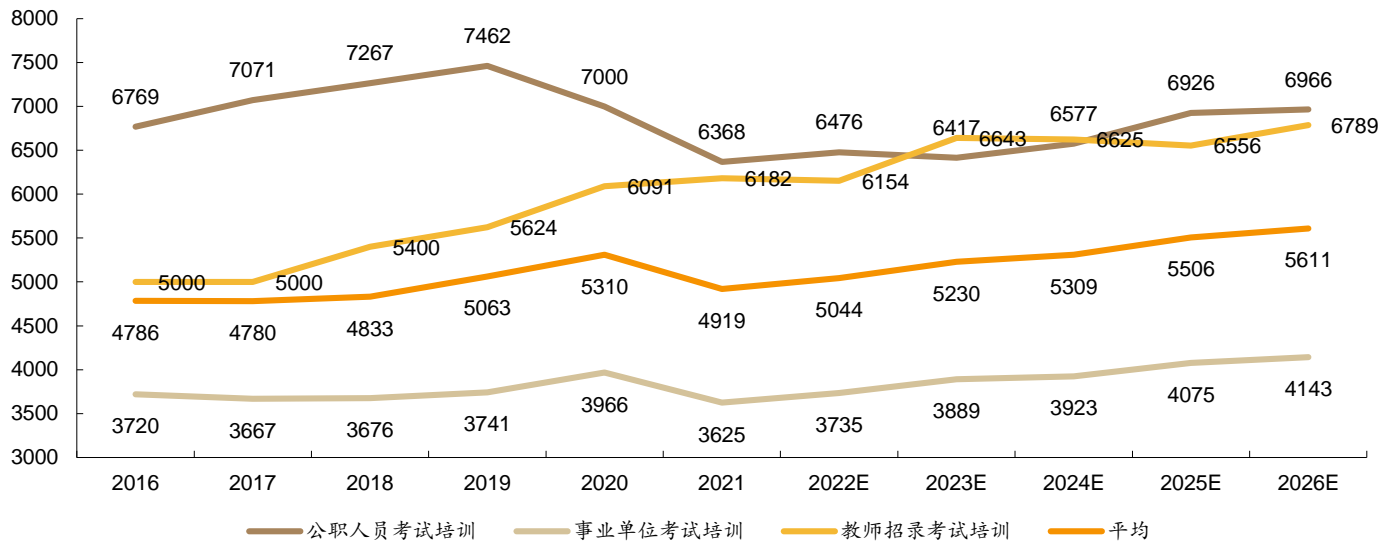
参培人次稳步提升。2016 年参培总人次为 420 万人，上涨至 2021 年 620 万人，2016 年-2021 年期间学员人次 CAGR 为 8.1%，预计 2026 年培训人数上涨至



900 万，预计 2021 年-2026 年人次 CAGR 为 7.7%，未来参培人次稳步增长。

**客单价亦提升。**2021 年平均招录类客单价 4919 元，其中公职人员/事业单位/教师招录考试培训单价分别为 6368/3625/6182 元，期间 2016 年-2021 年平均客单价 CAGR 为 0.6%，预计 2026 年平均招录类客单价 5611 元，预计 2021 年-2026 年平均客单价 CAGR 为 2.7%。

图 9：2016-2026 年中国招录类考培客单价（元）



资料来源：教育局、人力资源和社会保障部、国家公务员局、弗若斯特沙利文、粉笔招股书，德邦研究所

### 1.3. 国家政策支持职教培训市场发展

**利好政策持续推出，职业教育重要性凸显。**2022 年以来，行业利好政策持续推出。在国家重视程度提高、政策规范行业发展的大背景下，职业教育培训需求和供给有望迎来新增长。

表 1：2022 年以来职业教育政策梳理

2022 年 4 月	国务院发布新修订的《中华人民共和国职业教育法》，明确了职业教育的重要性，呼吁建立职业教育培训体系
2022 年 5 月	新修订的《中华人民共和国职业教育法》施行
2022 年 8 月	教育部发布《中国职业教育发展白皮书》，向世界介绍中国职业教育发展经验
2022 年 10 月	党的二十大报告指出，“统筹职业教育、高等教育、继续教育协同创新，推进职普融通、产教融合、科教融汇，优化职业教育类型定位”，再次明确了职业教育的发展方向。
2022 年 12 月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，指出以服务人的全面发展、服务经济社会高质量发展为基点，统筹职业教育、高等教育、继续教育协同创新，推进职普融通、产教融合、科教融汇，革新职业教育理念，破解长期制约职业教育发展瓶颈，不断优化职业教育类型定位，撬动教育综合改革，对统筹推进科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略意义重大、影响深远。
2023 年 7 月	教育部官网发布《教育部办公厅关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知》，加快构建央地互动、区域联动、政行企校协同的职业教育高质量发展新机制，有序有效推进现代职业教育体系建设改革。

资料来源：教育部、新华社、中国政府网，德邦研究所

## 2. 竞争格局：线上+线下三足鼎立

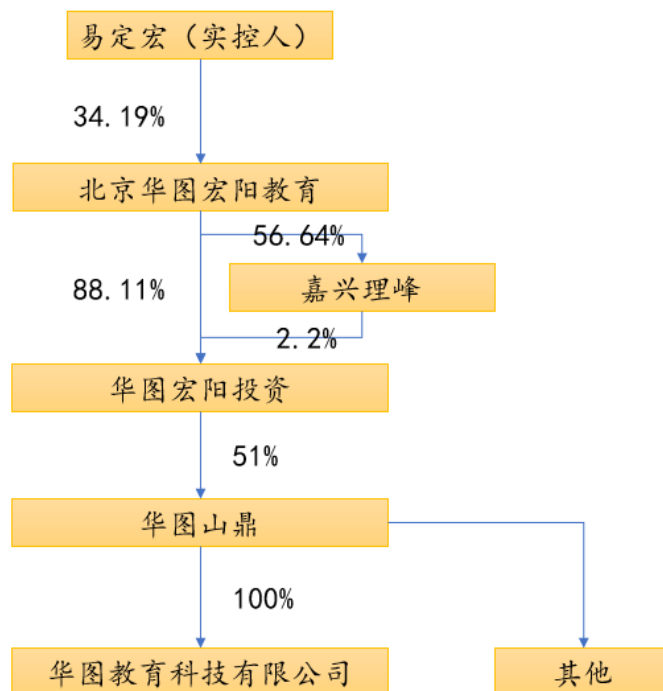
招录赛道竞争格局分散，行业龙头呈“三足鼎立”之势：从 23 年前三季度的收入规模看，招录赛道呈现“三足鼎立”之势，中公收入 26.7 亿元，华图收入 21 亿元，粉笔 23H1 实现收入 16.8 亿元，位居行业领先地位。但相比上文粉笔招股书中预计的 23 年招录考试培训市场规模约 387 亿元，行业整体集中度仍然较低。

### 2.1. 华图山鼎：承接华图教育优质品牌，拓展招录培训

#### 2.1.1. 股权结构：华图山鼎为华图宏阳教育控股上市平台

华图教育控制华图山鼎 51% 股权。2019 年 9 月，华图宏阳教育控股子公司华图投资以现金对价 7.50 亿元受让上市公司山鼎设计实控人车璐、袁歆 30% 股权，同时袁歆、天津原动力放弃上市公司 13.23% 股份的表决权。2019 年 11 月，上市公司股权过户登记手续办理完毕，控股股东变更为华图投资，实际控制人变更为易定宏、伍景玉；并于 2020 年 5 月变更简称为“华图山鼎”。2021 年 10 月，公司控股股东华图投资要约收购完成，持有上市公司 50.80% 股权（占扣除已回购股份后总股本的比例为 51.00%）。

图 10：华图山鼎股权结构（截止 23Q3）



资料来源：华图山鼎公告、德邦研究所

#### 2.1.2. 品牌承接：业务交接进展顺利，华图教育科技布局考培

开展非学历类培训业务，股东提供全方位资源支持。2023 年 9 月公司成立

全资子公司华图教育科技有限公司，拟通过全资子公司华图教育科技有限公司开展职业教育中的非学历类培训业务。

表 2：华图山鼎开展职业教育业务背景及进展一览

时间	事件
2019/9/3	上市公司山鼎设计实际控制人车璐、袁歆拟将其持有的上市公司共计 2496 万股股份（30.00%股权）转让给华图投资，转让完成后，华图投资将取得上市公司 30.00%的股权，同时袁歆、天津原动力放弃上市公司 6.2%/7.03%股份的表决权。
2019/11/26	2019.11.22 完成过户登记手续，公司控股股东变更为华图投资，实际控制人变更为易定宏、伍景玉。
2020/5/12	公司拟变更简称为“华图山鼎”。
2021/8/16	公司控股股东华图投资向除自身以外的华图山鼎全体股东发出的部分要约收购，要约收购股份数量为 2921.61 万股，占华图山鼎总股本的比例为 20.71%（占扣除已回购股份后总股本的比例为 20.80%），要约收购价格为 48.32 元/股。
2021/10/27	华图投资要约收购完成，持有上市公司 50.80%股权（占扣除已回购股份后总股本的比例为 51.00%）。
2023/7/30	经华图教育董事会审议通过，建议上市公司选取职业教育领域的优质发展方向拓展新业务，并拟为此提供全方位资源支持，就此事项本公司第四届董事会第九次会议已审议通过《关于拟拓展新业务的议案》
2023/9/28	公司成立全资子公司华图教育科技有限公司。
2023/10/10	华图教育科技有限公司与华图宏阳签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图宏阳将“华图教育”商标无偿授权给华图教育科技有限公司使用；同时将授权课件与著作权无偿授权给华图教育科技有限公司使用，授权期限为十年，到期后自动续期十年，并以此类推。华图宏阳终止相关业务后，双方同意，华图宏阳应将授权商标和授权课件与著作权无偿转让给华图教育科技有限公司。
2023/10/23	公司拟通过全资子公司华图教育科技有限公司开展职业教育中的非学历类培训业务，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。

资料来源：华图山鼎《要约收购报告书》、企查查，德邦研究所

**授权资产包括商标、课件及其著作权等无形资产。**2023 年 10 月，华图教育许可将相关无形资产无偿授权给华图山鼎全资子公司华图教育科技有限公司使用，包括注册商标、课件及其著作权等，其中商标的授权期限为其有效期，课件及其著作权授权期限为十年，到期后自动续期十年。

**分批次设立分公司，替代华图教育同区域内业务。**全资子公司华图教育科技有限公司将在全国分批次设立分公司，并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，待分公司开展招生工作，华图教育将停止在该分公司业务区域内同类业务的招生工作。

表 3：分公司计划设立情况

批次	省份
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

资料来源：《华图山鼎关于深圳证券交易所关注函回复的公告》、德邦研究所

### 2.1.3. 子公司拟签署房屋租赁公告，非学历培训业务推进顺畅

**2024 年 1 月 31 日**，华图山鼎发布关于全资子公司与北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司签订《关于存量课程委托交付等相关事宜的协议》暨关联交易的公告。公告称，公司自 2023 年 11 月起通过全资子公司华图教育科技有限公司正式开展职业教育中的非学历类培训业务，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。

同时为避免同业竞争，保障上市公司及全体股东利益，协议中规定，对于华图教育科技已实际开展业务的成人非学历培训相关领域，华图宏阳将不再从事该等领域内业务；对于华图宏阳在该等业务领域既有的尚未交付完毕的学员课程，由华图宏阳委托华图教育科技完成交付。

**2024年3月6日**，华图山鼎发布《关于全资子公司的分公司拟签署房屋租赁合同的公告》。公告称因经营业务需要，公司全资子公司的分公司华图教育科技有限公司长春分公司拟与长春万科商业管理有限公司签署《房屋租赁合同》，承租位于吉林省长春市九台南路与铁北二路交汇时代都会 B1 号楼第 3 层至 27 层，建筑总面积为 25,610.83 平米，租赁期为 10 年，租赁总金额约为 11,252.72 万元。本次租赁合同的签署显示上市公司非学历职教培训工作推进顺畅。

根据华图山鼎《2023 年度业绩预告》，截至 2023 年 12 月 31 日，公司已在全国范围内设立 **300 余家分公司**并均已开展培训业务，共计培训学员超过 **5 万人次**，公司合同负债余额超过 **20,000 万元**。2023 年 11-12 月公司非学历培训业务出现亏损，主要原因如下：

- 1) 公司从 2023 年 11 月起开始陆续开展非学历培训业务并招收学员，由于招录考试的时间分布具有一定的季节性，通常来看，11 月、12 月既不是各项招录公告发布的高峰期，也不是全年招收新学员的旺季；
- 2) 主营业务收入里，普通班学费和协议班杂费按照授课阶段确认收入，协议班预收学费是按照约定条件达成之后确认收入，但是交付成本是按实际发生确认，成本确认时点一般早于收入确认时点。另外，招录考试的培训课程周期较长，目前公司部分订单课程交付尚未完成或未达到收入确认条件，该部分订单对应的预收款将在年末合同负债余额中体现。
- 3) 从业务开办和持续发展角度，自华图教育科技有限公司开展业务开始，已经完整的建设了人员队伍、师资队伍以及培训交付场地等所有业务开展必须资源。培训业务中场地成本、人员成本、教师成本、管理费用、房租物业及折旧摊销费用等支出具有较强的刚性，公司前期开展业务亦存在必要的市场推广费等支出，因此出现短期内收入无法覆盖成本和费用的情况，造成 2023 年业绩亏损。

#### 2.1.4. 发展历程：华图教育为非学历职教龙头，深耕职教 20 余年

**20 余年发展**，华图宏阳教育涉足各类人才招录考试培训业务。公司前身华图有限成立于 2003 年，此后陆续进入国家公务员考试、事业单位员工考试培训、金融领域考试辅导等领域。

表 4：华图大事件

	重大事件
2001-2011：初创阶段，布局公职类考培业务	2003.2 公司前身华图有限成立于北京 2004.5 开始提供国家公务员考试培训业务 2008.12 培训中心覆盖中国 15 个省及直辖市
2011-2019：股份制改革，业务快速发展。	2011.10 完成股份制改革

	2012.9 拓展事业单位员工招录培训
	2013.11 拓宽金融领域考试辅导
	2014.7-12 在新三板挂牌，推出题库与华图在线平台
	2018.2 新三板股份停止挂牌
2019-至今：战略收购华图山鼎，于上市公司体内开展教育业务。	2019 华图投资收购山鼎设计 30%的股权，成为控股股东
	2021 华图投资要约收购华图山鼎 20.71%股权
	2023 上市公司成立全资子公司华图教育科技，开展非学历职教

资料来源：华图教育招股书，华图山鼎《要约收购报告书》，德邦研究所

### 2.1.5. 华图教育提供丰富的招录考试备考课程

华图宏阳教育提供全面的招录考试备考课程以及其他相关服务。公司主要产品包括公务员招录培训课程、事业单位招聘培训课程、教师招录培训课程等等。

表 5：华图宏阳教育面授培训产品类型

产品名称	产品介绍
公务员招录培训	针对中央机关及其直属机构或各省市地方的各级机关招录公务员要求，提供专业的考试备考服务，通过全方位备考课程帮助学生学习和巩固所需的知识和技能，准备招聘考试及面试。课程包括笔试和面试课程
事业单位招聘培训	针对各事业单位招聘人员的要求，提供全面的专业辅导，提升学员的多方面能力和综合素质。课程包括笔试和面试课程
教师招录培训	针对幼儿园、小学、初中及高中的教师资格报考的要求，提供全面且专业的服务，全方位的帮助学生学习和巩固所需的知识和技能，提高学员综合素质。课程包括笔试和面试课程
其他	针对军队转业干部招录、银行系统招录、医疗卫生系统招录，以及司法考试等多行业职业考试提供专业服务，提升学员多方面能力和综合素质。

资料来源：华图教育招股书、德邦研究所

培训方式分为线上、线下（即面授），其中面授为主要授课方式。

表 6：华图宏阳教育分培训方式

培训方式	内容
面授培训	面授培训是公司主要的授课方式，包括正式课程和讲座课程。省会城市培训中心，每个地点有 5-20 个教室，每间教室容纳最多 100 个学生，非省会城市的培训中心有 1-5 个教室，每间教室容纳最多 80 个学生。正式课程通常持续 7 至 57 天，每周上课 1-6 日，每日 4-12 节课，每节课 45min；讲座课程是密集浓缩型的笔试备考课程，通常持续数小时至数日。
线上培训	公司提供在线培训服务，通过网上直播和视讯录像授课，学生可以在公司网站或者移动应用上观看直播课程或者预录制的课程

资料来源：华图教育招股书、德邦研究所

授课阶段分为笔试、面试。笔试课程主要由三个部分组成：理论学习、练习及模拟考试以及考试冲刺，面试课程分为理论学习和面试练习。

表 7：华图宏阳教育分课程阶段

课程阶段	内容
笔试课程	笔试课程主要由三个部分组成：理论学习、练习及模拟考试以及考试冲刺。课程通常持续 6 到 20 天，招生人数为 8 人到 25 人。
面试课程	面试课程分为理论学习和面试练习。课程通常持续 4 到 12 天，招生人数为 8 人到 20 人。

资料来源：华图教育招股书、德邦研究所

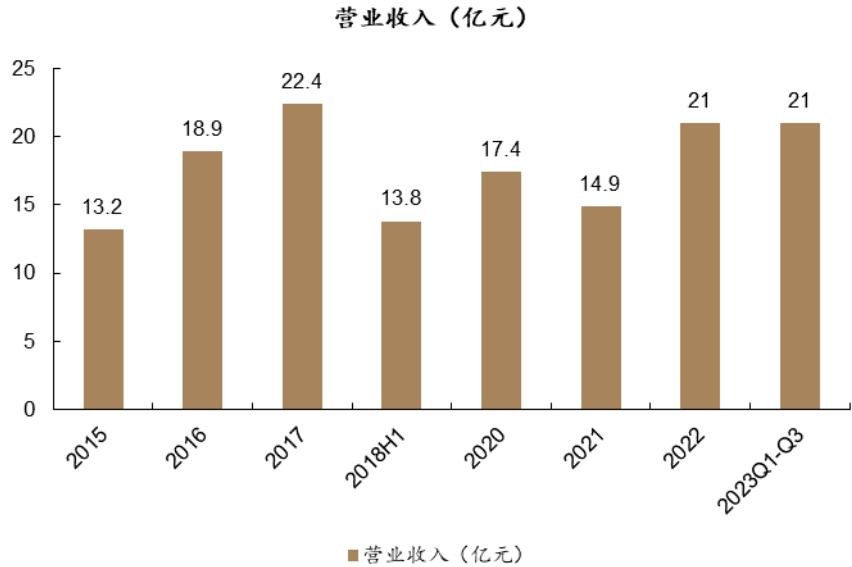
### 2.1.6. 营收情况：2023 年前三季度收入 21 亿，达到 22 全年水平

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 30.27%。20~21 年在新冠疫情及行业竞争格局恶化的双重压力下，收入下滑。22 年实现收入 21 亿元，接近 17 年水平，23 年前三季度收入 21 亿元、达到 22



年全年水平，随着招录赛道尤其是考公赛道景气度攀升，华图教育营收有望进一步修复。

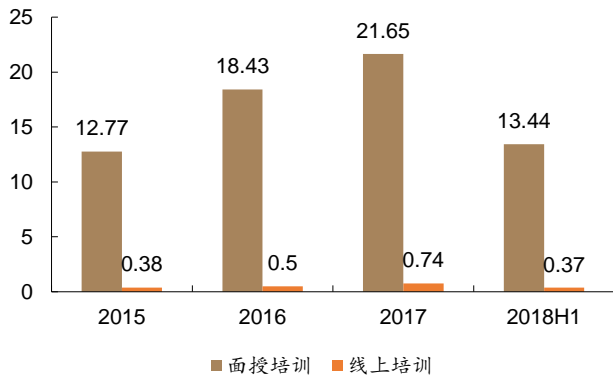
图 11：华图教育营收（亿元）



资料来源：华图教育招股书、华图山鼎公告、德邦研究所

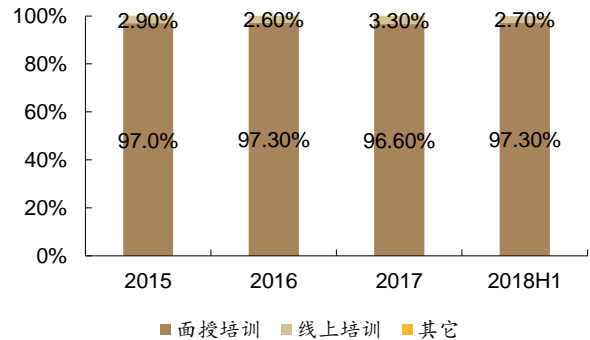
主营业务以面授培训为主，2018年前占比超96%。营收拆分来看，面授培训为华图教育营收占比主要部分，2015/2016/2017/2018H1分别为12.77/18.43/21.65/13.44亿元，收入占比均超96%。

图 12：华图教育收入拆分（亿元）



资料来源：华图教育招股书、德邦研究所

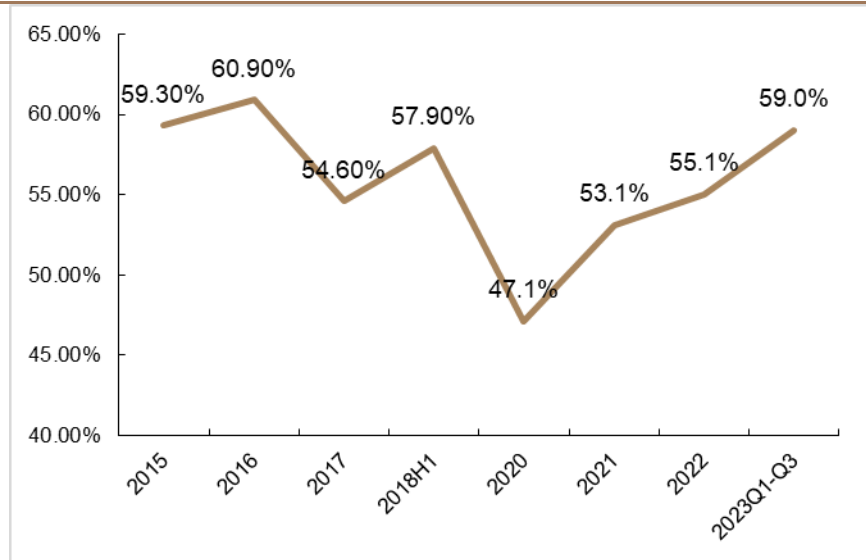
图 13：华图教育各项收入占比（%）



资料来源：华图教育招股书、德邦研究所

20年后公司毛利率呈现回升趋势。15~16年华图教育毛利率在60%左右，20年毛利率降至47.1%，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59.0%，已接近15~16年水平。

图 14: 华图教育毛利率 (%)

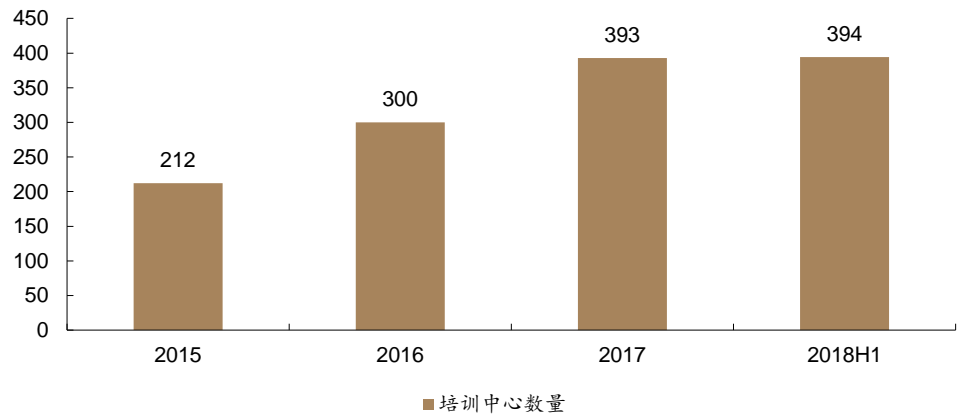


资料来源：华图教育招股书、华图山鼎公告，德邦研究所

### 2.1.7. 渠道布局：培训中心&培训人次&注册用户数稳步增长

**培训中心数量全国扩展。**2015-2018H1，培训中心数量从 212 家上升至 394 家。2023 年在全国县市设有 1100 多家学习中心。

图 15: 培训中心个数 (个)



资料来源：华图教育招股书、德邦研究所

**培训人次稳步增长。**培训人次稳步上升，参与面试培训学生总人次从 2015 年 34 万人上升至 2017 年 54.5 万人，截止 2018 年 H1 培训人次为 30.3 万人，其中公务员招录培训占比最高。

表 8: 面授培训主要课程产品招生人次 (千人)

	2015	2016	2017	2018H1
公务员招录培训				
-正式课程	148	182	191	141
-讲座课程	66	97	79	18
事业单位招录培训				
-正式课程	41	72	71	40
-讲座课程	17	30	32	13
教师招录培训				
-正式课程	30	67	95	54



-讲座课程	20	52	47	22
其他	18	22	30	15
合计	340	522	545	303

资料来源：华图教育招股书、德邦研究所

2015年注册用户/付费用户为95.8/8.2万人，截止2018H1注册用户/付费用户已突破210/26万，付费用户渗透率（付费用户/注册用户）从2015年8.56%提升至2018年H1的12.26%。

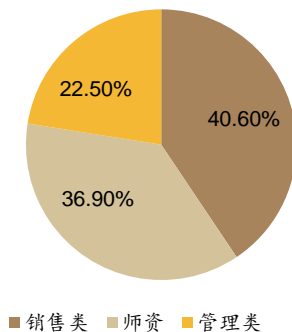
表9：注册用户&付费用户人次（千）

	2015	2016	2017	2018H1
注册用户	958	1851	2603	2178
付费用户	82	674	751	267

资料来源：华图教育招股书，德邦研究所

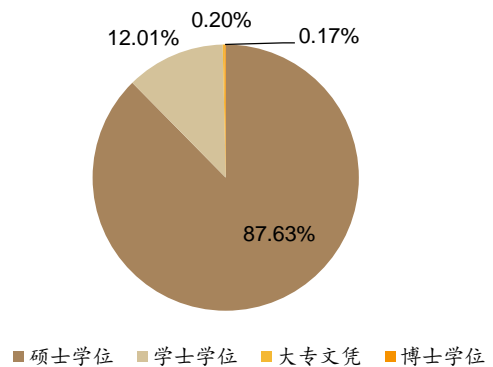
**讲师资源优质，保证授课质量。**华图宏阳教育新员工招聘一般面向211/985工程院校具有硕士及以上学历的毕业生。截至2018.6.30，公司师资人员达2990人，师资中硕士学位及以上占比87.79%。公司讲师及教职员工忠诚度较高，2017/2018H1留任率分别为80.0%/89.1%。截至2018H1，公司已在北京、兰州、长春、杭州、长沙及广州建立六家师资培训与管理中心，并根据需要将讲师从该等师资培训与管理中心分配到附近的培训中心。

图16：华图宏阳教育员工构成（截至2018/6/30）



资料来源：华图教育招股书，德邦研究所

图17：华图宏阳教育师资学历构成（截至2018/6/30）



资料来源：华图教育招股书，德邦研究所

## 2.2. 中公教育：非学历职业教育龙头，教研与渠道构筑护城河

### 渠道、教研优势稳固，经历困境把握下游快速扩张

**深耕公考培训超二十载，不断开拓新赛道、新网点。**中公教育前身新兴伟业在2001年便进入公考培训领域，成为首批公考培训机构。2005年公司推行大规模代理机制，开启全国化扩张。2009年公司将地方分支机构全面收归直营，开始了规范化发展阶段。2014年公司继续开拓新业务，布局考研与IT培训业务。2018年公司借壳亚夏汽车登录A股。

表10：上市以前中公发展历程复盘

阶段	发展
----	----

1999-2004 年：发展初期	1999 年毕业于北京大学政府管理学院的李永新创立中公教育前身新兴伟业，于 2001 年进入公务员考试培训领域，成为首批公务员考试培训机构，并启动了北大 MPA 考前培训项目；2002 年创办首个公务员考试门户网站“中公网”并推出了公务员考试辅导课程；2004 年与人民日报出版社达成战略合作，出版公务员考试系列丛书，专业化程度大幅提升。
2005-2008：全国化扩张	2005 年推行大规模代理机制，在十几个城市与 30 余家地方性代理机构合作，自此进入了全国化发展阶段；2007 年首次推出“面试特训课程”培训模式，“面授、图书、在线教育”三位一体推动公司高速发展。
2009-2013：规范化运营	2009 年为了标准化管理地方分支机构全面收归直营，开始了规范化发展阶段；2010 年中公教育山东公务员考试培训旗舰店学习中心揭牌，软硬件服务设施全面升级；2011 年开始推行公职培训基地模式，打造“吃住学一体化”方案；2012 年在所有分支机构推行标准化、规范化运营，提升学员体验。
2014-2019：多元化发展	2014 年率先整合市场资源，广泛涉足金融财会、IT 培训等领域，打造综合性职业教育企业；2015 年正式转型职业教育领域，2018 年与亚夏汽车并购重组，签订 2018/2019/2020 年分别实现扣非归母净利润 9.3/13/16.5 亿元的业绩承诺。

资料来源：中公教育官网、公告、德邦研究所

**19 年借壳上市后快速发展，21 年多重问题导致经营严重承压，22 年转变发展思路再起航。**2019 年公司上市后，公司凭借在教研、渠道上的优势，快速占领市场，行业龙头地位逐步稳固。2021 年受疫情冲击，教培行业出现考试周期性波动、需求收缩、学员参培意愿减弱等现象，公司经营承压。一方面，2021 年公司在黑龙江、江苏等 20 余个省份的直营网点和学习中心阶段性关停，无法正常开展业务；另一方面，由于公司经营计划调整不及时，导致退费猛增而成本居高不下。2021 年营业收入由上年的 112 亿元大幅下降至 69 亿元，同比减少 38%；同时，业绩表现不佳，面临剧烈亏损，归母净利润为-24 亿元，同比降低 203%。2022 年后公司通过结构化的产品调整与内部降本增效，实现业绩大幅减亏，并于 22Q3 实现利润转正，此后基本面逐渐得到改善。

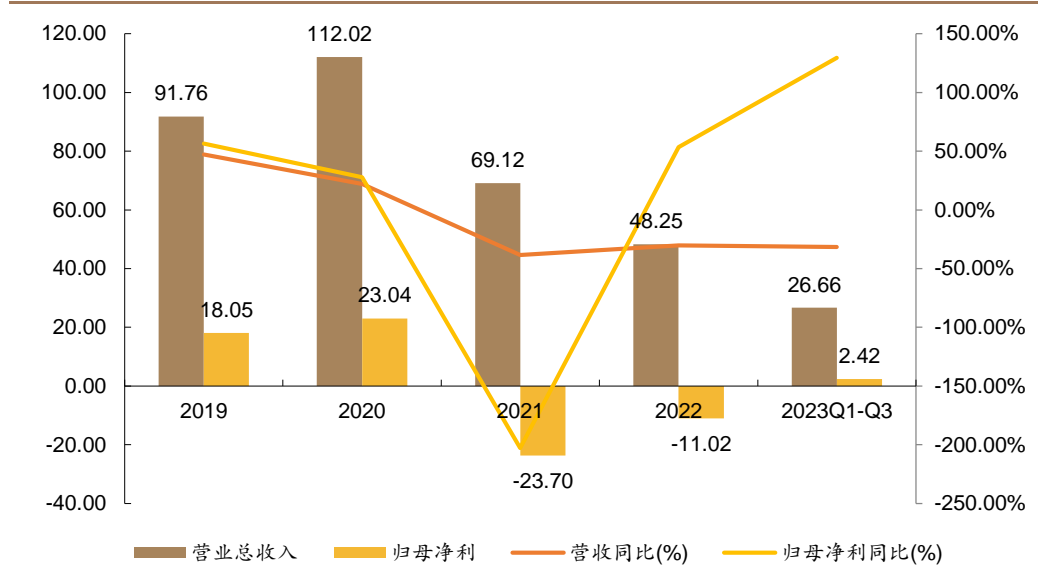
表 11：上市以来中公教育发展阶段复盘

	2019 年初借壳上市
1) 2019 年上市初至 2021 年前：教研、渠道优势持续领先，快速占领市场，行业龙头地位逐步稳固	2019H1 业绩同增 130%+ 2003 提前完成上市时三年累计业绩承诺，2018-2020 年实际分别实现扣非归母净利润 11.13/17/18.67 亿元，超额完成业绩对赌。 2020 年 11 月定增筹集资金，拟修建怀柔基地（预计募资总额不超过 60 亿，其中 42 亿元用于怀柔学习基地建设项目） 2021 年 9 月民促法实施条例，强调民办教育公益性原则，民办教育监管趋严。  公司管理团队对市场形势的判断过于乐观，经营计划调整不及时，导致退费猛增而成本居高不下，公司 2021 年全年退费率相比 2020 年大幅增长
2) 2021 年：“高退费”导致现金流承压，疫情政策转变影响进一步发展	2021 年，教培市场出现较大波动。行业层面，受疫情冲击和经济影响，人才招聘培训行业出现考试周期性波动、需求收缩、学员参培意愿减弱等现象，行业呈现整体收缩迹象，对企业经营稳健性构成了考验；公司层面，由于多点散发和局部地区聚集性疫情影响，2021 年公司在黑龙江、江苏、陕西、吉林、河南等 20 余个省份的直营网点和学习中心阶段性关停，无法正常开展业务
3) 2022 年-至今：基本面逐渐改善	公司积极通过内部优化降本增效、结构性产品调整等一系列年度经营提振计划，让年度业绩相比往年大幅减亏。公司启动了“复苏整固行动”，从组织架构、员工激励、产品创新、营销方式等方面持续修复经营管理上存在的问题，让公司业绩逐步恢复及稳固。  22Q2 公司亏损环比缩窄 22Q3 单季利润转正 23 全年，公司归母净利润预计亏损 1.75 亿-2.25 亿元，较 22 年亏损 11 亿元大幅收窄。

资料来源：中公教育公告、德邦研究所

**积极调整经营策略，23 年亏损大幅收窄。2022Q2 亏损收窄、2022Q3 利润回正，2022Q3/Q4 公司营收同比增加 15%/52%，归母净利润同比增加 109%/81%。2023 年以来，公司降本增效、产品结构调整等举措效果初现，2023Q1-3 公司归母净利润 2.42 亿元，同比增长 129%。根据公司业绩预告，23 全年，公司归母净利预计亏损 1.75 亿-2.25 亿元，较 22 年亏损 11 亿元大幅收窄。**

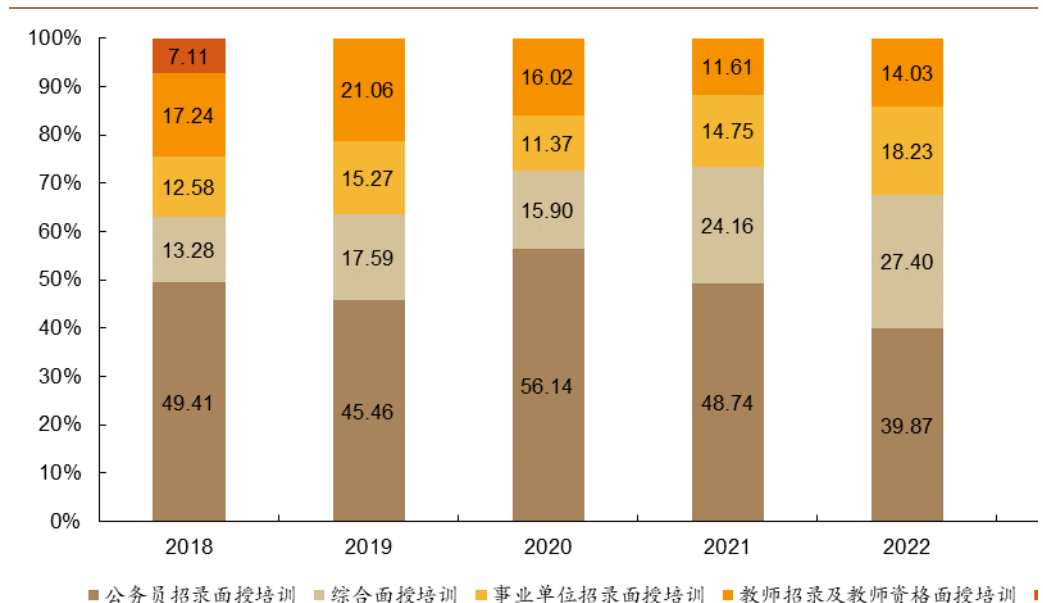
图 18：中公教育营收表现（亿元）



资料来源：公司公告、WIND、德邦研究所

**课程品类丰富，国考贡献核心收入，布局新兴赛道拟打造新增长极。**公司核心业务为公务员、事业单位、教师招录考试培训以及综合培训，近年来公司积极进入财会、考研、IT 等多个职业的培训领域。分业务看，公务员序列占比由 2018 年的 49% 下降至 2023H1 的 36%，主要系教师、综合等其他多元业务快速增长。

图 19：中公营收拆分（单位：%）



资料来源：WIND、德邦研究所

**22年后公司运营效率持续提升。**公司持续推进2022年以来一直开展的经营提振计划，积极调整市场战略，从规模向效益转变，聚焦以利润实收为主，进一步优化产品结构，提升公司的盈利能力；同时，强化精细化管理，重塑组织架构，继续加强成本管控，优化公司运营效率。

此外根据公司发布的《2024年2月2日投资者关系活动记录表》，2023年度业绩预亏，其影响因素包括：（1）2024年省考笔试时间较2023年有所推迟，从去年的2月25号推迟到3月16号，所以去年四季度原本要开展的部分招生和教学活动顺延，但招生及教学部分成本发生在23年度。另外，招录考试的培训课程周期较长，公司部分课程订单在四季度交付尚未完成，未达到收入确认条件，对应的预收款将在年末合同负债余额中体现。（2）公司计提资产减值损失、递延所得税资产转回等一次性影响因素是造成2023年度业绩亏损的主要原因。

**拟发布股权激励，彰显未来发展信心。**2024年1月31日，公司发布2024年第一期限制性股票激励计划（草案）。公司计划授予限制性股票数量4,000万股，约占公司股本的0.65%，限制性股票的授予价格为1.98元/股。计划授予的激励对象总人数为260人，为公司核心骨干人员。激励计划设置的业绩考核要求为：

考核2024-2025年两个年度收入，①2024年：触发值为32亿元，目标值为40亿元；②2025年触发值为36.8亿元，目标值为46亿元。注：若实际收入<触发值，则公司层面解除限售比例为0%；若触发值≤实际收入<目标值，解除限售比例80%；若实际收入≥目标值，则解除限售比例的100%。

股权激励摊销费用：2024-2026年分别为3487.5/2325/387.5万元，合计6200万元。

### 2.3. 粉笔：线上招录类考试培训起家，内容+师资+技术构筑品牌壁垒

粉笔是国内领先职业教育培训服务提供商。粉笔主要提供公考培训、事业单位培训以及如教师、会计、建筑及法律等专业和行业的招录和资格考试培训课程，主要业务可以分为线上培训业务、线下培训业务以及图书销售业务。2022 年粉笔收入为 28.3 亿元/-17.7%，23H1 收入达 17.0 亿元/+15.4%。

市占高用户群庞大，在潜在用户群中具有良好的声誉。2021 年，粉笔以 4.3% 的市场份额在中国职业考试培训行业份额排名第二。截至 2023 年 6 月 30 日，粉笔线上平台已经累计约 5620 万名注册用户，平均月活跃用户 920 万人。

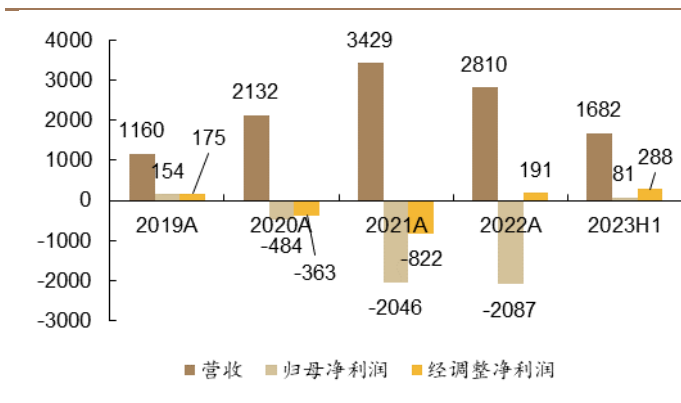
表 12: 粉笔发展历程

2013 年	12 月，推出中国招录类考试培训首个 APP【粉笔】
2014 年	9 月，推出国内首创在线公职人员考试培训课程；12 月，推出 RTC 互动直播系统
2015 年	3 月，推出行业内首个大型在模拟考试产品；6 月，推出行业内首个综合在线题库
2018 年	12 月，推出运用人工智能技术的【挑战练习】产品
2020 年	5 月，大范围启动线下课程服务，实现 OMO 协同效益；6 月，推出了个性化培训服务的在线精品班；12 月，年度付费注册用户首次超过 9.6 百万
2022 年	2 月，粉笔在港交所递交聆讯资料
2022 年	截至 6 月底，营运中心线下网络涵盖中国 31 个省、自治区及直辖市的 220 多个城市
2023 年	1 月登陆港交所，6 月纳入港股通标的

资料来源：公司公告、官网、德邦研究所

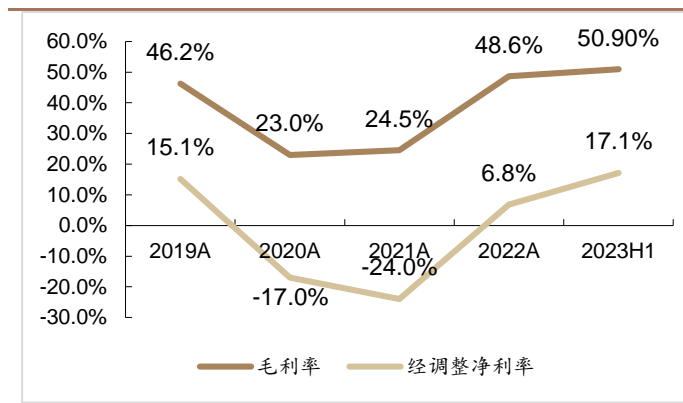
23 年收入、净利润同步回升。2020-2021 年公司营收分别为 21.3 亿/+84%、34.3 亿元/+61%，主要得益于公司线下业务扩张。受疫情与线下业务过快扩张后收缩影响，2022 年粉笔营收 28.1 亿元/同比-18%，23H1 收入 16.8 亿元/+15.9%。公司发展前期师资、学习中心等建设成本高，20、21 年经调整净利润分别为-3.6 亿元、-8.2 亿元。通过业务收缩带来的成本优化，公司 22 年/23H1 经调整利润率大幅回升至 6.8%、17.1%。

图 20: 粉笔营收以及净利润（百万）



资料来源：粉笔招股书、粉笔公告，德邦研究所

图 21: 粉笔毛利率、净利率



资料来源：粉笔招股书、粉笔公告，德邦研究所

分业务看，23H1 线上培训、线下培训、图书销售收入占比分别为 43.42%/41.17%/15.42%，毛利率分别为 61%/46%/34%。截至 23H1，公司教师数量 3536 人，拥有营运中心 186 间，平均月活 920 万人/+22.7%。



图 22: 粉笔业务拆分

付费用户数量 (个)	2019A	2020A	2021A	22H1	
<b>在线学习产品</b>					
会员礼包(百万)	0.8	1.5	1.5	1.1	
新手训练营 (百万)	0.2	0.5	0.5	0.3	
<b>在线培训</b>					
正价课 (百万)	1.3	1.5	2.2	1.1	
系统班	708000	841000	1386000	615000	
精品班		21000	111000	104000	
专项	605000	612000	702000	412000	
推广课 (百万)	3.7	5.4	4.7	1.3	
<b>线下培训</b>					
正价课	48000	293000	398000	110000	
推广课	23000	416000	438000	96000	
<b>ARPU (元)</b>					
<b>在线学习产品</b>					
会员礼包	50	52	46	41	
新手训练营	124	154	146	131	
<b>在线培训</b>					
正价课	438	543	543	547	
系统班	613	636	473	500	
精品班		2364	3005	2019	
专项	233	354	293	245	
推广课	6	5	12	8	
<b>线下培训</b>					
正价课	7377	3005	4010	4729	
推广课	13	12	48	47	
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
月活跃用户数 (百万)	2.9	4.7	6.5	7.9	9.2
yoy		62%	38%	22%	23%
营运中心	31	214	363	198	186
yoy		590%	70%	-45%	-33%

资料来源: 粉笔招股书、德邦研究所

### 3. 投资建议

招录赛道高景气度, 国考考公人数创新高。公职招录赛道伴随供给端及需求端双升, 整体赛道呈现报名人数、参培率提升的高景气度。此外, 行业格局分散, 龙头有望凭借品牌、师资、管理、渠道等优势持续提升市场份额。短期看伴随疫后需求复苏、网点扩张, 相关公司业绩有望稳步增长。建议积极关注华图山鼎 (300492.SZ)、中公教育 (002607.SZ)、粉笔 (2469.HK)。

### 4. 风险提示

公务员/事业单位岗位吸引力降低

政策趋严

竞争加剧

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、麒麟麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。