

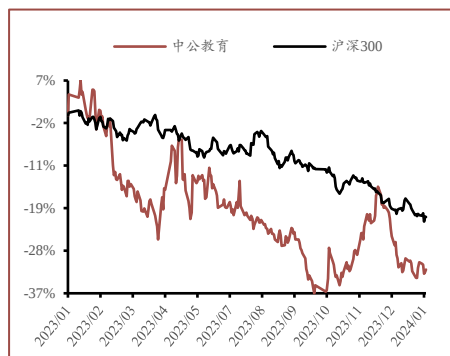
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2024-01-19

收盘价(元)	3.94
流通股本(亿股)	48.67
每股净资产(元)	0.17
总股本(亿股)	61.67

最近 12 月市场表现



核心观点

- ❖ **中公教育：国内全品类职业教育培训龙头。**公司前身成立于 1999 年，2019 年 1 月自深交所重组上市。公司以国内数亿知识型人群为服务对象，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等 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合就业培训服务。截至 2023 年 6 月末，公司已有 1035 家直营网点覆盖全国 319 个地级市，形成了垂直一体化快速响应能力驱动的企业平台，成为国内全品类职业教育培训的龙头机构。
- ❖ **招录考培市场需求旺盛，2021 年市场规模超 300 亿元：**据 Frost&Sullivan，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%。2024 年国考招录/报名人数次新高，培训需求旺盛。2024 年国考招录人数为 3.96 万人，同比+7%；实际参考人数达 225.2 万人，同比+48%；参加考试人数与录用计划数之比约为 57:1。
- ❖ **退费问题顺利推进，现金流回正：**“退费”问题出现后，公司主动调整产品结构保证实收，并压缩网点精简人员。公司直营分支机构数量、员工人数从 2021 年 6 月末的 1859 家/4.53 万人压缩至 2023 年 6 月末的 1035 家/1.30 万人，期间费用从 2020Q3 的 4.7 亿元/月收缩至 2023Q3 的 1.3 亿元/月，现金支付压力有所缓解。2023 年 9 月 6 日，中公教育与湖南省财信信托（湖南财信现为公司第三大股东）签订了《信托贷款合同》，公司向财信信托借款不超过 18 亿元，用于补充公司流动资金，尽快解决存量退费问题。待“退费”问题深度解决后，公司培训人次及经营业绩有望进一步恢复。
- ❖ **投资建议：**中公教育（002607.SZ）作为国内全品类职业教育培训龙头，重视渠道建设和研发投入，构筑品牌壁垒。前两年业绩受退费问题拖累，公司通过多个股东方借款有序推进退费，重新树立品牌形象。公职类考试培训需求高增，国考等报名人数持续提升，公司作为行业龙头有望受益。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.93/8.25/13.09 亿元，对应 PE 估值分别为 61.8x/29.5x/18.6x。首次覆盖给予“增持”评级。

- ❖ **风险提示：**行业竞争加剧、退费进展不及预期、监管政策变化。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6912	4825	3657	5064	6518
收入增长率(%)	-38.30	-30.19	-24.21	38.50	28.70
归母净利润(百万元)	-2370	-1102	393	825	1309
净利润增长率(%)	-202.83	53.49	135.69	109.65	58.79
EPS(元/股)	-0.38	-0.18	0.06	0.13	0.21
PE	—	—	61.78	29.47	18.56
ROE(%)	-125.45	-141.30	33.52	41.27	39.59
PB	25.66	36.61	20.71	12.16	7.35

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	中公教育：国内全品类职业教育培训龙头	5
1.1	基本概况：国内领先的公共就业与再就业服务提供商	5
1.2	业务：聚焦公共岗位，提供招录培训/学历提升/资格培训服务	6
1.3	股权：实控人控制公司 16.68%股权	8
1.4	业绩：2023 经营情况改善，业绩向好	9
2	行业：招录考培市场需求旺盛，规模超 300 亿元	11
2.1	国家支持职教培训市场发展	11
2.2	2021 年招录考培市场规模超 300 亿元	13
2.3	公职/教师/事业单位为重要就业去向，招录考试培训需求旺盛	15
2.3.1	公考报考人次新高，竞争加剧利好龙头	15
2.3.2	事业单位招聘规模大	17
2.3.3	招录考试：内容相对固定，考培需求旺盛	18
3	中公：渠道&研发构筑壁垒，退费问题顺利推进	19
3.1	渠道：下沉并深入高校，直面核心客群	19
3.2	研发：千余人专职研发团队，课程体系更新周期短	21
3.3	授课：教学与服务并重，提升学员通过率	23
3.4	退费进展顺利，现金流回正	25
4	盈利预测	26
4.1	收入预测	26
4.2	投资建议	27
5	风险提示	28

图表目录

图 1. 中公教育：公考起家，提供综合就业培训服务	6
图 2. 公司产品矩阵	7
图 3. 公司培训课程分类	7
图 4. 公司课程服务流程	7
图 5. 公司目前课程产品注重实收	8
图 6. 实际控制人合计控制公司 16.68%股权（截至 2023/9/30）	9

图 7. 公司营业收入及增速.....	9
图 8. 公司归母净利润及增速.....	9
图 9. 公司收入构成-分产品	10
图 10. 公司收入构成-线上/线下	10
图 11. 公司盈利能力	10
图 12. 公司期间费用率.....	10
图 13. 公司合同负债规模.....	11
图 14. 公司合同负债/营业收入.....	11
图 15. 中国职业教育培训体系	12
图 16. 非学历职业教育培训分类.....	12
图 17. 中国非学历职业教育培训行业市场规模（十亿元）	13
图 18. 中国职业考试培训行业市场规模（十亿元）	13
图 19. 中国招录类考试培训行业市场规模（十亿元）	14
图 20. 中国招录类考培行业的独立学员人次（百万人）	14
图 21. 招录考试培训渗透率持续提升.....	14
图 22. 招录类考培市场主要公司收入体量（亿元）	15
图 23. 招录类考培市场主要公司毛利率.....	15
图 24. 国考招录人数及增速.....	15
图 25. 国考招录职位数及增速.....	15
图 26. 省考招录人数及增速.....	16
图 27. 中国历年出生人数.....	16
图 28. 中国城镇化率.....	16
图 29. 普通高校毕业生人数.....	17
图 30. 16-24 岁失业率情况（%）	17
图 31. 国考过审人数及增速.....	17
图 32. 国考实际参考人数及增速.....	17
图 33. 全国公开招聘事业单位工作人员数量.....	18
图 34. 各级学校专任教师数量.....	18
图 35. 国考行测题型&题量	19
图 36. 国考申论题型&题量	19
图 37. 公司核心竞争力：垂直一体化快速响应能力	19
图 38. 公司渠道网点覆盖 31 省市 319 地市.....	20
图 39. 公司直营分支机构数量.....	21

图 40. 公司培训人次.....	21
图 41. 公司部分线下学习中心示例（成都）	21
图 42. 公司线下学习中心构成（四川省，截至 2023.11）	21
图 43. 公司研发投入.....	22
图 44. 公司研发人员数量.....	22
图 45. 公司课程研发体系.....	23
图 46. 公司授课师资人数.....	24
图 47. 公司线上培训体系.....	25
图 48. 公司面授/线上培训收入构成（百万元）	25
图 49. 公司月均营业成本.....	26
图 50. 公司月均期间费用.....	26
图 51. 公司销售商品现金流环比持续改善.....	26
图 52. 公司经营性净现金流 2023Q3 回正.....	26
 表 1. 公司业务体系——公务员/事业单位/教师为主力业务.....	6
表 2. 国家对职业教育行业支持政策（2021-2023）	12
表 3. 公司实控人持股变化（截至 2023/9/30）	25
表 4. 公司收入拆分.....	27
表 5. 可比公司选取依据.....	28
表 6. 可比公司盈利预测及估值（截至 2024 年 1 月 19 日）	28

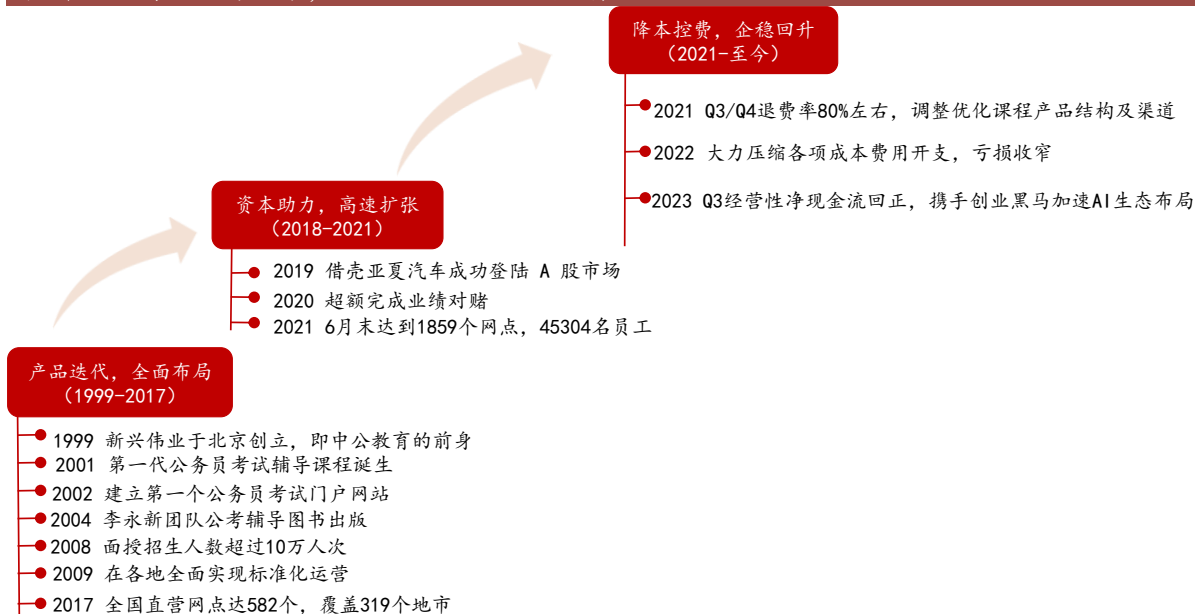
1 中公教育：国内全品类职业教育培训龙头

1.1 基本概况：国内领先的公共就业与再就业服务提供商

深耕职业教育培训，提供专业化就业服务。公司前身成立于1999年，2019年1月自深交所重组上市。公司以国内数亿知识型人群为服务对象，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等3大板块，提供超过100个品类的综合就业培训服务。截至2023年6月末，公司已有1035家直营网点覆盖全国319个地级市，形成了垂直一体化快速响应能力驱动的企业平台，成为国内全品类职业教育培训的龙头机构。

- **1999-2017年：产品迭代，全面布局。**1999年公司创始人李永新创办了中公教育的前身新兴伟业，进行了素质教育等多项目的尝试，2000年正式进入公务员考试培训领域并于2001年推出第一代公务员考试辅导课程。2002年公司建立第一个公务员考试门户网站，并于2004年推出具有实战意义的公考辅导图书。2005年，公司与30余家地方性培训机构建立合作关系，在同行业中率先完成全国市场布局。2009年，公司实施全国市场整合，在各地全面实现标准化运营。截至2017年末，公司全国分支机构达582个。
- **2018-2021年：资本助力，高速扩张。**2016-2020年公司业绩保持快速增长态势，公司营业收入从25.84亿增长至112.02亿元，纵使2020年疫情扰动停课，公司依旧超额完成2019年上市之初的业绩对赌。截至2021年上半年，公司设立1859个直营网点，拥有超过18000人的大规模教师团队，总员工人数超过45000人。同时公司大力推广线上线下融合产品，2021H1线上培训业务实现收入17.08亿元，同比+46.48%。
- **2021年-今：降本控费，企稳回升。**2021年下半年，多重因素导致中公在前期逆势扩张中陷入“内忧外患”，2021Q3/Q4退费率达80%左右。为应对困境，公司积极调整市场战略和产品结构，公司将全部资源聚焦于盈利能力的提升上，从规模向效益转变、从做大向做强转变，并取得明显成效。公司调整产品结构，高退费协议班型占比大幅降低，转型为以提升实收班课程占比的收款模式导致收款减少。公司销售商品现金流（实收/预收-退款）环比持续改善，同时加强费用控制减少运营支出下，经营性净现金流2023Q3回正。

图1.中公教育：公考起家，提供综合就业培训服务



数据来源：公司公告、内蒙古中公教育招聘公众号、证券时报公众号，财通证券研究所

1.2 业务：聚焦公共岗位，提供招录培训/学历提升/资格培训服务

多元化培训体系，专业化服务能力。中公教育专注为知识型就业人群提供个性化专业化的就业培训服务，主营业务横跨招录考试培训、学历提升及职业资格和职业能力培训等3大板块，提供超过100个品类的综合就业培训服务。其中，公务员、事业单位、教师三大序列为主力业务。

表1.公司业务体系——公务员/事业单位/教师为主力业务

序列名称	主要业务	主要课程
公务员序列	国家公务员、选调生、公选遴选、乡镇公务员等	国考省考深度系统班；国考省真题解析；国考省考考前冲刺班；公职类考试时政班
事业单位序列	事业单位、医疗卫生招聘、国企、电力电网等	深度系统班；考点锦囊；历年试题汇编；面试百宝箱；月半时政；考编路径规划
教师序列	教师考试、教师资格、教师招聘、特岗教师等	教师资格笔试课程；面试培训课程；普通话专项班；面试优学协议班
综合序列	基层岗位招录、考研、IT培训、军人警察类等	选调生网校课程；考研网校；IT职业技能认证课程；IT在线就业班；军考辅导课程
其他序列	社区工作考试、公益性岗位、出国留学等	社区工作者招聘考试培训课程；社会工作者考试培训课；全国公益岗招聘考试面授网课课程

数据来源：公司官网，财通证券研究所

产品层次丰富，满足不同需求。为满足不同人群的需求，中公教育的产品设计考虑了考试内容、学员学习基础及经济实力的差异，设置精细化课程。以近两年新

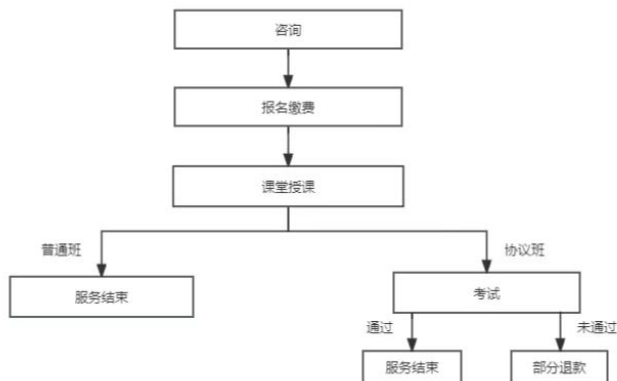
拓展的考研培训为例，根据考生个人情况，将课程分为在职考研及在校考研；根据考生时间安排，将班型分为走读班与集训营；根据考生基础情况，可以选择不同价格的1v1/小班/大班等。以国考为例，学员可以根据考试类型、授课方式、上课时段等多种特殊需求来选择所对应的课程，同时根据是否是协议班设定不同的课程价格。中公教育多层次的产品设计让学员根据自己的情况选择适合的课程，满足不同学员的需求。



考试类型	省考	国考	事业单位	省考招警	医疗卫生招聘	教师招聘	教师资格	农信社	金融行业	展开		
考试阶段	不限	笔试	面试	全程	机考							
授课方式	不限	面授	网校	直播	面授+直播	面授+网校	双师	双师+面授	面授/直播+双师	面授/双师		
上课地区	北京 山东 贵州 内蒙古 黑龙江	浙江 河北 天津 江西	江苏 重庆 安徽 山西	湖南 广东 吉林 甘肃	湖北 新疆 云南 河南	四川 河南 宁夏 西藏	陕西 福建 辽宁			收起		
开课时间	不限	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	展开
上课时段	不限	日常白班	日常全天	周末/假日白班	周末/假日全天	日常假日组合	日常晚上	周末/假日晚上				

数据来源：公司官网，财通证券研究所

图4.公司课程服务流程



调整产品结构，聚焦利润实收。由于职位招录人数较为固定，考试竞争将持续激化，自然通过率降低，退费率增高，“不过全退”班型/“理享学”产品盈利能力大幅下降。2022年起公司优化调整产品结构，大幅下架高退费协议班型产品，全面下架全收全退的产品；同时大幅降低协议班课程占比，提升实收班课程占比。

图5.公司目前课程产品注重实收

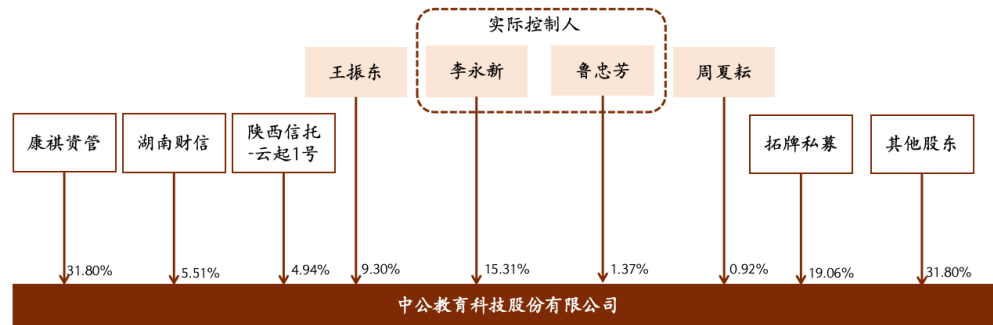
★ 畅学通行证★						
课程名称	课程内容	课时	规格	课程价格	优惠说明	到手价
一年畅学通行证PLUS	【考试】公开招聘考试公告任性学（公务员、事业单位、教师、医疗、军队文职、国企、银行，7选4） ——笔试—— 笔试班次任学一个自然年（线上/线下）（备注：不可选名师系列） ——面试—— 面试班4天4晚以下*2期	笔试：无限学 面试：4天4晚*2期（全程走读）	1年有效期	39800不退（全程走读）	5折	19900不退（全程走读）
			1年有效期+2年网校	1年基础上另加680元	/	20580不退（全程走读）
一年畅学通行证	【考试】公开招聘类任意挑选两个考试 ——笔试—— 基础班次任学+刷题班次任学（线上/线下） 封闭班12天12晚以下*2期（备注：不可选名师系列） ——面试—— 面试班4天4晚以下*2期	笔试：无限学 面试：4天4晚*2期（全程走读）	1年有效期	先交15800 进入体检后补11800（全程走读）	后补尾款5折优惠	先交15800 进入体检后补5900（全程走读）
			1年有效期	19800不退（全程走读）	优惠2000	17800不退（全程走读）

数据来源：深圳中公公众号，财通证券研究所

1.3 股权：实控人控制公司 16.68%股权

公司的控股股东和实际控制人为李永新先生及鲁忠芳女士。截至 2023/9/30，李永新直接持有公司 15.31%的股权，鲁忠芳直接持股 1.37%，二人系母子关系。此外，鲁忠芳、李永新和北京中公未来信息咨询中心（有限合伙）系构成一致行动人。李永新先生系公司创始人，自 2015 年 11 月至今担任公司董事长、中国民办教育协会培训教育专业委员会副理事长。此外，王振东先生直接持有公司 9.30%的股权，自 2015 年 11 月至今担任公司董事兼总经理。

图6.实际控制人合计控制公司 16.68%股权（截至 2023/9/30）

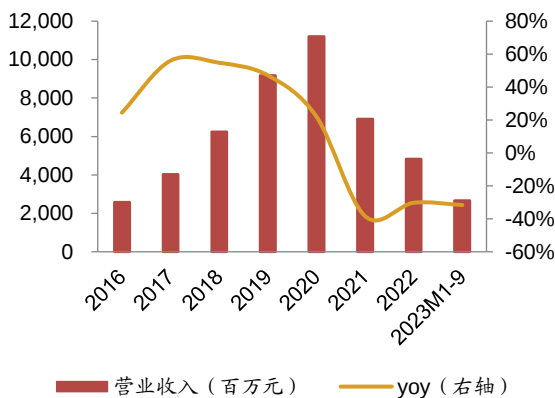


数据来源：Wind，财通证券研究所

1.4 业绩：2023 经营情况改善，业绩向好

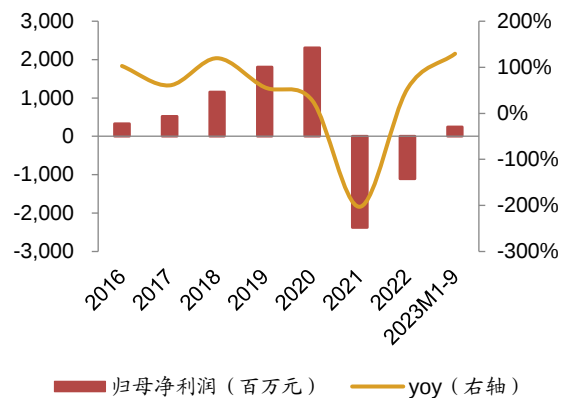
“退费”事件后公司加强管控，盈利能力逐步恢复。协议班&“理享学”产品助力，2016-2020 年，公司收入从 25.84 亿元提升至 112.02 亿元，归母净利润从 3.27 亿元提升至 23.04 亿元。2021 年，教培市场出现较大波动，由于多点散发和局部地区聚集性疫情影响，2021 年公司在黑龙江、江苏、陕西、吉林、河南等 20 余个省份的直营网点和学习中心阶段性关停，无法正常开展业务，此外由于公司管理团队对市场形势的判断存在偏差，经营计划调整不及时，导致退费猛增而成本居高不下，公司 2021 年全年退费率相比 2020 年大幅增长，当期业绩出现较大波动。2021 年后，公司聚焦以利润实收为主，主动调整产品结构，让公司运营逐步向正常轨道回归，并在 2023 年前三季度实现良好的利润增长。

图7.公司营业收入及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

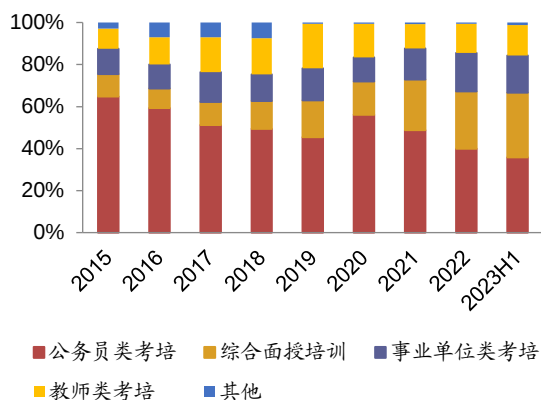
图8.公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

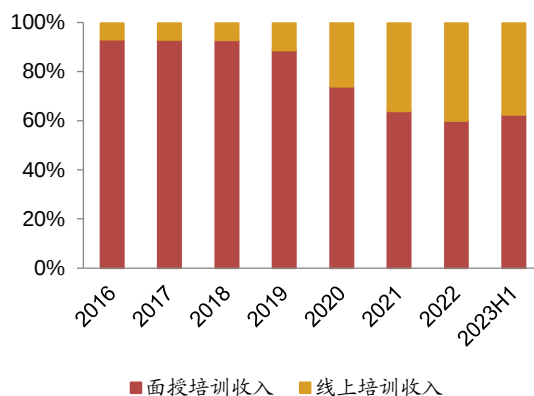
分产品看，2023H1 公务员类/综合面授/事业单位类/教师类考培收入占比分别为36%/31%/18%/15%，受“退费”事件影响，公务员类收入占比有所下滑。近几年考生线上学习习惯的培养，叠加公司大力发展线上培训业务，2023H1 线上培训收入占比提升至38%。

图9.公司收入构成-分产品



数据来源：Wind，财通证券研究所

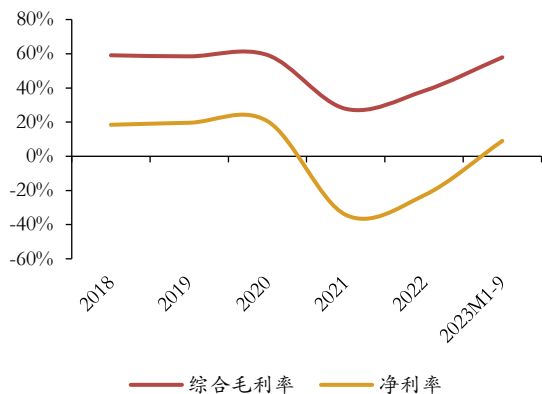
图10.公司收入构成-线上/线下



数据来源：Wind，财通证券研究所

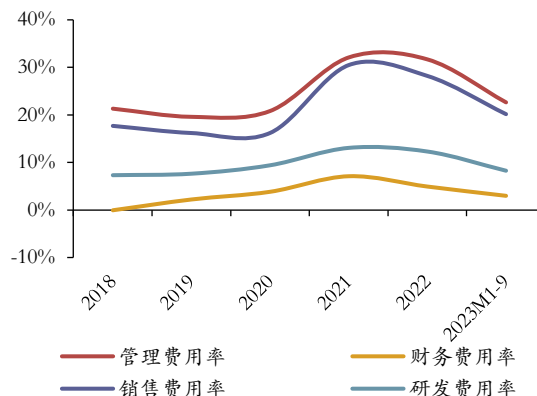
加强费用管控，盈利能力回升。2023 年前三季度，公司毛利率/净利率分别为57.88%/9.08%，同比+20.05pct/扭亏。2020 年公司线下网点及员工数量快速扩张，费用支出绝对额提升，但公司2021 年受高退费影响整体收入减少，其成本费用并不会立即同比例减少，盈利能力有所下滑。后续公司收缩线下网点，适当降低师资课时补贴并在原有师资流失的同时未进行相应补充，2021 年下半年开始成本端优化，盈利能力回升。

图11.公司盈利能力



数据来源：Wind，财通证券研究所

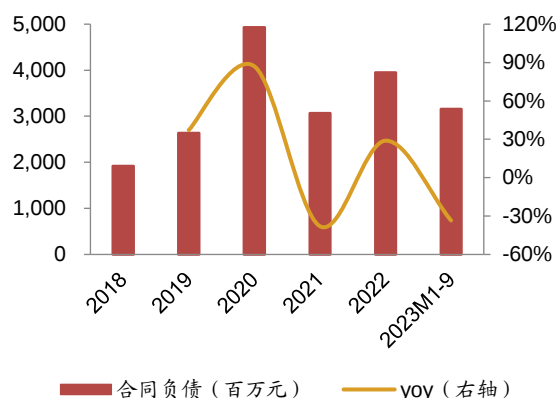
图12.公司期间费用率



数据来源：Wind，财通证券研究所

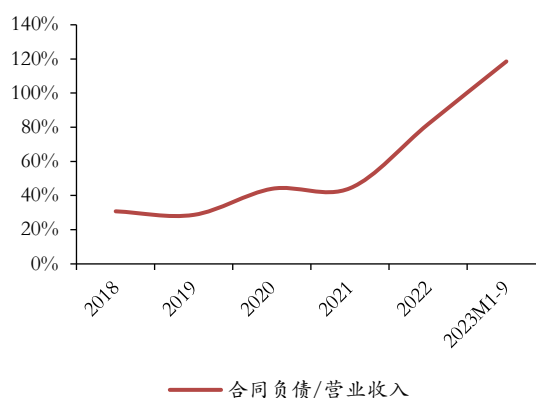
公司合同负债余额主要为学员培训收款，与考试周期紧密相关。公职类考试虽然季度之间存在较大差异，但整体而言年度周期明显，比如国家公务员招录公告时间相对固定，各省级公务员招录考试、教师招录考试、事业单位的招录考试一般都在当年完成，因此公司在年底一般不会结存大量预收学费。截至 2023.09，公司账面合同负债余额 31.59 亿元。

图13.公司合同负债规模



数据来源：Wind，财通证券研究所

图14.公司合同负债/营业收入



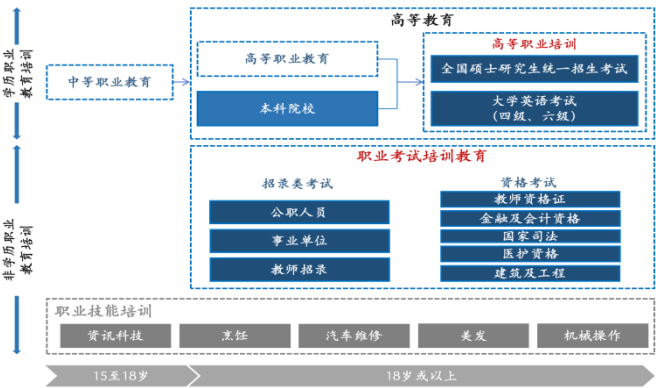
数据来源：Wind，财通证券研究所

2 行业：招录考培市场需求旺盛，规模超 300 亿元

2.1 国家支持职教培训市场发展

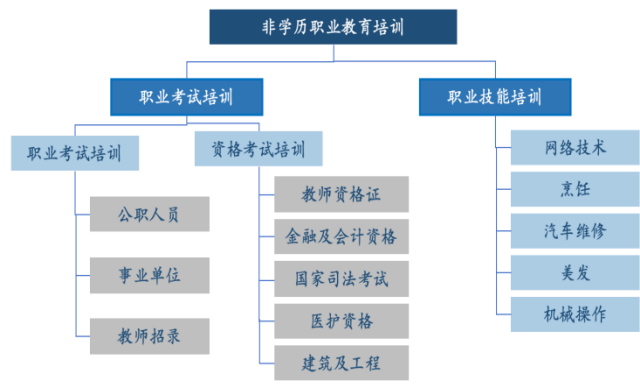
职业教育与培训体系可以分为学历职业教育培训和非学历职业教育培训。其中，学历职业教育培训的学生可获得正式的学位或文凭，目前我国高等职业教育已经形成了涵盖专科、本科、硕士、博士四个层次的相对完整的体系。而非学历职业教育培训下，重点在于学生获得未来就业所需的知识技能,包括：1) 职业考试培训，即通过入学考试。在公共岗位、事业单位求职，或者通过资格考试取得职业资格证书；2) 职业技术培训，即在特定领域培训所需技能。

图15.中国职业教育培训体系



数据来源：Frost&Sullivan，财通证券研究所

图16.非学历职业教育培训分类



数据来源：Frost&Sullivan，财通证券研究所

多项政策出台，推动职业教育发展。我国职业教育始于上世纪 50 年代，当时以培养实用中等职业技能为主。在 1958 年出现了"半工半读"教育模式，但在 1960 年后许多职业学校停办，改为普通中学。改革开放以后，自 1985 年起我国职业教育再度崛起，通过《中共中央关于教育体制改革的决定》，强调发展职业教育，至今在"十四五"规划中增加职业学校数量和师资，提升教学地位，使职业教育成为与普通教育并列的上升通道。职业教育的重要职能在于培养高素质劳动者和技能型人才，通过大力发展特色职业教育、强化理论和实践研究，为我国经济发展提供实质支持。

表2.国家对职业教育行业支持政策（2021-2023）

时间	政策	关键内容
2023.7	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，并发布 11 项现代职业教育体系建设改革重点任务。
2022.12	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	深入贯彻落实党中央关于职业教育工作的决策部署和习近平总书记有关重要指示批示精神，持续推进现代职业教育体系建设改革，优化职业教育类型定位。
2022.11	教育部等五部门关于印发《职业学校办学条件达标工程实施方案》的通知	整合资源优化布局、加强职业学校基础设施建设、优化职业学校师资队伍建设等重点任务。
2022.10	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	技能人才是支撑中国制造、中国创造的重要力量。加强高级工以上的高技能人才队伍建设，对巩固和发展工人阶级先进性，增强国家核心竞争力和科技创新能力，缓解就业结构性矛盾，推动高质量发展具有重要意义。
2022.1	教育部等八部门关于印发《职业学校学生实习管理规定》的通知	对 2016 年印发实施的《职业学校学生实习管理规定》进行了修订，进一步明确了学生实习的行为准则，为实习管理划定了“红线”。针对实习内容专业不对口、强制实习、收费实习等问题，提出 1 个“严禁”、27 个“不得”，并有针对性地明确了处理规定。

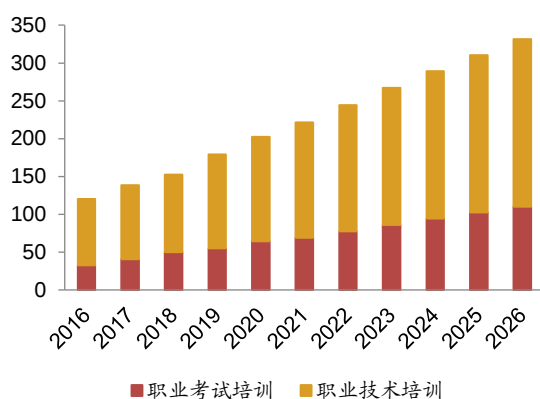
2021.7	《教育部关于做好全国中等职业学校管理信息系统建设工作的通知》	推进教育治理体系和治理能力现代化，加快现代职业教育体系建设进一步提升中等职业教育管理规范化、数据管理标准化、督导监管信息化、决策治理科学化，建成全国中等职业学校管理信息系统
2021.4	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本/技术/管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。
2021.3	《政府工作报告》重点工作分工的意见	增强职业教育适应性，深化产教融合、校企合作，深入实施职业技能等级证书制度。

数据来源：格如灵科技公众号，财通证券研究所

2.2 2021 年招录考培市场规模超 300 亿元

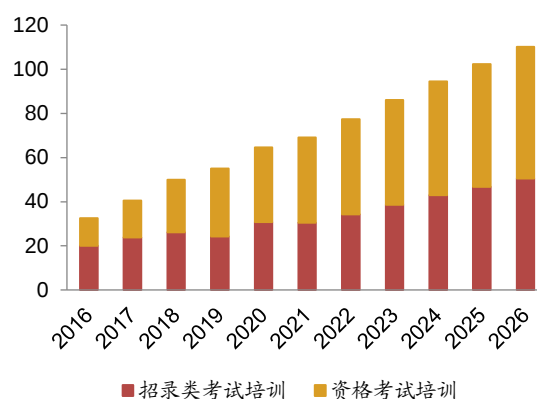
非学历职业教育培训行业市场规模超 2000 亿元。据 Frost&Sullivan 数据，2021 年中国非学历职业教育培训行业市场规模已达 2215 亿元，2016-2021 年 CAGR 达 12.9%，其预计 2021-2026 年 CAGR 将达 8.4%。其中职业考试培训行业规模从 2016 年的 325 亿元增长到 2021 年的 691 亿元，CAGR 达 16.3%。近年为了应对不断增长的对具有必要证书和资格的专业人员需求，越来越多的应届大学生和专业人员选择通过考试培训服务提高就业机会，故职业考试培训行业的发展速度快于整个非学历职业教育培训行业。职业考试培训市场中，招录类考试培训市场 2021 年已达 305 亿元，预计 2026 年增长至 505 亿元，CAGR 将达 10.6% (Frost&Sullivan)。

图17.中国非学历职业教育培训行业市场规模（十亿元）



数据来源：Frost&Sullivan，财通证券研究所

图18.中国职业考试培训行业市场规模（十亿元）

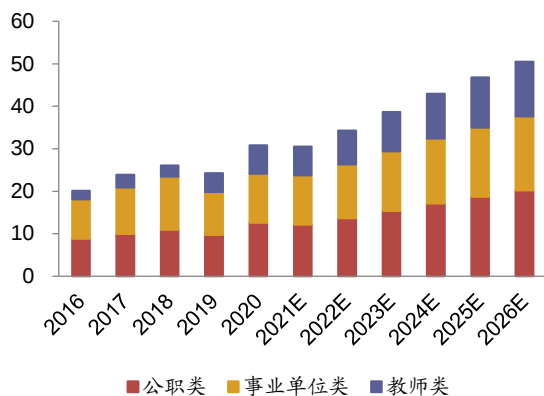


数据来源：Frost&Sullivan，财通证券研究所

招录考试培训渗透率持续提升。招录考试培训作为职业考试培训的一个子行业，主要包括：1) 公务员考试、2) 事业单位考试、3) 教师招聘考试培训服务。据 Frost&Sullivan 数据，2021 年，招录考试培训行业中公职人员类/事业单位类/教师

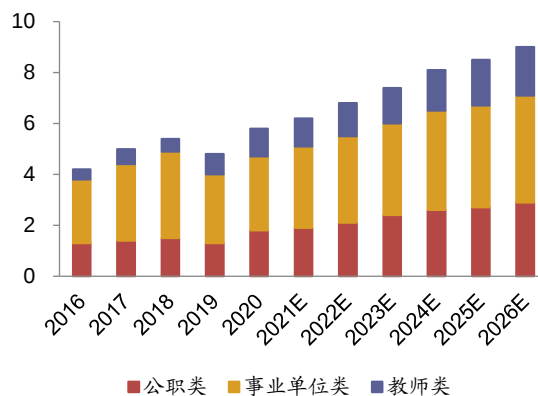
招录类市场分别达到 121/116/68 亿元。行业的独立学员人次从 2016 年的 420 万名增至 2021 年的 620 万名，CAGR 达 8.1%。Frost&Sullivan 预计将有越来越多人参加招录类考试培训，故考试培训服务的渗透率预计由 2021 年的 27.1% 增至 2026 年的 31.4%。

图19.中国招录类考试培训行业市场规模（十亿元）



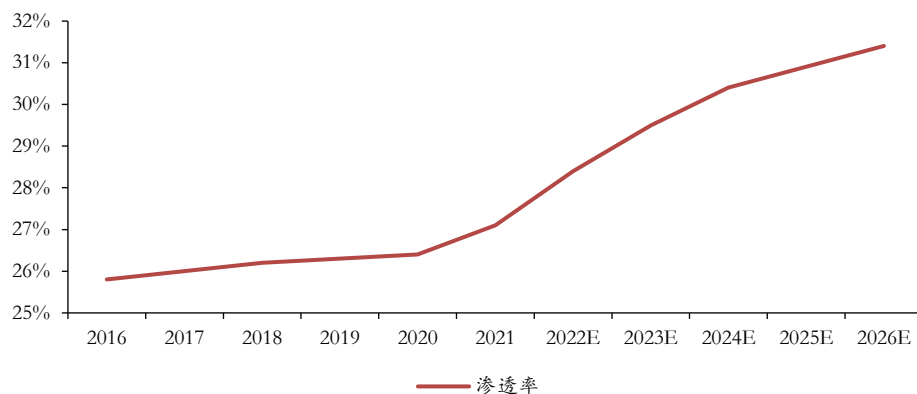
数据来源：Frost&Sullivan，财通证券研究所

图20.中国招录类考培行业的独立学员人次（百万人）



数据来源：Frost&Sullivan，财通证券研究所

图21.招录考试培训渗透率持续提升

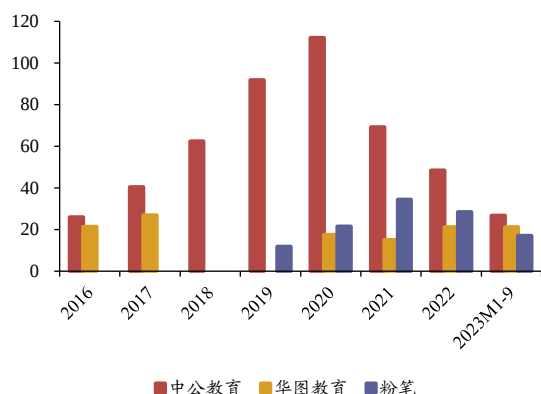


数据来源：Frost&Sullivan，财通证券研究所

注：中国招录类考试培训服务渗透率=接受该等服务的独立学员人次/相关考试的总报名人数

国内招录考试市场竞争格局较为分散。2023M1-9，中公教育收入 26.66 亿元，同比-31.54%；同期华图宏阳教育（公务员+事业单位+医疗类）收入 21.05 亿元，已超 2022 全年；2023H1，粉笔收入 18.40 亿元，同比+15.42%。受“退费”事件影响，企业员工离职创办较多中小培训机构，行业格局目前较为分散。

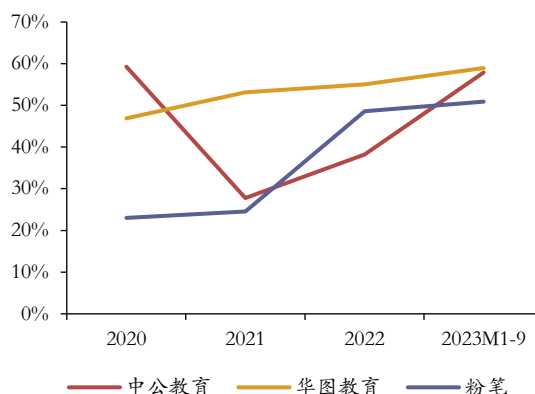
图22.招录类考培市场主要公司收入体量（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

注：粉笔为2023H1数据，华图教育为公务员+事业单位+医疗类收入

图23.招录类考培市场主要公司毛利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

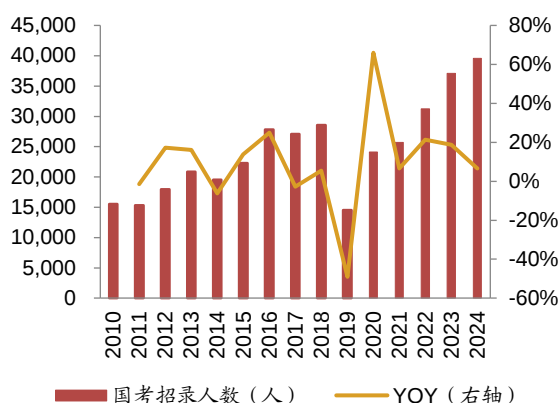
注：粉笔为2023H1数据，华图教育为公务员+事业单位+医疗类业务情况

2.3 公职/教师/事业单位为重要就业去向，招录考试培训需求旺盛

2.3.1 国考报考人次新高，竞争加剧利好龙头

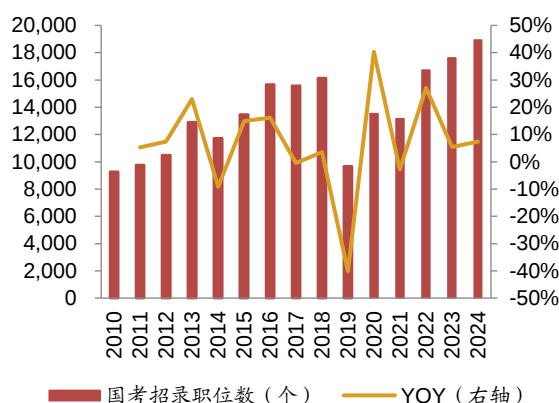
需求端：公务员招录人次新高，公务员队伍建设持续扩容。1) 2024 年国考招录职位数为 18948，同比+7.4%；招录人数为 39561，同比+6.6%。2020 年后，国家公务员考试连续 5 年扩招，国家对公务员队伍建设的重视，需要更多高素质的人才参与其中。其次，每年高校毕业生人数持续增加，国家及地方公务员岗位作为重要就业去向，考公需求持续提升。2) 2023 年，各省省考招录人数超 17 万人。

图24.国考招录人数及增速



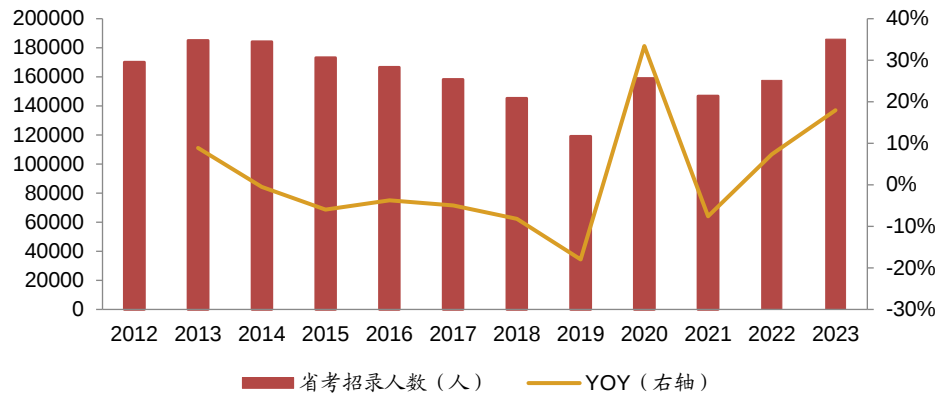
数据来源：公务员考试网公众号、中公教育公众号、华图教育公众号，财通证券研究所

图25.国考招录职位数及增速



数据来源：公务员考试网公众号、中公教育公众号、华图教育公众号，财通证券研究所

图26.省考招录人数及增速

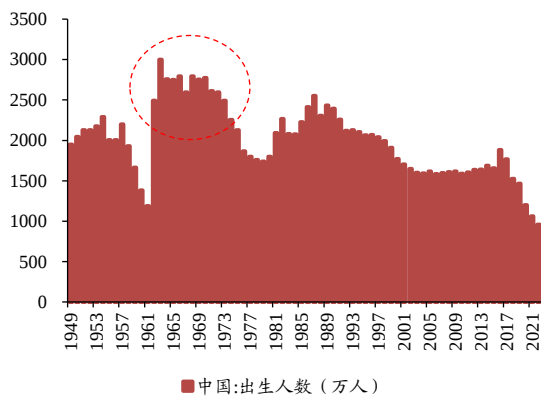


数据来源：人社部、中公教育公众号、华图教育公众号等，财通证券研究所

注：2017年后无官方披露，采用头部公考培训公司公众号数据统计计算

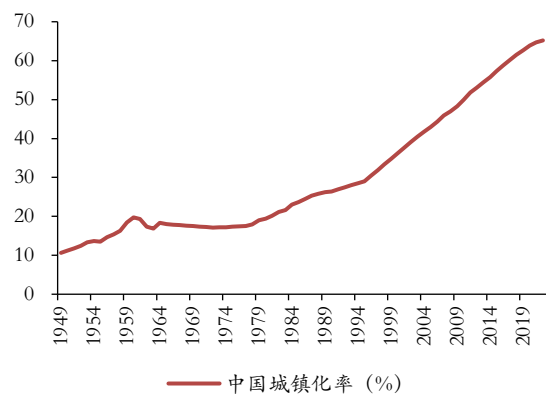
公务员退休节点临近叠加城镇化率提升，公务员招聘需求大。1) 1962-1972 年，我国出生人口数在 2500-3000 万/年，2022 年后进入集中退休时点，政府需大量补充公务人员，招聘需求大。2) 目前我国城镇化率已超过 60%，城镇化将带来公共财政开支及公共服务部门就业人群的相应扩大。中国城镇化率处于 30%~70% 的高速成长区间，较发达国家及地区 80% 以上的城镇化率，仍有提升空间。同时持续的城镇化还可能导致城市出现较为严重的公共服务供给不足，也将对公共服务的品质提出更高的要求。发达国家及地区的公共部门就业人口约占劳动力就业人口的 10%~20%，加拿大等地甚至超过了 20%，而我国目前的公共部门就业人口只占劳动力就业人口的约 5%。

图27.中国历年出生人数



数据来源：Wind，财通证券研究所

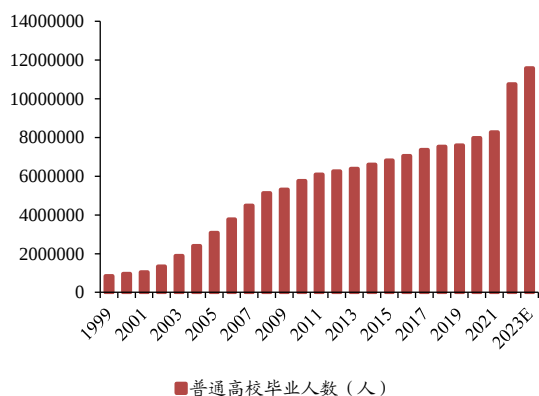
图28.中国城镇化率



数据来源：Wind，财通证券研究所

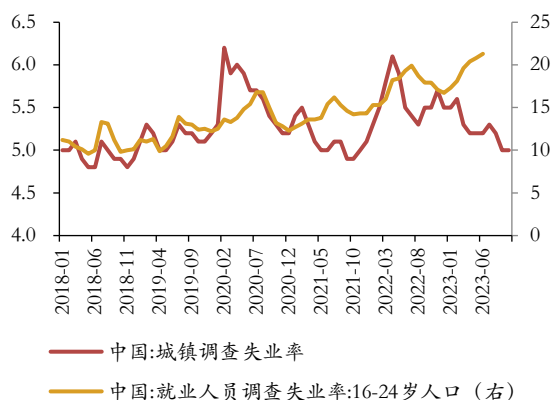
供给端：应届生毕业人数增长，考公需求提升。据教育部数据，2023 届全国普通高校毕业生规模预计达 1158 万人，同比增加 82 万人。应届毕业生人数持续增长，公职岗位作为重要就业去向，考公需求持续提升。

图29.普通高校毕业生人数



数据来源：Wind，财通证券研究所

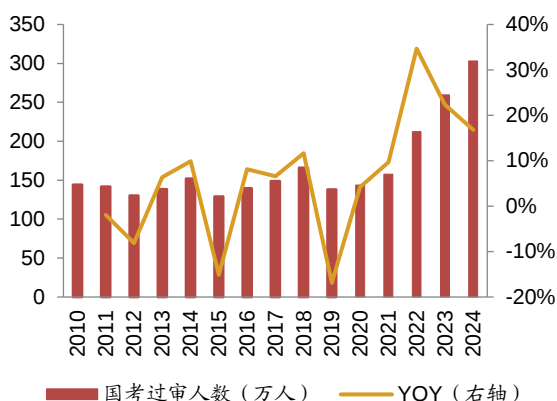
图30.16-24岁失业率情况 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

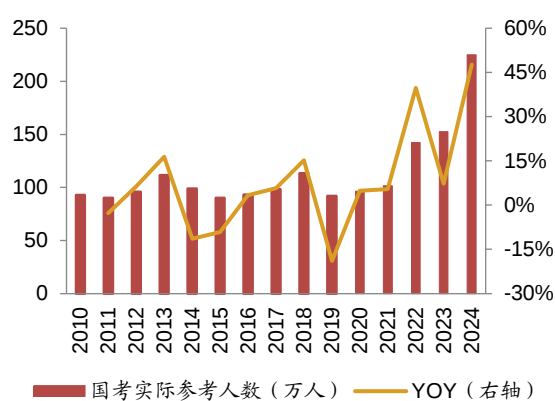
报考人次大幅提升，考试竞争加剧。2024 年国考过审人数达 303.3 万人，同比 +16.8%，通过资格审查人数与录用计划数之比约为 77:1。据中公教育，2024 国考共 261.3 万考生考前进行了报名确认、225.2 万人实际参加考试，参加考试人数与录用计划数之比约为 57:1。

图31.国考过审人数及增速



数据来源：公务员考试网公众号、中公教育公众号、华图教育公众号，财通证券研究所

图32.国考实际参考人数及增速

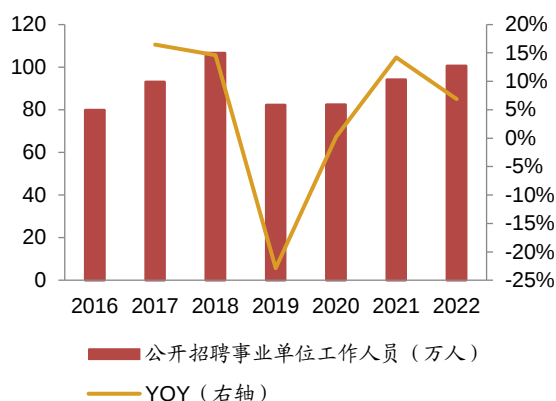


数据来源：公务员考试网公众号、中公教育公众号、华图教育公众号，财通证券研究所

2.3.2 事业单位招聘规模大

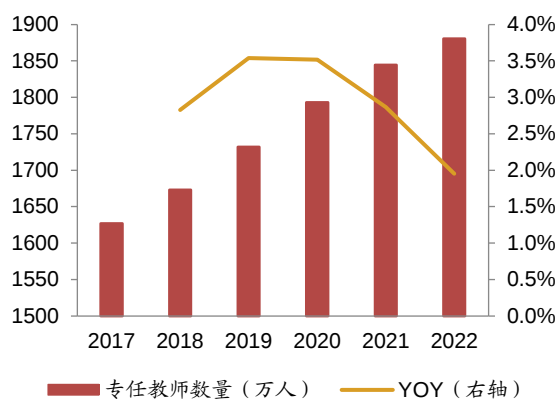
事业单位福利待遇有保障，招聘规模较大。2016-2022 年，全国公开招聘事业单位工作人员 79.86/93/106.6/82.2/82.4/94.1/100.6 万人。以教职为例，2018-2022 年，专任教师人数净增加 45.96/59.18/60.94/51.40/35.99 万人。

图33.全国公开招聘事业单位工作人员数量



数据来源：人社部，财通证券研究所

图34.各级学校专任教师数量



数据来源：教育部，财通证券研究所

2.3.3 招录考试：内容相对固定，考培需求旺盛

题型固定，可通过大量训练提升效率与分值。以公务员考试为例，考试科目分为《行政能力测验》和《申论》两科，其中《行测》一共分为五大题型，包括常识判断、数量关系、言语理解与表达、资料分析和判断推理等五个题型；《申论》主要考察资料阅读并作答，侧重于考察考生综合分析能力和解决问题能力。大部分考察内容涉及的常规考点较多，有一定的高效解题思维路径和技巧性方法。考生高效复习和针对性训练愈发重要，因此培训课程成为越来越多考生的选择。

图35.国考行测题型&题量

试卷类型	常识判断	言语理解与表达	数量关系	判断推理	资料分析	总题量
副省级以上（含副省级）	20题	40题	15题	图形推理10题 定义判断10题 类比推理10题 逻辑判断10题	20题	135题
市（地）级以下	20题	40题	10题	图形推理10题 定义判断10题 类比推理10题 逻辑判断10题	20题	130题
行政执法	20题	40题	10题	图形推理10题 定义判断10题 类比推理10题 逻辑判断10题	20题	130题

数据来源：上海中公教育公众号，财通证券研究所

图36.国考申论题型&题量

试卷类型	考察重点	总题量
副省级以上（含副省级）	阅读理解能力、综合分析能力、提出和解决问题能力、文字表达能力	5
市（地）级以下	阅读理解能力、贯彻执行能力、解决问题能力、文字表达能力	5
行政执法	阅读理解能力、依法办事能力、文字表达能力	5

数据来源：上海中公教育公众号，财通证券研究所

3 中公：渠道&研发构筑壁垒，退费问题顺利推进

中公教育是国内领先的公共就业与再就业服务提供商，提供超过 100 个品类的综合就业培训服务。中公教育经过多年的经营和积累，已经在系统平台、研发能力、产品结构、运营管理能力、教学方法、渠道规模、人才储备、品牌形象、知识产权等方面形成了明显的竞争优势。

图37.公司核心竞争力：垂直一体化快速响应能力



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.1 渠道：下沉并深入高校，直面核心客群

公司渠道网络覆盖面广、响应及时。经过长期的探索与积淀后，公司在全国 1035 个直营网点展开经营，深度覆盖 319 个地级市。公司现有员工 13001 人，其中拥有 1164 名的规模化专职研发团队和 5196 名的大规模教师团队。公司凭借卓越的团队执行力和全国范围的垂直一体化快速响应能力，积极拓展业务版图，已进入产教融合、乡村振兴人才培养、人力资源服务等领域。

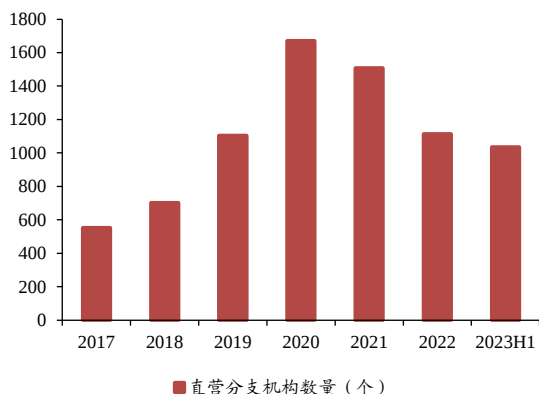
图38.公司渠道网点覆盖 31 省市 319 地市



数据来源：公司公告，财通证券研究所

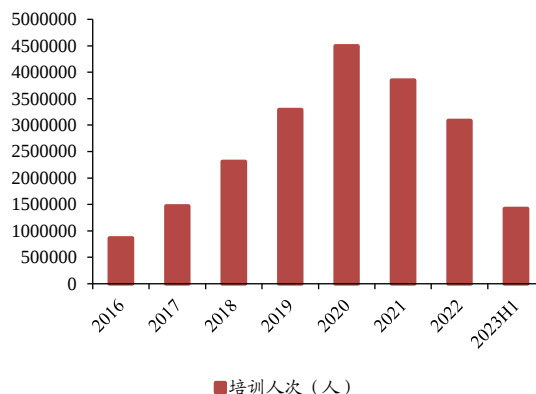
庞大的教学网络是中公教育行业领先地位的体现，也是中公教育进一步拓展业务的保证。中公教育的规模优势能够实现课程产品的专业化生产和教师资源的集中管理，有效降低运营成本，扩大公司的市场知名度和市场占有率，提高公司的抗风险能力，尤其在新产品和服务的开发和推广上有着显著的成本优势和渠道优势。此前公司持续推进分支机构的下沉，提升低线市场覆盖密度，减少因异地上课或者距离较远导致学员流失情况。

图39.公司直营分支机构数量



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图40.公司培训人次



数据来源：公司公告，财通证券研究所

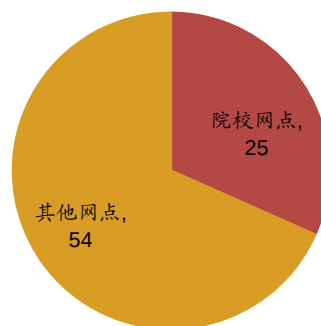
网点下沉至高校，精准把握客群。以四川省为例，公司共有 79 个线下学习中心，其中 25 个位于高校附近（截至 2023.11）。高校特定销售是中公教育重要线下销售渠道。中公教育通过与各高校就业指导中心、学生工作部门、团委学生会、学生社团建立广泛而紧密的综合性合作，提供包括职业生涯规划设计、就业能力素养提升等在内的系列就业指导服务，通过这些服务使大学生就业群体更充分地了解中公教育的产品服务和品牌内涵。

图41.公司部分线下学习中心示例（成都）

成都大学学习中心 地址：成都市龙泉驿区十陵镇上街1号成都大学校内安纳西餐厅3楼 电话：19982017801 网址：http://chengdu.offcn.com/ 路线：	川网大学习中心 地址：成都市龙泉驿区龙城大道816号（云立方商厦2栋附205） 电话：028-64846993 网址：http://chengdu.offcn.com/ 路线：
理工大学习中心 地址：成都市成华区成都理工大学东苑校区830号（中公教育） 电话：19181731643, 18111651643 网址：http://chengdu.offcn.com/ 路线：	四川传媒学院学习中心 地址：郫都区团结镇学院街18号（美乐广场1栋2楼） 电话：028-83173656 网址：http://sc.offcn.com/ 路线：
崇州学习中心 地址：四川省成都市崇州市江源镇永和大道411号 电话：028-62676905 网址：http://chengdu.offcn.com/ 路线：	纺专学习中心 地址：四川省成都市郫都区犀浦镇犀江街三段181号 电话：17743214778 网址：http://chengdu.offcn.com/ 路线：

数据来源：公司官网，财通证券研究所

图42.公司线下学习中心构成（四川省，截至 2023.11）



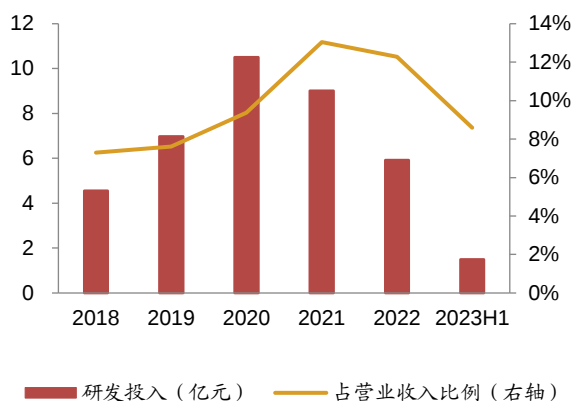
数据来源：公司官网，财通证券研究所

3.2 研发：千余人专职研发团队，课程体系更新周期短

公司研发费用率近年维持在 8%以上。中公教育的核心技术为在长期业务发展过程中，通过对各培训项目受训者最终需具备的核心能力和素养进行深入分析和研究，结合受训者实际需求，自主研发出的一整套针对性强的能力提升方法和授课

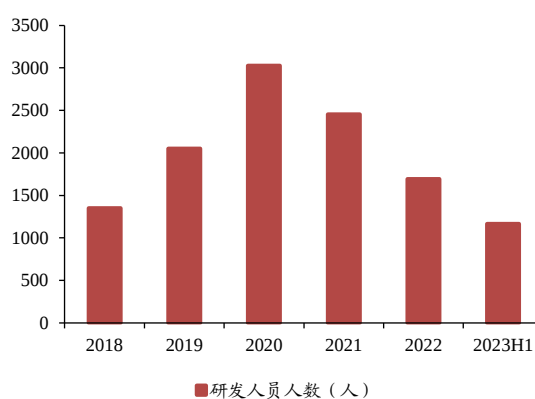
技巧，并将其设计为课程产品、相关配套讲义资料及经典案例，通过独特的授课方式和有效的教学管理手段提高学员专业知识积累，培养学员的综合职业能力和素养，使学员最终理解并掌握拟参加考试或报考岗位所需的各项能力。

图43.公司研发投入



数据来源：公司公告，财通证券研究所

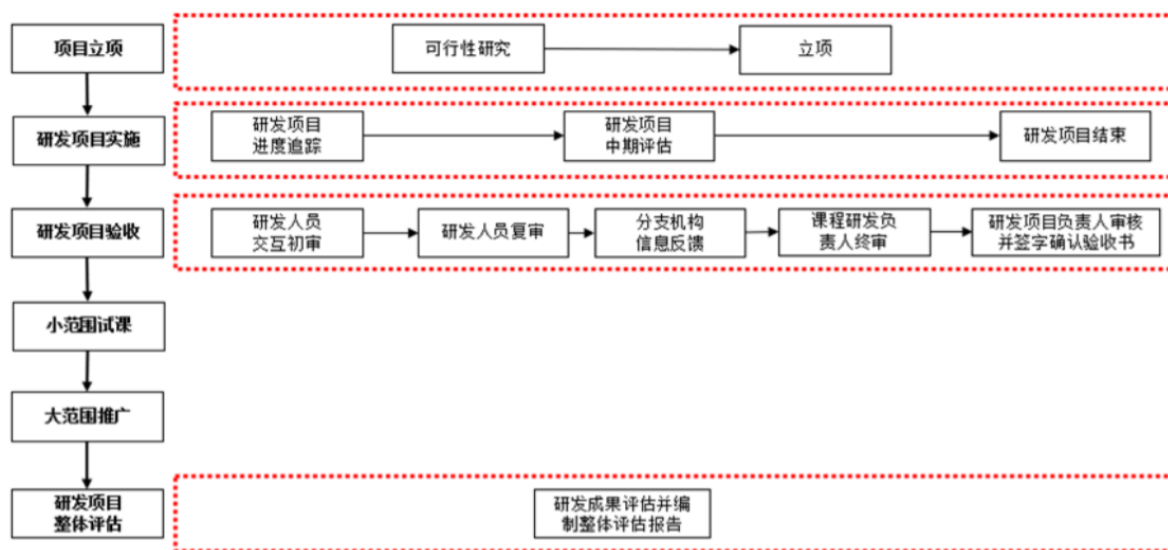
图44.公司研发人员数量



数据来源：公司公告，财通证券研究所

中公教育率先成立了国内领先的公职考试研究院，研发力量雄厚。课程研发体系分为“产品调研-课程开发-小范围试课-大范围推广”四大环节。研究院负责：1) 根据公司战略和业务发展的需要，建立、健全研发与教学体系，支撑公司各项目业绩达成；2) 负责公司教学体系的设计和优化；3) 负责公司系列教学辅助材料的自主研发和优化升级；4) 负责公司讲师的招聘、培训、考核等系列工作；5) 负责具体承担课程教学；6) 负责地方院教学、培训、研发工作的指导、监督；7) 负责配合相关部门完成其他工作。

图45.公司课程研发体系



数据来源：公司公告，财通证券研究所

多样性的课程品类，满足差异化需求。中公教育为不同基础、不同职业需求的学员提供了 2500 种以上的培训课程选择，覆盖了公务员、事业单位、教师资格和教师招聘等在内的各类人才招录，课程产品具有多元化、多层次、创新性强、产品线丰富等特点，可以较好的满足学员广泛的职业教育培训需求，提升学员的学习体验及满意度。针对 2024 国考，公司打造系统深化的立体式教学：五大阶段系统学习，1800+课时畅学国考；21 本精选实用图书+86 课时专项讲解；7 本专用教辅全程辅学随时学习；直播课后答疑+直播阶段串讲答疑；周周模考+课后试题练习等。

3.3 授课：教学与服务并重，提升学员通过率

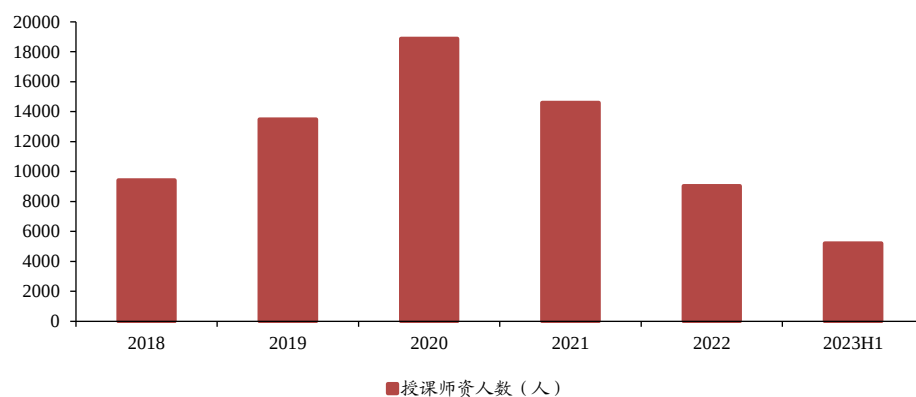
依托五千余人教师团队，搭建全方位教学服务体系。教学和服务是保障培训效果实现的两大核心要素，因此中公教育致力于以学员为中心，构建“全职专业师资团队+个性化辅导方案+班主任+定制化服务+7*24 小时快速响应服务”的综合性全方位教学服务体系。

- **教学：**教师是教育培训的实施者，注重教学质量的关键是教师质量。因此，中公教育坚持实行严格筛选的教师聘用及考核流程，侧重于从 985、211 工程等重点大学招聘有潜质、有活力、素质高、擅长表达、具有硕士及以上学历的老师，在招聘入职后严格实施包括入职培训、持续在职培训、提升性培训

在内的系统性培训和考核，考核合格后方可授课。在教学中实施动态管理，通过定期考核评估和绩效激励，保证授课教师的授课水准和积极性。

- 服务：自学员第一次上课开始，中公教育就会为其配备专门的教学管理人员（即班主任）。一方面，班主任帮助维持课堂纪律和营造良好的学习环境，另一方面，班主任可以帮助辅导学员们的课后练习和监督学习计划的进度。中公教育为学员提供“7×24”热线响应服务，学员可以通过不同方式向客服中心提出服务需求或投诉，如电话、传真、信函、E-mail、来访等。学员投诉或访问后，公司专人受理，并对学员提出的问题进行分析和处理，把结果反馈给相关责任部门，相关责任部门确认后要求在规定失效内提出解决方案，并反馈给客服中心，直至学员的问题得到最终解决。

图46.公司授课师资人数



数据来源：公司公告，财通证券研究所

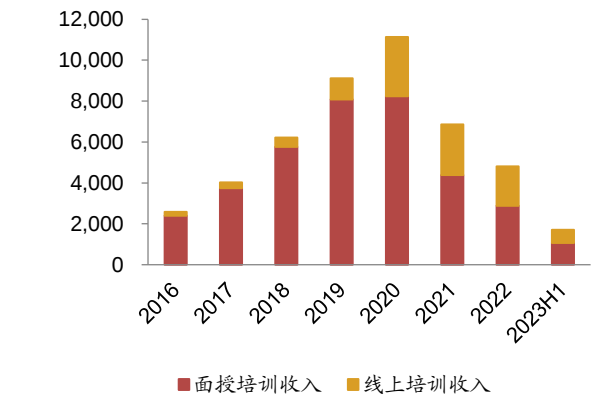
积极推进线上培训，提升学员通过率。2016年起，中公教育开始大力发展线上培训，包括：（1）对互联网平台以及移动互联网平台进行升级，提升学员体验和粘度；（2）对传统在线录播视频进行迭代，由过去以录制通用版本为主向精细化发展，提供更具有针对性的培训课程；（3）大力推广 OAO（线上加线下）课程，学员报名后线上自学一段时间，再线下集中面授培训满足学员个性化需求，提高学员考试通过率。

图47.公司线上培训体系

产品名称	产品介绍	服务对象
线上直播	学员在固定时间内通过互联网同步收看教师实时在线授课（不限于视频、语音、PPT、动画等），授课过程中教师和学员、学员与学员之间可以通过语音、文字进行互动交流；授课过程通常会被录制成视频供学员回看温习	与面授培训相同类型业务一致
录播	将教师授课过程及内容录制成视频，后期进行剪辑后发布至网络教育平台，学员可通过网络平台随时、随地观看学习	与面授培训相同类型业务一致
OAo	即Online And Offline，是线上教学课程和线下面授课程相结合的教学模式。先期学员可根据个人时间安排通过互联网参加线上学习，在临近考试前通过参加线下面授课程做进一步补充和巩固	与面授培训相同类型业务一致

数据来源：公司公告，财通证券研究所

图48.公司面授/线上培训收入构成（百万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.4 退费进展顺利，现金流回正

股东方借款，补流&解决存量退费。2022 年 11 月起，公司实际控制人李永新、鲁忠芳与股东王振东通过大宗交易等形式减持股份，截至 2023Q3，鲁忠芳女士/李永新先生/王振东先生累计减持 39.99%/3.04%/4.53%的股份。鲁忠芳李永新母子减持所筹资金部分用于借给公司以增强流动性，2022 年底实控人鲁忠芳女士向公司提供两期无息无担保借款总额合计不超过 20 亿元，截至 2023/6/30 借款余额 19.56 亿元。

2023 年 9 月 6 日，中公教育与湖南省财信信托（湖南财信现为公司第三大股东）签订了《信托贷款合同》，公司向财信信托借款不超过 18 亿元，其中借款金额 10 亿的借款期限不超过 24 个月，借款金额 8 亿的借款期限不超过 60 个月，年利率 9.5%，用于补充公司流动资金，尽快解决存量退费问题。同时公司及子公司、李永新及其他相关方等为该笔借款提供连带责任保证担保、资产抵押及质押担保。

表3.公司实控人持股变化（截至 2023/9/30）

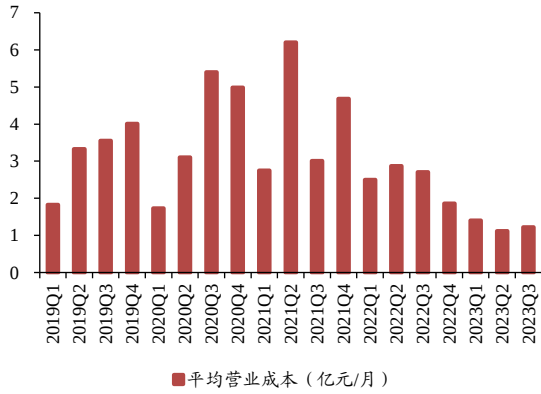
股东	持股数量（股）	占总股本比例	同比 22Q3 变动
李永新	944,407,232	15.31%	-3.04pct
鲁忠芳	84,679,398	1.37%	-39.99pct
王振东	573,799,534	9.30%	-4.53pct
实际控制人合计	1,029,086,630	16.68%	-43.03pct

数据来源：公司公告，财通证券研究所

压缩线下网点精简人员，控制费用成本。公司直营分支机构数量、员工人数从 2021 年 6 月末的 1859 家/4.53 万人压缩至 2023 年 6 月末的 1035 家/1.30 万人，期间费

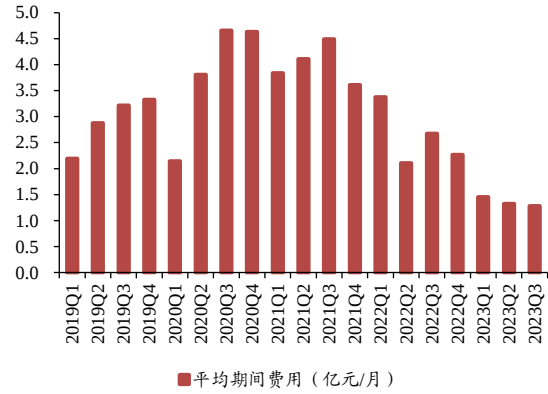
用从 2020Q3 的 4.7 亿元/月收缩至 2023Q3 的 1.3 亿元/月，现金支付压力有所缓解。

图49.公司月均营业成本



数据来源：Wind，财通证券研究所

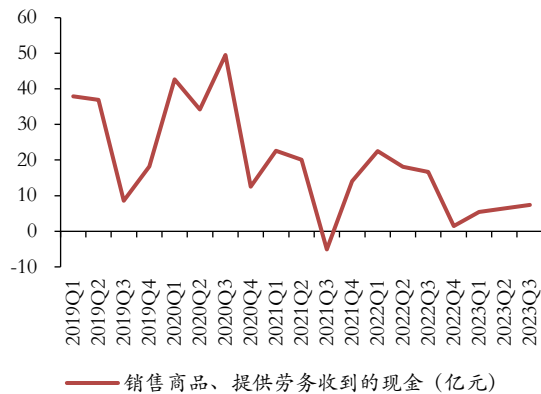
图50.公司月均期间费用



数据来源：Wind，财通证券研究所

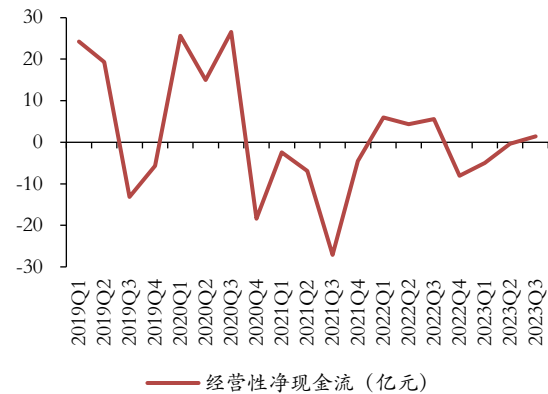
强调产品实收，现金流改善。公司调整产品结构，高退费协议班型占比大幅降低，转型为以提升实收班课程占比的收款模式导致收款减少。公司销售商品现金流(实收/预收-退款)环比持续改善，同时加强费用控制减少运营支出下，经营性净现金流 2023Q3 回正。

图51.公司销售商品现金流环比持续改善



数据来源：Wind，财通证券研究所

图52.公司经营性净现金流 2023Q3 回正



数据来源：Wind，财通证券研究所

4 盈利预测

4.1 收入预测

公职类考试报名人次持续提升，以国考为例，2022-2024 年国考过审人数分别为 212.30/259.77/303.30 万人，同比+34.7%/+22.4%/+16.8%。报名人次提升考试竞争加大，考培需求旺盛，公司作为公职类考试培训龙头，受益于行业增长。公司正有序推进“退费”问题解决，待完全解决后业绩有望逐步恢复：

- 考试培训业务：公司前期受“退费”问题拖累，培训人次&业务收入下滑，但渠道规模、师资力量、研发实力仍处于头部，品牌力仍存。公司 2023Q3 经营性净现金流已经回正，待“退费”问题深度解决后，培训人次有望逐步回升。参考 2017-2019 年公司可实现的收入水平及子业务市场规模大小，预计公司考试培训业务 2023-2025 年收入增速分别为-24.6%/38.7%/28.8%。考虑公司 2023H1 考培业务已实现毛利率 56.3%，后续收入提升具备规模效应，预计 2023-2025 年毛利率分别为 57%/58%/59%。
- 其他业务：收入占比较少，预计 2023-2025 年收入增速分别为 60%/20%/20%，考虑公司 2023H1 其他业务已实现毛利率 44.8%，预计 2023-2025 年毛利率维持在 20%水平。

表4.公司收入拆分

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体					
收入（百万元）	6,911.72	4,824.82	3,656.50	5,064.38	6,517.70
yoy	-38.30%	-30.19%	-24.21%	38.50%	28.70%
毛利（百万元）	1,918.01	1,845.03	2,070.61	2,920.58	3,824.80
毛利率	27.75%	38.24%	56.63%	57.67%	58.68%
考试培训业务					
收入（百万元）	6,860.28	4,801.85	3,619.75	5,020.28	6,464.77
yoy	-38.41%	-30.01%	-24.62%	38.69%	28.77%
毛利（百万元）	1,914.55	1,842.95	2,063.26	2,911.76	3,814.22
毛利率	27.91%	38.38%	57.00%	58.00%	59.00%
其他业务					
收入（百万元）	51.44	22.97	36.75	44.10	52.92
yoy	-19.11%	-55.35%	60.00%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	3.46	2.08	7.35	8.82	10.58
毛利率	6.72%	9.05%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：Wind，财通证券研究所

4.2 投资建议

中公教育（002607.SZ）作为国内全品类职业教育培训龙头，重视渠道建设和研发投入，构筑品牌壁垒。前两年业绩受退费问题拖累，公司通过多个股东方借款有序推进退费，重新树立品牌形象。公职类考试培训需求高增，国考等报名人数持

续提升，公司作为行业龙头有望受益。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.93/8.25/13.09 亿元，对应 PE 估值分别为 61.8x/29.5x/18.6x。首次覆盖给予“增持”评级。

表5.可比公司选取依据	
公司	主营业务
中公教育	公司主营业务为招录考试培训、学历提升和职业能力培训。
可比公司	主营业务
行动教育	公司致力于为企业提供全生命周期的生态化知识服务和智力支持平台，目前，公司的主要业务包括管理培训业务、管理咨询业务、图书音像制品销售业务等。
学大教育	公司主营业务和主要服务为教育培训服务。

数据来源：iFind，财通证券研究所

表6.可比公司盈利预测及估值（截至 2024 年 1 月 19 日）									
公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润（亿元）				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
行动教育	47	39.87	1.11	2.07	2.66	3.29	22.75	17.68	14.30
学大教育*	54	43.92	0.11	1.41	1.92	2.45	38.11	27.89	21.89
行业平均							30.43	22.78	18.09
中公教育	243	3.94	-11.02	3.93	8.25	13.09	61.78	29.47	18.56

数据来源：Wind，财通证券研究所预测
注：学大教育未覆盖，盈利预测为 Wind 一致预期

5 风险提示

行业竞争加剧风险。

职业教育为政策鼓励方向，吸引其他公司进入此领域，近年众多教育公司转型此领域，同时公司 2021 年后大幅精简人员，员工离职后创办许多中小机构，分流学员抢占市场份额。部分中小机构专注某一类型招录考试培训，凭借部分名师个人 IP 抢占区域市场份额，行业竞争压力加大，可能影响公司相应业务的开展。

退费进展不及预期风险。

此前公司管理团队对市场形势的判断存在偏差，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，业绩出现较大波动。公司目前仍有部分历史遗留退费未解决，部分媒体持续报道公司退费问题影响公司新招生人数。目前公司通过多方借款有序推进退费，与湖南财信等达成借款合同，但若退费问题解决进度偏慢，公司口碑可能持续受影响，进而影响公司相应业务的开展。

监管政策变化风险。

《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》正式实施之后,《实施条例》没有规定或要求中公教育从事的面向成年人的非学历职业就业培训需要办理和取得办学许可证,未来教育或人社等主管部门可能根据《实施条例》第十五条颁布进一步的部门规章,对此予以明确。此前公司公告称如将来进一步的部门规章明确从事面向成年人的非学历职业就业培训的教育培训机构需要取得办学许可证,北京中公依照开办培训机构的设置条件申请办理办学许可证不存在实质性法律障碍。但若相关部门规章明确后且公司办学许可证办理推进较慢,可能影响公司相应业务的开展。