



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

承接华图教育优质品牌，拓展招录培训

— 华图山鼎（300492.SZ）点评

2023年12月20日

范欣悦 教育人服行业首席分析师
S1500521080001
15201927096
fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司点评

华图山鼎(300492.SZ)

投资评级 -

上次评级 -

承接华图教育优质品牌，拓展招录培训

2023年12月20日

本期内容提要：

承接华图教育优质品牌，拓展招录培训。公司拟通过全资子公司华图教育科技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、事业单位招录考试培训、医疗卫生系统的招录培训及其相应的资格证考试培训。**分批次设立分公司，平移华图教育业务。**全资子公司华图教育科技将在全国分批次设立分公司，并同步开展相关人员招聘、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。截至23年12月19日，根据天眼查资料显示，华图教育科技于23年10~11月在全国设立319家分支机构。

华图教育为老牌招录培训龙头。华图教育成立于2003年，主营业务为非学历职业培训，主要提供公务员、事业单位、教师等招录及资格备考课程。在全国31个省市自治区拥有近千家直营分支机构及学习中心为学生提供面授培训，并以直播和录播形式提供线上培训。

华图教育收入和盈利能力显著修复。华图教育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、已超过22年全年水平，随着Q4国家公务员考试的临近，有望逐步进入到收入确认的小旺季。从毛利率来看，21~23年前三季度稳步回升，22年达到55.1%，23年前三季度达到58.9%，已接近15~16年水平。

招录培训赛道优质。23年6月，16~24岁劳动力调查失业率21.3%，我们估计参加招录考试意愿有望不断提升。以国家公务员考试为例，24年国家公务员考试报名人数创新高，通过资格审查人数达303万人、同增21%。而招录比从23年67:1降至77:1，竞争日趋激烈，有望刺激参培意愿和参培率不断提升。根据弗若斯特沙利文报告，21年我国招录类考试市场规模达305亿元，且有望不断增长。

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，中公因退费等问题导致规模压缩，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，中公收入26.7亿元，华图收入21亿元，粉笔收入我们估计为24亿元左右。

投资建议：基于华图教育多年的招录培训经验，教育业务逐步平移到上市公司，华图教育的收入和毛利率均体现良好的增长及盈利能力。招录培训为优质的非学历职业教育赛道，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，上市公司在平移华图教育业务后有望凭借赛道的 β 和自身的 α 展现优异的业绩表现。

风险因素：招生增长和学费提价不及预期的风险；退款率过高的风险；长期出生率下滑的风险；教育行业的政策风险。

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

目 录

承接华图教育优质品牌，拓展招录培训	4
按部就班拓展招录培训业务	4
华图教育为老牌招录培训龙头	6
招录培训：赛道优质，三足鼎立	7
政策鼓励职业教育发展，招录培训赛道优质	7
竞争格局优化，呈“三足鼎立”之势	11

表 目 录

表 1 分公司计划设立情况	4
表 2 主要管理层背景	5
表 3 华图教育发展历程	6
表 4 职业教育政策	8
表 5 各考试通过率	10

图 目 录

图 1 公司股权结构	4
图 2 华图教育收入（亿元）及同比增速	6
图 3 华图教育毛利率	7
图 4 我们对于学历职业教育和非学历职业教育的划分	8
图 5 国考招录人数及同比增速	9
图 6 国考报名人数及同比增速	9
图 7 国考录取率	10
图 8 我国招录培训行业市场规模（亿元）及同比增速	11
图 9 中公教育、粉笔与华图教育收入对比	11
图 10 中公教育、粉笔与华图教育毛利率对比	12
图 11 中公教育、粉笔与华图教育归母净利润对比	12

承接华图教育优质品牌，拓展招录培训

按部就班拓展招录培训业务

公司拟拓展招录培训业务。公司拟通过全资子公司华图教育科技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、事业单位招录考试培训、医疗卫生系统的招录培训及其相应的资格证考试培训。23年7月，华图教育（公司控股股东的控股股东）建议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，公司董事会和股东大会分别决策审议通过了《关于支持下属上市公司拓展新业务的议案》。23年10月，全资子公司华图教育科技与关联方华图宏阳签订了《无形资产无偿授权使用协议》，华图教育科技可无偿使用相关无形资产，不收取许可费用。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分批次设立分公司，平移华图教育业务。全资子公司华图教育科技将在全国分批次设立分公司，并同步开展相关人员招聘、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。截至23年12月19日，根据天眼查资料显示，华图教育科技于23年10~11月在全国设立319家分支机构。

表 1 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	其他省份

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司与华图教育预计不构成同业竞争。公司将以省、市为单位逐步开展成人非学历培训业务，华图教育将在该等地区同步停止该等业务的招生工作，并在对存量学员的课程交付完毕后彻底停止该等业务。另外，基于招录考试培训的属地特性，培训学员通常会在报考地或者居住地选择培训班学习，不存在跨区域争夺客户（新学员）资源的情形，因此我们预计二者不构

成利益冲突和同业竞争。公司在所有相关省市的新业务开展后，同时华图教育交付完毕存量学员课程，将彻底退出公司经营的新业务的领域，从而解决潜在的同业竞争问题。

管理层具备丰富的教育行业经验。公司多位董事、监事及高管在华图教育任职，具有丰富的教育行业经验，其中董事长吴正果先生于2009年11月至2015年11月任华图教育董事、CFO。

表 2 主要管理层背景

姓名	职位	教育相关经历
吴正果	董事长	2009年11月~2015年11月任华图教育董事、CFO。
李曼卿	董事	2010年以来历任华图教育河南、广东分公司负责人；2017年2月~2017年12月任华图教育教学研究院院长、联席总裁，2018年1月~2019年1月任华图教育CEO，2017年12月至今任华图教育董事。
易定友	董事	2006年7月~2013年5月任华图教育校长，事业部总经理，2019年1~6月任华图教育青海分校校长，2019年6月~2020年4月任华图教育厦门分校校长，2020年5月至今任华图教育副总裁、医疗事业部总经理。
郑文照	董事	2009年1月~2013年12月历任华图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年1月~2016年12月任华图教育助理副总裁兼云南分公司负责人，2017年1月~2018年12月任华图教育副总裁兼广东分公司负责人、市场运营中心第一负责人，2019年1月~2021年6月份任华图教育联席总裁、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月至今任华图教育董事。
李品友	董事	2001年11月至2004年3月担任北京华图宏阳教育文化发展有限公司发行部经理；2004年4月至2007年12月担任北京华图宏阳教育文化发展有限公司培训部总监；2007年12月至2012年12月任华图教育总经理，2011年10月~2018年5月任华图教育董事，2012年12月~2017年6月任华图教育北区CEO，2014年12月~2015年8月任华图教育副董事长，2017年6月至今任华图教育联席总裁。
易晓英	监事会主席、监事	2018年9月~2023年11月历任华图教育财务总监、助理副总裁、副总裁。
肖德伦	监事	2017年6月~2023年11月历任华图教育董事长办公室主任、公共关系部总监、总裁办主任、党委书记，副总裁，2019年6月~2023年8月任华图教育董事，2023年7月至今任华图教育监事会主席。
张金国	监事	2011年11月~2013年3月任华图教育郑州分公司高校经理，2013年4月~2015年12月任华图教育郑州分公司运营总监，2016年1月~2023年4月历任河南中政华图总监、总经理，2023年4月~2023年11月历任华图教育助理副总裁、副总裁，2023年7月至今任华图教育监事，2023年11月至今任华图教育科技副总裁兼总经办主任。
陈颖	监事	2011年2月至今历任华图教育审计监察部专业经理、审计监察部总监、总裁办常务副主任。
章丹	副总经理、董事会秘书	2007年4月~2015年12月历任华图教育招生咨询、教务、资金管理、上市项目组成员、证券事务代表，2016年1月~2019年12月任华图教育董事会秘书办公室负责人。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

华图教育为老牌招录培训龙头

华图教育为我国非学历职业教育领军企业之一。华图教育成立于2003年，主营业务为非学历职业培训，主要提供公务员、事业单位、教师等招录及资格备考课程。在全国31个省市自治区拥有近千家直营分支机构及学习中心为学生提供面授培训，并以直播和录播形式提供线上培训。

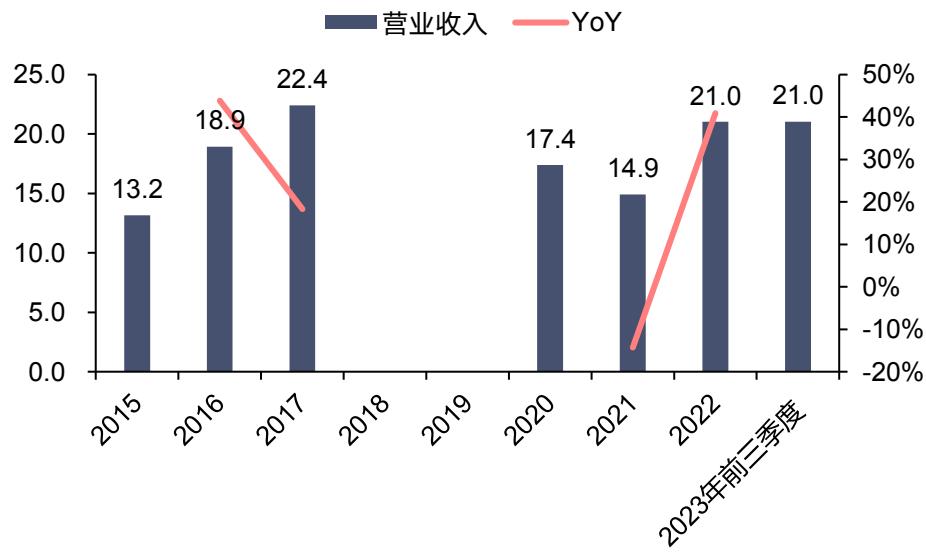
表3 华图教育发展历程

事件	事件
2003年2月	华图教育成立
2004年5月	开始提供国家公务员考试的培训业务
2010年9月	拓展教师招录培训
2011年10月	完成股份制改革
2012年9月	拓展事业单位招录培训
2013年11月	拓展金融领域，如农村信用合作社及银行的招录培训
2014年7月	股票新三板挂牌
2014年12月	成立华图在线，为移动端在线教育平台
2018年2月	终止新三板挂牌
2018年3月	向联交所主板提交上市申请
2019年9月	旗下华图投资收购山鼎设计控股股权

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

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%。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、已超过22年全年水平，随着Q4国家公务员考试的临近，有望逐步进入到收入确认的小旺季。

图2 华图教育收入（亿元）及同比增速

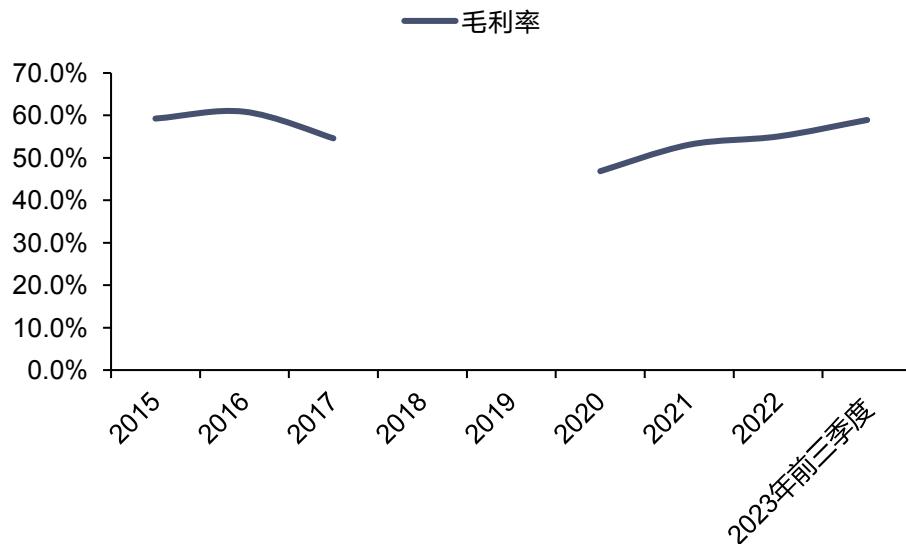


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：18-19年无公开数据。

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 3 华图教育毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：18~19 年无公开数据。

招录培训：赛道优质，三足鼎立

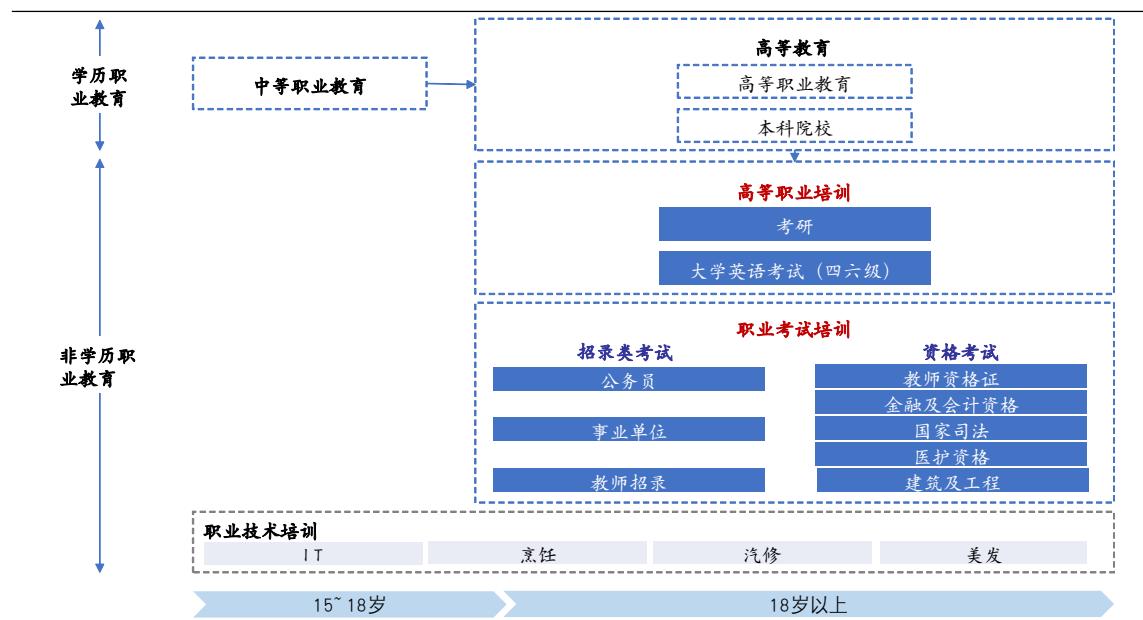
政策鼓励职业教育发展，招录培训赛道优质

国家多次发文鼓励现代职业教育的发展。近年来，国家多次发文鼓励现代职业教育的发展，特别是在 22 年 12 月发布的《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》中明确提出“优先选择新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、高端仪器、航空航天装备、节能与新能源汽车、新材料、生物医药等重点行业和重点领域，...支持龙头企业和高水平高等学校、职业学校牵头，组建学校、科研机构、上下游企业等共同参与的跨区域产教融合共同体...向行业企业员工开展岗前培训、岗位培训和继续教育”。可见高端制造和服务这些符合产业升级趋势的重点领域的职业教育有望充分受益。

表 4 职业教育政策

时间	政策	主要内容
2022年12月21日	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	完善职教高考制度，健全“文化素质+职业技能”考试招生办法，扩大应用型本科院校在职业教育高考中的招生规模，招生计划由各地在国家核定的年度招生规模中统筹安排。面向新业态、新职业、新岗位，广泛开展技术技能培训，服务全民终身学习和技能型社会建设。
2022年12月14日	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	完善职业技术教育和培训体系，增强职业技术教育适应性。
2022年10月7日	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	鼓励各类企业事业单位、社会团体及其他社会组织以独资、合资、合作等方式依法参与举办职业教育培训机构，积极参与承接政府购买服务。建立职业资格、职业技能等级与相应职称、学历的双向比照认定制度，推进学历教育学习成果、非学历教育学习成果、职业技能等级学分转换互认，建立国家资历框架。
2021年10月12日	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	到2025年，职业教育类型特色更加鲜明，现代职业教育体系基本建成，技能型社会建设全面推进。办学格局更加优化，办学条件大幅改善，职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%，职业教育吸引力和培养质量显著提高。鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。
2020年9月16日	《职业教育提质培优行动计划（2020—2023年）》	强化中职教育的基础性作用，巩固专科高职教育的主体地位，稳步发展高层次职业教育，推动学历教育与职业培训并举并重。

资料来源：中国政府网，新华社，教育部网站，信达证券研发中心

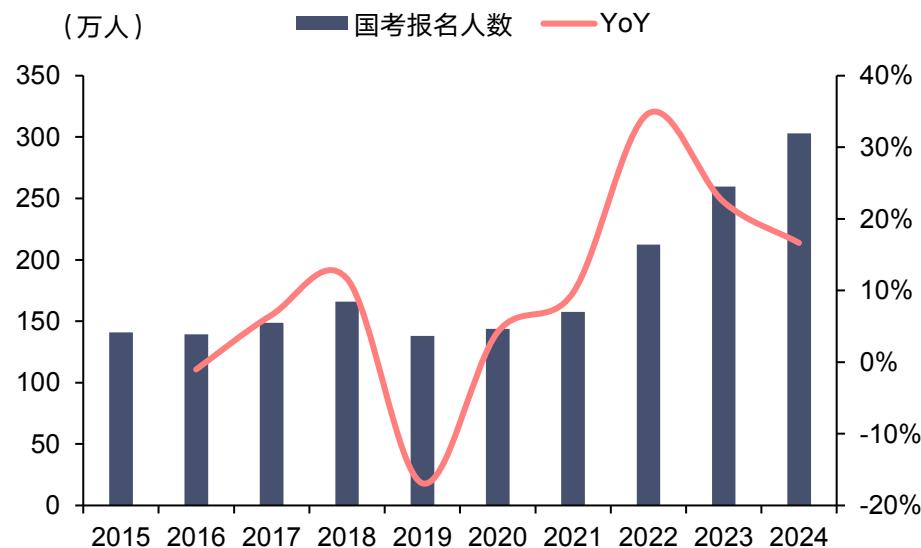
图 4 我们对于学历职业教育和非学历职业教育的划分


资料来源：粉笔招股书，信达证券研发中心

就业压力大，参加招录考试意愿不断提升。23年6月，16~24岁劳动力调查失业率21.3%，我们估计参加招录考试意愿有望不断提升。以国家公务员考试为例，24年国家公务员计划招录3.96万人、同增6.7%，考试报名人数创新高，通过资格审查人数达303万人、同增21%。

图 5 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

图 6 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

录取率进一步下降，有望带动参培意愿不断提升。招录考试的自然通过率很低，公务员国考约 1~2%，省考约 3~4%，事业单位在 4% 左右（以上海为例）。24 年公务员国考招录比从 23 年 67:1 降至 77:1，竞争日趋激烈，有望刺激参培意愿和参培率不断提升。

图 7 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

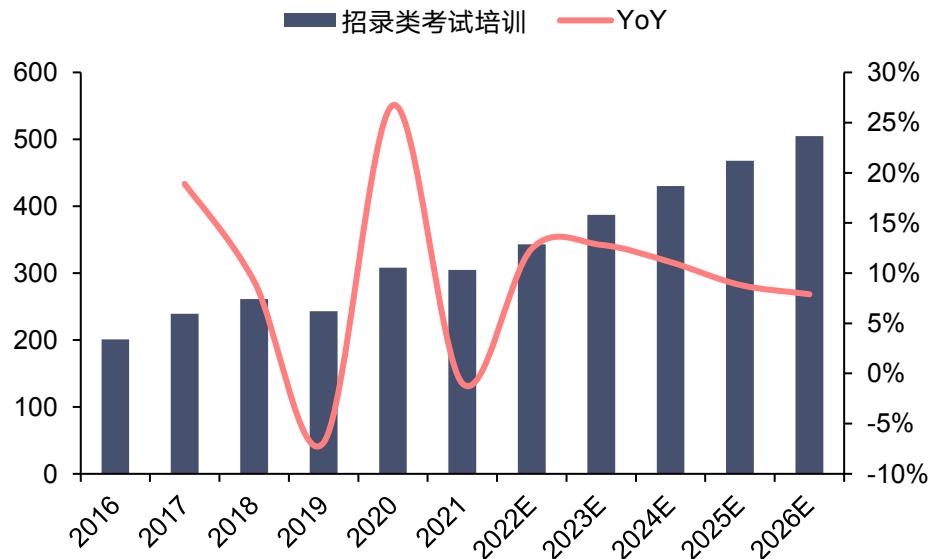
表 5 各考试通过率

考试	通过率
公务员考试	国考 23年笔试通过率：8.2%
	省考 最终录取率：1.5%
事业单位公开招聘考试	近年约3.2%
中小学教师资格考试	22年上海事业单位公开招聘笔试报录比约10.7:1
	通过率约30%

资料来源：中公教育官网，华图教育官网，中国教育考试网，公务员考试信息网公众号，国企招聘公众号，新翰林院公众号，高途事考小帮手公众号，信达证券研发中心整理

21年招录培训市场规模超过300亿元，且有望不断增长。根据弗若斯特沙利文报告，21年我国招录类考试市场规模达305亿元，且未来有望保持较快增长。未来随着毕业生数量中长期增长（05~17年出生人口稳步提升，假设22岁参加考试，则至少2039年前人口基数保持相对稳定）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。

图 8 我国招录培训行业市场规模（亿元）及同比增速



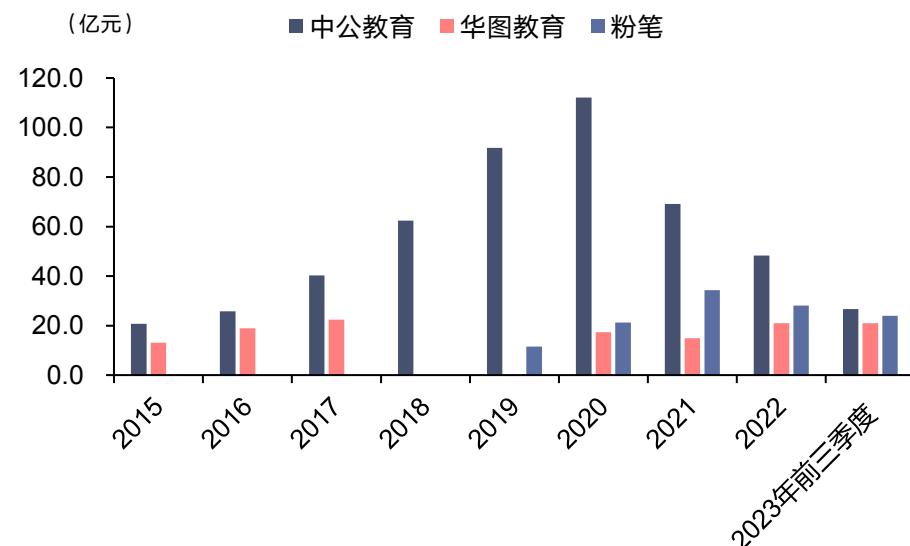
资料来源：弗若斯特沙利文，粉笔招股书，信达证券研发中心

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，中公因退费等问题导致规模压缩，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，粉笔收入我们估计为 24 亿元左右（粉笔不发布三季报，H1 实现收入 16.8 亿元，我们估计 Q3 的收入在 7 亿元左右）。

图 9 中公教育、粉笔与华图教育收入对比

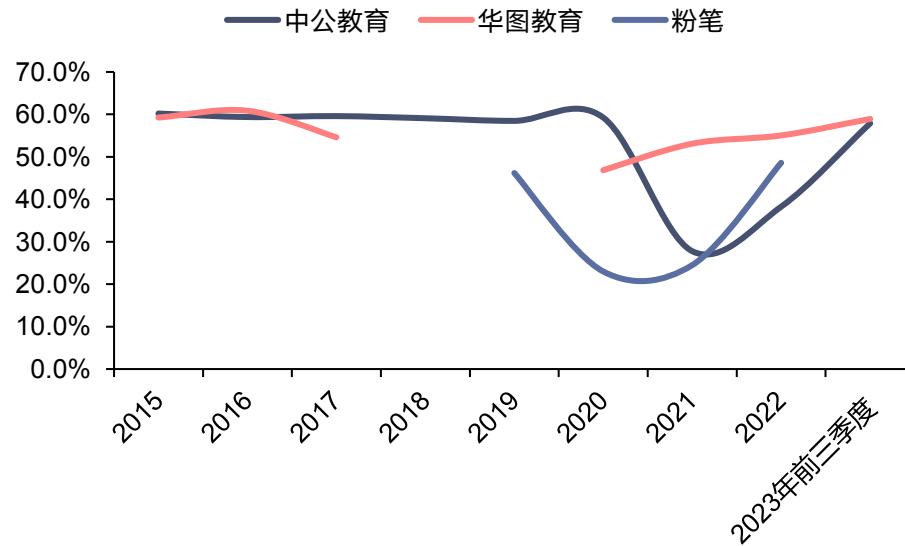


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

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。随着新冠疫情影晌的消解，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。

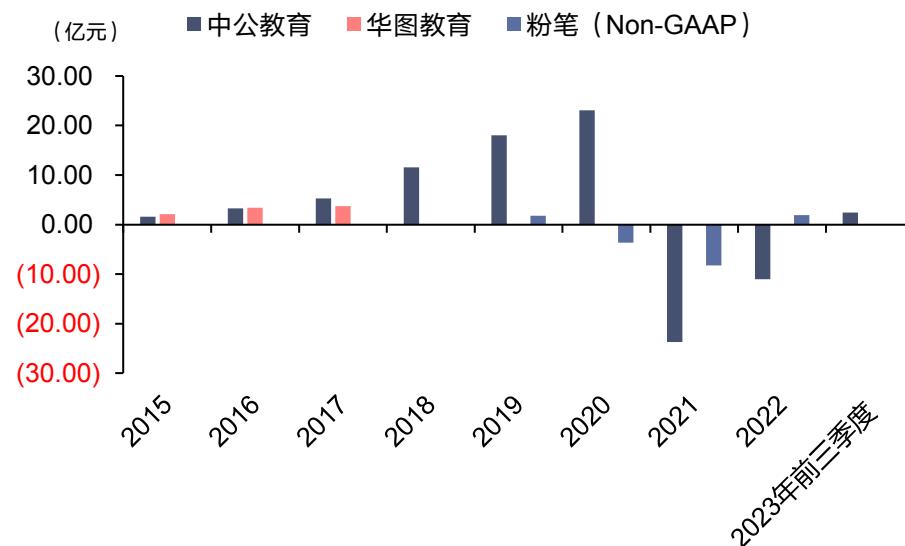
图 10 中公教育、粉笔与华图教育毛利率对比



资料来源：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 11 中公教育、粉笔与华图教育归母净利润对比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：华图教育 18-23 年 9 月末无公开归属净利润数据。

投资建议

基于华图教育多年的招录培训经验，教育业务逐步平移到上市公司，华图教育的收入和毛利率均体现良好的增长及盈利能力。招录培训为优质的非学历职业教育赛道，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，上市公司在平移华图教育业务后有望凭借赛道的 β 和自身的 α 展现优异的业绩表现。

风险因素

招生增长和学费提价不及预期的风险：招生增长以及学费提价具有一定不确定性。

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。

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。

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、意见及推论仅供参考，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。

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； 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

评级说明

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。