

# 华图山鼎（300492）

## 依托华图品牌拓展教育业务，20年公考龙头再起航

买入（首次）

2024年01月01日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

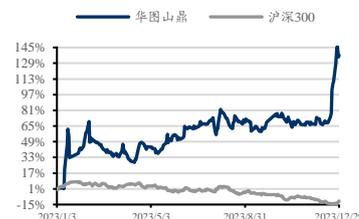
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	107	74	90	103
同比	-3%	-30%	20%	16%
归属母公司净利润（百万元）	11	2	7	13
同比	-14%	-77%	198%	70%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.08	0.02	0.05	0.09
P/E（现价&最新股本摊薄）	1,078.57	4,782.92	1,603.26	942.82

关键词：#新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- **华图山鼎拟依托华图教育相关资产拓展职业教育业务：**华图教育成立于2001年，主要提供招录考试培训服务，是中国职业教育培训龙头之一。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，2023年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，包括公务员招考、事业单位招考和医疗卫生系统招考及资格考试的培训业务。华图教育以面授课程为主，2017年收入占比超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，毛利率为55%/59%，收入和盈利能力显著恢复。
- **考培行业需求旺盛，线下为核心提供全流程服务：**1) **市场需求旺盛，龙头差异化竞争。**中国职业考试培训行业市场规模2016-2021年CAGR为16.3%。在行业少量全国性龙头+大量地方型机构盘踞的格局下，行业集中度较低，CR5为22.1%，龙头公司在服务形式、产品结构等方面形成差异化竞争。2) **主推非协议班，巩固线下培训优势。**基地班产品更新迭代，巩固线下考培优势。公司主推非协议班，协议班退费比例有所降低，协议班收入占比未来或持续下降，盈利能力有望提高。华图不断探索职业教育其他产品，布局多元业务。3) **长期来看，行业渗透率有望提升。**中国招录考试培训行业渗透率预计从2021年的27%提升至2026年的31%，龙头公司或凭借品牌优势享受该红利。
- **盈利预测与投资评级：**作为深耕公考培训20年的职业教育龙头，华图教育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。华图教育盈利能力或不断提升，未来有望受益于持续旺盛的考培市场需求。华图山鼎将通过无偿使用华图教育相关无形资产等方式，开展非学历职业教育业务，若新业务顺利开展并保持良好经营态势，未来可能贡献营收和利润增量。由于新业务开展进度和业绩体现在报表端的时间节点不确定，我们对原有建筑设计相关业务进行预测，2023-2025年华图山鼎归母净利润为0.02/0.07/0.13亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新业务布局进度不及预期、政策及监管、竞争加剧等风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	84.67
一年最低/最高价	35.19/88.87
市净率(倍)	39.93
流通 A 股市值(百万元)	11,894.99
总市值(百万元)	11,894.99

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.12
资产负债率(%，LF)	9.26
总股本(百万股)	140.49
流通 A 股(百万股)	140.49

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况：依托华图教育资产拓展职业教育业务</b> .....	<b>4</b>
1.1. 发展历程：逐步拓展非学历培训业务.....	4
1.2. 业务模式：聚焦线下的招考培训龙头.....	6
1.3. 公司股权结构.....	8
<b>2. 核心看点：考培行业需求旺盛，线下为核心提供全流程服务</b> .....	<b>9</b>
<b>3. 财务分析：华图山鼎原业务收缩，教育新业务有望贡献增量</b> .....	<b>13</b>
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>15</b>
4.1. 盈利预测.....	15
4.2. 投资评级.....	16
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图 1:	无偿使用无形资产概况.....	4
图 2:	华图教育发展及上市历程.....	5
图 3:	非学历类职业教育行业构成图.....	6
图 4:	华图教育按服务类型收入结构.....	6
图 5:	笔试、面试课程介绍.....	6
图 6:	华图教育面授培训收入结构（亿元）.....	7
图 7:	华图教育面授培训主要课程产品招生人次（万人）.....	7
图 8:	华图教育面授协议班/普通班收入结构.....	7
图 9:	协议班/普通班服务流程.....	7
图 10:	华图教育收入及同比增速.....	8
图 11:	华图教育毛利率.....	8
图 12:	公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）.....	8
图 13:	全国城镇青年群体失业率.....	10
图 14:	2015-2024 年国考报名人数及增速.....	10
图 15:	我国招录类考试培训市场规模及增速.....	10
图 16:	公职类和事业单位类考试培训市场规模及增速.....	10
图 17:	2021 年我国职业考试培训行业竞争格局.....	11
图 18:	龙头公司收入情况.....	11
图 19:	基地班产品介绍.....	11
图 20:	招录考试培训渗透率.....	13
图 21:	华图山鼎营收及同比增速.....	13
图 22:	华图山鼎毛利率.....	14
图 23:	华图山鼎归母净利润及同比增速.....	14
图 24:	华图教育收入与同比增速.....	15
图 25:	华图教育归母净利润与同比增速.....	15
表 1:	分批设立分公司.....	4
表 2:	公司主要管理层介绍.....	9
表 3:	协议班和非协议班收费标准（以江苏南京地市分校为例）.....	12
表 4:	2024 重要考试时间表.....	12
表 5:	营业收入拆分预测（单位：亿元）.....	15
表 6:	营收及归母净利润预测（单位：亿元）.....	16

## 1. 公司概况：依托华图教育资产拓展职业教育业务

### 1.1. 发展历程：逐步拓展非学历培训业务

华图山鼎拟拓展职业教育业务，获得华图教育相关无形资产无偿使用授权。2023年10月华图山鼎全资子公司华图教育科技有限公司与北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司（下文简称华图教育）签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图教育许可将相关无形资产无偿授权给华图教育科技使用。本次标的资产包括华图教育在国家工商总局商标局注册登记的商标、成人非学历培训业务的课件及其著作权、www.huatu.com等网站域名及相应的网络系统资源。

图1：无偿使用无形资产概况

序号	商标图样	类别	申请号
1		35	11662113
		16	11662107
		41	11662108
2		41	11512898
		35	11512899
		16	11512897
3		35	11512901
		41	11512902
		16	11512900

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分批设立分公司开展非学历培训业务，华图教育将同步终止同类业务。华图山鼎子公司华图教育科技将在全国分批次设立分公司，第一批计划包括北京、四川、山东、河南、湖北、吉林各地市；第二批计划包括广东、山西、辽宁、云南、安徽各地市；第三批计划包括河北、浙江、陕西、江苏、湖南各地市。分公司在设立过程中将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。同时华图教育将停止在该公司业务区域内同类业务的招生工作，且在交付完毕已招学员的课程后将不再经营该等业务。根据天眼查，截至2023年12月27日，华图教育科技有限公司下设分公司322家。

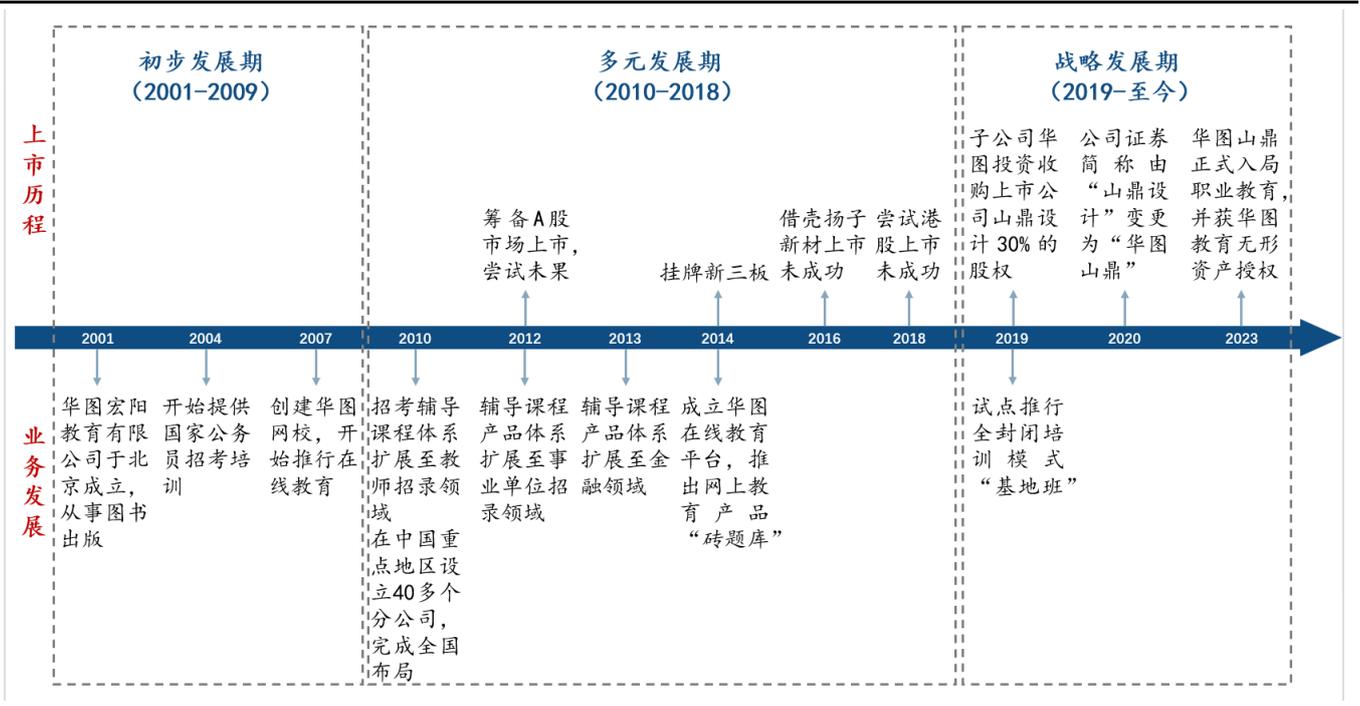
表1：分批设立分公司

批次	地区
第一批	北京、四川、山东、河南、湖北、吉林各地市
第二批	广东、山西、辽宁、云南、安徽各地市
第三批	河北、浙江、陕西、江苏、湖南各地市
第四批	其余省份的地市

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华图教育是中国职业教育培训龙头之一。华图教育成立于 2001 年，是中国职业教育培训龙头之一，在全国设有 1000 多家学习中心。2003 年华图教育正式进入公务员招考培训行业，此后快速扩张，2008 年基本完成分校全国布局。华图教育从 2012 年起多次尝试上市，但因各种原因未成功。2019 年华图教育子公司华图投资收购上市公司山鼎设计（2020 年更名为“华图山鼎”）30% 的股份，2023 年华图山鼎获得华图教育相关无形资产无偿使用权，在上市公司体内拓展职业教育新业务。

图2：华图教育发展及上市历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

**初步发展期（2001-2009 年）：深耕公考培训业务。**2002 年华图教育策划发行中国首套司法考试教材，2004 年开始提供国家公务员招考培训业务。2007 年正式创建国内首家公职考试在线教育培训机构——华图网校，开始推行在线教育。华图教育深耕中国公考培训行业。

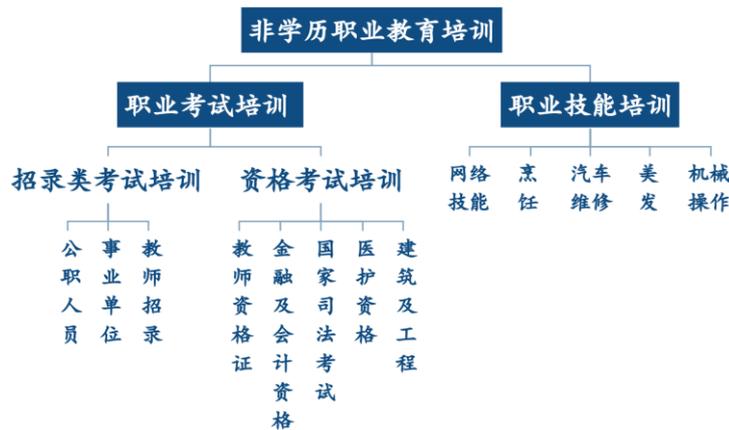
**多元发展期（2010-2018 年）：业务类型快速拓展。**华图教育持续扩张分公司版图，截至 2010 年，华图教育在中国重点地区设立 400 多个分公司，基本完成全国布局。同年，华图教育业务迅猛发展，招考辅导课程体系扩张至教师招聘领域。2012-2014 年，华图教育先后开设事业单位招聘培训、金融领域辅导课程，并推出网上教育产品“砖题库”，业务体系迅速拓展。2014 年华图教育成功登陆新三板。

**战略发展期（2019 年至今）：恢复发展平移业务。**2019 年华图教育战略收购山鼎设计 30% 股权，2020 年将山鼎设计更名为“华图山鼎”。2023 年华图山鼎拟开展职业教育培训业务，2022 年/2023 年 Q1-Q3 分别实现销售收入 21.03/21.05 亿元，业绩表现逐步恢复。

## 1.2. 业务模式：聚焦线下的招考培训龙头

华图山鼎开展的培训业务主要针对**公务员招考、事业单位招聘和医疗卫生系统招考及资格考试**。我国的职业教育培训包括学历与非学历两类，其中非学历职业教育培训分为职业考试培训和职业技能培训，前者涵盖招录类考试培训与资格考试培训，后者囊括各类专项技能培训。目前华图山鼎拟开展的非学历类职业培训业务主要针对国家及地方公务员招录考试、事业单位招聘考试及医疗卫生系统招录及相关资格考试，尚未开展华图教育开展的教师招录培训、军队转业干部招录培训、司法考试培训等业务。

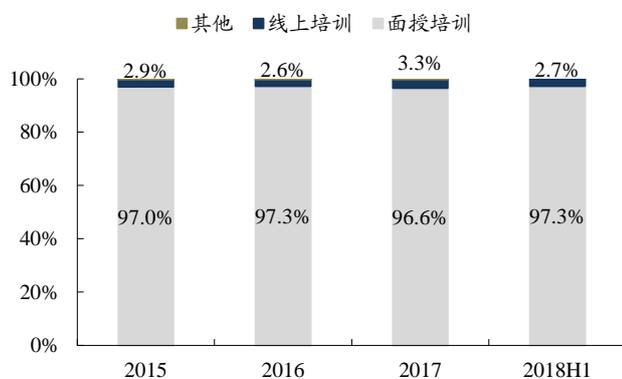
图3：非学历类职业教育行业构成图



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

华图教育以**线下面授培训形式为主**。华图教育针对招录及资格考试提供全方位备考课程与咨询服务，2017年实现营收22.4亿元，2015-2017年收入CAGR为26.6%。按照服务类型可分为线上培训与面授培训，前者通过网络平台直播或录像授课；后者通过传统课堂教学为学员提供专业的面试和笔试课程，其中笔试课程涵盖理论学习、练习及模拟考试、考试冲刺三部分，面试课程包含理论学习与面试练习两部分。公司主要采取线下面授形式，面授培训收入占比均超九成。

图4：华图教育按服务类型收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：其他指特定情况下提供的企业管理咨询服务

图5：笔试、面试课程介绍

**笔试课程**

- 理论学习：讲师根据考试大纲授课，全面涵盖理论知识。
- 练习及模拟考试：讲师通过练习和模拟考试，分析学员水平，帮助其复习。
- 考试冲刺：讲师帮助学员系统复习课程内容以巩固关键知识点。

**面试课程**

- 理论学习：讲师针对招考要求授课，全面涵盖各类面试问题。
- 面试练习：学员通过模拟面试练习，由讲师检查并提供反馈。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华图教育核心业务是公务员和事业单位招录培训。2017 年华图教育面授培训收入合计 21.7 亿元，合计招生 54.5 万人次，核心业务为公务员和事业单位招录考试培训，公务员/事业单位面授课程收入分别为 12.3/3.0 亿元，合计占比 71%。2017 年公务员/事业单位/教师招录培训课程单次报名平均收入分别为 4565/2929/1988 元。教师招录和其他业务快速发展，公务员和事业单位课程收入和招生量占比逐渐下滑。针对公务员和事业单位招考要求，华图教育提供全方位备考课程和定制化面试培训，帮助学员掌握相关知识。

图6：华图教育面授培训收入结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：其他主要包括军队转业干部招录、银行系统招录及医疗卫生系统招录

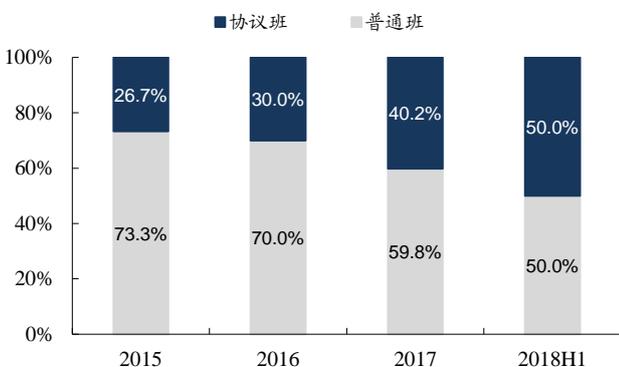
图7：华图教育面授培训主要课程产品招生人次（万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

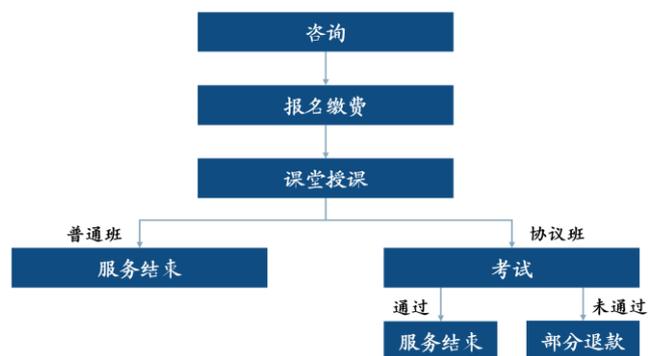
华图教育面授培训按课程类型分为协议班和非协议班。普通班与协议班确认收入的时点和方式不同，普通班可于服务期内确认收入，协议班学费不可退款部分于期内确认，退款部分受考试通过率和备考周期的影响。2015-2017 年协议班收入占比持续上升，2018 上半年协议班收入占比达 50%。2021 年后在退费潮的影响下，华图主推非协议班，未来协议班占比或将逐步下降。

图8：华图教育面授协议班/普通班收入结构



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图9：协议班/普通班服务流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

华图教育收入和盈利能力显著恢复。2022 年华图教育非学历培训相关收入为 21.03

亿元，同比增长 40.9%，接近 2017 年华图教育收入高点水平。2023 年 Q1-Q3 收入 21.05 亿元，得益于国家公务员考试临近，公司收入有望进入确认的小旺季。毛利率方面，2020 年受疫情冲击，毛利率大幅下滑，之后随线下培训的逐步恢复和产品结构调整，2023 年 Q1-Q3 毛利率恢复至 59.0%。

图10: 华图教育收入及同比增速



数据来源：公司公告，公司招股书，东吴证券研究所  
注：2020-2022/2023Q1-Q3 仅含非学历类培训业务收入

图11: 华图教育毛利率

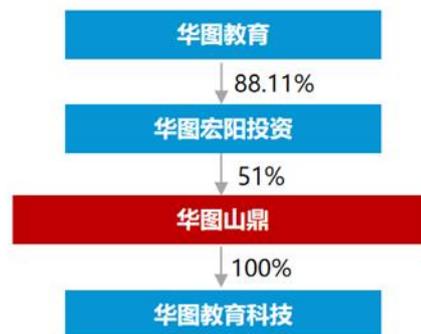


数据来源：公司公告，公司招股书，东吴证券研究所  
注：2020-2022/2023Q1-Q3 仅含非学历类培训业务收入

### 1.3. 公司股权结构

华图投资为控股股东，实控人为易定宏。2019 年，华图宏阳教育控股子公司华图投资受让上市公司山顶设计 30% 股权，成为控股股东。2021 年华图投资完成要约收购华图山鼎 20.71% 股权（占扣除已回购股份后总股本的 20.80%）。截至 2023 年 9 月 30 日，华图投资持股比例为 51%，公司实控人为易定宏。

图12: 公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司核心管理人员较为稳定，具备丰富的行业经验。大多数管理高层深耕教育行业超过 5 年，其中吴正果先生具备多年教育行业经验。公司目前已形成高水平的治理结构，成为公司整体战略规划制定与运作有效性的强力保证。

表2: 公司主要管理层介绍

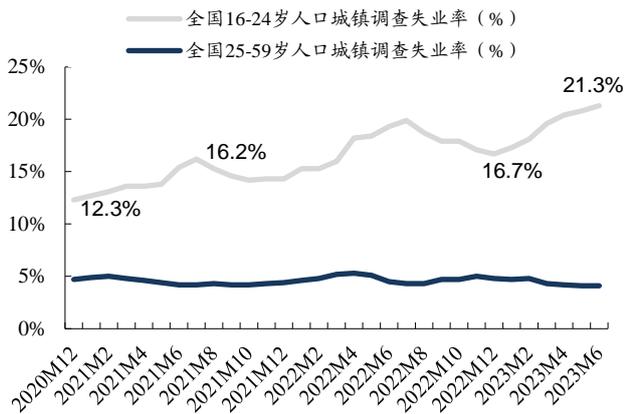
姓名	职位	工作经历
吴正杲	董事长	2009年11月至2015年11月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事、CFO。
李曼卿	非独立董事	2018年1月至2019年1月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司CEO；2017年12月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事，2021年11月至今任华图山鼎董事。
郑文照	非独立董事	2021年7月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司联席总裁；2019年6月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事，2021年11月至今任华图山鼎董事。
易定友	非独立董事	2021年7月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司联席总裁；2019年6月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事，2021年11月至今任华图山鼎董事。
李品友	非独立董事	2011年10月至2018年5月担任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事；2014年12月至2015年8月担任北京华图宏阳教育文化发展有限公司副董事长；2017年6月至今担任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司联席总裁。
肖德伦	副总裁	2019年6月至2023年8月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事；2023年7月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司监事会主席2023年11月至今任华图教育科技有限公司副总裁职务。
章丹	副总经理、董事会秘书	2016年1月至2019年12月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事会秘书办公室负责人；2020年1月至今任华图山鼎副总经理；2021年9月至今任华图山鼎董事会秘书。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 核心看点：考培行业需求旺盛，线下为核心提供全流程服务

**就业形势严峻，考培需求上升。**近年来伴随高校扩招，我国高校应届生数量逐年攀升。据国家统计局数据，2022年应届毕业生数量967万，同比大幅增长140万，应届生求职竞争加剧。同时，企业端用工需求恢复较慢，且部分企业裁员降薪加大工作不稳定性，青年群体（16-24岁人口）失业率提升。2023年6月全国16-24岁人口城镇调查失业率达到21.3%，较去年末上升4.6pct。

图13: 全国城镇青年群体失业率



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

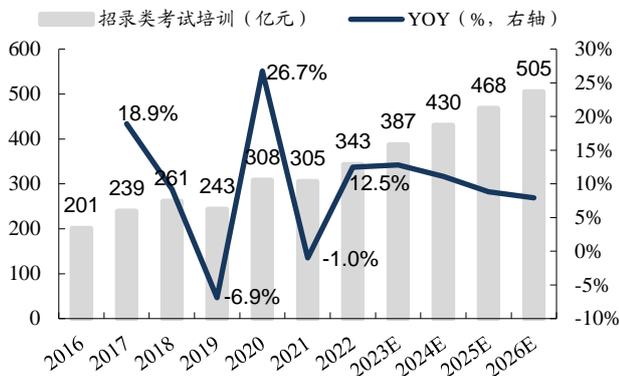
图14: 2015-2024 年国考报名人数及增速



数据来源: 国家公务员局, 中公教育官网, 东吴证券研究所

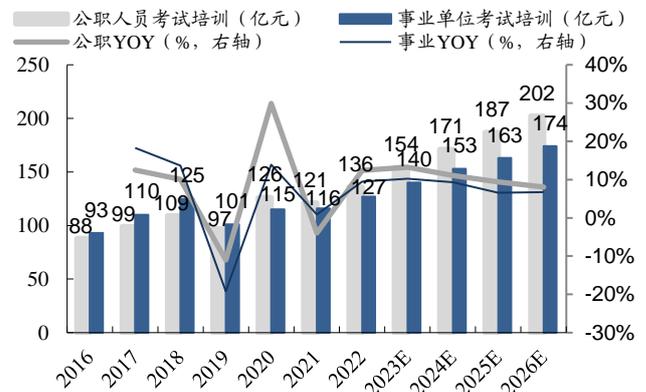
**招录类考试培训行业市场规模迅速增长。**复杂就业形势下, 参加考试培训成为多数人提高竞争力的选择, 职业考试培训行业也因此得到快速增长。据弗若斯特沙利文报告, 2021 年我国职业考试培训行业市场规模 2016-2021 年 CAGR 为 16.3%, 预期 2026 年市场规模将达到 1102 亿元。而作为职业考试培训的细分领域, 招录类考试培训的市场规模也在同步增长。2021 中国招录类考试培训市场规模 305 亿元, 2016-2021 年 CAGR 为 8.7%。细分市场来看, 2021 年公职人员考试/事业单位考试/教师招录培训市场规模分别为 121/116/68 亿元, 预期 2026 年市场规模分别可达 202/174/129 亿元。

图15: 我国招录类考试培训市场规模及增速



数据来源: 粉笔公司招股书, 东吴证券研究所  
注: 2022 年为估计数据

图16: 公职类和事业单位类考试培训市场规模及增速

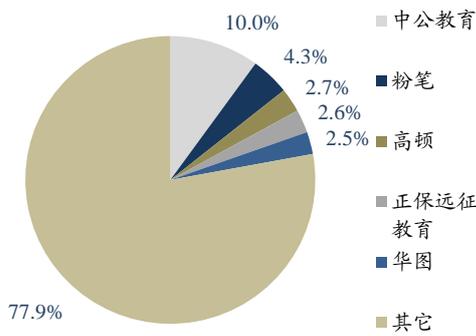


数据来源: 粉笔公司招股书, 东吴证券研究所  
注: 2022 年为估计数据

**行业集中度较低, 龙头差异化竞争。**职业教育及招录类岗位的需求分布广泛, 并且深入地级市及县域, 需求的分散性和地域性催生大批地方型中小考培机构, 整体集中度较低。根据弗若斯特沙利文数据, 2021 年我国职业考试培训行业 CR5 为 22.1%。在少量全国性龙头+大量地方型机构盘踞的行业格局下, 头部企业呈现差异化的竞争态势。

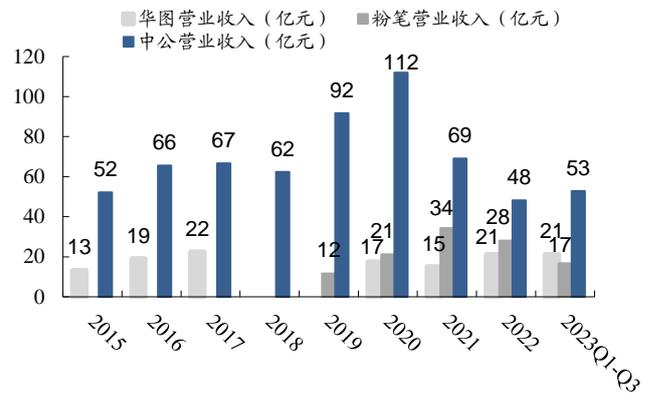
分渠道来看，中公为传统线下龙头，2023H1 线下培训营收占比 62%，粉笔线上渠道优势稳固，2023H1 线上占比 43%，华图以线下为主，2018H1 线下面授营收占比 97%。在细分业务方面，中公各业务营收结构多元，2022H1 国考培训和事业单位合计占比 52%，粉笔以考公考编为主，2022H1 两者合计营收占比 86%，华图 2018H1 国考和事业单位报考人次占比为 70%。

图17: 2021 年我国职业考试培训行业竞争格局



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图18: 龙头公司收入情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**基地班产品更新迭代, 巩固线下考培优势。**由华图教育率先推出基地班, 即利用独立封闭的环境提高学习效率, 后续基地班不断迭代完善, 课程安排更加专业丰富。以针对 2024 年国考的“状元基地班”为例, 华图打破传统“填鸭式”教学模式, 独创了授课+巩固+总结的创新模式, 帮助学员多维度训练、跨科目巩固。

图19: 基地班产品介绍

华图国考状元基地班	特点	介绍
发展历程	沉淀五年、独特专业	2018 年构思起源, 2019 年试点推广, 2020 年至今迭代完善, 形成稳定基地授课模式
授课模式	授课+巩固+总结的创新模式	1 天巩固提升, 1 天回顾总结, 严格贴合艾宾浩斯遗忘曲线进行课程设计
专项训练	稳准狠、直击痛点	对政治理论素养和行政执法申论两个重要易失分版块进行重点关注
日程安排	封闭管理、氛围浓厚	无限制投入场地、人员, 给予学员良好的学习环境, 让学员无杂念地投入学习

数据来源: 华图教育官网, 东吴证券研究所

**主推非协议班, 提高盈利能力。**协议班短期内可扩大市场份额, 但其存在退款负债和合约负债规模较大的风险。目前华图主推非协议班, 用线下课程的满意度吸引更多生源; 协议班退费比例有所降低, 协议班收入占比或持续下降; 课程周期较长, 盈利能力有望提高, 与其他机构进行良性竞争。

表3: 协议班和非协议班收费标准 (以江苏南京地市分校为例)

考试类型	班型	价格 (元)	说明	课时与开课时间
国考	协议班	37800	笔试通过送面试;笔试未通过退 24000;面试未录用退 22000	68 天 68 晚, 2024.7.1
	非协议班	19800	未过无退款	68 天 68 晚, 2024.7.1
省考	寒暑假协议班	32800	笔试通过送面试;笔试未通过退 19000;面试未录用退 17000	60 天 60 晚, 2024.1.22
	寒暑假非协议班	19800	未过无退款	60 天 60 晚, 2024.1.22
	全年双考笔试非协议班	39800	未过无退款	235 天 235 晚, 2024.4.8
	全年双考笔面协议 A 班	43800	笔试通过送面试;笔试未通过退 9000;面试未录用退 9000	235 天 235 晚, 2024.4.8
	全年双考笔面协议 B 班	49800	笔试通过送面试;笔试未通过退 15000;面试未录用退 15000	235 天 235 晚, 2024.4.8

数据来源: 华图教育官网, 东吴证券研究所

**持续拓展多元业务, 提前布局 2024 年。**在国家“构建多元化、多层次培养结构和体系, 培厚拔尖人才生长土壤”的政策鼓励下, 华图探索针对资格考试和其他职业教育业务, 开发多元产品。根据 2024 年考试安排, 除考公考编外, 华图布局教资、医疗卫生、银行招聘、部队文职等培训服务, 充分发挥面授培训优势, 逐步提高课程体系覆盖广度, 拓展多元业务。

表4: 2024 重要考试时间表

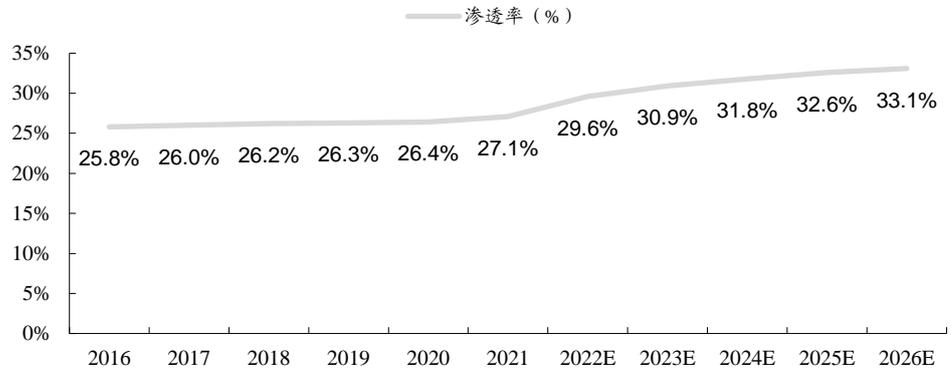
证书名称	报名时间	考试时间	报名网站
教师资格证	1 月/7 月	笔试: 3/9 月 面试: 5/11 月	中小学教师资格考试网
计算机二级	1/3/7/10 月	4/6/9/12 月	全国计算机等级考试网
初级/高级会计师	2 月	5 月	全国会计资格评价网
注册会计师	4 月	8 月	注册会计师全国统一考试网
二级建造师	4 月	6 月	中国人事考试网
英语四六级	3 月, 9 月	6/12 月	中国教育考试网
律师资格证	6 月	笔试: 9 月	司法部国家司法考试中心
一级建造师	7 月	9 月	中国人事考试网
普通话证书	每月都有	报名后次月	国家普通话水平测试网
执业护士证	12 月	4 月	国家卫生健康委人才交流服务中心
初级经济师	7-8 月	11 月	中国人事考试网
证券从业资格证	6 月, 11 月	报名次月	中国证券业协会
银行从业资格证	4 月, 9 月	7/11 月	银行业专业人员初级职业资格考试服务平台
注册税务师	5-7 月	11 月	中国注册税务师协会

数据来源: 中国人事考试网, 东吴证券研究所

**中国招录考试培训渗透率有望提升。**招录类考试报名人数逐年增加, 相关培训市场的潜在客群规模未来有望维持较高水平。随着竞争进一步加剧, 中国招录考试培训渗透

率未来有望持续提高。根据弗若斯特沙利文报告数据，我国招录类考试培训行业的渗透率有望以逐年增长的态势，从2021年的27%稳步提升至2026年的31%。华图教育作为行业龙头，凭借积累的线下培训品牌优势，长期或将受益于招考培训渗透率提高。

图20：招录考试培训渗透率

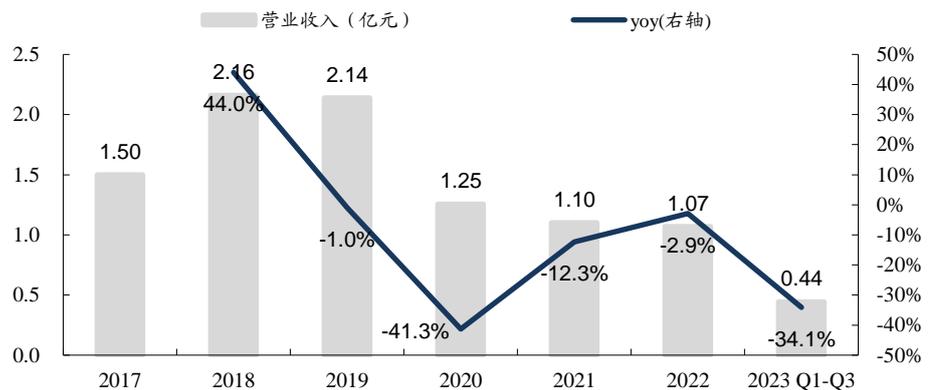


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

### 3. 财务分析：华图山鼎原业务收缩，教育新业务有望贡献增量

设计业务受房地产行业拖累，华图山鼎营收下滑。建筑设计业务为房地产行业的上游产业，产业自身发展与房地产企业具有高度的关联性。受房地产市场供需两端低迷的影响，华图山鼎所处的建筑设计行业面临业务减少、项目推进放缓、付款周期变长、市场竞争加剧等困难局面，公司主营业务发展受阻，营收等业绩表现承压。2018-2022年，营收CAGR为-16.1%，2023年Q1-Q3营收同比下降34.1%。

图21：华图山鼎营收及同比增速

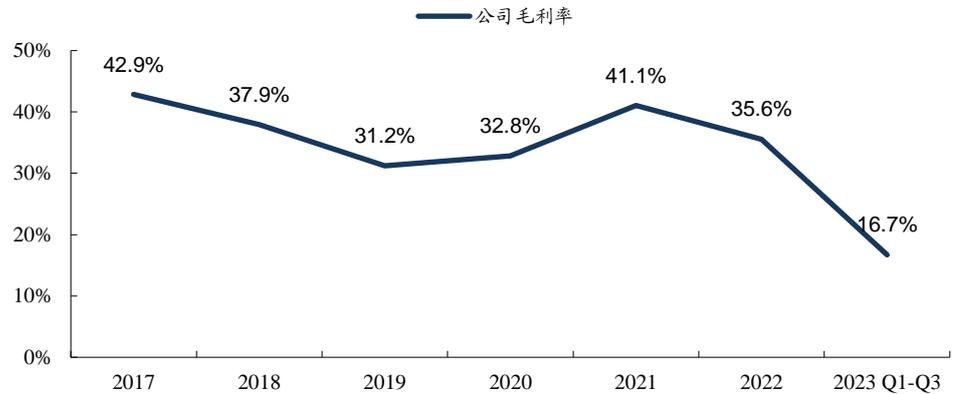


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

成本相对刚性，毛利率随收入规模下行。华图山鼎的营业成本主要为与项目相关的薪酬成本、分包成本、其他成本等。各部分成本相对刚性，毛利率主要受收入规模影响，呈现下行趋势。2022年毛利率为35.6%，较上年同期下滑5.5pct，2023年Q1-Q3毛利率

进一步下滑至 16.7%。

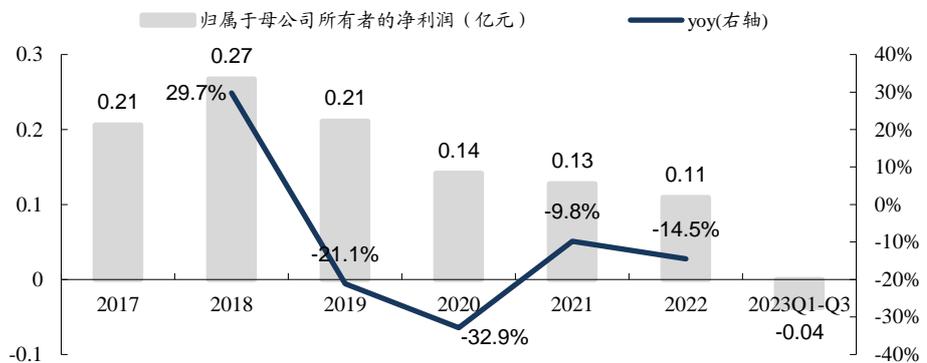
图22: 华图山鼎毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**归母净利润规模收缩。**2023Q1-Q3 华图山鼎销售费用率/管理费用率分别为 3.95%/20.14%，较去年同期-0.25/+3.56pct，由于主营业务规模收缩、费用率上行，归母净利润持续下滑，2018-2022 年归母净利润 CAGR 为-20%。2023 年 Q1-Q3 华图山鼎归母净利润亏损 370.36 万元，去年同期为 590.10 万元。

图23: 华图山鼎归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**华图教育科技或将贡献收入和利润增量。**华图山鼎控股子公司华图教育科技开展非学历培训业务或将成为新盈利增长极，打造“双产业”业务格局，拓展未来成长空间。2017 年华图教育实现营收 22.41 亿元，归母净利润 3.73 亿元。2022 年华图教育相关业务实现收入 21.03 亿元，同比增长 40.9%，已接近 2017 年华图教育收入水平。若职业教育业务在华图山鼎体内顺利发展，未来或将贡献收入和利润增量。

图24: 华图教育收入与同比增速

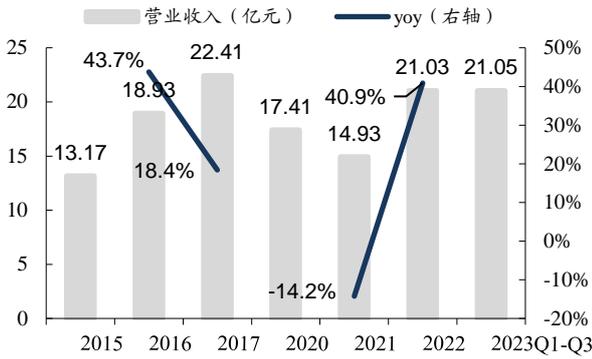
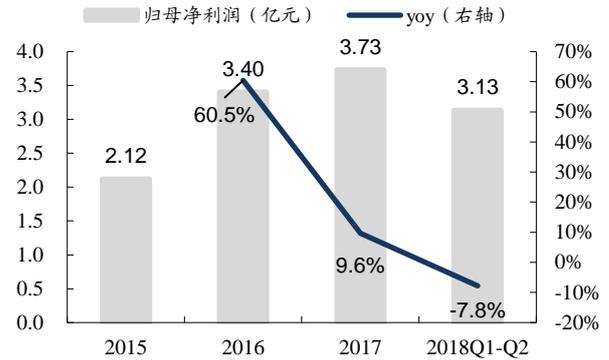


图25: 华图教育归母净利润与同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2020-2022/2023Q1-Q3 仅含非学历类培训业务收入

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 盈利预测

**核心假设:** 由于职业教育相关新业务的开展进度和财务端实现收入的时间节点均具有不确定性, 我们仅对华图山鼎原设计相关业务进行预测。

**主营业务:** 主营业务为建筑工程设计及相关咨询服务, 房地产供需两端受影响导致公司业务量减少。未来公司积极拓展非传统房地产项目, 加快资金回笼。预计 2023-2025 年设计主营业务营收同比-30%/+20%/+16%。

**其他业务:** 收入体量较小, 预计 2023-2025 年其他业务营收同比-30%/+3%/+3%。

表5: 营业收入拆分预测 (单位: 亿元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务</b>	<b>1.03</b>	<b>0.72</b>	<b>0.87</b>	<b>1.00</b>
<i>yoy</i>	<i>142%</i>	<i>-30%</i>	<i>20%</i>	<i>16%</i>
<b>其他</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>
<i>yoy</i>	<i>-40%</i>	<i>-30%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>
<b>合计营收</b>	<b>1.08</b>	<b>0.74</b>	<b>0.90</b>	<b>1.03</b>
<i>yoy</i>	<i>-1%</i>	<i>-31%</i>	<i>20%</i>	<i>16%</i>

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

**总体营收利润:** 我们预测 2023-2025 年公司实现营业收入 0.74/0.90/1.03 亿元, 同比-30%/+20%/+16%, 实现归母净利润 0.02/0.07/0.13 亿元, 同比-77%/+198%/+70%。

表6: 营收及归母净利润预测 (单位: 亿元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	<b>1.07</b>	<b>0.74</b>	<b>0.90</b>	<b>1.03</b>
yoy	-3%	-30%	20%	16%
归母净利润	<b>0.11</b>	<b>0.02</b>	<b>0.07</b>	<b>0.13</b>
yoy	-14%	-77%	198%	70%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

## 4.2. 投资评级

作为深耕公考培训行业 20 年的职业教育龙头公司, 华图教育以线下面授为主要形式, 为考生提供专业丰富的课程产品和全流程咨询服务, 已经建立了职业考试培训品牌优势。随着产品迭代更新和业务多元拓展等, 华图教育盈利能力或不断提升, 未来有望受益于持续旺盛的考培市场需求。

华图山鼎将通过无偿使用华图教育相关无形资产等方式, 开展非学历职业教育业务, 若新业务顺利开展并保持良好经营态势, 未来可能贡献营收和利润增量。由于新业务开展进度和业绩体现在报表端的时间节点不确定, 我们对原有建筑设计相关业务进行预测, 2023-2025 年华图山鼎归母净利润为 0.02/0.07/0.13 亿元, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**新业务布局进度不及预期风险:** 职业教育业务的开展过程中, 可能存在组织管理、人员变更、业务平移等方面的问题。同时, 无形资产免费授权使用可能存在无法按计划履行的风险。

**政策及监管风险:** 政策和监管制度均存在不确定因素, 政府可能提高民办教育行业的监管审查程度, 公司若未及时适应有关变化, 或过程中产生重大合规成本, 则可能阻碍公司的持续经营。

**竞争加剧风险:** 考培行业正处于风口, 随时会有新的公司及机构产生, 竞争者可能更快掌握市场动向, 抓住考生心理, 了解学员需求, 进而影响公司的市占率及业绩表现。

## 华图山鼎三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>252</b>	<b>235</b>	<b>268</b>	<b>272</b>	<b>营业总收入</b>	<b>107</b>	<b>74</b>	<b>90</b>	<b>103</b>
货币资金及交易性金融资产	124	148	150	188	营业成本(含金融类)	69	59	65	71
经营性应收款项	125	82	114	79	税金及附加	1	1	1	1
存货	0	0	0	0	销售费用	3	2	3	3
合同资产	0	0	0	0	管理费用	15	10	13	14
其他流动资产	4	4	5	5	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>94</b>	<b>95</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	财务费用	0	(1)	0	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	44	44	43	43	投资净收益	4	3	3	3
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	减值损失	(8)	(4)	(4)	(4)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	5	6	<b>营业利润</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>14</b>
其他非流动资产	48	47	46	45	营业外净收支	(2)	1	1	0
<b>资产总计</b>	<b>347</b>	<b>330</b>	<b>362</b>	<b>366</b>	<b>利润总额</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>14</b>
<b>流动负债</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>49</b>	<b>40</b>	减:所得税	2	0	1	2
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	11	21	26	<b>净利润</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
经营性应付款项	23	3	19	5	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2	2	2	2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
其他流动负债	14	8	8	7	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.08	0.02	0.05	0.09
非流动负债	2	2	2	2	EBIT	11	7	13	18
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	17	10	16	22
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.56	21.13	27.50	31.41
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	10.23	3.31	8.21	12.09
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	(2.87)	(30.28)	20.16	15.53
<b>负债合计</b>	<b>42</b>	<b>25</b>	<b>51</b>	<b>42</b>	归母净利润增长率(%)	(14.47)	(77.45)	198.33	70.05
归属母公司股东权益	305	304	312	324					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>305</b>	<b>304</b>	<b>312</b>	<b>324</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>347</b>	<b>330</b>	<b>362</b>	<b>366</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(4)	17	(9)	35	每股净资产(元)	2.17	2.17	2.22	2.31
投资活动现金流	17	5	3	2	最新发行在外股份(百万股)	140	140	140	140
筹资活动现金流	(5)	7	10	4	ROIC(%)	3.29	1.86	3.46	4.67
现金净增加额	8	30	4	41	ROE-摊薄(%)	3.59	0.81	2.36	3.86
折旧和摊销	6	3	3	3	资产负债率(%)	12.10	7.72	14.00	11.46
资本开支	(1)	0	0	(1)	P/E(现价&最新股本摊薄)	1,078.57	4,782.92	1,603.26	942.82
营运资本变动	(26)	11	(21)	17	P/B(现价)	38.70	38.74	37.83	36.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>