

华图山鼎 (300492)

证券研究报告

2024年01月14日

焕新生再启航

华图教育控股，拟逐步拓展非学历职教培训业务

华图宏阳教育控股子公司华图投资自 2019 年起，逐步通过受让股权、要约收购控股公司 51% 股权，上市公司实控人变更为易定宏；23 年 10 月公司全资子公司与关联方华图教育签订《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，公司拟逐步拓展非学历教培业务。我们梳理公司股权变更及业务拓展历程：

阶段一：实控人与控股股东变更

2019 年 9 月山鼎设计（上市公司前身）实控人与华图投资签署股份转让协议，转让完成后，华图投资持股 30%+表决权 30%；

2019 年 11 月股权过户登记手续办理完毕，华图投资成为上市公司控股股东，易定宏、伍景玉成为上市公司实控人；

2020 年 5 月变更简称为“华图山鼎”；

2021 年 8 月上市公司收到控股股东华图投资的要约收购报告书，华图投资拟以 48.3 元/股收购 0.29 亿股（占总约 21%），耗资约 14 亿；

2021 年 10 月华图投资收购公司股份完成过户，持上市公司股权 51%。

阶段二：拓展职教新业务

2023 年 7 月上市公司接控股股东【华图投资】的控股股东【华图教育】通知，华图教育董事会审议通过《关于支持下属上市公司拓展新业务的议案》，提及华图教育将为上市公司开展新业务提供可行的全方位资源支持，并无偿授权使用华图教育及下属企业商标等无形资产；且优先上市公司新业务发展，在上市公司开展新业务后 24 个月内解决同业竞争问题。

2023 年 9 月，公司成立全资子公司华图教育科技，开展公务员招录/事业单位招录/医疗卫生系统招录及相应资格证考培。

2023 年 10 月上市公司全资子公司【华图教育科技】与关联方【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，该项许可不收取许可费用。

2023 年 10 月深交所发布关注函；

2023 年 10 月上市公司回复关注函；

2023 年 10 月 26 日，公司召开临时股东大会，通过《无形资产无偿授权使用协议》暨关联交易议案。

华图山鼎此前主营建筑工程设计及相关咨询服务；本次授权后，公司拟通过“华图”品牌开展成人非学历培训业务，包括国家及地方公务员招录、事业单位招聘、医疗卫生招录及相应的资格证考试培训业务，形成双主业布局。

公司将分批次设立分公司，开展管理系统的建立，优先招揽华图教育原经营相关业务的重要员工；在公司拓展相关业务的同时，华图教育将停止相关区域同类业务的招生工作，并交付存量课程，逐步退出相关领域。

华图系非学历教培龙头品牌之一，23 年以来业绩逐步修复

华图教育成立于 2003 年，是我国招录培训赛道最大服务商之一，以公务员备考为主，截至 18 年 10 月共有 435 家培训中心，2012 年-18H1 期间累计拥有 230 万人次参与面授培训及 170 万人次参与线上付费培训。

23Q1-3 华图教育非学历培训业务收入为 21 亿，已超过 22 年全年收入、接

投资评级

行业 建筑装饰/工程咨询服务 II

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 84.8 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	140.49
流通 A 股股本(百万股)	140.49
A 股总市值(百万元)	11,913.25
流通 A 股市值(百万元)	11,913.25
每股净资产(元)	2.12
资产负债率(%)	9.26
一年内最高/最低(元)	92.00/43.43

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1《山鼎设计-首次覆盖报告:拟收购萨拉摩尔，引入电商平台，科技赋予传统行业新灵魂》2018-03-06
- 2《山鼎设计-首次覆盖报告:坚定推进全国化布局，BIM 业务带来发展空间》2017-04-21

近 17 年收入水平，毛利率 58.9%；2020-2022 年收入分别为 17.4、14.9、21 亿元，毛利率分别为 46.9%、53.1%、55.1%，盈利能力逐步修复。

竞争加剧刺激参培需求，招录赛道持续扩容

我国政府近年推出多个促进职业培训的有利政策及法规，据弗若斯特沙利文报告，中国职业考试培训行业的市场规模以收入计算从 2016 年的人民币 325 亿元增至 2021 年的人民币 691 亿元，CAGR 为 16.3%。据弗若斯特沙利文报告，预期截至 2026 年将达 1102 亿元；2024 年国考共有 303.3 万人通过招录单位的资格审查，报名人数首次突破 300 万人；叠加失业压力，考生参培意愿或不断提升，驱动招录类考培市场规模增长。

首次覆盖，给予公司“买入”评级

公司本次拓展教育业务后，相关培训业务有望在未来几年逐步转移至华图山鼎，招录培训赛道或将持续扩容，头部机构兼备品牌、运营等优势。我们预计公司 23-25 年原有业务收入分别为 0.86/0.97/1.12 亿，归母净利分别为 0.02/0.08/0.13 亿，EPS 分别为 0.02/0.05/0.09 元/股。

风险提示：无偿授权协议未能如期履约；教培业务拓展不及预期；新增关联交易；行业政策风险；测算具有主观性等风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110.01	106.85	85.88	97.26	112.16
增长率(%)	(12.31)	(2.87)	(19.63)	13.25	15.32
EBITDA(百万元)	28.73	25.53	16.05	21.31	27.67
归属母公司净利润(百万元)	12.78	10.93	2.44	7.50	12.83
增长率(%)	(9.78)	(14.47)	(77.70)	207.86	71.03
EPS(元/股)	0.09	0.08	0.02	0.05	0.09
市盈率(P/E)	932.34	1,090.01	4,888.89	1,588.02	928.53
市净率(P/B)	40.20	39.11	39.94	39.09	37.76
市销率(P/S)	108.30	111.49	138.72	122.49	106.22
EV/EBITDA	217.98	188.62	727.31	552.31	422.46

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1.承袭华图教育品牌，拓展职教培训业务	4
1.1.华图教育控股，拟逐步开展非学历职教培训	4
1.2.华图系非学历教培龙头之一，23 年以来业绩逐步修复	5
2.竞争加剧刺激参培需求，招录赛道持续扩容	7
2.1.职业教育与培训行业政策支持力较强	7
2.2.职业考试培训行业增长潜力较大	8
2.3.招录类考试培训行业需求旺盛	10
3.高素质人才+多元业务矩阵打造职教龙头	11
3.1.高素质教师保证领先课程质量	11
3.2.持续性研发与创新保证通过率领先	11
3.3.双师教学模式加速渠道下沉	12
3.4.搭建多元业务矩阵横向拓展	12
4.盈利预测	13
5.风险提示	13

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2023/9/30）	4
图 2：华图教育发展历程	6
图 3：华图教育历史收入（亿元）及同比增速	6
图 4：2015-2018H1 华图教育分培训形式收入（亿元）	6
图 5：2015-2018H1 华图教育面授培训分考试类型收入（亿元）	7
图 6：2015-2018H1 华图教育分考试类型面授培训人次（万人次）	7
图 7：2015-2018H1 华图教育净利润（亿元）及同比增速	7
图 8：华图教育历史毛利率、净利率水平	7
图 9：中国职业教育培训市场规模（亿人民币）	8
图 10：中国非学历职业教育培训市场规模（亿人民币）	8
图 11：中国非学历职业教育培训行业独立学员人次（百万人）	8
图 12：中国职业考试培训行业市场规模（亿人民币）	9
图 13：中国职业考试培训行业独立学员人次（百万人）	9
图 14：中国招录类考试培训行业的市场规模（亿人民币）	10
图 15：华图教育教师选拔和培训体系	11
图 16：华图教育研发体系	11
图 17：华图教育培训中心数量（个）	12

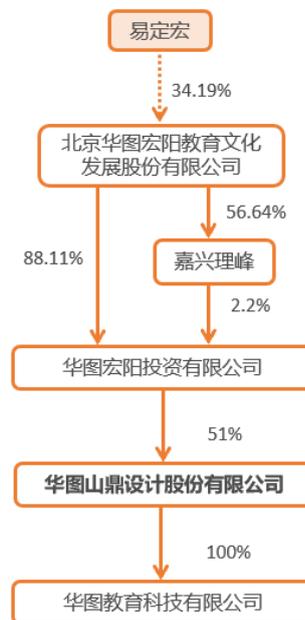
表 1：公司收入拆分及预测（亿元；%）	13
---------------------	----

1. 承袭华图教育品牌，拓展职教培训业务

1.1. 华图教育控股，拟逐步开展非学历职教培训

转让&售出股权变更实控人，华图教育于 21 年成为公司控股股东。2019 年 9 月起至 2021 年 10 月，华图宏阳教育控股子公司华图投资逐步通过受让股权、要约收购控股公司 51% 股权，期间公司实控人变更为易定宏、伍景玉；截至 2023 年 9 月 30 日，华图宏阳投资持有公司 51% 股权。

图 1：公司股权结构（截至 2023/9/30）



资料来源：wind，天风证券研究所

我们梳理公司股权变动历程如下：

➤ 阶段一：实控人与控股股东变更

2019 年 9 月山鼎设计（上市公司前身）实控人与华图投资签署股份转让协议，后者拟以现金对价 7.50 亿元受让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% 股份的表决权转让完成后，华图投资持股 30%+ 表决权 30%；

2019 年 11 月股权过户登记手续办理完毕，华图投资成为上市公司控股股东，易定宏、伍景玉成为上市公司实控人；

2020 年 5 月变更简称为“华图山鼎”；

2021 年 8 月上市公司收到控股股东华图投资的要约收购报告书，华图投资拟以 48.3 元/股收购 0.29 亿股（占总约 21%），耗资约 14 亿；

2021 年 10 月华图投资收购公司股份完成过户，持上市公司股权 51%；

➤ 阶段二：拓展职教新业务

2023年7月上市公司接控股股东【华图投资】的控股股东【华图教育】通知，华图教育董事会审议通过《关于支持下属上市公司拓展新业务的议案》，具体如下：

若上市公司接受本公司（华图教育）建议开展新业务，华图教育将为上市公司开展新业务提供可行的全方位资源支持，并授权上市公司在开展新业务时，无偿使用华图教育及下属企业商标等无形资产；若上市公司开展的新业务与华图教育构成同业竞争，则华图教育将本着优先将相关商业机会让与上市公司的原则，在上市公司开展新业务后24个月内解决同业竞争问题。

2023年9月，公司成立全资子公司华图教育科技，开展公务员招录/事业单位招聘/医疗卫生系统招录及相应资格证考培。

2023年10月上市公司全资子公司【华图教育科技】与关联方【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，该项许可不收取许可费用。

2023年10月深交所发布关注函；

2023年10月上市公司回复关注函；

2023年10月26日，公司召开临时股东大会，通过《无形资产无偿授权使用协议》暨关联交易议案。

授权协议允许公司通过“华图”品牌开展成人非学历培训业务。在过渡期内（即华图教育在上市公司开展新业务的区域内现有存量非学历培训交付完成前的一个较短时期）上市公司开展新业务所需要的商标、课件资源等将由华图教育以无偿授权方式允许上市公司使用；至各区域过渡期均结束后，该等无形资产将由华图教育以无偿转让方式交付给上市公司。

公司将分批次设立分公司，第一批计划在北京、四川、山东、河南、湖北、吉林各地市设立分公司；第二批计划在广东、山西、辽宁、云南、安徽各地市设立分公司；第三批计划在河北、浙江、陕西、江苏、湖南各地市分公司；第四批将在除上述省份之外的其他省份的地市设立分公司，各批次筹建规划将根据公司资金规模及业务需求的实际情况决定。

同时开展相关人才招聘、业务系统、财务系统等管理系统的建立，优先招揽华图教育原经营相关业务的重要员工；在公司拓展相关业务的同时，华图教育将停止相关区域同类业务的招生工作，并交付存量课程，逐步退出相关领域。

1.2. 华图系非学历教培龙头之一，23年以来业绩逐步修复

华图深耕非学历职教领域二十余年，系国内公考培训头部机构之一。北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司创立于2001年，旗下拥有华图教育、华图在线、华图图书等多个教育知名品牌，培训业务涵盖公务员、事业单位、教师、金融、医疗、部队转业干部、军队文职等各类人才招录考试培训业务，每年培训学员超过100万人次，是国内非学历职业教育培训行业规模最大的机构之一。

- 2001-2007年：华图进入公务员考试图书出版和培训领域，是最早从事公务员招录考试图书出版和培训的机构。
- 2007-2010年：华图步入快速发展阶段。产品设计上，首创模块教学法，以逻辑思维、综合分析、语言表达能力为出发点，将编制类考试进行系统的解构，细化到160门核心课程，树立了行业教学标准一直沿用至今。渠道建设上，公司完成在全国所有省会城市的直营分支机构布局，围绕核心教研成果布局面授、图书、在线教育及服务矩阵。
- 2010至今：整合全国市场，全面推进产品标准化和运营一体化，完成全国所有地级

城市的直营分校布局,能够实现标准化服务网点的快速复制。横向上开拓教师、医疗、金融等新业务,成为国内领先的多元化职业教育集团。

图 2: 华图教育发展历程

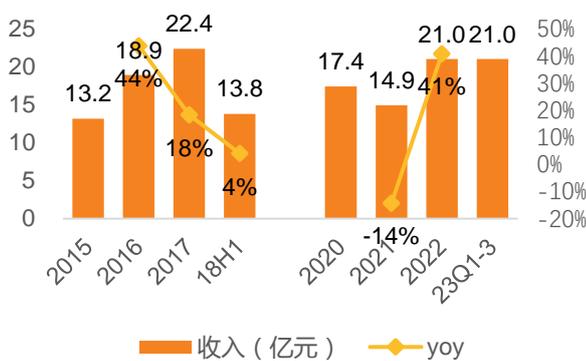


资料来源: 华图教育招股说明书, 天风证券研究所

23Q1-3 华图教育收入为 21 亿, 已超过 22 年全年收入, 接近 17 年收入水平。2015-2017 年华图教育收入快速增长, 2017 年收入达 22.4 亿; 2020-21 年收入较此前有所减少, 我们认为或系线下授课受疫情影响较大, 23Q1-3 收入恢复至 21 亿, 接近 17 年全年收入水平。

分培训形式来看, 华图教育以线下交付的面授培训为主。2015-2018H1, 华图教育面授培训收入占比均为 97%, 线上培训占比为 3%。

图 3: 华图教育历史收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 华图教育招股书, 天风证券研究所

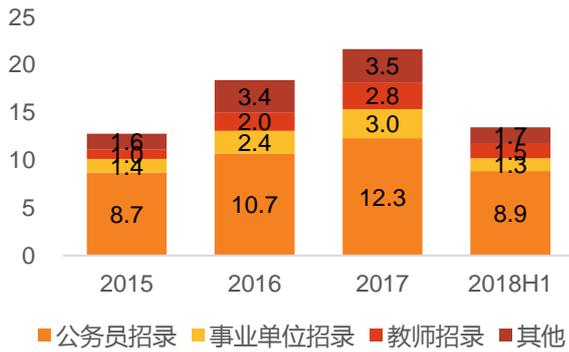
图 4: 2015-2018H1 华图教育分培训形式收入 (亿元)



资料来源: 华图教育招股书, 天风证券研究所

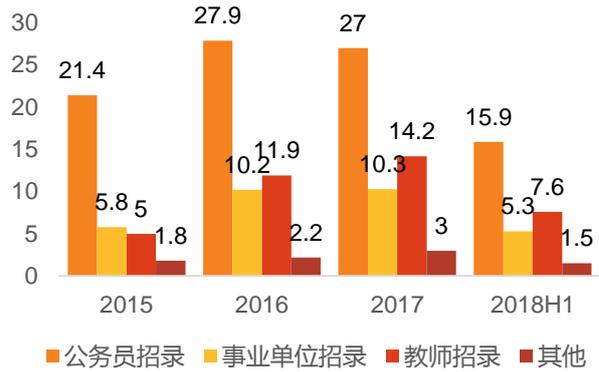
面授培训中, 公务员招录培训收入为主要类型, 其次为事业单位、教师招录培训。从 2015-2018H1 数据来看, 华图教育面授培训收入中, 公务员招录培训收入占比约在 6 成左右, 事业单位招录培训收入及教师招录培训收入占比约为 10-15%; 2017 年华图公务员招录培训收入为 12.3 亿, 培训人次 27 万。

图 5：2015-2018H1 华图教育面授培训分考试类型收入（亿元）



资料来源：华图教育招股书，天风证券研究所

图 6：2015-2018H1 华图教育分考试类型面授培训人次（万人次）



资料来源：华图教育招股书，天风证券研究所

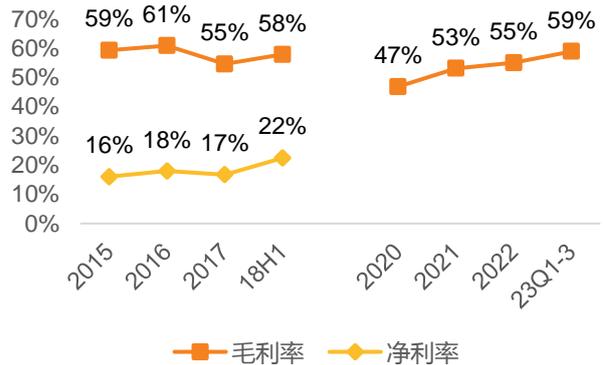
2020 年以来公司盈利能力逐步修复，23Q1-3 毛利率 59%。2015-2017 年期间华图教育净利润保持快速增长，2017 年达 3.75 亿；净利率逐步提升，2017 年为 17%，18H1 为 22%。从毛利率来看，2020 年华图教育毛利率为 47%，或系受疫情影响，此后逐步修复，23Q1-3 毛利率回升至 59%。

图 7：2015-2018H1 华图教育净利润（亿元）及同比增速



资料来源：华图教育招股书，天风证券研究所

图 8：华图教育历史毛利率、净利率水平



资料来源：公司公告，华图教育招股书，天风证券研究所

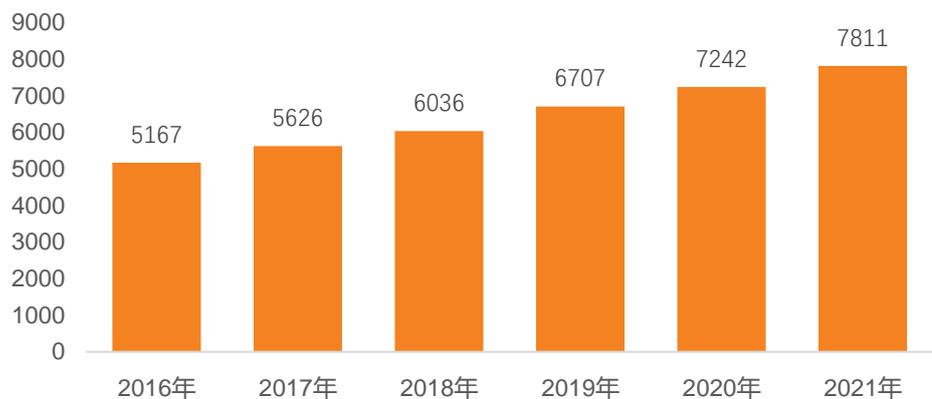
2. 竞争加剧刺激参培需求，招录赛道持续扩容

2.1. 职业教育与培训行业政策支持力较强

中国政府近年推出多个促进职业培训的有利政策及法规，职业培训重要程度兴日俱增。例如，国务院于 2019 年 2 月印发《国家职业教育改革实施方案》鼓励私人企业参与职业培训。于 2021 年 3 月，国务院发布《中华人民共和国职业教育法（修订草案）》，号召社会参与建立职业教育学校和培训机构。该法案自 2022 年 5 月 1 日起施行，确认职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，是培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要途径。

受到有利的监管环境推动，就业市场竞争日趋激烈，以及就业市场对人才学历要求不断上升。根据弗若斯特沙利文报告，中国的职业教育培训行业的市场规模以收入计算从 2016 年的人民币 5,167 亿元上升至 2021 年的人民币 7,811 亿元，复合年均增长率为 8.6%，预期截至 2026 年会达到 10,979 亿元，2021 年至 2026 年的复合年均增长率为 7.0%。

图 9：中国职业教育培训市场规模（亿人民币）

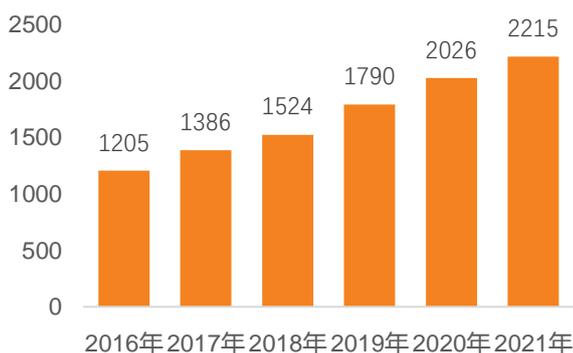


资料来源：粉笔招股书，天风证券研究所

中国非学历职业教育培训行业包括（1）职业考试培训和（2）职业技能培训。随着高等教育机构就学人数与日俱增，以及中国就业市场对具备必要认证和资格的专业人员需求不断上升，促使越来越多即将毕业的大学生和年青的专业人士通过职业考试培训服务提高竞争力和就业机会，因此职业考试培训行业较整个非学历职业教育培训行业增长更快。

根据弗若斯特沙利文报告，中国的非学历职业教育培训行业的市场规模以收入计算从 2016 年的人民币 1,205 亿元增至 2021 年的人民币 2,215 亿元，复合年均增长率为 12.9%，预期截至 2026 年会达到人民币 3,317 亿元，2021 年至 2026 年的复合年均增长率为 8.4%。中国非学历职业教育培训行业相对分散，2021 年按收入计的五大市场参与者总市场份额为 8.0%。

图 10：中国非学历职业教育培训市场规模（亿人民币）



资料来源：粉笔招股书，天风证券研究所

图 11：中国非学历职业教育培训行业独立学员人次（百万人）



资料来源：粉笔招股书，天风证券研究所

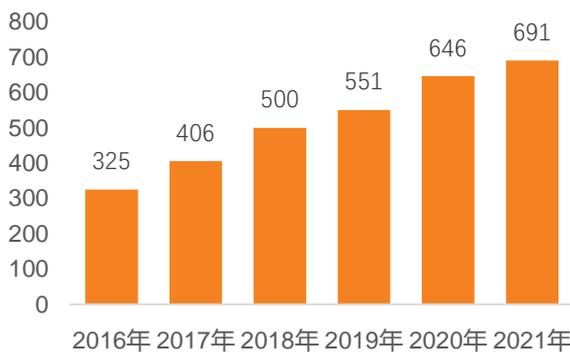
2.2. 职业考试培训行业增长潜力较大

由于中国就业市场竞争激烈以及有利的政府法规和政策及其他因素的推动，中国的职业考试培训行业有较大的增长潜力。根据弗若斯特沙利文报告，中国职业考试培训行业的市场规模以收入计算从 2016 年的人民币 325 亿元增至 2021 年的人民币 691 亿元，复合年均增长率为 16.3%，据弗若斯特沙利文报告预期截至 2026 年会达到人民币 1,102 亿元，自 2021 年至 2026 年的复合年均增长率为 9.8%。

随着科技不断进步以及移动设备普及，中国的职业考试培训服务已从单一的线下课堂模式转为线上与线下相结合的模式。根据弗若斯特沙利文报告，中国职业考试培训行业的独立学员人次从 2016 年的 9.1 百万名增至 2021 年的 16.2 百万名，复合年均增长率为 12.2%，据弗若斯特沙利文报告，预期截至 2026 年会达到 22.4 百万名，2021 年至 2026 年的复合年均增长率为 6.7%。

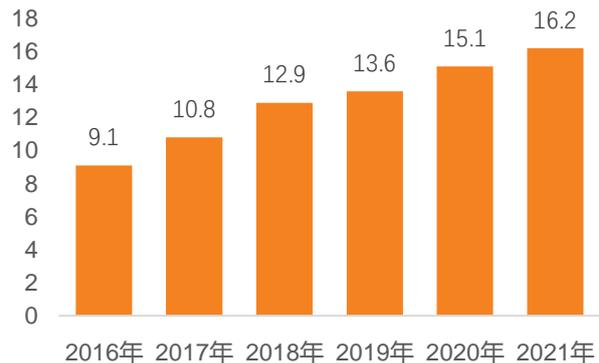
中国职业考试培训行业相对分散，2021 年按收入计的五大市场参与者总市场份额为 22.1%。于 2021 年，按收入计算，中国职业考试培训行业的市场规模为人民币 691 亿元，占中国非学历职业教育培训行业市场规模的 31.2%。

图 12：中国职业考试培训行业市场规模（亿人民币）



资料来源：粉笔招股书，天风证券研究所

图 13：中国职业考试培训行业独立学员人次（百万人）



资料来源：粉笔招股书，天风证券研究所

中国职业考试培训行业的发展主要受以下因素驱动：

(1) 利好的政府政策。中国政府出台了多个推动职业教育培训、促进市场有序发展的利好政策（例如(1)教育部等九个中国监管部门于 2020 年 9 月联合发布的《职业教育提质培优行动计划（2020-2023 年）》，旨在持续提升中国职业教育的公平、公正及质量以及加快推进职业教育现代化；及(2)中共中央及国务院办公厅于 2021 年 10 月联合发布的《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，旨在于截至 2025 年在中国建成现代职业教育体系，于截至 2035 年持续提升中国职业教育整体水准进入世界前列）。上述政府支持政策预计将刺激中国职业考试培训行业的持续增长。

(2) 技术驱动服务升级。RTC 音频及视频技术使沉浸式及交互式线上课程成为可能，这使职业考试培训服务供应商能够吸引更广泛的学员群体，包括有全职工作的成年人及无法获得高质量职业考试培训服务的低线城市的学员。此外，传统线下培训课程往往无法用一种普遍适用的办法满足学员的个性化学习需求，而人工智能技术及行为数据分析的进步使服务供应商能够提供量身定制的学习内容及计划，使得对技术驱动的培训服务需求不断增长。

(3) 就业形势不乐观带来职业教育参培率和客单价的提升。鉴于就业市场的激烈竞争，越来越多的人选（主要包括年轻的专业人士和即将毕业的学生）预计会学习新技能，并购买职业考试培训服务，以提升彼等的能力及增加彼等获得理想工作职位或获得必要认证及资格证的机会。因此，据弗若斯特沙利文报告，中国职业考试培训服务的渗透率预计将由 2021 年的 25.6% 增至 2026 年的 28.9%。

(4) OMO 一体化。互联网基础设施及技术的蓬勃发展使职业考试培训服务的 OMO 一体化成为可能。传统的线下培训机构能通过互联网提供线上课程及服务，以扩大学员群体，提升品牌知名度。诞生于互联网的服务供应商亦可将服务扩展至线下，以实现收益来源多样化。因此，越来越多职业考试培训服务供应商同时通过线上及线下渠道提供服务，从而产生了越来越多的学习选择及产品，预计将进一步促进中国职业考试培训服务的渗透率。

2.3. 招录类考试培训行业需求旺盛

作为职业考试培训的子行业，中国招录类考试培训主要包括（1）公职人员考试；（2）事业单位考试及；（3）教师招录考试培训服务。按收入计，中国招录类考试培训行业的市场规模由2016年的人民币201亿元增至2021年的人民币305亿元，复合年均增长率为8.7%，据弗若斯特沙利文报告，预期2026年将达到人民币505亿元，2021年至2026年的复合年均增长率为10.6%。

图 14：中国招录类考试培训行业的市场规模（亿人民币）



资料来源：粉笔招股书，天风证券研究所

据弗若斯特沙利文报告，中国招录类考试培训行业的独立学员人次由2016年的4.2百万名增至2021年的6.2百万名，复合年均增长率为8.1%，据弗若斯特沙利文报告预期2026年将达到9.0百万名，2021年至2026年的复合年均增长率为7.7%。

中国招录类考试的较低通过率足以证明其竞争较为激烈。考虑到招录类考试的竞争程度及难度高，越来越多的报名人员倾向于参加培训课程，以增加获得理想工作岗位的机会。此外，于公共部门工作具有相对稳定及可靠的职业前景及报酬且能满足个人成就感，这吸引了越来越多的中国市场求职者尤其是年轻一代，分类来看：

（1）公职人员及事业单位考试培训。中国的城市化进程及快速增长的城市人口导致公共职务及事业单位对城市治理等相关领域专业人才的需求不断增加。尽管中国政府就业人口比率（按政府、事业单位、公立教育机构、公立医院机构及其他公共部门就业人口除以总人口计算）由2016年的2.5%逐渐上升至2020年的2.9%，但相较于若干发达国家的政府就业人口比率而言，中国公共部门的就业增长潜力仍然巨大。据弗若斯特沙利文报告，例如，美国的政府就业人口比率（按教育、医院及医疗保健、司法及法律、公共行政及福利系统等职能的政府就业人口除以总人口计算）于2016年及2020年保持相对稳定（分别为4.5%及4.6%）。此外，由于劳动力老龄化，据弗若斯特沙利文报告，预期中国将出现大量公职人员退休，造成公共职务及事业单位成人雇员短缺。中国的公共职务及事业单位岗位报名人数可能会增长，以填补潜在岗位空缺数量，为中国招录类考试培训行业带来重大发展机会。

（2）教师招录考试培训。教育的重要性及日益增长的小班教学需求导致对高素质教师的需求不断增加。此外，中国政府已颁布政策及法规，改善教师的社会经济状况及福利。例如，国务院于2019年7月颁布《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》，要求为义务教育教师提供与当地公职人员同等的具竞争力的工资及福利。因此，中国教师招录考试培训行业预期将迎来高速发展。

2024年国考共有303.3万人通过招录单位的资格审查，报名人数首次突破300万人；今年通过资格审查人数与录用计划数之比约为77:1，与去年相比报录比也有所增长；23年6月我国16-24岁人口失业率增至21.3%，叠加失业压力，竞争日益激烈，考生参培意愿或不断提升，驱动招录类考培市场规模增长。

3. 高素质人才+多元业务矩阵打造职教龙头

截至 2023 年 9 月，华图教育在全国县市设有 1100 多家学习中心，拥有 16000 多名员工，以职业考试培训为核心，同时开展公务员招录考试、事业单位招聘考试、教师招聘与资格考试，医疗和金融从业人员资格考试培训等业务，每年培训学员超过 100 万人次，是国内非学历职业教育培训行业规模最大的机构之一。

3.1. 高素质教师保证领先课程质量

在教师选拔上，华图要求入职新老师均毕业于 985、211 高校，且以硕士学历为主；在教师培训上，华图老师上岗前必须接受超过 100 天的封闭培训。行业里最严苛的选拔和培训机制，保证了华图行业领先的课程质量。

图 15：华图教育教师选拔和培训体系



资料来源：华图教育官网，天风证券研究所

3.2. 持续性研发与创新保证通过率领先

对于教育培训机构而言，研发成果并非注册后的有形或无形专利技术，而是在长期业务发展过程中研发出的一整套独特的研究和教学方法，并将这些研究方法落实到培训课程的内容设计、辅助资料和教师的授课方式上，最终的效果展现是交付给客户教学产品的精细程度和驱动前台销售增长的能力，**最关键的要素是研发和授课人员的综合素质能力，而并非简单资金和技术的投入。**

华图教育强大的创新和迭代能力基于以专业研究院为研发核心的教研体系、总部专业研究院负责基础性教学理论和方法的研发，其他教学部门围绕研究院的针对性需求给予专门的支持和配合。华图教育通过长期积累，形成了标准化的产品研发和推广流程，能够对各产品所属市场趋势和政策变化迅速做出反应，快速进行课程产品的研发迭代。

图 16：华图教育研发体系



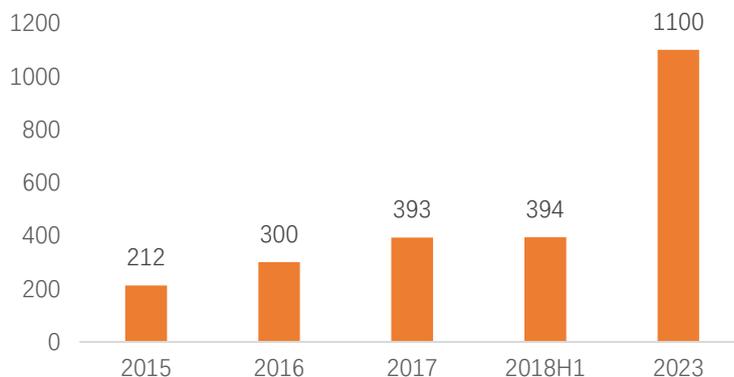
资料来源：华图教育官网，天风证券研究所

3.3. 双师教学模式加速渠道下沉

相比其他职业培训，公职考试培训市场更容易通过课程的标准化，建立起竞争壁垒，主要体现在两方面：第一，相比技能培训，统一的职业资格考更实现教研的规模效应及培训产品的标准化；第二，产品集中销售，客户相对集中，对于营销的控制能力更强。运营效率水平决定了机构扩张的速度和增长质量。

华图教育所处赛道具有需求广泛且深入的特点，在高线城市和低线城市均有显著的需求，而且甚至低线城市需求更强，因此具有广泛的需求基础和发展空间。相对于线上授课，面授培训仍是其主流培训场景，网点的渗透程度影响消费者可触及程度，渠道优势至关重要。据华图官网，华图教育在全国县市设有 1100 多家学习中心，拥有 16000 多名员工。

图 17：华图教育培训中心数量（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：2023 年数据为不精准数据

自 2017 年起，华图教育开始大力推行双师教学的培训模式，加速渠道下沉。双师模式主讲老师平均授课时长超 6000 小时，线下老师配合主讲老师针对性教学，实时关注学习状态、即时答疑；2018 年起，华图教育首创了封闭式学习、个性化定制课程模式，将课程周期进一步拉长，让学员学习、生活一体化；通过长达超过百日的学习时间，高中式教学管理方法，保证每名学员在学习期间进行 10000 道题目练习，考试通过率达到行业最高。

3.4. 搭建多元业务矩阵横向拓展

华图教育新兴培训业务主要包括医师药师培训、金融培训、部队文职考试培训等。新兴业务体量尚小，发展势头迅猛。多元业务横向拓展在渠道上可以实现共享，借助行业直营渗

透率提升、产品的统一研发管理及统一的运营体系最大化品牌效应。

以教师类考试培训为例，教师资格证等相关考试制度和政策规范利好带来了发展的新机遇。当前，生师比下降、教师人口结构老龄化带来了招录增量的释放，此外教师资格制度改革带来行业规模和参培率的快速提升，华图教育教师招录培训业务增量空间可期。

4. 盈利预测

考虑教培新业务拓展进度及财务处理目前具有不确定性，我们暂时仅对公司原有业务进行预测，预计公司原有业务 23-25 年收入分别为 0.86/0.97/1.12 亿，毛利率分别为 32.08%/35.64%/37.98%，基本保持稳健；

表 1：公司收入拆分及预测（亿元；%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入（亿元）	1.10	1.07	0.86	0.97	1.12
yoy	-12.31%	-2.87%	-19.63%	13.25%	15.32%
毛利率（%）	41.08%	35.56%	32.08%	35.64%	37.98%

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予公司“买入”评级。公司本次拓展教育业务后，相关培训业务有望在未来几年逐步转移至华图山鼎，招录培训赛道或将持续扩容，头部机构兼备品牌、运营等优势。我们预计公司 23-25 年原有业务收入分别为 0.86/0.97/1.12 亿，归母净利润分别为 0.02/0.08/0.13 亿，EPS 分别为 0.02/0.05/0.09 元/股。

5. 风险提示

1) 无偿授权协议未能如期履约风险。《无形资产无偿授权使用协议》存在因包括但不限于任何一方违约、不可抗力等主客观情形导致协议约定事项未履行或未得到全面、及时履行的风险。在公司获无偿转让相关无形资产之前，须以接受无偿授予方式使用相关无形资产一段时间，若在公司获无偿转让相关无形资产之前，由于任何主客观原因导致公司无法继续使用该等无形资产，公司可能存在无法继续按照原定计划开展新业务的风险，公司前期投入的资金和资源也可能受到损失。

2) 教培业务拓展不及预期风险。职业教育对公司而言是一个全新的业务领域，若未来新业务拓展受经济环境、行业政策、市场竞争、经营管理等方面不确定因素的影响，业绩表现或不及预期。

3) 新增关联交易风险。在华图教育存量学员课程交付的过程中，若因客观原因确无法完成交付的，可委托华图教育科技完成交付。届时，公司与华图教育之间存在新增关联交易的风险。

4) 行业政策风险。公司原有业务服务客户主要为房地产开发企业，受国家宏观政策调控影响较大；同时拟拓展教培业务受教育行业政策影响较大，若未来国家调控或相关行业监管政策有所调整，或对公司业务开展及业绩表现产生影响。

5) 测算具有主观性风险：本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	41.42	48.79	119.04	25.51	106.87
应收票据及应收账款	107.89	124.05	48.07	150.96	81.63
预付账款	1.27	0.59	1.51	1.02	1.58
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	95.89	78.65	79.01	80.65	80.19
流动资产合计	246.48	252.08	247.63	258.13	270.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	41.76	41.20	38.52	35.83	33.14
在建工程	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.52	0.34	0.09	0.00	0.00
其他	33.80	52.92	44.38	43.72	44.46
非流动资产合计	76.48	94.47	82.99	79.55	77.60
资产总计	322.95	346.55	330.62	337.68	347.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	11.22	23.18	8.59	13.14	12.41
其他	13.20	15.23	23.35	19.28	19.31
流动负债合计	24.42	38.42	31.94	32.42	31.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.57	0.39	0.49	0.61
非流动负债合计	0.00	1.57	0.39	0.49	0.61
负债合计	26.59	41.94	32.33	32.91	32.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	141.05	140.49	140.49	140.49	140.49
资本公积	38.71	27.57	27.57	27.57	27.57
留存收益	128.71	136.83	138.24	143.51	152.51
其他	(12.10)	(0.27)	(8.02)	(6.80)	(5.03)
股东权益合计	296.37	304.61	298.28	304.77	315.54
负债和股东权益总计	322.95	346.55	330.62	337.68	347.88

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	12.78	10.93	2.44	7.50	12.83
折旧摊销	4.04	3.89	2.94	2.77	2.69
财务费用	0.12	0.16	(0.12)	(0.16)	(0.17)
投资损失	(2.58)	(2.92)	(1.32)	(1.76)	(2.31)
营运资金变动	(30.33)	(34.09)	73.85	(102.43)	67.71
其它	18.79	17.73	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	2.83	(4.29)	77.80	(94.07)	80.75
资本支出	(0.08)	0.33	1.17	(0.10)	(0.12)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(82.06)	16.63	0.14	1.86	2.43
投资活动现金流	(82.14)	16.96	1.32	1.76	2.31
债权融资	0.94	0.89	(0.11)	(0.21)	0.36
股权融资	(3.21)	(2.68)	(8.77)	(1.01)	(2.06)
其他	(5.07)	(2.72)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(7.35)	(4.52)	(8.87)	(1.22)	(1.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(86.66)	8.15	70.24	(93.53)	81.36

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	110.01	106.85	85.88	97.26	112.16
营业成本	64.82	68.85	58.33	62.60	69.56
营业税金及附加	1.19	1.12	0.91	1.04	1.19
销售费用	3.14	3.30	1.98	2.35	2.40
管理费用	17.85	14.84	13.06	14.69	16.53
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(0.35)	(0.11)	(0.12)	(0.16)	(0.17)
资产/信用减值损失	(11.34)	(7.97)	(9.75)	(8.86)	(9.30)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.58	3.58	1.32	1.76	2.31
其他	17.03	8.35	0.00	0.00	0.00
营业利润	15.10	14.89	3.29	9.65	15.66
营业外收入	0.04	0.16	0.97	0.74	0.48
营业外支出	0.18	2.59	1.49	1.85	1.53
利润总额	14.96	12.45	2.77	8.54	14.61
所得税	2.19	1.52	0.34	1.04	1.78
净利润	12.78	10.93	2.44	7.50	12.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	12.78	10.93	2.44	7.50	12.83
每股收益(元)	0.09	0.08	0.02	0.05	0.09

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-12.31%	-2.87%	-19.63%	13.25%	15.32%
营业利润	-21.06%	-1.40%	-77.89%	193.11%	62.26%
归属于母公司净利润	-9.78%	-14.47%	-77.70%	207.86%	71.03%
获利能力					
毛利率	41.08%	35.56%	32.08%	35.64%	37.98%
净利率	11.62%	10.23%	2.84%	7.71%	11.44%
ROE	4.31%	3.59%	0.82%	2.46%	4.07%
ROIC	9.71%	9.85%	2.16%	13.69%	8.44%
偿债能力					
资产负债率	8.23%	12.10%	9.78%	9.75%	9.30%
净负债率	-13.78%	-15.57%	-39.53%	-8.12%	-33.56%
流动比率	9.27	6.24	7.75	7.96	8.52
速动比率	9.27	6.24	7.75	7.96	8.52
营运能力					
应收账款周转率	1.02	0.92	1.00	0.98	0.96
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.34	0.32	0.25	0.29	0.33
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.08	0.02	0.05	0.09
每股经营现金流	0.02	-0.03	0.55	-0.67	0.57
每股净资产	2.11	2.17	2.12	2.17	2.25
估值比率					
市盈率	932.34	1,090.01	4,888.89	1,588.02	928.53
市净率	40.20	39.11	39.94	39.09	37.76
EV/EBITDA	217.98	188.62	727.31	552.31	422.46
EV/EBIT	244.64	213.98	890.54	634.95	467.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com