

华图山鼎 (300492)

证券研究报告

2024 年 01 月 21 日

管理层变更加快业务推进，2024 国考招录同增约 7%

易晓英接任公司法人及总经理

此前公司公告，董事会同意聘任易晓英女士为公司总经理、王强先生为副总经理；同时易晓英接任华图山鼎设计股份有限公司法定代表人。

易晓英女士与公司实控人易定宏先生为兄妹关系，2018 年 9 月至 2023 年 11 月历任北京华图宏阳教育财务总监、助理副总裁、副总裁；2019 年 12 月至 2021 年 11 月担任华图山鼎董事；2023 年 11 月至今任华图教育科技副总裁职务。

我们认为，法人及总经理变更，有利于公司更好推进职教非学历培训业务，理顺管理机制及组织架构，全面高效推进教育业务开展；同时，体现公司执行力度及落地效率。教育培训业务通常围绕品牌背书、教师招聘培训及网点租赁等开展内容交付，资产属性较轻，本轮高管变更或有利于更好推进业务发展。

此前，公司临时股东大会通过《无形资产无偿授权使用协议》暨关联交易议案，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，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。

国考招录规模稳中有升，竞争难度或逐步提升，有利于激发参培需求

2024 年我国国考计划招录规模 3.96 万人，同比增长约 7%；同时我们预计国考招录规模或对省考招录规模有一定前瞻意义，2024 年我国国考（国考+省考）招录规模或稳中有升。

招录规模增长，一方面、有利于扩大公职类招录培训市场规模；另一方面、伴随近两年就业形势严峻，公职类岗位吸引力或有增长，参考人数增长将提升考试竞争程度，激发学生参培意愿，延长培训时长、提升培训费用投入等；同时，经历前两年疫情，行业供给或有一定程度出清，头部机构市占率有望提升。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司拓展教育业务后，相关培训业务规模有望在未来几年持续增长；头部机构品牌、运营等优势逐步显现。我们预计公司 23-25 年原有业务 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；行业政策风险等

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)	901.00	1,053.37	4,724.58	1,534.65	897.32
市净率(P/B)	38.85	37.80	38.60	37.78	36.49
市销率(P/S)	104.66	107.74	134.06	118.37	102.65
EV/EBITDA	217.98	188.62	702.37	533.52	407.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/工程咨询服务 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	81.95 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)	11,512.87
流通 A 股市值(百万元)	11,512.87
每股净资产(元)	2.12
资产负债率(%)	9.26
一年内最高/最低(元)	92.00/45.00

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

- 《华图山鼎-首次覆盖报告:焕新生再启航》2024-01-14
- 《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
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	41.42	48.79	119.04	25.51	106.87	营业收入	110.01	106.85	85.88	97.26	112.16
应收票据及应收账款	107.89	124.05	48.07	150.96	81.63	营业成本	64.82	68.85	58.33	62.60	69.56
预付账款	1.27	0.59	1.51	1.02	1.58	营业税金及附加	1.19	1.12	0.91	1.04	1.19
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	3.14	3.30	1.98	2.35	2.40
其他	95.89	78.65	79.01	80.65	80.19	管理费用	17.85	14.84	13.06	14.69	16.53
流动资产合计	246.48	252.08	247.63	258.13	270.27	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.35)	(0.11)	(0.12)	(0.16)	(0.17)
固定资产	41.76	41.20	38.52	35.83	33.14	资产/信用减值损失	(11.34)	(7.97)	(9.75)	(8.86)	(9.30)
在建工程	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.52	0.34	0.09	0.00	0.00	投资净收益	2.58	3.58	1.32	1.76	2.31
其他	33.80	52.92	44.38	43.72	44.46	其他	17.03	8.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	76.48	94.47	82.99	79.55	77.60	营业利润	15.10	14.89	3.29	9.65	15.66
资产总计	322.95	346.55	330.62	337.68	347.88	营业外收入	0.04	0.16	0.97	0.74	0.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.18	2.59	1.49	1.85	1.53
应付票据及应付账款	11.22	23.18	8.59	13.14	12.41	利润总额	14.96	12.45	2.77	8.54	14.61
其他	13.20	15.23	23.35	19.28	19.31	所得税	2.19	1.52	0.34	1.04	1.78
流动负债合计	24.42	38.42	31.94	32.42	31.73	净利润	12.78	10.93	2.44	7.50	12.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	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
其他	0.00	1.57	0.39	0.49	0.61	每股收益(元)	0.09	0.08	0.02	0.05	0.09
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	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	141.05	140.49	140.49	140.49	140.49	营业收入	-12.31%	-2.87%	-19.63%	13.25%	15.32%
资本公积	38.71	27.57	27.57	27.57	27.57	营业利润	-21.06%	-1.40%	-77.89%	193.11%	62.26%
留存收益	128.71	136.83	138.24	143.51	152.51	归属于母公司净利润	-9.78%	-14.47%	-77.70%	207.86%	71.03%
其他	(12.10)	(0.27)	(8.02)	(6.80)	(5.03)	获利能力					
股东权益合计	296.37	304.61	298.28	304.77	315.54	毛利率	41.08%	35.56%	32.08%	35.64%	37.98%
负债和股东权益总计	322.95	346.55	330.62	337.68	347.88	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					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	8.23%	12.10%	9.78%	9.75%	9.30%
净利润	12.78	10.93	2.44	7.50	12.83	净负债率	-13.78%	-15.57%	-39.53%	-8.12%	-33.56%
折旧摊销	4.04	3.89	2.94	2.77	2.69	流动比率	9.27	6.24	7.75	7.96	8.52
财务费用	0.12	0.16	(0.12)	(0.16)	(0.17)	速动比率	9.27	6.24	7.75	7.96	8.52
投资损失	(2.58)	(2.92)	(1.32)	(1.76)	(2.31)	营运能力					
营运资金变动	(30.33)	(34.09)	73.85	(102.43)	67.71	应收账款周转率	1.02	0.92	1.00	0.98	0.96
其它	18.79	17.73	0.00	0.00	0.00	存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	2.83	(4.29)	77.80	(94.07)	80.75	总资产周转率	0.34	0.32	0.25	0.29	0.33
资本支出	(0.08)	0.33	1.17	(0.10)	(0.12)	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.09	0.08	0.02	0.05	0.09
其他	(82.06)	16.63	0.14	1.86	2.43	每股经营现金流	0.02	-0.03	0.55	-0.67	0.57
投资活动现金流	(82.14)	16.96	1.32	1.76	2.31	每股净资产	2.11	2.17	2.12	2.17	2.25
债权融资	0.94	0.89	(0.11)	(0.21)	0.36	估值比率					
股权融资	(3.21)	(2.68)	(8.77)	(1.01)	(2.06)	市盈率	901.00	1,053.37	4,724.58	1,534.65	897.32
其他	(5.07)	(2.72)	0.00	0.00	0.00	市净率	38.85	37.80	38.60	37.78	36.49
筹资活动现金流	(7.35)	(4.52)	(8.87)	(1.22)	(1.70)	EV/EBITDA	217.98	188.62	702.37	533.52	407.98
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	244.64	213.98	860.00	613.35	451.88
现金净增加额	(86.66)	8.15	70.24	(93.53)	81.36						

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 A 栋 23 层 2301 房	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