

现金收款良好，培训业务有序开展

2024 年 08 月 31 日

▶ **华图山鼎发布 2024 年半年报。**2024H1，公司实现收入 15.06 亿元/yoy+4,601.26%，归母净利润 1.22 亿元/同比扭亏为盈，扣非归母净利润为 0.98 亿元/同比扭亏为盈；24Q2 公司实现收入 8.11 亿元/yoy+，归母净利润 0.49 亿元/同比扭亏为盈，扣非归母净利润 0.42 亿元/同比扭亏为盈。

▶ **培训业务提升公司盈利能力，费用管控良好。**24H1 公司毛利率为 56.54%/yoy+36.25pcts，主要是由公司新增的培训业务带动；销售费用方面，公司通过有效的市场策略和销售渠道优化，24H1 销售费用率为 29.8%。同时，公司实施了一系列管理优化措施，管理费用率为 16.2%。研发投入方面，公司持续投入，研发费用率为 1.5%；综合影响下，24H1 公司的归母净利率为 8.10%/同比扭亏。24Q2，公司毛利率为 57.24%/yoy+32.57pcts，归母净利率为 6.04%/同比扭亏。

▶ **非学历业务有序开展，收款良好。**2024H1，公司非学历培训收入 14.88 亿元，其中，华图宏阳委托存量课程交付实现的关联交易收入 1.71 亿元，扣除后非学历类培训业务营业收入为 13.17 亿元。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已在全国范围内设立 500 余家分公司开展培训业务，共计培训学员超过 19 万人次，来自河南，山东和广东等省份的收入贡献最为突出。上半年，公司对非学历类培训业务的成本进行了精细管理与控制，毛利率为 57.31%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司收取学员培训费 20.07 亿元。

▶ **合同负债稳步增长。**截至 2024 年 6 月 30 日，非学历培训业务合同负债为 7.56 亿元，相较 2023 年末增长 227.89%，其中课程交付类的合同负债余额为 3.82 亿元，相较 2023 年末增长 163.03%；与考试通过相关的合同负债余额为 3.64 亿元，相较 2023 年末增长 341.18%，该部分合同负债余额为待考试成绩出来后可退费金额的上限；在线课程合同负债余额为 1,010.72 万元，相较 2023 年末增长 252.92%。预计未来将随着课程交付完成，达到收入确认条件的将逐步转化为收入。同时，为满足市场需求，提高公司产品竞争力，公司推出了部分“分段付费”的课程，即先支付部分培训费，待考试通过后再支付剩余培训费。截至 2024 年 6 月 30 日，待考试成绩出来后可补收培训费的上限为 4.93 亿元。

▶ **投资建议：**23 年 10 月，华图山鼎旗下子公司华图科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图科技将以“华图”商号在各地分批次设立分公司开展公考、事业单位等成人招录培训业务，华图教育同步停止相关业务。华图教育为线下招录培训领军企业，公务员招录系列贡献主要收入来源公司。2024 年为华图山鼎承接招录业务的第一个自然年，从 Q1 业绩来看，已经开始贡献可观的利润，对公司业绩改善明显。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润各 2.49/5.09/7.33 亿元，以 8 月 30 日收盘价为参考，对应 PE 分别为 43X/21X/14X，维持“推荐”评级。

▶ **风险提示：**政策风险；招录考试培训需求波动风险；市场竞争激烈，集中度无法提升；潜在退款风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	247	2,782	3,477	4,208
增长率 (%)	131.3	1025.7	25.0	21.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-92	249	509	733
增长率 (%)	-939.0	371.3	104.2	43.8
每股收益 (元)	-0.65	1.78	3.63	5.22
PE	-	43	21	14
PB	50.6	23.1	11.7	7.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

75.52 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

分析师 周诗琪

执业证书：S0100524070005

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

1. 华图山鼎 (300492.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：教育业务平移顺利，公司 Q1 业绩改善显著-2024/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	247	2,782	3,477	4,208
营业成本	194	1,224	1,513	1,822
营业税金及附加	1	4	5	5
销售费用	74	807	869	1,010
管理费用	69	501	609	673
研发费用	4	42	45	63
EBIT	-106	247	492	704
财务费用	6	6	-6	-15
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	2	8	10	13
营业利润	-110	249	509	732
营业外收支	1	1	2	3
利润总额	-110	250	511	735
所得税	-18	1	2	2
净利润	-92	249	509	733
归属于母公司净利润	-92	249	509	733
EBITDA	-76	402	695	965

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	196	1,094	1,646	2,390
应收账款及票据	205	223	281	344
预付款项	17	11	12	13
存货	0	0	0	0
其他流动资产	94	144	153	160
流动资产合计	512	1,471	2,092	2,906
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	42	81	80	79
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	508	509	462	404
资产合计	1,021	1,980	2,553	3,310
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	68	268	249	250
其他流动负债	536	1,065	1,259	1,469
流动负债合计	604	1,334	1,507	1,719
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	208	187	142	84
非流动负债合计	208	187	142	84
负债合计	811	1,521	1,649	1,803
股本	140	140	140	140
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	210	459	905	1,507
负债和股东权益合计	1,021	1,980	2,553	3,310

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	131.27	1025.72	25.00	21.00
EBIT 增长率	-1035.38	333.16	99.38	43.07
净利润增长率	-939.01	371.25	104.22	43.85
盈利能力 (%)				
毛利率	21.46	56.00	56.50	56.70
净利润率	-37.22	8.97	14.65	17.42
总资产收益率 ROA	-9.01	12.60	19.95	22.14
净资产收益率 ROE	-43.88	54.34	56.32	48.63
偿债能力				
流动比率	0.85	1.10	1.39	1.69
速动比率	0.82	1.09	1.38	1.68
现金比率	0.32	0.82	1.09	1.39
资产负债率 (%)	79.47	76.81	64.57	54.47
经营效率				
应收账款周转天数	302.60	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	0.71	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.36	1.85	1.53	1.44
每股指标 (元)				
每股收益	-0.65	1.78	3.63	5.22
每股净资产	1.49	3.27	6.44	10.73
每股经营现金流	1.38	7.77	5.77	8.00
每股股利	0.00	0.46	0.93	1.34
估值分析				
PE	-	43	21	14
PB	50.6	23.1	11.7	7.0
EV/EBITDA	-141.70	26.71	15.46	11.13
股息收益率 (%)	0.00	0.60	1.23	1.77

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-92	249	509	733
折旧和摊销	30	155	202	260
营运资金变动	258	656	90	128
经营活动现金流	194	1,092	811	1,124
资本开支	-10	-44	-4	-4
投资	10	0	0	0
投资活动现金流	3	-35	7	9
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-50	-158	-266	-388
现金净流量	147	899	551	745

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026