

华图山鼎 (300492.SZ)

中性

营销投放致三季度利润率走低，关注行业竞争格局改善

核心观点

承接华图教育品牌，转型招录培训赛道。2023年10月11日，上市公司全资子公司华图教育科技有限公司与公司间接控股股东华图宏阳签订了《无形资产无偿授权使用协议》，华图宏阳将开展招录培训业务相关的无形资产无偿授权给华图教育科技有限公司使用，且该项许可不收取许可费用。与此同时，华图宏阳停止招生工作，并向上市公司交付存量课程，退出相关领域，避免同业竞争。上市公司的战略重心逐渐由主营建筑工程设计转变为招录考试培训业务。

华图教育（上市公司拟承接资产）系公考行业传统领军者，历史多次冲击资本市场未果，整体业务经营风格一直偏稳（2015-2017/2020-2022年营收分别13.2/18.9/22.4/17.4/14.9/21.0亿）。公司在线下笔试与面试环节积累深厚，在同行因经营偏激进业务停滞背景下，公司2023年前三季度实现收入21.1亿元；同期毛利率分别59.1%/60.8%/54.6%/46.9%/53.1%/55.1%，2023年前三季度毛利率59.0%，盈利能力改善明显（注：2020-2023年毛利率口径与前期口径略有差异）；2015-2017年分别实现归母净利润2.1/3.4/3.7亿元。截至2018年6月底，培训中心数为394个。

2024年前三季度实现归母净利润1.29亿元，新开展招录业务助力。2024年前三季度，公司营收21.31亿元/+4702%，归母净利润1.29亿元/+3595%，扣非归母净利润1.02亿元/+1641%。**2024Q3**，公司营收6.25亿元/+4964%，归母净利润783万元/+4064%，扣非净利润363万元/+351%。收入利润同比高增系非学历培训业务顺利开展带来经营助力。第三季度销售收款8.32亿元，三季度末合同负债为8.94亿元，环比二季度末（7.59亿元）有所提升。

非学历培训结构性改善利润率，三季度净利率边际走低。2023前三季度，公司毛利率57.90%（华图教育2023年前三季度毛利率为59.0%），同比+41.2pct；归母净利率6.07%，同比扭亏增+14.4pct，利润率同比大幅改善系非学历业务注入的结构性改善；但2024Q3净利率仅1.25%，环比上半年（8.07%）边际下滑。前三季度，公司期间费率51.99%，同比+28.15pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别+27.62/-3.32/+2.62/+1.23pct，其中销售费率占比大幅提升系非学历培训销售工资薪酬增加影响。2024Q3，期间费率60.73%，同比+35.60pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别+33.00/-3.87/+5.29/+1.17pct，Q3净利率走低系受销售费用投放增加影响。

国考招录人数稳中有升景气度延续，行业竞争致赛道CR3份额下滑。2025年国考报名于10月15日开始，本年度计划招录3.97万人/+0.4%。保持稳中有升，但扩招速度边际有所放缓（2024年扩招7%）。10月26日国考资格审查完成，2025年国考共有341.6万报考过审，同比+13%，过审口径报录比达86:1，预计招录培训赛道维持高景气度。参考弗若斯特沙利文数据估算，我们预估2024年公考TOP3机构CR3同比略有下滑，预计受行业低价竞争加剧、部分机构仍需解决历史经营包袱等原因综合影响。

风险提示：消费力下行；政策趋严；竞争加剧；新成长曲线拓展不及预期等。

投资建议：上市公司期内已逐渐承接非学历培训业务，战略转型已经显著增厚公司经营业绩。公考招录赛道虽仍保持高景气度，但业内低价竞争压力仍存，基于上述原因我们谨慎预计公司2024-2026年收入为25.2/28.9/33.0亿元，归母净利润为1.68/2.03/2.41亿元（收入利润大幅提升系原来预测仅考虑传统建筑设计业务贡献），对应PE为62/52/43x，考虑竞争格局及估值水平，给予公司“中性”评级，建议跟踪竞争格局变化及盈利改善进展。

公司研究·财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

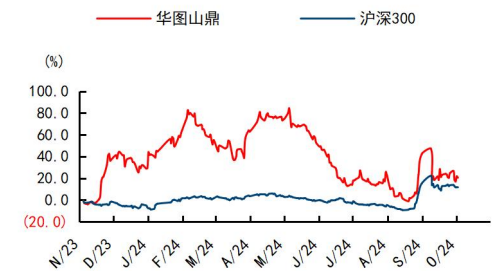
zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	中性(首次)
合理估值	
收盘价	74.30元
总市值/流通市值	10438/10438百万元
52周最高价/最低价	114.29/58.52元
近3个月日均成交额	90.40百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华图山鼎(300492.SZ)-教育资产注入持续推进，老牌公考龙头上市提速》——2024-01-18

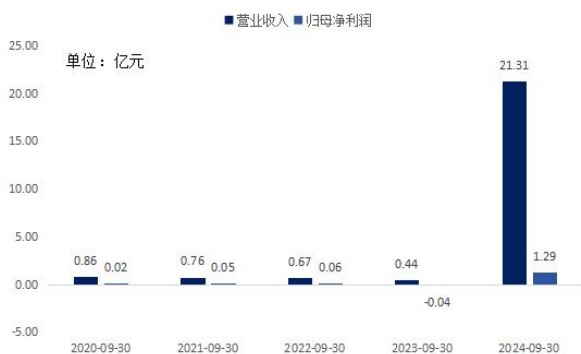
盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	107	247	2,517	2,891	3,298
(+/-%)	-2.9%	131.3%	918.5%	14.8%	14.1%
归母净利润(百万元)	11	-92	168	203	241
(+/-%)	-14.5%	-941.5%	-283.0%	20.4%	18.8%
每股收益(元)	0.08	-0.65	1.20	1.44	1.71
EBIT Margin	17.5%	-38.6%	8.3%	9.2%	9.3%
净资产收益率(ROE)	3.6%	-43.9%	52.2%	44.2%	38.9%
市盈率(PE)	955	-113	62	52	43
EV/EBITDA	481.5	-122.2	65.3	51.2	44.0
市净率(PB)	34.27	49.80	32.38	22.78	16.85

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

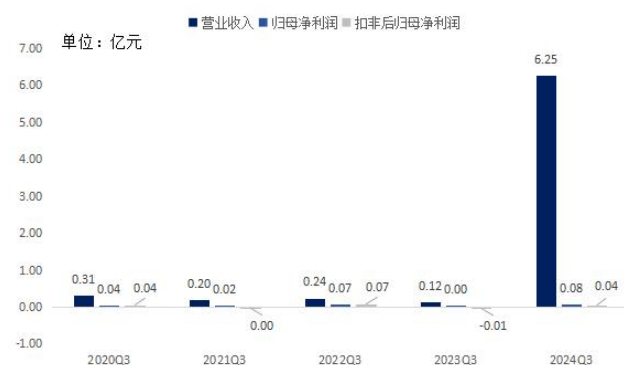
2024Q3 实现归母净利润 783 万元，同增 4064%。2024 年前三季度，公司实现营收 21.31 亿元/+4702.21%，归母净利润 1.29 亿元/+3594.67%，扣非归母净利润 1.02 亿元/+1641.05%。**2024Q3**，公司实现营收 6.25 亿元/+4964.32%，归母净利润 783 万元/+4064.07%，扣非归母净利润 363 万元/+350.59%。期内公司收入与利润均同比高增，系期内非学历培训业务注入上市公司带来经营改善助力（2023 年 11 月起上市公司全资子公司华图教育科技有限公司正式开展非学历类培训业务）。

图1：华图山鼎前三季度营业收入及归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

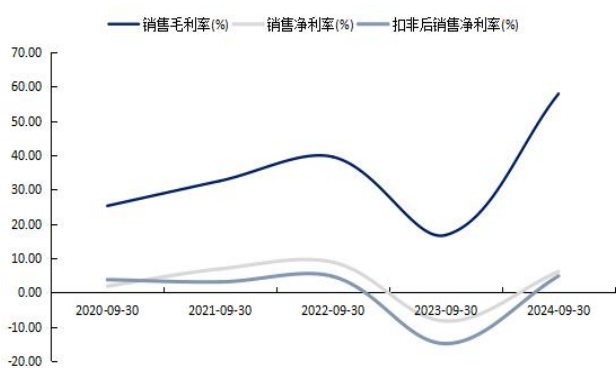
图2：华图山鼎三季度营业收入及归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

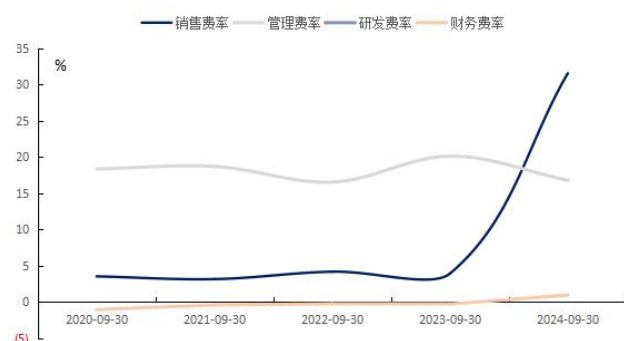
非学历培训结构性改善利润率，三季度净利率边际走低。2023 前三季度，公司毛利率 57.90%，同比+41.2pct；归母净利率 6.07%，同比扭亏增+14.4pct，利润率大幅改善系非学历业务注入的结构性改善；但 2024Q3 净利率仅 1.25%，环比上半年（8.07%）边际下滑。前三季度，公司期间费率 51.99%，同比+28.15pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别+27.62/-3.32/+2.62/+1.23pct，其中销售费率占比大幅提升系非学历培训销售工资薪酬增加影响。2024Q3，期间费率 60.73%，同比+35.60pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别+33.00/-3.87/+5.29/+1.17pct，三季度净利率边际有所走低，预计更多受销售费用投放增加影响。

图3：华图山鼎毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华图山鼎三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国考招录人数稳中有升景气度延续，赛道 CR3 略有下滑。2025 年国考报名于 10 月 15 日开始，本年度计划招录 3.97 万人/+0.4%。保持稳中有升，但扩招速度边际有所放缓（2024 年扩招 7%）。10 月 26 日国考资格审查完成，2025 年国考共有 341.6 万报考过审，同比+13%，过审口径报录比达 86:1，预计招录培训赛道维持高景气度。参考弗若斯特沙利文数据估算，我们预估 2024 年国考 TOP3 机构 CR3 同比略有下滑，预计受行业低价竞争加剧、部分机构仍需解决历史经营包袱等原因综合影响。

投资建议：上市公司期内已逐渐承接非学历培训业务，在招录培训行业高景气度以及华图教育品牌加持下，战略转型已经显著增厚公司经营业绩。目前公考招录赛道虽仍保持高景气度，但行业内低价竞争压力仍存，头部机构短期也不得不加大营销投放以保证自身份额，基于上述原因我们谨慎预计公司 2024-2026 年收入为 25.2/28.9/33.0 亿元，归母净利润为 1.68/2.03/2.41 亿元（收入利润预测大幅提升系原来预测仅考虑传统建筑设计业务贡献），对应 PE 为 62/52/43x，考虑行业竞争格局以及估值水平，给予公司“中性”评级，建议跟踪行业竞争格局变化以及公司盈利改善进展。

表1：华图山鼎盈利预测拆分

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	106.85	247.12	2516.89	2890.65	3297.65
1、建筑设计			247.12	237.72	227.52
2、非学历培训			2269.77	2643.53	3050.54
培训人次 yoy			148351	167747	187936
客单价（万元）			1.53	1.58	1.62
营业成本	68.85	194.09	1313.82	1508.92	1724.34
毛利率	35.6%	21.5%	47.8%	47.8%	47.7%
销售费用	3.30	73.97	566.30	650.40	741.97
%	3.1%	29.9%	22.5%	22.5%	22.5%
管理费用	14.84	69.49	373.76	403.25	454.09
%	13.9%	28.1%	14.9%	14.0%	13.8%
研发费用	0.00	4.15	45.30	52.03	59.36
%	0.00%	1.68%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用	-0.11	5.78	33.21	63.68	62.23
%	-0.10%	2.34%	1.32%	2.20%	1.89%
归属于母公司净利润	10.93	-91.97	168.30	202.64	240.70
%	10.23%	-37.22%	6.69%	7.01%	7.30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS			PE			投资评级
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
003032.SZ	传智教育	11.09	45	-0.13	-0.04	0.08	-	-	139	优于大市
605098.SH	行动教育	35.24	43	2.24	2.69	3.20	16	13	11	优于大市
0667.HK	中国东方教育	2.65	57	0.19	0.24	0.29	14	11	9	无评级

资料来源：注：中国东方教育为 Wind 一致预期，其余为国信社服预测，货币单位均为人民币（港币汇率使用 0.92）

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	49	196	3000	3000	3000	营业收入	107	247	2517	2891	3298
应收款项	127	232	64	74	84	营业成本	69	194	1314	1509	1724
存货净额	0	0	314	360	411	营业税金及附加	1	1	8	9	10
其他流动资产	1	19	15	17	20	销售费用	3	74	566	650	742
流动资产合计	252	512	3458	3516	3579	管理费用	15	69	374	403	454
固定资产	41	42	58	125	187	研发费用	0	4	45	52	59
无形资产及其他	0	0	1	2	3	财务费用	(0)	6	33	64	62
投资性房地产	53	466	466	466	466	投资收益	4	2	3	3	3
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	(0)	(1)	15	28	30
资产总计	347	1021	3978	4098	4219	其他收入	(7)	(15)	(45)	(52)	(59)
短期借款及交易性金融负债	1	161	3361	3344	3297	营业利润	15	(110)	195	234	278
应付款项	23	68	97	111	127	营业外净收支	(2)	1	0	0	0
其他流动负债	16	375	271	308	351	利润总额	12	(110)	195	234	278
流动负债合计	40	604	3729	3764	3775	所得税费用	2	(18)	26	32	38
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	208	157	106	55	归属于母公司净利润	11	(92)	168	203	241
长期负债合计	2	208	(73)	(124)	(175)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	42	811	3656	3640	3600	净利润	11	(92)	168	203	241
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	5	5	16	19
股东权益	305	210	322	458	619	折旧摊销	3	3	6	8	11
负债和股东权益总计	347	1021	3978	4098	4219	公允价值变动损失	0	1	(15)	(28)	(30)
						财务费用	(0)	6	33	64	62
关键财务与估值指标						营运资本变动	(21)	78	(261)	(42)	(37)
每股收益	0.08	(0.65)	1.20	1.44	1.71	其它	3	(5)	(5)	(16)	(19)
每股红利	0.02	0.02	0.40	0.48	0.57	经营活动现金流	(7)	(10)	(102)	141	185
每股净资产	2.17	1.49	2.29	3.26	4.41	资本开支	0	(8)	(13)	(63)	(63)
ROIC	7.69%	-31.59%	8%	5%	6%	其它投资现金流	15	10	0	0	0
ROE	3.59%	-43.88%	52%	44%	39%	投资活动现金流	15	1	(7)	(57)	(57)
毛利率	36%	21%	48%	48%	48%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	-39%	8%	9%	9%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	-37%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(3)	(3)	(56)	(67)	(79)
收入增长	-3%	131%	918%	15%	14%	其它融资现金流	5	160	3200	(16)	(48)
净利润增长率	-14%	-941%	-283%	20%	19%	融资活动现金流	(1)	155	2914	(83)	(127)
资产负债率	12%	79%	92%	89%	85%	现金净变动	7	147	2804	0	0
股息率	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	41	49	196	3000	3000
P/E	955.0	(113.5)	62.0	51.5	43.4	货币资金的期末余额	49	196	3000	3000	3000
P/B	34.3	49.8	32.4	22.8	16.9	企业自由现金流	0	(7)	(87)	134	177
EV/EBITDA	481.5	(122.2)	65.3	51.2	44.0	权益自由现金流	0	153	2854	63	75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032