

# 战略转型职业教育，华丽蜕变“公考”龙头

2025年03月03日

➤ **华丽蜕变“公考”线下龙头。**公司前身是主营建筑设计业务的山鼎设计，2019年11月华图投资通过协议转让+表决权让渡方式成为公司第一大股东，并通过要约收购提升持股比例。2023年7月控股股东提议上市公司将职业教育作为转型方向，并为转型提供全方位资源支持。2023年10月控股股东将公务员、事业单位、医疗系统等非学历培训业务的商标、课件、著作权、网络系统资源等无形资产无偿赠予上市公司，并由华图教育负责落地实施。华图教育通过网络建设+员工平移等方式快速布局非学历培训业务，构建“全国一张网”的整体经营架构，直营网点涉及全国31个省与对应地市，辐射网点突破1000个，公司华丽蜕变为“公考”线下新龙头。

➤ **考试培训需求强劲，线下公考龙头易主。**公务员考试培训市场原本由中公教育、华图山鼎、粉笔三家主导，形成寡头竞争格局。中公教育曾占市场主要的份额，但受协议班退费等因素影响，中公教育市场份额显著下降。在此背景下，华图山鼎和粉笔等公司快速抢占市场，行业竞争格局“生变”。华图山鼎通过调整业务布局，2024年上半年华图山鼎的非学历培训业务规模已超过中公教育。同时，粉笔也加大了线下市场开拓力度，尽管运营中心数量有所收缩，但营业收入仍稳定增长。考虑到华图山鼎未来有望拓展教师、金融、军队等新的非学历培训领域，收入规模有望进一步扩大，行业地位有望进一步提高。

➤ **战略转型职业教育，快速布局全国市场。**受建筑设计行业竞争加剧及控股股东的变更等因素影响，公司战略转型势在必行。公司聚焦公务员、事业单位、医疗系统三大行业从事非学历考试培训业务，并通过分支机构建设和存量课程代交付等方式快速布局全国市场，并解决同业竞争问题。公司坚定执行“三好华图”战略，持续创新教学方法，提升服务品质，所研发的“红领培优”、“基地班”、“事业有成”等系列课程有口皆碑，且培训价格相对合理，再加上网络建设较为完善和良好的师资队伍，公司迅速抢占“公考”等非学历考试培训市场。公司非学历培训业务收入2023年为1.98亿元，2024年上半年为14.88亿元，非学历考试培训业务高速增长。

➤ **资产优良现金流好，订单充裕成长性好。**公司资产主要由货币资金、交易性金融资产等组成，截至2024年9月末分别为3.89亿元和5.44亿元，两者合计占比46.75%，资产质量较高。资产流动性较好。公司负债主要是合同负债，无有息负债，截至2024年9月末，合同负债占比54.78%。公司采取预收款商业模式，现金流好，收现比高。2023年4季度-2024年3季度公司经营性净现金流分别为2.04亿元和8.93亿元，收现比分别为1.72倍和1.35倍。公司盈利能力较强，毛利率、ROE、ROA等指标均处于行业领先水平，2024年前三季度毛利率、ROE、ROA分别为57.90%、47.18%、12.20%。

➤ **投资建议：“公考”新龙头扬帆起航，维持“推荐”评级。**预计2024-2026年公司营收分别为27.01亿元、33.28亿元和41.60亿元，分别同比增长993.0%、23.2%和25.0%；归母净利润分别为0.79亿元、2.28亿元和3.69亿元，分别扭亏为盈、+189.7%和+61.9%；EPS分别为0.56元、1.62元和2.63元，PE分别为145倍、50倍和31倍，PB分别为39.6倍、23.4倍和14.7倍。公司战略转型职业教育，聚焦公务员、事业单位等领域考试培训，通过全国网络建设和员工平移快速抢占全国市场，华丽蜕变为“公考”线下新龙头。未来公司有望在股东的支持下，积极布局教师、金融等领域的考试培训业务，增量业务助力公司快速增长。目前，公司订单充足，交付能力较强，未来成长性良好，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；考试延后或取消；退费风险。

推荐

维持评级

当前价格：

81.21元



分析师 苏多永

执业证书：S0100524120001

邮箱：suduoyong@mszq.com

## 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	2,701	3,328	4,160
增长率 (%)	131.3	993.0	23.2	25.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-92	79	228	369
增长率 (%)	-939.0	185.6	189.7	61.9
每股收益 (元)	-0.65	0.56	1.62	2.63
PE	-	145	50	31
PB	54.4	39.6	23.4	14.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年3月3日收盘价）

# 目录

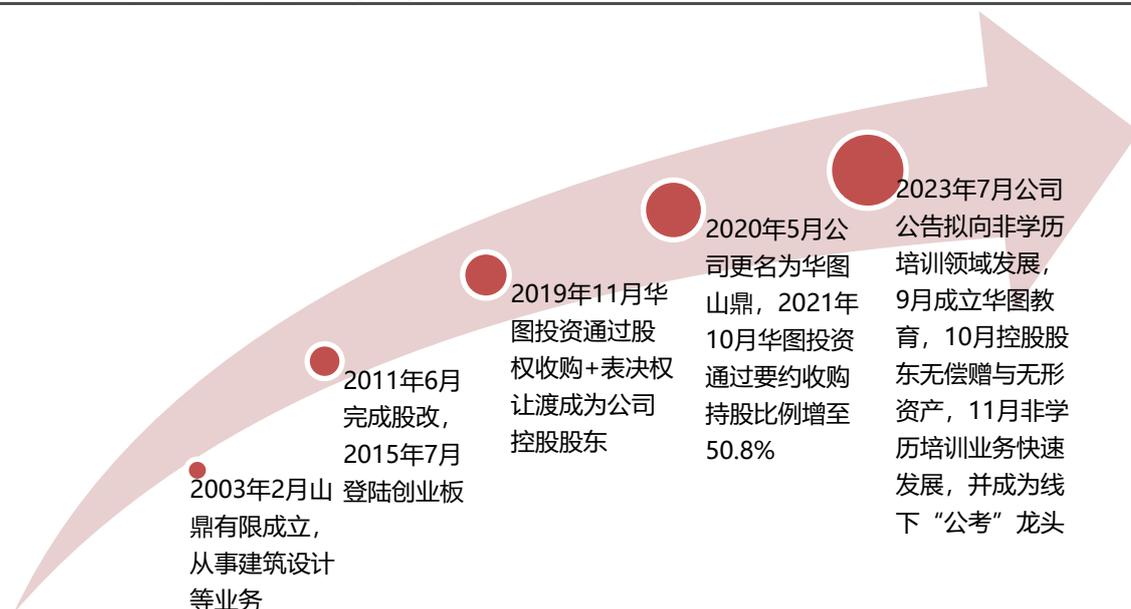
<b>1 公司概况：华丽蜕变“公考”线下龙头</b>	<b>3</b>
1.1 从区域性建筑设计龙头到线下“公考”龙头	3
1.2 协议转让+要约收购，公司股权较为集中	4
1.3 快速布局+委托交付，教育培训业务激增	4
1.4 毛利率相对较高，期待销售费用下降	5
<b>2 行业分析：考试培训需求强劲，线下“公考”龙头易主</b>	<b>7</b>
2.1 职业培训种类繁多，考试培训门类齐全	7
2.2 政策支持职业培训，非学历培训增长迅速	8
2.3 高校毕业生创新高，考试培训需求释放	10
2.4 “公考”行业格局生变，龙头易位线上崛起	11
<b>3 公司分析：战略转型职业教育，快速布局全国市场</b>	<b>13</b>
3.1 股东赠予无形资产，战略转型职业教育	13
3.2 “三好华图”战略发力，考试培训发展良好	14
3.3 “公考”课程体系完善，培训价格相对合理	16
3.4 事业单位势不可挡，医疗卫生值得期待	17
<b>4 财务分析：负债率低现金流好，订单充裕增长确定</b>	<b>19</b>
4.1 货币资金+交易性金融资产+租赁资产占比较高，负债率上升大幅攀升	19
4.2 收现比高现金流好，盈利能力相对较强	19
4.3 新签订单高速增长，未来发展确定性强	20
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>22</b>
5.1 盈利预测与业务拆分	22
5.2 估值分析	23
5.3 投资建议	24
<b>6 风险提示</b>	<b>26</b>
<b>插图目录</b>	<b>28</b>
<b>表格目录</b>	<b>28</b>

# 1 公司概况：华丽蜕变“公考”线下龙头

## 1.1 从区域性建筑设计龙头到线下“公考”龙头

华图山鼎设计股份有限公司（以下简称“华图山鼎”或“公司”）的前身为成立于2003年2月四川山鼎建筑工程设计咨询有限公司（以下简称“山鼎有限”），2011年6月完成“股改”，公司更名为四川山鼎建筑工程设计股份有限公司（以下简称“山鼎设计”）。山鼎设计于2015年7月深圳创业板挂牌上市，主要从事建筑工程设计及相关咨询服务，具体业务领域涵盖住宅设计、城市综合体、公共建筑和规划、景观、室内等设计，业务主要集中在以成都为中心的西南地区，是一家区域性建筑设计的龙头企业。2019年9月山鼎设计实控人车璐、袁歆与华图宏阳投资有限公司（以下简称“华图投资”）签署《股份转让协议》，华图投资将取得公司30%的股权，同时取得车璐、袁歆剩余股权的表决权，2019年11月股权交割完成，华图投资将成为公司控股股东，并于2020年5月公司正式更名为华图山鼎。2021年8月华图投资启动要约收购计划，2021年10月完成要约收购，华图投资持股比例增至50.8%。2023年7月控股股东提议公司选取职业教育领域的优质发展方向拓展新业务，并提供全方位资源支持。2023年9月公司成立全资子公司华图教育科技有限公司（以下简称“华图教育”），华图教育主要聚焦招录考试培训和职业能力培训。2023年10月控股股东将公务员、事业单位、医疗系统等非学历培训业务的商标、课件、著作权、网络系统资源等无形资产无偿赠予上市公司，并由华图教育负责落地实施。2023年11月以来，华图教育逐步开展非学历培训业务，构建了“全国一张网”的整体经营架构，直营网点涉及全国31个省与对应地市，辐射网点突破1000个。华图教育营业收入2023年1.98亿元，2024年1-6月14.88亿元，公司华丽蜕变为线下“公考”新龙头。

图1：公司发展历程及重要的节点性事件

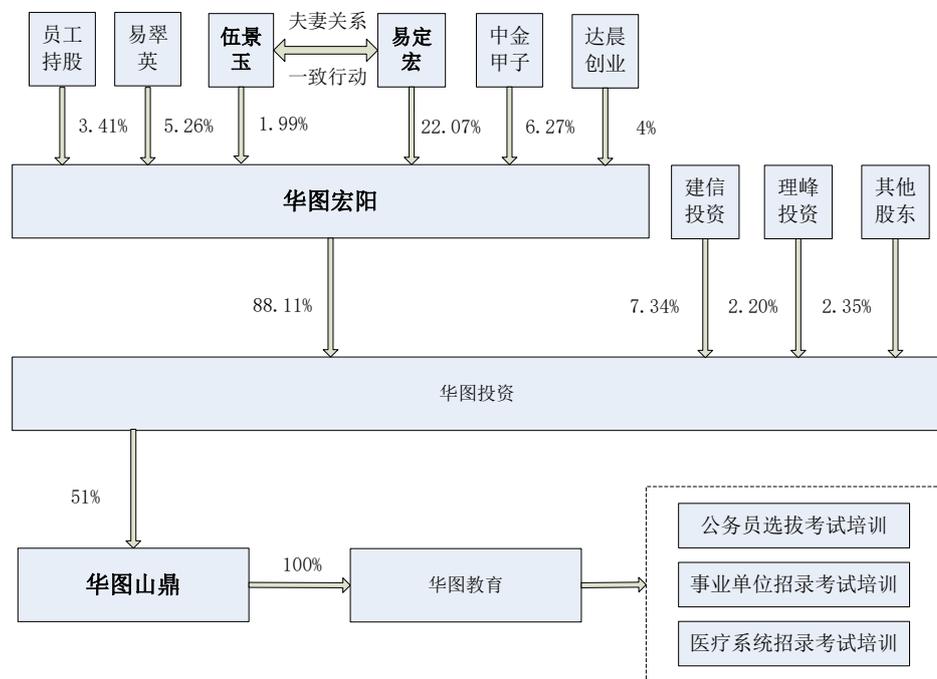


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 1.2 协议转让+要约收购，公司股权较为集中

华图投资通过协议转让+要约收购方式成为公司控股股东，截至 2024 年 9 月末，华图投资持有公司 7164.81 万股，持股比例 51%。华图投资是北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司（以下简称“华图宏阳”）的控股子公司，华图宏阳由易定宏先生于 2001 年创立，秉承“以教育推动社会进步”的使命，以职业教育为核心，主营公务员、事业单位、教师、医疗、金融、军队文职、部队转业干部等各类人才招聘考试培训和学历提升、职业资格认证等业务，拥有专兼职教师、研发人员及高素质员工 10000 多人，在全国范围内设立了 1000 多家学习中心，组成全国性地面授课网络。易定宏和伍景玉（两人为夫妻关系，是一致行动人）直接合计持有华图宏阳 24.05% 的股权，中金甲子、易翠英、达晨创业、员工持股等分别持有华图宏阳 6.27%、5.26%、4% 和 3.41% 的股权，其他股东持股比例相对较小，易定宏是华图宏阳、华图投资和公司的实控人。公司其他股东持股比例相对较高，截至 2024 年 9 月末，原控股股东车路持有公司 2322.45 万股，持股比例 16.53%；原始股东张鹏、文学军分别持有公司 447.55 万股和 372.95 万股，持股比例 3.19% 和 2.65%。

图2：截至 2024 年 9 月公司股权结构及一致行动人持股情况

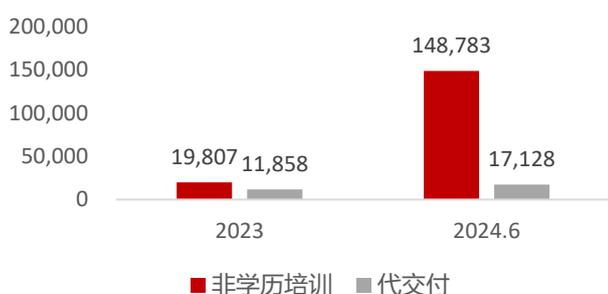


资料来源：公司公告，民生证券研究院

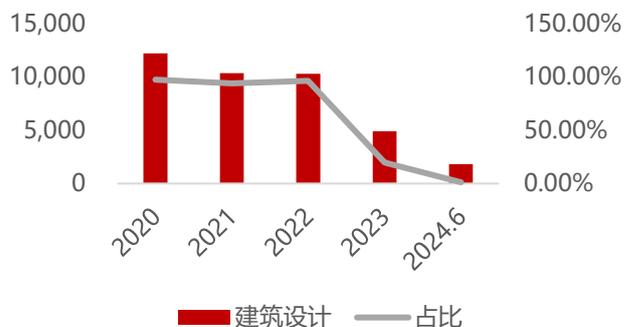
## 1.3 快速布局+委托交付，教育培训业务激增

2023 年 11 月华图教育开始逐步开展非学历类培训业务，主要包括国家及地

方公务员招录考试培训、事业单位招聘考试培训、医疗卫生系统的招录培训及其相应的资格证考试培训,公司快速在全国设立 400 余家分公司,直营网点涉及全国,辐射网点突破 1000 个,再加上华图品牌的高辨识度 and 课程交付的良好口碑,公司快速抢占全国的非学历培训市场。为了避免同业竞争,华图宏阳不再从事上市公司相关非学历培训业务,同时将存量课程由华图教育代为交付,公司非学历培训业务激增。2023 年公司非学历培训实现收入 1.98 亿元,其中代交付关联收入 1.19 亿元;2024 年上半年非学历培训实现收入 14.88 亿元,其中代交付关联收入 1.71 亿元。公司建筑设计业务仍在发展,但占比将越来越小。公司建筑设计业务 2023 年实现收入 0.49 亿元,业务占比 19.85%;2024 年上半年实现收入 0.18 亿元,占比 1.2%。

**图3: 23 年以来非学历培训及代交付收入 (万元)**


资料来源:公司公告,民生证券研究院

**图4: 20 年以来建筑设计收入 (万元) 及占比 (%)**


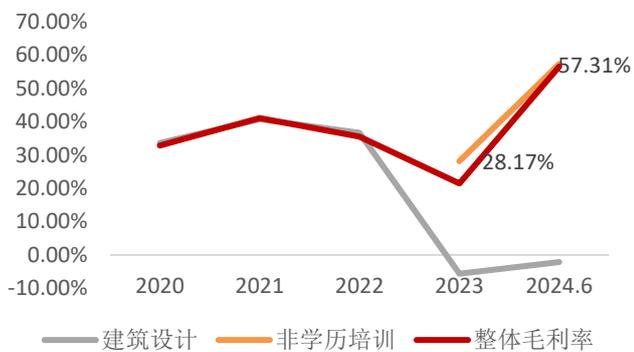
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

## 1.4 毛利率相对较高, 期待销售费用下降

建筑设计和非学历培训均属于轻资产业务模式,主要成本为人工成本,毛利率相对较高。2020-2022 年公司主营业务建筑设计,规模经济较为明显,建筑设计毛利率相对较高,分别为 33.65%、40.71%和 36.65%;2023 年下半年以来,公司业务重心转向非学科培训,建筑设计业务收缩,考虑到人工成本的刚性,建筑设计毛利率大幅下降,而非学历培训毛利率快速提升,2023-2024 年 6 月建筑设计毛利率分别为 -5.63%和 -2.12%,非学历培训业务毛利率分别为 28.17%和 57.31%。公司整体毛利率相对较高,2020-2024 年 6 月公司整体毛利率分别为 32.82%、41.08%、35.56%、21.46%和 56.54%。受公司战略转型、非学历培训业务高速发展等因素影响,公司加大了宣传推广力度,管理费用和销售费用大幅上升,2020-2024 年 6 月公司管理费用率(含研发)分别为 15.50%、16.22%、13.89%、29.80%和 19.44%,销售费用率分别为 3.19%、2.85%、3.09%、29.93%和 31.57%。受销售费用和管理费用相对较高影响,公司净利率相对较低,2020-2024 年 6 月公司净利率分别为 11.29%、11.62%、10.23%、-37.22%和 6.07%。预计随着业务规模的持续扩大,公司管理费用率和销售费用率有望下降,尤其是销售费用率的下

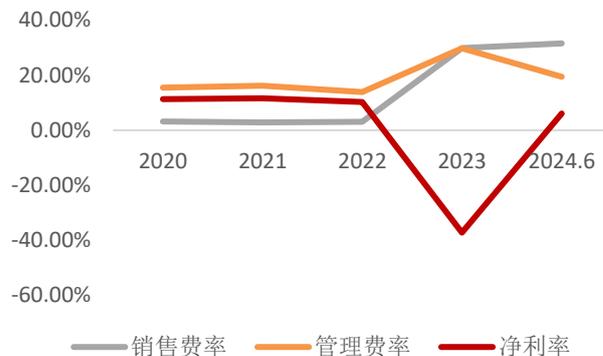
降对净利率提高意义重大，净利率有望随着业务规模上升和费用率下降而提高。

图5：20 年以来公司整体及各业务板块毛利率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：20 年以来公司各项费用率 (%)



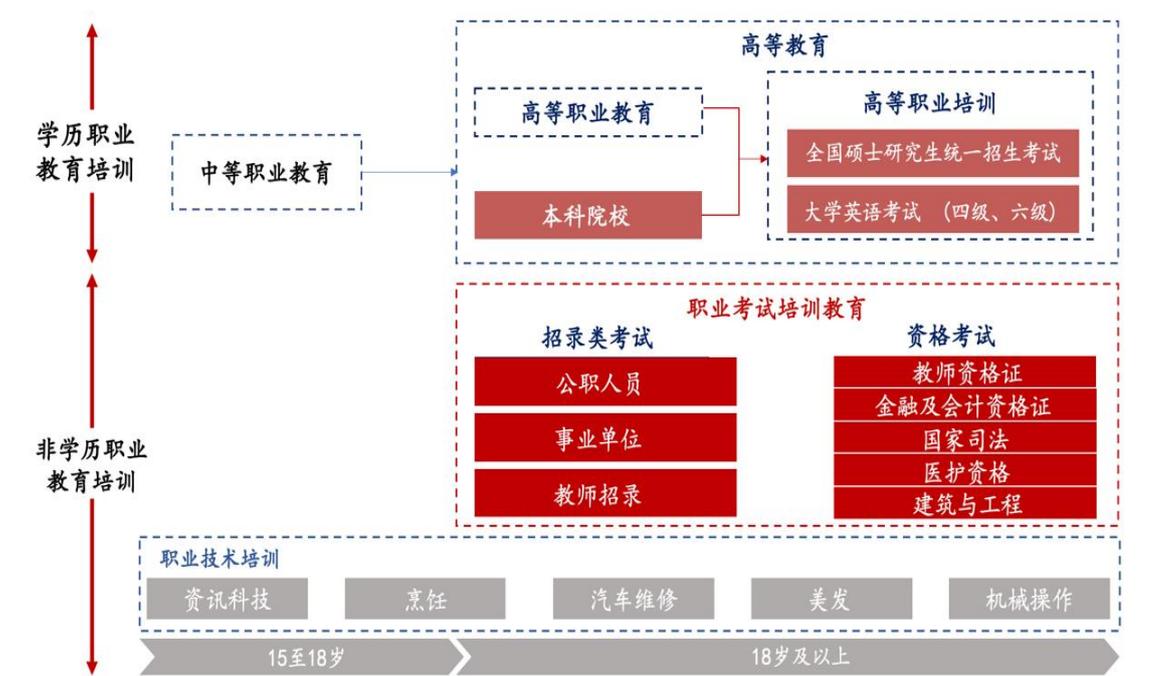
资料来源：iFinD，民生证券研究院

## 2 行业分析：考试培训需求强劲，线下“公考”龙头易主

### 2.1 职业培训种类繁多，考试培训门类齐全

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，包括职业教育学校和职业培训。职业教育学校主要包括中职教育学校和高职教育学校，为学历教育；职业培训主要包括就业前培训、在职培训、再就业培训及其他职业性培训，是指对准备就业和已经就业的人员，以开发其职业技能为目的而进行的技术业务知识和实际操作能力的教育和训练，为非学历职业教育。职业培训基本内容一般分为基本素质培训、职业知识培训、专业知识与技能培训和社会实践培训，其中专业知识与技能培训包括专业理论、专业技能和专业实习等方面，包括职业技术培训，如烹饪、汽车维修、IT、机械操作、美容美发等；职业考试培训，如公务员考试培训、企事业单位入职考试培训、教师资格证培训、医疗系统考试培训、财会证券基金等从业资格考试培训等。入职考试具有较强的竞争性，是入职的“敲门砖”，尤其是热门行业，如公务员、事业单位、央国企、教师等竞争十分激烈；资格考试（如CPA、CFA、会计上岗证、证券基金从业资格证等）难度较大，一旦没有取得执业证书，相关领域无法展业，客观上促进了考试培训快速发展。

图7：职业培训的主要类型及细分领域

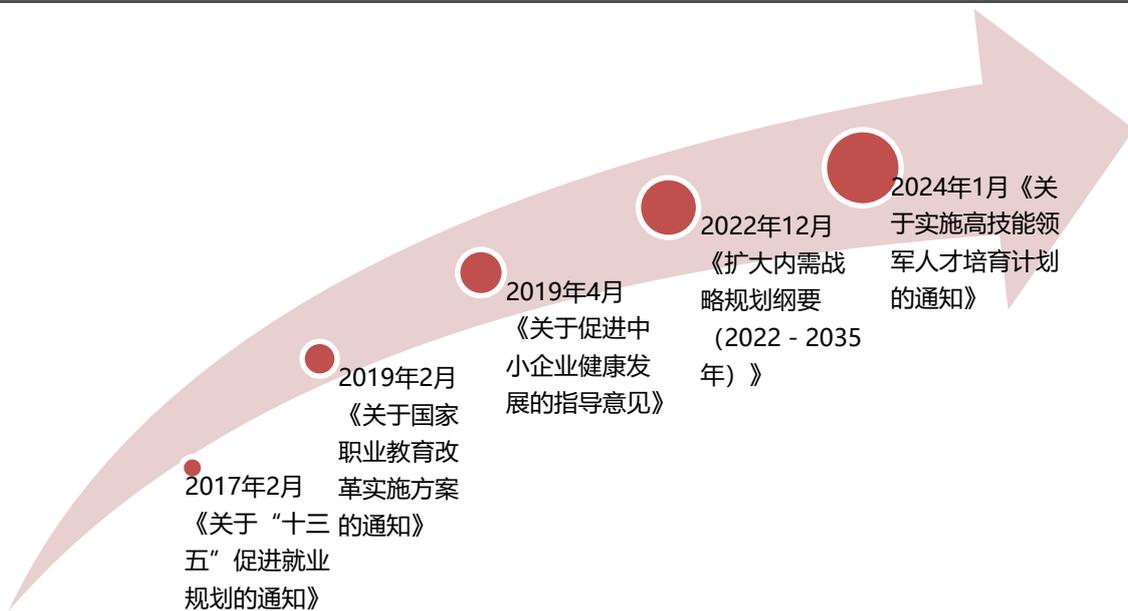


资料来源：人社部等，民生证券研究院

## 2.2 政策支持职业培训，非学历培训增长迅速

2017年2月国务院印发《关于“十三五”促进就业规划的通知》，明确提出要积极探索创业培训与技能培训、区域产业相结合的培训模式，试点推广“慕课”等“互联网+”创业培训新模式，大规模开展在线培训模式。2019年2月国务院印发了《关于国家职业教育改革实施方案的通知》，明确要求支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。2019年4月中共中央办公厅、国务院联合印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，明确提出重视培育企业家队伍，继续做好中小企业经营管理领军人才的培训，提升中小企业经营管理水平等。2022年12月国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》，提出完善职业技术教育和培训体系，增强职业技术教育适应性。2024年1月人社部等七部委联合发文《关于实施高技能领军人才培养计划的通知》，加快建设国家战略人才力量，努力培养造就更多大国工匠、高技能人才的战略部署，进一步扩大高技能人才数量规模，提升素质水平，从2024年到2026年，联合组织实施高技能领军人才培养计划。

图8：近年来我们出台主要的职业教育政策文件



资料来源：中共中央、国务院、工信部等，民生证券研究院

受益于职教政策出台、就业市场竞争加剧和企业转型升级，我国职业教育培训市场规模持续扩大。根据弗若斯特沙利文报告，我国职业教育培训市场规模从2016年的5157亿元增至2021年的7811亿元，复合年均增速为8.6%，预计到2026年规模达到10979亿元，2021-2026年间的复合年均增速为7.1%，其中学历和非学历职业教育培训市场规模分别为7662和3317亿元，复合增长率分别为6.49%和8.41%，非学历培训市场的增长显著高于学历培训市场的增长。

**图9：16-26 年我国职业培训市场规模及预测（亿元）**


资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

**图10：17-26 年我国职业培训市场规模及增速（亿元）**


资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

职业考试培训是重要的非学历培训，增速相对较快。根据弗若斯特沙利文报告，2021 年我国职业考试培训市场规模 691 亿元，其中资格考试培训市场规模约 386 亿元，占比 56%，预计到 2026 年达到 597 亿元，2021-2026 年复合增速 9%；招录考试培训市场规模约 305 亿元，占比 44%，预计到 2026 年达到 505 亿元，2021-2026 年复合增速 11%。其中，公务员、事业单位、教师考试培训 2021 年市场规模分别为 121 亿元、116 亿元和 68 亿元，2016-2021 年复合增速 7%、5%和 28%，预计到 2026 年分别增长至 202 亿元、174 亿元和 129 亿元，2021-2026 年复合增速 11%、8%和 14%。

**表1：我国职业考试培训市场规模(亿元)**

	职业考试培训	资格考试培训	招录考试培训	其中：公务培训	事业单位考试	教师招录考试
2016	325	124	201	88	93	20
2017	406	167	239	99	110	30
2018	500	239	261	109	125	27
2019	551	308	243	97	101	45
2020	646	338	308	126	115	67
2021	691	386	305	121	116	68
2022E	774	431	343	136	127	80
2023E	861	478	387	154	140	93
2024E	945	515	430	171	153	106
2025E	1024	556	468	187	163	118
2026E	1102	597	505	202	174	129
16-21 CAGR	16%	26%	9%	7%	5%	28%

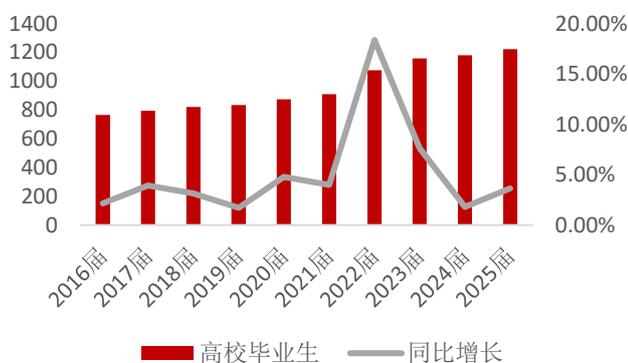
21-26 CAGR 10% 9% 11% 11% 8% 14%

资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

## 2.3 高校毕业生创新高，考试培训需求释放

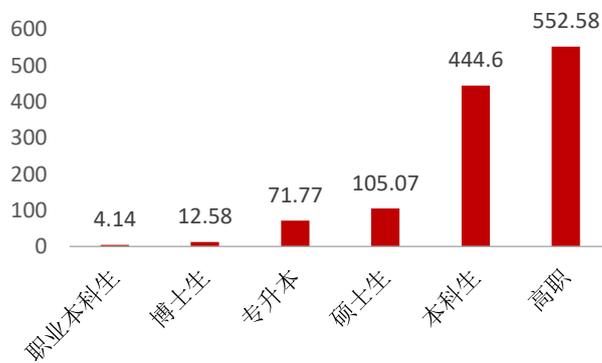
我国高校毕业生再创历史新高，根据教育部预测，预计到2025年6月，2025届高校毕业生将达到1222万人，同比增加43万人，同比增长3.65%，连续10年正增长。从结构来看，高职和本科生占比较高，其次是硕士生和专科起点本科生，博士生和职业本科生占比相对较小。2024届高校毕业生，高职毕业生552.58万人，占比46.41%；本科毕业生444.6万人，占比37.34%；硕士毕业生105.07万人，占比8.82%；专科起点本科毕业生、博士生和职业本科生分别为71.77万人，12.58万人和4.14万人，分别占比6.03%、1.06%和0.35%。从近几年高考报名人数来看，未来几年高校毕业生仍将保持增长。2020-2024年高考报名人数分别为1071万人、1078万人、1193万人、1291万人和1342万人，分别同比增长3.88%、0.65%、10.67%、8.21%和3.95%。

图11：2016-2025届高校毕业生及增长情况（万人）



资料来源：教育部，民生证券研究院

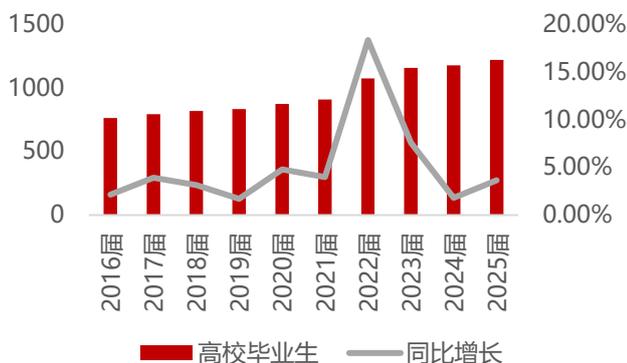
图12：2024届高校毕业生学历分布情况（万人）



资料来源：教育部，民生证券研究院

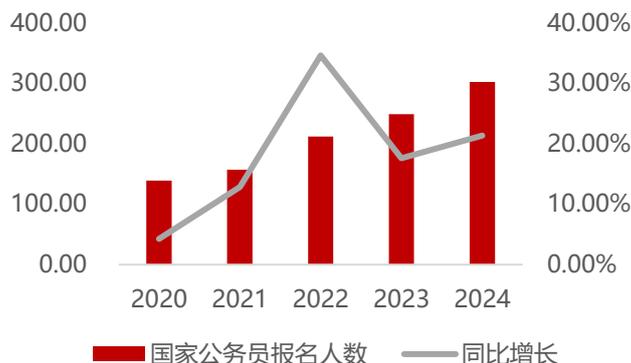
高校毕业生持续增长，催生了大量的考试培训需求，尤其是以就业为导向和执业资格等方面的考试培训。国家公务员考试报名人数再创新高，2020-2025年国家公务员报名人数分别为143.7万人、157.6万人、212.3万人、259.77万人、303.3万人和341.60万人，分别同比增长7.34%、9.67%、22.36%、16.76%和12.63%，2024年首次突破300万人大关，报名录取比近77:1；2025年报名录取比近86:1。教师资格考试迎来爆炸式增长，我国教师资格考试报名人数从2012年的22.9万人次猛增至2023年的1265万人次，增长了50多倍。

图13: 16-25 届高校毕业生人数 (万人) 及增长率



资料来源: 教育部, 民生证券研究院

图14: 20-24 年国家“公考”报名人数 (万人) 及增长



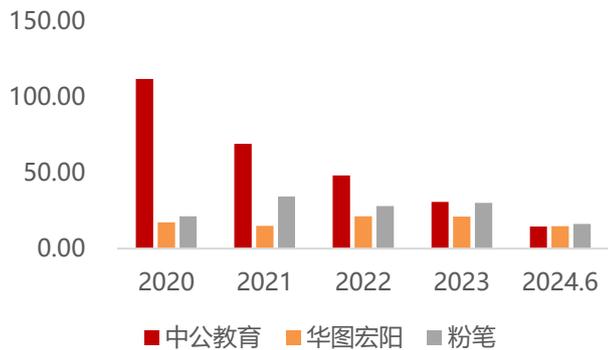
资料来源: 国家公务员局, 民生证券研究院

## 2.4 “公考”行业格局生变，龙头易位线上崛起

公务员考试培训市场呈现出寡头竞争的格局，中公教育、华图山鼎、粉笔占据了行业较高的市场份额。2020 年中公教育来自公务员招录面授培训收入达到 62.89 亿元，市占率近 50%，但随着协议班退费浪潮的来袭，中公教育“公考”市场占比持续下降，2023 年营业收入仅 11.37 亿元，不及 2020 年的五分之一，市占率降至 7.38%。“一鲸落，万物生”，华图宏阳和粉笔快速抢占市场，2020-2023 年华图宏阳非学历类培训业务分别实现收入为 17.41 亿元、14.93 亿元、21.23 亿元和 21.05 亿元。2023 年 4 季度，华图宏阳旗下的华图教育开始布局“公考”等非学历培训业务，华图宏阳不再承接新的业务，甚至部分存量业务交由华图教育代为交付，华图教育非学历培训业务收入 2023 年四季度 1.98 亿元，2024 年 1-6 月为 14.88 亿元，而 2024 年 1-6 月中公教育实现营业收入 14.48 亿元，“公考”培训收入 7.29 亿元，华图教育实现了追赶超越。

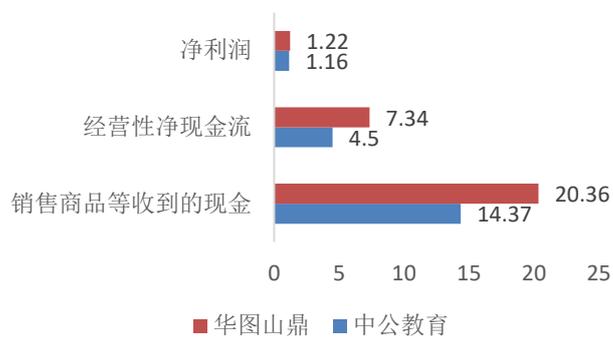
同时，线上起家的粉笔也加大了线下市场的开拓力度，2021 年末运营中心数量 363 所，公共卫生事件后有所收缩，到 2023 年末，运营中心数量 202 所。2020-2024 年中报粉笔的营业收入 21.32 亿元、34.29 亿元、28.10 亿元、30.21 亿元和 16.3 亿元。考虑到华图教育仅公务员、事业单位和医疗系统考试培训，后续可能拓展到教师、退伍军人、考研等领域，华图教育发展潜力更大，在事实上已经成为“公考”市场新龙头。

图15: 2020-2024年6月可比公司营收(亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院, 2024年6月数据为华图山鼎非学历培训业务收入数据

图16: 24年三季报可比公司主要财务指标比较(亿元)



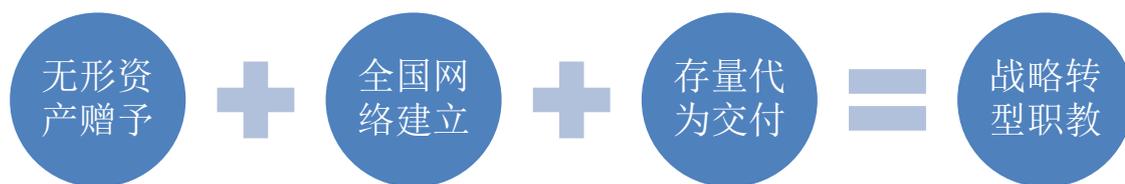
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

### 3 公司分析：战略转型职业教育，快速布局全国市场

#### 3.1 股东赠予无形资产，战略转型职业教育

公司以建筑设计业务起家，但随着建筑设计行业竞争加剧和华图投资的入主，公司战略转型势在必行。2023年7月华图宏阳董事会建议华图山鼎选取职业教育领域的优质发展方向拓展新业务，并拟为此提供全方位资源支持，包括但不限于无偿使用华图宏阳及下属企业的商标等无形资产，若新业务与华图宏阳构成同业竞争，将在24个月内解决同业竞争问题。2023年9月公司注册成立全资子公司华图教育，致力于“以教育推动社会进步”的使命，聚焦招录考试培训和职业能力培训，打造非学历培训业务的发展平台。2023年10月华图宏阳无偿赠予上市公司使用名下的成人非学历培训业务相关的商标、课件、著作权、域名、网站等无形资产，并建议华图教育从事公务员招录、事业单位招聘、医疗卫生招录等细分领域培训。华图教育根据自有资金的规模及业务发展需要分4批次在全国范围内设立分公司，并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，具备运营条件后，开展招生培训等工作。为了解决同业竞争问题，华图教育进入的市场，华图宏阳不再招生，且将存量课程交由华图教育代为交付。

图17：公司战略转型职业教育：无形资产赠予+全国网络建立+存量课程代交付



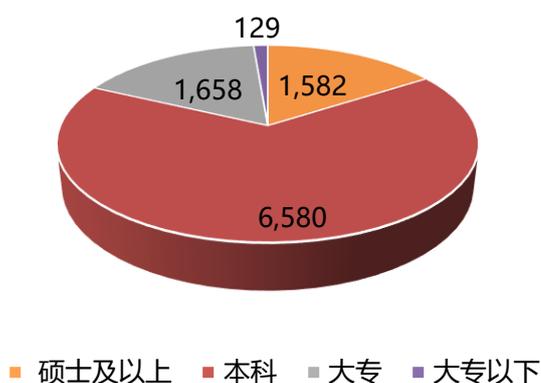
资料来源：公司公告，民生证券研究院

非学科培训行业是轻资产行业，核心是品牌、招生、课件、老师等，无形资产无偿赠予后，公司主要建立完善的业务网络和招聘优秀授课老师即可实现业务的快速发展。公司通过设立分公司快速建立了全国非学历培训市场网络，在北京、四

川、山东、河南、湖北、吉林等省市设立分公司，截至 2023 年末，公司在全国 31 个省级行政区设有 300 多家分公司，覆盖全国 300 多个地市和 600 多个县区，辐射超过 1000 家学习网点，所有网点均下沉至四五线城市，建立了完善的市场营销网络。同时，公司通过招聘、员工平移（即华图宏阳员工重新与华图教育签劳动合同）等方式，快速搭建了涵盖营销、研发、老师、行政、财务等团队，截至 2023 年末，公司在职员工 9949 人，其中老师 3092 人，客服 2547 人，市场人员 1620 人，研发人员 495 人；硕士及以上员工 1582 人，本科员工 6580 人，大专员工 1658 人，大专以下员工 129 人。公司快速建立全国业务网络，网点布局在业内处于领先地位，形成规模优势和品牌效应。同时，公司搭建了符合业务发展需要的团队，“公考”等非学历培训业务快速发展，公司战略转型成效显著。

**图18：截至 2023 年末公司员工构成（人）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

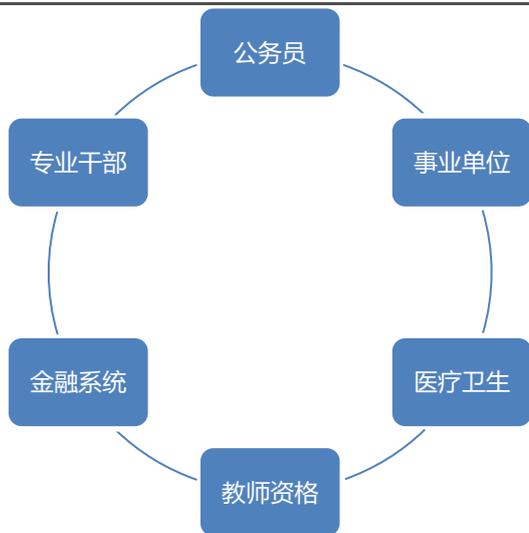
**图19：截至 2023 末公司员工学历构成**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.2 “三好华图”战略发力，考试培训发展良好

华图宏阳是非学历考试培训领域的龙头企业，秉承“以教育推动社会进步”的使命，以职业教育为核心，主营公务员、事业单位、教师、医疗、金融、部队转业干部等各类职业招录考试培训和职业技能培训业务，下设华图教育、华图政信、华图教师等子品牌，在全国范围内组成地面授课网络，并可利用华图的网站、移动应用等平台通过直播或录播课程的形式，注册华图线上课程，形成了线下与线上相结合的培训体系。公司公务员、事业单位、医疗三大业务稳定成熟后，华图宏阳可能将教师、金融、部队转业干部等招录考试培训纳入上市公司，公司未来非学历培训业务发展前景值得期待。

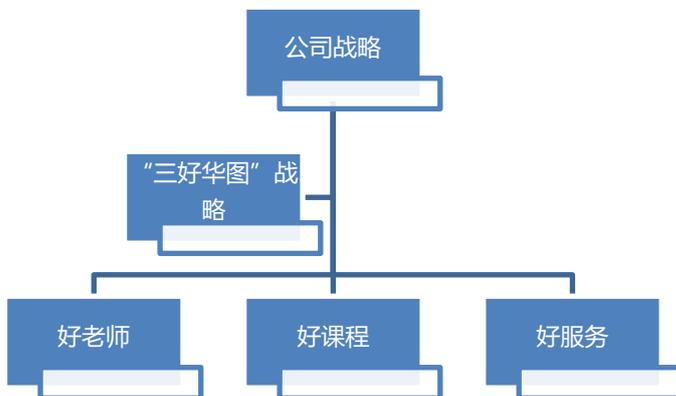
图20：华图宏阳的业务版图情况



资料来源：华图宏阳官网，民生证券研究院

根据公司与华图宏阳的协议，公司重点聚焦公务员考试培训、事业单位考试培训和医疗系统考试培训，华图宏阳不再从事公务员、事业单位和医疗系统的非学历培训业务，存量合同交由上市公司代为交付，2023 年代为交付课程收入 1.19 亿元，2024 年 1-6 月代交付课程收入 1.71 亿元，截至 2024 年 6 月末，代交付合同负债余额 3.82 亿元。华图宏阳后续视公司发展需要决定是否将其他非学历考试培训业务纳入上市公司，助力上市公司发展，并彻底解决上市公司与控股股东的同业竞争问题。华图教育秉承“以客户为中心，以奋斗者为本”的经营理念，通过“好老师、好课程、好服务”的“三好华图”战略，持续创新教学方法，提升服务品质，所研发的“红领培优”、“基地班”、“事业有成”等系列课程有口皆碑、深受学员喜爱。公司通过设立分公司和团队建设，快速完成了全国业务网络布局、抢占“公考”等考试培训市场，2023-2024 年 6 月公司非学历培训业务收入分别为 1.98 亿元和 14.88 亿元，非学历考试培训业务发展良好。

图21：华图教育的“三好华图”战略

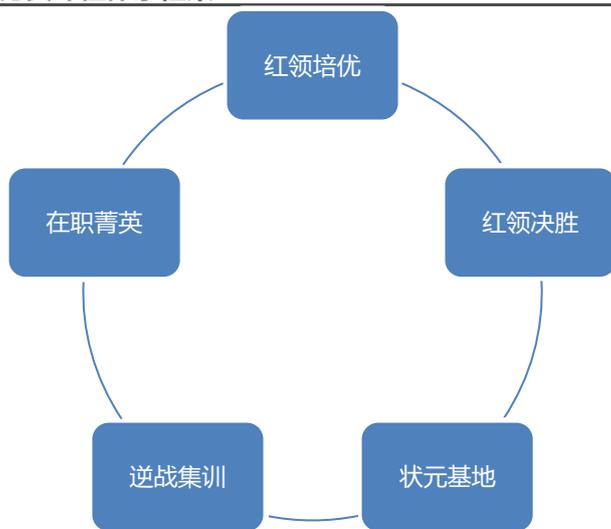


资料来源：华图教育官网，民生证券研究院

### 3.3 “公考”课程体系完善，培训价格相对合理

公司公务员考试培训主要包括国家公务员考试、地方公务员考试和公安院校联考等，核心课程是红领培优课程、红领决胜课程、状元基地课程、逆战集训课程和在职菁英课程，公司“公考”课程体系完善。(1)红领培优——华图臻级课程，该课程搭配专属塔尖师资团队，教研针对研发讲义，规划专属学习方案，专属督学全程严管；(2)红领决胜——华图精研课程，甄选菁英师资团队，分阶授课进阶进步，多轮模考强化训练，班任全程严管学习；(3)状元基地——华图军事化管理课程，全封闭基地管理模式，国考重点升级课程，构建应试题目思维及技法，定向培养工作能力及素养；(4)逆战集训——华图专属定制课程，教学教研针对性进阶，补齐短板，跨越现状，严管督学，全程服务，专注调动学习主动性；(5)在职菁英——线上线下随到随学，专属讲义针对教学，阶段讲授模块训练，群内督学全程服务。

图22：公司公务员课程体系框架



资料来源：华图教育官网，民生证券研究院

公司“公考”培训定价相对合理，以2026国考笔试书院培优课程为例，主要分为培优班、全程营A和全程营B，课程价格相对合理。培优班：(1)课时时长，线上300+小时，线下62天62晚(含2天模考、8天自习)；(2)课程安排，培优基础(31天31晚)+题海进阶(31天31晚)；(3)课程价格：非协议3.88万元，协议价格4.58万元(笔试不过退3万元，面试不过退3万元)。全程营A：(1)课时时长，线上300+小时，线下104天104晚(含4天模考、10天自习、25天巩固)；(2)课程安排，培优基础(31天31晚)+巩固阶段(25天25晚)+题海进阶(31天31晚)+培优冲刺(17天17晚)；(3)课程价格：非协议4.78万元，协议价格6.08万元(笔试不过退3.3万元，面试不过退3.3万元)。

全程营 B：（1）课时时长，线上 300+小时，线下 95 天 95 晚（含 3 天模考、8 天自习、25 天巩固）；（2）培优基础（31 天 31 晚）+巩固阶段（25 天 25 晚）+题海进阶（31 天 31 晚）+考前冲刺（8 天 8 晚）；（3）课程价格：非协议 4.28 万元，协议价格 5.38 万元（笔试不过退 3.3 万元，面试不过退 3.3 万元）。

**图23：2026 年公司国考培训课程体系及收费安排**

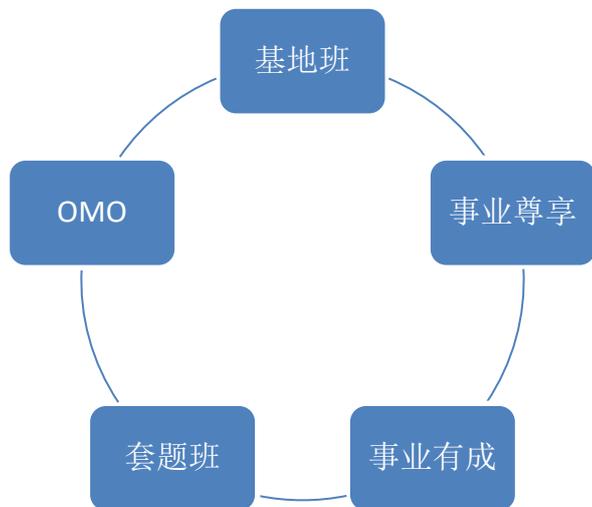
课程名称	课时时长	课程安排	课程价格
26 国考笔试书院培 优全程营 A	线上：300+小时 线下：104天104晚 (含4天模考、10天 自习、25天巩固) (协议班进面后赠送 5天面试课)	培优基础（31天31晚）+巩固阶段 (25天25晚)+题海进阶（31天31 晚）+培优冲刺（17天17晚)	非协议：47800 协议：60800，笔试不过退33000， 面试不过退33000
26 国考笔试书院培 优全程营 B	线上：300+小时 线下：95天95晚 (含3天模考、8天自 习、25天巩固) (协议班进面后赠送 5天面试课)	培优基础（31天31晚）+巩固阶段 (25天25晚)+题海进阶（31天31 晚）+考前冲刺（8天8晚)	非协议：42800 协议：53800，笔试不过退33000， 面试不过退33000
26 国考笔试书院培 优班	线上：300+小时 线下：62天62晚 (含2天模考、8天自 习) (协议班进面后赠送 5天面试课)	培优基础（31天31晚）+题海进阶 (31天31晚)	非协议：38800 协议：45800，笔试不过退30000， 面试不过退30000

资料来源：华图教育官网，民生证券研究院

### 3.4 事业单位势不可挡，医疗卫生值得期待

公司事业单位类招录考试培训业务涵盖事业单位、三支一扶、国企招聘、社区工作者和招警考等。近年来，事业单位炙手可热，报名考试人数屡创新高，有利于事业单位招聘考试培训业务发展。公司已经建立了完善的针对事业单位招聘考试的课程体系，如华图封闭课程——基地班、华图高端课程——事业尊享、华图经典课程——事业有成、华图特色课程——套题班、华图专属课程——定制班和华图在线课程——OMO。公司事业单位招聘培训收费合理，以上海 2025 年事业单位笔试尊享全程课程为例：（1）课程时长：40 天 40 晚线下+18 晚线上直播；（2）课程安排：基础阶段（12 天 12 晚）、基础巩固（10 天 10 晚）、强化提升（18 晚线上直播）、基础刷题（6 天 6 晚）、进阶刷题（6 天 6 晚）、考前集训（6 天 6 晚）和实战模考（入门摸底+期中模考+强化模考+期末模考）。（3）课程价格：非协议 2.58 万元，笔试协议 3.58 万元（不过，退 2.58 万元）、笔试协议 4.58 万元（笔试不过退 3.58 万元，面试不过退 3.58 万元）和先过关后付费（先付 1.38 万元，上岸再补 2.08 万元）。

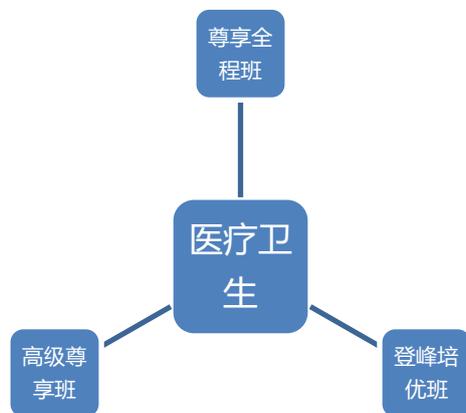
图24：公司事业单位考试培训的课程体系



资料来源：华图官网，民生证券研究院

公司医疗卫生招录考试培训业务涵盖医疗事业编、护士资格、执业医师、执业药师、卫生职称和健康管理者等考试培训业务，医疗事业编考试培训提供多种课程班型，包括小班指导、线上教学和一对一私人定制等服务，收费标准从 399-13980 元不等，性价比高，未来发展值得期待。护士资格考试培训推出了基础精讲、天使畅学、天使过关、天使尊享等课程，收费标准相对较低，500-2000 元之间。执业医师考试和执业药师考试培训推出了尊享全程班、登峰培优班、高级尊享班，学费标准基本在 2000-9000 元之间。以 2025 年中医执业（助力）医师考试高级尊享班为例，课程包括基础起步（课前预习、基础精讲、考点提炼）、强化阶段（考点小灶、金题点睛、技能特色）和冲刺拔高（精选母题、收官冲刺、考前培优、应试技巧和考前决胜），培训费用 8980 元（含教材），性价比相对较高。

图25：公司医疗卫生考试培训的课程体系



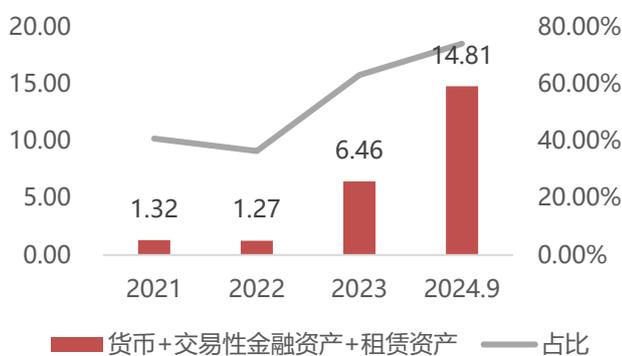
资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 4 财务分析: 负债率低现金流好, 订单充裕增长确定

### 4.1 货币资金+交易性金融资产+租赁资产占比较高, 负债率上升大幅攀升

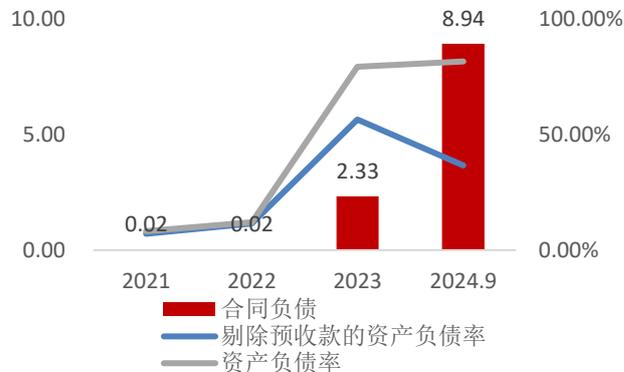
公司资产主要由货币资金、交易性金融资产和使用权资产组成, 其中使用权资产主要指办公及授课场所租赁使用权(租赁期限超过1年)。截至2024年9月末, 公司货币资金3.89亿元, 占同期总资产的19.47%; 交易性金融资产5.44亿元, 占同期总资产的27.28%; 使用权资产5.45亿元, 占比27.48%, 公司资产质量较高, 资产流动性较好。公司负债主要由合同负债、租赁负债构成, 合同负债为预收培训费, 租赁负债是办公及授课场所租赁(租赁期限超过1年), 无有息负债。截至2024年三季报, 公司合同负债9.65亿元, 占同期总负债的54.78%; 租赁负债3.41亿元, 占同期总负债的20.91%。合同负债激增导致负债率大幅攀升, 2021-2024年9月公司资产负债率分别为8.23%、12.10%、79.47%和81.74%, 剔除预收款后的资产负债率分别为7.10%、11.53%、56.61%和36.66%。

图26: 21年以来公司资产(亿元)构成及占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 右轴为占比

图27: 21年以来公司合同负债(万元)、负债率等

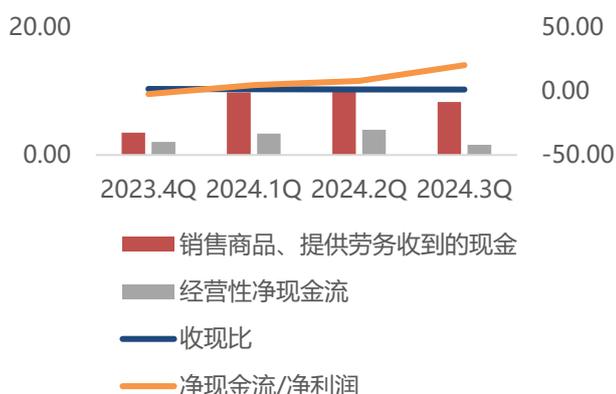


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 右轴为负债率

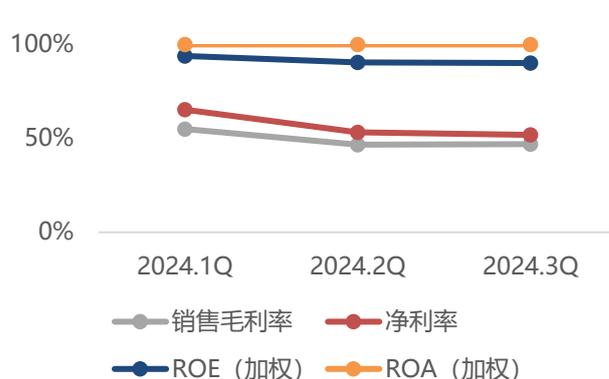
### 4.2 收现比高现金流好, 盈利能力相对较强

考试培训行业预收款模式决定了公司收现比高, 经营性现金流好。2023年4季度-2024年3季度公司销售商品提供劳务所收到的现金分别为3.49亿元、9.79亿元、10.56亿元和8.32亿元, 收现比分别为1.72倍、1.41倍、1.30倍和1.33倍, 经营性净现金流分别为2.04亿元、3.37亿元、3.97亿元和1.59亿元, 分别是同期净利润的-2.31倍、4.64倍、8.09倍和20.32倍。同时, 公司盈利能力相对较强, 公司毛利率、ROE、ROA等指标均处于行业相对较高水平, 净利率有望提升。2023年1季度-3季度公司毛利率分别为55.74%、56.54%和57.90%, 净

利率分别为 10.43%、8.07%和 6.07%，ROE (加权) 分别为 28.99%、44.97%和 47.18%，ROA (加权) 分别为 6.19%、11.63%和 12.20%。公司净利率相对较低，主要是公司销售费率在公司快速布局全国市场的大环境下相对较高，未来有下降的趋势。2023 年 1 季度-3 季度公司销售费用率分别为 25.81%、29.49%和 31.57%，而同期的中公教育分别为 20.67%、19.25%和 20.95%，两者相差较大，一旦公司销售费用下来，公司净利率有望显著提高。

**图28：公司经营性现金流（亿元）、收现比（倍）等**


资料来源：iFinD，民生证券研究院，右轴为收现比和净现金流/净利润

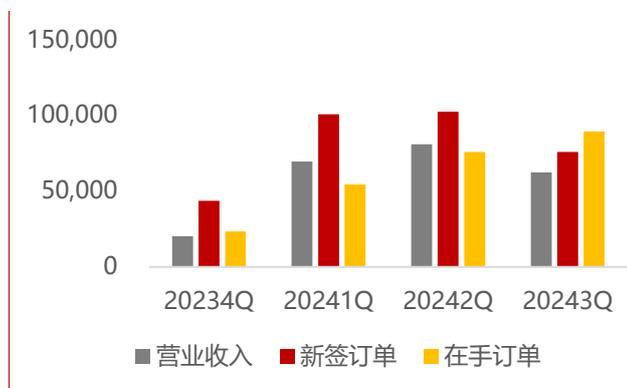
**图29：24 年公司毛利率、净利率、ROE、ROA (%) 等**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

### 4.3 新签订单高速增长，未来发展确定性强

通过无形资产赠予、全国业务网络的建设、员工的平移等，公司快速抢占全国市场，新签订单高速增长。2024 年 1 季度-3 季度公司新签订单（期末合同负债-期初合同负债+当期营业收入）分别为 4.36 亿元、10.07 亿元、10.25 亿元和 7.60 亿元（备注：因公司存在部分设计业务、非学历培训代交付业务，因此新签订单数据不一定精准，但大致能够反映季度新签订单的大致情况）。新签订单的高速增长，公司营业收入成倍增长。2024 年 1 季报、中报和 3 季报，公司营业收入分别为 6.95 亿元、15.06 亿元和 21.31 亿元，分别同比增长 44.94 倍、46.01 倍和 47.02 倍；归母净利润分别为 0.73 亿元、1.22 亿元和 1.29 亿元，分别同比增长 29.17 倍、32.25 倍和 35.95 倍。目前，公司新签订单主要聚焦在公务员考试培训、事业单位考试培训和医疗卫生考试培训，未来不排除涉足教师资格、金融系统等领域的考试培训，有利于公司市场开拓和新签订单的快速增长。同时，公司营业收入包括了代交付业务，这部分业务采取成本加成（交付成本+15%的毛利）确定收入，这部分业务比实际业务确认的要少，增强了未来发展弹性。截至 2024 年 3 季度末，公司合同负债 8.94 亿元，增强了公司发展的确定性。

图30: 公司营收、新签订单和在手订单 (万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图31: 公司营收和归母净利润增长率 (倍)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测与业务拆分

根据公司业绩预测公告，2024 年预计归属于上市公司股东的净利润实现扭亏为盈，录得盈利在 6000 万元-9000 万元，上年同期为亏损 9196.87 万元；扣除非经常性损益后的净利润 3000 万元-4500 万元，上年同期亏损 10589.58 万元。

#### 关键假设：

**非学历培训：**公司自 2023 年 11 月起在建筑设计业务基础上通过全资子公司华图教育开展非学历培训业务，通过无形资产赠予+员工平移+全国市场布局快速抢占市场，并通过代交付在一定程度上解决了存量业务交付问题，预计非学历培训业务将保持快速增长。目前，公司主要从事公务员、事业单位、医疗系统等考试培训，预计未来公司将积极拓展和布局教师、金融、财会、军队等领域的考试培训，非学历培训版图有望扩大和完善，从而带动非学历培训业务增长。我们预计 2024-2026 年公司非学历培训业务收入分别为 26.67 亿元、33.01 亿元和 41.35 亿元，分别同比+1246%、+24%、+25%。非学历培训毛利率相对较高，2024 年中报公司非学历培训业务毛利率为 57.31%，我们预计 2024-2026 年公司非学历培训业务毛利率分别为 53.19%、56.15%和 57.35%。

**建筑设计：**新房销售同比下降明显，公司建筑设计业务持续面临市场需求减弱、行业竞争加剧、管控难度加大等困难局面，导致建筑设计业务出现亏损。2024 年中报公司建筑设计业务收入 0.19 亿元，同比下降 52%；毛利率为-5.63%，同比下降 27.44pct。随着公司业务重心转向非学历培训业务，预计建筑设计业务将逐渐收缩，业务量取决于市场开拓和公司交付能力，我们预计 2024-2026 年公司建筑设计业务营业收入分别为 0.34 亿元、0.27 亿元和 0.25 亿元，分别同比-30%、-20%、-8%。受行业竞争加大、规模效应递减等因素影响，预计建筑设计业务毛利率持续走低，我们预计 2024-2026 年公司建筑设计业务毛利率分别为-7%、-8%和-9%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 27.01 亿元、33.28 亿元和 41.60 亿元，分别同比+993%、+23%和+25%；预计毛利率相对较高，并稳中有升，我们预计 2024-2026 年公司整体毛利率分别为 52.43%、55.62%和 56.95%，分别同比提高 30.97pct、3.19pct 和 1.33pct。

**表2：公司盈利预测及主要财务指标 (单位：百万元、%)**

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>					
收入 (百万元)	106.85	247.12	2701.00	3328.11	4159.88
YoY	-3%	131%	993.00%	23.22%	24.99%
毛利率	35.56%	21.46%	52.43%	55.62%	56.95%
<b>非学历培训</b>					
收入 (百万元)		198.07	2666.67	3300.64	4134.58
YoY			1246.32%	23.77%	25.27%
毛利率		28.17%	53.19%	56.15%	57.35%
<b>建筑设计</b>					
收入 (百万元)	106.85	49.05	34.33	27.47	25.30
YoY	-3%	-54%	-30%	-20%	-8%
毛利率	36.65%	-5.63%	-7.00%	-8.00%	-9.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费用率方面，2023 年华图教育开展了非学历培训业务后公司各项费用率大幅提升，预计在快速抢占市场的背景下，公司销售、管理费用率将稳定在相对高位，2023-2024 年 1-9 月公司销售费用率分别为 29.9%和 31.6%，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 29.3%、27.8%和 26.6%；2023-2024 年 1-9 月公司管理费用率分别为 28.1%和 16.8%，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 16.9%、17.0%和 17.2%。研发费用率方面，公司研发投入相对较多，2023-2024 年 1-9 月公司研发费用率分别为 1.7%和 2.6%，预计研发费用率未来将保持相对较高水平。我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 2.6%、2.5%和 2.5%；财务费用率方面，2023-2024 年 1-9 月公司财务费用率 2.3%和 1.0%，预计随着预收款的持续增加，公司财务费用率保持较低水平，我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 1.0%、0.9%和 0.9%。

**表3：公司费用率预测**

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	3.1%	29.9%	29.3%	27.8%	26.6%
管理费用率	13.9%	28.1%	16.9%	17.0%	17.2%
研发费用率	0.0%	1.7%	2.6%	2.5%	2.5%
财务费用率	-0.1%	2.3%	1.0%	0.9%	0.9%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 0.79 亿元、2.28 亿元和 3.69 亿元，分别扭亏为盈、+189.7%和+61.9%；EPS 分别为 0.56 元、1.62 元和 2.63 元，以 2025 年 3 月 3 日收盘价计算，2024-2026 年公司动态 PE 分别为 145 倍、50 倍和 31 倍，动态 PB 分别为 39.6 倍、23.4 倍和 14.7 倍，PS 分别为 4.2 倍、3.4 倍和 2.7 倍。作为“公考”培训和职业教育的上市公司，华图山鼎可比公司主要有 A 股的行动教育、传智教育，以及港股的粉笔等，其中华图山鼎与粉笔主要从事“公考”等非学历培训，均为非学历培训龙头企业，具有很强的业务可比性；华图山鼎与行动教育、传智教育均为成人非学历职业教育范畴，主要通过为学员提供教育服务，增加就业机会、提高工作技能和提升管理水平，三家公司业务领域和“客群”具有可比性。考虑到行业的情况，我们采取 PS 进行估值比较。截至 2025 年 3 月 3 日收盘，华图山鼎、行动教育、传智教育和粉笔的市值分别为 114.1 亿元、47.2 亿元、34.1 亿元和 56.0 亿元，三家可比公司预测 PS 均值分别为 6.6 倍、5.0 倍和 4.1 倍，华图山鼎预测 PS 低于三家可比公司预测 PS 均值，公司具有估值优势。

**表4：华图山鼎可比公司估值（PS）对比（以 3 月 3 日收盘价为基准）**

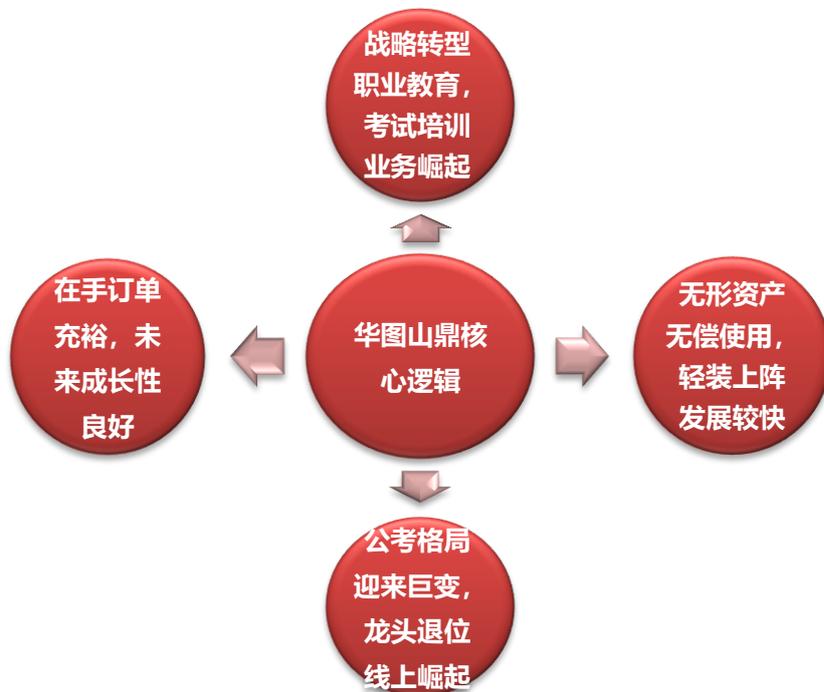
证券简称	收盘价（元）	最新市值（亿元）	预测营业收入（亿元）			预测 PS（倍）		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026
行动教育	39.6	47.2	8.2	9.8	11.6	5.8	4.8	4.1
传智教育	8.5	34.1	2.8	4.0	5.2	12.2	8.6	6.6
粉笔	2.5	56.0	30.5	33.2	36.2	1.8	1.7	1.5
<b>三家可比公司均值</b>	<b>16.9</b>	<b>45.8</b>	<b>13.8</b>	<b>15.6</b>	<b>17.7</b>	<b>6.6</b>	<b>5.0</b>	<b>4.1</b>
华图山鼎	81.2	114.1	27.0	33.3	41.6	4.2	3.4	2.7

资料来源：WIND，民生证券研究院预测，其中三家可比公司预测营业收入和预测 PS 为 WIND 一致预期，粉笔的收盘价、最新市值、预测营业收入采取 2025 年 3 月 3 日港币对人民币中间价 0.9225 折算。

## 5.3 投资建议

公司战略转型职业教育，聚焦公务员、事业单位和医疗卫生等领域的考试培训业务，通过无形资产无偿使用+全国业务网络建设+员工平移+存量课程代交付等方式，公司非学历考试培训业务“几何级”增长。目前，“公考”行业格局变化巨大，龙头折翼线上崛起，公司进入“公考”市场恰逢其时，在控股股东的大力支持下，公司坚定执行“好老师、好课程、好服务”的“三好华图”战略，持续完善升级“红领培优”、“基地班”、“事业有成”等系列课程，并可能拓展教师、金融、财会等新的业务领域，助力公司快速成长，2024 年中期公司公务员考试培训业务收入已超过竞争对手，华丽蜕变为线下“公考”培训新龙头。目前，公司新签订单充裕，交付能力较强，课程口碑较好，再加上控股股东的大力支持和“公考”行业的巨变，公司借助上市平台，可以实现更快、更高质量发展。看好非学历培训行业前景、公司成长性，维持“推荐”评级。

图32：华图山鼎核心投资逻辑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 6 风险提示

- 1) **政策风险**：公司的原有业务主要服务于房地产开发企业，受国家宏观政策调控影响较大。同时，公司计划拓展的职业教育培训业务同样高度依赖教育行业政策，若未来国家对教育行业的监管政策、职业教育支持政策或相关领域的调控政策发生变化，公司业务发展可能受到限制，业绩表现可能不及预期。
- 2) **招录考试培训需求波动风险**：职业教育业务中的招录考试培训需求受经济环境、行业政策以及公务员和事业单位招录政策的影响较大。若未来政策调整导致招录规模缩减，或招录人数减少，公司培训业务需求可能出现显著波动，进而影响公司相关业务的营收和盈利能力。
- 3) **市场竞争激烈**：职业教育领域竞争激烈，已有多家机构深耕市场。公司作为该领域的新进入者，面临来自中公教育、华图教育等竞争对手的强大压力。若公司无法在产品差异化、服务质量和市场份额上建立竞争优势，将可能影响公司职业教育业务的市场拓展和长期发展。
- 4) **考试延后或取消**：公务员、事业单位及其他职业资格考试的正常举行，是公司职业教育培训业务发展的基础。然而，若因不可抗力因素（如疫情）或其他主客观原因导致考试延后甚至取消，公司业务可能受到显著影响，培训课程的交付计划将被打乱，进而对公司的营收和运营产生负面影响。
- 5) **退费风险**：在职业教育培训业务中，若学员因个人原因或考试政策调整申请退费，公司可能面临较大的退费压力，尤其是在存量学员较多的情况下。此外，若课程交付过程因客观原因无法完成，公司与关联方的合作交付可能带来新增关联交易的风险，同时存在退费率增加的可能性，对公司财务造成一定影响。

## 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	2,701	3,328	4,160
营业成本	194	1,285	1,477	1,791
营业税金及附加	1	22	27	33
销售费用	74	791	925	1,107
管理费用	69	456	566	715
研发费用	4	70	83	104
EBIT	-106	114	300	473
财务费用	6	30	34	30
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	2	12	18	23
营业利润	-110	98	288	473
营业外收支	1	0	1	1
利润总额	-110	98	289	474
所得税	-18	20	61	104
净利润	-92	79	228	369
归属于母公司净利润	-92	79	228	369
EBITDA	-76	251	456	641

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	196	201	489	1,025
应收账款及票据	205	191	281	352
预付款项	17	129	148	179
存货	0	1	1	2
其他流动资产	94	856	961	1,046
流动资产合计	512	1,378	1,880	2,603
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	42	94	124	143
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	508	774	832	808
资产合计	1,021	2,152	2,712	3,411
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	68	36	45	60
其他流动负债	536	1,435	1,772	2,213
流动负债合计	604	1,471	1,817	2,272
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	208	392	407	362
非流动负债合计	208	392	407	362
负债合计	811	1,863	2,224	2,635
股本	140	140	140	140
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	210	288	488	776
负债和股东权益合计	1,021	2,152	2,712	3,411

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	131.27	993.00	23.22	24.99
EBIT 增长率	-1035.38	207.40	163.45	57.97
净利润增长率	-939.01	185.60	189.74	61.93
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.46	52.43	55.62	56.95
净利润率	-37.22	2.91	6.85	8.88
总资产收益率 ROA	-9.01	3.66	8.41	10.83
净资产收益率 ROE	-43.88	27.30	46.71	47.58
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.85	0.94	1.03	1.15
速动比率	0.82	0.73	0.85	0.98
现金比率	0.32	0.14	0.27	0.45
资产负债率 (%)	79.47	86.60	82.00	77.24
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	238.66	26.13	25.09	26.95
存货周转天数	0.35	0.23	0.33	0.32
总资产周转率	0.36	1.70	1.37	1.36
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.65	0.56	1.62	2.63
每股净资产	1.49	2.05	3.48	5.53
每股经营现金流	1.38	6.73	4.40	6.26
每股股利	0.00	0.20	0.58	0.94
<b>估值分析</b>				
PE	-	145	50	31
PB	54.4	39.6	23.4	14.7
EV/EBITDA	-152.07	45.88	25.25	17.97
股息收益率 (%)	0.00	0.25	0.71	1.16

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-92	79	228	369
折旧和摊销	30	137	157	168
营运资金变动	258	706	232	348
经营活动现金流	194	946	618	879
资本开支	-10	-114	-60	-37
投资	10	-530	-85	-65
投资活动现金流	3	-803	-143	-94
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	3	0	0
筹资活动现金流	-50	-137	-187	-249
现金净流量	147	6	288	535

## 插图目录

图 1: 公司发展历程及重要的节点性事件 .....	3
图 2: 截至 2024 年 9 月公司股权结构及一致行动人持股情况 .....	4
图 3: 23 年以来非学历培训及代交付收入 (万元) .....	5
图 4: 20 年以来建筑设计收入 (万元) 及占比 (%) .....	5
图 5: 20 年以来公司整体及各业务板块毛利率 (%) .....	6
图 6: 20 年以来公司各项费用率 (%) .....	6
图 7: 职业培训的主要类型及细分领域 .....	7
图 8: 近年来我们出台主要的职业教育政策文件 .....	8
图 9: 16-26 年我国职业培训市场规模及预测 (亿元) .....	9
图 10: 17-26 年我国职业培训市场规模及增速 (亿元) .....	9
图 11: 2016-2025 届高校毕业生及增长情况 (万人) .....	10
图 12: 2024 届高校毕业生学历分布情况 (万人) .....	10
图 13: 16-25 届高校毕业生人数 (万人) 及增长率 .....	11
图 14: 20-24 年国家“公考”报名人数 (万人) 及增长 .....	11
图 15: 2020-2024 年 6 月可比公司营收 (亿元) .....	12
图 16: 24 年三季度可比公司主要财务指标比较 (亿元) .....	12
图 17: 公司战略转型职业教育: 无形资产赠予+全国网络建立+存量课程代交付 .....	13
图 18: 截至 2023 年末公司员工构成 (人) .....	14
图 19: 截至 2023 末公司员工学历构成 .....	14
图 20: 华图宏阳的业务版图情况 .....	15
图 21: 华图教育的“三好华图”战略 .....	15
图 22: 公司公务员课程体系框架 .....	16
图 23: 2026 年公司国考培训课程体系及收费安排 .....	17
图 24: 公司事业单位考试培训的课程体系 .....	18
图 25: 公司医疗卫生考试培训的课程体系 .....	18
图 26: 21 年以来公司资产 (亿元) 构成及占比 .....	19
图 27: 21 年以来公司合同负债 (万元)、负债率等 .....	19
图 28: 公司经营性现金流 (亿元)、收现比 (倍) 等 .....	20
图 29: 24 年公司毛利率、净利率、ROE、ROA (%) 等 .....	20
图 30: 公司营收、新签订单和在手订单 (万元) .....	21
图 31: 公司营收和归母净利润增长率 (倍) .....	21
图 32: 华图山鼎核心投资逻辑 .....	25

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 我国职业考试培训市场规模(亿元) .....	9
表 2: 公司盈利预测及主要财务指标 (单位: 百万元、%) .....	23
表 3: 公司费用率预测 .....	23
表 4: 华图山鼎可比公司估值 (PS) 对比 (以 3 月 3 日收盘价为基准) .....	24
公司财务报表数据预测汇总 .....	27

## 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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048