

华图山鼎（300492.SZ）

优于大市

费用管控成效显著，创新推出“考编直通车”加速下沉

核心观点

2025 年前三季度公司利润同比+92%。公司 2025 年前三季度实现营业收入 24.64 亿元/同比+15.7%，归母净利润 2.49 亿元/同比+92%，扣非净利润 2.32 亿元/同比+127.5%，非学历培训业务基本盘稳固，内生动力强劲。**Q3 单季度来看**，第三季度实现收入 7.40 亿元/同比+18.4%，实现归母净利润达 3621 万元/同比+362%，盈利弹性突出。

销售费用管控成效显著，盈利能力同比改善。25Q3 公司归母净利率为 4.9%/+3.7pct。分析系销售费率显著优化（销售费率同比下降 12.3pct 至 24.3%），部分抵消因积极下沉带来的毛利率小幅波动以及股权支付等事项带来的管理费用率、新产品研发费用的阶段性上升。

产品战略清晰，推出“考编直通车”加速下沉。“考编直通车”核心创新在于“基地交付模式”，通过将不同项目共性科目（如行测、申论）合班授课，预计将显著提升名师与场地资源的利用率。这一模式符合考生多线备考的趋势，有望形成成本优势，使其在地市及县域下沉市场建立高性价比竞争力。

国考报名人数再创新高，公考行业预计维持高景气度。2026 年国考报名过审人数达 371.8 万，同比增加 9%，再创新高。公务员职业因其稳定性、广阔前景及能够为社会进步贡献自己力量等特质受青睐，预计公考报考将维持高景气。截至 2025 年三季度末，公司合同负债余额为 9.32 亿元/同比+4.3%。

积极回报股东，彰显长期发展信心。报告期内，公司完成了股份回购方案，累计回购金额达 2.6 亿元。同时，公司推出了 2025 年员工持股计划和限制性股票激励计划，深度绑定核心员工利益。股息方面，公司宣派现金红利 9828 万元（每 10 股派发现金红利 5 元），达可分配利润的 50%，积极回报股东。

风险提示：股东减持、行业竞争恶化、教师流失、创新产品市场接受程度低、计划招录人数持续下滑等。

投资建议：公司 2025 年前三季度业绩表现亮眼，营收规模稳步提升，利润实现快速增长，一定程度上反映公司教学品牌支撑下的扩张能力和基地班下沉战略有效性。我们上调华图山鼎 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计对应归母净利润分别为 3.5 亿、4.3 亿和 5.1 亿元，对应 PE 为 38/31/26 倍。考虑到国考报名人数再创新高，叠加放宽年龄限制带来增量考生，预计报考人数将维持高位；同时公司在招录行业头部机构中率先实现收入增速回正，具备现阶段行业内较稀缺的全国性线下扩张能力，上调至“优于大市”评级，短期建议关注备考旺季催化。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	247	2,833	3,346	3,948	4,587
(+/-%)	131.3%	1046.3%	18.1%	18.0%	16.2%
归母净利润(百万元)	-92	53	349	427	510
(+/-%)	-941.5%	-157.6%	558.7%	22.4%	19.5%
每股收益(元)	-0.65	0.38	1.77	2.17	2.60
EBIT Margin	-38.6%	3.5%	12.8%	13.8%	13.8%
净资产收益率 (ROE)	-43.9%	18.4%	75.5%	63.2%	54.8%
市盈率 (PE)	-103	178	38	31	26
EV/EBITDA	-111.4	96.7	33.5	26.3	22.4
市净率 (PB)	45.07	32.80	28.59	19.56	14.20

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

公司研究·海外公司财报点评

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

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(上调)
合理估值	
收盘价	67.42 元
总市值/流通市值	13260/13260 百万元
52 周最高价/最低价	101.86/58.00 元
近 3 个月日均成交额	129.37 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

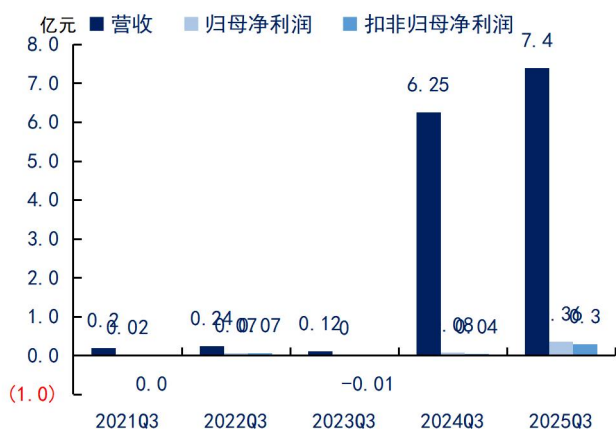
《华图山鼎（300492.SZ）-营销投放致三季度利润率走低，关注行业竞争格局改善》——2024-11-04

《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

2025 年前三季度公司实现归母净利润 2.49 亿元，同比增长 92%。2025 年前三季度，公司实现营业收入 24.64 亿元，同比增长 15.7%，基地班下沉战略成效显著；实现归母净利润 2.49 亿元，同比增长 92%；扣非后归母净利润 2.32 亿元，同比增长 127.5%。其中，核心的非学历培训业务在前三季度实现营业收入 24.43 亿元，业务以剔除 3502 万元股份支付费用影响后的净利润为 2.94 亿元，业务基本盘稳固增长。

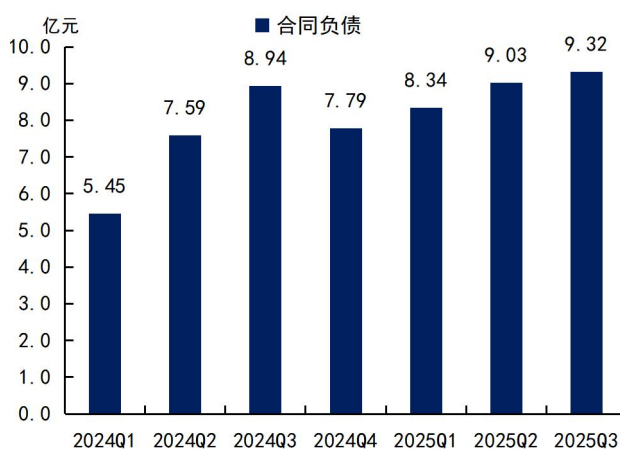
公司 Q3 单季度实现收入 7.40 亿元，同比增长 18.4%；归母净利润 0.36 亿元，同比增长 362%；扣非后归母净利润 0.30 亿元，同比增长 736%，确认收入相对淡季，公司费用控制成效显著，利润弹性释放。合同负债稳健增长，截至 2025Q3 末，公司账上合同负债余额为 9.32 亿元，同比增长 4.3%。

图1：公司 2021-2025 年 Q3 收入及利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

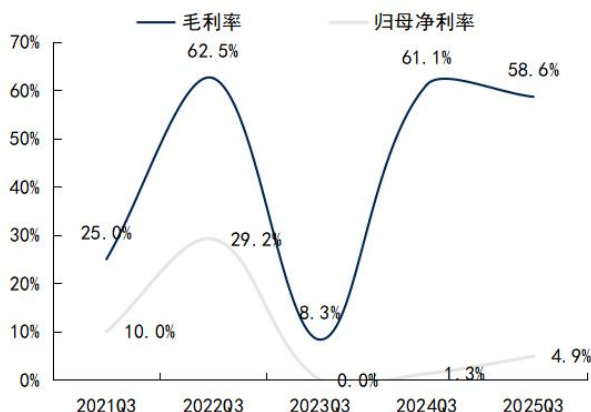
图2：公司 2024Q1-2025Q 公司合同负债余额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售费用管控成效显著，盈利能力同比持续提升。2025 年第三季度公司归母净利率 4.9%，同比提升 3.7pct，分析主要受益于公司对销售费用的良好控制。具体来看，2025Q3 公司毛利率 41.3%，同比略下滑 2.5pct，预计系基地班下沉战略下积极新增产能。费用端持续优化，销售费率大幅下降 12.3pct 至 24.3%；管理费用率提升 3.5pct 至 21.2%，期内股权支付费用增加；研发费率提升 2pct 至 7.3%，主要用于 AI 产品和直通车等产品的研发，旨在提升学员备考效率，构筑长期竞争护城河。

图3：公司 2021-2025 年 Q3 毛利率及归母净利润率表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司 2021-2025 年 Q3 毛利率及归母净利润率表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2025 年 8 月对产品体系进行了更新，推出行业创新产品“考编直通车”与高端“书院培优”产品。1) “考编直通车”其核心创新在于集约化的“基地交付模式”，将不同课程体系的相同科目合班授课，即改变过去“公务员考试辅导班”、“事业单位考试辅导班”学生分开授课的模式为“常识班”、“言语班”、“数资班”等，符合目前考生多线备考的趋势，有望提升师资、场地等核心资源的利用率、并借成本优势转化为消费端的性价比优势，支撑下沉市场。

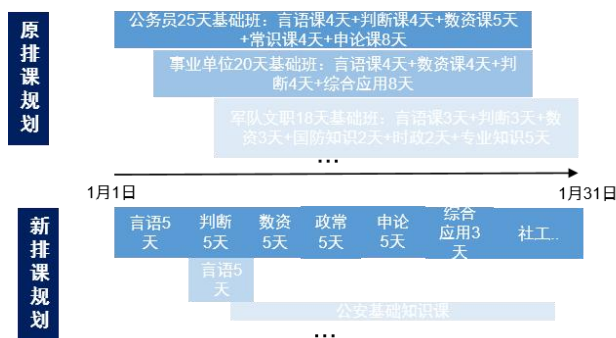
2) “书院培优”产品定位高端，创新点在于利用大数据与 AI 技术提供个性化辅导。这不仅提升了考生的备考效率和效果，也通过技术赋能优化了师资的工作效率，从而支撑其高端定价。

图5：公司直通车产品设置背景：教学学科化

	公基	言语	数资	判断	申论	综应	专业课
国考	✓	✓	✓	✓	✓		✓
省考	✓	✓	✓	✓	✓		✓
选调	✓	✓	✓	✓	✓		
文职	✓	✓	✓	✓			✓
事业单位	✓	✓	✓	✓		✓	
三支一扶	✓				✓		
社工	✓				✓		✓
黄委会	✓	✓	✓	✓			✓
带编入伍	✓	✓	✓	✓	✓		
银行	✓	✓	✓	✓			✓
央企	✓	✓	✓	✓			✓

资料来源：山东华图、国信证券经济研究所整理

图6：直通车产品创新下基地班排课模式变动示意图



资料来源：山东华图、国信证券经济研究所整理

2026 年国考共有 371.8 万人通过资格审查，同比增加 30 万人，预计公考招录报考人数预计将维持高位。

图7：2014-2026 年国考招录计划人数（万人）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：2014-2026 年国考报名合格人数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

积极回报股东，彰显长期发展信心。报告期内，公司完成了股份回购方案，累计回购金额达 2.6 亿元。同时，公司推出了 2025 年员工持股计划和限制性股票激励计划，深度绑定核心员工利益。股息方面，公司宣派现金红利 9828 万元（每 10 股派发现金红利 5 元），达可分配利润的 50%，积极回报股东。

综合以上分析，我们此次上调对华图山鼎的 2025-2026 年、并新增 2027 年的盈利预测：预计公司 2025-2027 年分别取得营业收入 33.44 亿/39.47 亿/45.86 亿元（前次对应盈利预测为：28.91 亿/32.98 亿/-）；预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 3.5/4.3/5.1 亿元（前次对应盈利预测为 2.0/2.4 亿元/-）。此轮上调主要基于：

1) **国考招录报考人数预计将维持高位。**2026 年国考报名已截止，本年度国考计划招聘人数略有下滑，但报名人数仍创下新高。我们分析公务员职业因其稳定性、广阔前景及能够为社会进步贡献自己力量等特质仍将受到青睐，中期看国考报名人数仍将维持高位。同时国考、广东省考放宽报考年龄限制至 38 岁（原 35 岁），预计能带来一定的增量人数。

2) **2025 年前三季度收入增速表现良好，一定程度上验证公司下沉及扩张能力。**华图山鼎持续推进下沉市场扩张、并在 2025Q3 积极推进具有性价比的“考编直通车”基地班产品，在 2025 年前三季度实现 15.7% 的收入增速，一定程度上验证公司下沉扩张能力及战略有效性。同时，考虑到第四季度为国考备考旺季，且 2026 年广东省考提前至 2025 年 12 月进行笔试，分析四季度收入有边际提速可能性，因此我们谨慎乐观上调了公司 2025 至 2027 年收入增速的假设。

3) **毛利率迅速优化、销售费率控制良好，有望带动利润率提升。**

毛利率迅速优化：2024 年公司注入非学历培训教育业务后毛利率迅速实现提升，并且伴随学生人数规模扩张，2025 年前三季度毛利率进一步提升，毛利率优化幅度优于我们预期。此外，我们分析，后续伴随学生人数进一步提升及基地班业务试点范围扩展（由项目制改成课时制后预计将提高教师人效，详见此前分析），毛利率有进一步上升空间。

销售费率控制良好：行业为准备第四季度的报考旺季，往往会在第二季度和第三季度加大营销费用投放，以实现引流。以华图山鼎为例，2024 年第一至第四季度，销售费用率分别为 25.8%/29.5%/31.6%/26.9%。但今年二季度、三季度公司销售费率控制良好，我们分析主要受益于华图山鼎品牌优势。

综上我们上调了华图山鼎 2025-2026 年的盈利预测。

表1：华图山鼎盈利预测拆分

利润表（百万元）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	106.85	247.12	2832.80	3344.33	3946.67	4585.68
YOY				18.1%	18.0%	16.2%
1、建筑设计			41.42	35.72	32.35	30.20
2、非学历培训			2791.38	3308.61	3914.32	4555.48
培训人次			182443	213459	249320	286718
yoy				17%	17%	15%
客单价（万元）			1.53	1.55	1.57	1.59
YoY				1.3%	1.3%	1.2%
营业成本	68.85	194.09	1313.82	1508.92	1724.34	1834.27
毛利率	35.60%	21.50%	53.50%	59.00%	60.00%	60.00%
销售费用	3.3	73.97	759.1904	802.64	947.20	1100.56
%	3.10%	29.90%	26.80%	24.00%	24.00%	24.00%
管理费用	14.84	69.49	373.76	535.09	631.47	733.71
%	13.90%	28.10%	15.88%	16.00%	16.00%	16.00%
研发费用	0	4.15	45.3	200.66	236.80	275.14
%	0.00%	1.68%	7.03%	6.00%	6.00%	6.00%
归属于母公司净利润	10.93	-91.97	53	349	427	511
%	10.23%	-37.22%	1.90%	10.50%	10.90%	11.10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

风险提示：股东减持、AI 教育产品销售不及预期、技术快速迭代、政策风险等。

投资建议：公司 2025 年前三季度业绩表现亮眼，营收规模稳步提升，利润实现快速增长，一定程度上反映公司教学品牌支撑下的扩张能力和基地班下沉战略有效性。我们上调华图山鼎 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计对应归母净利润分别为 3.5 亿、4.3 亿和 5.1 亿元，对应 PE 为 38/31/26 倍。考虑到国考报名人数再创新高，叠加放宽年龄限制带来增量考生，预计报考人数将维持高位；同时公司在招录行业头部机构中率先实现收入增速回正，具备现阶段行业内较稀缺的全国性线下扩张能力，上调至“优于大市”评级，短期建议关注备考旺季催化。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	196	388	400	400	400	营业收入	247	2833	3346	3948	4587
应收款项	232	301	85	100	117	营业成本	194	1318	1372	1579	1835
存货净额	0	24	326	375	436	营业税金及附加	1	5	5	6	7
其他流动资产	19	68	20	23	27	销售费用	74	762	803	947	1101
流动资产合计	512	1153	1205	1273	1353	管理费用	69	450	535	632	734
固定资产	42	77	94	170	243	研发费用	4	199	201	237	275
无形资产及其他	0	0	1	2	3	财务费用	6	25	12	23	18
投资性房地产	466	636	636	636	636	投资收益	2	12	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	(0)	15	28	30
资产总计	1021	1867	1937	2081	2236	其他收入	(15)	(202)	(201)	(237)	(275)
短期借款及交易性金融负债	161	174	776	689	559	营业利润	(110)	82	436	555	650
应付款项	68	55	101	116	135	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	375	1027	325	379	440	利润总额	(110)	80	436	555	650
流动负债合计	604	1256	1202	1184	1134	所得税费用	(18)	27	87	128	140
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	208	323	272	221	170	归属于母公司净利润	(92)	53	349	427	510
长期负债合计	208	323	272	221	170	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	811	1579	1474	1405	1304	净利润	(92)	53	349	427	510
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	(8)	1	4	5
股东权益	210	288	463	676	931	折旧摊销	3	15	9	11	14
负债和股东权益总计	1021	1867	1937	2081	2236	公允价值变动损失	1	0	(15)	(28)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	6	25	12	23	18
每股收益	(0.65)	0.38	1.77	2.17	2.60	营运资本变动	78	436	(745)	(46)	(47)
每股红利	0.02	0.00	0.89	1.09	1.30	其它	(5)	8	(1)	(4)	(5)
每股净资产	1.49	2.05	2.35	3.44	4.74	经营活动现金流	(10)	505	(402)	364	448
ROIC	-31.59%	25.01%	70%	43%	46%	资本开支	0	(41)	(13)	(63)	(63)
ROE	-43.88%	18.40%	75%	63%	55%	其它投资现金流	10	(308)	0	0	0
毛利率	21%	53%	59%	60%	60%	投资活动现金流	10	(350)	(13)	(63)	(63)
EBIT Margin	-39%	4%	13%	14%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-37%	4%	13%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	131%	1046%	18%	18%	16%	支付股利、利息	(3)	0	(175)	(214)	(255)
净利润增长率	-941%	-158%	559%	22%	19%	其它融资现金流	152	37	602	(87)	(130)
资产负债率	79%	85%	76%	68%	58%	融资活动现金流	146	37	427	(301)	(385)
股息率	0.0%	0.0%	1.8%	2.3%	2.7%	现金净变动	147	192	12	0	0
P/E	(102.7)	178.3	37.9	31.0	25.9	货币资金的期初余额	49	196	388	400	400
P/B	45.1	32.8	28.6	19.6	14.2	货币资金的期末余额	196	388	400	400	400
EV/EBITDA	(111.4)	96.7	33.5	26.3	22.4	企业自由现金流	0	476	(405)	323	403
						权益自由现金流	0	513	188	218	259

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

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