

# 华图山鼎 (300492.SZ)

优于大市

## 公考热下竞争格局重塑，产品创新抢占成长先机

### 核心观点

上市公司承接华图教育优质资产，转型聚焦招考培训，2024 年营收已超越中公教育成为行业第一。华图教育深耕职教二十余载，是国内最早的招考培训机构之一，于 2019-2021 年对上市公司进行股权收购、管理层更替，2023 通过无偿授权华图教育无形资产，逐步完成资产整合与实控人变更。公司至此转型聚焦以面授为主的招录培训业务。转型后收入业绩大幅改善，2025 年前三季度实现营收 24.6 亿元，实现归母净利润 2.49 亿元。

**公考热驱动招录培训行业需求扩容。**2026 年国考资格审查人数 371.8 万 /+9%，首超考研。预计 2026-2030 年，应届高校毕业生将以 4.4% 的年均复合增速至 1563 万人，同时就业竞争压力预计考公意愿维持高位，推动**笔试市场**自 2026 年的 319 亿元提升至 2030 年的 454 亿元。**面试市场**预计受退休延迟、岗位腾退不足导致入面人数受限，预计 2030 年略增至约 267 亿元体量。

**后协议班时代格局重塑，华图山鼎历史包袱轻，已抢占先机。**2021 年前协议班“高收高退”降低考生决策成本、放大需求，为机构提供了充裕现金流，助力行业 CR3 一度近 50%。但本质是财务承诺替代教学深化，实收扩张受制于自然通过率。21 年内外部多重因素下弊端突显，龙头退费率激增，2024 营收 CR3 降至 19%。**华图山鼎包袱相对较轻（17 年协议班占比 40%，远低于中公 73%），后协议班时代抢占先机，2024 年营收超越中公，成为行业第一。**

**未来增长核心看点在于“考编直通车”的下沉突破与生态合作赋能。**1) “考编直通车”以“基地授课+科目制集中授课+长周期无限学”为特色，基地沉浸式备考可将通过率较自然通过率（约 5%-10%）提升 20 余个百分点，“无限学”多次备考，进一步推高综合通过率，降低决策成本。但受限于租金和教师成本等，商业模型开班门槛高，行业过去主要在需求集中的省会交付。公司创新科目制交付，将单月交付天数从 83 天缩至 43 天，大幅优化模型，使下沉市场基地班盈利成为可能，同时借助 300+地市的千余家网点覆盖，有望率先承接下沉市场的高质量培训需求。2) 与粉笔签署战略合作框架，双方有望通过合作发挥各自资源禀赋、共研 AI、改善行业竞争环境等。

**风险提示：**产品销售不及预期、行业竞争加剧、股东减持、公考持续缩招等。

**投资建议：**基于上述对行业及公司现有业务的分析，我们预测公司 2025-27 年归母净利润为 3.5/4.3/5.6 亿元（此前为 3.5/4.3/5.1 亿元）。综合考虑员工持股计划明确业绩目标、公考热下考培标的稀缺性与龙头溢价、以及公司正处在“考编直通车”推广与生态合作改善竞争环境的起点，再结合绝对估值及相对估值，我们给予公司 2026 年 39-41xPE，对应目标价 85.7-90.1 元，较当前 13%-19% 上涨空间，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	247	2,833	3,371	3,958	4,675
(+/-%)	131.3%	1046.3%	19.0%	17.4%	18.1%
归母净利润(百万元)	-92	53	346	432	559
(+/-%)	-941.5%	-157.6%	553.3%	24.9%	29.3%
每股收益(元)	-0.65	0.38	1.76	2.1982	2.84
EBIT Margin	-38.6%	3.5%	11.5%	11.9%	13.1%
净资产收益率(ROE)	-43.9%	18.4%	75.1%	63.8%	58.4%
市盈率(PE)	-117	203	43	35	27
EV/EBITDA	-125.4	108.0	42.0	34.7	27.0
市净率(PB)	51.21	37.28	32.65	22.19	15.71

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·深度报告

#### 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

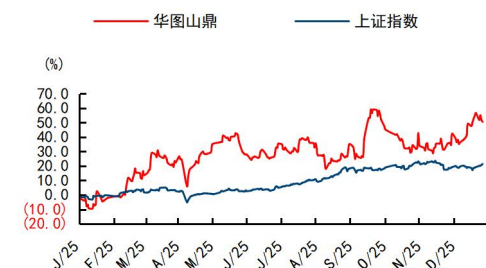
联系人: 周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	85.70 - 90.10 元
收盘价	75.71 元
总市值/流通市值	14891/14891 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	122.12 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) - 费用管控成效显著, 创新推出“考编直通车”加速下沉》——2025-10-30  
《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

# 内容目录

写在前面 .....	5
公司概况：深耕职教赛道二十余载，资本化落地，龙头启新程 .....	6
华图教育：深耕职教二十余载，多次冲击上市迎资本化新路径 .....	6
重组回顾：上市公司逐步承接华图教育优质资产，公司战略重心转向招录考试培训 .....	8
股权结构：华图企管持有上市公司 51% 股份，实控人为易定宏、伍景玉 .....	10
业务结构：公司已完成从建筑设计向职业教育的转型 .....	11
招录培训行业：需求持续扩容，后协议班时代格局重塑 .....	12
招录考试：公职岗位“凡进必考”，考试制度化、标准化，备考逐步走向长周期、多项目 .....	12
报考人数：笔试由毕业生人数驱动，面试受计划招录人数影响 .....	13
市场规模：2026 至 2030 年行业年均复合增速预测约 5.5%，预计 2030 年市场规模达 721 亿元 ....	17
竞争格局：再议协议班得失，展望后协议班时代竞争新图景 .....	18
成长展望：产品创新突破行业困境，多维协同开启增长新周期 .....	23
产品创新：大单品“考编直通车”变革交付，优化模型承接下沉市场需求 .....	23
渠道管理：借助场景实现高效触达，线下千家网点支撑完成转化 .....	29
科技创新：积极布局 AI 强化产品个性化，与粉笔合作有望发挥双方禀赋 .....	30
人才绑定：发布员工持股计划，利润分享机制下沉至地市分校 .....	31
财务分析：转型驱动现金流及盈利能力显著改善 .....	33
偿债能力分析：以良性合同负债为主，转型驱动下预收款支撑现金流强 .....	33
盈利能力分析：盈利能力改善，轻资产教培模式 .....	35
盈利预测 .....	37
假设前提 .....	37
未来 3 年业绩预测 .....	38
盈利预测情景分析 .....	38
估值与投资建议 .....	40
投资建议 .....	42
风险提示 .....	44
附表：财务预测与估值 .....	47

## 图表目录

图 1: 华图教育历史沿革回顾 .....	6
图 2: 中公教育、华图宏阳协议班收入占比 .....	7
图 3: 华图山鼎非学历培训业务收入情况 .....	7
图 4: 华图山鼎股权结构及实控人 .....	11
图 5: 主要公职招录考试笔试核心科目体系 .....	12
图 6: 主要公职招录考试时间表 .....	13
图 7: 国考笔试报名人数与应届毕业生人数规模存在一定的正相关关系 .....	14
图 8: 国考笔试报考人数/应届毕业生人数比例的变化 .....	14
图 9: 毕业生期望就业国家机关和事业单位的比例 .....	14
图 10: 中公教育、华图宏阳协议班收入占比 .....	20
图 11: 粉笔协议班占比 .....	20
图 12: 中公教育 2018 年至 2020 年间网点数 .....	21
图 13: 中公教育收入及对应增速（亿元） .....	21
图 14: 公考赛道协议班商业模式图解 .....	21
图 15: 中公教育退费率 .....	22
图 16: 中公教育销售商品、提供劳务收到的现金及同比（亿元） .....	22
图 17: 中公教育直营分支机构数 .....	22
图 18: 中公教育旗下员工及授课师资人数 .....	22
图 19: 考编直通车 VS 传统项目制模式图解 .....	23
图 20: 基地班主要在省会城市进行交付 .....	24
图 21: 基地班相较常规走读班有更高的通过率 .....	24
图 22: “考编直通车”显著降低课程交付天数、减少重复排课 .....	26
图 23: 无限学具备强排他性特征，此外综合通过率高于单次考试通过率，行业自然通过率的天花板有望突破 .....	27
图 24: “考编直通车”要点总结 .....	28
图 25: 公司网点已覆盖 31 个省市 .....	30
图 26: 2025 年年底公司约有 84% 的网点布局在非省会城市 .....	30
图 27: 华图 “AI” 战略 .....	30
图 28: 公司合同负债规模爆发式增长 .....	33
图 29: 协议班比重预计得到有效控制 .....	33
图 30: 剔除合同负债后的流动比率提升 .....	34
图 31: 剔除合同负债后的资产负债率相对可控 .....	34
图 32: 公司历年收款及经营活动净现金流 .....	34
图 33: 公司历年账上货币资金余额 .....	34
图 34: 公司逐季毛利率及归母净利润率 .....	35
图 35: 公司逐季期间费用率 .....	35
图 36: 转型后华图山鼎 ROE 显著改善 .....	36

图 37: 华图山鼎 ROE (摊薄) 显著高于同行同期数据 (2025Q3) .....	36
图 38: 中公教育 2018.1-2022.3 股价复盘 .....	42
表 1: 2019 年山鼎设计股东与华图投资签署《股份转让协议》, 华图投资成为控股股东 .....	8
表 2: 2021 年 8 月华图投资向全体股东发出要约收购 .....	8
表 3: 截至 2025 年 12 月, 华图山鼎管理层及对应履历 .....	8
表 4: 华图山鼎重组历程回顾 .....	10
表 5: 2024-2030 年高校应届毕业生人数规模及测算 (万人) .....	15
表 6: 应届报考考生测算 .....	16
表 7: 总公考笔试人数测算 (万人) .....	16
表 8: 参加面试人数测算 (万人) .....	17
表 9: 付费结构假设 (元) .....	17
表 10: 公职招录考试市场规模 (亿元) .....	18
表 11: 测算招录考试培训赛道龙头市占率 .....	18
表 12: 基地班不同周期/不同交付方式的毛利率敏感性分析 .....	1
表 13: 山西华图无限学可选课程清单 .....	26
表 14: 华图山鼎 2025 年 5 月股权激励计划 .....	32
表 15: 2025 年公司员工持股计划公司层面业绩考核 .....	32
表 16: 新建基地预计拉动培训人数增长 .....	37
表 17: 未来 3 年盈利预测表 .....	38
表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	38
表 19: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	40
表 20: 资本成本假设 .....	40
表 21: 华图山鼎 FCFF 估值表 .....	40
表 22: 公考赛道龙头经营情况对比 .....	41
表 23: 可比公司估值表 .....	41

## 写在前面

2025 年年末，中国青年的成长选择迎来标志性事件，国考通过资格审查人数首次超过考研报名人数。2026 年国考通过资格审查人数达 371.8 万，首次超过 343 万的考研报名人数。外部就业环境波动下，公务员岗位的稳定性溢价持续凸显，98:1 的国考报录比印证了“体制赛道”的强吸引力；而考研人数连续三年下滑、自高位累计减少 131 万，折射出年轻人对教育投资回报率的理性重估。公考热的持续升温不仅体现在国考，2025 年 23 省联考报名超 530 万人，天津、山东等地报录比均突破 40:1，下沉市场备考需求尤为旺盛。这场规模空前的“上岸”浪潮，既催生了考生对长周期、高质量培训的刚性需求，也推动公考培训行业进入“规模化与个性化平衡”的新阶段。

然而，与前端考生报考热情形成强烈反差的是，公考培训赛道此前几年在资本市场频频遇冷。2021 年至 2024 年间，以协议班为核心的传统商业模式遭遇困境，叠加疫情对线下授课的冲击、监管政策的调整，公考赛道龙头不仅在资本市场持续遇冷，对行业格局的掌控力也同步减弱，尾部中小机构加速崛起。市场仍在观察，能否跑出新的龙头带领行业走出困境。

在此背景下，作为赛道龙头之一的华图山鼎，2025 年前三季度交出营收 24.64 亿元（同比+15.7%）、净利润 2.49 亿元（同比+92.5%）的亮眼业绩，一定程度上提振了行业信心。华图教育有何优势？做对了什么来适配行业变革、对行业有何启示？如何展望后续，能否再现此前公考培训赛道龙头辉煌？这是我们核心想要讨论的议题。



## 公司概况：深耕职教赛道二十余载，资本化落地，龙头启新程

### 华图教育：深耕职教二十余载，多次冲击上市迎资本化新路径

华图教育始于 2001 年，非学历职业教育培训行业龙头。创始人易定宏博士于 2001 年在中国北京创办华图宏阳教育文化发展股份有限公司，最早从事公考辅导相关的图书出版业务，而后于 2004 年逐步转型开始提供公考培训考试服务。深耕二十余载，华图教育现已成为营收规模最大的招录考试培训机构之一，主要业务版图涉及公务员培训（国考+省考）、事业单位以及其他若干行业（如教师、医疗、会计、建筑及法律）线下考试辅导课程和图书业务。

图1：华图教育历史沿革回顾



资料来源：教育部、国家公务员局、国信证券经济研究所整理

### 回顾公司发展历程，公司是最早从事招录培训的机构之一。

**2001-2004 年：初创奠基与战略转型。**2001 年，创始人易定宏博士通过市场调研捕捉到公职考试培训商机，于北京通州成立北京华图宏阳教育文化发展有限公司（华图教育），初期聚焦公务员、司法等考试辅导相关业务。2003 年，伴随司法部推出官方教材，公司果断调整战略，2004 年正式开展国家公务员考试培训业务，完成核心赛道聚焦。

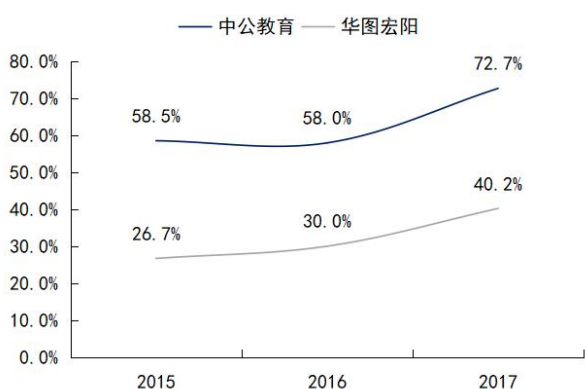
**2008-2013 年：全国布局与业务拓展。**2008 年，公司已在 15 个省及直辖市设立培训中心，完成初步全国化布局。2010 年起逐步拓宽职教领域边界，先后将培训业务延伸至教师招录、事业单位员工招录（2012 年）、金融领域招录（2013 年，含银行、农村信用合作社等），形成多元化公职类培训产品矩阵，职教领域业务趋于成熟。

**2014 年：资本化落地与线上布局启动。**2014 年华图教育于新三板挂牌，资本化运作后资金储备进一步充裕，随即启动线上教育布局，推出“砖题库”，后续又搭

建移动端在线教育平台“华图在线”，通过“线下+线上”双场景协同加速用户规模扩张。

**2015-2021 年：协议班竞争阶段与差异化发展。**2015 年后，协议班成为公考培训行业核心竞争抓手，华图教育与中公教育凭借先发优势快速抢占市场。此阶段行业呈现明显分化，中公教育高度依赖协议班，2017 年协议班收入占比达 72.7%，且 2018-2021 年持续维持在 74%-78% 的高位；华图教育同期协议班收入占比仅 40.2%，显著低于中公。这一差异既体现了华图相对稳健谨慎的经营策略，也反映出协议班模式所形成的先发优势与品牌壁垒对后发者的约束。期间公司先后于 2015 年 4 月、2016 年、2018 年公司冲击上市，均未果。

图2：中公教育、华图宏阳协议班收入占比



资料来源：中公教育、华图教育公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：华图山鼎非学历培训业务收入情况



资料来源：华图山鼎公司公告，国信证券经济研究所整理

**2021 年后：战略调整与业绩回升。**据新华网，2021 年行业普遍面临调整，已卸任的易定宏博士重返总裁岗位，主导公司核心经营调整，推动三大关键变革：一是优化内部管理架构，推行总裁领导下的轮值 CEO 制，强化总部与分校协同，明晰业务流程，推进职业化流程管理；二是聚焦核心产品，推动运营人员下沉至班级端提升客户服务质量，实现向“市场+产品”双轮驱动转型；三是推进区域运营改革，将地市分校设为最小经营单元。系列调整成效显著，2024 年华图山鼎实现营业收入 28.33 亿元，同比激增 1046.34%，其中非学历培训业务占比 98.54%，职业教育稳固成为核心支柱业务。

**2025 年，公司进一步深化战略落地，发布《怀来宣言》，创新推出考编直通车产品。**3 月发布《怀来宣言》，明确“一体两翼一动力”高质量发展战略，提出以高质量产品为主体、科学管理与科技创新为两翼、“集体所有制”为动力的核心方向；8 月正式推出创新大单品“考编直通车”，将国考、省考、事业单位等多项目培训整合为长周期、集约化交付模式，既是对宣言战略的具象化实践，也破解了传统培训的规模与质量平衡难题，成为公司从“市场驱动”向“产品+服务驱动”转型的关键标志。

## 重组回顾：上市公司逐步承接华图教育优质资产，公司战略重心转向招录考试培训

**2019.8.12-2021.10.27：受让实控人转让股份+公开市场要约收购，易定宏、伍景玉成为上市公司实控人。**2019年9月，山鼎设计（华图山鼎前身）控股股东、实际控制人车璐、袁歆与华图投资签署了《股份转让协议》，华图投资拟以现金对价7.50亿元（30.05元/股）受让前者30%股权，转让完成后车璐、袁歆持股比例降为35.13%，同时袁歆、天津原动力放弃上市公司13.23%股份的表决权（华图投资表决权为30.00%、原实控人表决权比例降为21.90%）；同年11月股权过户完毕，华图投资成为控股股东，易定宏、伍景玉成为上市公司实控人；2020年5月公司简称更改为“华图山鼎”；2021年8月，控股股东华图投资全体股东发出要约收购，拟以48.32元/股收购2922万股；2021年10月要约收购完成，控股股权占比提升至51%，同时车璐、袁歆及原动立持股比例降为16.47%（对应表决权占比为16.47%）。

表1：2019年山鼎设计股东与华图投资签署《股份转让协议》，华图投资成为控股股东

股东	标的股份过户登记完成前				标的股份过户登记完成后	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例	表决权数（股）	表决权比例
车璐	24,274,448	29.18%	18,214,448	21.90%	18,214,448	21.90%
袁歆	24,061,500	28.92%	5,161,500	6.20%	0	0.00%
天津原动力	5,850,000	7.03%	5,850,000	7.03%	0	0.00%
华图投资	0	0.00%	24,960,000	30.00%	24,960,000	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：2021年8月华图投资向全体股东发出要约收购

股东	标的股份过户登记完成后				标的股份过户登记完成后			
	持股数（股）	持股比例	表决权股数（股）	表决权比例	持股数（股）	持股比例	表决权股数（股）	表决权比例
车璐	30,964,561	21.95%	30,964,561	21.95%	23,224,498	16.47%	23,224,498	16.47%
袁歆	8,774,550	6.22%	0	0.00%	1,221	0.00%	0	0.00%
广西原动立企业	9,945,000	7.05%	0	0.00%	1,384	0.00%	0	0.00%
合计	49,684,111	35.22%	30,964,561	21.95%	23,227,103	16.47%	23,224,498	16.47%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**2021.9.6-2023.12.28：华图教育高管团队逐渐接管运营，原高管团队退居幕后。**核心高管岗位逐渐由华图系领导任职。2019年12月18日起吴正泉出任公司董事长；2023年12月28日，易晓英出任公司总经理，原山鼎设计总经理助理王强任副总经理；公司财务总监由原山鼎设计财务总监郑天相担任。

表3：截至2025年12月，华图山鼎管理层及对应履历

职务	姓名	任期	履历
董事长	吴正泉	2023/2/2	2006年8月至2009年10月任德勤华永会计师事务所有限公司高级咨询顾问；2009年11月至2015年11月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事、CFO；2015年12月至今任容和投资管理有限公司总裁；2019年12月至今任华图山鼎董事长。
总经理	易晓英	2023/12/28	1996年10月至2012年10月任华意胶板深圳有限公司财务负责人；2013年7月至2015年8月任中车石家庄车辆有限公司财务副部长；2015年9月至2017年8月任中车石家庄车辆有限公司财务部长；2017年9月至2018年9月任石家庄中车轨道交通装备有限公司副总经理兼财务总监；2018年9月至2019年1月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司财务副总监；2019年1月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司财务总监；2019年12月至今担任华图山鼎董事。
副总经理	王强	2023/12/28	2006年7月至2008年12月，任凯达环球(AEDAS)北京公司建筑师；2009年1月进入北京山鼎建筑工程设计有限公司，历任项目建筑师、综合所所长、总经理助理，执行董事、总经理；2019年12月起任华图山

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



**副总经理，  
董事会秘书**

肖德伦

2024/11/14

**财务总监**

郑天相

2014/11/1

鼎设计股份有限公司北京分公司负责人；2020年1月至2021年11月任华图山鼎副总经理，2021年11月至2023年12月任华图山鼎总经理；2023年12月起任华图山鼎副总经理。

2008年2月至2010年9月任海军某基地宣传科长；2010年9月至2013年6月任海军南海舰队政治部新闻办主任；2013年6月至2017年6月任海军政治部网络期刊处处长；2017年6月至2019年3月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事长办公室主任，公共关系部总监；2019年3月至2019年10月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司总裁办主任，董事长办公室主任，公共关系部总监；2019年6月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事；2019年10月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司党委书记，副总经理。

2000年2月-2004年3月任玖源集团(香港)有限公司会计主管，从事财务核算工作；2004年4月-2006年2月任成都千和物业发展有限公司财务经理，负责财务管理工作，自2006年3月起加入公司；现任山鼎设计股份有限公司财务总监，财务管理中心总监，上海山鼎建筑工程设计有限公司，深圳市山鼎建筑工程设计咨询有限公司，深圳前海山鼎设计管理有限公司，成都山鼎聚合项目管理有限公司，成都山鼎建筑科技有限公司的会计机构负责人。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**2023.7.28 至今：与华图宏阳签订《无形资产无偿授权使用协议》，上市公司逐步承接华图教育资产。**

2023年7月，公司控股股东华图投资的控股股东华图教育董事会审议通过《关于支持下属上市公司拓展新业务的议案》，即若上市公司接受开展新业务，华图教育将为上市公司开展新业务提供可行的全方位资源支持，并授权上市公司在开展新业务时，无偿使用华图教育及下属企业商标等无形资产；若上市公司新业务与华图教育构成同业竞争，则华图教育将本着优先将相关商业机会让与上市公司的原则，在上市公司开展新业务后24个月内解决同业竞争问题；

2023年9月，上市公司成立全资子公司华图教育科技，开展公务员招录/事业单位招聘/医疗卫生系统招录及相应资格证考培；

2023年10月10日，上市公司全资子公司华图教育科技与关联方华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图教育许可将相关无形资产无偿授权给华图教育科技使用，该项许可不收取许可费用；

2023年10月26日，公司召开临时股东大会，通过《无形资产无偿授权使用协议》暨关联交易议案。授权协议允许公司通过“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。公司将分批次设立分公司，**第一批计划在北京、四川、山东、河南、湖北、吉林各地市设立分公司；第二批计划在广东、山西、辽宁、云南、安徽各地市设立分公司；第三批计划在河北、浙江、陕西、江苏、湖南各地市分公司；第四批将在除上述省份之外的其他省份的地市设立分公司**，各批次筹建规划将据公司资金规模及业务需求的实际情况决定。同时开展相关人才招聘、业务系统、财务系统等管理系统的建立，优先招揽华图教育原经营相关业务的重要员工；在公司拓展相关业务的同时，华图教育将停止相同区域内同类业务的招生工作，并交付存量课程，逐步退出相关领域。

**表4: 华图山鼎重组历程回顾**

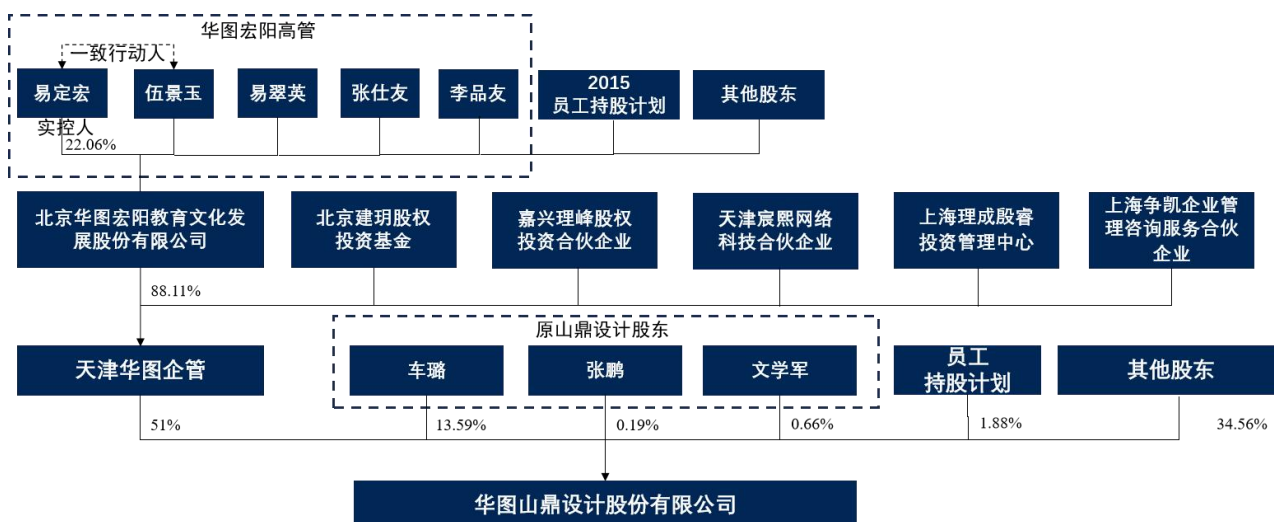
日期	公告名称	公告内容
2019/8/12	关于筹划重大事项的停牌公告	公司控股股东及实际控制人车璐女士和袁歆先生的通知,其正在筹划股权转让事宜,拟将持有的部分股份转让给第三方投资者,交易对手方为教育行业公司的下属企业,预计本次协议转让所涉及的股权比例不超过30%,该事项可能涉及公司控制权变更
2019/9/4	关于控股股东及实际控制人拟变更的提示性公告	公司控股股东、实际控制人车璐、袁歆与华图投资签署了《股份转让协议》,车璐、袁歆将其持有的上市公司共计2496万股股份(其中车璐606万股、袁歆1890万股)转让予华图投资,转让完成后,华图投资将取得上市公司30%的股权。同日,袁歆、天津原动力(袁歆、车璐各持股50%)和华图投资签署《表决权放弃协议》,袁歆、天津原动力将就其等放弃事宜作出不可撤销的公开承诺,袁歆放弃上市公司6.20%股份的表决权,天津原动力放弃上市公司7.03%股份的表决权。 若本次权益变动全部完成,华图投资将通过直接持股的方式持有上市公司30.00%股份表决权,一致行动人车璐、袁歆合计持有上市公司21.90%股份表决权,上市公司控股股东及实际控制人将变更为华图投资及其实际控制人易定宏、伍景玉。
2020/1/20	关于变更公司名称,法定代表人暨完成工商变更登记的公告	公司中文名称变更为:华图山鼎设计股份有限公司
2020/1/22		公司副总经理刘骏翔辞职;董事会同意聘任章丹、王强担任公司副总经理。
2021/3/19		董事会秘书、证券事务代表吴艳兰辞职;公司董事长吴正果先生代行董事会秘书职责。
2021/8/15	要约收购报告书摘要	要约收购人华图投资向除收购人以外的华图山鼎全体股东发出的部分要约收购,要约收购股份数量为29,216,100股,占华图山鼎总股本的比例为20.71%,要约收购价格为48.32元/股。本次要约收购完成后,收购人华图投资最多合计持有华图山鼎71,648,100股股份,占华图山鼎总股本的50.80%(占扣除已回购股份后总股本的比例为51.00%)。本次要约收购不以终止上市公司上市地位为目的。
2021/9/6	关于聘任公司董事会秘书的公告	公司聘任章丹女士为公司董事会秘书。(2007年4月至2015年12月历任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司招生咨询、教务、资金管理、上市项目组成员、证券事务代表;2016年1月至2019年12月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事会秘书办公室负责人;2020年1月至今任华图山鼎设计股份有限公司副总经理。)
2021/10/27	关于华图宏阳投资有限公司要约收购公司股份完成过户的公告	华图投资向除收购人华图投资以外的华图山鼎全体股东发出部分要约收购,要约收购股份数量为29,216,100股,对应股份比例为20.71%,要约收购价格为48.32元/股。截至2021年10月27日,本次要约收购涉及股份的清算过户手续已办理完毕,收购人华图投资合计持有公司71,648,100股股份,占公司总股本的50.80%,仍为公司控股股东。
2021/11/1	关于董事会换届选举的公告	公司董事会提名吴正果(联席董事长)、林升(山鼎履历)、张仕友(董事长)、李曼卿、郑文照、易定友为公司第四届董事会非独立董事候选人,提名谭巧云、李兴敏、孟国碧为公司第四届董事会独立董事候选人(上述候选人简历见附件)。
2022/12/30	关于董事长辞职的公告	董事长张仕友辞职。
2023/1/16	持股5%以上股东协议转让股份暨权益变动的提示性公告	持股5%以上股东车璐拟通过协议转让方式将其持有的公司无限售流通股7,024,400股(占公司总股本的5%),以人民币34.67元/股的价格转让给四川孚晨;拟通过协议转让方式将其持有的公司无限售流通股7,024,400股(占公司总股本5.00%),以人民币34.67元/股的价格转让给四川恒贞。
2023/2/2	关于选举董事长的公告	公司董事会同意选举吴正果先生为公司第四届董事会董事长。
2023/7/31	关于拟拓展新业务的公告	华图教育是公司控股股东华图投资的控股股东,经华图教育董事会审议通过,建议上市公司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,就此事项本公司第四届董事会第九次会议已审议通过《关于拟拓展新业务的议案》
2023/10/10	关于全资子公司与北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司签订《无形资产无偿授权使用协议》暨关联交易的公告	公司全资子公司华图教育科技与关联方北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司(简称“华图宏阳”)签订了《无形资产无偿授权使用协议》,华图宏阳许可将相关无形资产无偿授权给华图教育科技使用,该项许可不收取许可费用。华图宏阳许可将商标、成人非学历培训业务课件及其著作权、网站域名及相应网络系统资源等无形资产无偿授权给华图教育科技使用,授权期限为10年,到期后自动续期10年并以此类推;协议约定,华图宏阳在华图教育科技开展新业务后的24个月内终止相关业务,并应在终止相关业务后将授权商标和授权课件与著作权无偿转让给华图教育科技。
2023/12/28	关于总经理辞职暨聘任总经理、副总经理的公告	王强因工作变动申请辞去公司总经理职务,辞去上述职务后,王强先生仍在公司担任副总经理;董事会同意聘任易晓英(公司实际控制人易定宏先生为兄妹关系)为公司总经理。

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 股权结构: 华图企管持有上市公司51%股份, 实控人为易定宏、伍景玉

上市公司实控人变更为华图教育创始人易定宏、伍景玉夫妇。2019年9月起至2021年10月, 华图宏阳教育子公司华图投资逐步通过受让股权、要约收购控股上市公司51%股权, 期间公司实控人变更为易定宏、伍景玉。

图4：华图山鼎股权结构及实控人



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，截至 2025 年 12 月 12 日

## 业务结构：公司已完成从建筑设计向职业教育的转型

华图山鼎已完成从建筑设计向职业教育的核心转型，形成“非学历培训绝对主导”的业务结构。2024 年，公司非学历培训业务营收达 27.91 亿元，占总营收的 98.54%，而原主营业务建筑设计仅占 1.46%，职业教育已稳固成为核心支柱。细分来看，非学历培训业务内部呈现“面授为主、在线补充”的特征，其中面授培训收入 24.67 亿元，占扣除华图宏阳委托交付的关联交易后非学历培训营收的 93.64%，在线培训及其他收入占比 6.36%，反映出公司仍以线下优势为核心竞争力。从培训领域看，业务聚焦公务员、事业单位、医疗系统等招录考试赛道，其中国家及地方公务员招录考试培训是重要收入来源，区域上则以山东、河南、吉林等省份贡献最为突出，下沉市场布局成效显著。此外，公司合同负债结构显示，课程交付类、考试通过相关及在线课程均有稳定储备，为后续收入确认提供支撑，同时“分段付费”等模式创新也进一步优化了业务现金流结构。

## 招录培训行业：需求持续扩容，后协议班时代格局重塑

华图山鼎核心非学历培训业务聚焦公职招录培训，具体来看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、教育系统的招录考试培训的及其相应的资格证考试培训。下面我们对公职招录培训行业进行分析。

**招录考试：公职岗位“凡进必考”，考试制度化、标准化，备考逐步走向长周期、多项目**

我国公职招录以公务员与事业单位及医疗、卫生、教育系统为主，另设面向优秀应届生的选调生专项，实行“凡进必考”。由中央公务员主管部门统一组织的“国考”与各省（区、市）组织的“省考”构成，“国考”录取后在国家机关工作，“省考”录取后在省市县乡镇工作；事业单位遵循“公开招聘”制度，按编制限额与岗位需求组织考试与考核。选调生由组织部门组织，通常对政治素质与在校表现高要求。

招录考试一般包含笔试和面试两个部分。公务员笔试以公共科目为核心：包括行政职业能力测验（行测）与申论。行测为客观题，重点测查言语理解与表达、数量关系、判断推理、资料分析、常识判断等能力；申论为主观题，强调材料阅读、综合分析、提出对策与文字表达等。部分职位加试专业科目（如外语、金融监管等）。面试以结构化面试、无领导小组讨论为主，部分系统采用结构化小组。

图5：主要公职招录考试笔试核心科目体系



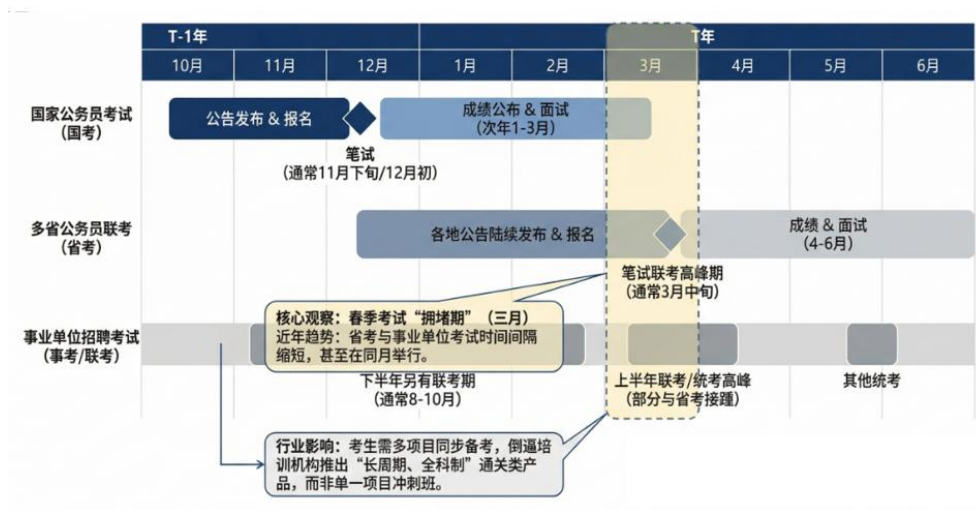
资料来源：国家公务员局、国信证券经济研究所整理

时间安排上，“国考”笔试一般在每年的11-12月，“省考”笔试大多数在每年3月，考试相对集中，事业单位考试时间分散在上下半年。国考通常10月中旬发布公告、11月下旬至12月初笔试；不少省份的省考集中在次年2-3月组织，部分省份实行联考（仅考试时间一致但具体的考试安排也有自主设置权），也有地区自主命题、单独考试。选调生多在年末至次年初启动，与省考节奏相近或略早。报名普遍采用网上报名，随后进行资格初审、缴费、打印准考证等环节。

近期由于考试难度增加，考生为提升被录取概率，常常采取同时备考多个考试项目的方式。在此背景下，考生和头部机构达成共识，课程设计转向“长周期、全科制”的通过类产品，而非单一项目冲刺班。



图6：主要公职招录考试时间表



资料来源：国家公务员局、国信证券经济研究所整理

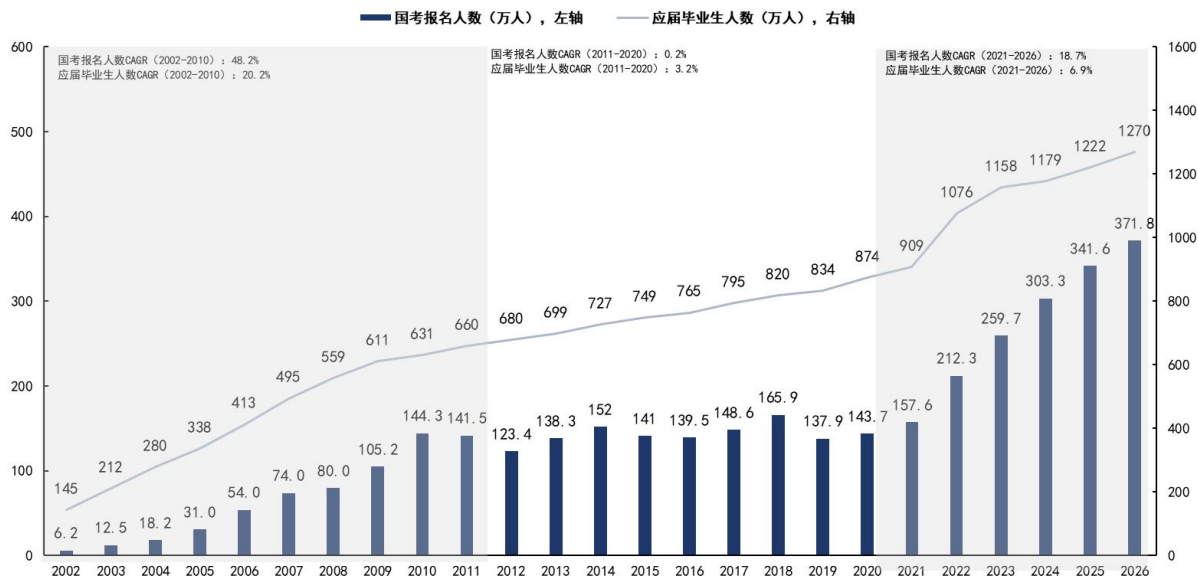
## 报考人数：笔试由毕业生人数驱动，面试受计划招录人数影响

### 1、笔试：随应届毕业生规模增长，短期受外部就业环境影响而波动

回顾 2002 年至今，国考笔试报名人数并未出现大的周期波动，而是随应届毕业生人数规模扩大而增长。我们据华图教育等机构数据，统计了 2002 年至 2026 年国考笔试报名人数。具体如下图所示，国考报名人数可分为三个明显阶段。2002-2010 年间，国考报名人数处于高速增长阶段，复合年增长率（CAGR）达到 48.2%。这一时期，伴随着应届毕业生人数的走高，越来越多的人选择参加国考，寻求稳定的职业发展机会，应届毕业生人数的增长为报名人数的攀升提供了庞大的潜在群体基础。2011-2020 年，应届毕业生人数增速显著下滑，国考报名人数也进入到相对平稳的增长阶段，复合年增长率降至 0.2%。而 2021-2026 年，应届毕业生人数再度快速增长，国考报名人数再次呈现较为明显的上升趋势。



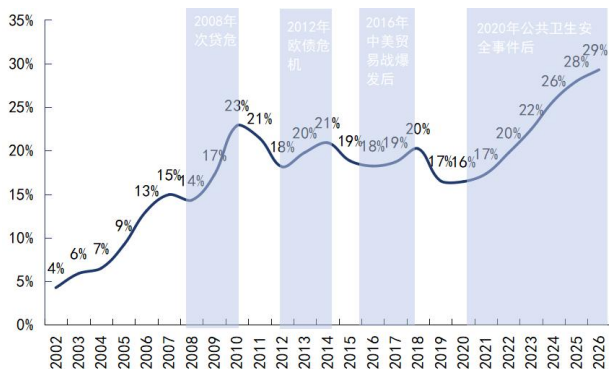
图7：国考笔试报名人数与应届毕业生人数规模存在一定的正相关关系



资料来源：教育部、国家公务员局、国信证券经济研究所整理

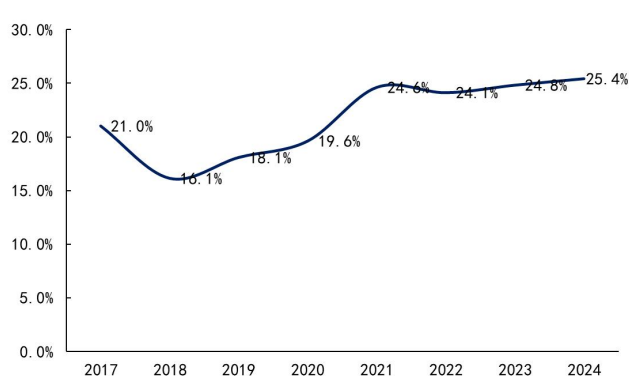
另一方面，外部就业环境也通过影响考生的报考意愿从而影响报考人数，在应届生人数增长相对放缓时效应更显著，存在阶段性波动。智联招聘 2017-2024 年间大学生就业力报告显示，毕业生期望就业于国家机关和事业单位的比例 2017 年至 2024 年间存在一定的波动变化，自 2020 年疫情后比例迅速走高并维持高位，2024 年该比例已升至 25.4%。当外部就业市场竞争加剧时，公务员岗位因其稳定性与相对完善的社会保障体系，往往成为众多毕业生的重要选择方向。

图8：国考笔试报考人数/应届毕业生人数比例的变化



资料来源：教育部、国家公务员局、国信证券经济研究所整理

图9：毕业生期望就业国家机关和事业单位的比例



资料来源：智联招聘、国信证券经济研究所整理

2026 年国考及多地省考放宽报考年龄上限、在职报考人数预计也将增加。

而对后续年度的展望，我们对总求职人群分三类进行分析，应届毕业生、择业期内应届毕业生（毕业后两年内）、社会考生。

预计 2026-2030 年间，应届高校毕业生将以 4.4% 的年均复合增速增至 1563 万人。预计每年应届高校毕业生人数一定程度上可根据适龄人口规模及升学率进行测算得出，此外教育部此前年度均有公布应届毕业生人数数据，可以此为参考检验检测

算的准确性。我们对高校应届毕业生的具体测算如下表所示，2024-2026 年间相关测算结果与教育部公布的应届毕业生人数误差均在 5%以内，我们认为该测算方法所得结论具有一定的可信度。**关键假设包括：**①初一入学人数对应为当年适龄人口数（义务教育阶段毛入学率预计在 100%及以上）；②十五五规划提出扩大普通高中资源，推动高等教育提质扩容，扩大优质本科教育招生规模，预计普通高中及高等教育将进一步普及。**假设每年因就业结构性矛盾或个人自主意愿而暂未落实就业单位的择业期学生人数占当届学生人数的比例约 8%，则经测算每年的择业期应届生人数约在 100-140 万人量级。**

表5：2024-2030 年高校应届毕业生人数规模及测算（万人）

年份	2024	2025	2026	2027E	2028E	2029E	2030E
初一入学人数	1849	1869	1808	1783	1701	1878	1616
对应年度初三毕业人数	1705	1731	1755	1849	1869	1808	1783
普高入学率	60.8%	62.1%	63.5%	64.7%	65.9%	67.0%	68.1%
普高招生人数	1036	1076	1114	1196	1232	1212	1214
对应年度高三毕业人数	905	948	968	1036	1076	1114	1196
复读人数占比	32.6%	29.0%	31.2%	30.9%	30.4%	30.9%	30.7%
参加高考人数	1342	1335	1407	1500	1546	1611	1727
本科录取率	37.3%	38.3%	37.8%	37.8%	38.0%	37.9%	37.9%
本科入学人数	501	511	532	567	587	610	654
对应年度本科毕业生人数-以四年学制计算	443	449	476	487	501	511	532
专科录取率	42.3%	43.5%	42.9%	42.9%	43.1%	43.0%	43.0%
对应专科入学人数	568	581	604	644	667	692	743
对应年度高职毕业人数-以三年学制计算	553	539	555	568	581	604	644
读研率	26.8%	26.5%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%
研究生硕士招生人数	119	119	127	130	133	136	142
硕士研究生应届生-以两年学制计算	105	110	115	119	119	127	130
读博率（近似计算）	16.3%	16.3%	16.0%	16.2%	16.2%	16.1%	16.2%
研究生博士招生人数	17	18	18	19	19	20	21
硕士研究生应届生（以五年学制计算）	11	12	13	14	15	17	18
测算应届生总人数	1169	1172	1214	1268	1302	1358	1446
YoY	4.4%	0.3%	3.6%	4.4%	2.7%	4.3%	6.5%
教育部统计应届生人数	1170	1222	1270				
择业期占比率	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
N-1 年应届生	1120	1169	1172	1214	1268	1302	1358
N-1 年择业应届生	90	94	94	97	101	104	109
N-2 年择业应	7	7	7	8	8	8	8

**届生**

当年总的择业期应届生	96	101	101	105	109	112	117
总计应届生人数	1265	1273	1316	1372	1411	1470	1563

资料来源：教育部、国家统计年鉴，国信证券经济研究所整理及测算

不同报考意愿下，应届生参加公考的笔试人数也有所不同，我们分析中期报考意愿仍将维持高位并有所增长。中性报考意愿（取前六年的平均值）下，应届笔试人数从 2024 年的 321 万人增加到 2030 年的 385 万人；乐观报考意愿（假设报考意愿进一步上升），应届笔试人数从 323 万人增加到 464 万人；悲观假设下（假设报考意愿逐步下滑至疫情前水平），报考人数先增高后回落至 332 万。考虑到应届生人数增加一定程度也会造成就业竞争加剧，我们看好中期报考意愿仍将维持高位并提升。

表6：应届报考考生测算

年份	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总应届毕业生人数	1265	1273	1316	1372	1411	1470	1563
报考意愿（中性）	25%	27%	24%	23%	24%	25%	25%
应届笔试人数	321	337	318	321	340	362	385
YoY	7.1%	5.0%	-5.8%	1.0%	5.8%	6.6%	6.3%
报考意愿（乐观）	26%	26%	27%	28%	28%	29%	30%
应届笔试人数	323	334	354	379	399	426	464
YoY	7.6%	3.4%	6.1%	7.0%	5.4%	6.7%	8.9%
报考意愿（悲观）	25%	26%	25%	24%	23%	22%	21%
应届笔试人数	321	334	332	333	328	327	332
YoY		3.9%	-0.6%	0.2%	-1.4%	-0.3%	1.5%

资料来源：教育部、国家统计年鉴，国信证券经济研究所整理及测算

社会考生也是招录考试的重要组成部分，结合弗若斯特沙利文对报考人数的测算，测算社会考生在总报考人数中占比约 61%，我们假设后续社会考生占比持平，并以此测算总的公考笔试人数。

表7：总公考笔试人数测算（万人）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
应届笔试人数	323	334	354	379	399	426	464
社会考生	470	486	515	552	582	621	676
社会考生占比	58%	61%	61%	61%	61%	61%	61%
总公考人数	810	850	900	963	1016	1084	1180
YoY	9%	5%	6%	7%	5%	7%	9%

资料来源：教育部、国家统计年鉴、弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

## 2、面试：延迟退休背景下编制腾退不足，预计面试人数随招录计划数波动缩减

我们进一步对公考面试人数进行分析。公考面试比例一般基于岗位报考的热门程度而设定不同的入面比例，一般而言最为常见的入面比例为 3:1，即面试人数是计划招录人数的三倍，因此面试人数与招录计划数存在密切关系。国考招录人数我们依据公务员局统一统计数据，省考我们根据各省市公布的招录计划进行汇总，事业单位招录人数数据参考人社部发布的 2023 年事业发展统计公报，全年全国公开招聘事业单位工作人员 97.5 万人，我们假设 2024-2025 年招聘人数在 100 万级别人数。展望后续，由于延迟退休背景下，编制腾退不足，我们预计后续年份招录计划将面临波动缩减，进而导致面试人数下滑。

表8：参加面试人数测算（万人）

年份	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国考招录人数	4.0	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
YoY	7.0%	0.3%	-4.0%	-3.0%	-0.5%	-3.0%	0.8%
省考	20.5	20.6	19.7	19.1	19.0	18.5	18.6
YoY	7%	0%	-4%	-3%	-1%	-3%	1%
事业编	107.0	107.3	103.0	99.9	99.4	96.4	97.1
YoY	7%	0%	-4%	-3%	-1%	-3%	1%
预测面试人数	394.5	395.5	379.5	368.4	366.4	355.8	358.6

资料来源：公务员局，国家统计局年鉴，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

## 市场规模：2026 至 2030 年行业年均复合增速预测约 5.5%，预计 2030 年市场规模达 721 亿元

我们测算行业规模在 2030 年有望达到 721 亿元，2026 至 2030 年年均复合增长率约 5.5%。作为职业考试培训的子行业，国内招录考试培训主要包括公职人员考试、事业单位考试及教师招录考试培训服务。根据弗若斯特沙利文报告，按收入计，国内招录类考试培训行业市场规模由 2016 年的人民币 201 亿元，增至 2020 年的人民币 308 亿元，复合年均增速为 11.3%，并预计 2026 年将达到人民币 605 亿元，2020 年到 2026 年的复合年均增长率预计为 11.9%。而展望后续，我们采取自上而下的方法对行业规模进行测算，尽管公务员岗位报考意愿可能存在周期性波动，但预计应届毕业生规模持续走高及用户付费意愿改善，有望支撑行业规模持续扩大，2026-2030 年均复合增速约为 5.5%。

### 客单价：预计总体付费意愿提升，价格带上移，进而带动客单价提升

受限于网络盗版课程泛滥以及用户对课程的付费习惯仍在培养中，我们预计此前公考行业付费在 100 元以下的用户数占多数。但展望后续，伴随 1000 元价格带的 AI 产品渗透率提高，以及报考人数走高、招录计划下滑背景下竞争加剧，考生付费寻求机构赋能，有望促进整体价格带上移。具体假设如下，我们分析面试考生由于已经通过难度较大的笔试，会有更强的动力付费以求通过面试，总体付费意愿更强。

表9：付费结构假设（元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
笔试产品							
10 元及以下	50%	49%	49%	48%	48%	47%	46%
10-100 元	17%	17%	16%	16%	15%	15%	15%
100-1000 元	13%	13%	14%	14%	15%	15%	15%

1000-10000 元（按 5000 估算）	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%
10000 元以上（按 20000 估算）	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
笔试客单价	3402	3476	3549	3623	3696	3770	3843
YoY		2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>面试产品</b>							
10 元及以下	25%	24%	24%	23%	22%	21%	20%
10-100 元	25%	25%	24%	24%	23%	23%	23%
100-1000 元	19%	19%	20%	20%	21%	21%	21%
1000-10000 元（按 5000 测算）	17%	17%	18%	18%	18%	18%	19%
10000 以上（按 20000 测算）	14%	14%	15%	15%	15%	15%	16%
面试客单价	6668	6761	6900	7038	7177	7315	7454
YoY		1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%

资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

综上，我们对整体公职招录考试的规模测算如下：

表10：公职招录考试市场规模（亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>市场规模</b>	538.57	562.79	581.27	608.21	638.34	668.97	721.00
<b>YoY</b>		4.5%	3.3%	4.6%	5.0%	4.8%	7.8%
<b>笔试</b>	275.56	295.42	319.42	348.95	375.38	408.69	453.69
<b>YoY</b>		7.2%	8.1%	9.2%	7.6%	8.9%	11.0%
<b>%</b>		52%	55%	57%	59%	61%	63%
<b>面试</b>	263.01	267.37	261.85	259.25	262.95	260.28	267.32
<b>YoY</b>		1.7%	-2.1%	-1.0%	1.4%	-1.0%	2.7%
<b>%</b>		48%	45%	43%	41%	39%	37%

资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

## 竞争格局：再议协议班得失，展望后协议班时代竞争新图景

过去近十年行业龙头市占率的起落，背后演绎协议班商业模式的兴衰轨迹。过去十年，公考培训行业经历了从群雄逐鹿到龙头崛起，再到回归分散的快速洗牌，头部机构曾凭借协议班实现了市占率的跨越式提升，行业高点 CR3 接近 50%，远高于其他教育赛道。而当协议班的比例过高，背后经营风险陡然增加，行业竞争格局也随之进入新的调整期。

表11：测算招录考试培训赛道龙头市占率

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>中公教育</b>	32.6%	27.9%	23.9%	37.8%	36.4%	22.7%	14.1%	8.0%	6.1%
<b>华图宏阳/华图山鼎</b>	9.4%	9.4%	-	-	5.7%	4.9%	6.1%	-	6.5%
<b>粉笔</b>	-	-	-	4.8%	6.9%	11.2%	8.2%	7.8%	6.5%
<b>CR2/CR3</b>					48.9%	38.8%	28.4%	20.9%	19.1%

资料来源：中公教育公司公告、华图教育/华图山鼎公司公告、粉笔公告、弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理及测算

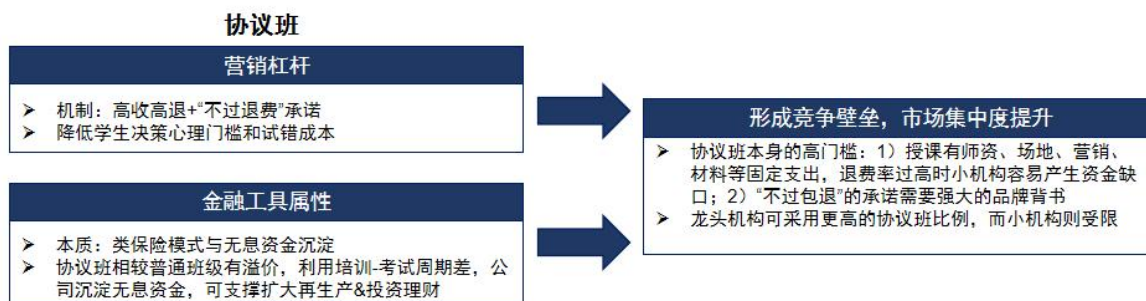
## 协议班如何塑造过去十年的竞争格局？



协议班的核心特征是“不过包退、高收高退”。协议班是公考培训行业最为核心的特色商业模式，核心是“不过退费”的承诺。不同的协议班产品对可退费比例以及退费条件（如未通过笔试还是未通过面试进行退费）有不同的设置，一般而言协议班产品对考生收取较高学费（通常是普通班的 2-3 倍）。

协议班既是营销杠杆、也是金融工具。1) **营销杠杆**：消除决策障碍，大幅降低报名门槛。对于考生来说，公考是高风险、高投入的选拔，不只是专心备考公考而放弃其他就业、升学计划的潜在机会成本，还面临着直接的动辄上万的学费。协议班“考不上退大部分钱”的承诺，将机构的利益与考生绑定，极大地降低了考生的决策风险和试错成本。2) **金融工具**：在考试竞争压力下，多数考生会倾向于“更有保障”的协议班。考生缴纳的高额学费，在考试结束、退费周期完成前，会沉淀在机构账户中，形成庞大的资金池，支撑公司后续进一步扩张；尽管其他课程也同样具备预收款的特征，但协议班具备更多的信用溢价，协议班学费往往显著高于普通班型（3-5 万 vs 1 万左右）。

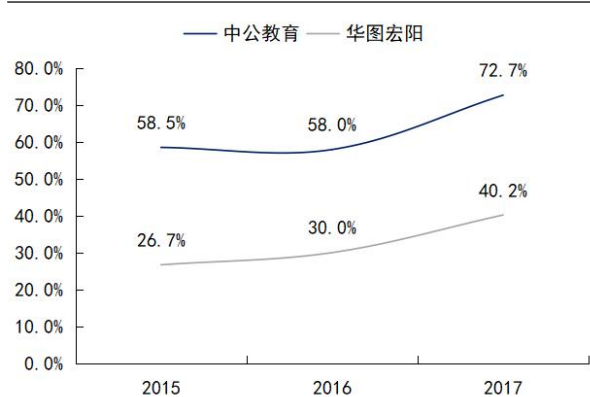
### 协议班的核心特征解读



资料来源：中公教育公司公告、国信证券经济研究所整理

2021 年前，协议班在行业头部机构的收入结构中占比提升，但不同龙头间受起步时间等原因发展程度有差异。2017 年，中公教育达到 72.7%，华图教育仅为 40.2%，2019 年粉笔业务中协议班占比仅 22.9%。中公教育是最早推出协议班的培训机构，长期布局中已积累形成强大的渠道网络，在此前中公教育“规模优先”的战略框架下，中公教育将协议班作为核心增长引擎，通过“不过退费”的高客单价模式快速抢占市场。华图教育协议班布局起步相对较晚，产业研发相对滞后和规模经济不显，同时自身在 2015-2017 年间遭遇两次主板上市挫折，相对而言在协议班推广上保持克制。粉笔由于其本身的业务模式偏线上，初期协议班仅针对面试，2020 年后才逐步开始涉及笔试项目。

图10: 中公教育、华图宏阳协议班收入占比



资料来源: 中公教育、华图教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 粉笔协议班占比



资料来源: 粉笔公司公告, 国信证券经济研究所整理

**协议班助力下, 2018-2020 年中公教育成为公考招录培训行业绝对龙头。**协议班一方面成为中公教育最重要的产品, 另一方面储备的现金流、也和上市筹集资金一同成为公司加速扩张的燃料, 公司网点数自 2018 年的 701 家迅速提升至 1660 家。2018-2020 年分别实现扣非业绩 11.1/17.0/18.7 亿元, 上市后连续 3 年超额完成业绩对赌 (对赌条件扣非业绩不低于 9.3/13.0/16.5 亿元), 市占率最高时提升到了 37.8%, 相应的公司市值也在 2020 年年末达到历史最高值 2658 亿元。

图12: 中公教育 2018 年至 2020 年间网点数



资料来源: 中公教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

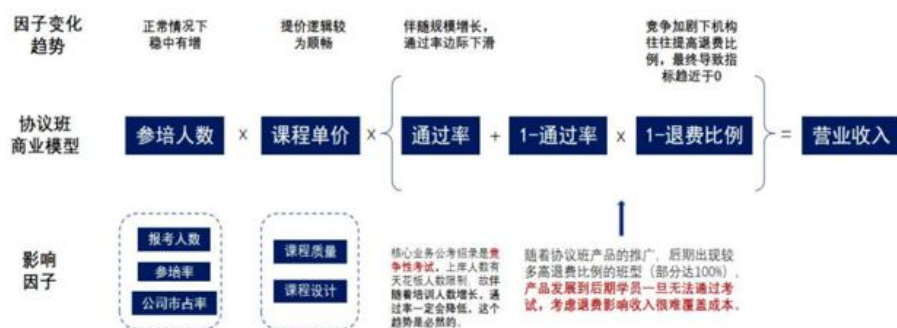
图13: 中公教育收入及对应增速 (亿元)



资料来源: 中公教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

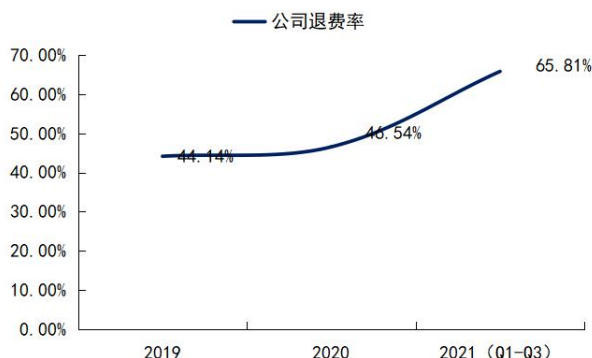
2021 年起, 外部多重压力下协议班弊端逐步显现。1) 协议班存在天然的实收增长天花板。其收入由两部分组成: 一是通过考试学生的学费 (参培人数×课程单价×通过率), 二是未通过考生在退费后的留存部分 (参培人数×课程单价×(1-通过率)×(1-退费比例))。随着报考人数增长, 而招录名额有限, 行业整体通过率必然边际递减, 意味着协议班所需退费的学员占比理论上将走高, 因此最终实收增速将收敛。2021 年国考报名人数陡增, 对应年度前三季度中公教育退费金额达 123.97 亿元, 退费比率达 65.81%, 实收转化率下行。2) 外部因素之一: 市场多家机构为抢占市场份额进一步提升协议班占比和退费比例, 同时扩张网点客观上会占用现金流。在激烈竞争下, 机构为吸引生源往往不断提高退费比例, 导致高退费班型占比增加, 退费后实际收入难以覆盖成本; 同时市场环境好时, 机构基于乐观判断更容易作出加大扩张的决策, 而扩张线下网点、基地班客观上会占用现金流, 最终对机构形成成本与资金的双重压力。3) 外部因素之二: 教育行业监管政策落地, 中公教育定增方案未成行。2021 年民促法实施条例及“双减”意见出台, 教育行业资本市场环境有显著变化, 公司撤回定增方案。4) 外部因素之三: 疫情扰动、收款承压。2021 年受疫情影响、公职考试节奏被扰乱、同时线下授课环境受损, 收款有下行压力, 进一步加大资金压力。

图14: 公考赛道协议班商业模式图解



资料来源: 多知、国信证券经济研究所整理

图15: 中公教育退费率



资料来源: 中公教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

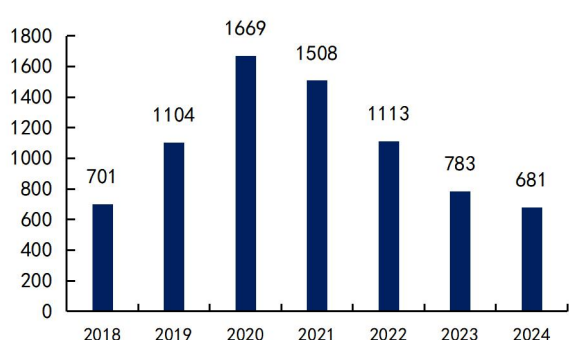
图16: 中公教育销售商品、提供劳务收到的现金及同比(亿元)



资料来源: 中公教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

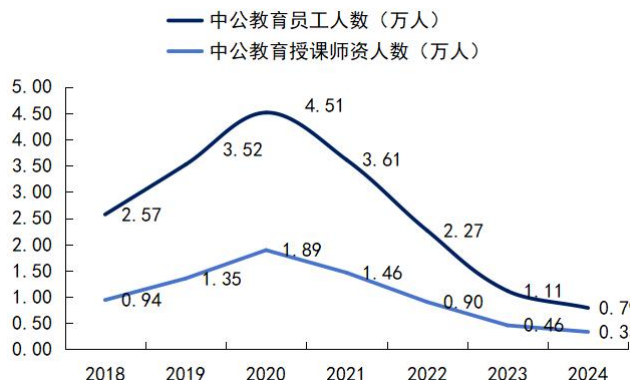
随着协议班模式弊端集中显现, 行业竞争格局由头部集中的上行通道转向分散竞争。首先, 为扭转现金流、降低风险、提高实收, 头部机构主动压降高退费协议班比重, 导致营收增长引擎降速, 市场扩张能力减弱。与此同时, 为降本增效而推行的人员与组织调整, 引发了师资流失潮, 大量名师自立门户或加入小型工作室。二者叠加, 使得头部机构的市场掌控力被削弱, 行业集中度随之下行。

图17: 中公教育直营分支机构数



资料来源: 中公教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 中公教育旗下员工及授课师资人数



资料来源: 中公教育公司公告, 国信证券经济研究所整理

小结: 总体而言, 协议班曾因其“结果导向”与公考“验证周期短”的特性高度契合, 在合理范围内, 它曾一度巧妙地平衡了考生对“确定性”的渴求与机构对“现金流”的追逐。然而, 这种模式并未触及教育行业“大规模、低成本、个性化”不可能三角的根本性矛盾, 协议班更侧重财务承诺而非教学深化, 导致学生的学习效果未被真正优化, 机构的规模化扩张也因此缺乏坚实基础, 最终在内外因素夹击下难以为继。展望后续, 虽然可以通过建立合理动态的协议班退费比例和控制退费资金敞口, 对报读学生进行筛选分层等路径进行优化, 但行业已认识到协议班所能驱动的增长是有限的, 将重心转向了寻找协议班之外的新增长点。什么样的新产品能重塑行业格局? 我们认为, 答案仍需回到教育行业的“不可能三角”中寻找——即如何构建一个能同时承载规模化供给、可持续成本与个性化成效的新均衡模型。具体路径, 我们将在下一部分展开。



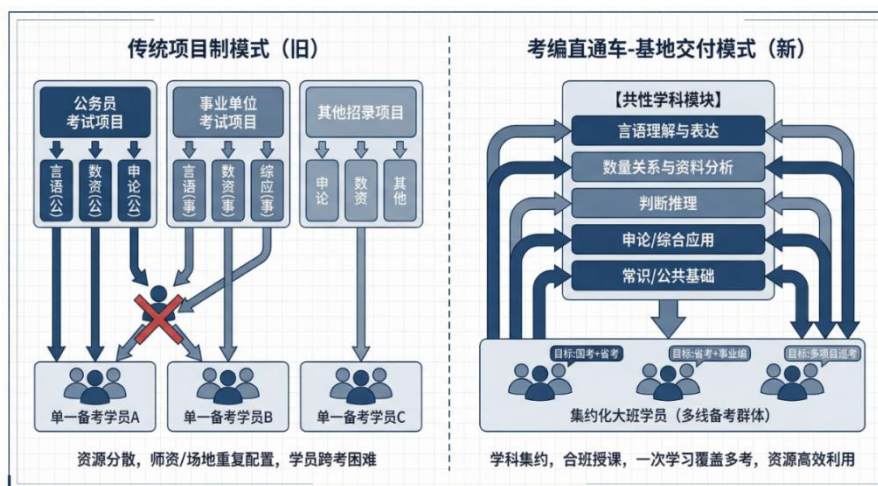
## 成长展望：产品创新突破行业困境，多维协同开启增长新周期

据芥末堆消息，2025年3月，华图教育在河北怀来召开高层管理者会议，正式签署了具有里程碑意义的《怀来宣言》。该宣言标志着华图教育将全面遵循“一体两翼一动力”的发展路线，即以高质量产品为主体，科学管理与科技创新为双翼，集体所有制为发展动力，共同推动华图教育的高质量发展。

### 产品创新：大单品“考编直通车”变革交付，优化模型承接下沉市场需求

“考编直通车”是华图教育2025年下半年度，针对公考培训行业“低通过率”、“返乡备考”等趋势推出的创新产品。对学生而言，“考编直通车”的本质在于“无限学”，通过“全年备考、多轮考试、一次付费”的模式，将服务周期从传统的考前冲刺3-6个月延长至12-24个月，覆盖全年所有招录考试，帮助学员实现“一次备考、多次上岸”的目标。在交付端，该产品打破了传统“项目制”教学模式，转向“学科制”的融合式教学——将国考、省考、事业单位等不同考试项目的相同科目（如行测、申论）合班授课，形成“常识班”“言语班”“数资班”等分科模式。

图19：考编直通车 VS 传统项目制模式图解



资料来源：多知、国信证券经济研究所整理

“考编直通车”产品拆解：基地授课+集约交付+长周期无限学。

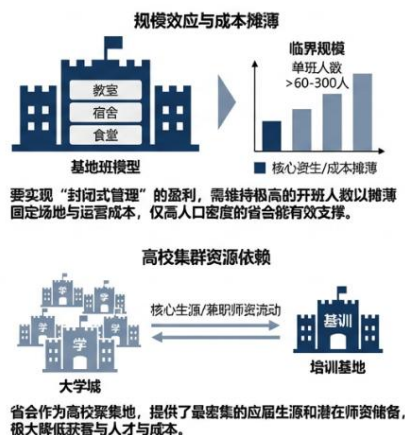
1) 产品在基地场景交付—提高产品质量：基地交付模式下学生通过率更高，但盈利要求学生规模大，此前此类产品主要布局在省会城市

打造沉浸式备考环境，基地班相较常规走读班有更高的通过率。公考培训基地班是一种全封闭、沉浸式的备考模式，学员在指定校区进行集中学习，通常包含食宿一体化服务。通过高强度、系统化的课程安排，帮助考生在短期内快速提升应试能力。这种模式的核心优势在于“环境隔离+时间集中+专业督学”，学员可以远离日常干扰，保持健康作息，全身心投入备考，同时享受专业师资的全程辅导和个性化学习规划。基地班通常配备完善的教学设施、自习室、宿舍和食堂，营造出类似高三冲刺的学习氛围。沉浸式学习氛围下，学生通过率理论上会更高，根据浙江粉笔所发布的喜报，2025年笔试精品基地班国省基地21班笔试通过率为



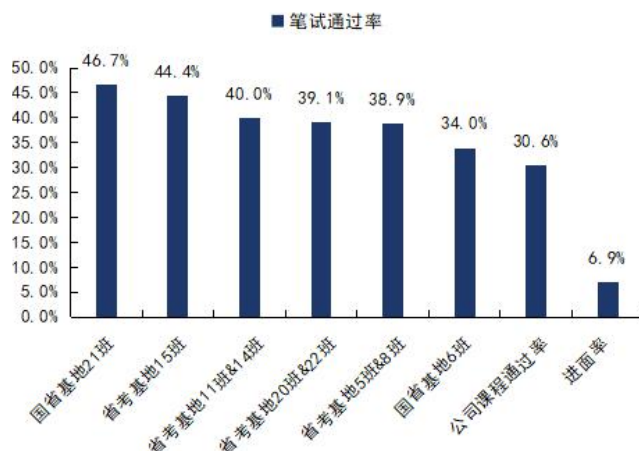
46.67%，远高于当地笔试自然通过率（约7%），也要高于公司笔试通过率 30.58%。

图 20：基地班主要在省会城市进行交付



资料来源：南方周末，国信证券经济研究所整理

图 21：基地班相较常规走读班有更高的通过率



资料来源：浙江粉笔，国信证券经济研究所整理

过去，基地班受限于模型、主要在省会城市进行交付。从客户覆盖维度看，省会城市天然具备公考目标客群的聚集优势，构成基地班交付的核心前提。公考核心客群以应届高校毕业生和在职备考人群为主，而省会城市通常是区域内高校集群的核心承载地，同时汇聚了更多寻求职业稳定的在职群体。以江苏省考数据为例，2026 年南京地区报名人数达 86211 人，竞争比高达 87:1，远超苏州（64:1）、徐州（56:1）等地级市，且全省报名人数超 500 人的 27 个热门岗位中 16 个位于南京，直观反映了省会城市的客群集中度。相比之下，地级市高校资源分散、在职备考人群规模有限，难以形成稳定的大规模学员供给，而基地班“吃住学一体化”的封闭模式需依托足量客群支撑，规模效应则是决定基地班集中于省会交付的关键商业逻辑。基地班需投入场地租赁、宿舍配套、师资驻场、后勤保障等大额固定成本，通过规模化招生才能摊薄单位成本实现盈利。省会城市凭借客群密度，能够快速实现单班满员甚至多班并行，形成成本集约效应。从头部机构布局来看，教育宝所收录的课程中，大部分基地班均分布在人口相对集中的省会城市。此前华图教育的基地班也主要布局在省会城市，如湖北武汉、山东济南、河南郑州、广东广州等。

下面我们结合市场分散的公开信息，对不同周期/不同类型的基地班进行测算。对于基地班而言，教师和场地相关的固定成本较大，经营杠杆较为显著，开设基地班要求学生规模达到一定门槛并保持稳定。另一方面，考虑到考试排期以及不同科目可能报考人数不一，基地班的利用率会存在明显的波动，考虑到机构布局基地班租期较长，越长期的班型越能稳定利用率进而提高毛利率。因此基地班这一能够提升学生学习效果的产品，要想走向下沉，核心所需要解决的问题是“如何实现将学生规模长期稳定在一定数量”。

表 12: 基地班不同周期/不同交付方式的毛利率敏感性分析

	常规班型		考编直通车班型	
	散班无限学，分别覆盖国考、省考、事业单位考试		一年开一次班，国、省、事考无限学	
	省会城市基地班	地级市基地班	省会城市基地班	地级市基地班
单次招生规模	200	50	600	200
客单价（包住宿）（元）	8400	8400	25800	25800
培训天数	30	30	157	157
开班次数	6	6	1	1
总收入（万元）	1008	252	1548	516
成本（万元）	380	230	466	247
员工成本	224.7	182.7	173.55	131.55
%	22%	73%	11%	25%
教师成本（课时费+固定工资+社保等）	194.7	170.7	143.6	119.6
教师交付课时数	498	498	157	157
教师人数	10	10	10	10
教师课时费/天，元	1500	1500	1500	1500
教师固定薪酬（年/元）	120000	96000	120000	96000
其他人员成本（万元）	30	12	30	12
其他人员人数	5	2	5	2
场地租金（含住宿）	119	31	263	101
住宿费用	97	14	241	83
会议成本（年费）	22	18	22	18
%	12%	12%	17%	20%
日常运营费用	37	16	29	15
授课物料	24	6	12	4
水电物业	9	9	8	8
学生激励和下午茶	4	1	9	3
%	4%	6%	2%	3%
毛利	628.05	21.93	1081.8925	268.73
毛利率	62%	9%	70%	52%

资料来源：中公教育投资者关系活动表、澎湃新闻、猎聘网，国信证券经济研究所整理及测算

2) 产品交付模式为学科制集约交付—优化成本：核心在于扩大班容、提高满班，此外也可优化人员配置。“考编直通车”采用集约化交付模式，打破了传统“省考-事考”分项目排课的局限。传统模式下，每个考试项目独立开班、独立招生，导致师资、场地、运营资源分散，学员需要重复报名、重复学习，机构获客成本居高不下。而直通车通过“学科制”融合教学，将国考、省考、事业单位等公职类考试的核心考点进行系统整合，按照“基础理论+模块强化+题海训练+冲刺押题”的科学体系排课，学员只需一次报名，即可全年循环学习所有考试内容。这种集约化交付的核心优势在于“三统一”：统一师资配置，避免老师跨项目重复授课；统一课程体系，实现知识点全覆盖；统一运营管理，降低获客和交付成本。以华图为例，通过将 3 个班 150 名学员合并为 1 个直通车大班，在总交付成本不变的情况下，学习周期从 100 天延长至 300 天，学员可同时备考多个考试，机构则通过大班教学提升人效，实现“学员复用+资源集约”的双重价值。

此外，传统模式下课程品类繁多，网点销售人员需针对不同考生的个性化需求进行差异化推荐，流程复杂且效率受限。而“考编直通车”采用统一排课模式，学员可根据自身备考进度灵活选择班次，大幅简化了销售环节，提升了运营效率。例如，可由学管兼任销售，在销售渠道上由线上企业微信引流至线下网点，再由学

管带领试听课程，最终实现转化。

图 22: “考编直通车”显著降低课程交付天数、减少重复排课

	某月	开课	1号	2号	3号	4号	5号	6号	7号	8号	9号	10号	11号	12号	13号	14号	15号	16号	17号	18号	19号	20号	21号	22号	23号	24号	25号	26号	27号	28号	29号	30号	31号
项目无限学	公考基础班	25	言语				判断				数资				常识				申论														
	事业单位班	20					言语				数资				判断				综合														
	军队文职班	18									言语				判断				数资				国防										
	公务员刷题班	10													言语				判断				数资				时政						
	社工班	10																	数资				判断				申论						
	合计需交付天数	83																															
学科无限学	直通车1	30	言语				判断				数资				政常				申论				综合				社工知识						
	直通车2	5					言语																										
	直通车3	8																	公安基础知识														
	合计需交付天数	43																															

资料来源：山东华图、国信证券经济研究所整理

3) 在销售上，“考编直通车”吸取了“无限学”的优点并进一步创新——提高考生容错率及拉长用户生命周期。

公考无限学是一种创新的课程销售方式，考生只需缴纳一次学费，即可在特定时间内（通常为 1 年）不限次数、不限时间、不限校区地参加培训机构开设的所有公考相关课程。这是“考编直通车”长周期交付的一个核心特征，这种模式的核心优势在于“一次付费、无限听课”，为考生提供了极大的学习灵活性。无限学课程体系覆盖全面，包含基础理论、强化、刷题、冲刺等所有班型，并持续循环开课直至考前。课程内容通常涵盖国考、省考、事业单位、三支一扶等多种公职类考试，满足考生多元化备考需求。学习时间完全自主安排，只要机构开课即可参加，同一课程可反复听课直到掌握，特别适合需要反复学习、系统提升的考生。这种模式尤其适合基础薄弱、备考方向不明确、时间不固定的在职考生，以及多次备考未上岸、追求长期性价比的考生群体。

我们分析无限学核心更多是销售上的创新，相当于打包课程，将集合销售，而非产品的重新设计，目前多家公考机构都推出了自己的无限学产品，例如根据中公网校公开销售链接，中公教育的一年期无限学课程售价 30800 元，粉笔公众号展示 OMO 国省事一年无限学课程售价 21800 元。

表 13: 山西华图无限学可选课程清单

项目	考试类型	课程	原单价
公考	24 或 25 年省考	一期 70 天以内培优尊享课程/或基地课程	25800
	24 或 25 年省考	一期 30 天以内尊享套题班课程	11800
	24 或 25 年省考	一期 25 天以内红领决胜课程	5980
	25 年国考	一期 70 天以内培优尊享课程/或基地课程	26800
	25 年国考	一期 30 天以内尊享套题班课程	11800
	25 年国考	一期 25 天以内红领决胜课程	5980
事业单位	笔试所对应的相应面试	在上述笔试考试中进入面试, 并能提供进入面试证明后可选择参加甲方针对该考试开班的一期 8 天及以下课程	8980*N
	事业单位(职测+综合)	一期 35 天以内尊享课程	11800
	事业单位(公基+其他科目)	根据对应考试的开课情况, 课程任选、次数不限	6800*N
	三支一扶	一期 30 天以内尊享课程	9800
	各市、县区事业单位考试	根据对应考试的开课情况, 课程任选、次数不限	6800*N
	笔试所对应的相应面试	在上述笔试考试中进入面试, 并能提供进入面试证明后可选择参加甲方针对该考试开班的一期 8 天及以下课程	8980*N
教师编	特岗教师	95 天特岗尊享课程	9800
	省直 D 类	省直 D 类尊享课程	14800
	各市、县区教师招聘考试	根据对应考试的开课情况, 课程任选、次数不限 每次进面均赠送 3 天面试课程	6800*N

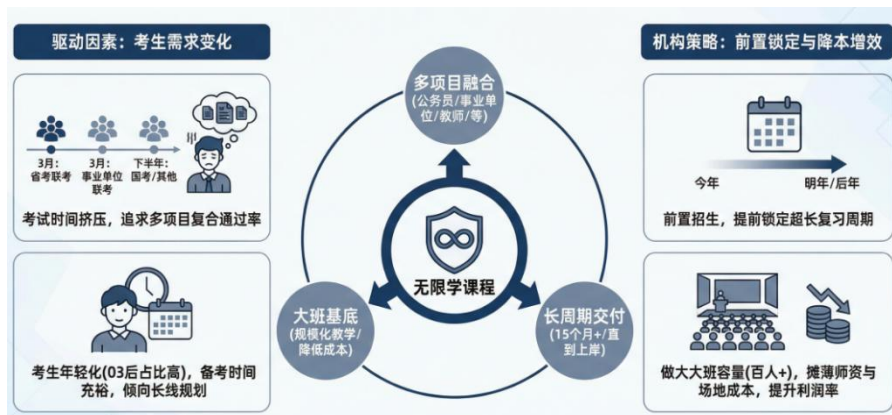
其他招录	军队文职、辅警、医疗招聘、农信社、银行招聘、书记员、国企	根据对应考试的开课情况，课程任选、次数不限	6800*N
	笔试所对应的相应面试	在上述笔试考试中进入面试，并能提供进入面试证明后可选择参加甲方针对该考试开班的一期8天及以下课程	8980*N

资料来源：山西华图、国信证券经济研究所整理

**“无限学”对学生而言，核心在于提高容错率。**该模式在某种程度上延续了协议班的保障逻辑，但在保障力度和机构运营证实现了更优的商业平衡：一方面，企业通过长周期服务和分科制授课，在保证教学质量的同时获得了实收（如果不结合协议班）；另一方面，学员通过“一次付费、全年备考”的机制，可覆盖国考、省考、事业单位等多个考试项目，有效降低了单次考试失利带来的沉没成本，对学生而言意味着，“国考”失利后，还能在机构继续认真备考事业单位考试等，甚至跨年度的备考。

**对机构而言，可拉长用户生命周期、降低获客成本，同时还具备强排他性特征，**此外由于考生具备多次考试机会，综合通过率高于单次考试通过率，行业自然通过率的天花板有望突破。学员一旦选择某机构的“无限学”产品，在长达一年甚至数年的备考周期内，几乎不会同时选择其他机构的同类服务，形成了事实上的用户锁定。相较传统单次培训模式——学员在国考失利后极易流失至竞品或退出培训市场——“无限学”通过持续服务维系用户粘性，大幅提升了客户留存率和复购意愿。

图23：无限学具备强排他性特征，此外综合通过率高于单次考试通过率，行业自然通过率的天花板有望突破



资料来源：山东华图、国信证券经济研究所整理

综上所述，我们认为考编直通车是一类多项创新复合的产品，有望改善“不可能三角”的行业困境。公考培训行业长期存在“教学质量/个性化-成本控制-规模化扩张”的不可能三角，即传统模式下难以同时实现优质教学输出、低成本运营与大范围市场覆盖的平衡。而考编直通车的核心创新价值正在于通过三大模块的有机融合，改善这一行业性困境。具体来看，基地授课模式夯实了教学质量的核心基石，为规模化扩张提供了可复制的场景载体；集约交付模式通过资源整合实现了成本的精准控制，为优质教学的可持续输出提供了盈利支撑；长周期无限学模式则通过用户锁定效应放大了规模化扩张的价值，同时反向巩固了教学质量与成本控制的平衡。三者形成闭环支撑，既精准匹配了公考考生“高通关需求、低备考风险、高性价比追求”的核心痛点，也破解了传统公考培训“质量与成本难平衡、用户生命周期短、下沉市场难渗透”的行业困境。



## 产品门槛与竞争壁垒：核心在于基地与长周期交付能力

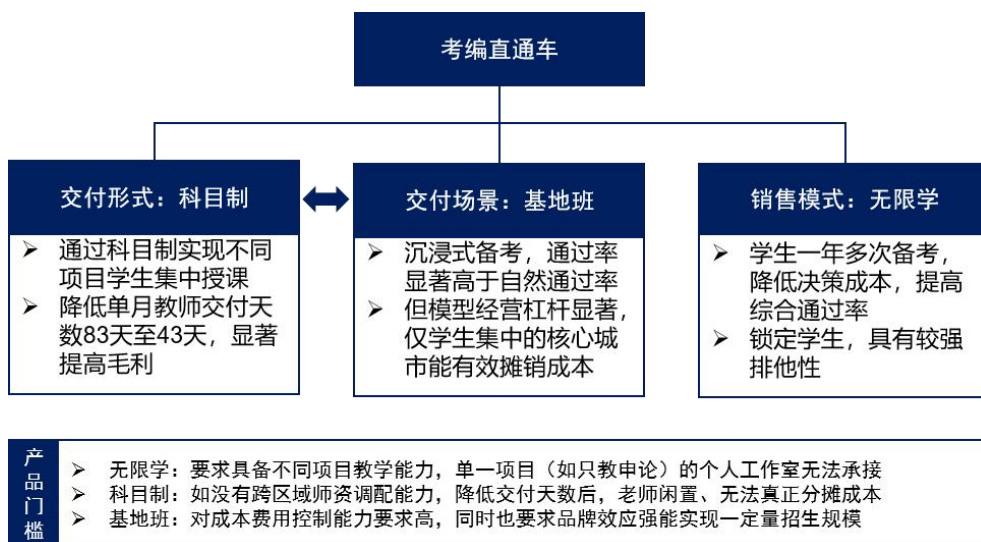
从竞争壁垒看，“考编直通车”的核心在于基地班和长周期交付能提供较好的学习服务，但其盈利核心前提是足量学员规模以摊薄场地、师资等固定成本，规模门槛是该产品的天然壁垒。头部机构如华图在下沉市场推进考编直通车，核心逻辑正是通过提升班容、聚合多考试项目学员以摊薄师资单位交付成本，实现规模效应。而这一模式的落地，需两大核心能力支撑，构成竞争护城河。

**其一，全品类课程覆盖能力。**考编直通车通过聚联合国考、省考、事业单位等多项目学员提升班容，前提是机构具备全品类核心课程的研发与授课能力。若仅能覆盖某类考试单一专项，无法实现不同项目学员的有效汇聚，提班容、降成本的核心逻辑便不成立。这一能力要求机构构建标准化的跨项目课程体系，而个人工作室受限于教研资源，多聚焦单一细分领域，难以满足全品类覆盖需求，无法复制该模式。

**其二，跨区域师资调配能力。**国考培训师资多采用日薪结算模式，若缺乏跨区域调配能力，师资易陷入“阶段性闲置”困境——如单一区域讲师完成短期授课后，无后续课程衔接，薪酬稳定性难以保障，优质师资可能转向课程安排更稳定的头部机构。头部机构通过搭建全国性师资调度网络，可实现讲师在多区域、多基地间的动态调配，保障师资授课饱和度与薪酬稳定性，同时支撑不同区域基地班的标准化教学输出；而小机构师资资源高度本地化，调度范围有限，无法解决闲置问题，难以维系稳定的师资团队，进一步限制其基地班规模扩张，实际上无法发挥考编直通车降低交付量的效果。

综上，小机构因无法突破学员规模门槛，且缺乏全品类课程覆盖与跨区域师资调配两大核心能力，难以涉足基地班及考编直通车赛道。而头部机构凭借上述能力，我们看好可通过考编直通车模式破解了基地班下沉的成本与规模难题，进一步巩固市场优势，推动行业集中度提升。

图24：“考编直通车”要点总结



资料来源：山东华图、国信证券经济研究所整理



## 渠道管理：借助场景实现高效触达，线下千家网点支撑完成转化

华图考编直通车在下沉市场的规模化落地，依托“线下千余家网点渗透+线上企业微信引流”的渠道协同体系，其中线下网点解决下沉市场的触达与信任问题，线上企业微信实现精准引流与私域运营，二者共同为考编直通车的学员规模稳定提供核心支撑。

### 1、线上端企业微信为华图引流获客的核心工具

其核心逻辑在于先通过公考考情关键场景精准锁定初始意向群体，再将泛流量转化为私域流量，最终引导至线下网点完成转化闭环。具体运营路径可分为三阶段：

1) **精准初始触达**。华图除线上广告投放、公考备考社群运营、免费备考资料发放外，重点在国考、省考等关键考试的考场周边、报名资格复核现场设置咨询点，摆放宣传展架并提供企业微信二维码，搭配免费备考手册、历年真题集等物料吸引考生扫码添加，实现对处于备考关键节点意向群体的精准捕捉。此类打法为行业多年经验积累形成，行业其他机构复制难度相对较低。

2) **私域精细化运营**。考生添加企业微信后，由专属学管师定向推送个性化备考规划、考编直通车课程信息、考试政策解读等内容，同时通过社群开展每日刷题、考点精讲、备考答疑等互动活动，持续维系用户粘性。

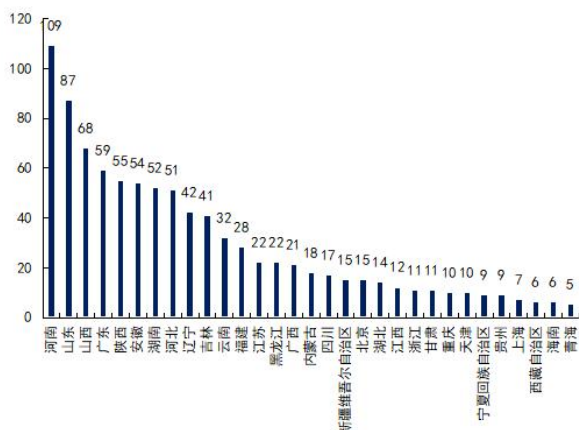
3) **线下转化闭环**。当用户产生初步报名意向后，学管师引导其前往就近线下网点试听课程、详细咨询，结合网点的实体服务优势完成最终报名转化。但该部分难度系数更高，需要高密度的线下网点。

这种“场景化初始触达-私域运营沉淀-线下转化闭环”的模式，不仅大幅降低了传统线下获客的高成本问题，更精准解决了下沉市场客群地域分散导致的触达效率低问题。

### 2、线下布局千家网点，深入地级市市场，承接线上企业微信流量

从线下网点布局来看，华图凭借长期行业积累，已在全国下沉市场构建起千余家线下网点网络，覆盖地级市、县城等核心下沉场景。据公司 2024 年年度报告，目前已有千余家网点。结合我们根据不同省市华图官网所披露的分校（网点）数据统计，截至 2025 年 12 月，华图已在 31 个省市布局网点，且总计有 84% 下沉至非省会城市，网点下沉有望率先完成品牌心智建设，预计后续基地建设将受益于此而具备更优的爬坡效率。但另一方面，目前能够提供基地班服务的基地数量占比还较小，据我们统计基地数量约在 10 余家，我们预计后续基地将逐步覆盖 300 个地级市。

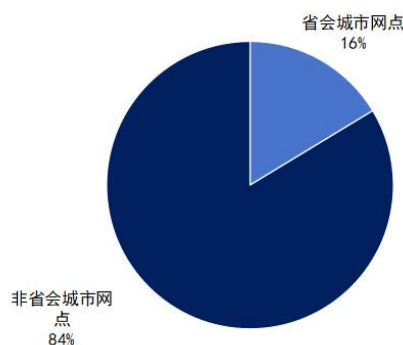
图25：公司网点已覆盖 31 个省市



资料来源：各省市华图官网，国信证券经济研究所整理

注：网点数为我们根据华图各省市数据加总测算，由于官网更新可能滞后、口径差异等原因，可能与年报披露总数有出入，仅供参考

图26：2025 年年底公司约有 84%的网点布局在非省会城市



资料来源：各省市华图官网，国信证券经济研究所整理

注：网点数为我们根据华图各省市数据加总测算，由于官网更新可能滞后、口径差异等原因，可能与年报披露总数有出入，仅供参考

## 科技创新：积极布局 AI 强化产品个性化，与粉笔合作有望发挥双方禀赋

华图推进 AI 布局的核心动因，在于破解公考培训行业“教学质量-成本控制-规模化扩张”的教育不可能三角困境。传统模式下，规模化扩张往往伴随教学质量下滑或成本高企，而 AI 技术成为平衡三者的关键抓手。对于以考编直通车为核心、深耕线下下沉市场的华图而言，其线下千余家网点与基地班的规模化交付场景，通过大班降低成本的模式，一定程度上面临个性化教学供给不足的痛点，布局 AI 正是为了通过技术赋能，在不显著增加成本的前提下提升个性化教学质量，同时强化规模化交付能力，为考编直通车的下沉扩张提供核心支撑。

图27：华图“AI”战略



资料来源：华图教育、国信证券经济研究所整理

与行业 AI 龙头粉笔相比，华图的 AI 布局呈现差异化路径，核心差异源于双方的核心业务基因。粉笔以线上流量与纯线上教学为核心，AI 布局侧重“线上场景全覆盖”，聚焦于线上系统班等，核心目标是提升线上用户的学习效率与转化率，强化线上流量的变现能力；而华图则更多依靠线下基地与网点资源，AI 布局以“线上线下载协同赋能”为核心，更聚焦于与线下交付场景的深度融合，聚焦于提升学习效果和个性化程度。具体来看，华图 AI 技术深度嵌入考编直通车产品，例如通过 AI 学情系统整合线下模考、面授作业与线上学习数据，为线下基地班学员生成个性化学习路径；通过 AI 面试批改辅助线下面试实训，解决线下一对一辅导成本高、覆盖范围有限的问题；通过智能客服承接线下网点与企业微信社群的高频咨询，释放学管师精力聚焦高价值转化环节。此外，根据华图官方公众号消息，华图依托年累计 3000 名师资、300 万小时的教学积淀形成的高质量结构化数据，其 AI 产品更侧重适配线下备考场景的实用性落地，如上线 40 天的 AI 面试点评使用量即突破 100 万。

华图与粉笔 2025 年 12 月签署战略合作框架，预计行业龙头合作下 AI+公考培训有望加速技术与产品迭代，改善竞争环境。华图与粉笔 2025 年 12 月签署的战略合作框架，本质是头部机构从“恶性竞争”转向“生态协同”的标志性事件，将深刻影响公考培训行业的竞争逻辑。双方的合作核心在于资源互补与优势协同，精准弥补各自的业务短板：华图拥有广泛的线下分支机构网络、深厚的线下运营经验与基地班交付能力，而粉笔具备线上流量优势与成熟的 AI 技术研发能力，双方可通过渠道资源共享，实现“华图线下网点+粉笔线上流量”的精准对接，提升获客效率；通过技术合作开发，整合华图的线下教学数据与粉笔的 AI 技术，共同打造适配 OMO 场景的创新课程，破解线上线下协同的技术壁垒；通过股权合作与治理协同，搭建常态化沟通机制，共同倡导行业自律，提升行业进入门槛。此外，双方联合开发创新课程、共享技术研发经验，将推动公考培训行业从“单一机构竞争”转向“生态化竞争”，进一步提升行业集中度。

### 人才绑定：发布员工持股计划，利润分享机制下沉至地市分校

集体所有制核心在于绑定核心团队、将利润分享机制下沉至地市分校。华图教育在《怀来宣言》中提出的“集体所有制”，本质是一套面向核心团队的股权激励与员工持股体系，其核心诉求在于缓解教培行业普遍存在的核心人才流失问题，为考编直通车下沉扩张、跨区域师资调配等战略落地提供组织层面的稳定性支撑。从行业共性来看，公考培训行业竞争力高度依赖名师 IP 与本地化运营团队稳定性，传统薪酬体系下核心人才与机构的“雇佣关系”易因利益分配、职业发展诉求产生流动，特别是在 2021 年行业偶发性事件后这一关系特征进一步被放大，进而影响教学质量一致性与分支机构运营效率，这一问题在下沉市场规模化扩张中更为突出——千余家线下网点运营与考编直通车长周期交付，均需要稳定的团队作为支撑，而股权激励成为绑定核心人才的重要手段。

2025 年 5 月，华图山鼎发布员工持股计划。从华图披露的 2025 年员工持股计划来看。根据公司公告，该员工持股计划参与对象包括董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员及董事会认定的核心骨干，总人数不超过 275 人，资金总额上限 1.25 亿元，对应标的股票规模不超过 272.27 万股，约占公司当前股本总额的 1.94%。从激励范围来看，尽管未明确披露地市分校团队的具体占比，但非董监高而参与到激励计划中的人员合计拟认购股份在总计划占比达 83.42%。核心师资、分校运营团队大概率是本次激励的重点覆盖群体，其核心逻辑在于通过“风险共担、收益共享”的长期绑定，提升基层团队的稳定性与执行力，缓解下沉市场网点运营及长周期交付中的人才波动问题。持股计划存续期 36 个月，锁定期满 12 个月后分两期解锁，每期解锁比例均为 50%，解锁条件与公司层面业绩强绑定，

考核年度为 2025-2026 年：第一期解锁需满足 2025 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润达到 2.56 亿元或 3.20 亿元，对应解锁比例分别为 80%或 100%；第二期解锁需满足 2026 年扣非净利润达到 3.20 亿元或 4.00 亿，解锁比例对应为 80%或 100%。相关股份支付费用将在 2025-2027 年间摊销。根据公司公告测算结果，2025-2027 年将分别摊销 0.54/0.56/0.13 亿元，共计摊销 1.23 亿元。

表 14: 华图山鼎 2025 年 5 月股权激励计划

序号	姓名	职务	拟认购股份数量（万股）	拟认购份额（万份）	拟认购份额占员工持股计划总份额的比例	拟认购份额对应的股份占目前总股本比例
1	吴正杲	董事长	6.82	313	2.50%	0.05%
2	易晓英	董事、总经理	4.27	196	1.57%	0.03%
3	易定友	董事	2.58	118.5	0.95%	0.02%
4	李曼卿	董事	5.54	254.5	2.04%	0.04%
5	郑文照	董事	6.18	283.5	2.27%	0.04%
6	肖德伦	副总经理、董事会秘书	3.72	171	1.37%	0.03%
7	王强	副总经理	1.66	76	0.61%	0.01%
8	张金国	监事会主席	2.15	98.5	0.79%	0.02%
9	陈颖	监事	1.09	50	0.40%	0.01%
10	蔡金龙	监事	3.25	149	1.19%	0.02%
11	刘春雷	职工监事	2.8	128.5	1.03%	0.02%
12	杨峰	职工监事	2.54	116.5	0.93%	0.02%
13	袁根东	职工监事	2.55	117	0.94%	0.02%
小计			45.13	2,072.00	16.58%	0.32%
董事会认为需要激励的其他人员（不超过 262 人）			227.14	10,428.00	83.42%	1.62%
合计			272.27	12,500.00	100.00%	1.94%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 15: 2025 年公司员工持股计划公司层面业绩考核

解锁期	考核年度	考核年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	
		目标值（Am）	触发值（An）
第一个解锁期	2025 年	3.20 亿元	2.56 亿元
第二个解锁期	2026 年	4.00 亿元	3.20 亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，注：若对应年度业绩≥目标值，则公司层面解锁 100%，若目标值>年度业绩≥触发值，则公司层面解锁 80%，若触发值>年度业绩，则公司层面不解锁。



## 财务分析：转型驱动现金流及盈利能力显著改善

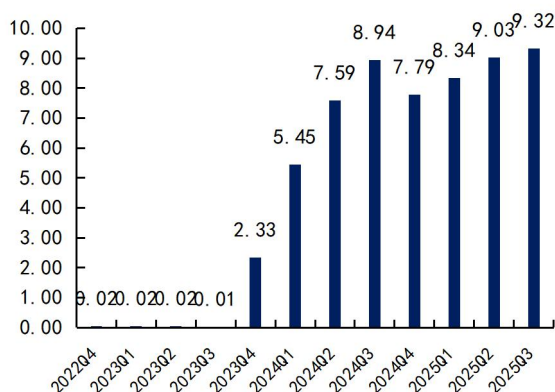
### 偿债能力分析：以良性合同负债为主，转型驱动下预收款支撑现金流强

教培行业因“预收款授课”模式，合同负债本质是学员预缴的学费（未来需通过课程交付转化为收入），无利息压力、无需偿还本金，属于“经营类良性负债”，与银行贷款、债券等有息负债有本质区别。华图山鼎债务结构总体呈现“合同负债主导、无显性有息负债风险”的特征，合同负债（教培行业预收款）的规模与占比持续攀升。但考虑到公司业务结构中仍有一定比重为“协议班”，需关注合同负债的“后续收入转化能力”与“退费率控制”。

#### 1、合同负债规模爆发式增长，反映业务需求旺盛

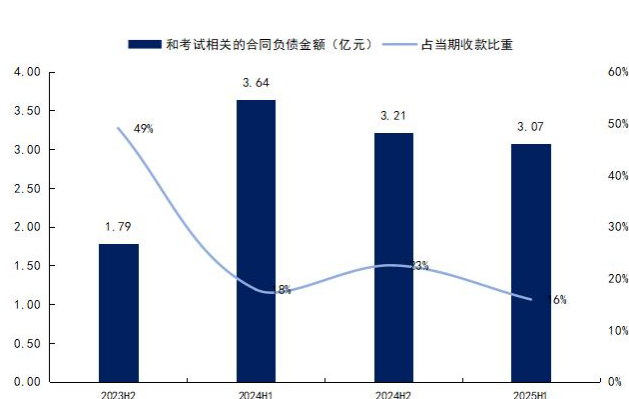
2023 年合同负债爆发式增长，对应公司承接华图教育无形资产授权、正式大规模开展公职招录培训业务，线下网点扩张与课程体系落地带动预收款快速积累。另一方面，聚焦公司与考试相关的合同负债余额（即协议班可退费的上限金额）自 2024 年上半年起正逐步减少，一方面反映公司退费率得到有效控制，另一方面结合公司收入增长反映公司非协议班产品竞争力在稳步提升。

图 28：公司合同负债规模爆发式增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 29：协议班比重预计得到有效控制

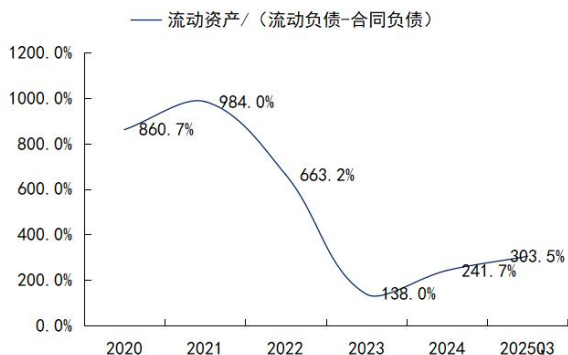


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



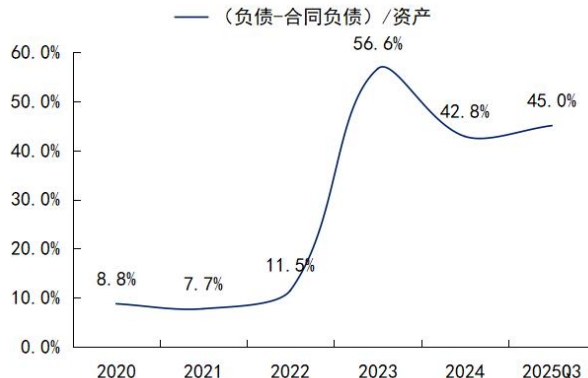
2、剔除合同负债后的资产负债率相对可控。2025Q3 剔除合同负债后的资产负债率略有提升，主要系期内公司新增一笔 2.4 亿元长期借款用以回购。

图30: 剔除合同负债后的流动比率提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图31: 剔除合同负债后的资产负债率相对可控



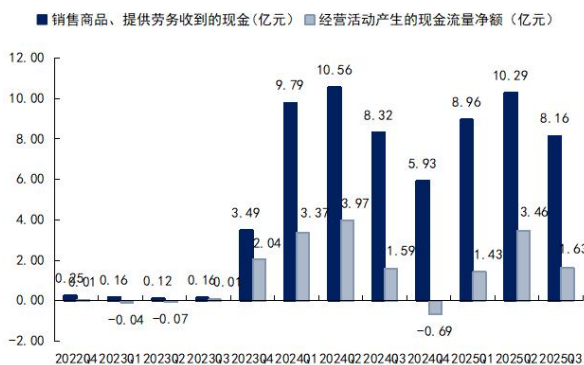
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3、2023Q4 公司承接华图教育非学历职业教育业务后现金流迅速改善

2023Q4 后伴随职业教育业务落地，收款项大幅提升至 3.49 亿元并后续维持 8-10 亿元的高位，经营活动现金流净额也从负转正并稳定在 3 亿元以上，业务转型后学员预收款的大幅流入，现金流健康度显著改善。

现金流季节性上，体现出“上半年收款更集中、下半年相对偏淡”的现象，一定程度上是公考招录节奏与产品结构共同作用的结果，招录量超 20 万的多省联考及多数事业单位笔试、面试均集中在上半年，考生为备战这一核心窗口会提前在 Q1 报名；叠加公司核心产品“考编直通车”是覆盖 1-2 年所有考试的长周期产品，考试前短期报名考生占比减少，而是提前复习、付费锁定服务，进一步放大了上半年的收款峰值，打破了传统短期冲刺班的报名节奏。

图32: 公司历年收款及经营活动净现金流



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图33: 公司历年账上货币资金余额



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利能力分析：盈利能力改善，轻资产教培模式

2022Q4-2023Q3 转型前，公司毛利率与归母净利率在低位剧烈波动，源于传统建筑设计业务的周期性。2023Q3-2024Q1 转型初期，毛利率跃升至 56%-61%、归母净利率在 2024Q1 冲高至 40%，受益于高毛利职教业务占比陡增，承接华图教育资产后，职教业务迅速成为收入主体推高毛利。

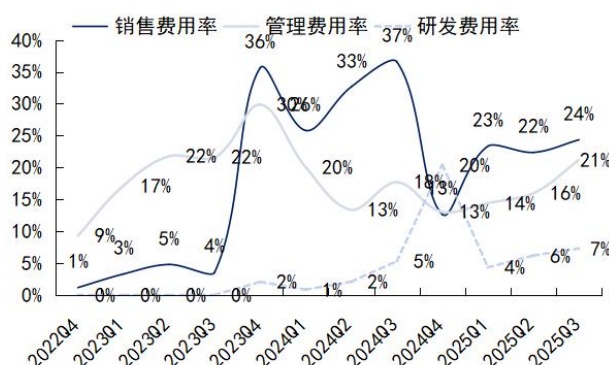
进入 2024Q1-2025Q3 的扩张期后，毛利率维持 57%-59% 的高位，但归母净利率回落至 5%-15% 区间波动。但具体来看，2024Q4 后净利率趋稳、销售费用率显著回落至 23%-24%，后续随着规模效应释放，净利率的稳定性有望进一步增强。根据华图教育港股招股说明书，2017 年归母净利率曾达 17.9%，仍有充分修复空间。

图 34：公司逐季毛利率及归母净利率



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

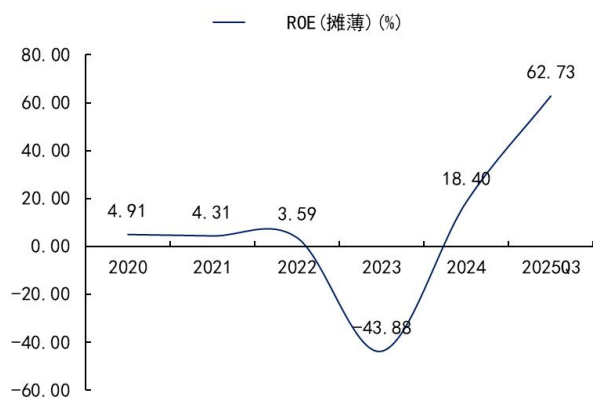
图 35：公司逐季期间费用率



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

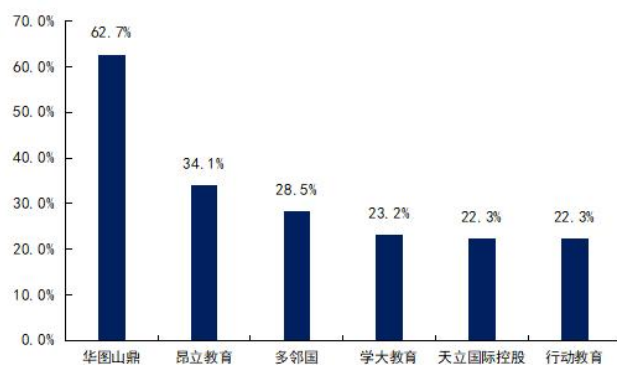
另一方面，华图山鼎 ROE 近三年显著提升，截至最新 2025 年第三季度末，ROE 达 62.7%，显著高于同行（如中公教育 2025 年第三季度末 ROE 为 11.27%，粉笔 2025H1ROE 为 16.95%，其他教培龙头如新东方-S 同期仅 6.09%、学大教育同期为 23.18%）。我们分析公司 ROE 显著高于同行的核心原因：1）教培模式轻资产培训模式，场地以租赁使用权资产为主，表内固定资产体量相对较小；2）公司上市时主要转让无形资产。轻资产模式下无需大规模资本开支，公司现金流更充裕，可聚焦核心业务扩张，在行业需求增长长期快速抢占市场份额；此外，固定资产及无形资产体量较小，在行业波动期的抗风险能力优于重资产同行；同时高 ROE 有望转化为更强劲的自由现金流。

图36: 转型后华图山鼎 ROE 显著改善



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图37: 华图山鼎 ROE (摊薄) 显著高于同行同期数据 (2025Q3)



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们此次维持此前对华图山鼎的 2025-2026 年的盈利预测，并上调 2027 年的盈利预测：

预计公司 2025-2027 年分别取得营业收入 33.71 亿/39.58 亿/46.76 亿元（前次对应盈利预测为：33.44 亿/39.47 亿/45.86 亿）；预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 3.5/4.3/5.6 亿元（前次对应盈利预测为 3.5/4.3/5.1 亿元）。此轮上调主要基于以下假设：

**1、收入端：行业持续扩容，基地班建设带动单网点培训人数提升，一次结转率提升驱动实收客单价提升**

**公考招录报考人数预计将维持高位，带动笔试备考培训市场扩容。**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，中期看公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。

**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。

**公司推出考编直通车大单品，加速下沉市场建设，预计单个网点培训人数将上升。**我们预计公司在 2025-2027 年间将持续推进考编直通车及下沉市场网点扩容（改造小网点为基地）。目前公司网点已覆盖全国 300 多个地市和 600 多个县区，共计辐射超过 1000 家网点，我们预计未来 4 年间线下基地将逐步覆盖 300 个地市。一定程度上将挤占公司旧网点，但考虑到线下基地覆盖人数更高，总体来看单个网点平均人数将提升。并预计伴随后续经验积累，基地建设有望提速。

表 16：新建基地预计拉动培训人数增长

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>-以人头计(直通车口径)</b>					
培训人数(万)	17	20	23	25	28
YoY		20%	13%	12%	9%
基地培训人数(万)		2	4	7	11
基地数	0	70	140	210	300
基地平均人数		300	318	343	360
网点培训人数(万)	17	18	18	18	17
网点数	1000	930	860	790	700
网点平均学生人数	167	192	212	229	240

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所假设与测算

**一次结转率走高，实收客单价提升。**此前公司所覆盖的学员人数中有部分为协议班人数，退费后实际收入低于流水，导致平均客单价要低于课程销售单价。但后续伴随协议班占比走低、一次结转率走高，预计实收客单价将逐步回归课程销售单价。

综上，我们预计公司 2025-2027 年分别取得营业收入 33.71 亿/39.58 亿/46.76

亿元，对应增速为 19.0%/17.4%/18.1%。

## 2、成本端：“考编直通车”提高人效，毛利率迅速优化

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。我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 54.7%/54.8%/55.3%。

## 3、费用端：“考编直通车”提高地面销售团队人效，销售费用率下行

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%/32.7%/36.6%/12.7%。但今年二季度、三季度公司销售费率控制良好，单季度销售费用率分别为 22.4%/24.4%，我们分析主要受益于华图山鼎品牌优势和考编直通车优化地面销售团队人效。我们预计伴随后考编直通车模式铺开，公司 2025-2027 年销售费用率为 21.0%/20.7%/20.0%。

综上我们上调了华图山鼎 2025-2027 年的盈利预测。

## 未来 3 年业绩预测

表17：未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2833	3371	3958	4675
营业成本	1318	1527	1789	2090
销售费用	762	708	819	935
管理费用（不含无形资产摊销）	450	539	633	748
财务费用	25	(5)	(11)	(19)
营业利润	82	412	515	665
归属于母公司净利润	53	346	432	559
EPS	0.38	1.76	2.2	2.85
ROE	18.4%	75.1%	63.9%	58.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测情景分析

表18：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>				
营业收入(百万元)	2,833	3,381	4,207	5,325
(+/-%)	1046.3%	19.3%	24.4%	26.6%
归母净利润(百万元)	53	477	621	839
(+/-%)	-157.6%	800.7%	30.0%	35.2%
摊薄 EPS	0.38	2.42	3.16	4.26
<b>中性预测</b>				
营业收入(百万元)	2,833	3,371	3,958	4,675
(+/-%)	1046.3%	19.0%	17.4%	18.1%
归母净利润(百万元)	53	346	432	559
(+/-%)	-157.6%	553.6%	25.0%	29.4%



摊薄 EPS (元)	0.38	1.76	2.20	2.85
悲观预测				
营业收入(百万元)	2,833	3,381	3,887	4,441
(+/-%)	1046.3%	19.3%	15.0%	14.3%
归母净利润(百万元)	53	220	279	366
(+/-%)	-157.6%	314.4%	26.9%	31.4%
摊薄 EPS	0.38	1.11	1.42	1.86
总股本(百万股)	197	197	197	197

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值：85–90 元**

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 19：公司盈利预测假设条件（%）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	19.00%	17.40%	18.13%	17.00%	13.00%	10.00%	9.00%	8.00%	7.00%
营业成本/营业收入	45.30%	45.20%	44.70%	44.60%	44.50%	44.40%	44.30%	44.20%	44.10%
管理费用/营业收入	16.00%	16.00%	16.00%	15.70%	15.50%	15.40%	15.30%	15.20%	15.00%
销售费用/销售收入	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
营业税及附加/营业收入	21.00%	20.70%	20.00%	19.00%	18.70%	18.20%	17.70%	17.20%	17.00%
所得税税率	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
股利分配比率	19.00%	17.40%	18.13%	17.00%	13.00%	10.00%	9.00%	8.00%	7.00%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表 20：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	16.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.94
公司股价	76.41	Ke	8.60%
发行在外股数	197	E/(D+E)	98.86%
股票市值(E)	15028	D/(D+E)	1.14%
债务总额(D)	174	WACC	8.56%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	3.0%

资料来源:Wind 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 85–90 元。

表 21：华图山鼎 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	389.3	472.9	614.8	795.9	936.4
所得税税率	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
EBIT*(1-所得税税率)	327.1	397.3	516.4	668.5	786.6
折旧与摊销	10.7	15.9	22.4	29.0	34.4
营运资金的净变动	151.6	143.6	158.6	164.0	155.3
资本性投资	(86.3)	(103.4)	(123.9)	(72.0)	(72.0)
FCFF	403.0	453.4	573.6	789.5	904.3
PV(FCFF)	371.2	384.6	448.2	568.2	599.4
核心企业价值	17,407.3				
减：净债务	(318.1)				
股票价值	17,725.5				
每股价值	89.98				

资料来源:国信证券经济研究所预测

**相对估值：83–90 元**

非学历职业培训赛道中，华图山鼎的可比公司可分为两类，其中中公教育（002607.SZ）同为 A 股上市公司，且同样聚焦线下业务，是最核心可比标的，粉笔（02469.HK）为招录培训领域同类竞争者，港股上市标的，线上化基因突出，积极推动 AI 教育业务发展。中国东方教育（00667.HK）因业务相对较重，且培

训周期更长等差异，可比性较低。

中公教育作为传统公考培训龙头，核心业务聚焦公务员、事业单位等招录培训，与华图山鼎共同作为最为领先的线下公考培训龙头。中公教育截至 2025 年 6 月 30 日，公司在全国拥有 695 个直营分支机构，深度覆盖 300 多个地级市及 1500 多家大专院校，教研体系与积淀深厚。但近年仍处协议班后的持续调整阶段，面临营收下滑的压力，2024 年实现营收 26.27 亿元，同比下滑 14.89%。

华图山鼎转型后聚焦于公考招录培训，凭借“考编直通车”大单品与 1000 余家线下网点（同样覆盖 300 多个地级市，其中 84%布局非省会城市）的下沉优势，实现营收、业绩快速增长。2024 年营收 28.33 亿元，以收入计，市占率已暂时领先于中公教育。

粉笔初期以线上业务为核心，具备较强的线上基因。其免费题库粉笔 APP 实现客群的广泛覆盖，2025 年 6 月 MAU 已达 930 万；在转化阶段，线上线下结合的小班课程是收入占比最高的产品之一，2024 年实现营收 16.9 亿元，占总收入的约 60%。积极推进 AI，2025 年 4 月，粉笔基于自研 AI 模型推出行业首个创新 AI 大班课 AI 公考刷题系统班，定价 399 元，销售情况良好，预计全年有望突破 20 万单。粉笔在 AI 公考刷题系统班的基础上进一步优化，产品现已覆盖事业单位刷题班、面试班等等。

中国东方教育则专注职业技能培训（如烹饪、汽修等），与招录培训赛道的业务模式（以自建区域中心为主，商业模式较重）、客户群体（成人客户占比低）差异显著，仅在非学历教育行业属性上具备一定参考性，核心经营指标与竞争逻辑均不构成直接可比。

表22：公考赛道龙头经营情况对比

	最新市值 (亿元人民币)	2025 年中期营收 /YOY	2025 年中期业绩 /YOY	2024 年末教师 人数	2024 年末线上 业务占比	2024 年末线 下网点数
华图山鼎	150	17.2/+14.5%	2.13/+75.1%	3190	93.64%	1000+
中公教育	168	11.6/-20.2%	0.62/-46.7%	3324	60.32%	695
粉笔	44	14.9/-8.5%	2.3/-18.4%	3026	60.4%8	-

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表23：可比公司估值表

代码	公司简称	昨收盘	总市值	EPS				PE			PEG		ROE	评级
		元	亿元	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2024A	
300492.SZ	华图山鼎	75.71	148.91	0.38	1.76	2.20	2.84	199.24	43.02	34.41	26.56	1.59	18.40%	优于大市
002607.SZ	中公教育	2.70	166.52	0.03	-	-	-	90.00	-	-	-	-	25.36%	暂无评级
2469.HK	粉笔	1.98	49.21	0.11	0.11	0.14	0.18	18.00	18.00	14.14	11.00	0.65	18.23%	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测；注：以上货币单位均为人民币，除华图山鼎外 EPS 为 wind 一致预测。

**聚焦对比分析中公教育、华图山鼎及粉笔的经营情况及估值：**以 2025 年中期数据，头部公考公司收入体量，华图山鼎>中公教育>粉笔，业绩体量，粉笔>华图山鼎>中公教育。从最新收盘市值来看，中公教育>华图山鼎>粉笔，其中粉笔 2024、2025E 市盈率显著低于另外两家上市公司，我们分析一定程度上是由于粉笔市值相对较小，作为小市值港股存在显著的流动性折价。中公教育目前暂未

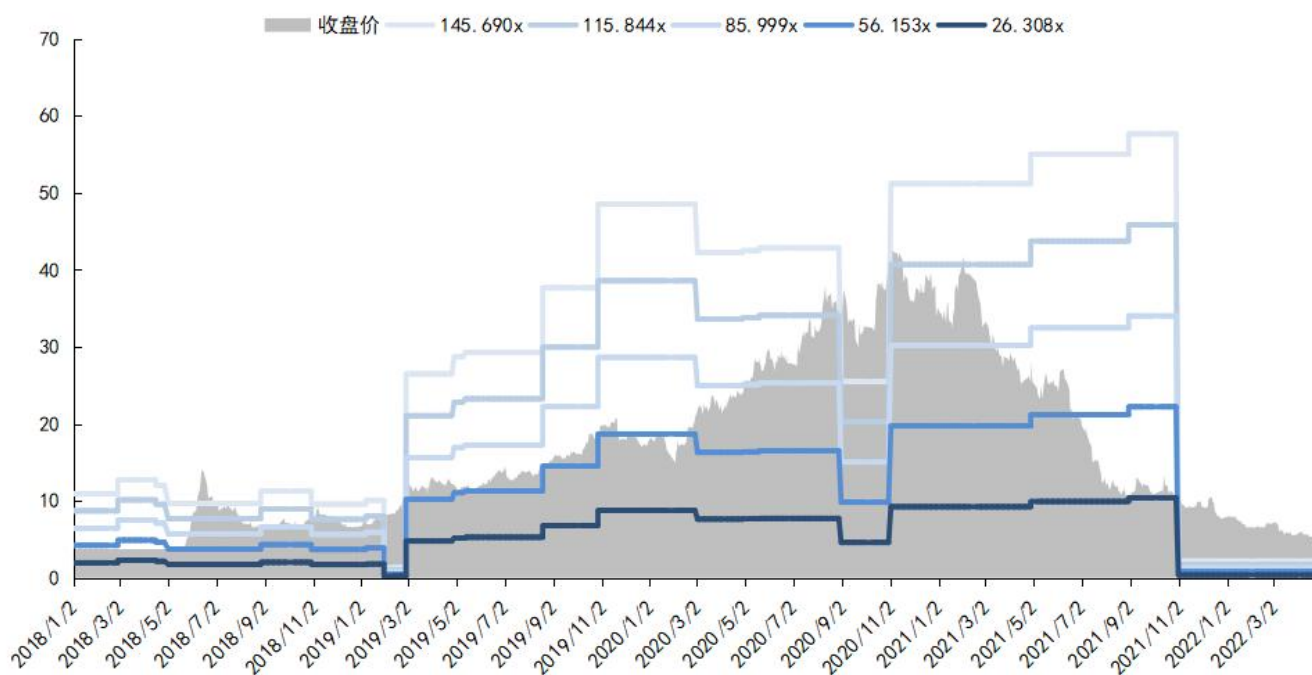
更新 Wind 一致预测，目前公司仍处在调整阶段，市盈率参考意义相对有限。

考虑到多方面因素共同作用下，可比公司的估值差异度较大，单纯从可比公司的估值进行比对以确认华图山鼎相对估值，意义有限。我们将目光移至 2018 年至 2020 年间的中公教育。2018-2020 年的中公教育，是公考赛道格局集中背景下的龙头，彼时行业从分散走向集中，中公教育凭借协议班模式快速抢占市场份额，且作为唯一一个上市的公考标的，稀缺性突显。

中公教育彼时业绩高增，结合稀缺性，市场给予较高的静态市盈率。彼时中公教育加速网点下沉（2018-2020 年网点数从 701 家增至 1660 家），以协议班为矛，通过渠道渗透打开增长空间。上市后连续 3 年超额完成业绩对赌（对赌条件扣非业绩不低于 9.3/13.0/16.5 亿元，对应增速-39%/27%），2018-2020 年分别实现扣非业绩 11.1/17.0/18.7 亿元，对应增速分别为 124.79%/52.79%/9.82%。具体看下图，2019 年年内中公教育静态市盈率中枢略高于 56.15x，2020 年中期估值中枢已抬升至 115.84x 以上，在此背景下市场给予公司较高的静态市盈率。

VS 中公教育，考虑到华图山鼎目前所处的行业经营环境“公考热持续，后协议班时代格局重塑”环境类似。同时华图山鼎 2025 年发布员工持股计划，其中 2025/2026 年的 100%解锁条件为扣非后的归母净利润为 3.2 亿元/4.0 亿元，对应增速为 1233%/25%。因此我们给予华图 2026 年动态市盈率区间在 39-41x，对应股价为 85.7-90.1 元人民币，对应市值为 168.9-177.5 亿元人民币，较目前仍有 13%-19%上涨空间。

图38：中公教育 2018.1-2022.3 股价复盘



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议

基于上述对行业及公司现有业务的分析，我们预测公司 2025-27 年归母净利润为

3.5/4.3/5.6 亿元（此前为 3.5/4.3/5.1 亿元）。综合考虑员工持股计划明确业绩目标、公考热下考培标的稀缺性与龙头溢价、以及公司正处在“考编直通车”推广与生态合作改善竞争环境的起点，再结合绝对估值及相对估值，我们给予公司 2026 年 39-41xPE，对应目标价 85.7-90.1 元，较当前 13%-19% 上涨空间，维持“优于大市”评级。



## 风险提示

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 85-90 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们对比了招录行业的另外两家上市公司，中公教育和粉笔，其中中公教育暂无最新盈利预测，粉笔于港股上市，目前来看估值受港股中小市值公司的流动性折价影响，均不直接可比。因此我们回顾了中公教育此前 2018-2020 年高速成长期市场所给予的静态市盈率估值，并以此给予华图山鼎 2026 年动态市盈率 39-41x。但彼时与目前的资本市场环境可能风格存在差异，进而导致相对估值法得出的估值参考意义较弱。

## 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 19%/17%/18%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 54.7%/54.8%/55.3%。可能低估新建基地爬坡周期，存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司将在 2025-2027 年年均新增 70 家基地，若实际建设进度不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受考研直通车的价格影响较大，我们预计未来 3 年公司主要产品的价格为 1.59/1.71/1.81 万元，若由于消费力低迷或市场竞争加剧，从而导致公司产品价格下滑，存在高估未来 3 年业绩的风险。

## 经营风险

- ◆ 行业竞争加剧的风险：公司核心业务聚焦公考招录培训，当前行业格局处于重塑阶段，中公教育等传统龙头仍在调整，粉笔等线上基因较强的机构加速 AI 产品布局。若公司未能持续强化“考编直通车”产品竞争力，或无法依托线下网点优势巩固下沉市场份额，面对行业内产品创新、价格竞争等冲击，可能出现市场份额下滑、盈利能力承压的风险。同时，二三线培训机构加速扩张、跨界机构切入职教赛道，也可能进一步加剧行业竞争不确定性。
- ◆ 核心产品推广不及预期的风险：公司核心增长产品“考编直通车”依赖“集中授课+下沉市场”模式，若该模式的教学效果未达学员预期，或市场同类竞品

推出更具性价比的产品，可能导致产品认可度下降、招生不及预期。此外，下沉市场学员分布分散，若网点扩张节奏与生源匹配度不足，将影响产品规模化推广，对公司增长目标实现产生不利影响。

### 财务风险

- ◆ 预收款项及退费风险：公司业务存在大量预收学费。若未来行业竞争加剧或学员对教学效果不满，可能出现退费比例上升的情况，导致营收确认延迟或现金流压力。尽管公司采用“低价实收”模式，但大规模退费仍可能对资金流动性产生不利影响。
- ◆ 线下扩张相关财务压力风险：网点租赁、装修及运营成本较高。若下沉市场招生未达预期，固定成本无法有效摊薄，将导致单店盈利不及预期。同时，持续的网点扩张需要大量资金投入，可能加剧公司现金流紧张的风险。

### 技术风险

- ◆ AI 教育技术落地不及预期的风险：公司与粉笔战略合作研发 AI 教育技术，若研发过程中出现技术瓶颈，或推出的 AI 产品（如刷题系统、个性化课程）未能有效提升教学效率与学员通过率，将导致技术投入无法转化为竞争优势。同时，行业内机构均在加速 AI 布局，若公司技术研发进度滞后，可能面临技术被赶超的风险。
- ◆ 核心教研与师资流失风险：公考培训行业竞争的核心是教研能力与优质师资，公司核心竞争力依赖专业的教研团队与授课师资。随着行业对优质教育人才的争夺加剧，若公司无法在薪酬待遇、职业发展等方面维持竞争力，可能导致核心教研人员、骨干教师流失，进而影响课程质量与品牌口碑。
- ◆ 核心教学资料盗版风险：公司经过长期积累形成的教研体系、课程讲义、备考资料等是核心竞争资源。若因人员流动、内部管理疏漏等导致核心教学资料泄露，可能被竞争对手模仿，削弱公司产品差异化优势，对市场竞争力产生不利影响。

### 政策风险

- ◆ 教育行业监管政策变动风险：公司所处非学历职业培训行业受政策监管影响相对较小，但若未来相关部门出台更严格的监管政策，如规范收费模式、限制广告投放、强化教学质量监管等，将增加公司合规成本。同时，若针对职教行业的税收优惠、补贴政策调整，可能对公司盈利能力产生直接影响。
- ◆ 公职考试相关政策调整风险：除招录政策外，若相关部门对公职考试培训行业出台专项监管措施，如规范培训时长、限制培训收费、要求机构备案等，将改变行业经营环境。此外，地方教育部门对线下培训场地的消防、安全等要求提高，也将增加公司网点运营的合规压力。
- ◆ 公考招录政策变动风险：公司业务与公务员、事业单位等招录政策高度相关，若未来相关部门调整招录规模、考试内容或报考条件，可能直接影响培训需求总量。同时，各地公职考试时间安排若因突发事件（如疫情）出现波动，将打乱教学计划，影响课程交付与营收确认节奏。

### 内控风险

- ◆ 实际控制人控制权不稳定风险：公司实际控制人易定宏通过华图宏阳间接控制公司，其持有的华图宏阳股份累计质押比例达 97.8%、司法冻结比例 100%，存

在股权纠纷风险。若上述股权问题未能妥善解决，可能导致公司控制权发生变动，影响经营决策的稳定性与连续性。

- ◆ 战略合作协同不及预期风险：公司与粉笔的战略合作涉及引流、AI 研发等多个领域，若双方在资源整合、技术协同、利益分配等方面出现分歧，或合作推进进度滞后，将导致合作无法达到预期效果，无法有效借助粉笔的线上流量与 AI 技术优势提升竞争力。

### 其它风险

股东减持风险：若公司股东（尤其是控股股东、董监高及其一致行动人）未来实施减持计划，或通过大宗交易、集中竞价等方式大规模抛售股份，可能导致公司股价出现较大波动，影响市场信心。

舆情风险：若华图宏阳原股东后续相关合理诉求沟通与解决进度不及预期，可能引发进一步的纠纷或舆论发酵，对公司经营及股价造成不确定性影响。

## 附表：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	622	866	1172	营业收入	247	2833	3371	3958	4675
应收款项	232	301	358	420	496	营业成本	194	1318	1527	1789	2090
存货净额	0	24	28	32	38	营业税金及附加	1	5	5	6	7
其他流动资产	19	68	20	23	28	销售费用	74	762	708	819	935
<b>流动资产合计</b>	<b>512</b>	<b>1153</b>	<b>1400</b>	<b>1715</b>	<b>2107</b>	管理费用	69	450	539	633	748
固定资产	42	77	162	270	392	研发费用	4	199	202	237	281
无形资产及其他	0	0	1	2	3	财务费用	6	25	(5)	(11)	(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
<b>资产总计</b>	<b>1021</b>	<b>1867</b>	<b>2200</b>	<b>2624</b>	<b>3140</b>	其他收入	(15)	(202)	(202)	(237)	(281)
短期借款及交易性金融负债	161	174	174	174	174	营业利润	(110)	82	412	515	665
应付款项	68	55	112	131	153	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	375	1027	1130	1318	1533	<b>利润总额</b>	<b>(110)</b>	<b>80</b>	<b>412</b>	<b>515</b>	<b>665</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>604</b>	<b>1256</b>	<b>1416</b>	<b>1624</b>	<b>1860</b>	所得税费用	(18)	27	66	82	106
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	323	323	323	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(92)</b>	<b>53</b>	<b>346</b>	<b>432</b>	<b>559</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>208</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>811</b>	<b>1579</b>	<b>1739</b>	<b>1946</b>	<b>2183</b>	净利润	(92)	53	346	432	559
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	(8)	5	6	8
股东权益	210	288	461	677	957	折旧摊销	3	15	11	16	22
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1021</b>	<b>1867</b>	<b>2200</b>	<b>2624</b>	<b>3140</b>	公允价值变动损失	1	0	(15)	(28)	(30)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	6	25	(5)	(11)	(18)
每股收益	(0.65)	0.38	1.76	2.20	2.84	营运资本变动	78	436	152	144	159
每股红利	0.02	0.00	0.88	1.10	1.42	其它	(5)	8	(5)	(6)	(8)
每股净资产	1.49	2.05	2.34	3.44	4.86	<b>经营活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>505</b>	<b>494</b>	<b>564</b>	<b>710</b>
ROIC	-31.59%	25.01%	288%	322%	541%	资本开支	0	(41)	(86)	(103)	(124)
ROE	-43.88%	18.40%	75%	64%	58%	其它投资现金流	10	(308)	0	0	0
毛利率	21%	53%	55%	55%	55%	<b>投资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>(350)</b>	<b>(86)</b>	<b>(103)</b>	<b>(124)</b>
EBIT Margin	-39%	4%	12%	12%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-37%	4%	12%	12%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	131%	1046%	19%	17%	18%	支付股利、利息	(3)	0	(173)	(216)	(279)
净利润增长率	-941%	-158%	553%	25%	29%	其它融资现金流	152	37	(0)	0	0
资产负债率	79%	85%	79%	74%	70%	<b>融资活动现金流</b>	<b>146</b>	<b>37</b>	<b>(173)</b>	<b>(216)</b>	<b>(279)</b>
股息率	0.0%	0.0%	1.6%	2.0%	2.6%	<b>现金净变动</b>	<b>147</b>	<b>192</b>	<b>234</b>	<b>244</b>	<b>307</b>
P/E	(116.7)	202.6	43.5	34.8	26.9	货币资金的期初余额	49	196	388	622	866
P/B	51.2	37.3	32.6	22.2	15.7	货币资金的期末余额	196	388	622	866	1172
EV/EBITDA	(125.4)	108.0	42.0	34.7	27.0	企业自由现金流	0	476	403	453	574
						权益自由现金流	0	513	407	462	588

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