

2026年01月27日

基地班+直通车双轮驱动

华图山鼎(300492)

投资建议

迎合考公培训市场返乡化、多科化趋势，公司在基地班基础上推出打破考试界限、依据学科类型的直通车班型、同时依托租金优势、规模效应优势盈利能力更强，我们预计截至26Q1直通车基地班达到70多家，未来3年有望达到320家左右、对应利润10亿元左右。预计2025-2027年公司营业总收入分别为33.13/39.4/46.76亿元，同比增长17%/19%/19%；归母净利润分别为3.24/4.0/5.96亿元，同比增长512%/23%/49%，对应2025-2027年EPS为1.65/2.03/3.03元，26年1月27日公司收盘价85.92元对应PE为52/42/28X。首次覆盖，给予“买入”评级。

历史回顾：25H教育业务净利率恢复至12%

公司为中国招录考试培训龙头之一，2014年于新三板上市后于2018年退市，2019年华图教育通过其全资子公司以总价约7.5亿元人民币收购山鼎设计30%股权、2021年提升至约51%，23年10月将教育业务无形资产无偿赠予上市公司，24年为完整注入元年。截至2024年12月31日，公司培训学员超过33万人次，辐射超过1000家学习网点。25H教育业务实现利润2.2亿元，净利率12%。

行业：26年国考报名人数增长12%，预计27年招考行业市场规模约500亿，华图培训收入最高

22-25年行业经历了教师招聘下滑及26年国考招录下滑，但报名人数仍在稳健增长。我们判断，伴随报考人数持续提升、参培率及付费价格稳定，预计2027年招考培训市场规模为493亿元，25-27年市场规模CAGR为1.54%、量/价CAGR分别为1.51%/0.03%，预计公务员/事业单位/教师规模分别CAGR为7.64%/0.16%/-1.43%至190/279/24亿元。

竞争格局及公司优势：研发能力强+优质师资力量+高通过打造好口碑

相较同业，公司优势在于：1) 研发团队能力强劲，推出考编直通车和书院培优产品，将AI技术融入到教学中，提升师资授课效果。2) 甄选高质量教师团队，制定严格教师成长标准。3) 高通过率奠定好口碑，合同负债逐季提升，收入确定性强。

风险提示：教育政策变化的潜在风险；招生人数和学费提价不达预期风险；市场竞争激烈及新进入者威胁风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	247	2,833	3,313	3,940	4,676
YoY(%)	131.3%	1046.3%	16.9%	18.9%	18.7%
归母净利润(百万元)	-92	53	324	400	596
YoY(%)	-939.0%	157.6%	511.9%	23.4%	48.8%
毛利率(%)	21.5%	53.5%	54.0%	54.5%	55.5%
每股收益(元)	-0.65	0.38	1.65	2.03	3.03
ROE	-43.9%	18.4%	127.8%	61.2%	47.7%
市盈率	-119.98	205.24	52.11	42.22	28.37

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	85.92
股票代码：	300492
52周最高价/最低价：	101.86/58.0
总市值(亿)	168.99
自由流通市值(亿)	168.99
自由流通股数(百万)	196.68



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hxl68.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hxl68.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

正文目录

1. 公司概况：国内公考培训龙头，23年以来教育业务持续注入.....	4
1.1. 历史回顾：24年为教育业务完整注入上市公司元年，25年推出直通车班型.....	4
1.2. 股权结构：通过转让及要约收购，华图投资成为上市公司控股股东，股权激励提振市场信心.....	8
1.3 资本市场表现：教育业务预期 30-40XPE.....	10
2. 职考行业：26年国考招录人数下降，预计27年招考行业市场规模接近500亿，华图培训收入最高.....	11
2.1. 空间：27年招考行业有望突破500亿市场规模.....	11
2.2. 竞争格局：华图、粉笔抢占市场份额.....	14
3. 竞争优势：研发能力强+优质师资力量+高通过打造好口碑.....	19
3.1. 研发能力强，推出考编直通车和书院培优产品.....	19
3.2. 严格甄选高质量教师团队.....	20
3.3. 高通过率奠定好口碑，合同负债逐季提升.....	21
4. 成长驱动：基地班+直通车班型提供新增量，利润率存在提升空间.....	22
4.1. 利润率仍有提升空间.....	22
4.2. 基地班爬坡带动利润率提升.....	24
5. 盈利预测和投资建议.....	24
5.1. 盈利预测.....	24
5.2. 投资建议.....	26
6. 风险提示.....	26

图表目录

图1 公司历年收入（百万元）及增速.....	5
图2 公司历年归母净利（百万元）及增速.....	5
图3 分业务收入（百万元）及增速.....	5
图4 分业务收入占比（2024）.....	5
图5 公司不同培训内容收入（千元）.....	6
图6 公司分业务毛利率.....	6
图7 公司培训人次（千人）.....	6
图8 公司培训平均单价（元）.....	6
图9 公司毛利率、净利率.....	6
图10 公司费用率.....	6
图11 上市至今股价走势（前复权）.....	10
图12 PE BANDS.....	11
图13 国考招录人数整体平稳、19年大幅下降后开始逐年提升.....	12
图14 国考报考人数整体平稳、21—25年大幅增加.....	12
图15 粉笔、华图、中公收入及增速（亿元，%）.....	15
图16 粉笔、华图、中公毛利率对比.....	15
图17 粉笔成本结构（亿元）.....	15
图18 中公成本结构（亿元）.....	15
图19 华图山鼎成本结构（百万元）.....	15
图20 中公、华图、粉笔销售人均薪酬（万元）.....	15
图21 中公、华图、粉笔管理人均薪酬（万元）.....	16
图22 中公、华图、粉笔研发人均薪酬（万元）.....	16
图23 粉笔（2022）、中公（2024）、华图（2024）员工结构分布（%）.....	16
图24 华图 VS 中公运营中心级单机构年营收（2024）.....	16
图25 粉笔 VS 中公运营中心及单机构年营收（2019-2022）（万元）.....	16
图26 公司与同业研发费用率对比（%）.....	20
图27 华图山鼎、中公和粉笔教师人数（2020-2024）.....	21

表 1 发展历程 7

表 2 公司十大股东 8

表 3 公司管理层介绍 9

表 4 招考培训市场规模（分赛道）-2025E 12

表 5 招考培训市场规模（分赛道）-2027E 13

表 6 同业公司经营数据对比，单位：%（2025H1） 17

表 7 招考领域参与者对比 18

表 8 公司国家公务员考试【湖南】新大纲培优国省集训营培训课程体系及收费安排 19

表 9 公司基地班 23

表 10 华图基地班单校模型预测 24

表 11 收入拆分 25

1.公司概况：国内公考培训龙头，23 年以来教育业务持续注入

1.1.历史回顾：24 年为教育业务完整注入上市公司元年，25 年推出直通车班型

华图教育于 2003 年成立，为中国招录考试培训龙头之一。公司 2014 年于新三板上市后于 2018 年退市，2019 年华图教育通过其全资子公司以总价约 7.5 亿元人民币收购山鼎设计 30% 股权，2021 年持股比例提升至约 51%，2023 年上市公司正式进入非学历职业教育领域，上市公司全资子公司华图教育与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，后者将其商标、课件、域名、网络系统等教育相关无形资产授权给上市公司，2024 年为非学历职业培训业务完整注入的第一年。

目前公司主要业务包括：国家及地方公务员招录考试培训、事业单位招聘考试培训、医疗卫生系统及教育系统的招录考试培训及其相应的资格证考试培训等成人非学历培训业务，截至 2024 年 12 月 31 日，公司培训学员超过 33 万人次、人均学费为 7484 元，辐射超过 1000 家学习网点。2024 年公司收入/归母净利/扣非净利分别为 28.3/0.53/0.24 亿元，同比增长 1046.3%/157.6%/123.1%，收入利润高增主要由于教育培训业务的注入；其中面授/在线培训/其他教育业务/住宅设计 24.7/1.67/1.57/0.41 亿元，收入分别占比 87%/6%/6%/1%。

2025H1 公司收入/归母净利为 17.24/2.13 亿元，同比增长 14.5%/75.1%，其中面授/在线培训/住宅设计 16.1/0.92/0.14 亿元，同比增长 29.0%/23.4%/-23.5%，培训学员超过 27 万人次，同比增长 42%，人均学费为 0.59 万元，同比下降 9%。历史来看，上半年为公司旺季、利润占比在 70%左右。

回顾公司收入历史，2013-2024 年公司收入/归母净利 CAGR 分别为 10%/-4.0%（剔除设计公司亏损），面授/在线培训收入 CAGR 分别为 10.9%/12.5%，其中 2016 年收入增长 41%，主要由于低基数，即从行业角度看，15 年由于岗位设置更加明确、盲目报考情况减少以及诚信报考力度加大导致国考报名人数下滑 15%至 129 万人，16 年提升 8%至 139 万人。净利增速为负主要由于 24 年设计业务亏损 0.24 亿元、销售费用、管理费用率提升、信用减值影响导致利润率仅为 1.9%，24 年华图教育业务子公司净利润为 0.77 亿元，净利率为 2.7%，25H 教育子公司净利为 2.22 亿元、利润率提升至 12.3%。

量价拆分来看，（1）量方面，2015-2017 年公司公务员正式课程/公务员讲座课程/事业单位正式课程/事业单位讲座课程/教师正式课程/教师讲座课程/其他招生人次 CAGR 分别为 13.6%/9.4%/31.6%/37.2%/78.0%/53.3%/29.1%，2017/2024 年学生人次为 54.5/33 万人次，我们分析有所下滑主要由于之前包含不过全退等协议班人数。（2）价方面，2017 年公务员/事业单位/教师招录/线上培训平均学费为 4565/2929/1988/98 元，2024 年人均学费为 7500 元，收入增长主要来自人均学费提升。

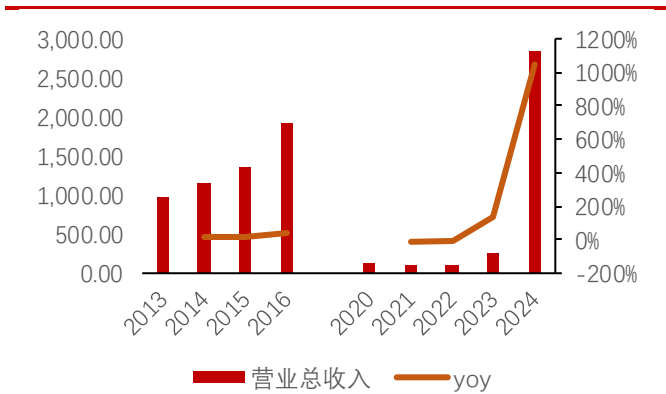
回顾利润端：1) 15-16 年公司归母净利增速较快，增速快于收入主要由于毛利率由 56%提升至 61%。2) 教育业务注入后，24 年毛利率为 53.5%，净利率仅为 1.9%，25H 毛利率提升至 59%，净利率为 12.3%。

教育业务毛利率在 53%-62%区间波动，除 24 年外净利率在 9%~19%区间波动。

公司毛利率主要受招生人数、开班数量、房租、教师成本等因素影响。1) 从成本结构来看，2017年公司员工成本/租赁成本/住宿及膳食成本/其他成本分别占总成本的43%/25%/20%/12%，占收入的19%/11%/9%/5%。2) 分拆来看，2015-2017年面授毛利率分别为59.6%/61.3%/55.0%，17年面授毛利率下滑主要由于河北地方公务员考试招录人数减少导致面授培训招生人次放缓；线上毛利率分别为55.1%/47.9%/47.7%，面授毛利率略高于线上毛利率。

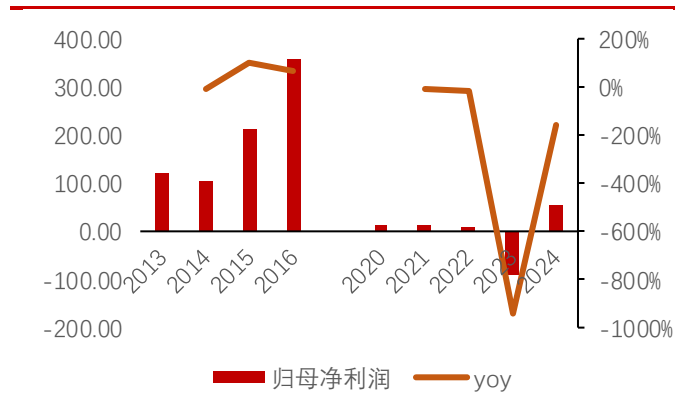
净利率主要受毛利率、期间费用率、减值等影响。1) 销售费用率17年前在17%-21%区间，23-24年提升至27%-30%，25H有所下降至22.8%，主要由于销售员工薪酬下降11%、差旅费下降53%；2) 管理费用率稳定在15%-22%区间；3) 公司研发费用率有所提升，23/24/25H分别为1.7%/7%/5.3%。4) 23、24年信用减值损失分别为0.12/0.05亿元，对利润产生负向影响。

图1 公司历年收入（百万元）及增速



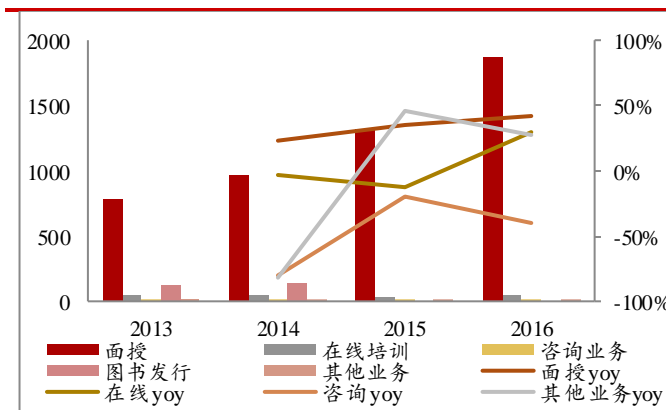
资料来源：公司公告、华西证券研究所；2017-2023年教育业务数据缺失，2015-2016年公司新三板数据与港股招股书数据略有差异，采用新三板披露年报数据

图2 公司历年归母净利润（百万元）及增速



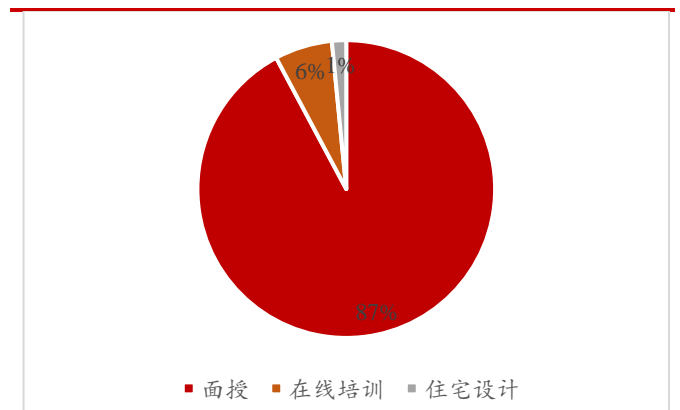
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图3 分业务收入（百万元）及增速



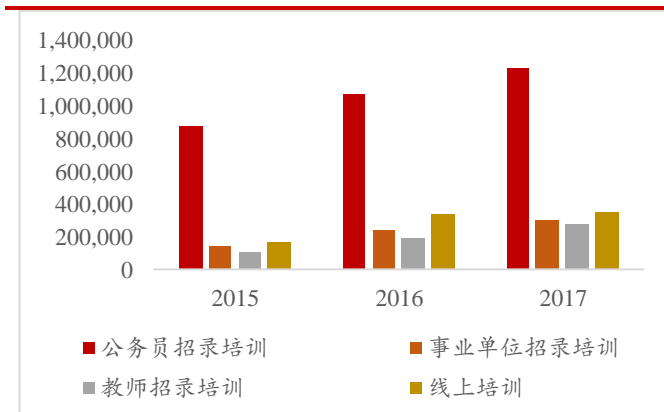
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图4 分业务收入占比（2024）



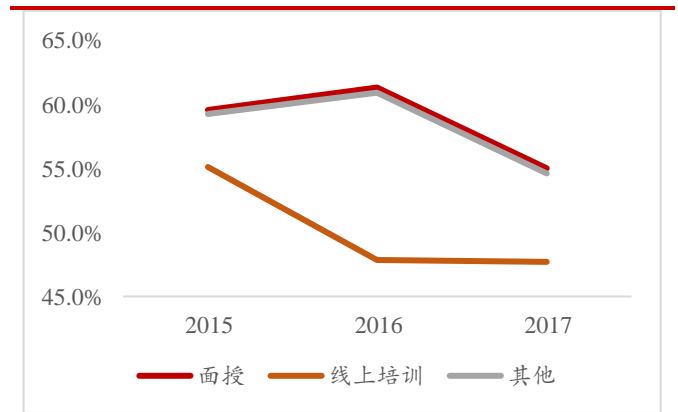
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5 公司不同培训内容收入 (千元)



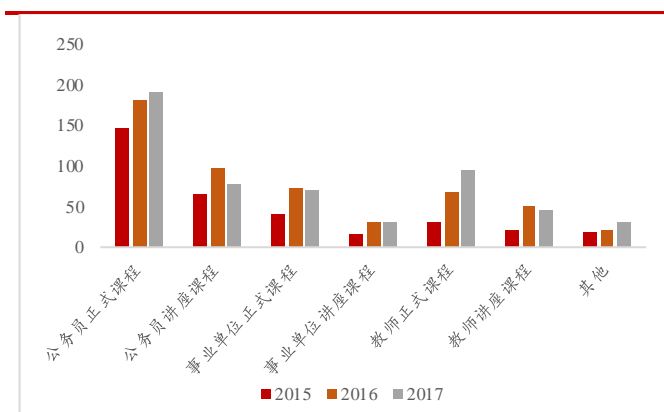
资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图 6 公司分业务毛利率



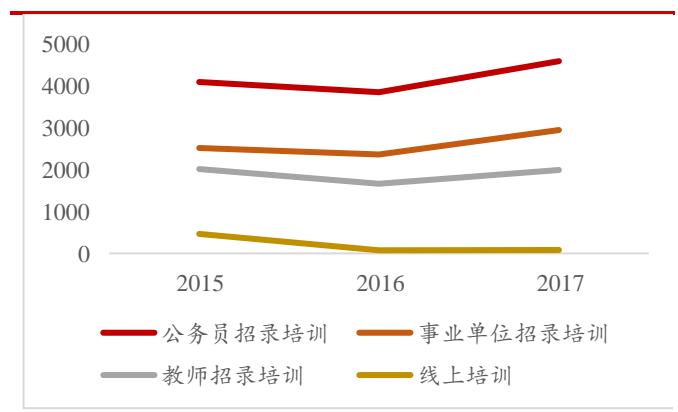
资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图 7 公司培训人次 (千人)



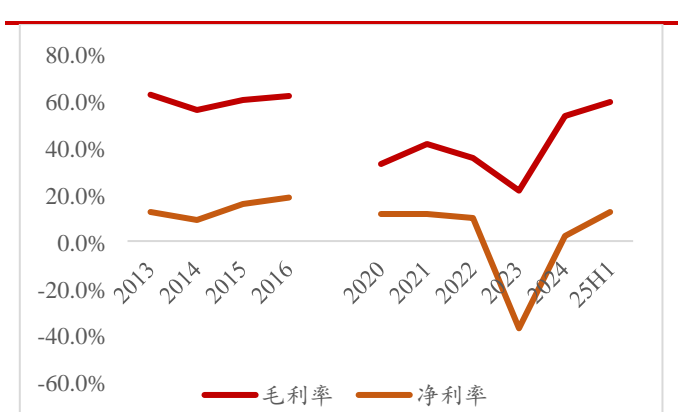
资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图 8 公司培训平均单价 (元)



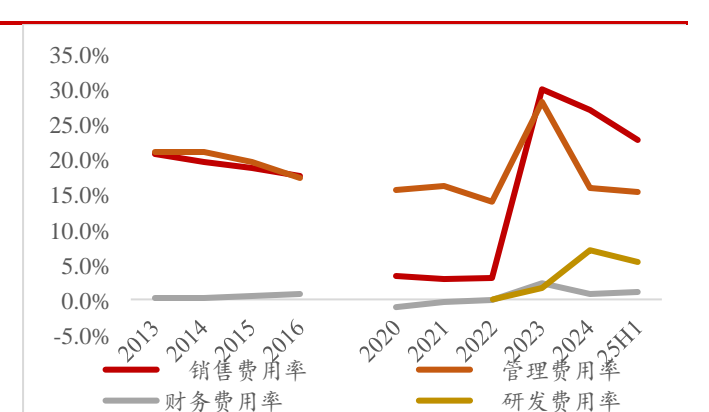
资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图 9 公司毛利率、净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 10 公司费用率



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

表 1 发展历程

时间	经历/过程
2003	华图教育成立（北京），04 年开始国家公务员招考培训业务
2008	培训中心覆盖全国 15 个省及直辖市
2010	将考试辅导课程拓展至教师招录培训，2012 年拓展事业单位员工招录培训，2013 年拓展金融领域如农村信用合作社及银行的招录培训
2014	2014 年 8 月华图教育登陆新三板挂牌；2014 年 9 月推出网上教育产品考试数据库；2014 年 12 月成立华图在线，为移动端在线教育平台。
2015	2015 年 2 月公司与受让金源地产持有的对光耀集团有限公司的人民币 3,279 万元本金债权附加利息；2015 年 11 月公司设立股份奖励计划，计划发行 260 万股限制性股票，认购价格为 24.39 元/股，业绩考核目标位 2015/2016/2017 年利润不低于 1.8/2.3/2.8 亿元（2015/2016 年公司实际净利润为 2.1/3.6 亿元，完成股权激励目标，2017 年公司终止挂牌）。
2016	完成定向增发，发行不超过 9,722,222 股，发行价格为人民币 72 元/股，预计募集资金总额不超过人民币 7 亿元，主要用于业务网络体系建设项目、网校升级建设项目和研发体系建设项目。
2017	华图教育公告拟申请在新三板终止挂牌，为后续 A 股或港股上市做准备。2018.2.13 正式摘牌，2018.3 向港交所递交 H 股上市申请
2019.9.1	华图教育通过其全资子公司（华图宏阳投资）以总价约 7.5 亿元人民币收购山鼎设计（上市公司 300492.SZ）2496 万股/30%股权。2019.12 华图教育成为间接控股股东、实际控制人变更，董事会人员变更，独立董事资格承诺；2020.5.14 上市公司证券简称由“山鼎设计”变更为“华图山鼎”。
2021 年 8-10 月	控股股东华图投资向其余股东发出要约收购，以 48.32 元/股收购约 20.7% 股权。至 2021 年 10 月收购完成后，其持股比例提升至约 51%，实现对上市公司的绝对控股
2023 年	设立全资子公司“华图教育科技有限公司”，上市公司正式进入非学历职业教育领域； 上市公司全资子公司华图科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，后者将其商标、课件、域名、网络系统等教育相关无形资产授权给上市公司； 2023 年 12 月，公司总经理王强先生因工作变动申请辞去公司总经理职务，聘任易晓英女士为公司总经理、王强先生为副总经理
2025/7/16	实施限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票总量不超过 272.27 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.94%，授予价格（含预留）为 45.91 元/股，本激励计划拟首次授予激励对象总人数为 270 人，计划两个归属期分别占

比为 50%/50%，触发值为 2025/2026 年净利润 2.56/3.20 亿元，目标值为 2025/2026 年净利润 3.2/4 亿元。

2025/8/6	公司披露控股股东天津华图企管股份被冻结 1,761,754 股，占其持股比例的 1.76%，上述股份被冻结系公司控股股东天津华图企管与其股东上海理成殷睿投资管理中心（有限合伙）、上海争凯企业管理咨询服务合伙企业（有限合伙）因股权质押纠纷，对方提起法律诉讼，法院延伸司法冻结涉及到天津华图企管持有公司的股份，目前各方正在协商解决中。主要由于上述华图宏阳小股东就其股权能否穿透进入华图山鼎作为股东的问题进行协商。
2025/12/1	拟收购海尔时代大厦 1-5 层，用于建设职业培训业务第二总部，明确长期扩张方向。

资料来源：公司公告、公司招股书，华西证券研究所

1.2. 股权结构：通过转让及要约收购，华图投资成为上市公司 控股股东，股权激励提振市场信心

通过转让及要约收购，华图投资成为上市公司控股股东，管理团队具备丰富的职业教育行业经验。2019 年，华图宏阳控股子公司华图宏阳投资以 7.50 亿元现金对价收购上市公司山鼎设计（实控人车璐、袁歆）所持的 30% 股权，同时袁歆、天津原动力放弃上市公司 6.2%、7.03% 股份的表决权，华图投资成为上市公司的控股股东，易定宏、伍景玉成为实际控制人，2021 年，华图投资完成对上市公司的要约收购，持有 51% 股权，截至 2025 年 9 月 30 日，华图投资持有公司 51% 股权。公司管理团队深耕职业教育领域多年，核心高管如董事长吴正果、董事李曼卿等均具备十年以上教育行业管理经验，团队稳定性高，为公司业务稳定发展提供了有力支撑。

公司 12 月 22 日公告称，因个人资金需求，张鹏（山鼎设计创始人之一）计划于 2025 年 12 月 25 日至 2026 年 3 月 24 日减持不超 36.67 万股，占公司总股本不超 0.19%（总计目前持有公司股份 0.19%）。

2025/7/15 公司发布员工持股计划草案，拟受让标的股票规模不超过 381.18 万股，受让价格为 32.76 元/股，参加对象包括技术骨干 270 人及预留部分 20%。业绩考核目标（目标值）为 25-26 年归母扣非净利润分别不低于 3.20 亿元/4.00 亿元，触发值为 2.56 亿元/3.20 亿元。

表 2 公司十大股东

股东名称	介绍	进入时间	持股数量（万股）	持股比例
天津华图宏阳企业管理有限公司		2019	10030.73	51.00%

车璐（关联方）	上市前	2673.61	13.59%
香港中央结算公司	2025 半年报	550.19	2.80%
华夏行业景气混合型证券投资基金	2024 年报	443.48	2.25%
华图山鼎设计股份有限公司-2025 年员工持股计划	2025Q3	369.68	1.88%
齐培旺	2025Q1	361.73	1.84%
周学琴	2020 年报	190.39	0.97%
文学军（关联方）	2020Q3	130.14	0.66%
李鹏宇	2025Q3	123.84	0.63%
刘丹	2025Q3	98.00	0.50%
合 计		14971.79	76.12%

资料来源：wind、公司公告、华西证券研究所

表 3 公司管理层介绍

姓名	职位	简介
吴正果	董事长、董事	1984 年出生，中国国籍，本科学历，加拿大注册会计师、英国特许公认会计师。浙江省衢州市第八届人民代表大会代表，浙江省衢州市柯城区第十届人民代表大会代表。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 10 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（联席董事长）；2023 年 11 月起任华图教育科技有限公司轮值 CEO。
易晓英	总经理	1974 年出生，中国国籍，本科学历。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 2023 年 11 月历任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司财务总监、助理副总裁、副总裁；2019 年 12 月至 2021 年 11 月担任华图山鼎董事，2021 年 11 月至 2023 年 12 月担任华图山鼎监事会主席；2023 年 11 月至今任华图教育科技有限公司副总裁；2023 年 12 月至今任华图山鼎董事、总经理。
王强	副总经理	1979 年出生，中国国籍，硕士研究生学历。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 月至今任华图山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 月至今任华图山鼎副总经理。

肖德伦	<p>副总经理、 董事会秘书</p> <p>1975 年出生,中国国籍,本科学历,1993 年 12 月入伍,2008 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 1 月任海军政治部网络期刊处处长;2017 年 6 月至 2023 年 11 月历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、总裁办主任、党委书记、副总裁;2019 年 6 月至 2023 年 8 月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事;2023 年 8 月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司监事会主席;2019 年 12 月至 2021 年 11 月任华图山鼎董事;2023 年 11 月至今任华图教育科技有限公司副总裁;2023 年 12 月至 2024 年 11 月任华图山鼎监事会主席;2024 年 11 月至今任华图山鼎副总经理、董事会秘书。</p>
郑天相	<p>财务总监</p> <p>郑天相先生,1970 年出生,中国国籍,本科学历。1990 年 7 月至 2000 年 1 月任中国航空工业供销四川公司会计、会计主管、财务处副处长;2000 年 2 月至 2004 年 3 月任玖源集团(香港)有限公司会计主管;2004 年 4 月至 2006 年 2 月任成都千和物业发展有限公司财务经理;2006 年 3 月至今历任华图山鼎设计股份有限公司财务总监、财务管理中心总监。</p>

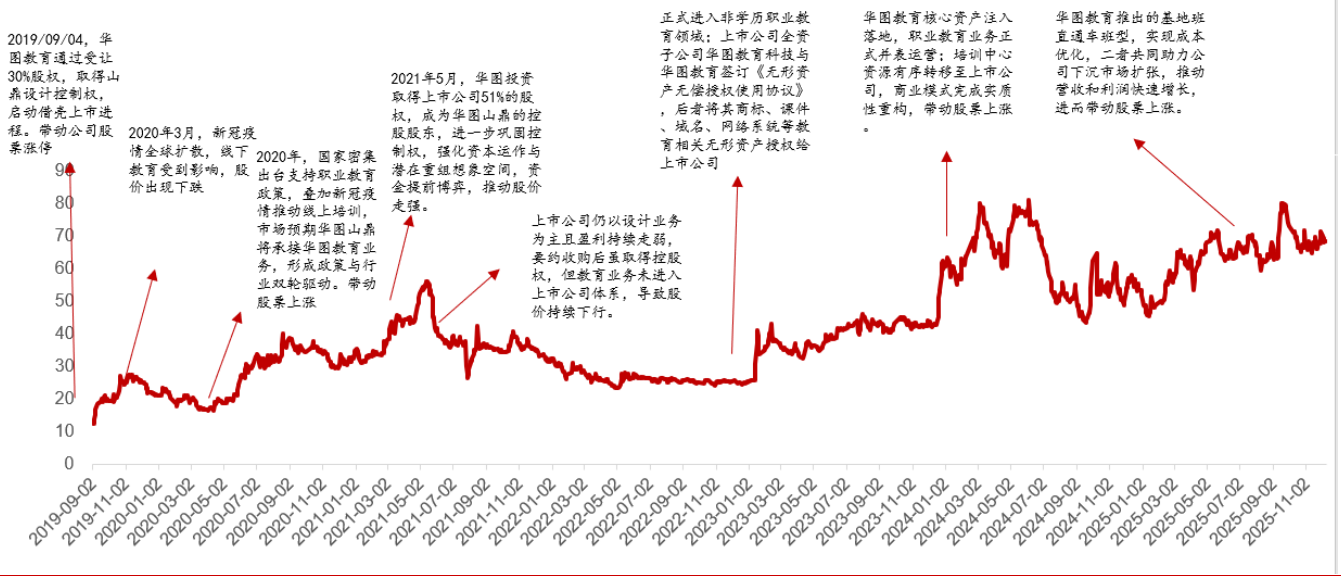
资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.3 资本市场表现：教育业务预期 30-40XPE

自 2019 年 9 月 4 日华图教育通过受让 30%股权，取得山鼎设计控制权以来（截至 2025 年 12 月 10 日），公司股价上涨 491.5%，2025 年 12 月 10 日公司市值为 138 亿元。公司（华图教育）上市以来累计融资金额为 8.8 亿元，2020-2024 年累计现金分红金额为 0.46 亿元。公司历史分红率在 22%-68%，华图山鼎 2024 年分红率为 67.6%，股息率为 0.35%。

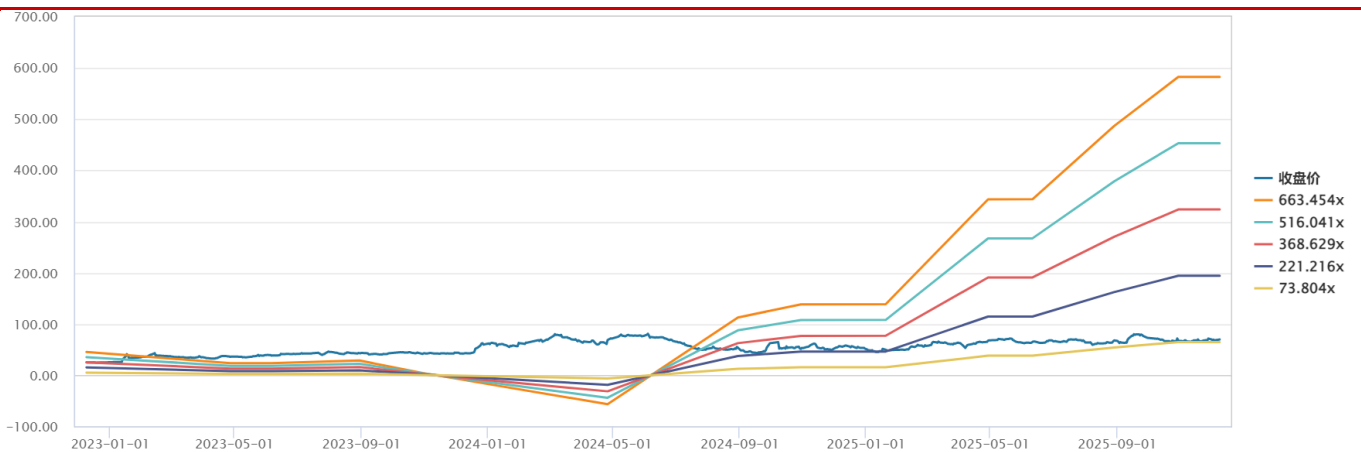
回顾公司历史股价表现：2019 年 9 月华图教育取得山鼎设计控制权，市值最低跌至 31 亿元（2020/3/17）、41 亿元（2022/4/27），对应底部 PE10X 左右；2023 年 10 月，上市公司全资子公司华图教育科技与华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，市值最高涨至 140 亿元、对应最高 PE35X 左右。由于 24 年中报业绩低于预期，最低跌至市值 85 亿元（2024/9/18）。今年华图教育推出直通班班型，助力公司下沉市场扩张，并发布股权激励提振信心，带动股价最高涨至 81.45 元/股（2025/9/18），对应市值 160 亿元、对应 PE40X。

图 11 上市至今股价走势（前复权）



资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所

图 12 PE BANDS



资料来源: wind、华西证券研究所

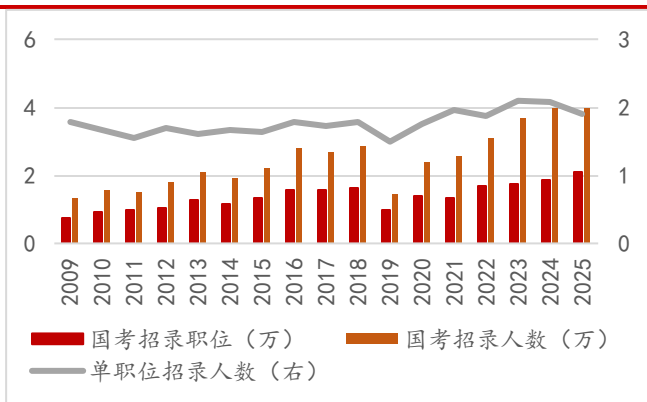
2. 职考行业: 26 年国考招录人数下降, 预计 27 年招考行业市场规模接近 500 亿, 华图培训收入最高

2.1. 空间: 27 年招考行业有望突破 500 亿市场规模

国考招录人数整体平稳，19 年大幅下降后开始逐步增长，26 年招录人数出现下降。公务员招录需求主要受到政府机构改革、部门设置变动、经济和就业形势影响，但均呈现短暂下跌后迅速反弹的趋势，整体平稳增长，2019 年国考招录人数大幅下降 49%至 1.45 万人，但 2020 年则显著增长 66%至 2.41 万人、21-25 年 CAGR11.5%至 3.97 万人。26 年国考招录人数出现下降，由 25 国考的 3.97 万人下降至 3.81 万人，我们分析主要由于退休潮红利逐渐消退、延迟退休政策影响及财政压力约束扩编等影响造成。26 年国考报名人数为 371.8 万人，同比增长 8.8%。

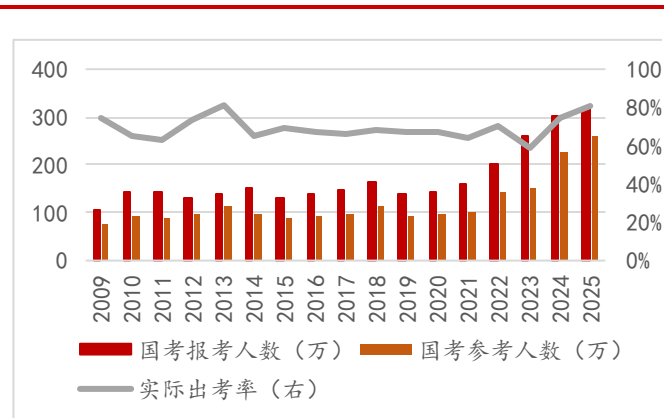
国考报考人数在历史上缓慢增长、19 年下滑 17%，20 年增长 4%，21 年开始实现双位数增长，21-25 年 CAGR 为 21.3%至 341.6 万人，创历史新高；社会就业压力的加剧，以及目前职培生态逐渐成熟，近年来实际出考率有所提升，由 23 年的 58.8%提升至 25 年的 75.7%。

图 13 国考招录人数整体平稳、19 年大幅下降后开始逐年提升



资料来源：搜狐网、华图教育、凤凰新闻、中公教育、华西证券研究所

图 14 国考报考人数整体平稳、21—25 年大幅增加



资料来源：城市财经 PLUS、高频教育、央广网、百度百科、新华网、华西证券研究所

表 4 招考培训市场规模（分赛道）-2025E

单位：人数及付费一、空间一亿	招录/通过人数	录取/通过率	报考人数	参培率	参培人数	人均付费	25E 市场规模	预测华图规模	华图市占率
招考培训	236.35	5.53%	4276.538	25.23%	1079.07	0.44	478.33	27.7	5.79%
1、公务员	20.57	2.42%	849.6	27.75%	235.76	0.74	175.10		
(1) 国考	3.97	1.24%	319.6	25.08%	80.14	0.78	62.35		
(2) 省考	16.60	3.13%	530	29.36%	155.62	0.72	112.75		
2、事业单位	97.50	4.37%	2230	27.44%	611.90	0.45	278.40		
(1) 中央	6.43	6.12%	105	29.00%	30.45	0.55	16.75		

(2) 地方	91.07	4.29%	2125	27.36%	581.45	0.45	261.65
3、教师	118.28	9.88%	1196.938	19.33%	231.41	0.11	24.83
(1) 资格	112.60	10.00%	1126	18.00%	202.68	0.08	16.21
(2) 招录	5.68	8.00%	70.94	40.50%	28.73	0.30	8.62

资料来源：中国教育在线、中国青年报、城市财经 PLUS、华图教育、华西证券研究所（注：线上线下载合计，华图预测规模为华西证券预测）

就市场空间而言，我们测算 25 年招考培训市场规模约为 478 亿元，其中公务员/事业单位/教师/综合规模为 175/278/25 亿元。招录培训市场规模受到招录人数、报考人数、参培率、通过率、人均付费等因素影响。其中（1）招录人数 26 年有所下降，我们判断未来招录人数略有下降，主要由于 2018-2023 年曾因 60 后集中退休释放出较多编制，但这一“退休潮”高峰期已过，未来编制空缺数量将逐年放缓，导致自然增员机会减少、延迟退休政策影响及财政压力约束扩编等影响造成。（2）报考人数将持续提升：经济下行压力导致找工作难度加大、高校毕业生人数创新高、报考政策放宽（如年龄限制）推动职业考试报考率提升。（3）参培率受到经济下行影响，我们未来参培率。（4）人均付保持平稳费：过去招录培训行业价格战影响，人均付费下滑明显，我们预计未来价格战趋缓，人均付费有望保持平稳。（5）教师招录 19-21 年为高峰期，之后年份大幅下滑。

我们判断，伴随报考人数持续提升、参培率及付费价格稳定，预计 2027 年招考培训市场规模为 493 亿元，25-27 年市场规模 CAGR 为 1.54%、量/价 CAGR 分别为 1.51%/0.03%，预计公务员/事业单位/教师规模分别 CAGR 为 7.64%/0.16%/-1.43%至 190/279/24 亿元。

表 5 招考培训市场规模（分赛道）-2027E

单位：人数及付费一万、空间一亿	招录/通过人数	录取/通过率	报考人数	参培率	参培人数	人均付费	27E 市场规模	预测华图规模	华图市占率
招考培训	230.77	5.33%	4,327.4	25.69%	1,111.8	0.44	493.17	39.20	7.95%
1、公务员	20.16	2.17%	928.2	29.43%	273.16	0.69	189.73	26.60	14.02%
(1) 国考	3.89	1.04%	373.4	32.95%	93.12	0.74	68.97		
(2) 省考	16.27	2.93%	554.9	32.45%	180.05	0.67	120.76		
2、事业单位	95.56	4.17%	2,237.1	27.44%	613.84	0.45	279.26	6.50	2.33%
(1) 中央	6.30	6.02%	104.6	29.00%	30.34	0.55	16.69		
(2) 地方	89.26	4.19%	2,132.5	27.36%	583.50	0.45	262.57		
3、教师	115.04	9.90%	1,162.1	19.33%	224.82	0.11	24.18	6.10	25.23%

(1) 资格	109.26	10.00%	1,092.6	18.00%	196.66	0.08	15.73
(2) 招录	5.79	8.33%	69.5	40.50%	28.16	0.30	8.45

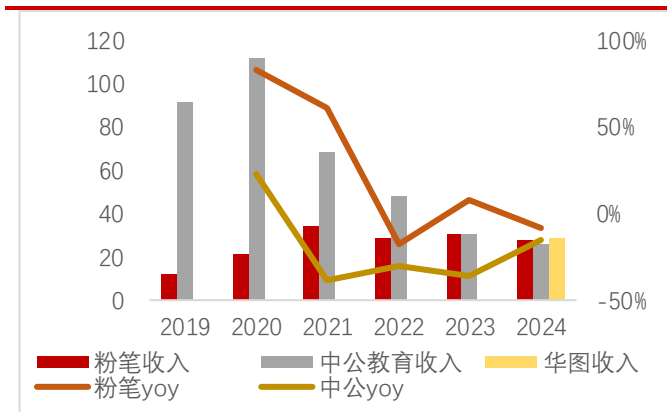
资料来源：公司公告、国家公务员局、各地公务员局、wind、华西证券研究所（注：线上线下合计，华图预测规模为华西证券预测）

2.2.竞争格局：华图、粉笔抢占市场份额

在招考培训赛道，公司目前主要的竞争对手为中公教育、粉笔，按照 24 年培训收入规模来看，华图教育规模最大。中公教育成立于 1999 年、2001 年开始提供国考培训，是国内首批公考培训机构；粉笔于 2013 年开始提供公考培训，主要为线上培训，并于今年推出 AI 培训。

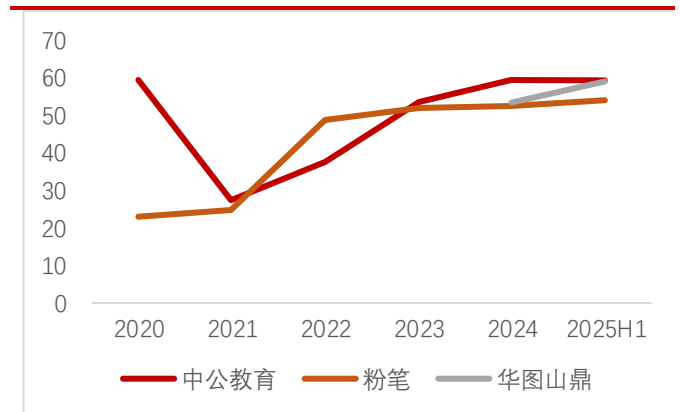
对比招考培训同业公司：**1) 从营收规模来看**，中公收入持续下滑，粉笔、华图抢占市场份额，2020 年中公、粉笔收入分别为 112/21 亿元，2024 年华图/粉笔/中公收入分别为 28.3/27.9/26.3 亿元，华图教育培训业务收入略高于粉笔及中公。**2) 从盈利能力来看**，2025H1 华图毛利率高于粉笔但略低于中公，粉笔毛利率低于同业主要由于图书销售毛利率较低、粉笔教育业务毛利率为 56%。粉笔净利率为同业中最高，主要由于其销售、管理费用率较低以及所得税率较低，粉笔所得税率低于同业主要由于其很多子公司因高新技术企业获得所得税优惠。**3) 从网点数来看**，中公及华图线下以面授为主，粉笔更注重线上，受到疫情及退费事件影响，中公网点数持续下降及员工数持续下降，截至 2024 年，华图/中公网点数分别为超过 1000 家/681 家，员工数分别为 10425/7888 人。**4) 从成本结构来看**，2021 年粉笔教职工（教师及其他教学人员）单人薪资为 27 万元，高于中公的 20 万元，2017 年华图教职工单人薪资为 15 万元。2021 年粉笔职工薪酬/课程材料/租赁/人力资源外包/物流/其他成本分别为 14.4/3.8/3.3/0.9/0.8/2.7 亿元、占比 56%/15%/13%/4%/3%/11%，中公职工薪酬/开班费/差旅交通/房租物业及折旧摊销/其他成本分别为 29.1/13.4/4/3/0.5 亿元、占比 58%/27%/8%/6%/1%。2017 年华图山鼎员工成本/租赁/住宿及膳食/其他成本分别为 4.37/2.54/2.07/1.19 亿元，占比分别为 42.9%/25.0%/20.4%/11.7%。**5) 华图员工体量最大、师资力量更强**。2024 年华图教师/销售/管理/研发人员分别为 3190/4001/1235/864 人、2024 年华图销售/管理/研发人员平均薪资分别为 14/22/20 万元，2024 年中公销售/管理/研发人员平均薪资分别为 11/25/28 万元，华图管理及研发人均薪酬均低于中公，但教师及研发员工人数高于中公。**6) 华图教育基地班基于备考人员返回家乡备考的实际需求，直接渗透至各地市，在市场下沉中先行一步，更贴合学院真实需求，形成鲜明的产品差异化竞争优势，未来有望市占率持续提升。**

图 15 粉笔、华图、中公收入及增速 (亿元, %)



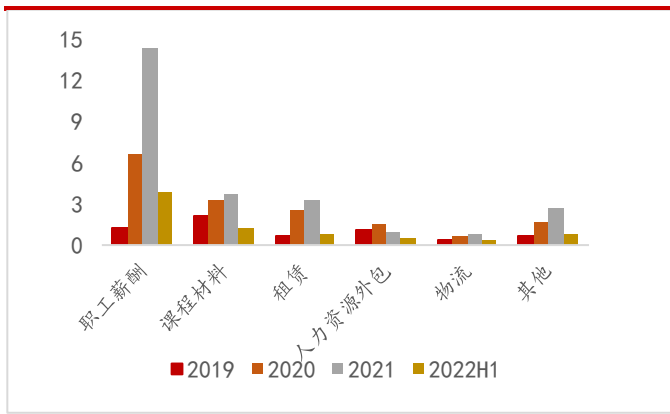
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 16 粉笔、华图、中公毛利率对比 (%)



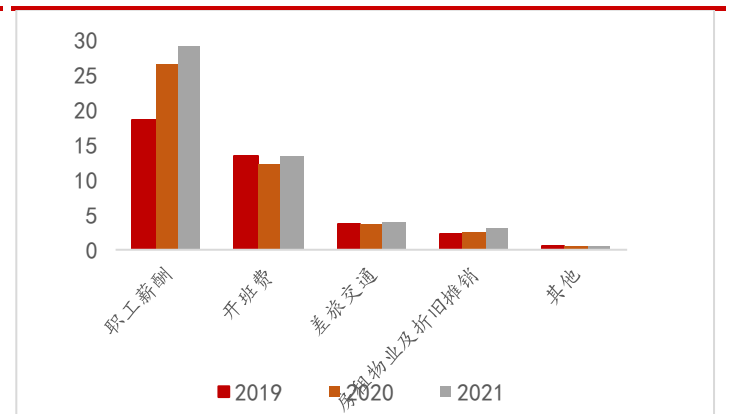
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 17 粉笔成本结构 (亿元)



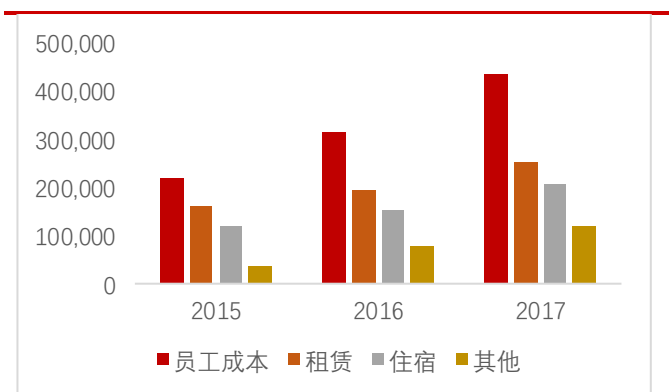
资料来源：招股说明书，华西证券研究所 注：其他包括营运耗材、学员餐费、办公费、差旅费等

图 18 中公成本结构 (亿元)



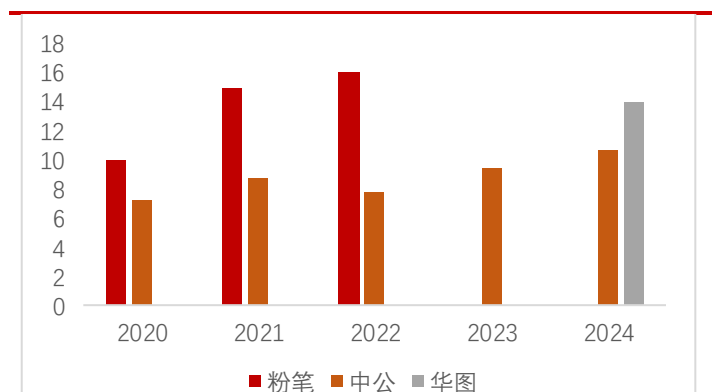
资料来源：招股说明书，问询函，华西证券研究所

图 19 华图山鼎成本结构 (千元)



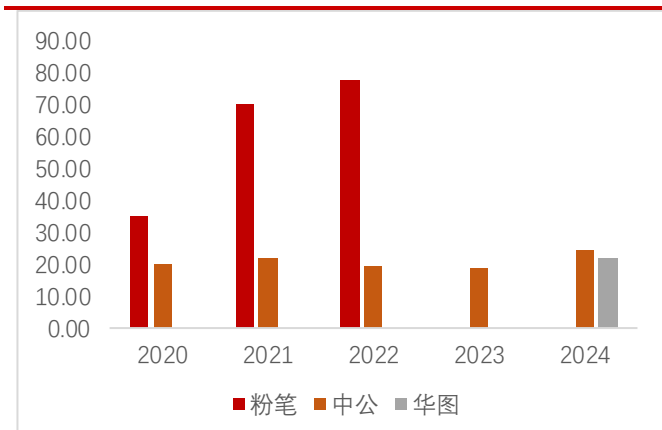
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 20 中公、华图、粉笔销售人均薪酬 (万元)



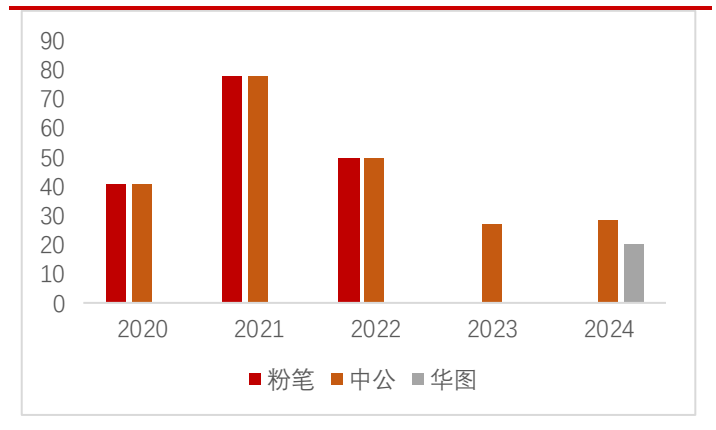
资料来源：招股说明书、公司公告，华西证券研究所

图 21 中公、华图、粉笔管理人均薪酬（万元）



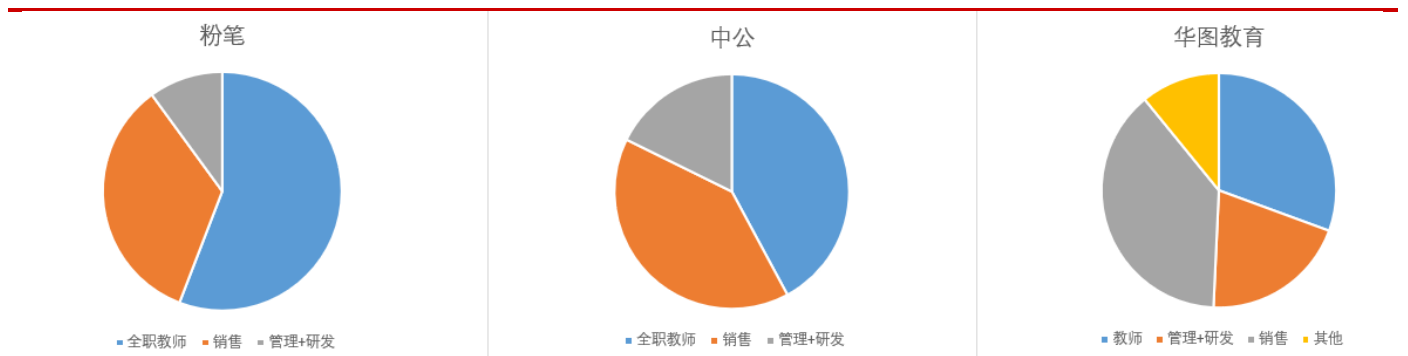
资料来源：招股说明书、公司公告，华西证券研究所

图 22 中公、华图、粉笔研发人均薪酬（万元）



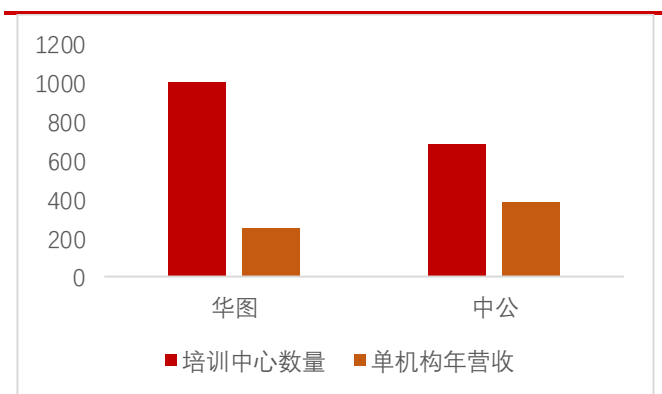
资料来源：招股说明书、公司公告，华西证券研究所

图 23 粉笔（2022）、中公（2024）、华图（2024）员工结构分布（%）



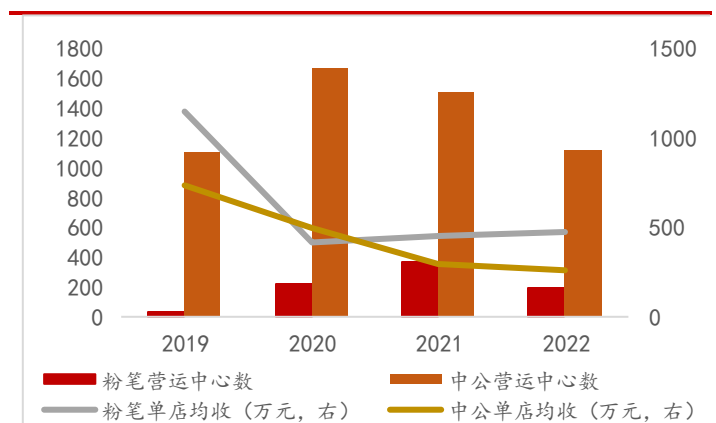
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 24 2024 年华图 VS 中公运营中心级单机构年营收（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 粉笔 VS 中公运营中心及单机构年营收（2019-2022）（万元）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所，注：单店均收按线下培训收入/运营中心数计算

表 6 同行业公司经营数据对比，单位：%（2025H1）

股票简称	华图山鼎	粉笔	中公教育
毛利率	59.00	54.01	59.28
销售费用率	22.90	20.53	25.66
管理费用率	15.27	12.22	12.56
财务费用率	1.03	-1.16	6.85
总资产周转率	0.79	0.76	0.18
权益乘数	6.13	1.47	8.37
所得税/利润总额	18.56	3.84	36.18
净利率	12.38	15.19	5.39

资料来源：wind，华西证券研究所

表 7 招考领域参与者对比

机构	成立	创始人/师资	付费人次	人均价格 (元)	授课形式/产品定价	收入	网点数 (2024)	员工数 (2024)
中公教育	1999 年成立、2001 年提供国考培训	李永新/名师化有限, 以校招为主	127 万 (2024)	2019 (2024)	培训收入主要包括普通班收入与协议班收入。普通班面授培训收入于完成培训服务时。协议班收入于完成培训服务时将不予退费部分确认为收入; 可退费部分则根据协议约定, 在满足不退费条件时确认为收入。	2024 年收入 26.27 亿元, 公务员/事业单位/教师/综合分别占 53%/13%/9%/22%	681 家直营分部和学习中心覆盖全国 31 个省市, 319 个地市	7888
粉笔教育	2013 年提供公培、2015 年从猿题库分拆	张小龙/线上名师化, 逐步去线名师	大班培训人次 90 万 (2024)	大班人均 564 (2024)	线上笔试为主、线下主要为面试以及笔试冲刺培训。分为在线学习产品, 大班/小培课程。学习产品价格通常在 99 元至 598 元。大班定价为 300 元至 1280 元, 小班在 7000 元以上	2024 年收入 27.89 亿元, 培训服务/图书销售占 83.9%/16.1%	月均活跃用户 910 万	7177
华图教育	2003 年成立、2004 年提供国考培训	易定宏/线下名师化, 硕士及以上学历占比超过半数	33 万 (2024)	8582 (2024)	非学历培训主营产品为“考编直通车”和“书院培优”。“考编直通车”主要是利用基地交付模式, 在保障交付质量的条件下, 不同序列产品的相同科目在基地合班授课	2024 年收入 28.32 亿元, 非学历培训占 98.54%。	在全国各个省级行政区均设有网点, 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	10425

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

3. 竞争优势：研发能力强+优质师资力量+高通过打造好口碑

3.1. 研发能力强，推出考编直通车和书院培优产品

模块化学习，确保教学网络质量稳定。公司招考培训主要包括公考培训、事业单位考试培训、教师招聘培训等，其中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，培训体系丰富完善。公司拥有稳健、集中的课程开发流程，创新性地采用高效的模块化学习方法，将课程划分为逻辑思维、言语表达及综合分析等模块。开发标准化课程材料，并不断更新改进课程和材料以满足市场需求及考试要求，针对不同省市考试出不同的课程。

研发团队能力强劲，推出考编直通车和书院培优产品。公司注重研发能力，投入大量研发在课程及课程开发上，2023/2024/2025H 公司研发费用分别为 0.04/1.99/0.91 亿元，研发费用率为 1.7%/7.0%/5.3%。截至 2024 年，公司研发人员为 864 人，其中硕士为 78 人，本科为 725 人。公司今年推出主营产品为“考编直通车”和“书院培优”。“考编直通车”主要是利用基地交付模式，在保障交付质量的条件下，不同序列产品的相同科目在基地合班授课，确保成本领先优势。该产品上市后在地市与县域迅速形成竞争优势，有效提升了市占率。“书院培优”定位高端聚焦价值创新策略，利用大数据与 AI 技术为考生提供个性化辅导功能，有效提升师资教学效率与考生备考效果。两个产品各有定位，前者为大众产品主要定位成本领先，后者为高端产品，主要定位价值创新。

将 AI 技术融入到教学中，提升师资授课效果。公司在产品研发和学员学习训练服务方面积极拥抱 AI 技术，研发升级了个性化辅导、AI 批改、面试 AI 点评等诸多产品，实现了高质量服务与低成本交付的协调。AI 与个性化辅导的融合，是以科学规律为引领、以智能技术为引擎的课程内核重构，通过智能化分析真题的出题逻辑，精准生成个性化提升内容，科学应用于诸如类比联想、应知应会、书写训练、能力提升等个性化提升任务中。华图 AI 申论批改系统在技术上采用自研智能评测系统和前沿生成式 AI 技术相结合的方式，内容上依托华图 20 余年学科知识与训练、评价数据，对学员提交的申论答卷进行深度分析，在半分钟内给出专业的反馈，该系统不仅精准定位答题问题，更能从审题认知、逻辑结构、语言表达三大维度进行深度剖析，提供多元化诊断与个性化语言润色建议，助力学员系统性提升申论答题能力。面试 AI 点评已规模化应用于教学、教研及师资培训，显著提升产品交付效率，助力运营降本增效。目前 AI 产品已覆盖全国 30 余个省市上万名学员，打破时空限制，通过实时交互与智能反馈提升演练效果，成为用户增长引擎，巩固市场份额，增强用户粘性 & 品牌竞争力，为职业教育赛道领跑提供驱动力。

表 8 公司国家公务员考试【湖南】新大纲培优国省集训营培训课程体系及收费安排

课程名称	课时时长	课程价格
【湖南】新大纲培优 国省魔鬼集训营	课程总时长：83 天 83 晚	非会员： 非协议：41800
	线上：348 课时	协议一：53800
	线下：83 天 83 晚	笔试不过退 27000 面试不过退 22000 协议二：63800

国考：43 天 43 晚笔试+7 天 7 晚面试
省考：26 天 26 晚笔试+7 天 7 晚面试

笔试不过退 32000 面试不过退 63800
会员：黑金卡 6 折

【湖南】新大纲培优
魔鬼全程集训营

课程总时长：50 天 50 晚
线上：348 课时
线下：50 天 50 晚
43 天 43 晚笔试+7 天 7 晚面试

非会员：
非协议：31800
协议一：51800
笔试不过退 25000，面试不过退 20000
协议二：61800
笔试不过退 30000，面试不过退 61800
会员：黑金卡 6 折

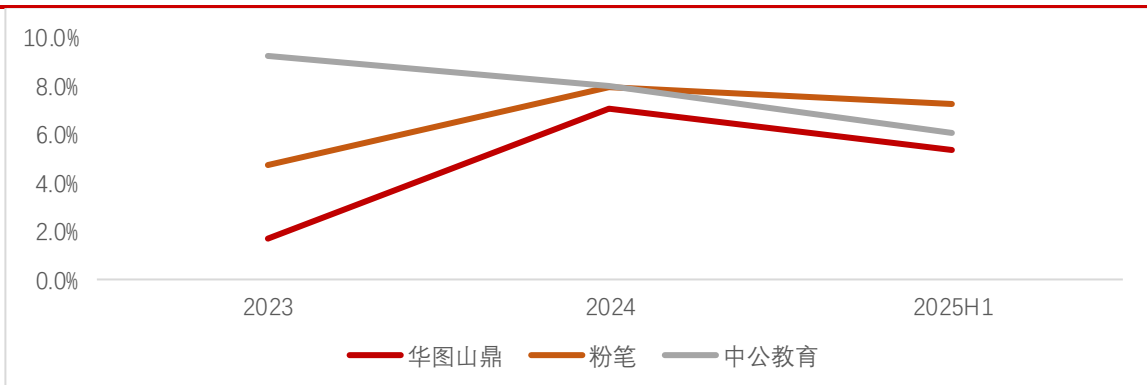
【湖南】新大纲培优
魔鬼基础集训营

课程总时长：35 天 35 晚
线上：348 课时
线下：35 天 35 晚
28 天 28 晚笔试+7 天 7 晚面试

非会员：
非协议：21800
协议一：41800
笔试不过退 21800，面试不过退 16800
协议二：51800
笔试不过退 26800，面试不过退 51800
会员：黑金卡 6 折

资料来源：华图教育官网，华西证券研究所

图 26 公司与同业研发费用率对比 (%)



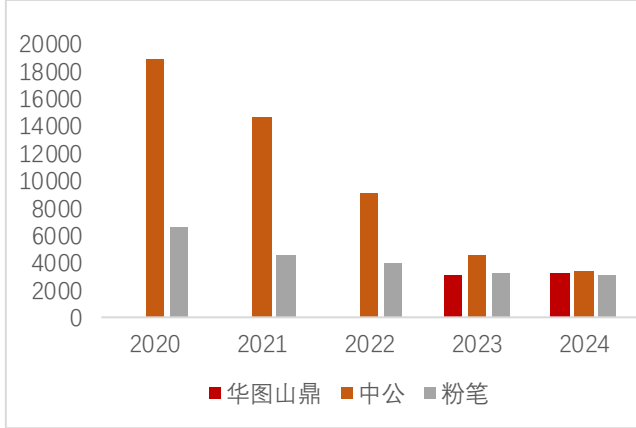
资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.2. 严格甄选高质量教师队伍

甄选高质量教师队伍，制定严格教师成长标准。1) 专职教师中，硕士及以上学历占比超过半数。教师教学经验丰富，能够结合最新政策动态，为学员提供精准指导。2) 公司制定了严格的教师成长标准。面试通过的初培教师，需经过“各分院前置培训—入营前学习任务—线上理论培训—线下实战培训—中期考核—最终考核—出营”等严格的培训流程；对在职教师采取每年再培。不论是初培还是再培，都遵循对不合格的教师强制淘汰的原则，来保障高水平交付团队的搭建。3) 有严谨的教研体系。对考试动态进行持续跟踪，及时调整教研重点，针对不同地区的考情做深度、精准的分析，研发出针对性的模拟题、解题技巧等教学资料，帮助学员高效备考。4) 有严格

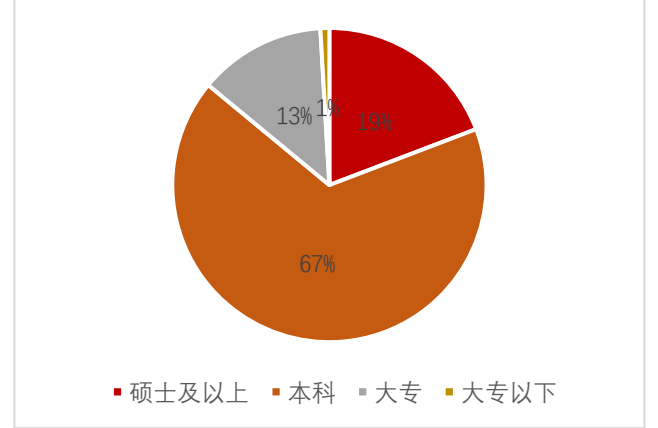
的反馈机制。公司定期收集教学教研数据，通过数据分析不断优化教学教研内容，形成良性循环，帮助教师更好的跟紧学生情况。

图 27 华图山鼎、中公网考和粉笔教师人数（2020-2024）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 28 公司员工学历



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 29 华图教师筛选及培训标准



资料来源：公司官网、华西证券研究所

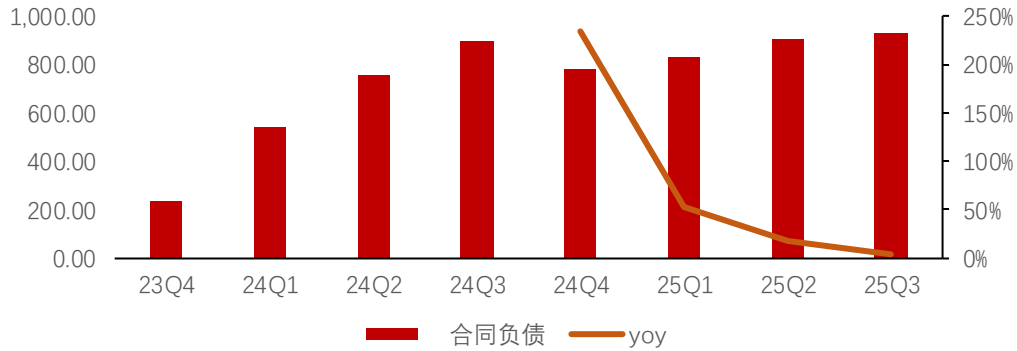
3.3.高通过率奠定好口碑，合同负债逐季提升

高通过率奠定好口碑。根据公司招股书，2017 年公司公务员考试课程中，笔试/面试协议班的学生通过率分别为 14.4%/40.7%，均高过当年全国笔试和面试通过率 8.6%/33.0%；事业单位考试公司笔试协议班/面试协议班通过率约为 8.0%/31.0%，而同年全国事业单位考试笔试面试通过率分别为 3.0%/25.0%。

大力发展高校终端渠道，用户规模持续增长。大学毕业生人数的持续增长，国省考招考岗位对于应届毕业生的倾斜政策，大力发展高校终端渠道是必然选择，公司现拥有一支 200 余名专职的高校运营团队深耕高校。2024 年公司在全国近 1000 所高校举办了职业规划类、国省考、国央企备考指导类讲座活动，覆盖了 150 万高校用户，同时与 200 余所重点高校合作开展了高校定制班，为广大高校学生提供了丰富的职业教育资源和学习平台，助力高校毕业生高质量充分就业。深度覆盖高校学生有助于公司获取高校学生订单，为收入增长提供增量。

公司合同负债逐季提升，收入确定性强。截至 2025 年 Q3，公司合同负债为 9.32 亿元，同比提升 4%，合同负债的逐季提升说明公司招生进度良好，未来收入确定性强。

图 30 公司合同负债逐季提升（百万元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

4. 成长驱动：基地班+直通车班型提供新增量，利润率存在提升空间

4.1. 利润率仍有提升空间

我们认为公司未来招考培训业务增长主要来自基地班及直通车班型提供新增量。

1) 基地班：基地班构想起源于华图教育致力于追求以人为本的教育理念，希望打造真正为学员带来好效果的课程。华图教育通过历年数据的跟踪、分析及整理，并结合学员的记忆特点、学习逻辑、学习痛点等，第一代基地班贝壳基地单考通过率达 49%。后公司开始着力在全国试点推广，第二代基地班在湖北武汉、山东济南、河南郑州、广东广州等地陆续开班，最终数据表明基地班通过率要比普通班型高。经过不断的迭代完善，目前已形成了稳定的基地授课模式，基地班不断展现其独特优势，通过封闭的环境，实行军事化严管督学，全力促进学员专心学习，基地班的口碑日益增高。基地班更贴合学院真实需求布局，形成鲜明产品差异化竞争优势，未来有望进一步提升市占率，为公司业绩持续增长注入强劲动能。

封闭环境保证学习质量，优质教学资源配备。基地班采用封闭寄宿环境、吃住学一体化、上课集中存放手机保证心无旁骛学习，课程安排从早上 7:30 安排至晚上 22:00，配备班主任全程跟进，且均为优质教师资源，甄选学科能力在线老师，按季度在学员评价及满意度考核、授课效果和教研成功等指标中保持本省单科前三。

授课+巩固+总结的创新授课模式。打破传统“填鸭式”教学模式，在基础阶段和题海阶段每科目授课后，安排 1 天巩固提升，来消化整理本科目知识点，复习梳理各个科目所学内容；同时跨科目安排 1 天回顾总结，增强对科目内容的记忆，充分的消

化吸收所学知识点；多维度巩固、回顾训练衔接融合，加深理解，消化所学知识、整理归纳重点内容；跨科目巩固所学、增进理解、强化知识记忆，总结强弱知识点，实现自我突破。

2) 考编直通车：公司非学历培训推出产品“考编直通车”，该产品主要是利用基地交付模式，打破了传统的“项目制”教学模式，转向“学科制”的融合式教学。在保障交付质量的条件下，不同序列产品的相同科目在基地合班授课，确保成本领先优势。这一模式显著提升了运营效率。该产品上市后在地市与县域迅速形成竞争优势，有效提升了市占率。

表 9 公司基地班

	详细介绍
发展历程	<p>基地班起源于 2018 年，源于华图教育致力于追求以人为本的教育理念，希望打造真正为学员带来好效果的课程。华图教育通过历年数据的跟踪、分析及整理，并结合学员的记忆特点、学习逻辑、学习痛点等，第一代基地班「贝壳基地」研发诞生，其单考通过率达 49%。</p> <p>2019 年公司开始着力在全国试点推广，第二代基地班在湖北武汉、山东济南、河南郑州、广东广州等地陆续开班，最终数据表明，基地班通过率要比普通班型高。</p> <p>目前已形成了稳定的基地授课模式，基地班不断展现其独特优势，通过封闭的环境，实行军事化严管督学，全力促进学员专心学习，基地班的口碑日益增高。</p>
训练模式 (授课+巩固+总结 创新模式)	<p>打破传统“填鸭式”教学模式，在基础阶段和题海阶段每科目授课后，安排 1 天巩固提升，来消化整理本科目知识点，复习梳理各个科目所学内容；同时跨科目安排 1 天回顾总结，增强对科目内容的记忆，充分的消化吸收所学知识点；</p> <p>多维度巩固、回顾训练衔接融合，加深理解，消化所学知识、整理归纳重点内容；</p> <p>跨科目巩固所学、增进理解、强化知识记忆，总结强弱知识点，实现自我突破。</p>
专项训练	<p>1、 申论研发：依托华图总部的政策研究院，集结本省师资研究院，以本省历年出题规律为原则，根据本省申论考情考务，针对乡镇申论、执法申论进行了专项研发，定位拓展学员的申论体质思维、层次思维、系统思维和踩点思维。</p> <p>2、 政治理论素养：将政治理论融入各个授课阶段知识，加强对学员政治理论的培养，保证学习内容与考试要求的高度一致，以提升学员政务能力、增强政治底蕴，从而拉开与对手的距离，让学员实现针对性备考。</p>
甄选师资	<p>甄选学科能力在线老师，按季度在学员评价及满意度考核、授课效果和教研成功等指标中保持本省单科前三。</p> <p>深入了解本省考情考务，帮助学员强化学习技巧，掌握做题策略。</p> <p>10 年国、省、市考真题储备，并具备本科目出题能力。</p>
日程安排	封闭寄宿环境、吃住学一体化、上课集中存放手机保证心无旁骛学习
上课地点	西藏、江苏、甘肃、陕西、吉林、福建、宁夏、河南、云南、浙江、安徽、河北、湖南、辽宁

资料来源：华图教育官网，华西证券研究所

4.2. 基地班爬坡带动利润率提升

公司基地班爬坡有望带动利润率持续提升。根据我们测算：1) 基地班新校/次新校/老校在校人数分别为 300/500/1000 人，单班人数逐步提升带动师生比提升，新校/次新校/老校毛利率分别为 55%/66%/69%，随着校区的口碑提升，销售费用率有望有所下降，新校/次新校/老校经营利润率有望达到 17.5%/31.2%/40.1%。今年基地直通车班型刚起步，随着成熟校区逐步增多公司利润率有望持续提升。

表 10 华图基地班单校模型预测

	新校	次新校	老校
基地班人数	300	500	1000
基地班人均学费 (元)	130	145	150
基地班住宿费 (元)	10	10	10
培训时间 (天)	100	140	150
基地班收入(亿元)	0.04	0.11	0.24
基地班教师人数	4	6	10
师生比	80	90	100
教师工资 (亿元)	0.01	0.02	0.03
教材成本 (亿元)	0.0003	0.0005	0.0010
住宿+会议室租金成本	0.008	0.020	0.043
累计成本 (亿元)	0.019	0.037	0.074
累计毛利 (亿元)	0.02	0.07	0.17
毛利率	55%	66%	69%
销售费用 (亿元)	0.011	0.02	0.04
管理费用 (亿元)	0.004	0.01	0.02
研发费用 (亿元)	0.001	0.002	0.005
经营利润 (亿元)	0.007	0.034	0.096
经营利润率	17.5%	31.2%	40.1%

资料来源：华图教育，华西证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计 2025-2027 年公司营业总收入分别为 33.13/39.4/46.76 亿元，同比增长 17%/19%/19%；归母净利润分别为 3.24/4.0/5.96 亿元，同比增长 511%/24%/49%，我们基于分业务进行盈利预测：

分业务来看：1) 我们预计 2025-2027 年非学历培训收入分别为 32.82/39.15/46.56 亿元，同比增速为 18%/19%/19%。其中：a) 预计 2025-2027 年面授收入分别为 29.64/31.95/30.35 亿元，同比增速为 8%/-5%；培训人次分别为 43.56/47.92/45.52 万人，同比增速为 32%/10%/-5%；人均学费分别为 0.68/0.67/0.67 万元/人，同比增速为-9%/-

2%/0%。b) 预计 2025-2027 年直通车收入分别为 1.17/4.995/13.78 亿元，同比增速为 327%/176%。c) 预计 2025-2027 年在线培训收入分别为 2/2.21/2.43 亿元，同比增速为 20%/10%/10%。2) 预计 2025-2027 年住宅设计收入分别为 0.31/0.25/0.20 亿元，增速为 -25.0%-20.0%/-20.0%。

表 11 收入拆分

	2024-12-31	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2832.8	3312.65	3940.20	4675.59
YOY(%)	1046.3%	17%	19%	19%
归母净利润 (百万元)	53	324	400	596
YOY(%)	-157.6%	511%	24%	49%
净利率	1.9%	9.8%	10.2%	12.8%
分业务拆分				
非学历培训 (百万元)	2791.38	3282	3915	4656
YOY(%)	1309.3%	18%	19%	19%
教育净利润	76.65	431.23	533.37	631.97
净利率	2.7%	13.1%	13.6%	13.6%
面授	2467.25	2964	3195	3035
YOY(%)			8%	-5%
培训人次	330,000	435,600	479,160	455,202
YOY(%)		32%	10%	-5%
人均学费 (万元/人)	0.75	0.68	0.67	0.67
YOY(%)		-9%	-2%	0%
净利润	74	400	462	434
净利率	3%	14%	14%	14%
直通车		117	499.5	1377.5
YOY(%)			327%	176%
净利润		7.02	45.195	168.775
YOY(%)			544%	273%
在线培训	167.44	200.928	221.0208	243.12288
YOY(%)		20%	10%	10%
净利润	3.01	24.11	26.52	29.17
净利率	2%	12%	12%	12%
住宅设计	41.42	31.07	24.85	19.88
YOY(%)	-15.6%	-25.0%	-20.0%	-20.0%
净利润	-20.64	-6.21	-4.97	-3.98

净利率	-49.8%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
-----	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5.2.投资建议

迎合考公培训市场返乡化、多科化趋势，公司在基地班基础上推出打破考试界限、依据学科类型的直通车班型、同时依托租金优势、规模效应优势盈利能力更强，我们预计截至26Q1直通车基地班达到70多家，未来3年有望达到320家左右、对应利润10亿元左右。预计2025-2027年公司营业总收入分别为33.13/39.4/46.76亿元，同比增长17%/19%/19%；归母净利润分别为3.24/4.0/5.96亿元，同比增长512%/23%/49%，对应2025-2027年EPS为1.65/2.03/3.03元，26年1月27日公司收盘价85.92元对应PE为52/42/28X。首次覆盖，给予“买入”评级。

6.风险提示

政策变化的潜在风险：教育政策变动可能对招生造成不利影响。

招生人数和学费提交不达预期风险：若公司招生不及预期，学费提价不受市场接受，可能影响公司的盈利能力。

市场竞争激烈及新进入者威胁风险：伴随市场发展，新进入者威胁增加，为公司创收及盈利带来挑战。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,833	3,313	3,940	4,676	净利润	53	324	400	596
YoY(%)	1046.3%	16.9%	18.9%	18.7%	折旧和摊销	249	10	13	15
营业成本	1,318	1,524	1,793	2,081	营运资金变动	491	351	-349	518
营业税金及附加	5	6	7	9	经营活动现金流	824	672	48	1,110
销售费用	762	663	788	842	资本开支	-71	-49	-50	-49
管理费用	450	438	521	619	投资	-308	-100	0	0
财务费用	25	0	0	0	投资活动现金流	-367	-136	-33	-30
研发费用	199	233	248	295	股权募资	0	-260	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	12	14	16	19	筹资活动现金流	-263	-359	0	0
营业利润	82	464	600	852	现金净流量	194	177	14	1,079
营业外收支	-2	0	-1	-1					
利润总额	80	463	599	851	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	27	139	180	255	成长能力 (%)				
净利润	53	324	420	596	营业收入增长率	1046.3%	16.9%	18.9%	18.7%
归属于母公司净利润	53	324	420	596	净利润增长率	157.6%	511.9%	23.4%	48.8%
YoY(%)	157.6%	511.9%	29.4%	42.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.38	1.65	2.13	3.03	毛利率	53.5%	54.0%	54.5%	55.5%
					净利率	1.9%	9.8%	10.2%	12.7%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	2.8%	14.2%	16.7%	17.9%
货币资金	388	565	579	1,658	净资产收益率 ROE	18.4%	127.8%	61.2%	47.7%
预付款项	65	76	90	104	偿债能力 (%)				
存货	24	28	28	10	流动比率	0.92	0.90	1.13	1.42
其他流动资产	677	855	905	739	速动比率	0.85	0.83	1.05	1.36
流动资产合计	1,153	1,524	1,602	2,511	现金比率	0.31	0.33	0.41	0.94
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	84.6%	88.9%	72.7%	62.5%
固定资产	77	117	154	188	经营效率 (%)				
无形资产	0	0	0	0	总资产周转率	1.96	1.60	1.69	1.63
非流动资产合计	714	753	790	825	每股指标 (元)				
资产合计	1,867	2,277	2,393	3,336	每股收益	0.38	1.65	2.03	3.03
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.05	1.29	3.33	6.35
应付账款及票据	55	485	20	174	每股经营现金流	5.87	3.42	0.24	5.64
其他流动负债	1,201	1,216	1,396	1,589	每股股利	0.26	0.50	0.00	0.00
流动负债合计	1,256	1,701	1,416	1,764	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	205.24	52.11	42.22	28.37
其他长期负债	323	323	323	323	PB	35.52	52.39	20.33	10.64
非流动负债合计	323	323	323	323					
负债合计	1,579	2,024	1,739	2,086					
股本	140	193	193	193					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	288	254	654	1,250					
负债和股东权益合计	1,867	2,277	2,393	3,336					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。