



公司研究 | 深度报告 | 华图山鼎 (300492.SZ)

华图山鼎深度报告：招录考培格局重塑，基地下沉与 AI 赋能开启增长新周期

报告要点

当前招录考培需求旺盛，报名人数攀升，招录规模下滑，年龄限制放宽，竞争激烈推升参培意愿。预计我国高校毕业生高位将维持至 2038 年，为行业带来十余年发展机遇。2024 年招录考培行业 CR3 已回落至 19.2%，华图（6.6%）、粉笔（6.5%）、中公（6.1%），中公此前市占率最高达 38%，华图通过直通车班型提前锁定生源，将交付基地下沉，AI 技术应用赋能工具侧及学员侧，基于其标准化及规模化能力，市场份额有望提升。预计公司 2025-2027 年营收 33.03、39.01 和 45.96 亿元，归母净利润 3.14、3.97 和 5.05 亿元，给予“买入”评级。

分析师及联系人



赵刚

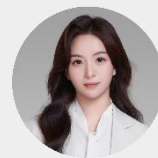
SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



曹淑蕊

华图山鼎 (300492.SZ)

2026-02-08

华图山鼎深度报告：招录考培格局重塑，基地下沉与 AI 赋能开启增长新周期

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

公司概况：招录考培赛道龙头，业务转型落地

华图山鼎前身为山鼎设计，2019 年华图教育通过华图投资完成股权转让成为公司控股股东，易定宏、伍景玉成为上市公司实控人。2023 年起，公司明确将职业教育作为战略重点方向。2025 年上半年，公司实现收入 17.24 亿元，其中非学历培训 17.10 亿元，占比约 99%，业务重心全面向职业教育聚焦。华图教育成立于 2001 年，深耕职教赛道二十余载，由易定宏博士创办。公司聚焦招录考试培训和职业能力培训，依托多分支机构的管理能力，以及科技化教育产品的高效交付能力，为学员提供更好的学习体验和机遇。2025 年，华图教育依托集团在全国设有 1000 多家学习中心，拥有超过 10000 名高素质员工。

行业：招录考培赛道稳定增长，竞争格局重塑

招录考培行业逆周期属性与长期增长逻辑兼备。经济下行周期，就业压力与求职者的焦虑求稳心理驱动泛体制内就业需求结构性增长。2026 年国考报名人数共有 371.8 万人通过资格审查，计划招录人数较上年减少至 3.81 万人，竞争比例达 98:1，报考人数持续攀升、招录规模下滑，竞争激烈推升参培意愿；长期看，2016 年以前我国每年出生人口保持 1500 万以上高位，预计我国高校毕业生数量将维持高位至 2038 年，为行业需求提供支撑。我们测算预计 2026-2031 年我国招录类考试培训整体市场规模由 505 亿元稳步提升至 671 亿元，对应 CAGR 约 6%。供给侧方面，原行业龙一中公份额收缩，大量区域性中小机构承接市场，我们测算预计 2024 年招录考培行业 CR3 已回落至 19.2%，华图 (6.6%)、粉笔 (6.5%)、中公 (6.1%)，中公此前市占率最高达 38%，为具备标准化、规模化能力的头部平台带来存量市场整合机遇。

成长：产品创新，AI 赋能，开启增长新周期

行业机遇涌现下，华图通过“考编直通车”大单品，锁定长周期生源，同时将交付基地下沉，推行区域运营改革，计划三年内建成超 320 个地市级“轻型基地”，将高标准交付能力由省会向下沉市场渗透，其长时间周期及重运营的交付模式对地方中小机构构成了极高的进入门槛，同时精准捕捉学员当前备考痛点，依靠公司成熟化和标准化的课程研发、师资调度、管理流程体系，得以大规模复制，有望承接更多市场需求，并持续扩大份额。此外，公司全面启动 AI 战略，并与粉笔达成战略合作。用户侧，通过 AI 面试、AI 批改等约 20 款产品覆盖全业务链条；工具侧，AI 助力华图招生转化率提升 35%，销售人员人均效率提升超 50%。2025 年，公司内部已有近 70%、约 7000 名员工深度使用 AI 工作台，覆盖教师、销售、班主任等核心岗位。

投资建议与盈利预测

当前招录考培需求旺盛，报名人数攀升，招录规模下滑，年龄限制放宽，竞争激烈推升参培意愿。预计我国高校毕业生高位将维持至 2038 年，为行业带来十余年发展机遇。2024 年招录考培行业 CR3 已回落至 19.2%，华图 (6.6%)、粉笔 (6.5%)、中公 (6.1%)，中公此前市占率最高达 38%，华图通过直通车班型提前锁定生源，将交付基地下沉，AI 技术应用赋能工具侧及学员侧，基于其标准化及规模化能力，市场份额有望提升。预计公司 2025-2027 年营收 33.03、39.01 和 45.96 亿元，归母净利润 3.14、3.97 和 5.05 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

1、市场竞争加剧；2、政策变动风险；3、线下教学基地扩张不及预期风险；4、AI 技术落地及赋能效应不及预期风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

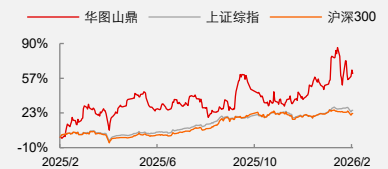
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	80.02
总股本(万股)	19,668
流通A股/B股(万股)	19,668/0
每股净资产(元)	2.02
近12月最高/最低价(元)	101.86/58.00

注：股价为 2026 年 2 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司概况：招录考培赛道龙头，资本化落地重塑增长	6
发展历程：深耕职教二十余载，业务转型落地	6
股权结构：华图企管持股比例 51%，易定宏为实控人	9
财务分析：业务转型开启成长新周期，预收款支撑业绩可见度	9
行业：招录考培赛道稳定增长，竞争格局重塑	11
需求侧：行业逆周期属性，长短增长逻辑兼备	11
供给侧：行业竞争战略回归理性，格局重塑带来存量机遇	14
招录考培类市场规模测算	16
成长：产品创新，AI 赋能，开启增长新周期	17
基地下沉，考编直通车大单品锁定生源	17
AI 赋能，携手粉笔线上线下优势互补	19
投资建议与盈利预测	21
风险提示	22

图表目录

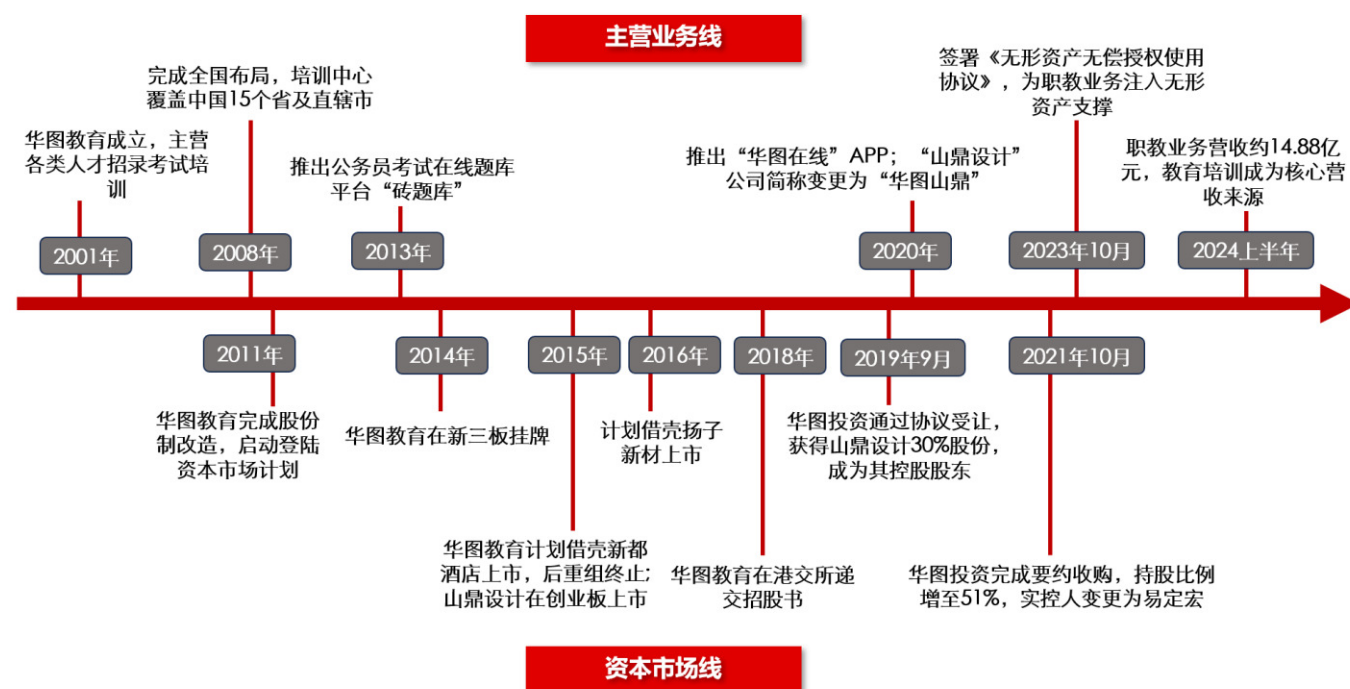
图 1：公司发展历程	6
图 2：公司营业收入（亿元）	8
图 3：公司归母净利润（亿元）	8
图 4：公司营业收入结构（亿元）	8
图 5：公司建筑设计收入营业收入逐年下滑（亿元）	8
图 6：公司股权结构	9
图 7：公司营业收入及同比增速（亿元）	10
图 8：公司归母净利润（亿元）	10
图 9：公司经营活动净现金流（亿元）	10
图 10：公司合同负债及同比增速	10
图 11：公司毛利率及净利率	11
图 12：公司销售、管理、研发费用率	11
图 13：中国教育体系与招录类考试培训行业概览（数据截至 2022 年，数字标注为各学段在校生人数）	11
图 14：我国城镇调查失业率（%）	12
图 15：我国劳动力调查失业率（%）	12
图 16：国考招录人数、报名人数及对应同比增速	12
图 17：2021 年以来国考招录比不断增长，弃考率走低	13
图 18：2021 年以来招录类考试参培率增速加快	13
图 19：2025 年国考参考人数/应届毕业生人数比例约达 21%	13
图 20：2023 年普通高校毕业人数已突破千万	14
图 21：高校毕业人数高位预计将维持至 2038 年	14
图 22：2021-2026 招录类考试培训市场规模稳定增长（十亿元）	14

图 23: 参培人数预计增长至 2026 年的 900 万名 (百万人)	14
图 24: 中公、粉笔、华图招录类教培三足鼎立, 公考教培行业集中度更高	15
图 25: 2024 年公务员考培市场份额测算 (营收/市场规模)	16
图 26: 2024 年整体招录考培市场份额测算 (营收/市场规模)	16
图 27: 招录类考试培训行业市场规模测算	17
图 28: 华图教育网点覆盖 31 个地区 (个)	18
图 29: 华图教育 2026 考编直通车系列课程	19
图 30: 华图教育 2026 考编直通车系列课程	19
图 31: 华图教育“三位一体”的 AI 战略	20
表 1: 2019 年山鼎设计股东与华图投资签署的《股份转让协议》	7
表 2: 公司分批设立分公司计划	8
表 3: 招录类考培市场龙头市占率测算	15
表 4: 《华图山鼎设计股份有限公司关于签订战略合作协议的公告》	20
表 5: 公司营收及利润敏感性分析 (百万元)	22

公司概况：招录考培赛道龙头，资本化落地重塑增长

华图教育成立于 2001 年，为华图山鼎的全资子公司，由易定宏博士创办的华图集团实控。公司聚焦招录考试培训和职业能力培训，致力于“以教育推动社会进步”的使命，依托多分支机构的管理能力，以及科技化教育产品的高效交付能力，为学员提供更好的学习体验和机遇。2025 年，华图教育依托集团在全国设有 1000 多家学习中心，拥有超过 10000 名高素质员工。作为职业教育领域企业，华图教育秉承“以客户为中心，以奋斗者为本”的经营理念，通过好老师、好课程、好服务，“三好华图”，持续创新教学方法，提升服务品质，所研发的“红领培优”、“基地班”、“事业有成”等系列课程有口皆碑。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

发展历程：深耕职教二十余载，业务转型落地

一、初步发展期（2001-2009年）：业务聚焦与全国化起步

2001 年，创始人易定宏博士洞察公职考试需求快速增长趋势，在北京通州成立华图教育，早期业务主要涵盖公务员、司法等考试辅导及相关图书出版。2003 年司法部发布官方教材后，公司迅速调整战略，将核心资源聚焦于国家公务员考试培训，并于 2004 年正式切入国考培训主赛道，确立未来发展的业务基础。

伴随行业需求持续扩大，华图积极推进市场布局：2007 年创办国内首家公职考试在线教育平台“华图网校”，率先开展线上教学，得益于持续的品牌沉淀与价值传播，线上用

户规模快速增长，为后续阶段的规模化发展奠定了坚实基础；进入 2008 年后，全国化扩张提速，在 15 个省份及直辖市设立直属分校，初步形成覆盖全国的业务网络。

二、多元发展期（2010–2018 年）：业务扩展与资本市场探索

2012 年，华图教育在巩固公务员培训业务的基础上，向教师招聘、事业单位招聘、金融系统招录等领域延伸，逐步构建覆盖公职类与准公职类考试的多元化产品矩阵。随着业务类型不断丰富，公司从单一的公务员培训机构成长为面向多赛道的综合性职业教育服务提供商。

公司线上线下一体化布局的逐步成型。线下方面，截至 2010 年华图已在全国重点区域设立 400 余家分公司，基本完成全国化服务网络布局。线上方面，公司于 2013 年推出公务员考试在线题库平台“砖题库”，依托大数据生成个性化学习方案，提升线上服务能力与用户覆盖深度。

三、战略发展期（2019 年至今）：资本运作与业务转型

2019 年起，公司通过资本运作和业务重构进入战略升级阶段。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、袁歆与华图宏阳投资有限公司（后更名为天津华图宏阳企业管理有限公司，简称华图投资）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，其中华图投资表决权为 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。次年 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 万股华图山鼎；2021 年 10 月要约收购完成，控股权占比提升至 51%，同时车璐、袁歆及原动力持股比例降为 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的《股份转让协议》

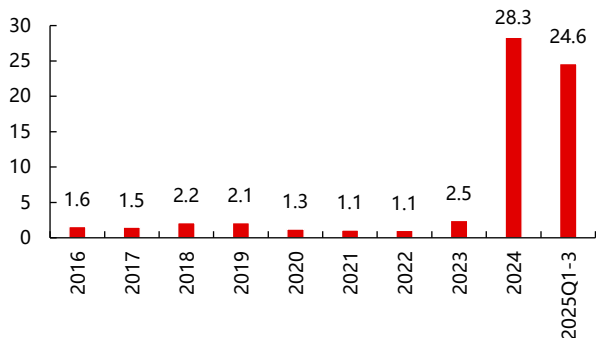
股东	标的股份过户登记完成前		标的股份过户登记完成后			
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例	表决权数（股）	表决权比例
车璐	24,274,448	29.18%	18,214,448	21.90%	18,214,448	21.90%
袁歆	24,061,500	28.92%	5,161,500	6.20%	0	0.00%
天津原动力	5,850,000	7.03%	5,850,000	7.03%	0	0.00%
华图投资	0	0.00%	24,960,000	30.00%	24,960,000	30.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

自 2023 年起，公司明确将职业教育作为战略重点方向。2023 年 7 月，公司审议通过《关于拟拓展新业务的议案》，拟进入职业教育培训领域，以提升业务弹性并降低单一行业波动对经营的影响。同年 10 月，华图教育科技与关联方华图宏阳签署《无形资产无偿授权使用协议》，获得商标、非学历培训课件、域名及系统资源等关键无形资产的免费使用权。在资产注入与业务整合推动下，公司顺利完成从建筑设计向职业教育的战略转型，形成以非学历培训为绝对主导的业务结构。

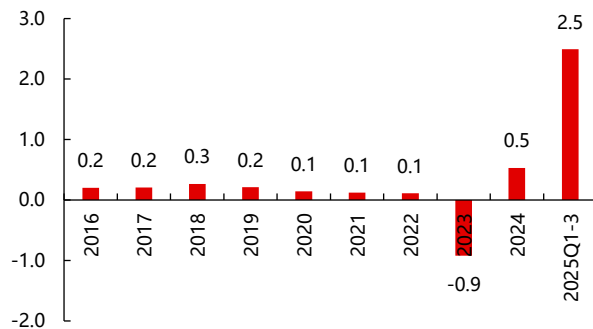
财务端转型成果持续显现。2023 年公司实现营业收入 2.47 亿元，其中非学历培训收入 1.98 亿元，占比约 80%。2024 年收入快速提升至 28.33 亿元，非学历培训贡献 27.91 亿元，占比约 98.5%。2025 年上半年进一步录得收入 17.24 亿元，其中非学历培训 17.10 亿元，占比约 99%，原建筑设计业务占比降至不足 2%，业务重心全面向职业教育聚焦。

图 2：公司营业收入（亿元）



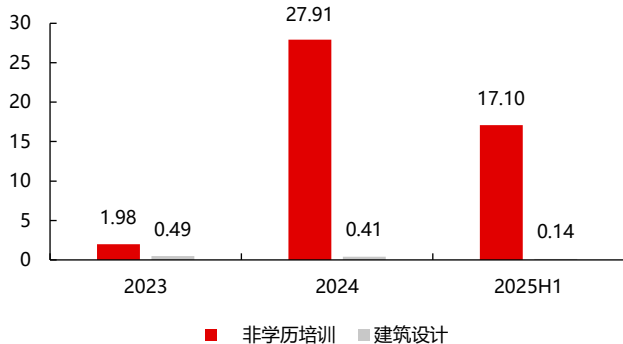
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：公司归母净利润（亿元）



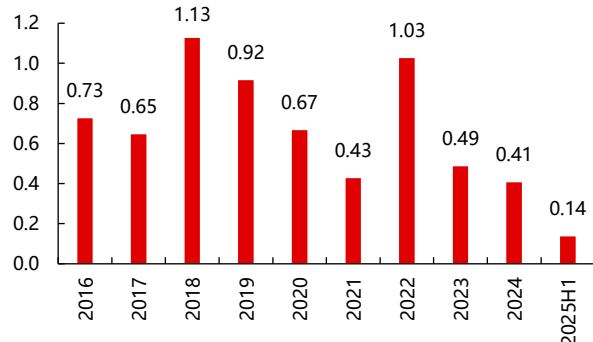
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司营业收入结构（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：公司建筑设计收入营业收入逐年下滑（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

2023 年起，公司根据自有资金的规模以及业务需求在全国分批次设立分公司，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。分公司设立过程中将同步开展相关人员招聘、业务系统、财务系统等管理系统的建立，优先招揽华图宏原经营相关业务的重要员工。**截至 2025 年 6 月 30 日，公司已在全国范围内设立 700 余家分公司开展培训业务，共计培训学员超过 27 万人次。**

表 2：公司分批设立分公司计划

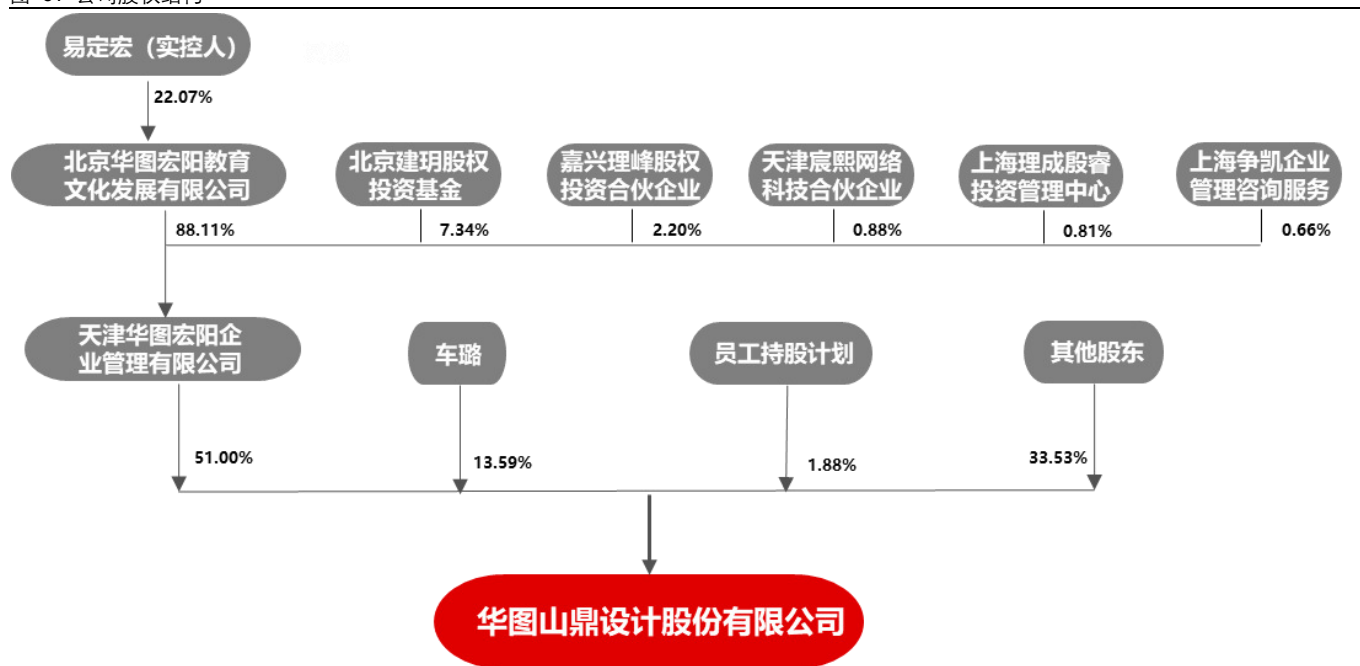
批次	地址
第一批	北京、四川、山东、河南、湖北、吉林各地市
第二批	广东、山西、辽宁、云南、安徽各地市
第三批	河北、浙江、陕西、江苏、湖南各地市

资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构：华图企管持股比例 51%，易定宏为实控人

截至 2025 年三季度公告，公司第一大股东为天津华图宏阳企业管理有限公司，持股比例为 51%。公司实控人为易定宏与其一致行动人伍景玉。原山鼎设计股份有限公司原始股东车璐持股比例为 13.59%。2025 年员工持股计划持股比例为 1.88%，持股计划的参与对象为公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员及董事会认为需要激励的其他人员，参与人数为 221 人。其他股东持股比例为 33.53%，其中包括原山鼎设计股份有限公司原始股东文学军（0.66%）等。

图 6：公司股权结构

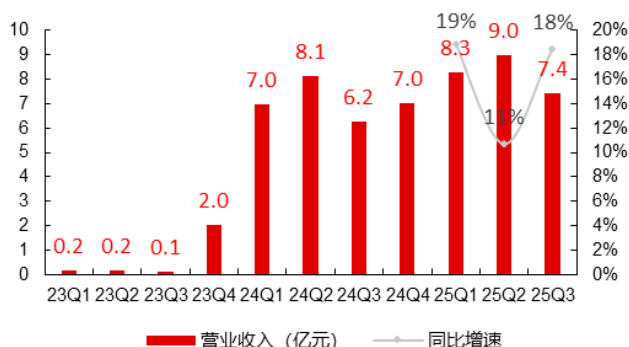


资料来源：Wind，长江证券研究所 数据截至 2025 年三季度公告

财务分析：业务转型开启成长新周期，预收款支撑业绩可见度

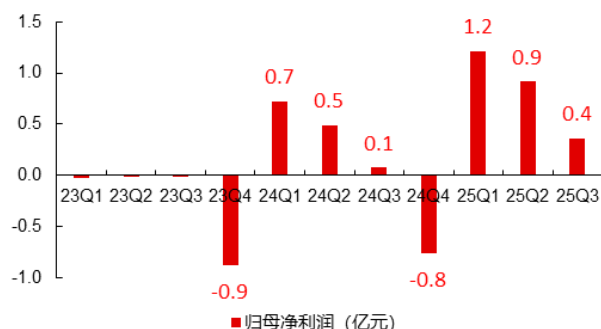
营收跨越式增长，归母净利润扭亏为盈进入业绩兑现期。自 2023Q4 公司非学历培训业务实质性开展以来，公司收入规模呈现爆发式增长，攀升至 2024Q1 的 7.0 亿元。2025Q1-Q3，公司单季度营收分别达 8.3、9.0、7.4 亿元，同比增长 19%、11%、18%。利润端，公司 2024Q1 实现归母净利润 0.7 亿元，2025Q1 进一步增长至 1.2 亿元。

图 7：公司营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

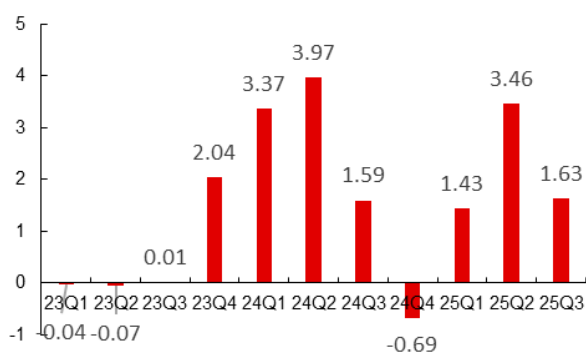
图 8：公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

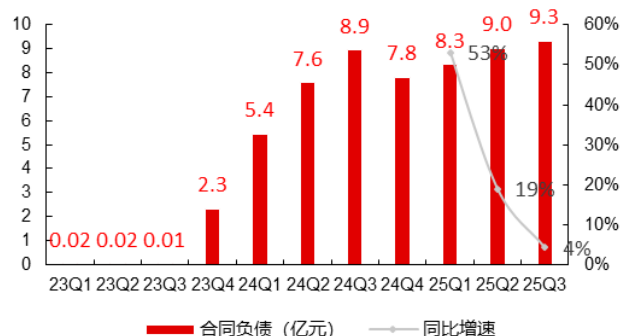
经营现金流改善，合同负债规模高增。教培行业预收款的模式，为公司经营现金流提供保障，2025Q2 单季度经营性现金流净额达 3.46 亿元，经营活动净现金流持续领先于同期净利润。合同负债作为学员预缴的学费，未来将随着课程交付完成，达到收入条件后逐步转化为收入。公司截至 2025Q3 的合同负债达到 9.3 亿元，反映业务需求旺盛，为公司后续季度的营业收入结转提供一定确定性。

图 9：公司经营活动净现金流（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

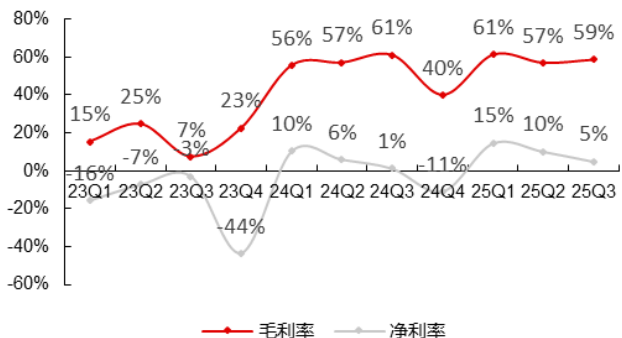
图 10：公司合同负债及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利中枢显著上移，规模效应显现，费用结构随业务转型优化。公司盈利能力显著改善，毛利率水平由 2023 年转型前的低位显著提升，2024Q1 毛利率跃升至 56%，此后基本稳定在 55%-61% 的高位区间。净利率随毛利同步回升并实现扭亏，但受季节性费用投放影响波动较大，2025 年以来净利率水平在 5%-15% 区间波动。费用率方面，公司销售费用率优化明显，由 2024Q3 的 37% 回落至 2025Q3 的 24%；管理费用率整体也呈现优化趋势，管理红利逐步释放；研发费用率方面，公司坚定执行 AI 战略，研发投入持续加码，2025Q3 研发费用率约达 7%，持续支撑 AI 面试、AI 批改等创新产品的迭代更新。

图 11: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 公司销售、管理、研发费用率

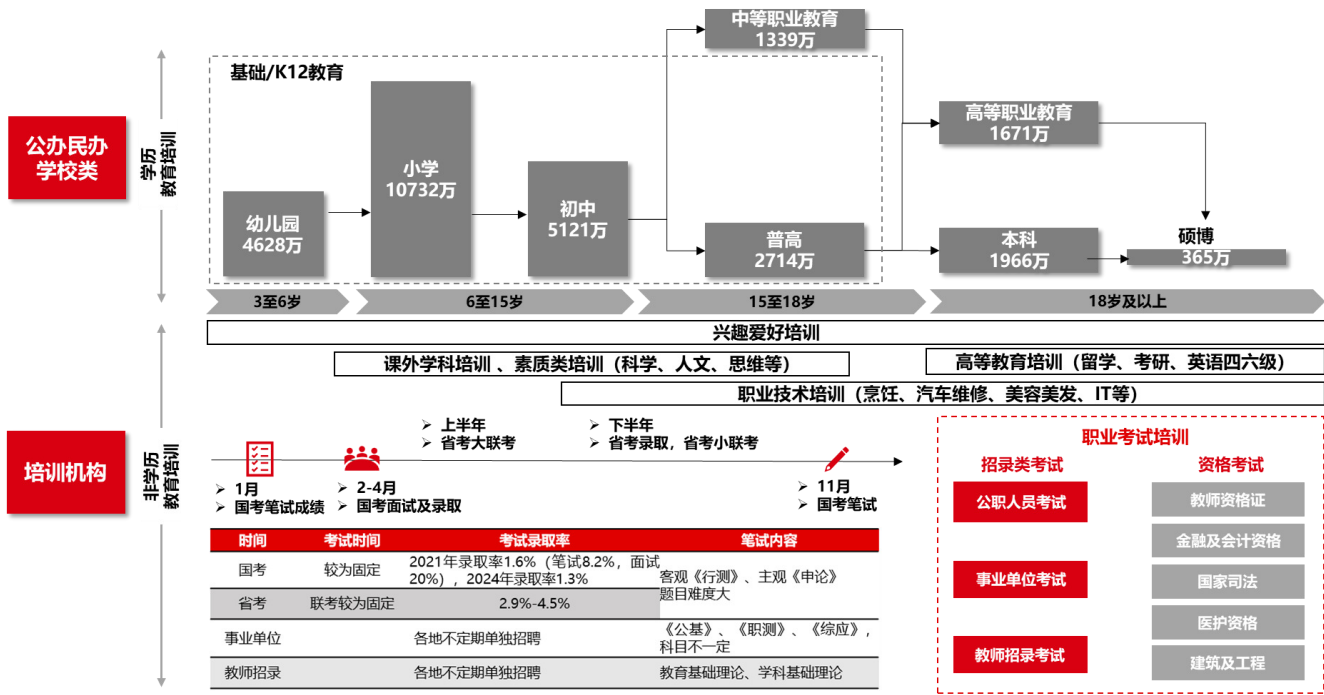


资料来源: Wind, 长江证券研究所

行业：招录考培赛道稳定增长，竞争格局重塑

中国教育体系可以分为学历类和非学历类，华图主营业务为非学历教育中的职业考试培训，其中又以招录类的公考培训为主。

图 13: 中国教育体系与招录类考试培训行业概览（数据截至 2022 年，数字标注为各学段在校生人数）



资料来源: 国家统计局, 粉笔招股说明书, 长江证券研究所

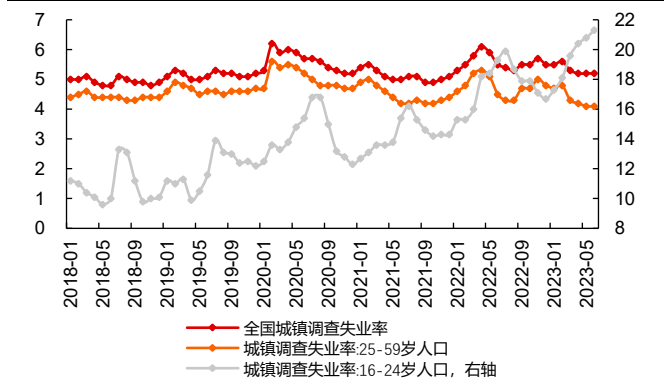
需求侧：行业逆周期属性，长短增长逻辑兼备

中短期：逆周期属性带来中短期高景气度

招录类培训行业具备逆周期属性，经济下行周期景气度较高。招录类培训具有抗周期甚至逆周期属性。经济下行周期，我国城镇青年失业率抬升，有“编制”、“铁饭碗”、“特

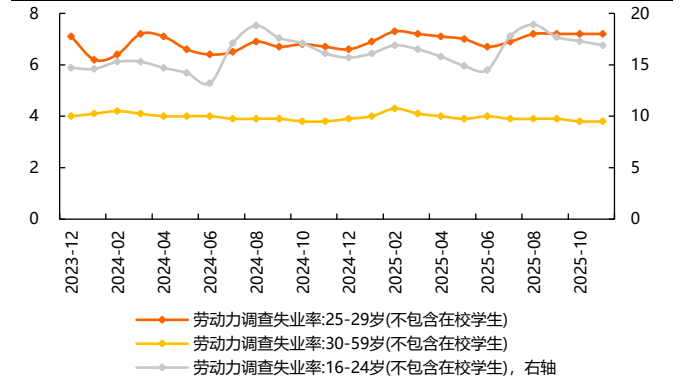
权与高福利”等传统意识里的泛体制内光环在整体环境对比之下更为耀眼，求职者的焦虑求稳心理驱动泛体制内就业需求结构性增长，考公考编热度逐年攀升。

图 14：我国城镇调查失业率（%）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

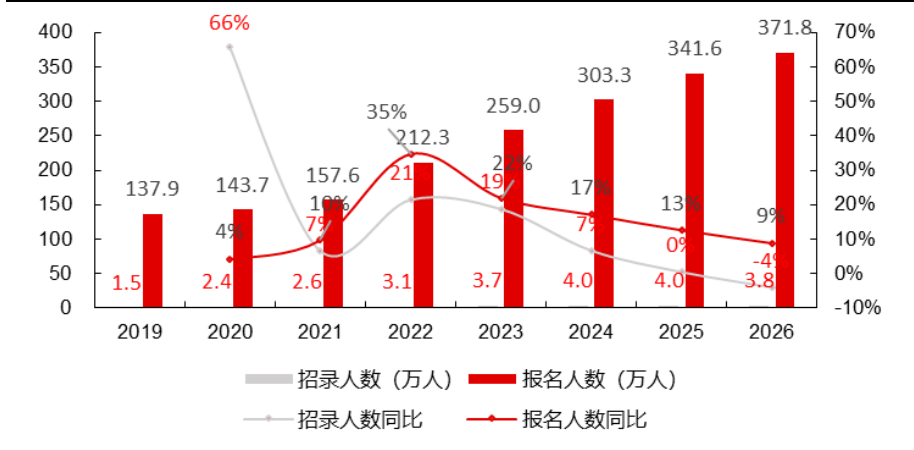
图 15：我国劳动力调查失业率（%）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

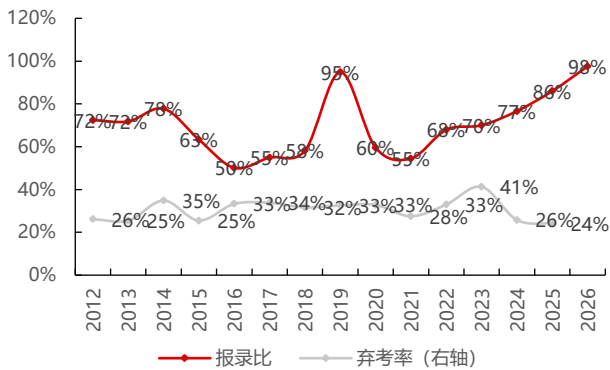
报名人数攀升，招录规模下滑，年龄限制放宽，竞争激烈推升参培意愿。2026 年国考计划招录 3.81 万人，较上年减少 0.16 万人，但报名人数逆势增长，2026 年共有 371.8 万人通过资格审查，较 2025 年增加 30.2 万人，竞争比例达 98:1，平均约每 100 人竞争一个岗位。此次国考首次将普通岗位年龄限制放宽至 38 周岁（以往为 35 周岁），应届硕士、博士研究生年龄上限提高至 43 周岁（以往为 40 周岁）。政策调整直接带动报考人数攀升，部分有社会经验或高学历群体加入竞争。

图 16：国考招录人数、报名人数及对应同比增速



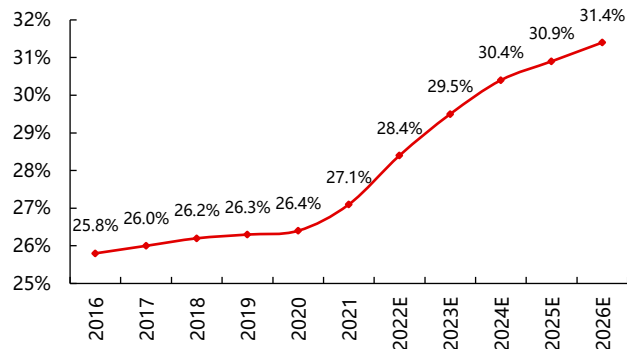
资料来源：国家公务员局，长江证券研究所

图 17：2021 年以来国考招录比不断增长，弃考率走低



资料来源：国家公务员局，长江证券研究所

图 18：2021 年以来招录类考试参培率增速加快

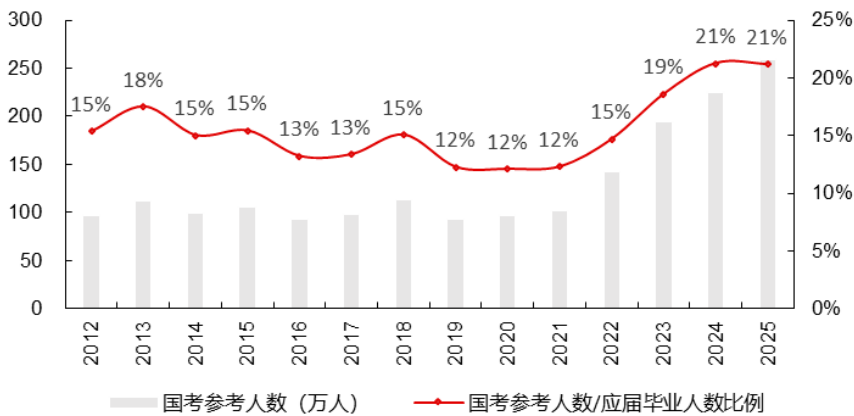


资料来源：教育局，人力资源和社会保障部，国家公务员局，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

长期：招录类稳定增长的长青赛道

招录类培训行业是稳定增长的长青赛道。从高校毕业生规模来看，2016 年以前中国每年出生人口保持 1500 万以上的高位，其中，2016 年的出生人口达到峰值，为 1883 万人，这些出生人口预计将在 2034 年参加高考，本科毕业时间为 2038 年，叠加高等教育普及率提升、高校扩招加码，2038 年之前预计我国应届毕业生将保持增长趋势，由此带来每年新增的就业需求增长。

图 19：2025 年国考参考人数/应届毕业生人数比例约达 21%



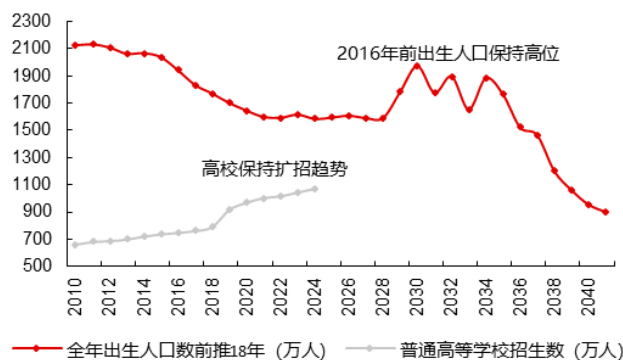
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 20: 2023 年普通高校毕业生人数已突破千万



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

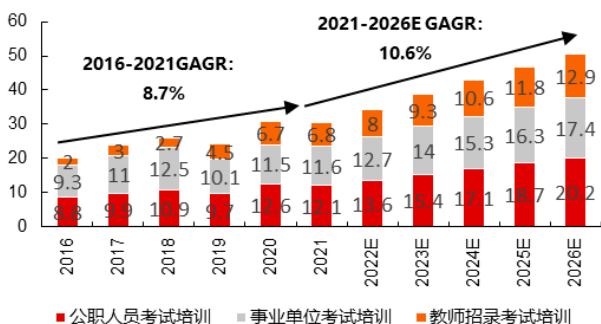
图 21: 高校毕业生人数高位预计将维持至 2038 年



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

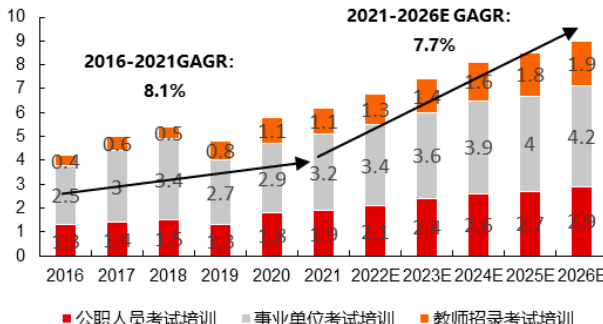
2026 年招录类考试培训市场规模预计将超过 500 亿元。根据弗若斯特沙利文报告, 按收入计, 中国招录类考试培训行业的市场规模预计从 2021 年的 305 亿元增至 2026 年的 505 亿元, 复合年均增长率为 10.6%; 参培人数预计从 2021 年的 620 万名增至 2026 年的 900 万名, 复合年均增长率为 7.7%。

图 22: 2021-2026 招录类考试培训市场规模稳定增长 (十亿元)



资料来源: 教育局, 人力资源和社会保障部, 国家公务员局, 弗若斯特沙利文, 长江证券研究所

图 23: 参培人数预计增长至 2026 年的 900 万名 (百万人)

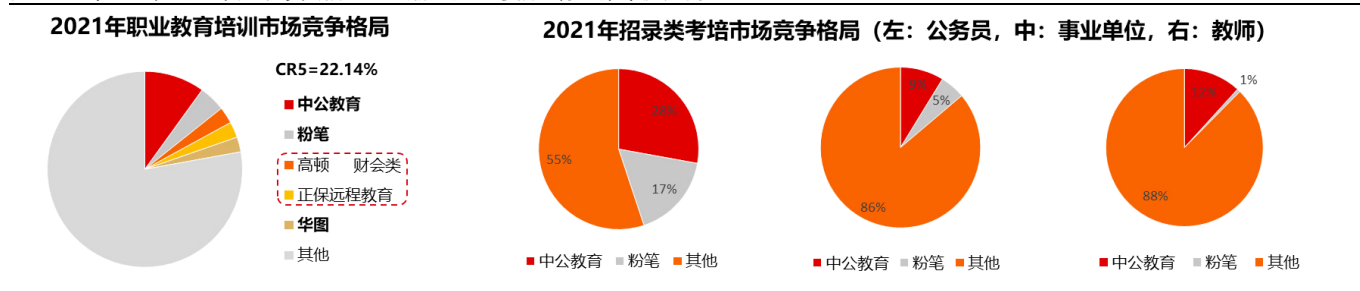


资料来源: 教育局, 人力资源和社会保障部, 国家公务员局, 弗若斯特沙利文, 长江证券研究所

供给侧: 行业竞争战略回归理性, 格局重塑带来存量机遇

中公、粉笔、华图为招录考培三大巨头, 公考类教培行业集中度更高。由于职业教育培训考试培训初始投资少、名师效应强, 且其中的事业单位考试和教师招录考试本地性强, 标准化程度较低, 因此行业的进入壁垒相对较低、头部集中度较低。根据弗若斯特沙利文报告, 2021 年中国职业教育培训考试培训市场 CR5 为 22.14%。其中中公、粉笔、华图的主营业务为职业招录类考试培训。根据收入和弗若斯特沙利文测算的市场规模, 招录类行业细分考试中, 公考教培的行业集中度最高, 2021 年粉笔和中公两家公考培训市场份额超过 40%。

图 24：中公、粉笔、华图招录类教培三足鼎立，公考教培行业集中度更高



资料来源：粉笔招股书，各公司公告，长江证券研究所

行业竞争格局重塑，存量机遇涌现。过去行业格局为三足鼎立，中公为市场份额第一的龙头，华图、粉笔分别以线下/线上模式差异化竞争。以各公司招录考培类收入/招录考培市场规模测算各公司市占率，中公市占率最高达 37.8%。2021 年开始，中公协议班模式弊端暴露，巨头倒下，大量教师流至中小机构，且事业单位及教师招录考培集中度更低，地方中小机构众多，客单价较低，导致行业格局分散化。**我们测算，2024 年招录考培行业 CR3 合计市占率预计回落至 19.2%，中公、华图、粉笔市占率分别约 6%左右。**

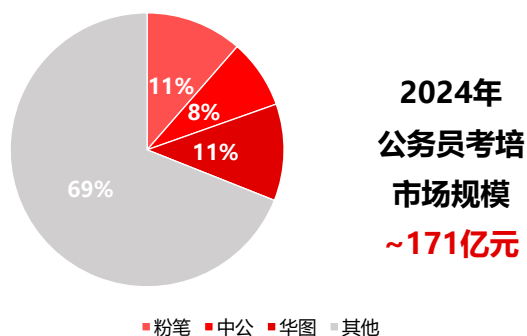
表 3：招录类考培市场龙头市占率测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中公	32.6%	27.9%	23.9%	37.8%	36.4%	22.7%	14.1%	8.0%	6.1%
华图山鼎	-	-	-	-	-	-	-	0.5%	6.6%
粉笔	-	-	-	4.8%	6.9%	11.2%	8.2%	7.8%	6.5%
CR2				42.5%	43.3%	33.9%	22.3%	15.8%	13.1%
CR3									19.2%

资料来源：粉笔招股书，各公司公告，长江证券研究所

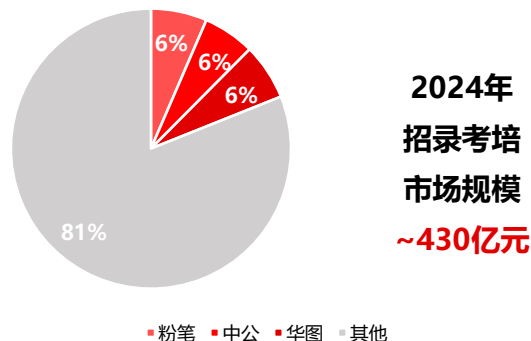
中小机构天花板或已现，头部平台份额有望提升。过去四年地方中小机构凭借管理半径短、交付成本低等天然优势，在短期内有效承接了部分区域存量市场。然而，低价格策略不可持续，中小机构也存在课程产品非标且难以大规模复制、内容更新滞后、交互模式难以升级的短板，增长动能面临天花板。长期看，大平台拥有成熟的教研中台体系，能够实现课件、题库、教学法的标准化，响应速度和专业深度优于中小机构。当前，华图等大机构通过考编直通车等大单品提前锁定生源，通过 AI 技术应用实现了交互模式的跨代升级，头部机构基于研发能力和内容迭代优势，市场份额有望提升，行业洗牌或进入尾声。

图 25: 2024 年公务员考培市场份额测算 (营收/市场规模)



资料来源: 粉笔招股书, 各公司公告, 长江证券研究所

图 26: 2024 年整体招录考培市场份额测算 (营收/市场规模)



资料来源: 粉笔招股书, 各公司公告, 长江证券研究所

招录考培类市场规模测算

我们基于参考人数、参培率及客单价自下而上测算, 预计 2026-2031 年我国招录类考试培训整体市场规模由 505 亿元稳步提升至 671 亿元, 对应 CAGR 约 6%。其中, 公务员考试培训为最大细分赛道, 市场规模由 2026 年的 202 亿元增长至 2031 年的 284 亿元, 主要受益于报考人数稳步增长及客单价温和上行; 事业单位考试培训市场规模由 174 亿元增至 242 亿元, 市场规模约与公务员考培市场规模相当; 教师招录考试培训市场规模由 129 亿元增长至 145 亿元, 增长相对平缓。

图 27：招录类考试培训行业市场规模测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
招录类考试培训	市场规模 (十亿元)	30.8	30.5	34.3	38.7	43	46.8	50.5	53.8	57.3	60.3	63.6	67.1
	yoy	27%	-1%	12%	13%	11%	9%	8%	6%	7%	5%	5%	6%
	年报考人次 (百万人)	22.0	22.9	23.9	25.1	26.6	27.5	28.7	29.9	31.2	32.3	33.4	34.5
	yoy	20%	4%	5%	5%	6%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
	参培率	26%	27%	28%	30%	30%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
	独立学员人次 (百万人)	5.8	6.2	6.8	7.4	8.1	8.5	9.0	9.4	9.8	10.1	10.5	10.8
yoy	21%	7%	10%	9%	9%	5%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	
客单价 (元)	5310	4919	5044	5230	5309	5506	5611	5723	5848	5950	6070	6192	
yoy	5%	-7%	3%	4%	2%	4%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	
公职人员考试培训	市场规模 (十亿元)	12.6	12.1	13.6	15.4	17.1	18.7	20.2	21.8	23.6	25.0	26.7	28.4
	yoy	30%	-4%	12%	13%	11%	9%	8%	8%	8%	6%	7%	7%
	年报考人次 (百万人)	4.5	5.0	6.7	8.2	9.6	10.8	11.7	12.3	12.9	13.4	14.0	14.5
	——国考报考人次 (百万人)	1.4	1.6	2.1	2.6	3.0	3.4	3.7	3.9	4.1	4.3	4.4	4.6
	——省考报考人次 (百万人)	3.1	3.4	4.6	5.6	6.5	7.4	8.0	8.4	8.8	9.2	9.5	9.9
	参培率	40%	38%	31%	29%	27%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
独立学员人次 (百万人)	1.8	1.9	2.1	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	3.2	3.3	3.5	3.6	
yoy	38%	6%	11%	14%	8%	4%	7%	5%	5%	4%	4%	4%	
客单价 (元)	7000	6368	6476	6417	6577	6926	6966	7160	7367	7520	7715	7910	
yoy	-6%	-9%	2%	-1%	2%	5%	1%	3%	3%	2%	3%	3%	
事业单位考试培训	市场规模 (十亿元)	11.5	11.6	12.7	14.0	15.3	16.3	17.4	18.7	20.1	21.3	22.7	24.2
	yoy	14%	1%	9%	10%	9%	7%	7%	7%	8%	6%	6%	6%
	年报考人次 (百万人)	12.6	13.3	12.5	12.2	12.1	11.5	11.7	12.25	12.86	13.38	13.91	14.47
	参培率	23%	24%	27%	30%	32%	35%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
	独立学员人次 (百万人)	2.9	3.2	3.4	3.6	3.9	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8	5.0	5.2
	yoy	7%	10%	6%	6%	8%	3%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
客单价 (元)	3966	3625	3735	3889	3923	4075	4143	4231	4340	4432	4533	4638	
yoy	6%	-9%	3%	4%	1%	4%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	
教师招录考试培训	市场规模 (十亿元)	6.7	6.8	8.00	9.3	10.6	11.8	12.9	13.3	13.7	14.0	14.2	14.5
	yoy	49%	1%	18%	16%	14%	11%	9%	3%	3%	2%	2%	2%
	年报考人次 (百万人)	4.8	4.6	4.8	4.7	5.0	5.2	5.3	5.38	5.49	5.55	5.60	5.66
	参培率	23%	24%	27%	30%	32%	35%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
	独立学员人次 (百万人)	1.1	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
	yoy	38%	0%	18%	8%	14%	13%	6%	2%	2%	1%	1%	1%
客单价 (元)	6091	6182	6154	6643	6625	6556	6789	6857	6926	6995	7065	7136	
yoy	8%	1%	0%	8%	0%	-1%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	

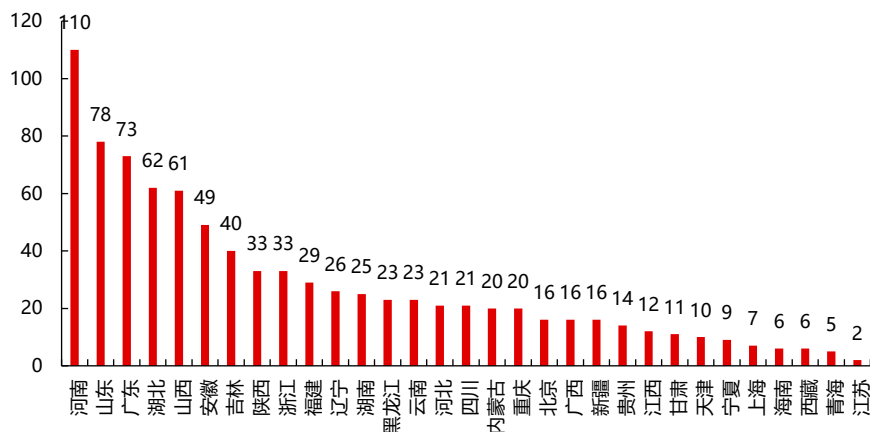
资料来源：教育局，人力资源和社会保障部，国家公务员局，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

成长：产品创新，AI 赋能，开启增长新周期

基地下沉，考编直通车大单品锁定生源

近年来，在就业招录政策持续向应届生倾斜的背景下，考生的需求呈现出几个新特点：倾向于全日制脱产备考；偏好就近上课，且希望课程覆盖备考全周期；同时更需要外部驱动力以维持学习状态。此前大量的学员在一线城市、省会大城市进行复习备考。近两年里，随着平均培训周期的拉长，返乡备考成为多数学员的选择，主要课程交付场景正向三、四线城市倾斜。因此，能否在地市区域覆盖足量的高标准的交付基地，成为了公考行业决胜的关键因素。基于此用户需求的变化，华图推行了三大改革：1) 推行区域运营改革，将产品交付下沉至地市，在地市建立“轻型基地”；2) 优化产品供给，只做一个大单品——“考编直通车”，锁定生源；3) 简化招生、转化到交付的流程，提升用户体验与运营效率。

图 28：华图教育网点覆盖 31 个地区（个）



资料来源：华图教育官网，长江证券研究所 数据截至 2026 年 1 月

1. 推行区域运营改革，将产品交付下沉至地市，在地市建立“轻型基地”

随着公考竞争难度越来越高，学员平均培训周期拉长，越来越多一线和省会城市的毕业生选择返回地市级城市进行全日制、长周期备考。除了培训课程质量，安全、优质的食宿条件也正成为学员选择的重要因素。在这一背景下，华图开始推行区域运营改革，将产品交付下沉至地市，加速全国地市基地网络布局，**公司计划 2025 年落地 70 多个地市基地，未来建成超过 320 个地市基地，为学员提供集食、宿、学、督于一体的全封闭、沉浸式的学习综合社区。**这里的下沉并非指简单的渠道下沉，而是产品交付的整体下沉，依托全国 1000 多个网点的渠道优势，将华图在省会城市已验证成功的“长周期基地班”，系统性地复制到地市。

2. 优化产品供给，只做一个大单品——“考编直通车”，锁定生源

公司非学历培训的主推产品为“考编直通车”，该产品主要利用基地交付模式，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，显著提升运营效率。“考编直通车”按学科模块划分课程，满足学员多项目备考、随到随学的需求，单班规模普遍 100 人以上。在保障交付质量的同时，有效降低单位成本，提升华图产品的市场竞争力。

图 29: 华图教育 2026 考编直通车系列课程



资料来源：广西华图教育，长江证券研究所

图 30: 华图教育 2026 考编直通车系列课程



资料来源：汕头华图教育，长江证券研究所

3. 简化招生、转化到交付的流程，提升用户体验与运营效率

在公考行业的传统模式中，一名学员从咨询到参训，通常需经历市场宣传、招生老师、跟班教务等多重环节。层层交接的服务流程，不仅效率低下，也影响学员体验。为解决这一问题，华图对服务流程进行了彻底重构。华图采取企业微信的对接方式，一名学员仅对接一名辅导员，全程仅包含三个步骤：辅导员邀请学员试听“考编直通车”→试听后引导成为正式学员→确保学员满意度。由此简化传统的“招生-转化-交付”流程，学生通过对接专属辅导员，实现试听、报名、学习服务的一站式对接，提升用户体验与运营效率。这些举措共同支撑了下沉市场业务的盈利增长。

总结来看，当前招录考培竞争格局分散，中小机构丛生。华图通过“考编直通车”大单品，将产品交付下沉，其长时间周期、重资产、重运营的交付模式对地方中小机构构成了极高的进入门槛，同时精准捕捉学员当前备考痛点，依靠公司成熟化和标准化的课程研发、师资调度、管理流程体系，得以大规模复制，有望承接更多市场需求，并持续扩大份额。

AI 赋能，携手粉笔线上线下一优势互补

华图的 AI 战略围绕“三位一体”展开，其首要落脚点在于用户侧——目标是在两年内构建覆盖全学科、全场景的闭环矩阵。具体而言，华图以学科为纵轴、场景为横轴，在学员端规划了 50 个 AI 应用场景，涵盖 AI 面试点评、AI 申论批改、AI 极简答题库、AI 拍照搜题、AI 个性化辅导等关键环节。以 AI 申论批改为例，该场景需攻克两大核心难点：一是申论文章的手写体识别能力需实现质的飞跃，二是批改的准确性需经得起检验。华图通过数百位阅卷老师与 AI 对真实答题同时评分，通过排除噪声后平均值差异不断修正强化学习，使得准确性不断得到提升。

图 31：华图教育“三位一体”的 AI 战略



资料来源：华图教育，长江证券研究所

在内容侧，华图计划在两年内构建覆盖全模态、全行业的高质量数据体系，包括真题解析库、模拟题库、文章库等核心资源。在工具侧，华图构建“全岗位、全场景”的智能工作台，作为人机协同的载体。2025 年，AI 助力华图招生转化率提升 35%，销售人员人均效率提升超 50%；华图内部已有近 70%、约 7000 名员工深度使用 AI 工作台，覆盖教师、销售、班主任等核心岗位。以命题环节为例，目前行业命制一道模拟题的平均成本约为 200 元，一道高质量题目则需 300 元左右。而通过华图的人机协同工作台，命题老师在 AI 辅助下完成创作、修正与确认，所生成的题目质量已显著超越纯人工命题，同时将单题成本大幅降低。

与粉笔签订战略合作协议，通过整合双方在线上与线下渠道的差异化资源，有望进一步巩固双方在行业中的优势地位，提升综合竞争力。2025 年 12 月 15 日，公司发布关于签订战略合作协议的公告，为了优化招录类考试培训市场的竞争环境，提升用户体验、实现资源优势互补、共同拓展成人非学历培训市场、共同推动行业规范化、高质量发展，将与粉笔开展战略合作。在 AI 方面，双方将共同开发招录考培类行业 AI 应用方案，通过整合双方各自在 AI 技术开发领域优势，粉笔将就 AI 融入课程与产品进行交流分享，促进核心研发团队间的专业经验交流，共同探索开发 AI 课程的发展前景。

表 4：《华图山鼎设计股份有限公司关于签订战略合作协议的公告》

合作方向	协议主要内容
投资合作	双方探讨寻求在股权层面进行合作，包括但不限于战略投资或控股、互相参股、共同成立合资公司等措施。
公司治理	双方可以相互派驻董事，搭建常态化沟通桥梁，吸取对方的先进管理经验，各取所长。
技术开发	双方共同推动前沿技术在行业领域的应用落地，依托各自技术的差异化优势，交流前沿技术在课程与服务产品中的融合应用路径，探索联合开发创新课程的发展前景，组织核心技术团队开展开发经验交流分享，共同打造行业发展新模式
渠道合作	双方可以对各自渠道进行整合，利用各自在线下渠道(公司)和线上渠道(粉笔)的优势，提升运营效率。
行业自律	双方共同倡导行业自律并接受用户监督，旨在透过优质服务与教学标准，树立行业标杆，抵制行业内的不良行径。
用户服务	双方共同分析行业发展趋势与用户需求变化，为合作项目调整与优化提供数据支撑。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

展望后市，AI 工具化筑基，有望从成本和收入两端推动华图的转型。AI 教育企业以学员总学时为收费基础，“总学员学时 = 总交付课时 × 单班人数”是底层经营逻辑。过去机构依赖“开大班”摊薄成本实现盈利，向外多招生，增加平均开班人数，向外求外延价值，如今 AI 正在改写规则。AI 技术的出现能够直接降低课程的成本费用，降低单人开课成本，向内求内生价值。当前，AI 已成为公司内部效率引擎，降本增效成果显著。公司在“AI 转型升级发布会”上表示，借助 AI 智能预排课、AI 智能课程生成、AI 销售质检等工具，公司大幅降低了师资成本，提升预排课效率。**AI 已预排超 10 万课时，节省整体课时约 40%，降本数千万元，未来还有超亿元优化空间；AI 单日质检量超 10 万次，成本较人工降低数十倍。**

投资建议与盈利预测

当前招录考培需求旺盛，报名人数攀升，招录规模下滑，年龄限制放宽，竞争激烈推升参培意愿，2025 年国考人数/应届生毕业人数已提升至 21%。预计我国高校毕业生高位将维持至 2038 年，为行业带来十余年发展机遇。2024 年招录考培行业 CR3 已回落至 19.2%，华图 (6.6%)、粉笔 (6.5%)、中公 (6.1%)，中公此前市占率最高达 38%，华图通过直通车班型提前锁定生源，将交付基地下沉，AI 技术应用赋能工具侧及学员侧，基于其标准化及规模化能力，市场份额有望提升。预计公司 2025-2027 年营收 33.03、39.01 和 45.96 亿元，归母净利润 3.14、3.97 和 5.05 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

1、市场竞争加剧。由于招录考试培训行业初始投资少、进入壁垒低、名师效应强，若大量中小机构进入行业，或导致公司市场份额下降，从而营收不及预期；若其他头部公司再次采用低价或不过包退等协议班的策略争夺市场份额，或导致公司收入和利润不及预期。

2、政策变动风险。针对培训机构端的监管政策方面，国家对于成人阶段、非学历职业培训行业的监管最为宽松，甚至近年来在不断鼓励、支持职业教育发展。因此主要政策风险来自于岗位端的政策变化：若招录考试时间改变，或导致报考人员弃考率增加，参培率下降，短期内损害公司营收；若公职类岗位大幅削减，或公务人员降薪，福利减少，公职岗位的热度下降，将导致报考人数和参培率降低，将对公司营收带来较长期性的影响。

3、线下教学基地扩张不及预期风险。公司目前正处于教学基地规模扩张的布局期，旨在通过规模效应提升市占率。若扩张节奏与招录周期、生源增长不匹配，或对公司业绩造成影响。同时，随着教学基地在全国范围内的快速铺设，公司面临管理难度增加、教学服务标准化落地不到位以及地方经营环境差异等挑战，若公司组织架构与人才储备无法有效支撑扩张速度，可能导致网点坪效下降。

4、AI 技术落地及赋能效应不及预期风险。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。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。综合考虑上述不确定性因素，公司经营风险可能造成的结果包括但不限于盈利预测结果偏差、估值偏高等，悲观假设下，预计公司 2025-2027 年营收增速分别为 15%、16%、16%，对应实现营收 32.46、37.69、43.65 亿元，实现归母净利润 2.94、3.49、4.19 亿元。

表 5：公司营收及利润敏感性分析（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3303	3901	4596	3246	3769	4365
YoY	17%	18%	18%	15%	16%	16%
归母净利润	314	397	505	294	349	419
YoY	493%	26%	27%	455%	19%	20%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2833	3303	3901	4596	货币资金	388	516	960	1501
营业成本	1318	1318	1556	1834	交易性金融资产	374	374	374	374
毛利	1515	1985	2344	2762	应收账款	194	226	267	314
%营业收入	53%	60%	60%	60%	存货	24	24	28	33
营业税金及附加	5	6	7	9	预付账款	65	65	77	91
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	109	127	150	176
销售费用	762	822	932	1043	流动资产合计	1153	1331	1855	2488
%营业收入	27%	25%	24%	23%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	450	492	581	684	投资性房地产	45	45	45	45
%营业收入	16%	15%	15%	15%	固定资产合计	77	77	77	77
研发费用	199	206	243	286	无形资产	0	0	0	0
%营业收入	7%	6%	6%	6%	商誉	0	0	0	0
财务费用	25	0	0	0	递延所得税资产	17	25	25	25
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	574	536	501	466
加：资产减值损失	-1	0	0	0	资产总计	1867	2015	2504	3102
信用减值损失	-5	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	55	55	65	76
投资收益	12	13	16	19	预收账款	4	4	5	6
营业利润	82	475	600	762	应付职工薪酬	192	192	227	267
%营业收入	3%	14%	15%	17%	应交税费	19	22	26	31
营业外收支	-2	-2	-2	-2	其他流动负债	987	1182	1348	1542
利润总额	80	473	598	760	流动负债合计	1256	1455	1671	1922
%营业收入	3%	14%	15%	17%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	27	159	200	255	应付债券	0	0	0	0
净利润	53	314	397	505	递延所得税负债	7	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	53	314	397	505	其他非流动负债	316	316	316	316
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	1579	1771	1987	2238
EPS (元)	0.38	1.60	2.02	2.57	归属于母公司所有者权益	288	244	517	864
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	少数股东权益	0	0	0	0
经营活动现金流净额	824	406	554	681	股东权益	288	244	517	864
取得投资收益收回现金	12	13	16	19	负债及股东权益	1867	2015	2504	3102
长期股权投资	0	0	0	0	基本指标	2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-71	-1	-1	-1	每股收益	0.38	1.60	2.02	2.57
其他	-308	3	0	0	每股经营现金流	5.87	2.06	2.81	3.46
投资活动现金流净额	-367	15	15	18	市盈率	191.58	50.09	39.62	31.17
债券融资	0	0	0	0	市净率	35.52	64.59	30.46	18.22
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	29.99	31.06	24.24	18.61
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	总资产收益率	3.7%	16.2%	17.6%	18.0%
筹资成本	0	-98	-124	-158	净资产收益率	18.4%	129.0%	76.9%	58.5%
其他	-263	-194	0	0	净利率	1.9%	9.5%	10.2%	11.0%
筹资活动现金流净额	-263	-293	-124	-158	资产负债率	84.6%	87.9%	79.4%	72.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	194	128	444	541	总资产周转率	1.96	1.70	1.73	1.64

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。