

华图山鼎（300492）公司深度报告

战略转型有序推进，借助华图品牌拓展非学历教培业务

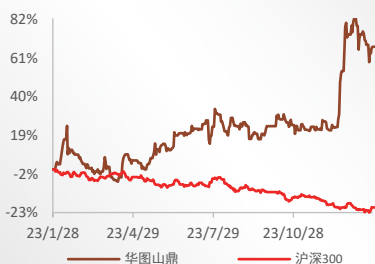
方正证券研究所证券研究报告

推荐（首次）

公司信息

行业	工程咨询服务Ⅲ
最新收盘价(人民币/元)	81.42
总市值(亿)(元)	114.38
52周最高/最低价(元)	89.01/45.65

历史表现



数据：wind 方正证券研究所

相关研究

华图山鼎拟依托华图教育相关资产战略转型，布局非学历培训业务。2019年华图教育收购上市公司山鼎设计30%的股权（山鼎设计现已更名为华图山鼎），2023年7月公司实控人易定宏、伍景玉夫妇建议公司拓展职教领域业务；同年9月底，华图山鼎全资子公司华图教育科技有限公司成立，其主营业务为职教领域下的非学历培训业务，主要包括公务员、事业单位、医疗等岗位招录考试的培训。

华图教育：非学历教培龙头之一，2023年以来盈利能力持续修复。华图教育成立于2003年，以非学历考试培训为主营业务，2012-2018H1累计拥有230万人次参与面授培训及170万人次参与线上付费培训。2023Q1-3华图非学历培训业务实现收入21亿元，已超2022全年收入，华图作为行业龙头之一，充分受益非学历培训业务行业β，经营持续修复。

行业：公职类考试热情持续高涨，参培意愿有望进一步提升，行业龙头有望受益。我们看到2024国考报考人数、报录比等数据再创新高，反应的是宏观就业压力下，大家对公职类工作的倾向，支撑招录考培需求的增长，三大龙头有望率先受益。此外，由于国考对于省考有一定的参考性，我们预计省考招生也会有不错的表现，行业高景气度可持续。

盈利预测与投资建议：未来公司计划借助通过华图品牌，逐步推进招录培训行业的业务布局，龙头效应释放、可充分受益行业需求增长。由于非学历教培相关业务的推进进度具有不确定性，因此我们仅对华图山鼎原设计相关业务进行预测，预计2023-2025年归母净利润0.02/0.07/0.12亿元，给予“推荐”评级。

风险提示：无偿授权协议未能如期履约风险；新业务拓展不及预期的风险；新增关联交易风险等。

盈利预测（人民币）

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	107	80	90	105
(+/-)%	-2.87	-25.13	12.50	16.67
归母净利润	11	2	7	12
(+/-)%	-14.47	-81.91	254.80	72.95
EPS（元）	0.08	0.01	0.05	0.09
ROE（%）	3.59	0.65	2.26	3.76
PE	444.13	5786.82	1631.01	943.07
PB	16.39	37.68	36.83	35.45

数据：wind 方正证券研究所

注：EPS预测值按照最新股本摊薄

正文目录

1 华图山鼎：战略转型进行时，有序推进非学历培训业务	4
1.1 华图教育：深耕非学历培训领域二十余年，为国内公考培训龙头	4
1.2 华图投资为控股股东，管理团队经验丰富	5
1.3 线下交付的面授培训贡献核心收入，疫后业务经营持续修复中	7
2 行业：公职类岗位招录人数屡创新高，考研等赛道发展潜力较大	10
3 核心竞争力	14
3.1 产品：招录考培三轨并行，面授在线双管齐下	14
3.2 教研：教学相长引领课程创新	16
3.2.1 教师：高标准选培新讲师，塑造出色教学阵列	16
3.2.2 研发：深度融合教学实践，领航模块化课程开发	17
3.3 渠道：全国性广泛布局，创新双师模式加速下沉	17
4 盈利预测与投资建议	19
5 风险提示	20

图表目录

图表 1: 发展历程	4
图表 2: 股权结构（截至 2024 年 1 月 28 日）	5
图表 3: 华图教育科技有限公司分批设立分公司计划	5
图表 4: 股权变动历程	6
图表 5: 主要管理层介绍（截至 2024 年 1 月 28 日）	7
图表 6: 华图教育收入及增速	8
图表 7: 华图教育归母净利润及增速	8
图表 8: 华图教育收入结构	8
图表 9: 华图教育面授培训收入结构	8
图表 10: 华图教育毛利率及净利率	9
图表 11: 华图教育毛利率结构	9
图表 12: 2016-2026 年中国招录类考培市场规模及渗透率	10
图表 13: 2016-2026 年中国招录类考培独立学员人次	10
图表 14: 2016-2026 年中国招录类考培客单价（元）	10
图表 15: 2018 届到 2024 届应届生求职首选目标企业性质占比	11
图表 16: 2016 年-2024 年国考报名、招录人数、录取率	11
图表 17: 2016 年-2022 年事业单位招聘人数及增速	11
图表 18: 2019 年国考培训市场格局	12
图表 19: 2016 年-2022 年教师资格证考试报名人数及增速	12
图表 20: 国家政策强调教育师资培训体系建设，助力教师行业发展	13
图表 21: 面授培训主要课程的招生人次（万）	14
图表 22: 线上培训运营情况	14
图表 23: 面授培训中的典型课程服务流程	15
图表 24: 线上培训中的典型课程服务流程	15
图表 25: 客单价（元）	15
图表 26: 不同学费标准区间的各类面授培训课程	16
图表 27: 2018H1 不同学费标准区间的公务员/事业单位/教师招录培训招生人次	16
图表 28: 截至 2018Q2 公司讲师及其他教职员工的学历	17
图表 29: 公司研发支出及占营收比重	17
图表 30: 华图教育渠道布局	18
图表 31: 华图教育“双师”模式	18
图表 32: 华图山鼎收入拆分与盈利预测	19

1 华图山鼎：战略转型进行时，有序推进非学历培训业务

2019 年华图教育子公司华图投资收购上市公司山鼎设计 30% 的股份（山鼎设计现已更名为华图山鼎）；2023 年 7 月易定宏、伍景玉夫妇建议公司拓展职教领域业务；同年 9 月底，华图山鼎获得华图教育相关资产无偿使用权，华图山鼎全资子公司华图教育科技成立，其主营业务为职教领域下的非学历培训业务，主要包括公务员、事业单位、医疗等岗位招录考试的培训。

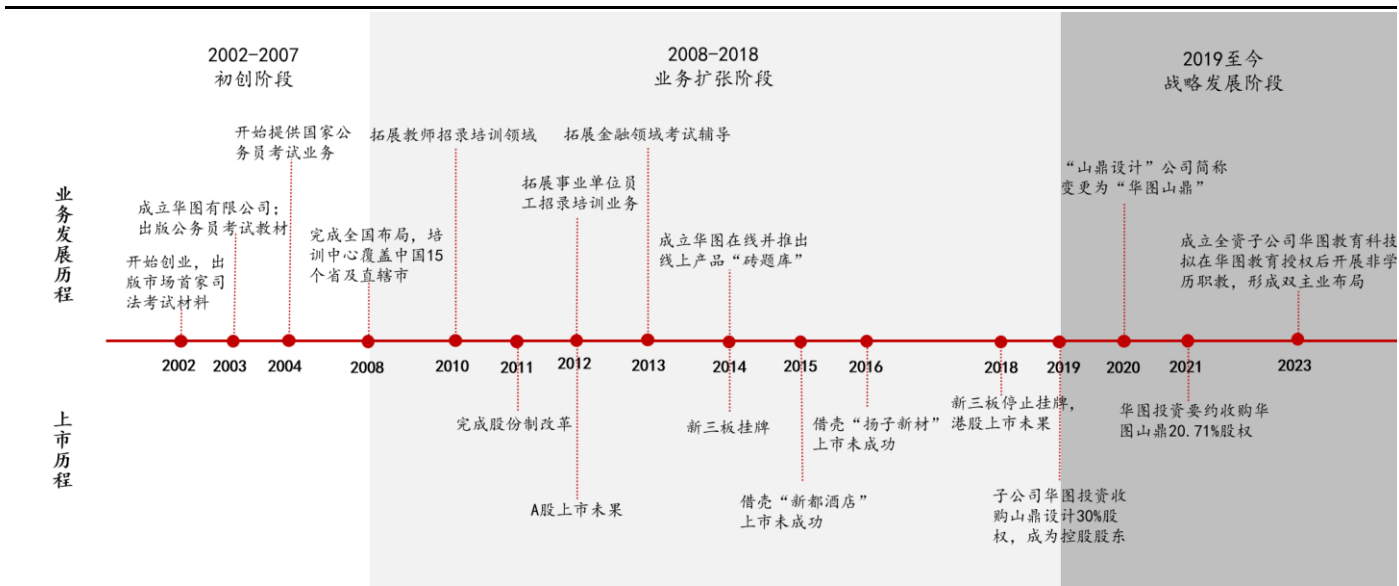
1.1 华图教育：深耕非学历培训领域二十余年，为国内公考培训龙头

1) 初创阶段（2002-2007）：2001 年易定宏出版了全国唯一的司法考试教材并得到市场的认可，随后在考公潮流下出版了公务员考试辅导教材，成立了早期的华图有限公司。卖图书起家后，华图教育开始提供国家公务员考试培训业务。截至 2008 年，华图教育已经完成了全国布局，培训中心覆盖了 15 个省及直辖市。

2) 业务扩张阶段（2008-2018）：2008 年以后，华图教育开始了多品类发展，逐步拓展了教师招录培训、事业单位员工招录培训、金融领域考试辅导等业务，并在 2014 年创立了华图在线，推出了线上产品。与此同时，2011 年完成股份制改革后，华图教育多次冲击 IPO，但均受阻。

3) 战略发展阶段（2019 至今）：2019 年华图教育战略收购上市公司山鼎设计 30% 的股权，并于 2020 年将山鼎设计更名为华图山鼎；2023 年华图山鼎拟拓展非学历教培业务。

图表1：发展历程

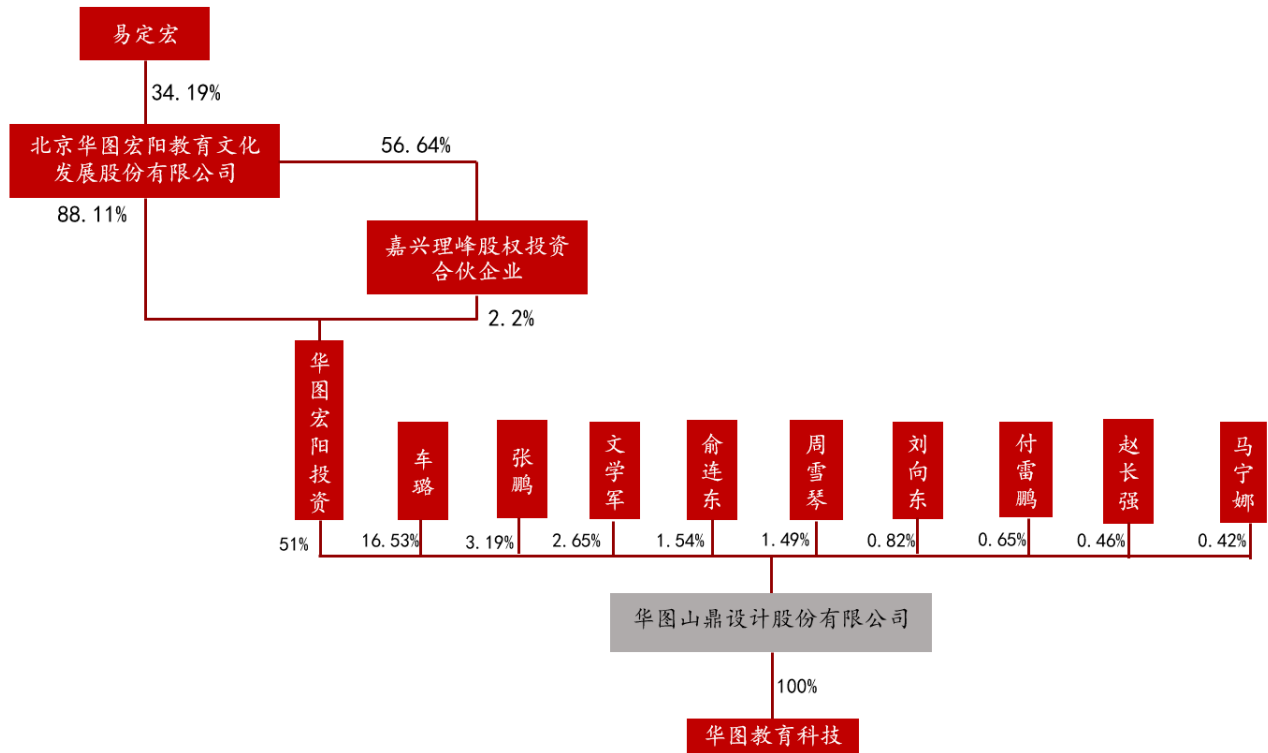


资料：公司公告，方正证券研究所

1.2 华图投资为控股股东，管理团队经验丰富

转让及要约收购后，华图教育逐步间接控股。经过 2019 年和 2021 年的两次股权变动，北京华图宏阳教育（简称华图教育，下同）的控股子公司华图宏阳投资是当前华图山鼎的控股股东，持股比例达 51%，易定宏是实控人和最终受益人。华图山鼎的全资公司华图教育科技未来将逐步开展非学历教育，与华图山鼎建筑行业的原业务线形成双主业格局。

图表2: 股权结构（截至 2024 年 1 月 28 日）



资料：wind，方正证券研究所

注：华图投资成立于 2015 年，华图教育对其持股 88.11%

图表3: 华图教育科技公司分批设立分公司计划

批次	地区
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
第四批	其余省份的地市

资料：公司公告，方正证券研究所

图表4: 股权变动历程

变更阶段	时间	内容
借壳上市阶段	2019 年 9 月	《关于控股股东及实际控制人拟变更的提示性公告》表明华图投资与山鼎设计签署了《股份转让协议》，车璐、袁歆将其持有的上市公司共计 2,496 万股股份转让予华图投资，合计现金对价 7.5 亿元。转让完成后，华图投资将取得上市公司 30%的股权。同日，袁歆、天津原动力企业管理咨询有限公司和华图投资签署《表决权放弃协议》，权益变动完成后华图投资预计持有 30%表决权。
	2019 年 11 月	股权过户登记手续办理完毕，华图投资成为山鼎设计控股股东，实控人更换为易定宏、伍景玉。
	2020 年 5 月	公司简称由“山鼎设计”变更为“华图山鼎”。
	2021 年 8 月	华图投资向除收购人以外的全体股东发出要约收购，数量为 0.29 亿股，占公司股本 20.71%，收购价格为 48.32 元/股，总耗资约 14 亿。
	2021 年 10 月	华图投资收购公司股份完成过户，持有华图山鼎 51%股权。
非学历职教业务转移阶段	2023 年 7 月	华图宏阳教育董事会、股东大会审议通过《关于支持下属上市公司拓展新业务的议案》，建议上市公司华图山鼎拓展职教领域的新业务。主要内容包括：（1）华图宏阳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；（2）若上市公司开展的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	华图山鼎成立全资子公司华图教育科技，注册资本 5000 万元，拟从事非学历类培训业务。
	2023 年 10 月	华图教育科技与华图宏阳教育签订了《无形资产无偿授权使用协议》，华图宏阳教育许可将相关无形资产无偿授权华图教育科技使用，不收取许可费。本次标的资产包括华图教育在国家工商总局商标局注册登记的商标、成人非学历培训业务的课件及其著作权、www.huatu.com 等网站域名及相应的网络系统资源。
		深交所就无偿授权事项的具体原因、商业合理性、对公司生产经营产生具体影响、华图宏阳相关业务开展情况、同业竞争解决措施等问题发布关注函。
		华图山鼎就相关问题回复关注函。公司披露了近三年相关业务财务状况，并说明了华图教育科技开展职业教育中的非学历类培训业务这一细分领域主要包括国家及地方公务员招录考试培训、事业单位招聘考试培训、医疗卫生系统的招录培训及其相应的资格证考试培训。华图宏阳未来终止开展相关业务的具体范围及进度安排将与上市公司开展新业务的具体范围及进度安排保持同步。华图教育科技将根据公司自有资金的规模以及业务需求在全国分批次设立分公司。
		2023 第二次临时股东大会通过了《无形资产无偿授权使用协议》暨关联交易议案。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司管理团队深耕教培行业多年，管理经验丰富。董事长吴正果具有教育行业近 15 年的从业经验，历任华图董事、CFO 等，企业管理经验充足。其余大部分高层管理人员相关经验超过 5 年，具有对行业的独到见解。目前管理层架构稳定，为以后长期稳定发展奠定了良好的基础。

图表5:主要管理层介绍 (截至 2024 年 1 月 28 日)

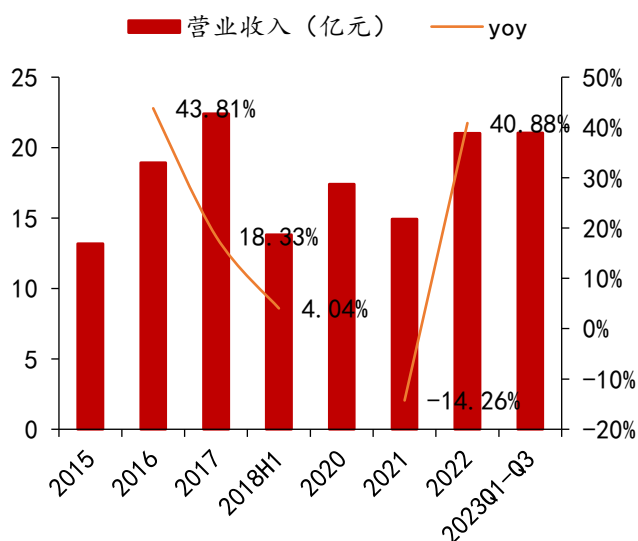
姓名	职务	学历	年龄	履历
吴正果	董事长、 董事、 联席董事长	本科	40	2009 年 11 月-2015 年 11 月任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事, CFO; 2015 年 12 月至今任容和投资管理有限公司总裁; 2019 年 12 月至今任华图山鼎董事长。
李曼卿	董事	硕士	40	2010-2019 年历任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司面试事业 职教师, 部门经理, 质控总监, 副校长, 市场部经理, 教学研究院院长, 联席总裁, CEO 等; 2019 年至今任北京华图宏阳教育山东分公司负责人; 2017 年 12 月至今任华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事。
易定友	董事	本科	41	2006-2013 年任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司校长, 事业部总经理; 2019-2020 年 4 月历任北京华图宏阳教育青海分校校长, 厦门分校校长; 2020 年 5 月至今任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司副总裁, 医疗事业部总经理; 2019-2021 年担任华图山鼎监事; 2021 年至今任华图山鼎董事。
郑文照	董事	本科	38	2009-2021 年历任北京华图宏阳教育优职项目部总监和教师事业部副总经理、市场运营中心总监和分校管理中心总监、四川分公司负责人、云南分公司负责人、脑洞科技 CEO、广东分公司负责人等; 2021 年 7 月至今任北京华图宏阳教育联席总裁; 2019 年 6 月至今任北京华图宏阳教育董事; 2021 年 11 月至今任华图山鼎董事。
李品友	董事	本科	44	2011 年 10 月至 2018 年 5 月担任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司董事; 2012 年 12 月至 2017 年 6 月担任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司北区 CEO; 2014 年 12 月至 2015 年 8 月担任北京华图宏阳教育文化发展有限公司副董事长; 2017 年 6 月至今担任北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司联席总裁, 2023 年 2 月至今任华图山鼎董事。
易晓英	董事、总经理	本科	50	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职务; 2023 年 12 月至今担任华图山鼎公司总经理。
肖德伦	监事会主席、 监事	本科	49	2017-2023 年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、 书记、副总裁; 2019 年 6 月-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; 2019 年 12 月至 2021 年 11 月任华图山鼎设计股份有限公司董事; 2023 年 7 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; 2023 年 11 月至今任华图教育科技有限公司副总裁职务; 2023 年 12 月至今担任华图山鼎监事会主席。

资料 : wind; 公司公告, 方正证券研究所

1.3 线下交付的面授培训贡献核心收入, 疫后业务经营持续修复中

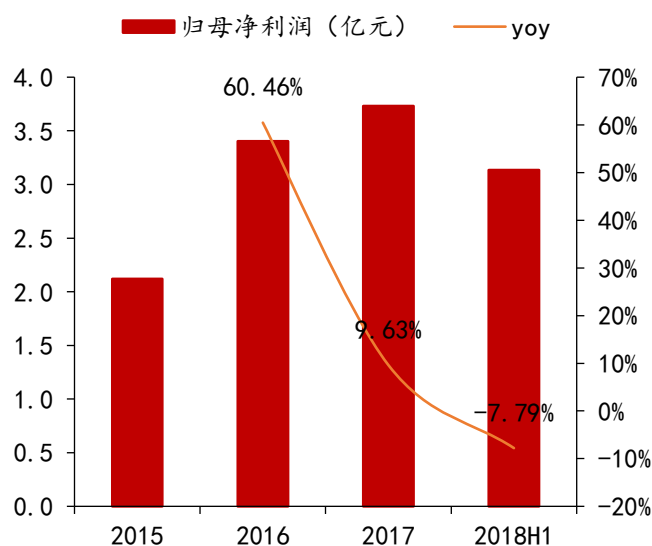
业务经营持续恢复中, 2023 年前三季度收入已超 2022 全年。2015-2017 年华图教育收入快速增长, 2017 年全年收入达 22 亿; 2020-2022 年收入低于 2017 年水平, 我们认为更多的是行业层面的影响, 一方面是疫情影响线下授课, 另一方面疫情等原因导致考试周期变动, 考试培训周期有一定减少。2023 年公司充分受益疫后线下修复及旺盛的公职类考培需求, 2023Q1-3 公司收入达 21 亿元, 已超 2022 全年水平。

图表6: 华图教育收入及增速



资料：华图教育招股书，公司公告，方正证券研究所

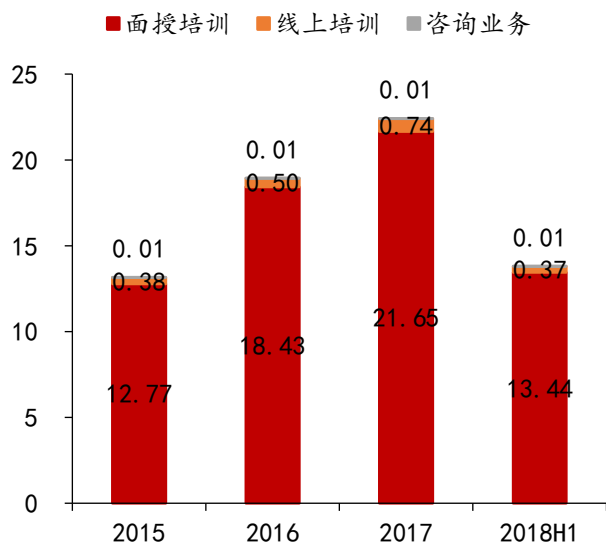
图表7: 华图教育归母净利润及增速



资料：华图教育招股书，方正证券研究所

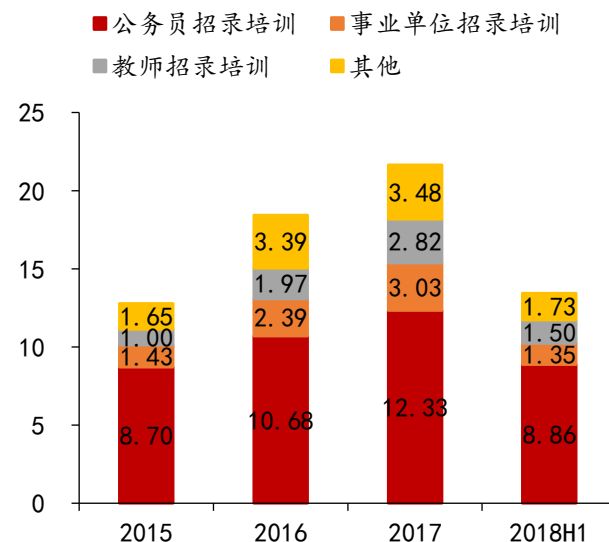
课程全面覆盖公考、事业单位招聘、教师招聘等，以线下交付的面试培训为主。华图教育的课程含面授培训与线上培训，并涉及公务员招录培训、事业单位招聘培训与教师招录培训等多方面。此外，公司的咨询业务每年贡献约 0.01 亿人民币的营业收入。2015-2018H1 年面授培训业务营业收入占比均在 95%以上，线上培训占比 3%左右，其中线下面授中公务员培训占比 50%以上。

图表8: 华图教育收入结构



资料：华图教育招股书，方正证券研究所

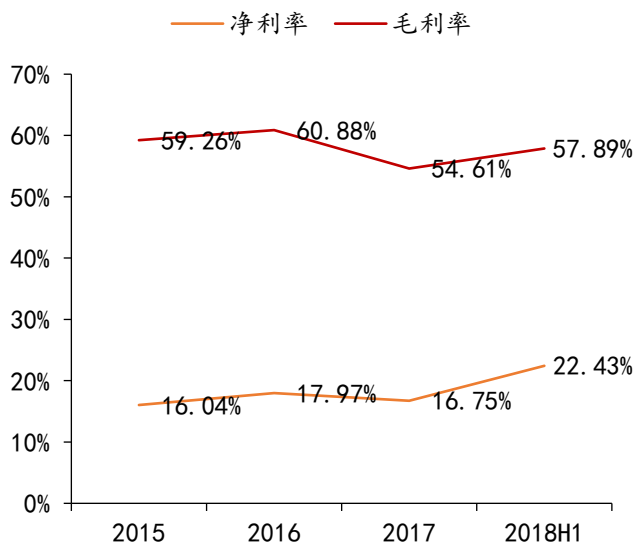
图表9: 华图教育面授培训收入结构



资料：华图教育招股书，方正证券研究所

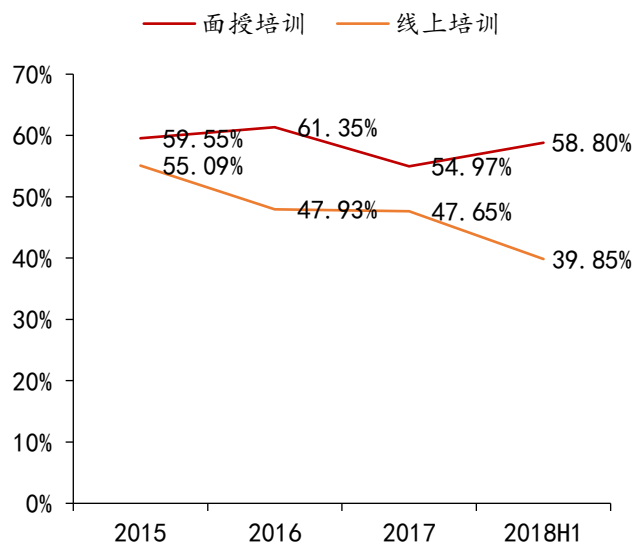
毛利率回升，净利率呈增长趋势，面授培训业务盈利能力更强。2015-2016 年公司毛利率水平较高，保持在 60%左右。在 2017 年的下跌之后，2018H1 毛利率回升至 57.89%。2015-2018H1 净利率呈稳定增长趋势。线上培训的客单价远低于面授培训，这使面授培训业务的毛利率一直高于线上培训业务。此外，由于 2018 年教培市场涌入新兴机构，行业竞争日益激烈，华图教育将线上培训业务客单价减半，2018H1 线上培训业务毛利率低至 39.85%。

图表10: 华图教育毛利率及净利率



资料：华图教育招股书，方正证券研究所

图表11: 华图教育毛利率结构



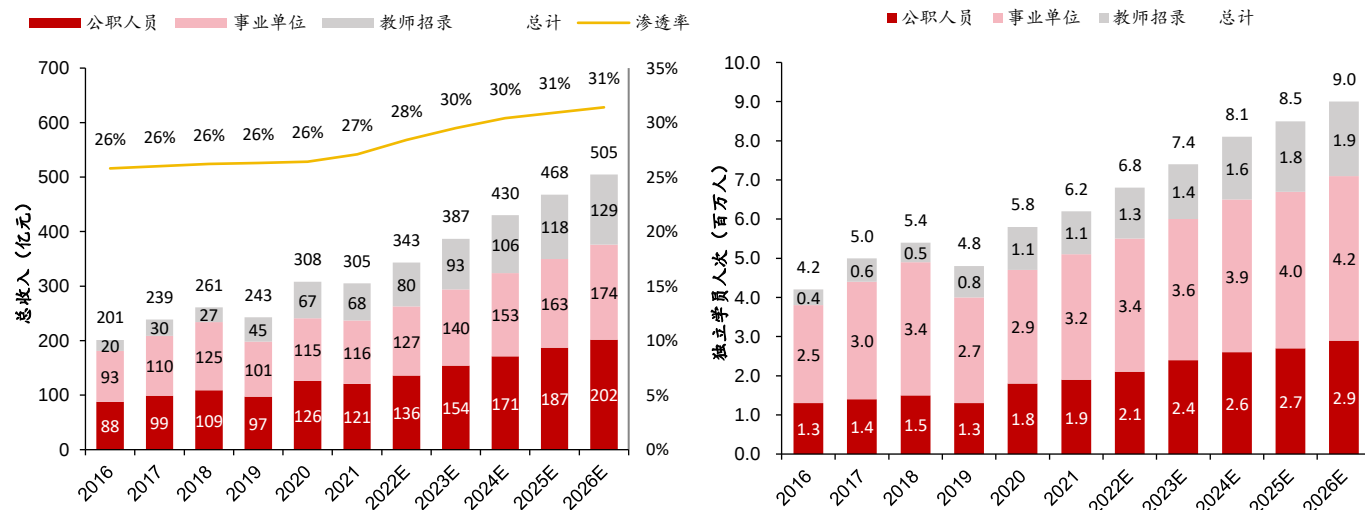
资料：华图教育招股说明书，方正证券研究所

2 行业：公职类岗位招录人数屡创新高，考研等赛道发展潜力较大

公职类考试热情持续高涨，参培意愿有望进一步提升，行业龙头有望受益。我们看到 2024 国考报考人数、报录比等数据再创新高，反应的是宏观就业压力下，大家对铁饭碗类工作的倾向，支撑招录考培需求的增长。此外，由于国考对于省考有一定的参考性，我们预计省考招生也会有不错的表现，行业高景气度可持续。

招录考培行业的规模=报考总人数*参培率*客单价，报考人数、参培意愿、客单价持续提升驱动行业增长。根据弗若斯特沙利文报告，我国招录类考试培训规模由 2016 年的 201 亿元增长至 2021 年的 305 亿元，复合增速为 9%；预计 2026 年可达到 505 亿元，2021 年-2026 年复合增速为 11%。具体拆分量价来看，2016 年-2021 年学员人次/客单价复合增速分别为 8.1%/0.6%，预计 2021 年-2026 年人次/客单价复合增速分别为 7.7%/2.7%，参培人次稳步增长，客单价亦提升。

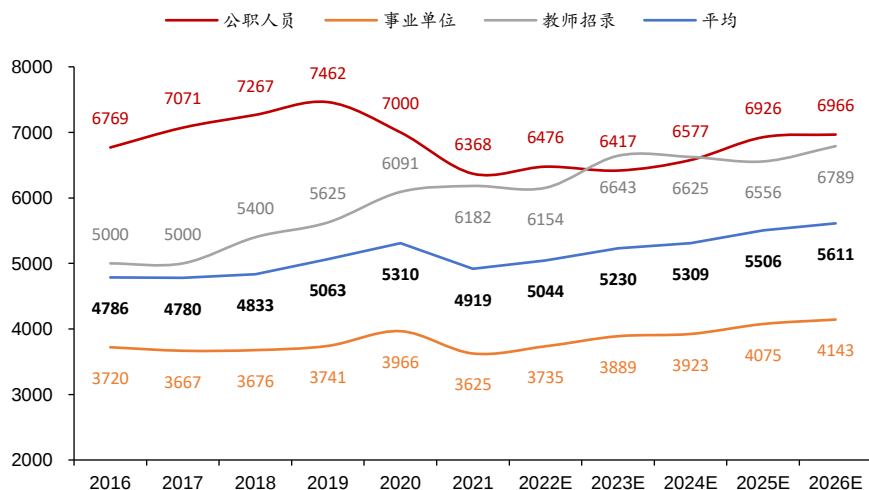
图表12:2016-2026 年中国招录类考培市场规模及渗透率 图表13:2016-2026 年中国招录类考培独立学员人次



资料：粉笔招股说明书，方正证券研究所

资料：粉笔招股说明书，方正证券研究所

图表14:2016-2026 年中国招录类考培客单价 (元)



资料：粉笔招股说明书，方正证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/588021132075006032>