

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

无评级

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：曾光 0755-82150809
证券分析师：钟潇 0755-82132098
证券分析师：张鲁 010-88005377

◆ 社会服务 · 教育

zengguang@guosen.com.cn
zhongxiaoyao@guosen.com.cn
zhanglu5@guosen.com.cn

◆ 投资评级：无评级

执证编码：S0980511040003
执证编码：S0980513100003
执证编码：S0980521120002

事项：

公司公告：1) 2023年7月31日，公司间接控股股东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。
2) 2023年10月10日，全资子公司与华图宏阳教育签订《无形资产无偿授权使用协议》暨关联交易公告。
3) 2023年10月16日，深交所就《无形资产无偿授权使用协议》发出关注函；10月16日、23日，公司就交易所问询函作出回复。

国信社服观点：

1) **华图教育资产置入上市公司过程分为3步：第一步**，通过受让股份+要约收购，易定宏（华图创始人）、伍景玉成为上市公司实控人。2019年11月，华图投资以现金对价7.50亿元（30.05元/股）受让原实控人30%股权，华图投资成为上市公司控股股东，易定宏、伍景玉为实控人；2020年5月公司简称更改为“华图山鼎”；2021年10月控股股东华图投资通过公开市场要约收购提升控股权至51%；**第二步**，华图高管团队接管公司运营。截至2023年底，除财务总监外公司高管团队均更换为华图教育出身领导；**第三步**，上市公司逐步承接华图教育资产。2023年10月10日，上市公司全资子公司华图教育与上市公司间接控股股东华图教育签订《无形资产无偿授权使用协议》，华图教育允许公司通过“华图”品牌开展非学历培训业务。与此同时，华图教育将停止相关区域同类业务的招生工作，并交付存量课程，逐步退出相关领域。**未来上市公司的战略重心预计也将逐渐由主营建筑工程设计转变为招录考试培训业务。**

2) **华图教育：**公司系公考行业传统领军者，历史上多次冲击资本市场未果带来一定业务和人员波动，但整体业务经营风格一直偏稳健（2015-2017/2020-2022年营收分别为13.2/18.9/22.4/17.4/14.9/21.0亿）。公司在线下笔试与面试环节积累深厚，在同行业经营偏激进业务停滞背景下，公司2023年前三季度实现收入21.1亿元，全年收入有望创下历史新高；同期毛利率分别为59.1%/60.8%/54.6%/46.9%/53.1%/55.1%，2023年前三季度毛利率59.0%，盈利能力改善明显（注：2020-2023年毛利率口径与前期口径略有差异）；2015-2017年分别实现归母净利润2.1/3.4/3.7亿元。截至2018年6月底，培训中心数为394个。

3) **招录培训行业：**2024年国考拟招录3.996万人/+7%，岗位逆势扩张带动参考人数（152.6万人）同增7%，招培市场空间有望持续扩容。以2022年收入规模计市占率，中公教育（14.00%/同比-8.5pct）>粉笔（6.86%/-2.0pct）>华图教育（5.37%/+1.1pct），考虑各机构短期经营境遇不同，华图有望奋起直追。行业竞争也回归理性，课程产品注重实收占比。展望未来发展，龙头调整期间中小机构或能阶段填补市场空白，但公考行业试题迭代迅速，常态运营下市场份额预计仍会向头部机构集中。

投资建议：未来上市公司会借助“华图教育”品牌有序推进在招录培训行业的布局，基于对招录培训行业前景判断以及华图教育的品牌认知，我们分析公司本次战略转型有望持续增厚自身经营业绩。由于华图教育可参考经营数据极少（公告仅披露2020-2023年前三季度收入与营业成本），且教育资产平移至上市公司仍具有一定不确定性，故我们仅预测原有设计类业务2023-2025年归母净利润分别为0.00/0.03/0.05亿元，首次覆盖暂不给予评级，密切跟踪公司承接教育资产的进度。

4) **风险提示：**无偿授权协议未能履约；行业政策趋严；行业竞争加剧；新成长曲线拓展不及预期等。

评论：

◆ 重组进展：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9月《股份转让协议》，交易后公司控股权变更

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月要约收购后，控股股东持股比例提升至51%、原控股股东持股比例降至16.47%

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	表决权股数（股）	表决权比例	持股数（股）	持股比例	拥有表决权股数（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%
广西原动立企业管理咨询有限公司	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，其后张仕友（2022年底辞职）、吴正泉分别出任董事长；2019年12月18日起公司监事会主席分别由于洪泽、易晓英、肖德伦（任职至今）出任，三者均为华图系出身；2023年12月28日，易晓英出任公司总经理，之前由王强（山鼎系）任职总经理；2021年9月6日起，章丹出任公司董秘，并任职至今；而公司财务总监目前仍为郑天相，系山鼎出身领导。

表3: 除财务总监外, 华图山鼎高管团队均更换为华图系

职务	姓名	任职日期	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。
监事会主席	肖德伦	2023/12/28	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, 副总裁。
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。
财务总监	郑天相	2014/11/1	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。
董秘	章丹	2021/9/6	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主任;2020年1月至今任华图山鼎设计股份有限公司副总经理。

资料来源: 公司公告, 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, 华图教育将停止相关区域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: 华图山鼎承接华图教育资产注入的公告进度

日期	公告名称	公告内容	补充说明
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、天津原动力将就该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。	本次股份转让的对价为人民币 30.05 元/股, 交易总对价为人民币 75,004 万元
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晟; 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。	车璐、袁歆及原动 立持股比例降为 16.47%
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资产授权使用协议》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: 公司公告, 国信证券经济研究所

伴随着公司逐渐承接华图教育资产, 上市公司华图山鼎的战略重心逐渐由主营建筑工程设计转变为招录考试培训业务。本次授权后, 公司拟通过“华图”品牌开展成人非学历培训业务, 包括国家及地方公务员招录、事业单位招聘、医疗卫生招录及相应的资格证考试培训业务, 未来预计将在招录培训考试业务上重点

发力。

◆ 华图教育：老牌公考培训机构深耕行业 20 余载，有望通过“业务平移”方式登陆资本市场

一、历史沿革：业务始于 2001 年，历史多次冲击上市未果

始于 2001 年，非学历职业教育培训行业龙头。华图教育官网显示，华图业务主要涉及公务员培训（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。

历史上曾多次冲击上市。2012 年 9 月，华图教育便进行了 A 股上市辅导备案；2014 年 7 月，公司曾于在新三板挂牌上市，2018 年最终在新三板终止挂牌；在新三板挂牌期间，华图先于 2015 年 4 月拟借壳新都酒店，由于壳公司在 2013-2014 两年均被出具无法表示意见的审计报告而终止；后于 2016 年底拟借壳扬子新材，由于股东无法达成统一导致磋商终止；2018 年公司转战港股，两次递交招股书之后 IPO 进程最终由于 6 个月未有进展而失效。2019 年起，华图教育拟借助山鼎设计登陆资本市场；2023 年 10 月，华图山鼎发布公告，全资子公司华图教育科技有限公司与关联方华图教育签订了《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上市公司全资子公司华图教育科技使用，而华图教育也有望借助资产授予的方式登陆资本市场。

图1：华图教育历史沿革

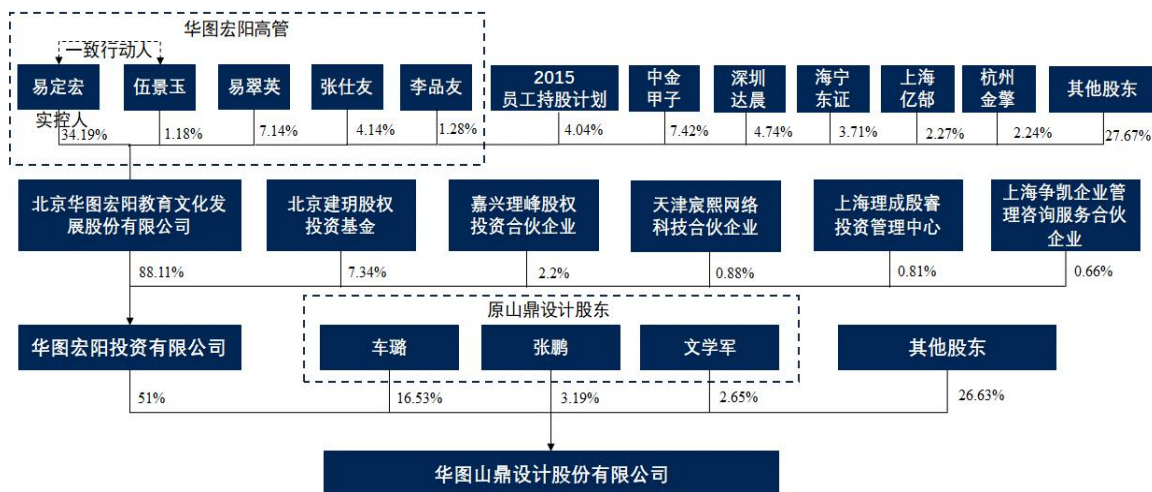


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

二、股权结构：华图投资持有上市公司 51% 股份，实控人为易定宏、伍景玉

公司实控人变更为易定宏、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。后续上市公司的间接控股公司华图宏阳教育将逐步将教育资产平移至上市公司全资子公司华图教育科技。

图2：华图山鼎股权结构



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

三、经营回顾：2023 年收入规模显著复苏，盈利能力改善明显

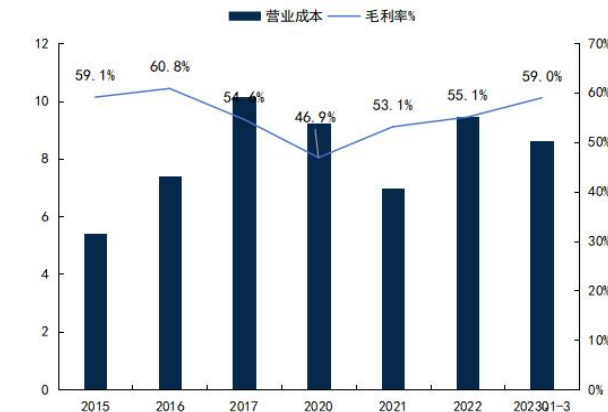
2023 年前三季度收入规模已超去年全年，盈利能力改善明显。华图教育在 2015 年-2017 年、2020 年-2022 年经营非学历类培训业务分别实现营业收入为 13.2/18.9/22.4/17.4/14.9/21.0 亿元，在 2023 年 1-9 月实现销售收入 21.1 亿元，收入规模已经超 2022 年全年。2015 年-2017 年、2020 年-2022 对应的毛利率为 59.1%/60.8%/54.6%/46.9%/53.1%/55.1%；2023Q1-3 公司毛利率为 59.0%，环比持续走高。

图3：华图教育（华图宏阳教育）非学历类培训收入



资料来源：问询函、2018 年港股上市招股书，国信经济研究所整理

图4：华图教育（华图宏阳教育）非学历类培训毛利率



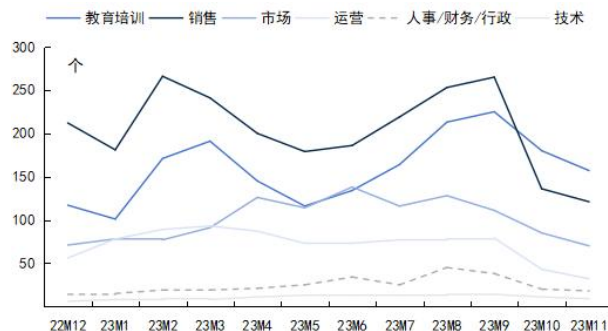
资料来源：问询函、2018 年港股上市招股书，国信经济研究所整理
注：2020-2023 年，因华图宏阳租赁物业的培训场所租金、少数自有物业的折旧费用及教师年终奖等成本系按机构统一核算而非按业务类型区分，上述所列成本金额不含该部分成本，故毛利率与 2015-2017 年口径不完全相同

图5: 华图教育（华图宏阳教育）学习中心数



资料来源：2018 年港股上市招股书，国信经济研究所整理

图6: 华图 Boss 直聘招聘岗位数及变化



资料来源：久谦数据中台，国信证券经济研究所整理

◆ 招录培训行业：赛道回归理性竞争，三足鼎立格局已成

一、行业变化：赛道景气度高，竞争格局切换，产品策略回归理性、实收比例提升

国考报考热度仍高，多地区平均报录比超 60:1，考试竞争激烈。受宏观&就业形势等因素影响，体制内岗位热度不减反增；2024 年国考计划招生 3.996 万人，同比增加 7%，招录需求逆势增长，带动 2023 年参考人数为 152.6 万人，同增 7%，赛道维持高热度。为了提升上岸的概率，考生培训意愿预计持续增加，市场空间有望持续扩容。

图7: 历年国考参考人数变化



资料来源：中公教育官网，国信证券经济研究所整理

图9: 部分省份的国考招录比



资料来源：中公教育官网，国信证券经济研究所整理

行业 TOP3 短期境遇不同，三足鼎立格局初现。中公教育短期仍面临资金退费压力，华图则致力于资产上市注入，粉笔加大线上业务布局。粗略测算各家龙头市场份额，以 2022 年规模计算，中公教育招录类考试收入达 48.02 亿元，市占率约 14.00%/-8.49pct，但仍居行业 NO.1；粉笔居次席，2022 年收入为 23.54 亿元，市占率约 6.86%/-2.02pct；华图教育位居第三，2022 年收入 21.03 亿元，市占率为 5.37%/+1.12pct。

表5: 2016-2022年国考培训龙头公司市占率测算

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中公教育培训收入			62.14	91.19	111.39	68.6	48.02
中公教育市占率%			23.81%	37.53%	36.17%	22.49%	14.00%
华图教育培训收入	18.9	22.4			17.41	14.93	21.03
华图教育市占率%	9.40%	9.37%			5.65%	4.90%	6.13%
粉笔培训收入				10.12	18.73	30.13	23.54
粉笔科技市占率%				4.16%	6.08%	9.88%	6.86%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 份额占比系估算, 如中公教育收入中包含考研业务

行业竞争回归理性, 产品实收比例提升。2020年国考行业竞争激烈, 不少机构推出“高收高退/不过全退”协议班产品, 如中公教育协议班收入一度达到营收75%, 而此类激进的产品策略也导致了退费困难与口碑受损。2023年以来行业龙头纷纷调整产品策略, 降低协议班比例的退费比例, 注重实收班型的推广, 行业竞争逐渐回归理性。

表6: 行业龙头部分产品展示

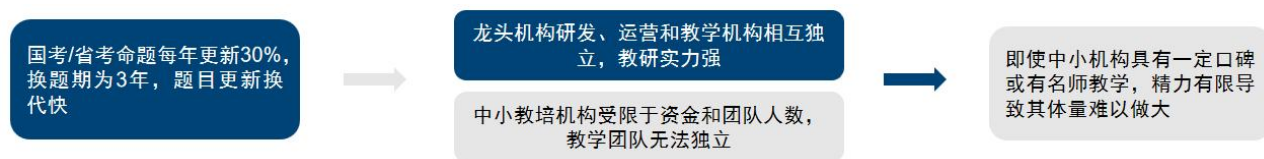
国考	中公教育	粉笔科技	华图教育
课程	2024 广东国考黄埔学仕计划班 A	2024 国考 62 天精品全程营	新大纲红领培优笔面协议魔鬼抢分营 (国考)
学习时长	集训 25 天 25 晚+刷题 12 天+国庆 7 天 7 晚+考前 7 天 7 晚+面试 4 天 4 晚	精讲 30 天+刷题 21 天+冲刺 11 天+面试 (8 天内)	培优启蒙线上 30 课时+培优基础 15 天+培优冲刺 13 天
广东 价格	39800 (笔试面试未过均退 27000)	49800 (笔试不过退 33000, 面试不过退 49800)	双考笔面协议 30800 (不过退 16000)
教师服务	班主任管理+名师课程	社群服务+线上答疑	全程跟进伴学
班容量	无具体人数限制, 20 人开班	30 人左右	-
实收比例	32.1%	33.7%	48%
省考	中公教育	粉笔科技	华图教育
课程	(OAO) 省考新大纲实验班	2024 广东省考封闭基地班	2024 红领决胜笔面协议冲锋基地营
学习时长	30 天 30 晚+面试 4 天 4 晚	12 月 15 日-1 月 18 日 (34 天 34 晚+面试 8 天 8 晚)	基础阶段 14 天 12 晚+题海阶段 10 天 8 晚+冲刺阶段 9 天+面试基地班
广东 价格	35800 (面试笔试未过均退 18000)	39800 (笔试不过退 29000, 面试不过退 24000)	26400 (笔试不过退 15600, 面试不过退 13600)
教师服务	直播课+线上课后答疑+社群	辅导老师伴学+班主任督学+线上人工批改	导学直播课+全程跟进伴学
班容量	-	70 人	30 人左右
实收比例	49.7%	至少约 20%	至少 40.9%

资料来源: 中公教育官网, 粉笔官网, 华图教育官网, 国信证券经济研究所整理

二、未来展望: 行业份额向头部集中, 关注龙头新增长极构筑情况

龙头调整期间中小机构填补一定市场空白, 看好常态运营下市场份额向头部集中趋势。2020/2021/2022年 CR3 分别为 47.90%/37.27%/26.99%, 随着行业龙头业务受疫情&经营策略调整影响, 过去三年中小机构不断涌现, 行业集中度下降。公考赛道试题迭代快、对机构教研应变能力要求高, 中小机构基础能力弱, 难以长时间穿越周期, 待头部公司经营调整完毕, 行业份额最终仍会头部集中。

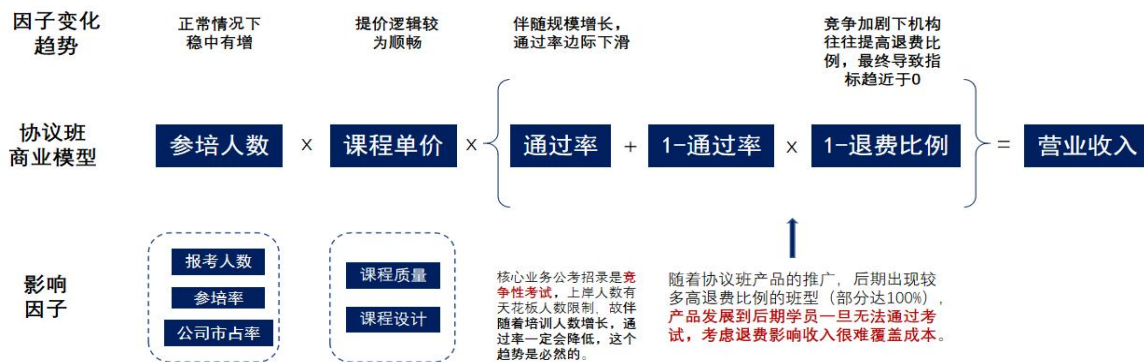
图10: 公考赛道试题迭代快、对机构教研应变能力要求高



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

协议班模式存在成长天花板，公考类机构中线需要寻找新增长极。协议班模式的收入一部分来自顺利通过考试的学生所缴纳的学费，即参培人数*课程单价*通过率，另一方面来自未通过考试学生收费的留存，即参培人数*课程单价*(1-通过率)*(1-退费比例)。由于国考&省考招录人数远期看是相对稳定的，故伴随招录培训参培人数的大幅增长，通过率会边际下降，而通过率下降会限制企业收入的进一步增长，也就是说主打协议班产品的培训机构（尤其退费比例较高的机构）营收规模存在理论天花板。但公考教育类公司，资产较轻、在手现金流良好，而这是公司孵化新增长极的基础。参考过往行业内部其他公司的经营策略，依靠招录培训类提升自身品牌知名度后，后续寻求跨赛道至其他培训领域，如教师资格证、招录类培训、考研等赛道打造新的增长极，如中公教育在传统公务员、事业单位培训基础上，考研、教师招录业务也贡献了可观增量。

图11: 协议班（不过退费）确认收入的商业逻辑图解



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

未来上市公司会借助“华图教育”品牌有序推进在招录培训行业的布局，基于对招录培训行业前景判断以及华图教育的品牌认知，我们分析公司本次战略转型有望持续增厚自身经营业绩。由于华图教育可参考经营数据极少（公告仅披露 2020-2023 年前三季度收入与营业成本），且教育资产平移至上市公司仍具有一定不确定性，故我们仅预测原有设计类业务 2023-2025 年归母净利润分别为 0.00/0.03/0.05 亿元，首次覆盖暂不给予评级，密切跟踪公司承接教育资产的进度。

表7: 华图山鼎 2019-2025 年盈利预测

(单位: 百万元)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	213.74	125.45	110.01	106.85	77.57	86.49	95.49
yoy		-41.31%	-12.31%	-2.87%	-27.40%	11.50%	10.40%
营业成本	147.01	84.29	64.82	68.85	59.58	62.71	66.65
毛利率	31.22%	32.81%	41.08%	35.56%	23.20%	27.50%	30.20%
销售费用	5.27	4.00	3.14	3.30	2.91	2.60	2.82
%	2.47%	3.19%	2.85%	3.09%	3.75%	3.01%	2.95%
管理费用	25.95	19.44	17.85	14.84	15.13	15.22	15.76
%	12.14%	15.50%	16.23%	13.89%	19.50%	17.60%	16.50%
财务费用	-0.11	-1.35	-0.35	-0.11	-0.19	0.01	0.01
%	-0.05%	-1.08%	-0.32%	-0.10%	-0.25%	0.01%	0.01%
归属于母公司所有者的净利润	21.09	14.16	12.78	10.93	0.03	1.99	3.25
%	9.87%	11.29%	11.62%	10.23%	0.04%	2.30%	3.40%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

无偿授权协议未能如期履约; 行业政策风险; 行业竞争加剧; 新成长曲线拓展不及预期等风险

相关研究报告:

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	41	49	3000	3000	3000	营业收入	110	107	78	87	96
应收款项	114	127	2	2	2	营业成本	65	69	53	43	47
存货净额	0	0	12	9	9	营业税金及附加	1	1	2	2	2
其他流动资产	1	1	0	1	1	销售费用	3	3	2	2	2
流动资产合计	246	252	3089	3087	3087	管理费用	18	15	12	10	10
固定资产	42	41	60	132	201	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	1	0	1	2	3	财务费用	(0)	(0)	27	58	63
投资性房地产	34	53	53	53	53	投资收益	3	4	3	3	3
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	0	(0)	15	28	30
资产总计	323	347	3198	3263	3327	其他收入	(11)	(7)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1	1	3161	3277	3390	营业利润	15	15	0	4	6
应付款项	11	23	4	3	3	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	15	16	8	6	6	利润总额	15	12	0	4	6
流动负债合计	27	40	3172	3286	3398	所得税费用	2	2	0	1	1
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	2	(49)	(100)	(151)	归属于母公司净利润	13	11	0	3	5
长期负债合计	0	2	(279)	(330)	(381)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	27	42	2893	2956	3017	净利润	13	11	0	3	5
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	12	(3)	3	11	13
股东权益	296	305	305	307	310	折旧摊销	3	3	5	7	11
负债和股东权益总计	323	347	3198	3263	3327	公允价值变动损失	0	0	(15)	(28)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	(0)	(0)	27	58	63
每股收益	0.09	0.08	0.00	0.02	0.03	营运资本变动	7	(21)	39	(40)	(39)
每股红利	0.03	0.02	0.00	0.01	0.01	其它	(12)	3	(3)	(11)	(13)
每股净资产	2.10	2.17	2.17	2.18	2.21	经营活动现金流	23	(7)	29	(58)	(53)
ROIC	8.18%	7.69%	-1%	-1%	-1%	资本开支	0	2	(13)	(63)	(63)
ROE	4.31%	3.59%	0%	1%	2%	其它投资现金流	(90)	15	0	0	0
毛利率	41%	36%	32%	50%	51%	投资活动现金流	(90)	17	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	21%	18%	12%	35%	37%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	20%	18%	43%	48%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-12%	-3%	-27%	12%	11%	支付股利、利息	(4)	(3)	(0)	(1)	(2)
净利润增长率	-10%	-14%	-99%	2876%	46%	其它融资现金流	(8)	3	3160	116	112
资产负债率	8%	12%	90%	91%	91%	融资活动现金流	(16)	(2)	2930	115	111
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(84)	7	2951	0	0
P/E	918.9	1070.1	103805.4	3488.3	2393.7	货币资金的期初余额	125	41	49	3000	3000
P/B	39.6	38.4	38.4	38.1	37.7	货币资金的期末余额	41	49	3000	3000	3000
EV/EBITDA	450.1	539.2	1015.8	388.6	319.4	企业自由现金流	0	0	39	(70)	(60)
						权益自由现金流	0	3	2945	(3)	(2)

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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