

华图山鼎 (300492)

证券研究报告

2024年02月04日

业绩预亏+解决同业竞争，预计成长方向明确

业绩预告释放积极信号，关注培训业务落地

公司发布业绩预告，23 全年亏损 0.58-1 亿，收入 2-2.9 亿元，扣除后营收 1.3-1.8 亿，(公司营收构成为建筑设计业务+非学历培训业务，扣除项目为非学历业务收入中接受关联方委托交付存量课程的收入)。

2023 年 11-12 月公司非学历培训业务亏损系：

1、从 23 年 11 月起开始陆续开展非学历培训并招收学员，由于招录考试季节性，通常 11-12 月不是招录公告发布高峰，也不是招收新学员旺季。

2、主营收入里，普通班学费和协议班杂费按照授课阶段确认收入，协议班预收学费是按照约定条件达成之后确认收入，但是交付成本是按实际发生确认，成本确认时点一般早于收入确认时点。

另外招录考试培训课程周期较长，目前公司部分订单课程交付尚未完成或未达到收入确认条件，该部分订单对应预收款将在年末合同负债余额中体现。

截止 2023 年 12 月 31 日，公司合同负债余额超 2 亿，预计未来将随着课程交付完成，达到收入确认条件将逐步转化为收入。

3、自华图教育科技有限公司开展业务开始，已经完整的建设了人员队伍、师资队伍以及培训交付场地等所有业务开展必须资源。

培训业务中场地成本、人员成本、教师成本、管理费用、房租物业及折旧摊销费用等支出具有较强刚性，公司前期开展业务亦存在必要的市场推广费等支出，因此出现短期内收入无法覆盖成本和费用的情况。

我们认为，本次业绩预告释放积极信号：一方面、华图教育业务进展顺利，受益于品牌及教研优势、竞争格局优化等，教育核心业务稳步推进，未来业绩有望加快释放；另一方面、培训业务落地或引导市值重估。

当前市场供给已逐步回归理性，格局或有所变化；公职类招录培训仍是（职业）教育板块核心赛道，具备需求弹性及市场潜力。

签署存量课程委托交付协议，解决同业竞争风险

2023 年 11 月起，公司通过全资子公司华图教育科技有限公司开展非学历类培训，主要包括国考及省考培训、事业单位培训、医疗培训及其相应资格证培训。公司非学历类培训业务开展顺利，截至 2023 年 12 月 31 日已在全国范围内设立 300 余家分公司并均已开展培训，共培训学员超 5 万人次。

24 年 1 月 31 日公司公告与华图宏阳签署关于存量课程委托交付等相关事宜的协议，对于华图宏阳在成人非学历培训领域既有的、尚未交付完毕的学员课程，由华图宏阳委托华图教育科技完成交付；且为避免同业竞争，华图宏阳将不再从事相关领域业务。

协议签署进一步验证公司非学历教培业务落地节点，截至 2023 年 12 月 31 日，公司与华图宏阳累计发生的关联交易总额为 1.2 亿，其中接受华图宏阳委托交付课程产生关联交易额 9568 万元，向其采购设备设施、经营场地等产生关联交易额 2015 万元。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司拓展教育业务，华图作为头部机构的品牌、运营等优势逐步显现，相

投资评级

行业	建筑装饰/工程咨询服务 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	87.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	140.49
流通 A 股股本(百万股)	140.49
A 股总市值(百万元)	12,298.19
流通 A 股市值(百万元)	12,298.19
每股净资产(元)	2.12
资产负债率(%)	9.26
一年内最高/最低(元)	92.00/45.00

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华图山鼎-公司点评:管理层变更加快业务推进，2024 国考招录同增约 7%》2024-01-21
- 《华图山鼎-首次覆盖报告:焕新生再启航》2024-01-14
- 《山鼎设计-首次覆盖报告:拟收购萨拉摩尔，引入电商平台，科技赋予传统行业新灵魂》2018-03-06

关培训业务规模有望在未来几年持续增长；同时我们认为当前市场供给或有一定出清，格局有所变化，看好公职类招录培训市场需求弹性及增长潜力。

我们据公司业绩预告调整 23 年收入至 2.4 亿（前值为 0.86 亿），归母净利为亏损 0.79 亿（前值为盈利 244 万）；另外考虑公司后续培训业务落地节奏仍有不确定性，24-25 年我们仍仅对原有业务进行预测，预计 24-25 年收入分别为 0.97、1.1 亿，归母净利为 0.07、0.13 亿。

风险提示：无偿授权协议未能如期履约；教培业务拓展不及预期；新增关联交易；行业政策风险等。业绩预告仅为初步核算，具体请以年报为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	110.01	106.85	239.35	97.42	112.34
增长率(%)	(12.31)	(2.87)	124.00	(59.30)	15.32
EBITDA(百万元)	28.73	25.53	(77.08)	21.07	27.67
归属母公司净利润(百万元)	12.78	10.93	(78.94)	7.41	12.56
增长率(%)	(9.78)	(14.47)	(822.28)	(109.38)	69.49
EPS(元/股)	0.09	0.08	(0.56)	0.05	0.09
市盈率(P/E)	962.46	1,125.23	(155.79)	1,660.15	979.49
市净率(P/B)	41.50	40.37	56.43	54.82	52.35
市销率(P/S)	111.79	115.09	51.38	126.24	109.47
EV/EBITDA	217.98	188.62	(156.11)	578.18	439.74

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	41.42	48.79	145.82	7.79	10.55
应收票据及应收账款	107.89	124.05	141.90	106.15	101.84
预付账款	1.27	0.59	6.93	1.27	1.34
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	95.89	78.65	91.69	79.85	81.00
流动资产合计	246.48	252.08	386.34	195.06	194.74
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	41.76	41.20	38.52	35.83	33.14
在建工程	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.52	0.34	0.09	0.00	0.00
其他	33.80	52.92	44.38	43.72	44.46
非流动资产合计	76.48	94.47	82.99	79.55	77.60
资产总计	322.95	346.55	469.32	274.61	272.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	8.31	0.00
应付票据及应付账款	11.22	23.18	11.57	20.65	16.56
其他	13.20	15.23	239.44	19.01	20.26
流动负债合计	24.42	38.42	251.01	47.97	36.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	1.81	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.57	0.39	0.49	0.61
非流动负债合计	0.00	1.57	0.39	2.30	0.61
负债合计	26.59	41.94	251.40	50.27	37.42
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	141.05	140.49	140.49	140.49	140.49
资本公积	38.71	27.57	27.57	27.57	27.57
留存收益	128.71	136.83	57.89	63.08	71.89
其他	(12.10)	(0.27)	(8.02)	(6.80)	(5.03)
股东权益合计	296.37	304.61	217.92	224.34	234.92
负债和股东权益总计	322.95	346.55	469.32	274.61	272.34

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	12.78	10.93	(78.94)	7.41	12.56
折旧摊销	4.04	3.89	2.94	2.77	2.69
财务费用	0.12	0.16	(0.64)	(0.29)	0.15
投资损失	(2.58)	(2.92)	(1.32)	(1.76)	(2.31)
营运资金变动	(30.33)	(34.09)	181.00	(156.97)	(0.58)
其它	18.79	17.73	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	2.83	(4.29)	103.05	(148.85)	12.50
资本支出	(0.08)	0.33	1.17	(0.10)	(0.12)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(82.06)	16.63	0.14	1.86	2.43
投资活动现金流	(82.14)	16.96	1.32	1.76	2.31
债权融资	0.94	0.89	0.41	10.05	(10.07)
股权融资	(3.21)	(2.68)	(7.75)	(0.99)	(1.98)
其他	(5.07)	(2.72)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(7.35)	(4.52)	(7.34)	9.06	(12.06)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(86.66)	8.15	97.02	(138.02)	2.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	110.01	106.85	239.35	97.42	112.34
营业成本	64.82	68.85	208.24	62.70	69.67
营业税金及附加	1.19	1.12	2.55	1.04	1.20
销售费用	3.14	3.30	45.48	3.02	3.37
管理费用	17.85	14.84	64.63	14.32	15.62
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(0.35)	(0.11)	(0.64)	(0.29)	0.15
资产/信用减值损失	(11.34)	(7.97)	(9.75)	(8.86)	(9.30)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.58	3.58	1.32	1.76	2.31
其他	17.03	8.35	0.00	0.00	0.00
营业利润	15.10	14.89	(89.33)	9.54	15.34
营业外收入	0.04	0.16	0.97	0.74	0.48
营业外支出	0.18	2.59	1.49	1.85	1.53
利润总额	14.96	12.45	(89.85)	8.43	14.29
所得税	2.19	1.52	(10.91)	1.03	1.74
净利润	12.78	10.93	(78.94)	7.41	12.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	12.78	10.93	(78.94)	7.41	12.56
每股收益(元)	0.09	0.08	(0.56)	0.05	0.09

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-12.31%	-2.87%	124.00%	-59.30%	15.32%
营业利润	-21.06%	-1.40%	-700.12%	-110.68%	60.81%
归属于母公司净利润	-9.78%	-14.47%	-822.28%	-109.38%	69.49%
获利能力					
毛利率	41.08%	35.56%	13.00%	35.64%	37.98%
净利率	11.62%	10.23%	-32.98%	7.60%	11.18%
ROE	4.31%	3.59%	-36.22%	3.30%	5.34%
ROIC	9.71%	9.85%	-61.20%	-17.56%	12.53%
偿债能力					
资产负债率	8.23%	12.10%	53.57%	18.30%	13.74%
净负债率	-13.78%	-15.57%	-66.39%	1.38%	-4.08%
流动比率	9.27	6.24	1.54	4.07	5.29
速动比率	9.27	6.24	1.54	4.07	5.29
营运能力					
应收账款周转率	1.02	0.92	1.80	0.79	1.08
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.34	0.32	0.59	0.26	0.41
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.08	-0.56	0.05	0.09
每股经营现金流	0.02	-0.03	0.73	-1.06	0.09
每股净资产	2.11	2.17	1.55	1.60	1.67
估值比率					
市盈率	962.46	1,125.23	-155.79	1,660.15	979.49
市净率	41.50	40.37	56.43	54.82	52.35
EV/EBITDA	217.98	188.62	-156.11	578.18	439.74
EV/EBIT	244.64	213.98	-150.37	665.83	487.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com