

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

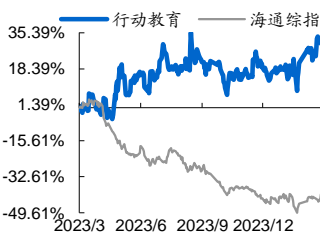
## 管理教育领头羊，大客户战略深耕市场

### 股票数据

03月15日收盘价(元)	44.69
52周股价波动(元)	32.77-46.16
总股本/流通A股(百万股)	118/44
总市值/流通市值(百万元)	5277/1964

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.1	10.9	9.5
相对涨幅(%)	1.9	2.1	3.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 汪立亭

Tel: (021)23219399

Email: wanglt@haitong.com

证书: S0850511040005

分析师: 李宏科

Tel: (021)23154125

Email: lkh11523@haitong.com

证书: S0850517040002

分析师: 许樱之

Tel: (755)82900465

Email: xyz11630@haitong.com

证书: S0850517050001

### 投资要点:

**管理教育领头羊，1-3Q23 归母净利润同比增长 70.72%。**公司紧密围绕“建设世界级实效管理教育机构”的战略定位，面向中小型民营企业提供全生命周期的管理培训与知识服务。公司 2021 年在上交所上市，疫情前 2019 年公司收入 4.39 亿元，归母净利润为 1.18 亿元，归母净利率 26.89%。2020 年，受疫情影响，公司的培训及咨询业务在疫情防控期间难以开展，公司通过在复工期间加大排课频次，弥补疫情造成的损失，叠加学员的上课意愿较强，公司进一步开展大客户战略。1-3Q23 公司收入为 4.61 亿元，同比增长 35.36%；毛利率达到 78.80%，较 2019 年增加 3.08pct；归母净利润 1.61 亿元，同比增长 70.72%，创下近三年前三季度利润新高。

**课程体系构建完善，为中小企业管理痛点与焦虑“对症下药”。**为打造“行动教育=中国管理教育”的品牌理念，打磨三大类课程模式。①**公开课模式**：委派培训讲师对报名学员行集中、统一授课，包括浓缩 EMBA、校长 EMBA。②**小班定制课**：针对企业具体实际情况，学员团队进行方案设计，专家导师团队对方案进行梳理与点评，最终转化为企业自己的最终方案。③**OMO 数字化商学院模式**：为学员企业植入 OMO 数字化商学院 SaaS 平台，将管理培训业务转移至线上，从企业家、董监高下达企业中层、基层员工。

**管理培训主业“溢出效应”明显。**凭借管理培训体系势能，公司接受客户委托，直接为客户的管理问题提供建议方案，涵盖企业大学、绩效管理、营销管控、财务控制、品牌战略等方面内容，聚焦“企业商学院建设”和“企业数字化平台”。在股权投资方面，公司成立海南躬行私募基金合伙企业，关注学员公司的 Pre-IPO 投资，投向业绩稳定、估值较低、技术领先、潜力较大的学员公司。

**品牌特色鲜明，贯彻“大客户战略”。**行动教育于 2006 年成立，2021 年成功在上交所上市后成为中国管理教育第一股。公司基于“行动教育=中国管理教育”的品牌理念，确立“一核两翼”经营模式，深耕企业管理业务，并开展管理咨询业务和股权投资业务。2023 年公司贯彻实施“大客户战略”，以大客户为开发重点，针对客户需求进行评估、提案、制定学习和服务方案，创造商机并持续跟进，提供专业的服务支持。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	555	451	676	883	1077
(+/-)YoY(%)	46.6%	-18.8%	49.8%	30.7%	21.9%
净利润(百万元)	171	111	217	287	353
(+/-)YoY(%)	60.1%	-35.1%	95.6%	32.3%	23.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.45	0.94	1.84	2.43	2.99
毛利率(%)	79.0%	75.2%	78.6%	79.3%	79.1%
净资产收益率(%)	15.8%	10.4%	20.9%	26.7%	29.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 公司营业收入预测（百万元，2020-2025E）**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	379	555	451	676	883	1077
yoy	-13.7%	46.6%	-18.8%	49.8%	30.7%	21.9%
管理培训收入	330	492	383	575	747	896
yoy	-7.0%	48.9%	-22.1%	50.0%	29.9%	19.9%
管理咨询收入	44	59	65	96	131	175
yoy	-44.5%	35.0%	10.3%	48.5%	35.9%	33.5%
销售图书收入	4	4	1	3	4	5
yoy	-15.0%	-0.4%	-64.0%	130.0%	20.0%	20.0%
其他业务收入	1	1	1	1	1	1
yoy	92.5%	-28.1%	84.0%	-23.0%	10.0%	10.0%

资料来源：行动教育 2020-2022 年度报告，海通证券研究所

**国内头部实效管理培训机构，课程研发契合市场刚需、导师阵容强大，网点遍布全国。**①课程多层次保障，契合市场刚需。公司针对中小企业管理痛点，以《浓缩 EMBA》《校长 EMBA》《方案班》《入企辅导》为核心产品线，并打造公开课、小班定制课、OMO 数字化商学院三大类课程模式。结合互联网、多媒体等混合技术手段，培训课程迭代跟进市场环境与客户需求。②导师阵容强大。公司导师团队均为实战型导师，普遍在世界级企业具有超过 20 年的专业领域实务操作经验，且具备较高理论学术造诣。③持续拓宽服务营销渠道。公司已在北京、上海、深圳、杭州、成都设立了子公司，在南京、武汉、合肥、郑州等地设立了分支机构，形成了覆盖全国的服务及营销网络。各分支机构学习官定期回访企业管理者，落实培训效果。

#### 我们对公司的盈利预测包含以下假设：

**（1）管理培训收入：**我们预测 2023-2025 年公司管理培训业务收入达到 5.75/7.47/8.96 亿元，同比增长 50.0%/29.9%/19.9%。

①客户公司数量：预计 2023-2025 年公司管理培训公司数量 1.1/1.3/1.4 万个，同比增长 25%/15%/10%。

②客单价：预计 2023-2025 年公司管理培训客单价 5.0/5.7/6.2 万元，同比增长 20%/13%/9%。

**（2）管理咨询收入：**我们预测 2023-2025 年公司管理咨询收入达到 0.96/1.31/1.75 亿元，同比增长 48.5%/35.9%/33.5%。

①客户数量：预计 2023-2025 年公司管理咨询客户数量为 307/379/460 个，占培训客户比为 2.7%/2.9%/3.2%。

②客单价：预计 2023 年-2025 年公司管理咨询客单价为 31.4/34.6/38.0 万元，同比增长 10%/10%/10%。

**（3）销售图书收入：**我们预测 2023-2025 年公司销售图书收入达到 3.1/3.8/4.5 百万元，同比增长 130%/20%/20%。

**（4）其他收入：**我们预测 2023-2025 年公司其他收入 0.9/0.9/1.0 百万元，同比增长-23%/10%/10%。

**盈利预测。**我们认为，公司自主研发的培训内容体系拓宽品牌护城河，深耕行业的先发经验与客户美誉度构成同业竞争优势。在大客户战略与全国拓展下，大客户的忠实复购与新客户的转化将成为支撑公司业绩增长的核心引擎。预计 2023E-25E 公司收入分别为 6.76 亿元、8.83 亿元、10.77 亿元，同比分别增加 49.8%、30.7%、21.9%；预计 2023-25 年公司归母净利润分别为 2.17 亿元、2.87 亿元、3.53 亿元，分别同比增长 95.6%、32.3%、23.1%，对应 EPS 分别为 1.84 元、2.43 元、2.99 元。参考可比公司估值，给予公司 2024 年 20-24 倍 PE，对应合理价值区间 48.60-58.32 元/股，给予“优于大市”评级。

**风险提示。**招生人数不达预期；宏观经济下行的风险；关键业务人员流失等。

表 2 可比公司估值表（收盘价为 2024 年 3 月 15 日价格）

	中公教育	传智教育	平均值
PE（2024 年，倍）	21.95	29.74	25.85

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>451</b>	<b>676</b>	<b>883</b>	<b>1077</b>
每股收益	0.94	1.84	2.43	2.99	营业成本	112	145	183	225
每股净资产	9.03	8.79	9.12	10.01	毛利率%	75.2%	78.6%	79.3%	79.1%
每股经营现金流	0.61	4.22	3.84	5.32	营业税金及附加	3	4	5	6
每股股利	2.00	2.10	2.10	2.10	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	145	155	203	237
P/E	41.01	20.96	15.84	12.86	营业费用率%	32.1%	23.0%	23.0%	22.0%
P/B	4.26	4.38	4.22	3.84	管理费用	83	88	115	140
P/S	10.08	6.73	5.15	4.22	管理费用率%	18.3%	13.0%	13.0%	13.0%
EV/EBITDA	20.18	10.74	7.72	5.46	EBIT	88	269	358	444
股息率%	<b>5.2%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	财务费用	-33	-24	-29	-33
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-7.2%	-3.5%	-3.3%	-3.1%
毛利率	75.2%	78.6%	79.3%	79.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	24.6%	32.1%	32.5%	32.8%	投资收益	6	6	8	9
净资产收益率	10.4%	20.9%	26.7%	29.9%	<b>营业利润</b>	<b>130</b>	<b>293</b>	<b>387</b>	<b>477</b>
资产回报率	5.7%	9.9%	12.0%	12.7%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	7.0%	19.0%	24.3%	27.4%	<b>利润总额</b>	<b>128</b>	<b>293</b>	<b>387</b>	<b>477</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	113	288	374	459
营业收入增长率	-18.8%	49.8%	30.7%	21.9%	所得税	16	73	97	119
EBIT 增长率	-44.0%	205.6%	33.1%	23.9%	有效所得税率%	12.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-35.1%	95.6%	32.3%	23.1%	少数股东损益	1	3	4	4
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>111</b>	<b>217</b>	<b>287</b>	<b>353</b>
资产负债率	45.2%	52.5%	54.7%	56.9%					
流动比率	1.97	1.72	1.67	1.63	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.95	1.69	1.65	1.61	货币资金	1206	1469	1673	2056
现金比率	1.40	1.29	1.29	1.31	应收账款及应收票据	2	2	3	4
<b>经营效率指标</b>					存货	3	4	4	6
应收账款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	其它流动资产	483	487	488	493
存货周转天数	8.74	8.10	8.12	8.09	流动资产合计	1693	1961	2169	2558
总资产周转率	0.23	0.33	0.38	0.42	长期股权投资	1	0	0	0
固定资产周转率	2.57	4.10	5.74	7.40	固定资产	171	158	150	141
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	2	2	3	3
					非流动资产合计	258	236	229	219
					<b>资产总计</b>	<b>1951</b>	<b>2197</b>	<b>2397</b>	<b>2777</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	短期借款	0	0	0	0
净利润	111	217	287	353	应付票据及应付账款	11	16	20	24
少数股东损益	1	3	4	4	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	25	19	16	16	其它流动负债	848	1126	1280	1546
非经营收益	-37	-6	-8	-9	流动负债合计	859	1142	1300	1570
营运资金变动	-29	266	155	263	长期借款	0	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>72</b>	<b>499</b>	<b>454</b>	<b>628</b>	其它长期负债	22	10	10	10
资产	-8	0	-9	-6	非流动负债合计	22	10	10	10
投资	152	8	0	0	<b>负债总计</b>	<b>881</b>	<b>1152</b>	<b>1310</b>	<b>1580</b>
其他	4	10	8	9	实收资本	118	118	118	118
<b>投资活动现金流</b>	<b>148</b>	<b>18</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	归属于母公司所有者权益	1066	1038	1077	1182
债权募资	0	-8	0	0	少数股东权益	4	7	10	14
股权募资	0	3	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1951</b>	<b>2197</b>	<b>2397</b>	<b>2777</b>
其他	-142	-248	-248	-248					
<b>融资活动现金流</b>	<b>-142</b>	<b>-253</b>	<b>-248</b>	<b>-248</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>77</b>	<b>263</b>	<b>204</b>	<b>383</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 15 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

汪立亭 社会服务行业  
李宏科 批发和零售贸易行业  
许樱之 行业二部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城,北京人力,爱美客,千味央厨,特海国际,名创优品,京东集团-SW,天目湖,广州酒家,东软教育,富森美,中国东方教育,华熙生物,九毛九,海伦司,巨子生物,永辉超市,百联股份,海底捞,安克创新,贝泰妮,潮宏基,重庆百货,复星旅游文化,周大生,百胜中国,美团-W,奈雪的茶,雍禾医疗,老凤祥

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。