

行动教育 (605098.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 36.17 元
 目标价格: 55.90 元

线下场景复苏, 客户持续增长确定性强

投资要点:

➤ **推荐逻辑:** 1) **需求端看**, 企业管理培训行业有近3千亿市场规模, 公司目标客户中小企业的的需求占据市场的绝对主体 (96.1%), 具有广阔市场空间。供给端看, 公司课程重实效, 行业内无同一类型竞争者; 相比于传统商学院, 公司课程学费适中, 学制较灵活, 面向对象门槛较低, 适合中小民营企业的发展赛道。2) **短期看好**疫情放开下线下场景恢复, 22年受损的需求递延补齐, 销售人员增长和实效性优势持续发挥作用; 3) **长期看好**公司在产品口碑建设和销售端管理机制完善下, 学员数量持续增长, 数字化建设为公司贡献新的利润增长点。

➤ **线下培训场景复苏, 推动业绩改善。**教育需求具有长期存在性, 疫情影响短期, 但需求会递延补齐。公司20年和22年业绩受到了疫情影响, 但疫情好转后恢复迅速, 22Q3业绩改善明显, 营收同比+21.7%, 归母净利润同比+38.1%, 均实现转负为正。公司收现比长期维持高位 (22Q1-3为95.6%); 22Q3末合同负债为7.44亿元, 且即便受停课影响, 22年退费率仍低于5%。我们预期随着疫情逐步放开, 22Q4承压的需求将会在23年释放, 23年合同负债8.2亿、净利润2.0亿的股权激励目标实现可期。

➤ **导师+研发+服务齐头并进, 高筑实效性口碑。**相比同行, 公司产品具有显著的实效性优势, 市场中无完全一致的商业模式。1) 导师选聘严格, 均为20年以上的管理经验的千亿/百亿级企业家, 兼具理论高度和实践深度; 2) 课程内容主要由公司的团队进行打磨, 对导师的依赖程度低, 且会根据市场情况及时进行更新和调整; 3) 公司全国共有30+分支机构, 每个机构配置20-50人团队, 每个团队配备8个销售+1个总监, 全国各地学习官都会对学员持续监督, 长期“陪伴”以帮助学习成果落地。

➤ **实效性口碑+销售管理机制, 助力未来学员增长。**公司销售管理机制涉及培养、考核和激励, 包括员工参加培养后必须通过AC证书考试等。在严格的管理机制下, 公司人均产值领先行业可比公司。产品端的高实效性优势和销售端的严格管理机制共同发力, 随着疫情复苏、销售人员数量增长, 公司复购+转介绍率有望维持现有的高水平 (85%+)。鉴于复购+转介绍贡献了公司绝大部分客户增长、自行开拓占比不高 (22H1销售费用中业务宣传费仅占6.3%), 公司未来学员增长确定性高, 我们看好公司营业和利润持续增长。

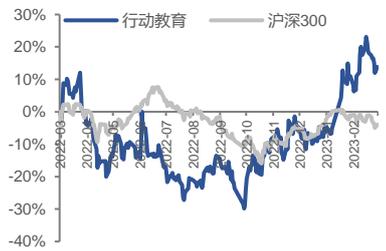
➤ **盈利预测与投资建议:** 我们选取了A股上市的6家可比公司: 力合科创、创业黑马、传智教育、中公教育、东方时尚、学大教育, 2023年行业调整后平均PE为31倍, 行动教育PE (19倍) 水平显著低于可比公司, 估值优势显著。我们认为, 公司是企业管理培训行业领军者, 其产品和同行可比公司相比具有显著的实效性优势, 契合其目标客户中小型民营企业管理层的主要需求; 销售人均产值领先行业, 具有较高的销售效率; 叠加疫情放开环境下线下场景复苏, 公司学员数量和业绩有望迎来大幅增长。预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.1/2.2/2.9亿元, 给予2023年30倍PE, 对应目标市值66.0亿元, 对应目标价55.90元, 首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济波动风险; 行业竞争加剧风险; 关键业务人员流失风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	118/44
总市值/流通市值 (百万元)	4271/1590
每股净资产 (元)	8.84
资产负债率 (%)	44.89
一年内最高/最低 (元)	39.27/22.38

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林
 执业证书编号: S0210522050006
 邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

研究助理 来舒楠
 邮箱: lsl3916@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	379	555	509	791	1,003
增长率	-14%	47%	-8%	56%	27%
净利润 (百万元)	107	171	108	220	289
增长率	-10%	60%	-37%	104%	32%
EPS (元/股)	0.90	1.45	0.91	1.86	2.45
市盈率 (P/E)	40.0	25.0	39.7	19.4	14.8
市净率 (P/B)	9.6	4.0	4.1	3.4	2.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设:

假设 1: 2022 年浓缩 EMBA 受疫情影响相对较小, 校长 EMBA 停课半年。预计 2022-2024 年浓缩 EMBA 班次增速分别为 +0.0%/+30.0%/+25.0%; 校长 EMBA 班次增速分别为 -41.7%/+71.4%/+16.7%。预计 2022-2024 年 SaaS 平台业务收入分别为 0.5 亿元/1.0 亿元/1.5 亿元。

假设 2: 公司毛利率水平较稳定, 2022 年受毛利率较高的校长 EMBA 停课影响, 毛利率有所下滑, 预期随着疫情改善回升至正常水平。预计 2022-2024 年管理培训毛利率分别为 79.2%/84.0%/84.5%, 管理咨询毛利率分别 40.0%/53.0%/55.0%; SaaS 平台毛利率分别为 80.0%/80.0%/80.0%。

假设 3: 公司各项费用率相对稳定, 2022 年受调薪、社保减免取消影响, 销售和管理费用率有所提高。预计 2022-2024 年销售费用率分别为 30.0%/28.0%/28.0%; 管理费用率分别为 18.5%/17.0%/16.0%; 研发费用率分别为 5.5%/5.4%/5.3%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司 2022 年受疫情影响较大, 校长 EMBA 停课半年, 12 月销售旺季恰逢疫情放开后销售人员感染, 2023 年学员数量影响较大。我们认为, 学习需求具有长期存在性, 疫情会在短时间内对授课产生影响, 但需求会递延补齐。公司产品实效性优势明显, 随着 23 年线下需求复苏、销售人员增加, 业绩大幅修复可期。

股价上涨的催化因素

学员数量增长超预期; OMO 渗透率超预期。

估值和目标价格

我们选取了 A 股上市的 6 家可比公司: 力合科创、创业黑马、传智教育、中公教育、东方时尚、学大教育, 2023 年行业调整后平均 PE 为 31 倍, 行动教育 PE (19 倍) 水平显著低于可比公司, 估值优势显著。我们认为, 公司是企业管理培训行业领军者, 其产品和同行可比公司相比具有显著的实效性优势, 契合其目标客户中小型民营企业管理层的主要需求; 销售人均产值领先行业, 具有较高的销售效率; 叠加疫情放开环境下线下场景复苏, 公司学员数量和业绩有望迎来大幅增长。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.1/2.2/2.9 亿元, 给予 2023 年 30 倍 PE, 对应目标市值 66.0 亿元, 对应目标价 55.90 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动风险; 行业竞争加剧风险; 关键业务人员流失风险。

正文目录

1	核心业务脚踏实地，合同负债前瞻反映营收增长	4
1.1	中国实效管理教育领先品牌	4
1.2	股权结构稳定、集中	4
1.3	一核两翼，浓缩+校长 EMBA 为主要贡献	5
1.4	线下复苏推动业绩改善，合同负债转化率或将回归高位	6
2	市场需求广阔，看好龙头市占率提升	8
2.1	近 3 千亿行业规模，中小企业需求占比高	8
2.2	商业模式各有侧重，企业管理培训龙头企业市占率有望提升	10
3	借力线下培训场景复苏，产品销售两端发力推动学员增长	11
3.1	导师+研发+服务，高筑产品实效性核心优势	11
3.2	实效性口碑+严格的销售管理机制，学员后续增长的确定性强	13
3.3	OMO+数字化管理+智慧基地建设，寻求第二增长曲线	15
4	公司盈利预测与估值	16
4.1	盈利预测	16
4.2	相对估值	17
5	风险提示	18

图表目录

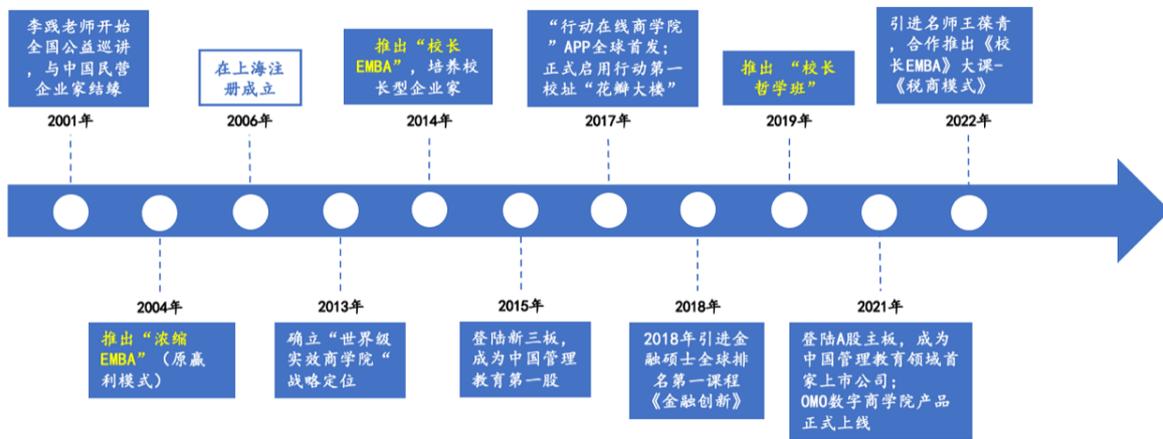
图表 1:	公司发展历程	4
图表 2:	公司股权结构 (截至 2022Q3)	4
图表 3:	公司各业务类型占收入比	5
图表 4:	公司各业务类型毛利率	5
图表 5:	公司业务战略发展	5
图表 6:	浓缩 EMBA、校长 EMBA	5
图表 7:	公司重点客户	6
图表 8:	公司年度业绩情况	7
图表 9:	公司季度业绩情况	7
图表 10:	公司季度销售费用、营收情况	7
图表 11:	公司期间费用率情况	7
图表 12:	收现比维持高位	7
图表 13:	公司合同负债增长情况	8
图表 14:	合同负债转化率高	8
图表 15:	我国企业培训市场规模 3 千亿	9
图表 16:	我国企业法人单位数增速	9
图表 17:	企业管理培训上下游及模式	9
图表 18:	行业可比公司对比	10
图表 19:	公司导师详细信息	11
图表 20:	公司实效性优势	13
图表 21:	公司销售费用 (万元)、销售费用率	13
图表 22:	22H1 销售费用占比情况	13
图表 23:	公司销售人员数量	14
图表 24:	公司未来学员后续增长的确定性强	15
图表 25:	分业务收入及毛利率	16
图表 26:	可比公司估值	17
图表 27:	财务预测摘要	19

1 核心业务脚踏实地，合同负债前瞻反映营收增长

1.1 中国实效管理教育领先品牌

深耕实效管理教育 20 年。行动教育成立于 2006 年，2004 年，公司正式推出“浓缩 EMBA”（原赢利模式），开创国内管理教育行业实效精品课先河。2006 年公司成立后发展迅速，2014 年推出“校长 EMBA”，2019 年推“校长哲学班”，不断完善课程品类；2015 年登陆新三板，2021 年登陆 A 股主板。

图表 1: 公司发展历程

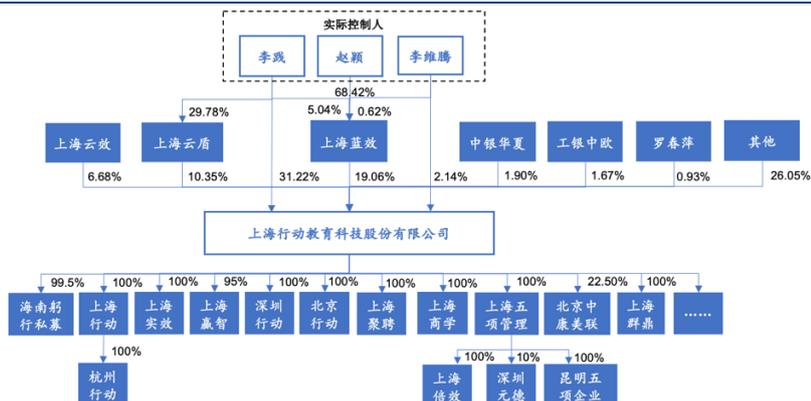


数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

1.2 股权结构稳定、集中

李践家族为公司实际控制人。截至 2022Q3，李践先生直接持有公司 31.22% 股权，并通过持有上海云盾 29.78% 股权和上海蓝效 5.04% 股权间接持有公司 4.04% 股权，合计持股 35.3%。李践先生与赵颖女士为夫妻关系，与李维腾先生为父子关系，三人均为公司实际控制人，合计直接和间接共持有公司 50.6% 的股份。

图表 2: 公司股权结构（截至 2022Q3）

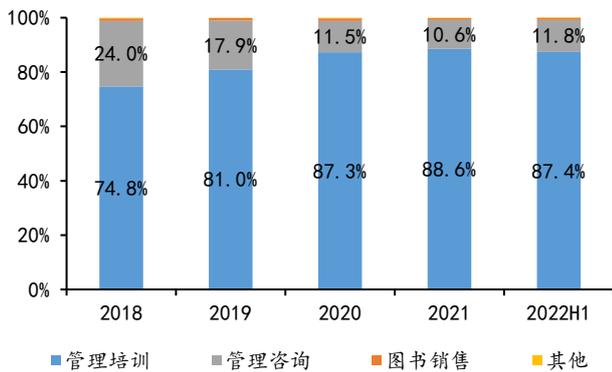


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 一核两翼，浓缩+校长 EMBA 为主要贡献

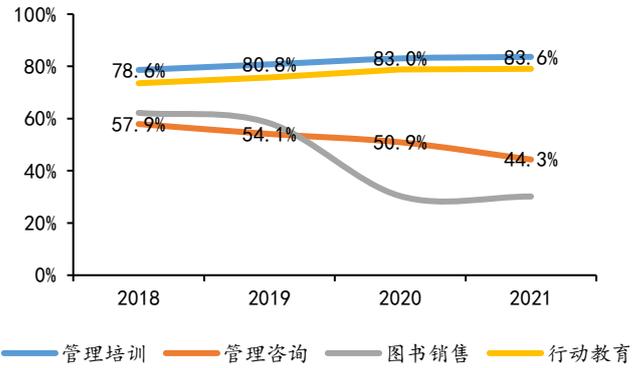
公司未来战略以“一核两翼”为目标，高营收、高毛利的管理培训业务为核心，左翼为管理咨询/入企服务，右翼是公司成立的海南躬行基金，主要投资学员企业和 IPO 阶段企业。截至 2022H1，核心业务管理培训收入占公司总营收 87.4%，贡献了公司绝大部份收入；2021 年管理培训毛利率高达 83.6%，毛利率逐年提升，推动公司整体毛利增长。管理咨询业务受公司战略调整 and 毛利率下降影响，占比有所缩减。

图表 3：公司各业务类型占收入比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

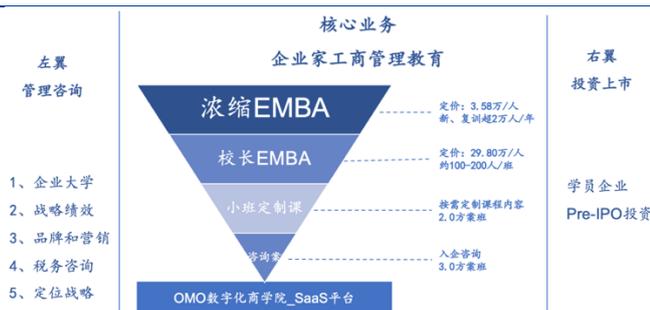
图表 4：公司各业务类型毛利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

核心业务管理培训包括浓缩 EMBA、校长 EMBA、小班定制课和咨询案，其中浓缩+校长 EMBA 占据了管理培训绝大部分收入。1) 浓缩 EMBA 为引流产品：三天两夜的短期课，浓缩了企业经营必要的 10 个模块；在各地酒店上课。由于课时短，课程内容较浅显，上课的学员有深入学习意愿的会报名校长 EMBA，从而实现引流的效果。2) 校长 EMBA 为核心产品：1.5 年学制的长期课，一年 10-12 期，45 天上一次课，一次三天两夜；课程内容为深入讲解 10 个模块课程；在上海总部上课。公司总部有 2 个阶梯教室（容量分别为 120 人、80 人）和 1 个平面教室，但是学员过多情况下可以在酒店上课，因此产能没有上限。

图表 5：公司业务战略发展



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 6：浓缩 EMBA、校长 EMBA



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司经营 17 年来，已经为 16 万余客户提供课程培训服务，其中上市企业近 600 家，区域/行业领先企业数千家。精英学员包括蜜雪冰城、木门、盈趣科技、香飘飘、海澜之家、百果园、西贝餐饮等。

图表 7：公司重点客户



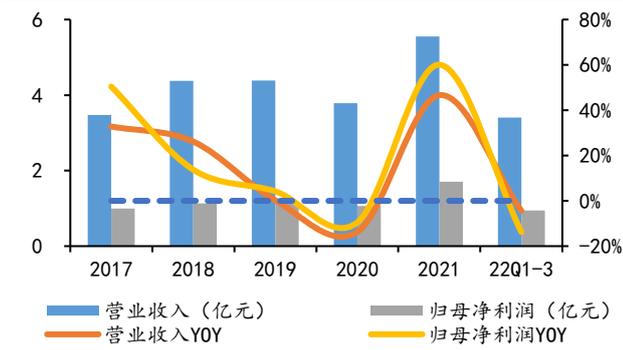
数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.4 线下复苏推动业绩改善，合同负债转化率或将回归高位

23 年随着线下场景复苏，业绩预计迎来恢复性增长。复盘公司过去营收及归母净利润情况，20 年受疫情影响呈现负增长，21 年疫情好转叠加 20 年低基数增速呈现高峰，22Q1-3，受疫情影响再次出现负增长。22Q1-3 公司实现营业收入 3.4 亿元，同比-4.4%；归母净利润 0.9 亿元，同比-13.8%。看单季度，随着公司主要授课所在地上海解封，22Q3 公司营收和归母净利润同比实现转正，改善明显。

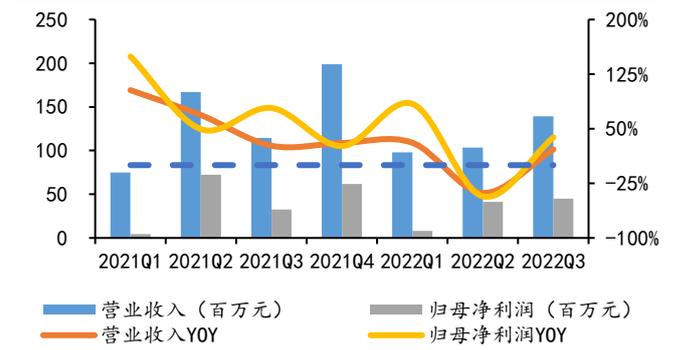
总结过往业绩，公司疫情期间受影响较大，但疫情好转后短时间内就会呈现修复趋势，我们认为主要是因为教育需求的长期存在性，疫情会在短时间内对授课产生影响，但需求会递延补齐。Q2、Q4 本为公司的销售支出和营收确认高峰，尤其是 Q4，但 22Q4 受疫情放开影响，销售人员不足，对公司业绩造成了较大影响。我们认为，随着疫情逐步放开、线下场景复苏，在 22Q4 承压的需求将会在 23 年释放。除此之外，多年来公司各项费用率控制良好，收现比持续保持较高水平，变现能力强，2022Q1-3 收现比为 95.6%。叠加 22 年低基数，23 年业绩高速增长可期。

图表 8: 公司年度业绩情况



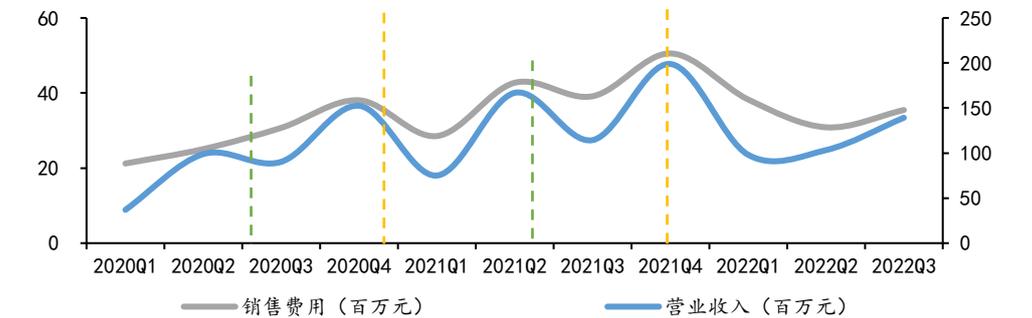
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 公司季度业绩情况



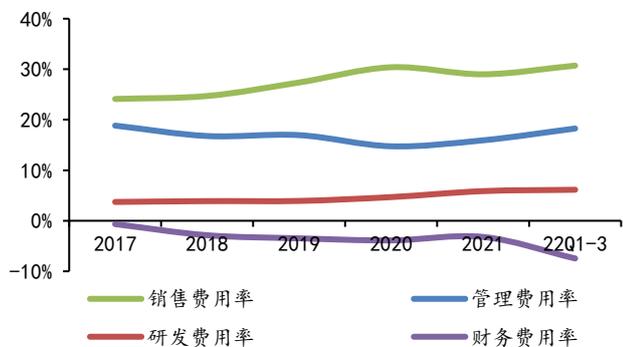
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 10: 公司季度销售费用、营收情况



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 11: 公司期间费用率情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 收现比维持高位



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

合同负债转化率有望回归高位, 前瞻反映营收储备。根据行业惯例和公司销售制度, 客户需预付全额培训费用, 课程完成后根据实际消费情况结转合同负债 (20年后)/预收账款 (20年前), 因此, 合同负债指标能前瞻性反映营收增长水平。2015年以来公司合同负债保持增长, 22年末预计维持7亿以上, 且转化率持续处于较高水平, 营收前景向好。疫情期间, 学制短的浓缩 EMBA 课程可以选择在低风险城市开展, 受影响较小; 但学制长的校长 EMBA 受停课影响, 收入确认延后, 对合同负债转化率造成了不利影响。客户中途停课通常会选择延后至 2-3 年内确认收入, 极小部分选择退款, 受疫情影响延后的合同负债结转预计将在 23 年转化, 23 年转化率或将回归高位。

图表 13: 公司合同负债增长情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 14: 合同负债转化率高



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

股权激励范围广, 可实现性高。公司在 2022 年 10 月 19 日完成了对公司 148 人 (包括 4 名高管和 144 名核心骨干员工) 的股票期权授予登记, 共授予 257.6 万份, 行权价格 27.25 元/股。公司股权激励目标为第一个行权期 2022 年合同负债增加额达 7.0 亿或净利润达 1.72 亿元, 第二个行权期 2023 年合同负债增加额达 8.2 亿或净利润达 2.0 亿元, 两种条件二选一。结合我们对线下复苏带来业绩和合同负债的修复判断, 我们认为公司股权激励目标实现可能性高。

2 市场需求广阔, 看好龙头市占率提升

2.1 近 3 千亿行业规模, 中小企业需求占比高

行业空间持续扩张, 企业数量增长驱动市场需求。随着我国经济结构调整, 企业管理培训获得了国家政策的一贯支持, 广大企业培训意识提高, 培训消费能力增强, 推动了市场规模增长。2010 年后, 中国的企业管理培训行业呈现出了高速增长的趋势。据艾瑞咨询数据, 2019 年中国企业培训市场规模为 1836 亿元, 2020 年受疫情影响有所下降, 预计 2023 年增长至 2733 亿元, 2016-2023 年 CAGR 为 12.9%。据国家统计局数据, 2021 年我国企业法人单位数达 2867 万, 2010-2021 年 CAGR 为 16.0%, 企业数量众多, 市场需求广阔。

图表 15: 我国企业培训市场规模 3 千亿



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

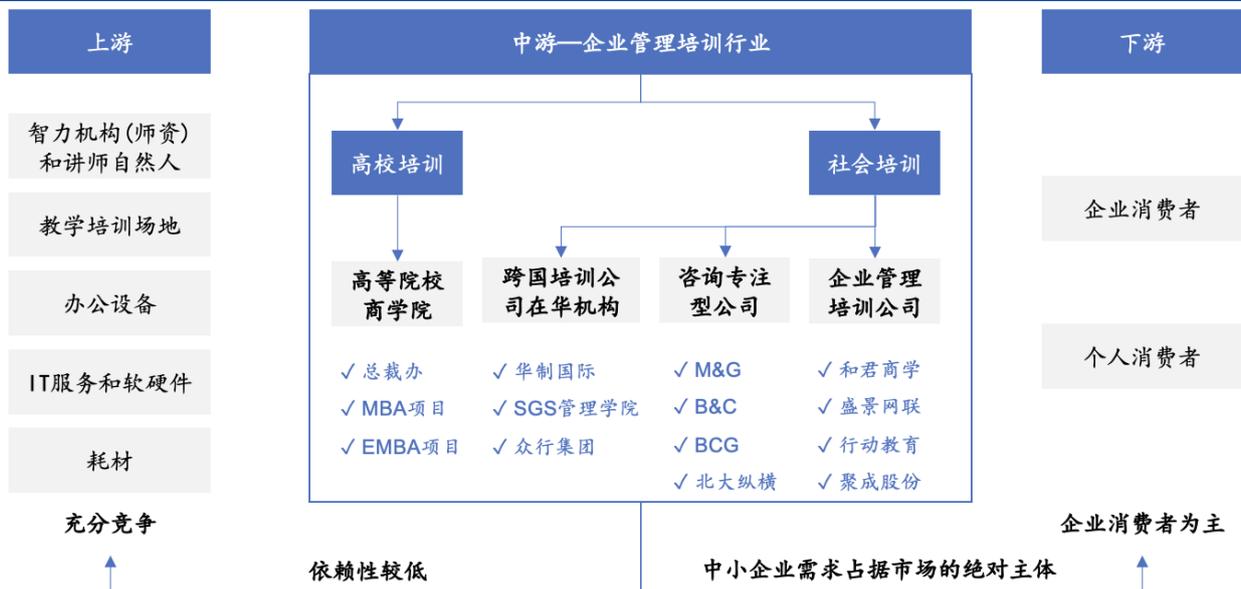
图表 16: 我国企业法人单位数增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

行业议价能力强, 中小企业需求占据市场绝对主体。企业管理培训行业上游为师资及软硬件设施, 讲师群体充分竞争且行业对上游依赖性较低。行业下游为企业消费者和个人消费者, 以企业消费者为主。根据中国产业调研网的研究, 占中国企业数量 99.80%的中小企业需求占整个企业管理培训市场总量的 96.10%, 中小企业数量众多, 行业下游足够分散, 中游行业具有一定的议价权。

图表 17: 企业管理培训上下游及模式



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

商业模式不断创新, 推动潜在需求。经济发展带动了大量企业诞生, 促进了行业需求的繁荣, 进一步促进了企业管理培训商业模式创新和技术创新不断涌现, 不同针对性的学习方案诞生, 行业潜在需求进而不断被挖掘。按照培训机构主体的不同, 企业管理培训模式可分为高校培训和社会培训, 高校培训偏理论, 社会培训重实效。行业参与方主要有高校商学院、跨国培训公司在华机构、咨询专注型公司及企业管理培训公司。

2.2 商业模式各有侧重，企业管理培训龙头企业市占率有望提升

对比不同模式的主要企业，我们认为：1) 高等院校商学院课程以理论学习为主，学费高昂，学制固定，面向对象门槛相对较高，服务客户数量较少；2) 跨国培训公司在华机构课程本土化较弱，面向对象门槛相对较低，服务客户数量相对较少；3) 咨询专注型公司课程内容覆盖面广，课程单价多数偏低，学制多数较短，适合人群广、相对门槛较低，服务客户数量相对较少。与前三种模式相比，企业管理培训公司具有课程重实效、学费适中、学制较灵活、面向对象门槛相对较低、服务客户数量众多等特点。

图表 18: 行业可比公司对比

分类	公司	课程项目	学费	学制	面向对象/门槛	服务客户数量
高等院校商学院	长江 EMBA	1) 宏观视野与全球化格局; 2) 管理核心课程; 3) 未来商业前沿; 4) 人文与社会责任课程	86.8 万/人	非全日制学习 2 年; 每月集中授课四天 (周四至周日)	1) 大学本科+ (毕业 3 年+)、大专 (毕业 5 年+); 2) 8 年+全职工作经历, 其中包括 5 年+高级管理岗位工作经历, 目前须处于企业的核心决策层; 3) 企业规模有一定的要求, 视行业而定; 4) 笔试+面试; 5) 两封推荐信	1 万+校友
	中欧 EMBA	1) 管理经济学等必修课; 2) 金融市场与公司财务等选修课; 3) 国内外实境选修课; 4) 小组课题报告	75.8 万/人	在职学习 1 年, 每月集中授课四天 (周四至周日)	1) 大学本科+ (大专录取比例<10%); 2) 10 年+工作经验, 并七年+管理岗位工作经历; 3) 笔试+面试; 4) 两封推荐信	1.2 万+校友
	清华 EMBA	企业经营的宏观环境; 企业经营管理之道; 企业领导者的领导力; 通中西、通文理、通科技、通未来	68.0 万/人	非全日制学习 2 年; 每月集中授课四天, 周四至周日	1) 大学本科+, 毕业后 8 年+全职工作经历, 其中应有 5 年+管理工作经历, 较大规模企业的现职高层管理人员; 2) 大学专科, 毕业后有 10 年+全职工作经历, 其中应有 5 年+管理工作经历, 具有丰富实践经验的较大规模企业的现职高层管理人员; 3) 笔试+面试; 4) 两封推荐信	8000+校友 (每年秋季学期+春季学期各 360 人)
	北大 EMBA	管理与哲学; 经济与社会; 组织与领导; 财务与会计; 金融与投资等		非全日制学习 2 年; 每月集中授课四天, 周四至周日	1) 大学本科+, 毕业后有 8 年+全职工作经历, 其中应有 5 年+管理工作经历, 较大规模企业的现职中高层管理人员; 2) 大学专科, 毕业后有 10 年+全职工作经历, 其中应有 5 年+管理工作经历, 具有丰富实践经验的较大规模企业的现职高层管理人员; 3) 笔试+面试	8000+校友 (每年秋季学期+春季学期各 360 人)
跨国培训公司在华机构	华制国际	国内外游学、大咖课堂、企业内训	不等	2-9 天	中国企业家和中高层经理人	2.1 万+企业客户、5 万+精英人群
咨询专注型公司	和君商学	1) 十大核心课程, 涵盖“国势+业+理+资本”的知识体系; 2) 24 节气知识应用和实操案例; 3) 四季职业发展系列讲座	1.5 万/人	一年一届	1) 拥有名校学历的职场人才和在校高年级学生; 2) 优秀的创业者、投资者; 3) 原则上不超过 40 周岁; 4) 需参与面试, 部分学历需参与笔试	2 万+
	纵横商学	覆盖方方面面	不等 (多数价格偏低)	不等 (多数较短)	各阶层人群	
企业管理培训公司	行动教育	浓缩 EMBA; 校长 EMBA; 小班定制课; 咨询案	浓缩 3.58 万/人; 校长 29.8 万/人	浓缩 3 天; 校长 1.5 年, 一年 10-12 期, 45 天上 2 次课, 一次 3 天	中小企业	16 万+校友
	创业黑马	重做工坊; 黑马营; 黑马实验室; 黑马管理营; 黑马全球游学	5-22.8 万/人	长短期结合, 8 天-1 年不等	创业者、中小企业主、潜在创业者等创业创新泛创业者	10 万+
	聚成股份	华商书院; 实战大学; 华企商学院。	不等 (多数 2800-19800/人)	不等 (多数 1-3 天)	各阶层人群	16 万+
	时代光华	企业一站式在线学习解决方案	不等	不等	中大型企业客户	2.5 万+中大型企业客户

博商管理	民企总裁实战班：实战管理；资本运营；业绩突破；修身养性	3.98-9.9 万/人	12 个月，每月双休集中上课	民企总经理以上人员	39498 家企业
高顿	考研、留学、公务员、执业资格等全方位培训	不等	不等	绝大部分个人	80 万+学员，6 万+企业

数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

企业管理培训公司第一梯队形成，龙头市占率有望提升。经过多年发展，行动教育、创业黑马、博商管理等公司在行业中找到了自己的精准定位，凭借教学质量建立了自己的竞争优势。按营收占比看，2021 年行动教育、创业黑马营收分别占市场规模的 0.3%和 0.2%；按服务企业数量看，行动教育 2021 年服务企业 17 万家，占中国企业法人单位的 0.6%，市占率仍处于低水平。未来行业集中度变化，从需求端看，疫情放开对行业利好，企业管理培训公司瞄准占据市场绝对主体需求的中小企业，预期行业龙头将凭借其品牌效应受益于市场需求复苏，行业集中度提高；从供给端看，同行公司侧重点各有区别，且学习需求具有长期性，客户不会因为在同行学习过就选择不在行动教育学习，同行竞争程度相对不激烈，行业头部企业或将共同增容，带动行业集中度提高。

3 借力线下培训场景复苏，产品销售双端发力推动学员增长

2013 年前，行动教育以卖小课为主，产品差异化程度小；2014 年后，公司认为学习不能单个科学而要体系性，通过对课程不断转型和升级，聚焦了产品线。此次战略调整培养了产品实效性优势，在行业中树立了口碑，带来了客户量持续增长。

3.1 导师+研发+服务，高筑产品实效性核心优势

行动教育目标客户是中小民营企业，提供的产品与传统商学院和一般企业管理培训机构的区别在于**注重实战、贴近经营、为企业解决实际问题，产品核心优势包括导师经验、课程品质和服务质量。**

1) 导师：实践经验充足的导师团队。公司导师选聘严格，管理层和研发团队会提前听课考评老师，经过 4 轮考察流程确定导师人选。公司导师均为千亿级、百亿级的企业家，同时具备 20 年以上的管理经验，如特劳特伙伴公司全球总裁邓德隆教授《特劳特·战略定位行动实效班》、复星集团前财务总监付小平教授《大财务管控》等。

图表 19: 公司导师详细信息

导师姓名	教授科目	背景
宋志平	《经营方略》	中国上市公司协会会长；曾任中国建材、国药集团董事长
朱民	《经济学》	清华大学国家金融研究院院长；曾任中国银行副行长、国际货币基金组织副总裁
李践	企业管理畅销书《赢利》《将才》作者	行动教育创始人、董事长
黄强	企业管理畅销书《战模式》作者	行动教育营销副总裁；10年先后服务培训香飘飘奶茶等近500家全国知名企业
李仙	《股权设计》	行动教育联合创始人；曾任李嘉诚旗下Tom户外传媒总经理
邓德隆	《特劳特·战略定位行动实效班》	特劳特伙伴公司全球总裁、特劳特中国公司董事长
罗伯特·卡普兰	《战略创新》	哈佛大学著名教授；平衡计分卡创始人
巴里·Z·波斯纳	《领导力》	国际知名管理学者、领导力专家
帕特里克·莱格朗德	《金融创新》	巴黎高等商学院金融教授；超25年财务金融实战经验，相关、伦敦及巴黎多家投行总经理
熊启明	《企业大学》	企业管理畅销书《人才池》作者；曾任职于香格里拉、英国邦臣集团
江竹兵	《机制设计》	英国C&G国际培训师
张晓岚	《品牌战略》	中国式营销创始人；曾任风驰传媒集团副总裁
付小平	《大财务管控》	中国注册会计师；曾任复星集团财务总监
陈军	《大营销管控》	中国大营销管控创立者；顺丰集团前营销副总裁
王葆青	《商税模式》	中税科信集团高级合伙人
杨朝明	《大学·中庸》+哲学	中国孔子研究院院长
韩鹏杰	《道德经》+哲学	西安交大哲学系主任、博士生导师
宫玉振	《中国式领导力》	军事学博士、管理学教授
薛国安	《孙子兵法》+哲学	国防大学孙子兵法研究中心主任、博士生导师
张其成	《黄帝内经》+哲学	北京中医药大学国学院院长、教授、博导

数据来源：公司官网，华福证券研究所

2) 研发：“制片厂模式”研发体系，对导师依赖程度不高。虽然有大咖老师做背书，但课程的主要内容和流程由公司团队主导研发，会根据每个老师过往经验和课系进行打磨，形成公司自有的知识产权，从而降低对单个老师的依赖性。2017年至今，公司研发费用率逐年升高，2022Q1-3达6.1%。

课程内容会根据市场情况和学员反馈及时更新和调整。通常情况下，浓缩EMBA每2-3个月会根据市场情况更新部分内容；校长EMBA持续小规模更新，根据政策变化会进行大幅更新/换课，比如客户升级和规模做大后公司21年底紧跟政策引入了《税商模式》课程。截至目前，浓缩已经进阶到了12.0版本，开设了470多期。每堂课结束后，公司都会收集学员的评分表，对集中没有解决的问题进行课程更新和调整。

3) 服务：“学习官”/销售跟踪学习成果落地。公司在全国的30多个分支机构会根据规模大小配置团队，形成了覆盖全国的服务及营销网络。全国各地的学习官，

以“陪伴式”服务帮助客户转化学习成果；对学员进行监督、跟进学习成果，督促客户完成学习成果转化、反省改进和团队落地方法与变革。除此之外，公司也会通过客户管理系统中的公共池与客户保持长期联系，如果产品升级或免费复训，客户可能再次学习，维系良好口碑。

图表 20：公司实效性优势



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 实效性口碑+严格的销售管理机制，学员后续增长的确定性强

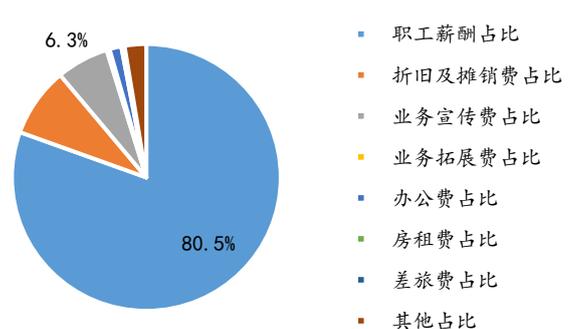
和高顿等面向公众的培训机构相比，行动教育客户均为公司高管，难以通过电话推销等方式进行获客，**复购+转介绍为学员后续增长的主要途径，自行开拓新客户为辅助途径。**据 22H1 销售费用拆分，职工薪酬占比高达 80.5%，业务宣传费占比仅为 6.3%。复购客源主要来自于客户公司现任管理层及管理层变动；转介绍客源主要来自于客户的上下游、同行、当地商协会等；新开拓客源则主要来自于投放广告、课程试听、与行业协会等机构合作组织主题论坛等活动形式吸引的新客户。

图表 21：公司销售费用（万元）、销售费用率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 22：22H1 销售费用占比情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司复购+转介绍率高达 85%，我们认为，复购+转介绍将长期持续为公司贡献学员增长，主要原因有：

1) 导师+研发+服务为核心优势的高实效性产品为行动教育树立了较高的口碑，老客户自发推荐，实现了客户数量增长的正向循环。

2) 严格的销售管理机制（培养-考核-激励）保障业务水平，销售效率领先行业。

①公司对销售人员有完善的培养体制，包括八条人才生产线中的培养 0-6 个月学习官的“733 成长模式”等，AC 认证则主要培养员工萃取经验、开发实战课程、内训授课能力。AC 证书分为初级、中级和高级，不同等级可以做的事情不一样，对收入也有影响。初级 AC 可以到客户公司做提案；中级 AC 可以给客户去讲一堂 0.5-1 天的内训；高级 AC 研发部会帮忙打磨一门课，作为一个产品卖给企业做内训，可以成长为内训师。接受了公司的培养后，所有的销售人员入职 3 个月后必须通过初级 AC 证书的考核。②公司销售考核标准化。销售人员在试用期内需要成交订单，也会考核老员工的人均年产值。③在严格的考核机制下，公司也提供了有竞争力的销售激励。销售人员工资采用低工资高绩效的制度，浓缩和校长 EMBA 提成高于咨询喝小班课。复购+转介绍也会给对应销售人员提成，可以有效地留住有客户资源的员工。

疫情改善下销售人员计划增加。受疫情停课对销售人员收入的影响，公司销售人员有所流失，22 年末不到 700 人。尽管人员存在流失现象，但在优异的管理机制下，公司仍然具有较高的销售效率，创造了高于同行可比公司的人均产值。随着公司 23 年销售人员计划增加，学员数量增长可期。

图表 23: 公司销售人员数量

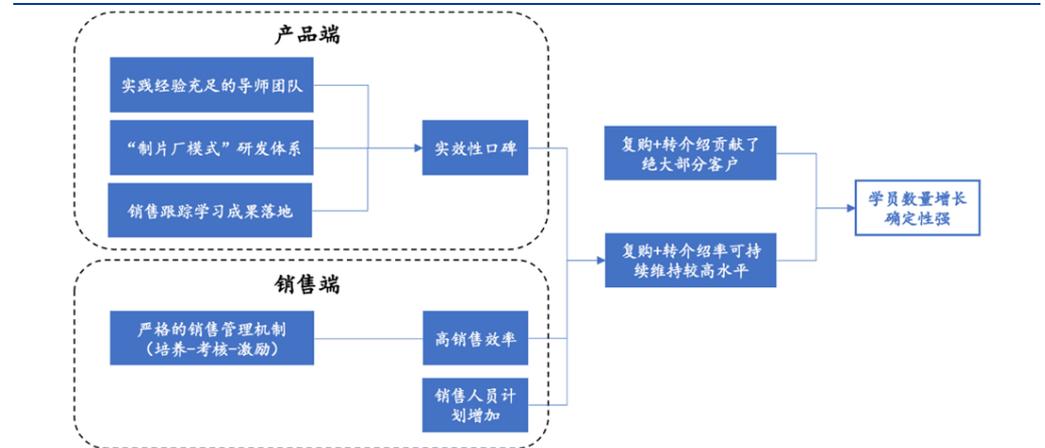


数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们认为，在疫情复苏、销售人员计划增长的情况下，实效性产品带来的优异口碑和严格销售管理机制带来的高人均产值，将维持公司复购+转介绍率较高水平。

鉴于近年来复购+转介绍渠道贡献了公司绝大部分客户增长，公司未来学员数量增长确定性较强。

图表 24: 公司未来学员后续增长的确定性强



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 OMO+数字化管理+智慧基地建设，寻求第二增长曲线

OMO 数字化商学院平台，“咨询+软件”做长服务链条。公司 2021 年 10 月以线下课程培训为基础，推出了 OMO 数字化商学院平台，植入在《企业大学》咨询案中，包含“商学院体系”、“企业大学 SAAS 平台”、“人才孵化项目”，试行 1 个月已有约 100 家企业购买。客户公司全体员工都可以在平台上学习，由班主任全程督学，每周进行学、练、考、赛，集体研讨、分组 PK，解决了咨询服务期结束后容易懈怠的问题。只要使用平台，客户第一年需要支付课程费和平台费，之后每年都需要支付平台费，根据账号数量不同收费，由此公司可实现孕育新增长点、增强客户粘性的目标，行业领导地位进一步巩固。

与钉钉强强联合，推动企业管理数字化教育加速落地。2022 年 9 月，行动教育与阿里巴巴集团钉钉事业部联手推出“管理教育+数字化管理工具”战略合作，将共同推出数字化平台系统，联合开发数字化相关课程，为企业家管理降本增效。

积极推进募投资金项目。公司 IPO 资金中，4.55 亿拟建设智慧管理培训基地，降低运营成本提升整体效益；0.6 亿拟建设行动慕课智库，推动线上教育业务开展。疫情期间上海校址推进较慢，预计 23 年开始推进，建造周期需要 3 年，公司品牌效应和产能有望进一步提高。

4 公司盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 2022 年浓缩 EMBA 受疫情影响相对较小, 校长 EMBA 停课半年。预计 2022-2024 年浓缩 EMBA 班次增速分别为+0.0%/+30.0%/+25.0%; 校长 EMBA 班次增速分别为-41.7%/+71.4%/+16.7%。预计 2022-2024 年 SaaS 平台业务收入分别为 0.5 亿元/1.0 亿元/1.5 亿元。

假设 2: 公司毛利率水平较稳定, 2022 年受毛利率较高的校长 EMBA 停课影响, 毛利率有所下滑, 预期随着疫情改善回升至正常水平。预计 2022-2024 年管理培训毛利率分别为 79.2%/84.0%/84.5%, 管理咨询毛利率分别 40.0%/53.0%/55.0%; SaaS 平台毛利率分别为 80.0%/80.0%/80.0%。

假设 3: 公司各项费用率相对稳定, 2022 年受调薪、社保减免取消影响, 销售和管理费用率有所提高。预计 2022-2024 年销售费用率分别为 30.0%/28.0%/28.0%; 管理费用率分别为 18.5%/17.0%/16.0%; 研发费用率分别为 5.5%/5.4%/5.3%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

图表 25: 分业务收入及毛利率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	378.7	555.2	508.6	791.4	1003.1
YOY	-13.67%	46.62%	-8.40%	55.61%	26.76%
毛利率	78.80%	79.05%	73.64%	80.17%	81.14%
归母净利润 (百万元)	106.7	170.8	107.7	220.0	289.7
YOY	-9.52%	60.05%	-36.94%	104.24%	31.66%
归母净利率	28.18%	30.76%	21.18%	27.80%	28.88%
管理培训收入 (百万元)	330.5	492.0	386.6	609.4	764.9
YOY	-6.97%	48.88%	-21.42%	57.62%	25.53%
毛利率	83.03%	83.62%	79.15%	84.00%	84.50%
浓缩 EMBA	132.7	177.7	180.0	257.4	337.8
YOY	-6.44%	33.92%	1.31%	43.00%	31.25%
校长 EMBA	141.5	266.5	154.0	290.4	355.7
YOY	-21.12%	88.29%	-42.21%	88.57%	22.50%
论坛	16.8	16.8	18.5	24.1	30.1
YOY	-37.20%	0.00%	10.00%	30.00%	25.00%
其他管理培训	39.4	31.0	34.1	37.5	41.2
YOY	449.01%	-21.40%	10.00%	10.00%	10.00%
管理咨询收入 (百万元)	43.6	58.8	67.6	77.6	83.8
YOY	-44.51%	35.02%	14.84%	14.90%	7.99%
毛利率	50.91%	44.30%	40.00%	53.00%	55.00%

一般管理咨询	41.8	55.2	63.7	73.6	79.6
YOY	-38.73%	32.01%	15.50%	15.50%	8.15%
孵化器项目	1.8	3.7	3.9	4.1	4.3
YOY	-82.67%	105.33%	5.00%	5.00%	5.00%
SaaS 平台收入 (百万元)			50	100	150
YOY				100.00%	50.00%
毛利率			80.00%	80.00%	80.00%
图书销售收入 (百万元)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
YOY	-15.01%	-0.41%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	30.30%	30.10%	30.10%	30.10%	30.10%
其他收入 (百万元)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
YOY	92.45%	-28.12%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	81.73%	45.98%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值

我们选取了 A 股上市的 6 家可比公司：力合科创、创业黑马、传智教育、中公教育、东方时尚、学大教育，2023 年行业调整后平均 PE 为 31 倍，行动教育 PE（19 倍）水平显著低于可比公司，估值优势显著。我们认为，公司是企业管理培训行业领军者，其产品和同行可比公司相比具有显著的实效性优势，契合其目标客户中小型民营企业管理层的主要需求；销售人均产值领先行业，具有较高的销售效率；叠加疫情放开环境下线下场景复苏，公司学员数量和业绩有望迎来大幅增长。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.1/2.2/2.9 亿元，给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标市值 66.0 亿元，对应目标价 55.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 26：可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	营收(亿元)				归母净利润(亿元)				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002243.SZ	力合科创	103.75	30.09	26.29	38.91	45.20	6.31	4.08	6.79	8.02	16.45	25.43	15.28	12.94
300688.SZ	创业黑马	36.19	3.40	3.80	5.96	8.47	0.11	-0.83	0.70	1.60	316.73	-43.60	51.46	22.63
003032.SZ	传智教育	68.82	6.64	8.46	10.24	12.31	0.77	1.89	2.35	2.88	89.56	36.32	29.23	23.89
002607.SZ	中公教育	309.60	69.12	58.50	76.44	91.54	-23.70	-10.50	5.34	11.04	-13.07	-29.49	57.98	28.04
603377.SH	东方时尚	53.12	11.99	9.17	13.73	16.87	1.52	-0.37	2.35	3.21	34.87	-144.30	22.60	16.55
000526.SZ	学大教育	20.53	25.29	16.78	18.77	20.87	-5.36	0.10	0.92	1.14	-3.83	212.71	22.31	18.01
行业调整后平均值											-	-	31.40	20.27
605098.SH	行动教育	42.71	5.55	5.09	7.91	10.03	1.71	1.08	2.20	2.90	25.00	39.65	19.41	14.74

数据来源：Wind，Choice，华福证券研究所（注：收盘价截止 2023 年 3 月 14 日，调整后平均值指去掉最高、最低后取平均值；行动教育为华福证券研究所预测；力合科创 22 年数值取自业绩快报，创业黑马 22 年营收及创业黑马、中公教育、东方时尚、学大教育 22 年归母净利润取业绩预告中值，创业黑马 23/24 年为 Choice 一致预期，其他为 Wind 一致预期）

5 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险。公司目标客户人群为中小民营企业，宏观经济波动会对中小企业的数量、经营都产生影响，从而影响公司的客户数量。
- 2) 行业竞争加剧风险。企业管理培训行业经过多年发展，涌现了一批领先企业，在不同侧重点方面各有建树，行业竞争加剧会挤占公司市场份额。
- 3) 关键业务人员流失风险。公司业务拓展对营销、研发等专业领域的人力资源依赖性很强，人才流失会对公司经营造成较大不利影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn