

行动教育 (605098.SH)

2022 年经营稳健，2023Q1 反弹良好，静待业务逐季回暖

增持

核心观点

2022 年归母净利润 1.1 亿元，同比下滑 35%。2022 年，公司营收 4.51 亿元/-18.8%；归母净利润 1.11 亿元/-35.1%；扣非归母净利润 0.99 亿元/-33.8%。**2022Q4**，公司收入 1.10 亿元/-44.6%；归母净利润 1675.05 万元/-72.8%；扣非归母净利润 1430.40 万元/-76.0%。公司拟分红 2.36 亿元，占归母净利润的 213.03%，对应最新收盘价的股息率为 5.6%（2021 年分红 1.27 亿元，占比 73.64%），截至 23Q1 期末未分配利润 4.27 亿元，考虑到教育业务商业模式较轻、资产负债率不高（23Q1 期末为 45.1%），且为预收款模式（23Q1 期末货币资金 14.8 亿），我们认为公司并未存在明显的资金压力诉求。截至 2023Q1 期末，公司合同负债 7.72 亿元，同比+0.9%、环比+0.6%。

分业务板块来看，2022 年，管理培训业务收入 3.83 亿元/-22.1%，占比 85.0%/-3.6pct，毛利率 80.4%/-3.2pct，疫情管控下开班节奏受损致毛利率下行；管理咨询业务收入 6498.77 万元/+10.5%，占比 14.4%/+3.8pct，毛利率 45.6%/+1.3pct；图书销售收入 136.38 万元/-64.0%，占比 0.3%/-0.4pct，毛利率 24.1%/-6.0pct。公司整体毛利率 75.2%/-3.9pct。

2022 年经营承压，各项费用率均有提升。2022 年，公司归母净利率 24.6%/-6.2pct，期间费率 56.6%/+5.9pct；其中销售费率 35.9%/+3.1pct；管理费率 18.3%/+2.4pct；研发费率 6.3%/+0.4pct，均系营收规模减少而费用相对刚性所致；财务费率-7.2%/-4.0pct，系存款利息收入增加。

2023Q1，排课回归正常&报到率提升，归母净利润同增 124%。2023Q1，公司营收 1.10 亿元/+12.0%；归母净利润 1784.57 万元/+124.0%；扣非归母净利润 1529.32 万元/+191.1%，主要系线下排课回归正常、学员报到率提升拉动（2022 年/2023Q1 报到率 70%/101%）。期间费用率 65.7%/-7.3pct，毛利率 77.7%/+0.9pct；归母净利率 16.2%/+8.1pct；其中销售/费用/研发/财务费用率分别-3.1/-3.4/-0.7/+1.3pct，收入规模回暖下，各项费率均有优化。

疫后线下教学场景修复，股权激励有望激发管理层主观能动性。2022 年 7 月公司发布股权激励计划（10 月完成登记），设两个行权期。第一个行权期考核目标为 2022 年度合同负债增加额达 7.00 亿元或净利润达 1.72 亿元，疫情影响下首期行权目标并未达成；第二个行权期考核目标为 2023 年度合同负债增加额达 8.20 亿元或净利润达 2.00 亿元，结合目前公司在手订单情况，叠加疫情放开元年线下教学场景修复，我们认为本期目标达成概率较高，后续需跟踪本期股权激励计划实际落地情况。

风险提示：疫情扰动线下停课、讲师流失、行业竞争加剧、业务拓展低预期。

投资建议：疫后线下教学场景限制解除，企业管理培训赛道有望迎来增长爆发期，公司合同负债表现态势良好，表征公司客户支付能力与支付意愿仍拥有较强韧性。且公司二期股权激励有望激发管理层主观能动性，我们看好公司业务的成长弹性，预计公司 2023-2025 年收入分别为 7.0/8.7/10.9 亿元，同比增长 54%/25%/25%，归母业绩分别为 2.0/2.6/3.4 亿元（原为 2.2/2.9，新增 2025 年预测），同比增长 81%/30%/29%，EPS 为 1.70/2.22/2.87 元，当前股价对应 PE 估值 21/16/12x，维持“增持”评级。

公司研究 · 财报点评

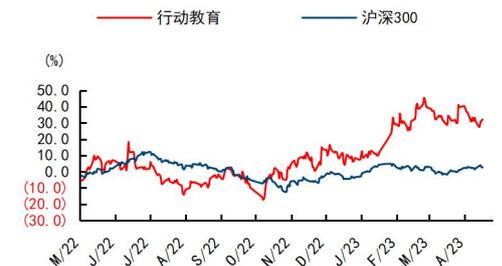
社会服务 · 教育

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
 证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002
 联系人：白晓琦 0755-81981232 baixiaoqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	35.69 元
总市值/流通市值	4214/1569 百万元
52 周最高价/最低价	46.37/21.80 元
近 3 个月日均成交额	47.46 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《行动教育 (605098.SH) -2022Q3 业绩点评-第三季度经营符合预期，合同负债支撑未来成长》——2022-10-26
 《行动教育 (605098.SH) -2022 年中报点评-上半年经营承压，股权激励方案稳定全年预期》——2022-09-14
 《行动教育 (605098.SH) -合同负债彰显增长潜力，OMO 平台提供成长新动能》——2022-03-21

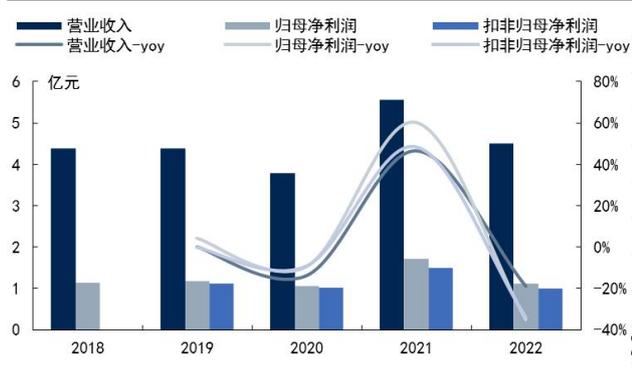
盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	555	451	695	870	1,087
(+/-%)	46.6%	-18.8%	54.1%	25.2%	24.9%
净利润(百万元)	171	111	201	262	339
(+/-%)	60.1%	-35.1%	81.4%	30.2%	29.3%
每股收益(元)	2.03	0.94	1.70	2.22	2.87
EBIT Margin	27.6%	17.9%	32.7%	33.2%	34.1%
净资产收益率 (ROE)	15.8%	10.4%	16.8%	19.2%	21.3%
市盈率 (PE)	17.6	38.0	21.0	16.1	12.4
EV/EBITDA	24.1	56.0	22.6	18.2	14.9
市净率 (PB)	2.79	3.95	3.52	3.08	2.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

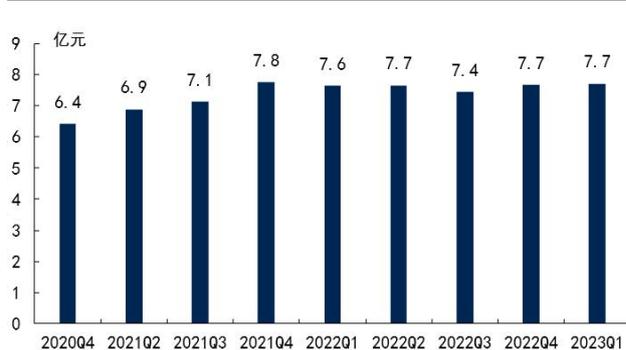
2022 年归母净利润 1.1 亿元，同比下滑 35%。2022 年，公司实现营收 4.51 亿元/-18.8%；归母净利润 1.11 亿元/-35.1%；扣非归母净利润 0.99 亿元/-33.8%。**2022Q4**，公司收入 1.10 亿元/-44.6%；归母净利润 1675.05 万元/-72.8%；扣非归母净利润 1430.40 万元/-76.0%。公司拟分红 2.36 亿元，占归母净利润的 213.03%，对应最新收盘价的股息率为 5.6%（2021 年分红 1.27 亿元，占比 73.64%），截至 23Q1 期末未分配利润 4.27 亿元，考虑到教育业务商业模式较轻、资产负债率不高（23Q1 期末为 45.1%），且为预收款模式（23Q1 期末货币资金 14.8 亿），我们认为公司并未存在明显的资金压力诉求。截至 2023Q1 期末，公司合同负债 7.72 亿元，同比+0.9%、环比+0.6%。

图1：行动教育营业收入、归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：行动教育合同负债情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

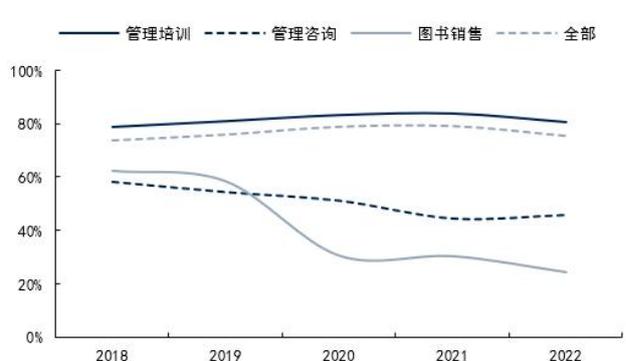
分业务板块来看，2022 年，**管理培训业务**实现收入 3.83 亿元，同比减少 22.1%，营业收入占比为 85.0%，同比-3.6pct，仍为公司主要收入来源，毛利率为 80.4%，同比-3.2pct；**管理咨询业务**收入 6498.77 万元，同比增长 10.5%，营业收入占比为 14.4%，同比+3.8pct，毛利率为 45.6%，同比+1.3pct；**图书销售收入** 136.38 万元，同比下滑 64.0%，营业收入占比 0.3%，同比-0.4pct，系期内开课减少，学员购书减少所致，毛利率为 24.1%，同比-6.0pct。公司整体毛利率为 75.2%，同比-3.9pct，系相对低毛利率的管理咨询业务收入占比提升所带动。

图3：公司主营业务分产品收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司主营业务分产品毛利率情况

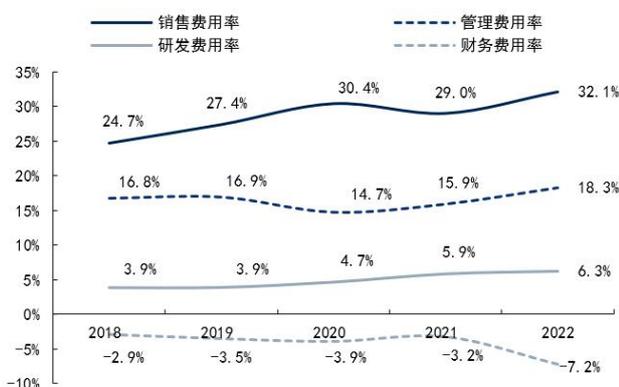


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2022 年经营承压，各项费用率均有提升。2022 年，公司期间费用率为 56.6%，同比+5.9pct；其中**销售费用率** 35.9%，同比+3.1pct；**管理费用率** 18.3%，同比+2.4pct；**研发费用率** 6.3%，同比+0.4pct，均系营收规模减少所致；**财务费用率**

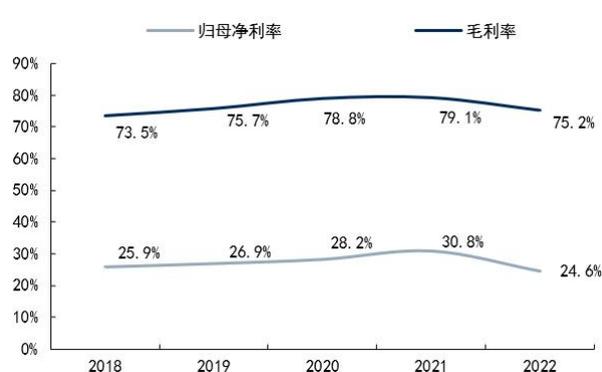
-7.2%，同比-4.0pct，系存款利息收入增加。2022年，公司毛利率为75.2%，同比-3.9pct；归母净利率24.6%，同比-6.2pct。

图5：行动教育期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：行动教育毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2023Q1，排课回归正常&报到率提升，归母净利润同增124%。2023Q1，公司营收1.10亿元/+12.0%；归母净利润1784.57万元/+124.0%；扣非归母净利润1529.32万元/+191.1%，主要系线下排课回归正常、学员报到率提升拉动（2022年/2023Q1报到率70%/101%）。期间费用率65.7%/-7.3pct，毛利率77.7%/+0.9pct；归母净利率16.2%/+8.1pct；其中销售/费用/研发/财务费用率分别-3.1/-3.4/-0.7/+1.3pct，收入规模回暖下，各项费率均有优化。

疫后线下教学场景修复，股权激励有望激发管理层主观能动性。2022年7月公司发布股权激励计划（10月完成登记），设两个行权期。第一个行权期考核目标为2022年度合同负债增加额达7.00亿元或净利润达1.72亿元，疫情影响下首期行权目标并未达成；第二个行权期考核目标为2023年度合同负债增加额达8.20亿元或净利润达2.00亿元，结合目前公司在手订单情况，叠加疫情放开元年线下教学场景修复，我们认为本期目标达成概率较高，后续需跟踪本期股权激励计划实际落地情况。

表1：员工持股计划的参与对象及分配比例

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万股）	占授予股票期权总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
1	杨林燕	董事、副总经理、董事会秘书	65.00	25.23%	0.55%
2	黄强	副总经理	15.00	5.82%	0.13%
3	罗逸	副总经理	5.00	1.94%	0.04%
4	陈纪红	财务总监	5.00	1.94%	0.04%
核心骨干员工（144人）			167.60	65.06%	1.42%
合计			257.60	100.00%	2.18%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：员工持股计划的业绩考核标准

行权期	业绩考核目标	行权时间	行权比例
第一个行权期	2022年度合同负债增加额达到7.00亿元或2022年度净利润达到1.72亿元	自该批次股票期权授权日起12个月后的首个交易日起至该批次股票期权授权日起24个月内的最后一个交易日当日止	50%
第二个行权期	2023年度合同负债增加额达到8.20亿元或2023年度净利润达到2.00亿元	自该批次股票期权授权日起24个月后的首个交易日起至该批次股票期权授权日起36个月内的最后一个交易日当日止	50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：疫后线下教学场景限制解除，企业管理培训赛道有望迎来增长爆发期，公司合同负债表现态势良好，表征公司客户支付能力与支付意愿仍拥有较强韧性。且公司二期股权激励有望激发管理层主观能动性，我们看好公司业务的成长弹性，预计公司2023-2025年收入分别为7.0/8.7/10.9亿元，同比增长54%/25%/25%，归母业绩分别为2.0/2.6/3.4亿元（原为2.2/2.9，新增2025年预测），同比增长81%/30%/29%，EPS为1.70/2.22/2.87元，当前股价对应PE估值21/16/12x，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元）	总市值				EPS（元）				PE			ROE	PEG	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(24E)			
003032.SZ	传智教育	15.42	62.06	0.45	0.52	0.62	0.73	30.16	26.08	21.89	18.46	13.51	1.26	增持		
605098.SH	行动教育	35.69	42.14	0.94	1.70	2.22	2.87	33.40	18.41	14.13	10.93	13.17	0.26	增持		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：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	1081	1206	1759	1995	2427	营业收入	555	451	695	870	1087
应收款项	4	3	4	5	6	营业成本	116	112	140	174	212
存货净额	3	3	3	4	5	营业税金及附加	4	3	4	5	7
其他流动资产	16	12	21	26	33	销售费用	161	145	185	231	287
流动资产合计	1740	1693	2256	2499	2940	管理费用	88	83	101	124	153
固定资产	180	172	158	145	131	研发费用	33	28	38	47	58
无形资产及其他	1	2	3	4	5	财务费用	(18)	(33)	(9)	(13)	(23)
投资性房地产	86	83	83	83	83	投资收益	7	6	5	7	14
长期股权投资	1	1	1	1	3	资产减值及公允价值变动	19	2	0	0	0
资产总计	2007	1951	2502	2733	3162	其他收入	(29)	(20)	(8)	(2)	(8)
短期借款及交易性金融负债	9	10	500	300	200	营业利润	201	130	272	354	457
应付款项	13	11	15	19	24	营业外净收支	2	(1)	0	0	0
其他流动负债	874	838	989	1240	1537	利润总额	202	128	272	354	457
流动负债合计	897	859	1504	1559	1761	所得税费用	29	16	68	88	114
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	2	1	3	3	4
其他长期负债	29	22	26	30	34	归属于母公司净利润	171	111	201	262	339
长期负债合计	29	22	(204)	(200)	(196)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	925	881	1300	1358	1565	净利润	171	111	201	262	339
少数股东权益	4	4	5	7	10	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	1078	1066	1197	1367	1587	折旧摊销	10	10	17	18	18
负债和股东权益总计	2007	1951	2502	2733	3162	公允价值变动损失	(19)	(2)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(18)	(33)	(9)	(13)	(23)
每股收益	2.03	0.94	1.70	2.22	2.87	营运资本变动	165	(39)	149	252	297
每股红利	0.72	1.11	0.60	0.78	1.00	其它	1	0	2	2	3
每股净资产	12.78	9.03	10.14	11.58	13.44	经营活动现金流	328	80	369	533	657
ROIC	35%	18%	259%	-43%	-37%	资本开支	0	(4)	(5)	(5)	(5)
ROE	16%	10%	17%	19%	21%	其它投资现金流	(637)	168	0	0	0
毛利率	79%	75%	80%	80%	80%	投资活动现金流	(638)	165	(5)	(5)	(6)
EBIT Margin	28%	18%	33%	33%	34%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	20%	35%	35%	36%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	47%	-19%	54%	25%	25%	支付股利、利息	(61)	(131)	(70)	(92)	(119)
净利润增长率	60%	-35%	81%	30%	29%	其它融资现金流	606	143	490	(200)	(100)
资产负债率	46%	45%	52%	50%	50%	融资活动现金流	485	(120)	190	(292)	(219)
息率	1.4%	3.1%	1.7%	2.2%	2.8%	现金净变动	175	125	553	236	432
P/E	17.6	38.0	21.0	16.1	12.4	货币资金的期初余额	905	1081	1206	1759	1995
P/B	2.8	4.0	3.5	3.1	2.7	货币资金的期末余额	1081	1206	1759	1995	2427
EV/EBITDA	24.1	56.0	22.6	18.2	14.9	企业自由现金流	0	38	331	481	588
						权益自由现金流	0	181	599	291	506

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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