

行动教育 (605098)

证券研究报告

2021年04月24日

赋能中小企业成长，深耕管理教育打造一流商学院

公司：云智力平台，提升中小企业管理水平

行动教育主营业务包括企业管理培训服务、管理咨询服务以及相关图书音像制品销售，成立于2006年，2015年登陆新三板，成为中国管理教育第一股。

行业：西学为用中学为体，享下游企业成长红利

行业下游以企业消费者为主，99.80%的中小企业需求占据市场总量的96.10%，流通业、制造业、金融、租赁及商务服务业占据市场需求总量的80%。管理培训行业参与者众多，第一梯队企业逐渐形成，如行动教育、创业黑马等。2018年，我国管理培训行业市场规模约3,024亿元，15-18年复合增长率达18.44%，预计2022年市场规模将达5,392亿元。2018年，我国管理咨询行业市场规模约1,894亿元，同比2017年增长8.11%，预计2022年市场规模将达2,414亿元。

核心竞争力：四大优势相得益彰，形成正反馈闭环

品牌方面，公司重视研发塑造品牌，通过国内外合作扩大影响力。师资方面，公司汇聚行业知名讲师，拥有完善的培养体系。客户资源方面，公司客户积淀良好，服务延展潜力大。销售渠道方面，公司服务及营销网络覆盖全国，随着募集资金投资项目“智慧管理培训基地建设项目”的实施，公司将在上海、北京、深圳、长沙、昆明等5个城市设立智慧管理培训基地，优势进一步巩固。

财务分析：管理能力突出，盈利能力稳步提升

公司2018-2020年营业收入分别为4.38亿元、4.39亿元、3.79亿元。同期，公司综合毛利率分别为73.53%、75.72%和78.80%，小幅上升，主要由于公司逐步提高公开课售价，扩大班额，成本效应进一步凸显。公司期间费用支出占营业收入的比重分别为42.49%、44.77%和45.93%，各项费用合理稳定，彰显卓越的管理水平。公司盈利状况良好，2018-2020年扣非归母净利润率分别为23.2%、25.0%、25.4%。

盈利预测及估值

我们预计公司2021-23年收入分别为4.75亿、5.37亿、5.99亿，其中管理培训业务收入分别为3.84亿、4.35亿、4.85亿，管理咨询收入分别为0.85亿、0.96亿、1.07亿。2021-2023年净利润分别为1.15亿元、1.35亿元、1.57亿元。我们选取同为A股职业教育上市公司的中公教育、传智教育为可比公司，该二家公司21、22年PE均值分别为46x、36x。我们根据该二家公司21年PE均值的-5%~+5%给予行动教育估值，对应的市值在50.3-55.6亿元之间，对应股价在59.6-65.9元/股之间。

风险提示：宏观经济变动风险，行业市场竞争风险，业务拓展风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	438.65	378.68	474.62	536.80	598.53
增长率(%)	0.22	(13.67)	25.34	13.10	11.50
EBITDA(百万元)	146.94	135.54	150.09	176.48	205.26
净利润(百万元)	117.95	106.72	114.98	134.81	156.99
增长率(%)	4.21	(9.52)	7.74	17.25	16.45
EPS(元/股)	1.40	1.27	1.36	1.60	1.86
市盈率(P/E)	31.24	34.53	32.05	27.33	23.47
市净率(P/B)	9.79	8.25	6.45	5.22	4.27
市销率(P/S)	8.40	9.73	7.76	6.86	6.16
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.63	16.02	8.29

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	综合/综合
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	48.06元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	84.34
流通A股股本(百万股)	21.09
A股总市值(百万元)	4,053.47
流通A股市值(百万元)	1,013.59
每股净资产(元)	7.13
资产负债率(%)	62.53
一年内最高/最低(元)	48.06/33.10

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势

单击此处输入文字。

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司：云智力平台，提升中小企业管理水平	4
1.1. 服务中小企业，提供管理培训及咨询服务	4
1.2. 历经二十载，定位渐升级	5
1.3. 股权结构集中，职能部门清晰	6
2. 行业：西学为用中学为体，享下游企业成长红利	9
2.1. 上游充分竞争，服务 2B 为主	9
2.2. 管理培训行业：预计 2022 年市场规模近 5400 亿	10
2.2.1. 80 年代引进国内，21 世纪后加速发展	10
2.2.2. 机构类型多元，第一梯队企业渐形成	11
2.3. 管理咨询行业：预计 2022 年市场规模超 2400 亿	11
2.3.1. 汲取跨国企业经验，行业逐渐规范化发展	11
2.3.2. 市场需求多样化，差异化竞争	12
2.4. 多因素驱动管理培训及咨询行业持续发展	12
3. 核心竞争力：四大优势相得益彰，形成正反馈闭环	13
3.1. 品牌优势：重视研发塑造品牌，国内外合作扩大影响力	13
3.2. 师资优势：汇聚行业知名讲师，培养体系完善	14
3.3. 客户资源优势：客户积淀良好，服务延展潜力大	15
3.4. 销售渠道优势：服务及营销网络覆盖全国	16
4. 财务分析：管理能力突出，盈利能力稳步提升	16
4.1. 营业收入：疫情后时代，反弹空间大	16
4.2. 毛利及成本：培训班额扩大，成本效益凸显	19
4.3. 费用：期间费用稳定，规模效应渐显	21
4.4. 净利润：盈利状况良好，扣非归母净利率稳健提升	22
4.5. 偿债能力及资产运营能力：先收款后服务，财务状况良好	23
5. 盈利预测及估值	23
6. 风险提示	25

图表目录

图 1：行动教育主要精品公开课	4
图 2：行动教育发展历程	5
图 3：行动教育股权结构（发行前）	6
图 4：行动教育股权结构（发行后）	6
图 5：行动教育组织机构	7
图 6：企业管理培训上下游	9
图 7：企业管理培训市场的行业分布结构	10
图 8：2015-2022 年中国管理培训行业市场规模	11
图 9：2015-2022 年中国管理咨询行业市场规模	12
图 10：多因素驱动管理培训及咨询行业持续发展	13

图 11: 行动教育品牌形象良好	14
图 12: 行动教育品牌传播范围由国内走向海外	14
图 13: 公司拥有优秀的培训和咨询讲师队伍	15
图 14: 行动教育与国内外经济管理领域知名人士开展合作	15
图 15: 行动教育服务企业 (部分)	16
图 16: 行动教育销售网络	16
图 17: 公司营业收入及同比增速 (单位: 万元)	17
图 18: 公司主营业务收入按类型分类	17
图 19: 管理培训收入及公开课单价	17
图 20: 公开课开课次数及上课人次 (单位: 人次, 课次)	17
图 21: 管理培训公开课收入按课程分类 (单位: 万元)	18
图 22: 管理咨询业务收入及同比增速 (单位: 万元)	18
图 23: 管理咨询业务收入按类型分类 (单位: 万元)	18
图 24: 不同类型的管理咨询业务收入、项目数量及项目均价	19
图 25: 主营业务毛利贡献	19
图 26: 主营业务毛利率	19
图 27: 公司综合毛利率与同行业上市公司对比	20
图 28: 主营业务成本构成 (成本: 万元)	20
图 29: 外购劳务单价及次数 (单位: 万元, 次)	21
图 30: 工资薪酬 (单位: 万元)	21
图 31: 公司期间费用率及四费	21
图 32: 销售费用对比同行业	22
图 33: 管理费用对比同行业	22
图 34: 研发费用对比同行业	22
图 35: 财务费用对比同行业	22
图 36: 公司扣非归母净利 (单位: 万元)	23
图 37: 公司流动比率及速动比率逐年上升	23
图 38: 公司银行存款余额较高	23
表 1: 行动教育各职能部门主要职责	7
表 2: 行动教育盈利预测核心假设 (单位: 万元)	24
表 3: 行动教育可比公司估值	25

1. 公司：云智力平台，提升中小企业管理水平

1.1. 服务中小企业，提供管理培训及咨询服务

行动教育定位于“提升企业竞争力的云智力平台”，主要致力于为中小民营企业客户提供全生命周期的生态化知识服务和智力支持平台。目前，公司的主要业务包括企业管理培训业务、管理咨询服务以及相关图书音像制品销售。公司的精品公开课等管理培训课程以及延伸出的定制化管理咨询服务，为国内广大中小民营企业提供更具实效的智力服务，帮助中小民营企业提升其管理水平。

● 管理培训

公司的管理培训业务主要包括公开课、企业内训等业务类型，旨在通过实效实用的企业管理课程，帮助中小民营企业提升管理水平，为中小民营企业提供关于战略、绩效、财务、营销、销售、人才、团队等专业的企业管理知识服务。

公开课培训业务是指公司根据既定的培训计划，委派培训讲师对报名学员进行集中、统一授课的培训模式，受众主要为中小民营企业中高层管理者。目前，公司的精品公开课业务主要包括：《赢利模式》、《经营方略》（原《模式创新》）、《财务管控》、《大营销管控》、《快乐绩效》、《奇胜营销》、《企业大学》、《组织效率》、《招才选将》、《股权设计》、《战略性创新》十一门管理学课程。为提升培训效果，使公司客户获得更加全面、系统的提高，公司将《财务管控》等十门课被打包汇总成一套类似于EMBA课程的系统产品——《校长汇》，统一对外招生和提供培训服务。

图 1：行动教育主要精品公开课

序号	课程名称	主讲老师	序号	课程名称	主讲老师
1	《赢利模式》 	李践、黄强	7	《组织效率》 	李仙、王洋
2	《财务管控》 	付小平	8	《招才选将》 	李践
3	《大营销管控》 	陈军	9	《股权设计》 	李仙
4	《快乐绩效》 	江竹兵	10	《战略性创新》 	Robert . Kaplan (罗伯特·卡普兰)
5	《奇胜营销》 	张晓岚	11	《经营方略》 (原模式创新) 	宋志平
6	《企业大学》 	熊启明			

资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

除精品公开课外，公司还开发出了论坛公开课和在线课程。论坛公开课在公司举办的论坛上进行讲授，该类公开课授课时间较短，收费相对较低。在线课程系公司为了满足学员的线上学习需求而开发的网络培训课程。

企业内训业务指公司应客户的要求，派出公司内训师前往客户内部，向客户指定的中高层管理人员提供关于战略、绩效、财务、营销、销售、人才、团队等专业企业管理知识的管理培训服务。

● 管理咨询

目前，公司的管理咨询业务包括一般管理咨询业务和孵化器业务。

一般管理咨询业务是指公司接受客户委托，就客户经营管理过程中遇到的各类管理问题提供建议方案的业务，包括绩效管理、战略规划、营销管控、财务控制等方面内容。

孵化器服务是公司为满足创业创新企业的需求而推出的服务。近年来，随着政府对创业的大力支持 and 营商环境的改善，初创企业大量涌现。同时，面对互联网的快速发展，大量传统企业也急需进行商业模式的转型升级。面对复杂的外部环境，该类企业通常存在管理经验不足、面临发展瓶颈的情况，迫切需要外部咨询机构进行咨询指导。为满足该类企业的需求，公司组织内部咨询专家团队开展创业孵化服务，为该类企业或企业家提供商业模式、股权方案等方面的咨询服务。

● 图书音像制品销售

图书音像制品销售经过十多年的积累，公司形成了一系列成体系的课程内容研发成果。公司将这些研发成果和课程资料开发成图书、音像等产品，经过批准后对外销售。

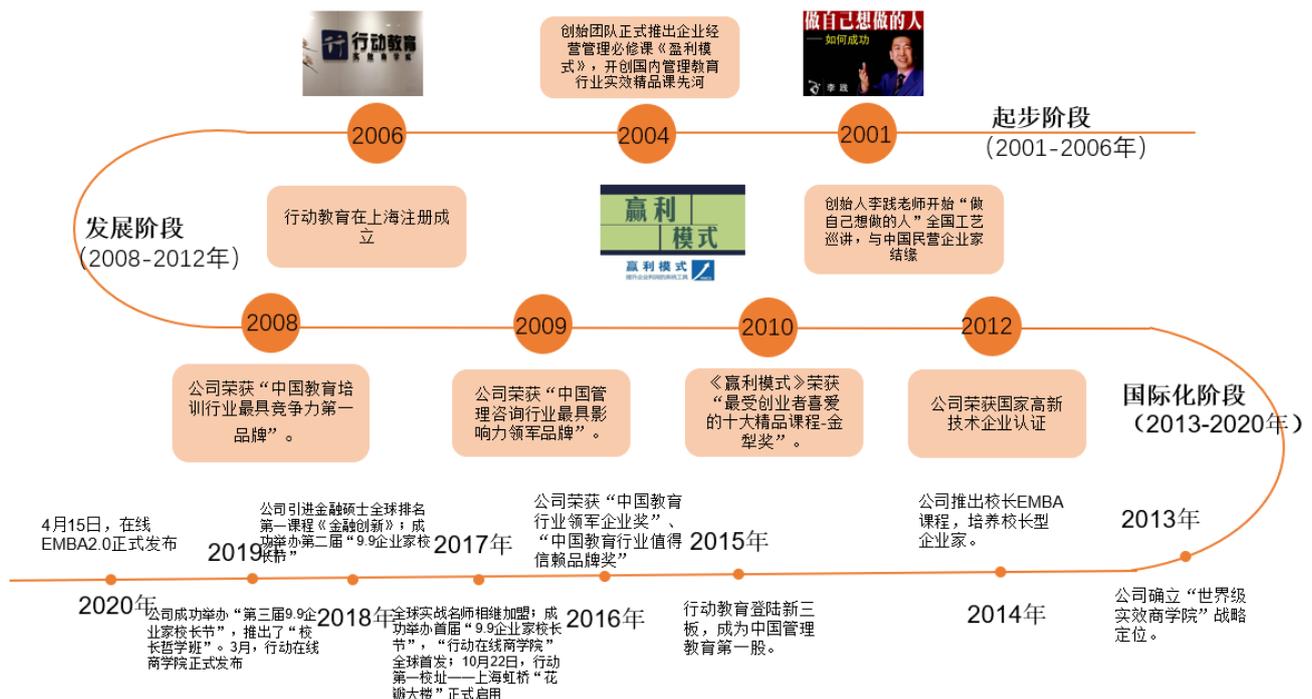
1.2. 历经二十载，定位渐升级

第一阶段-起步阶段：行动教育前身为行动有限，成立于2006年3月27日。2001年，创始人李践老师开始“做自己想做人”全国公益巡讲，与中国民营企业企业家结缘。2004年，创始团队正式推出企业经营管理必修课《盈利模式》，开创国内管理教育行业实效精品课先河。2006年，行动教育在上海注册成立。

第二阶段-发展阶段：2008年，公司荣获“中国教育培训行业最具竞争力第一品牌”。2009年，公司荣获“中国管理咨询行业最具影响力领军品牌”。2010年，《盈利模式》荣获“最受创业者喜爱的十大精品课程-金犁奖”。2012年，公司荣获国家高新技术企业认证。

第三阶段-国际化阶段：2013年，公司确立“世界级实效商学院”战略定位。2014年，公司推出校长EMBA课程，培养校长型企业家。2015年，行动教育登陆新三板，成为中国管理教育第一股。2016年，公司荣获“中国教育行业领军企业奖”、“中国教育行业值得信赖品牌奖”。2017年，全球实战名师相继加盟；成功举办首届“9.9企业家校长节”，“行动在线商学院”全球首发；10月22日，行动第一校址——上海虹桥“花瓣大楼”正式启用。2018年，公司引进金融硕士全球排名第一课程《金融创新》；成功举办第二届“9.9企业家校长节”。2019年，公司成功举办“第三届9.9企业家校长节”，推出了“校长哲学班”。2019年3月，行动在线商学院正式发布。2020年4月15日，在线EMBA2.0正式发布。

图 2：行动教育发展历程



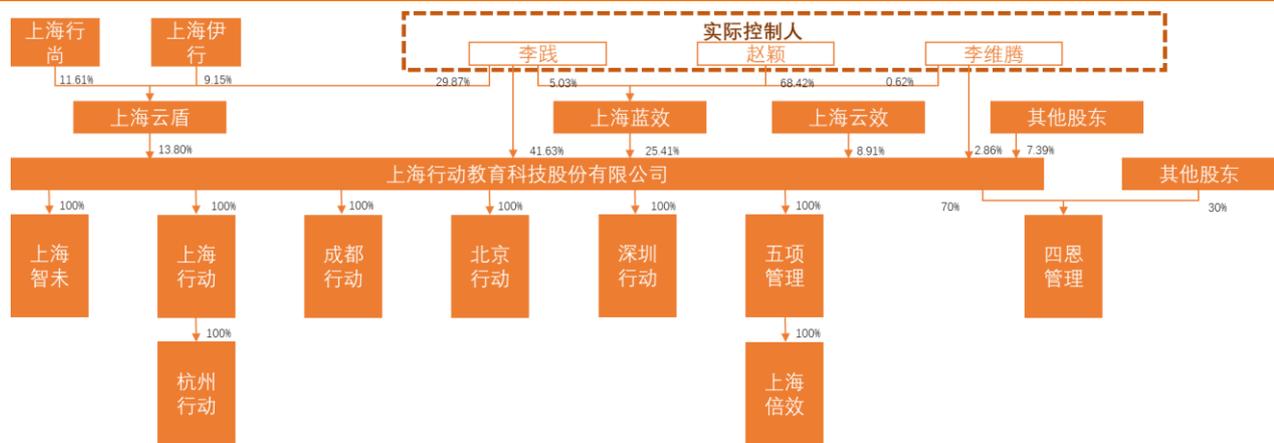
资料来源：公司官网，行动教育招股书，天风证券研究所

1.3. 股权结构集中，职能部门清晰

● 股权结构

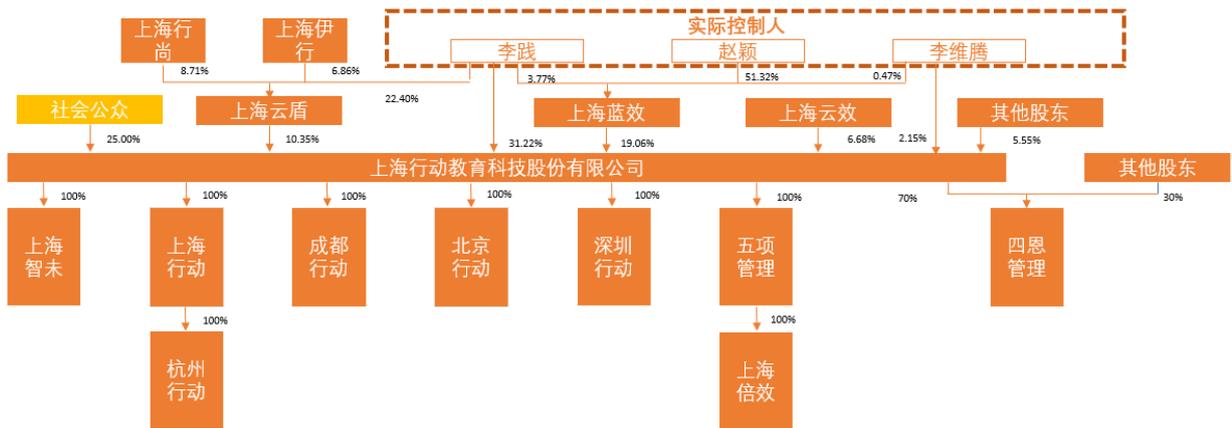
公司创始人李践先生直接持有公司 41.63%的股份（发行前，下同），为公司控股股东。除直接持股之外，李践还通过持有上海云盾 29.78%的出资份额并担任其执行事务合伙人间接控制行动教育 13.80%的股份，李践直接持有及间接控制公司 55.43%的股份。李维腾先生直接持有公司 2.86%的股份。此外，李践、赵颖、李维腾均为公司股东上海蓝效的有限合伙人，合计持有上海蓝效 74.07%的出资额，上海蓝效持有发行人 25.41%的股份。李践与赵颖系夫妻关系，李维腾与李践系父子关系，三人合计持有、控制公司 58.29%的股份，为公司实际控制人。

图 3：行动教育股权结构（发行前）



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

图 4：行动教育股权结构（发行后）



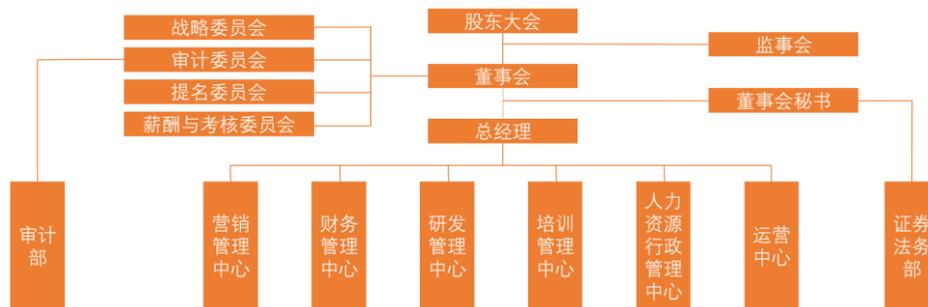
资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

● 组织机构

行动教育按照《公司法》和建立现代企业制度的要求，设置了股东大会、董事会和监事会，实行董事会领导下的总经理负责制，并根据精简、高效的原则设置职能部门。股东大会是公司的权力机构；董事会是公司的决策机构，对公司股东大会负责；董事会下设董事会秘

书负责董事会的日常事务，并设有战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和审计委员会；监事会是公司的监督机构，对公司股东大会负责；总经理负责公司的日常经营活动，执行公司董事会的决议。

图 5：行动教育组织机构



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

● 职能部门

公司各职能部门的主要职责如下：研发管理中心主要负责公司的研发管理，具体包括组织新课程研发，组织老课程改进，培训基地建设的调研、提案、实施咨询，行业培训的咨询和控管，导师管理等。营销管理中心负责全国市场的目标制定、业务拓展、渠道建设等。培训管理中心负责实施公司各个课程的运营管理、负责公司课程计划落实和各个课程授课现场品质的不断优化等。

表 1：行动教育各职能部门主要职责

部门	主要职责
审计部	在审计委员会的指导和监督下，对公司的有关事项进行内部审计监督；对本公司各内部机构的内部控制制度的完整性、合理性及其实施的有效性进行检查和评估；对本公司各内部机构的会计资料及其他有关经济资料，以及所反映的财务收支及有关经济活动的合法性、合规性、真实性和完整性进行审计；负责企业内部控制制度的建立、健全及其执行情况，并保证其有效性。
研发管理中心	主要负责公司的研发管理，具体包括组织新课程研发，组织老课程改进，培训基地建设的调研、提案、实施咨询，行业培训的咨询和控管，导师管理等。营销管理中心在公司整体战略指导下制定全国市场销售目标、销售模式、销售战略、销售预算和激励计划；全面负责全国市场的业务拓展、销售运作、计划落实并确保销售目标的完成；负责全国市场渠道建设、结构优化及管理；负责全国各地分公司和销售子公司的日常管理工作及员工的管理、指导、培训和评估；建立并规范销售运作管理制度和流程；从市场和客户需求的角度，对公司产品研发提出建议。
培训管理中心	在公司整体战略指导下实施公司各个课程的运营及管理；全面负责公司课程计划落实并确保公司消费目标的完成；负责各个课程授课现场品质的不断优化及用户体验的不断完善；负责全国分公司销售员工的产品知识培训及考核；建立并规范论坛及课程现场会务的管理制度和流程；负责公司咨询项目的落实及跟踪服务；从用户需求的角度入手，对公司导师甄选及产品研发提出建议。
人力资源行政管理中心	负责内外部招聘、选拔、配置、开发、考核和培养企业所需的各类人才，制定、实施、定期更新各项人力资源政策（包括薪酬福利、企业文化等）和员工职业生涯规划，调动员工积极性，激发员工潜能，留住优秀员工，并对企业持续长久发展负责；制定并实施人力资源战略；编制人力资源预算与控制成本；组织架构人员岗位编制制定、实施等管理；评估培训效果；对外提供人力资源相关资料；负责行政方面的相关事务。
IT运营中心	负责公司及所属分子公司的 IT 应用整体规划，包括公司 IT 架构设计、IT 统一规范化管理，制度制定与日常审批，机房与基础设施管理；公司官网、所有 IT 系统应用规划，开发实施、系统管理与维护；公司品牌与业务的网络营销与推广；公司云教育平台的管理与维护等。
财务管理中心	严格执行财务会计制度，建立完整的账簿管理体制和财务核算体系；健全财务管理制度，编制财务计划，加强经营核算管理；提供财务分析报告，检查监督财务纪律执行情况；当好决策参谋，及时、准确的向决策者和相关管理者

提供可靠的会计信息；编制记账凭证和各类报表，妥善管理会计账册档案；负责各种费用的审核报销工作，进行成本控制管理；协调本企业与税务、银行等部门的关系，执行国家税法政策，及时做好纳税申报工作；有效合理的使用资金，根据单位资金情况做好融资工作；编制各种计划统计报表，完成企业领导临时交办的其他工作。

证券法务部 在公司董事会领导下，准备和递交国家有关部门要求董事会和股东大会出具的报告和文件；筹备董事会和股东大会，并负责会议记录和会议文件、记录的保管并起草董事会的会议纪要、文件；负责公司信息披露事务，保证信息披露的及时、准确、合法、真实和完整；使公司董事、监事、高级管理人员明确其应当担负的责任，遵守国家有关法律、法规、规章、政策、公司章程等有关规定；为公司重大决策提供咨询和建议；处理公司与相关主管部门及投资人之间的有关事宜；负责公司对外投资及参股控股公司的管理；公司相关规章制度规定的其它职责。

资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

2. 行业：西学为用中学为体，享下游企业成长红利

2.1. 上游充分竞争，服务 2B 为主

行业上游竞争充分，其对上游行业的依赖性较低。企业管理培训行业，产业链上游主要为智力机构（师资）和讲师自然人，以及教学培训场地、办公设备、IT 服务和软硬件、耗材等。管理咨询业务主要形式为公司安排业务团队进入客户企业内部进行调研和诊断，了解企业的经营管理问题后，依靠公司的知识系统和专家团队为企业提供问题解决方案，并协助企业实施。因此，管理咨询行业产业链上游主要为咨询项目团队，即咨询师等人力资源。

行业下游以企业消费者为主。企业管理培训和咨询行业的下游为最终消费客户，包括企业消费者和个人消费者，但以企业消费为主。客户的管理培训需求随着企业或个人自身的发展需求而同步增加。

图 6：企业管理培训上下游

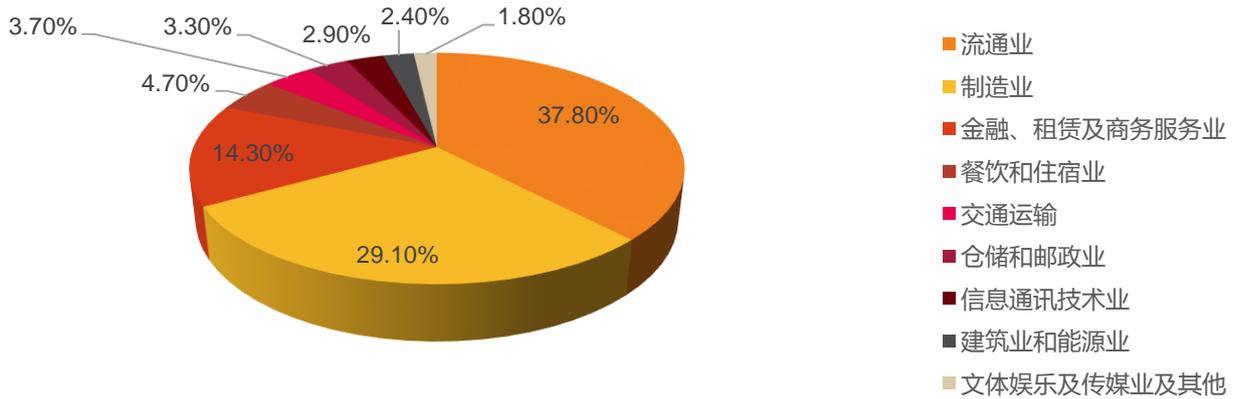


资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

中小企业需求占据市场主体。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%。尽管大型企业在管理培训方面的投入远高于中小企业，但由于中小企业数量众多，其需求仍然占据市场的绝对主体。

从下游企业的行业分布结构来看，流通业、制造业、金融、租赁及商务服务业占据市场需求的主体，约占市场总量的 80.00%。其中，流通业为 37.80%，制造业为 29.10%，金融、租赁及商务服务业为 14.30%。其次是餐饮和住宿业、交通运输、仓储和邮政业、信息通讯技术业、文体娱乐及传媒业及其他，所占份额分别为 4.70%、3.70%、3.30%、2.90%及 1.80%。建筑业和能源业由于企业总量较少、对培训的投入相对不足以及企业性质等原因，其市场需求量占市场总量的 2.40%。

图 7：企业管理培训市场的行业分布结构



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

2.2. 管理培训行业：预计 2022 年市场规模近 5400 亿

2.2.1. 80 年代引进国内，21 世纪后加速发展

我国自 20 世纪 80 年代初期引进现代企业管理培训的理念。初期的管理培训主要以开阔视野、解读宏观形势及一些现代管理知识和理论的基础教育为主。20 世纪 90 年代至本世纪初，我国开始大规模、成建制地进行现代工商管理教育活动，很多大学陆续开设工商管理学科和建立工商管理学院。大量管理培训机构也开始成立和发展，为企业提供专业的培训服务。公开课市场呈现升温现象，企业内部的培训职能开始细化，岗位培训项目逐渐规范化。

21 世纪以前，中国企业管理培训产业处于发展初级阶段，市场规模不足百亿元。随着产业结构调整，新经济新技术促进商业模式创新，企业的培训需求显著增加。2010 年以后，培训业务开始规模化，企业管理培训服务提供商逐步成型，行业出现梯队划分。随着企业管理培训的普及，大型需求方也逐渐将企业培训列入预算管理，企业管理培训服务的采购开始进入招投标的方式，行业正式从师资授课演讲模式升级为项目团队化运作的模式。

与之对应，中国的企业管理培训行业呈现出了高速增长的态势。需求面上看，广大企业培训意识提高，培训消费能力增强；从供给的角度看，企业管理培训机构发展迅速，商业模式创新和技术创新不断涌现，管理培训服务产业化开始加速。目前，管理培训行业已经发展成为规模庞大的智力支持产业。

根据中研普华管理咨询公司的研究，截至 2018 年，我国管理培训行业企业数量约 7.8 万家，行业市场规模约 3,024 亿元。2015 年至 2018 年，行业市场规模的复合增长率达到 18.44%。

图 8：2015-2022 年中国管理培训行业市场规模



资料来源：行动教育招股书，中研普华，天风证券研究所

2.2.2. 机构类型多元，第一梯队企业渐形成

目前，企业管理培训行业的参与方主要有四类机构：**高等院校商学院、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**。高等院校商学院由高校在职教师任课，主要针对企业高管提供相应的经济学或管理学理论性课程，通常研究和教授的是经济管理学前沿的理论和知识。

社会培训机构则包括跨国培训公司在华机构、咨询专注型公司和企业管理培训公司。其中：

跨国培训公司在华机构：国外企业管理培训行业发展时间较长，经过多年发展跨国培训机构已形成成熟的实践理论和课程体系，因此，跨国培训公司在华机构具有较强的先发优势，但其课程本土化程度较低，在结合中国国情和落地效果方面存在一定的难度。

咨询专注型公司：主要针对特定企业管理方面的问题提出解决方案，也会就该主题对企业客户提供管理层培训或内训服务。

以行动教育、创业黑马等为代表的管理培训企业，逐渐形成了行业内的**第一梯队企业**。2010年以来，随着企业管理培训的普及，培训业务开始规模化，企业管理培训服务提供商逐步成型，行业出现梯队划分。以行动教育、创业黑马等为代表的管理培训企业逐渐凭借着教学质量和品牌效应建立了自己的竞争优势，并在规模上与一般的企业管理培训机构拉开距离，年业务收入超亿元，逐渐形成了行业内的**第一梯队企业**。

管理培训行业内企业众多，市场集中度低。由于该行业的进入无需大量资金的支持，准入门槛较低，因此，行业内也累积了大量的企业管理培训机构。目前，国内的企业管理培训市场，培训机构众多，但整体上规模普遍较小，同质化竞争现象较为明显，市场集中度也非常低、缺乏绝对领导品牌。即使是位于行业第一梯队的企业，其占整体市场份额的比例也较低。未来，随着行业的进一步整合以及培训机构品牌效应的进一步释放，行业集中度预计将有所提升。

2.3. 管理咨询行业：预计 2022 年市场规模超 2400 亿

2.3.1. 汲取跨国企业经验，行业逐渐规范化发展

管理咨询是帮助企业 and 企业家，通过解决管理和经营问题，鉴别和抓住新机会，强化学习和实施变革以实现企业目标的一种独立的、专业性咨询服务。按照企业管理的不同层面，管理咨询可以分为投融资咨询、财务会计咨询、税务咨询、市场营销咨询、人力资源咨询、

生产管理咨询、创业咨询、业务流程重组和信息化咨询等。企业通过管理咨询可以达到降低生产成本、提高产品质量和生产效率，完成定制、优化人才引进培养机制，实现走创新性企业发展路线，从而提升企业的总体竞争力和可持续发展能力。

最早的管理咨询出现在美国，当时的主要目的是帮助制造业企业提高生产率和作业效率。我国的管理咨询行业始于上世纪 70 年代末，初期的管理咨询工作与政府机构的任务紧密相关，具有“官办咨询”的特征，咨询机构多是社科院、科协系统和大专院校筹办的非独立咨询机构。20 世纪 90 年代，随着中国市场的进一步开放，麦肯锡、罗兰贝格、盖洛普等跨国咨询公司全面进入中国市场，带动了我国管理咨询向职业化、规范化方向的发展。

近年来，我国管理咨询行业企业家数和市场规模呈现快速增长态势。截至 2018 年，我国管理咨询行业企业数量约为 3.7 万家。行业企业主要分布在东部经济发达地区，中西部地区企业数量较少。2018 年我国管理咨询行业市场规模约 1,894 亿元，相比 2017 年增长了 8.11%。

图 9：2015-2022 年中国管理咨询行业市场规模



资料来源：行动教育招股书，IBISWorld，中研普华，天风证券研究所

2.3.2. 市场需求多样化，差异化竞争

我国管理咨询的市场需求较为庞大，不同企业的管理水平存在较大的差别，所需要的管理咨询服务也多种多样。针对多样化的市场需求，行业内也形成了不同的细分市场。

麦肯锡、波士顿、贝恩、埃森哲等国际咨询巨头主要服务于大型客户。国际咨询公司在研究能力、人员素质和全球化服务能力上具有优势，这些优势在服务大型客户上体现得较为明显。但是与大型企业具有丰富的人力资源和较为完善的管理体系不同，我国广大的中小企业普遍存在人才短缺、管理能力较弱的问题。这些企业面对的竞争市场也多是国内或者区域市场而非全球化竞争。在对中小企业客户的服务上，国际咨询机构的优势不能很好地发挥，较高的人员成本也成为他们进入中小型企业咨询市场的障碍。

近年来随着我国经济增速换挡和信息技术的快速发展，广大中小企业面临的市场环境更加复杂，对管理咨询的需求也持续增长。在此背景下，拥有一定市场知名度的本土咨询服务机构迅速成长，成为中小企业管理咨询服务的主要提供者。凭借长期积累的行业经验，这类咨询机构更加了解中小企业管理的痛点、难点，能够为中小企业解决管理中的实际问题。

此外，行业内还存在大量小型咨询机构，这些机构通常人员较少，提供的咨询服务有限，收入规模较小。

2.4. 多因素驱动管理培训及咨询行业持续发展

国家政策鼓励行业发展壮大。近年来，国家政府部门和各主管机关出台了一系列的产业政策为企业管理培训类企业的发展创造了良好的政策环境。《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》中提出培养造就一大批具有全球战略眼光、市场开拓精神、管理创新能力和社会责任感的优秀企业家和一支高水平的企业经营管理人才队伍，为企业管理培训机构拓展企业客户奠定了良好的基础。《国务院关于印发“十三五”促进就业规划的通知》提出坚持实施就业优先战略，全面提升劳动者就业创业能力。《关于促进中小企业健康发展的指导意见》提出重视培育企业家队伍，继续做好中小企业经营管理领军人才培养，提升中小企业经营管理水平。

经济持续发展促进行业市场需求不断提升。众多的民营中小企业，管理粗放，缺乏有效的公司治理体系和管理制度，迫切需要管理培训与咨询机构提供专业支持。终身学习时代的到来又促使企业员工产生了较为强烈的危机意识和培训需求。因此，现代社会下经营管理的复杂化与落后的企业管理现状的矛盾，以及企业和个人对管理培训的双方面需求等多方面因素决定了管理培训行业存在发展空间。

产业结构调整和企业转型升级刺激新的需求。近年来，我国产业结构调整加速，信息技术和互联网技术对传统行业冲击较大，如何适应新经济环境是许多企业面临的新的挑战。新经济环境、新技术、新商业模式的出现不断地冲击着传统的管理科学理论和企业管理模式，企业家和高级管理人员需要不断参加管理培训并补充新的管理知识才能领导企业进行转型升级。同时，面对更加复杂的外部环境，企业过去的管理经验已经不足以应对新的竞争环境，新形势新问题使企业更加主动地寻求外部咨询机构的智力支持以满足持续发展的需要。

互联网技术的广泛运用将有助于企业管理培训行业提升培训体验，提高培训效果。互联网技术的引入对传统培训方式产生了较为明显的改变。翻转课堂、线上1对1辅导、慕课等线上教育模式已经成为线下培训的有益补充。互联网技术的运用将有助于管理培训机构提高培训效果，提升培训体验，为管理培训行业的进一步发展提供强有力的支持。

中西部经济的发展将会为行业带来新的发展空间。随着我国西部大开发战略的实施以及中部经济区域的崛起，中西部地区对专业管理人才的需求市场将迅速扩大，这将为企业管理培训产业带来新的市场机会。

图 10：多因素驱动管理培训及咨询行业持续发展



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

3. 核心竞争力：四大优势相得益彰，形成正反馈闭环

3.1. 品牌优势：重视研发塑造品牌，国内外合作扩大影响力

企业管理培训行业属于现代服务业，良好的品牌形象能让企业建立客户粘性，提高客户对

企业服务及产品的依赖性。良好品牌形象是由多个维度塑造而成，如服务品质、员工素质、服务经验等，是一个潜移默化的过程，需要长期投入和经验积累。所以一旦行业先进者建立了良好的口碑，后进入者往往需要花更大努力和资金追赶领先者。

行动教育一贯重视研发在公司经营中的重要作用，为保证教学质量，公司建立了系统性的课程研发团队。公司课程研发团队由公司内部的教学、推广、研发专家组成。课程研发活动秉承着“持续改进”的原则，结合现有的课程教学内容和效果，分析市场环境和客户需求的变化情况，同时运用多媒体、互联网等混合技术手段，以促成培训课程产品内容的实时更新和产品质量、教学效果的持续提升。除自有研发团队外，行动教育还积极与其他企业和专家进行课程的合作开发。强大的研发团队和持续的研发工作为行动教育的课程产品在激烈的市场竞争中获得优势提供了强有力的支持。

公司的主要精品课程经过多年的沉淀，已经形成了良好的市场品牌和粉丝效应。《赢利模式》课程已经累积开讲超过 390 期。良好的品牌形象也吸引了港澳台、东南亚等地华人企业家报名参加公司的培训课程，公司品牌传播范围由国内走向海外。

近年来，行动教育在保持培训课程实效性的基础上，进一步丰富课程设置，积极与国内外经济管理领域知名人士开展合作。引进清华大学朱民教授（前国际货币基金组织副总裁）、哈佛商学院罗伯特·卡普兰教授（Robert.Kaplan，平衡记分卡创始人）等国内、国际知名讲师为公司学员讲授相关课程。公司与专业领域的知名人士的合作在提升公司教学效果的同时，进一步树立了公司良好的品牌形象，扩大了公司的品牌影响力。

图 11：行动教育品牌形象良好



资料来源：行动教育官网，天风证券研究所

图 12：行动教育品牌传播范围由国内走向海外



资料来源：行动教育官网，天风证券研究所

3.2. 师资优势：汇聚行业知名讲师，培养体系完善

由于企业管理工作的复杂性，企业管理培训和管理咨询行业面临多样化的市场需求，对高端人才需求较大。优秀的培训讲师、咨询顾问队伍以及高素质的研发团队成为管理培训和咨询企业获得竞争优势的重要来源。行业内优秀的专业人才通常倾向于在知名度高、客户资源丰富的企业就职，这对于新进入本行业的企业形成一定障碍。

公司的导师普遍在各自授课领域有过多年的实务操作经验，真正实现了“做自己所讲、讲自己所做”，保证了公司企业管理培训课程的实效性，为参加培训的企业带来实质性的效益提升。区别于高等院校和一般培训机构，公司的管理培训课程注重实效，以贴近企业、贴近经营、为企业解决实际问题著称。同时，在内训师培养方面，公司已经形成了一套完善的培养体系，实现内训人员的批量制，从而为公开课后的内训、咨询等增值服务提供支持。

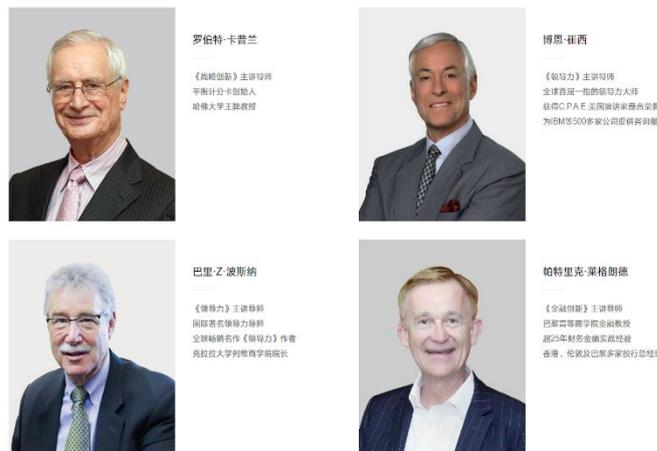
从培训效果上看，公司的培训普遍具备较强的落地能力，拥有诸多成功案例。公司拥有优秀的培训和咨询讲师队伍，汇聚了包括李践、付小平、陈军、张晓岚、罗伯特·卡普兰（Robert.Kaplan）等行业知名讲师。同时，为丰富公司课程体系，满足学员拓展国际视野和接触前沿管理思想的需要，公司积极与国内外经济管理领域的知名人士开展课程合作。

图 13：公司拥有优秀的培训和咨询讲师队伍



资料来源：行动教育官网，天风证券研究所

图 14：行动教育与国内外经济管理领域知名人士开展合作



资料来源：行动教育官网，天风证券研究所

3.3. 客户资源优势：客户积淀良好，服务延展潜力大

在提供管理培训和咨询的过程中，培训咨询机构会对客户进行深入了解，在双方建立信任后，客户更希望保持长期稳定的合作关系。由于企业经营中面临的内外部环境在不断地变化，企业对管理培训和咨询的需求具有长期性。同时，丰富的客户资源体现了管理培训和咨询企业的市场地位和市场口碑，使该类机构在拓展新客户时获得优势。因此，新进入者面临客户资源壁垒。

作为一家资深的企业管理培训专业机构，行动教育在行业内享有较高的知名度。行动教育帮助多家企业建立了企业商学院，客户覆盖全国各个省份。公司自成立以来已经累计服务了7万多家企业，为13万位企业家提供了管理培训或咨询服务，其中包括合力泰、大北农、新纶科技、南方轴承、味千中国等诸多上市公司客户。

行动教育客户的良好积淀，为其后续业务的开展奠定了良好的基础。中国企业管理培训、管理咨询市场的品牌化趋势的加速，尤其是中小企业发展较快的沿海城市，以及近年来经济快速发展的内地城市，其企业对于企业管理培训和咨询的需求持续增加，而作为行业内第一梯队的行动教育，知名度高口碑好是广大企业的首要选择之一。

公司以在管理培训业务积累的客户资源为基础，深入挖掘客户个性化需求，为客户提供营销、绩效、财务、股权设计等方面的管理咨询服务。管理咨询业务具有定制化服务特点，其收入规模的扩大，对于公司提升用户体验、增强客户黏性，满足客户的衍生需求起到了重要的作用，也促进了公司品牌效应的增强。

图 15：行动教育服务企业（部分）



资料来源：行动教育官网，天风证券研究所

3.4. 销售渠道优势：服务及营销网络覆盖全国

行业内公司的销售能力则成为公司发展的一个关键因素。企业管理培训与咨询行业的竞争较为激烈，市场上存在大量的培训咨询公司可供客户选择。对于拟进入本行业的公司来说，由于尚未形成品牌效应及经验曲线，其很难快速、有效地建立起营销网络和销售渠道，其业务开展也将面临着严峻的挑战。

行动教育已经形成了覆盖全国的服务及营销网络。目前公司已经在北京、上海、深圳、杭州、成都设立了五家销售服务子公司，在南京、武汉、合肥、郑州、济南、石家庄、西安、昆明、长沙、广州、佛山、东莞、厦门等省会城市和经济发达城市设立了分支机构，形成了覆盖全国的服务及营销网络。本次发行完成后，随着募集资金投资项目“智慧管理培训基地建设项目”的实施，公司将在上海、北京、深圳、长沙、昆明等 5 个城市设立智慧管理培训基地，以一流的培训课程为中小民营企业打造共享、互联、共赢的企业家生态圈，迎合行业发展趋势，持续推动公司主业的发展。

图 16：行动教育销售网络



资料来源：公司官网，行动教育招股书，天风证券研究所

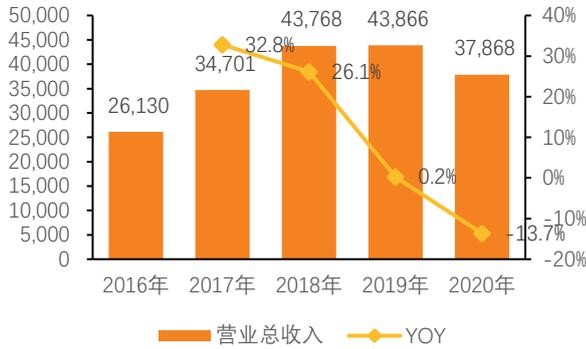
4. 财务分析：管理能力突出，盈利能力稳步提升

4.1. 营业收入：疫情后时代，反弹空间大

公司主营业务收入包括企业管理培训、管理咨询和图书音像制品销售的业务收入，主营业务突出。公司的主要收入来源于企业管理培训以及延伸出的管理咨询业务，2018-2020 年

二者合计收入占主营业务收入的比重分别为 99.02%、98.98%和 98.99%。此外，公司也经营图书音像制品的销售业务，形成了对管理培训、管理咨询业务的补充，销售规模相对较低。

图 17：公司营业收入及同比增速（单位：万元）



资料来源：行动教育招股书，Wind，天风证券研究所

图 18：公司主营业务收入按类型分类



资料来源：行动教育招股书，Wind，天风证券研究所

分业务来看，公司管理培训收入主要来源于公开课业务，而公开课又以精品公开课、论坛为主，二者合计收入占管理培训业务收入的比重达 97%以上。2019 年，得益于精品公开课、论坛收入的增长，公司管理培训业务收入有所增长。2020 年，公司管理培训业务的收入较 2019 年度降低 6.97%，主要是由于公司经营活动受到了新冠疫情的影响，精品公开课及论坛业务收入降低所致。

得益于公司不断提升的品牌效应及课程品质，公司逐步提高了公开课的实际售价，公开课业务的平均单价同比提高。2019 年，公司逐步提高了公开课的实际售价，扩大单次培训课程的班额。2020 年，公司公开课业务人均收入同比增长 20.40%，一方面是由于公司近年来提高课程的实际售价，另一方面，受疫情影响，公司论坛业务开展次数减少较多，其收入占比降低，而论坛业务的单价较低，公开课的结构性变化也促成了人均收入的增长。

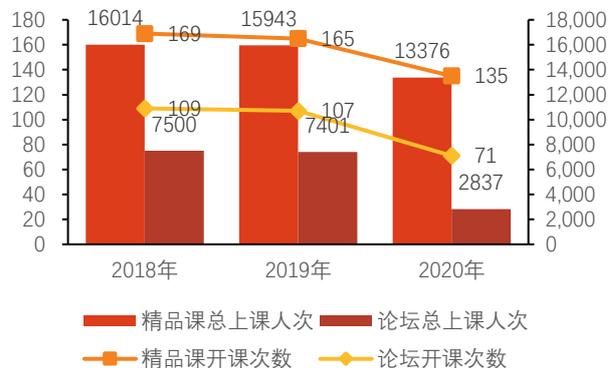
2018-2020 年，公司精品公开课开课次数分别为 169 次、165 次及 135 次，论坛开课次数分别为 109 次、107 次和 71 次，二者 2018 年与 2019 年的开课次数均较高。从总上课人次的角度来看，2018-2020 年，公司精品公开课的累积上课人次分别为 16,014 人次、15,943 人次和 13,376 人次，论坛的累积上课人次分别为 7,500 人次、7,401 人次和 2,837 人次。

图 19：管理培训收入及公开课单价



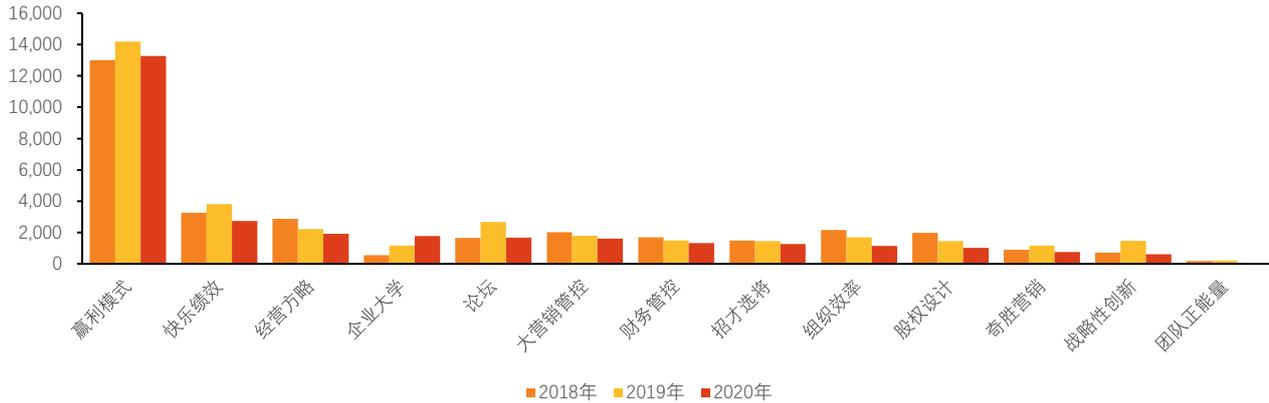
资料来源：行动教育招股书，Wind，天风证券研究所

图 20：公开课开课次数及上课人次（单位：人次，课次）



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

图 21：管理培训公开课收入按课程分类（单位：万元）



资料来源：行动教育招股书，Wind，天风证券研究所

公司管理咨询业务包括一般咨询项目及孵化器咨询项目。一般管理咨询业务是指公司接受客户委托，就客户经营管理过程中遇到的各类管理问题提供建议方案的业务。主要包括销售咨询类项目、财务咨询类项目、绩效管理类项目等。公司的孵化器类咨询业务满足大量传统行业企业进行互联网转型或二次创业的知识需求而推出咨询服务项目，由公司组织咨询业务专家，为创业企业提供商业模式、股权方案、财务内控等方面的咨询服务。

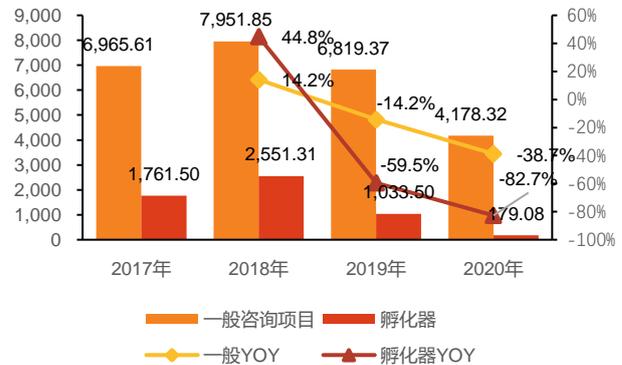
公司的财务咨询类项目（包含在一般咨询项目中）主要以风险控制、规范运作、内控提升为主要特色，而在目前整体经济增速放缓的环境下，中小民营企业对于提升销售收入和降低业务成本的咨询需求可能更为强烈。因此，公司 2019 年的财务咨询类项目收入有所下降。2020 年，由于防控疫情的需要，公司的入企咨询服务受到了比较多的限制，咨询业务的数量及收入也随之减少。

图 22：管理咨询业务收入及同比增速（单位：万元）



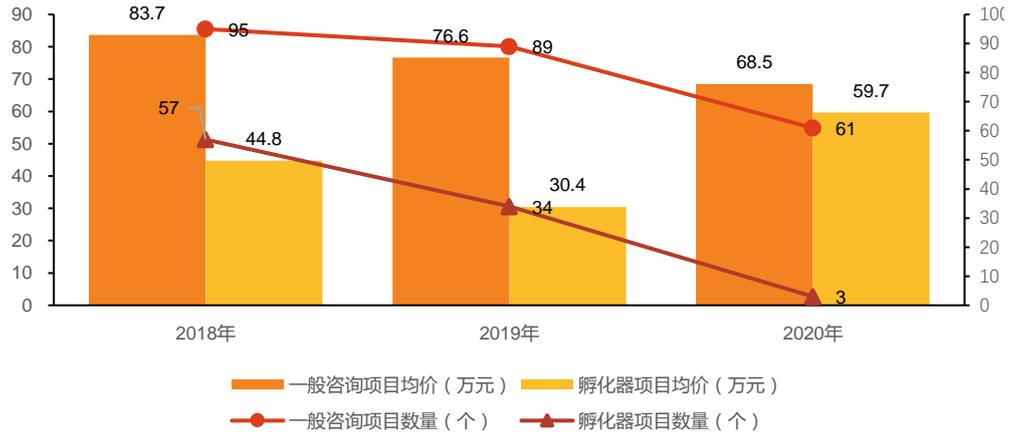
资料来源：行动教育招股书，Wind，天风证券研究所

图 23：管理咨询业务收入按类型分类（单位：万元）



资料来源：行动教育招股书，Wind，天风证券研究所

图 24：不同类型的管理咨询业务收入、项目数量及项目均价



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

4.2. 毛利及成本：培训班额扩大，成本效益凸显

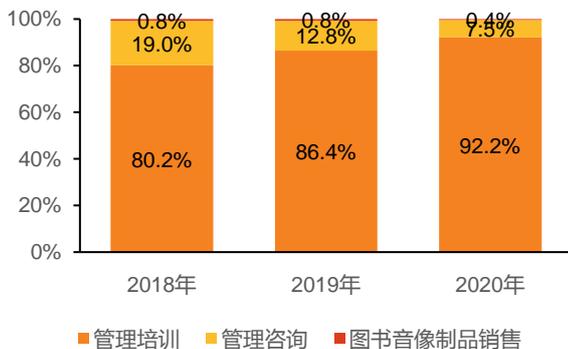
公司毛利主要来源于管理培训和管理咨询业务的毛利，其合计占主营业务毛利的比例分别为 99.17%、99.22%和 99.61%，是公司毛利的主要来源。其中，企业管理培训的毛利贡献最大，同期比例分别达到 80.21%、86.42%和 92.16%；管理咨询业务的毛利贡献次之，同期占比分别为 18.96%、12.80%和 7.45%。

2018-2020 年，公司综合毛利率分别为 73.53%、75.72%和 78.80%，小幅上升。主要是由于公司逐步提高了培训业务课程的实际售价，公开课的综合售价有所增长；同时，公司逐步启用自有房产“花瓣大楼”作为培训场所，同时采取“以大班代替小班”的教学模式，差旅食宿、会务场地费等支出得以有效控制，公司的毛利率相应地有所提高。

公司逐步提高了公开课的实际售价，扩大单次培训课程的班额，成本效应进一步凸显。公司管理培训包括公开课（含精品公开课、论坛）及内训，其中内训业务规模较小，各期占管理培训业务收入的比重均低于 2%。

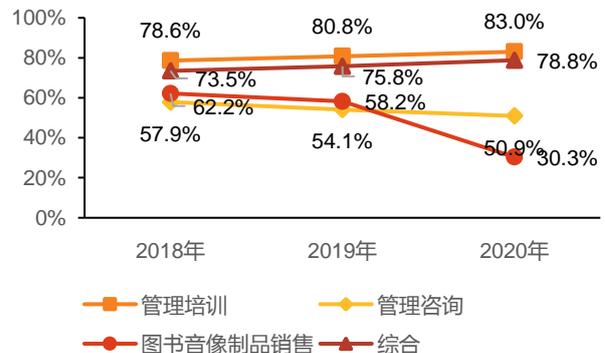
公司管理咨询业务通常由公司外部合作咨询团队合作完成。一般咨询项目中外部咨询团队参与度较高，导致毛利率较低。孵化器项目主要由公司组织内部咨询专家团队开展，毛利率较一般咨询项目更高。2019 年度，公司管理咨询业务毛利率同比降低 3.80 个百分点，主要是由于受公司孵化器咨询项目的收入下滑较大，使得毛利率相对较低的一般咨询项目收入比重提升，从而拉低了公司咨询业务的综合毛利率。

图 25：主营业务毛利贡献



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

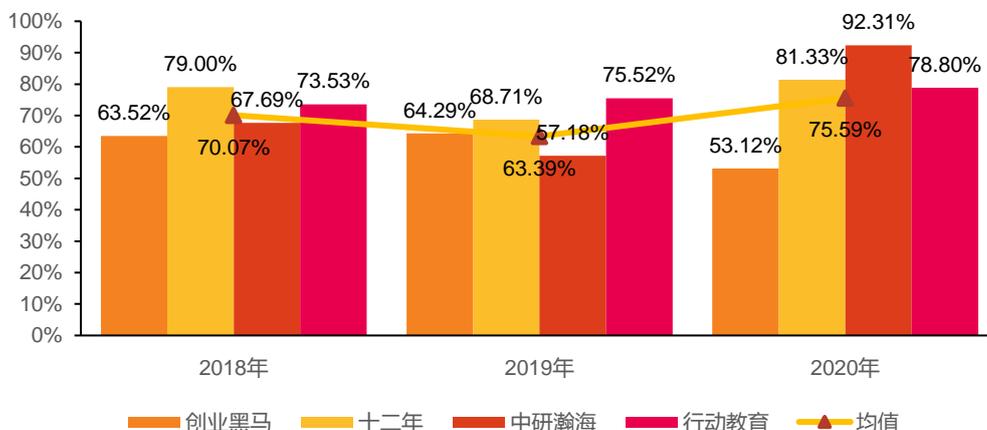
图 26：主营业务毛利率



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

公司综合毛利率与同行业上市公司的算数平均值相近，存在小幅差异，主要是由于公司的可比上市公司中有部分公司经营的业务与行动教育在培训内容、客户群体等方面有一定差异。如创业黑马主要面向创业企业开展创业辅导培训，公关服务和会员服务等业务，可比公司的成本结构、销售模式等方面与行动教育存在差异。

图 27：公司综合毛利率与同行业上市公司对比

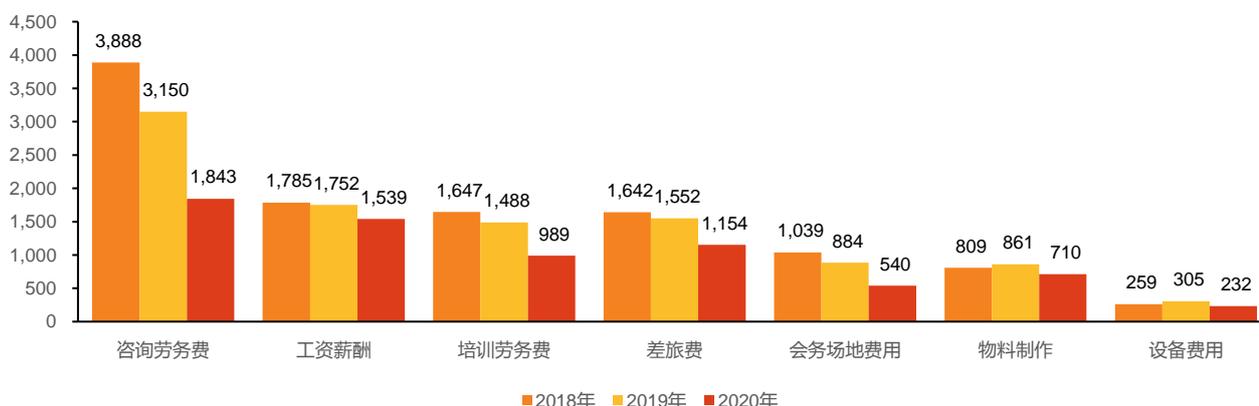


资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

公司营业成本总额分别为 11,585.06 万元、10,650.77 万元和 8,027.19 万元，逐年下降。在培训业务方面，公司提高主要课程班额规模，使得平均单次课程参训人数不断增加，公司以更少的开课次数完成了培训任务，而培训劳务费、会务场地费通常与课次更加相关，不会随班额的扩大而同比增加。在咨询业务方面，2019 年以来，公司的咨询项目数量有所减少，外购咨询劳务支出也随之降低。2020 年度，受到新冠肺炎疫情影响，公司线下培训和咨询业务在一段时间内无法开展，营业成本进一步下降。

公司主营业务成本主要包括外部讲师的培训劳务费、开展咨询业务支付的咨询劳务费、开展培训业务所支付的会务场地费用以及内部讲师薪酬、差旅费、课程现场的物料制作等等，其中，培训劳务费、咨询劳务费、会务场地费是公司主要对外采购内容。

图 28：主营业务成本构成（成本：万元）



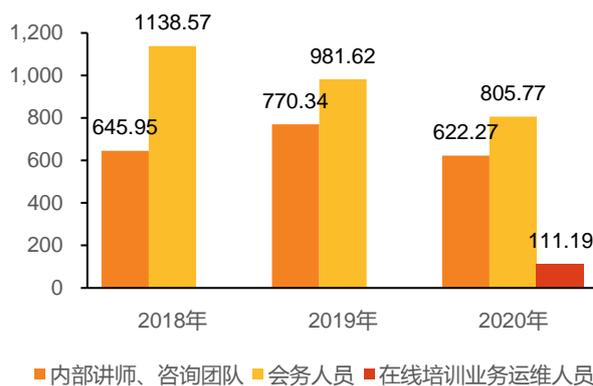
资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

图 29：外购劳务单价及次数（单位：万元，次）



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

图 30：工资薪酬（单位：万元）



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

4.3. 费用：期间费用稳定，规模效应渐显

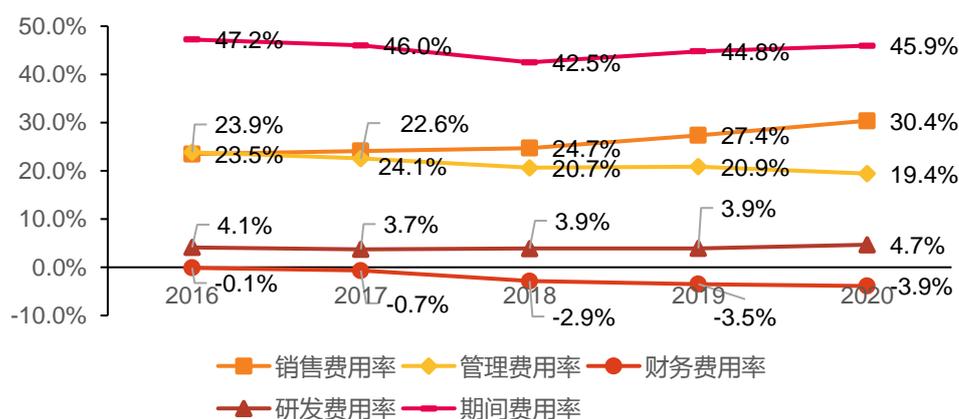
2018-2020 年，公司期间费用支出占营业收入的比重分别为 42.49%、44.77%和 45.93%。

公司销售费用分别为 10,808.64 万元，12,007.01 万元和 11,507.37 万元，呈现一定的波动。销售费用的波动主要与销售人员的工资薪酬费用波动相关。2019 年销售费用增加主要是因为销售人员数量和薪酬水平提升所致；2020 年度则由于受疫情影响，公司业务收入下降，销售人员的绩效奖金减少，从而造成整体销售费用减少。

2018-2020 年，公司管理费用分别为 7,341.81 万元，7,434.55 万元和 5,582.92 万元。其中，2018 年度和 2019 年，管理费用总额及其占营业收入的比例变化较小；2020 年度，受新冠疫情影响，公司的年会、游学等管理项目减少，相应的项目服务费、差旅费等支出也随之下降，从而造成管理费用的整体下降。

公司经营现金流状况较好，财务费用项下的利息收入较高。

图 31：公司期间费用率及四费



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

公司销售费用率高于创业黑马和十二年 2018-2019 年低于中研瀚海。公司销售费用率高于创业黑马和十二年，主要由于公司拥有一支规模较大、综合素质较高的销售团队，导致销售人员薪酬支出较高。2018 年至 2019 年，公司销售人员薪酬占营业收入的比例分别为 19.82%和 21.46%。2020 年，公司销售费用率低于十二年，主要是由于在十二年年初调整了

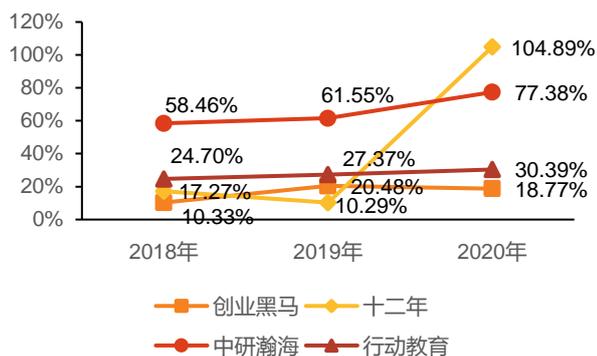
销售策略，为了拓展销售渠道，投入了较大的市场开发费用。

公司管理费用率低于同行业上市公司的均值，主要系规模效应所致。

公司研发费用率均高于创业黑马，主要由于公司始终重视课程研发活动，研发投入较大并稳定增加；低于十二年，主要系其收入规模显著低于公司所致。

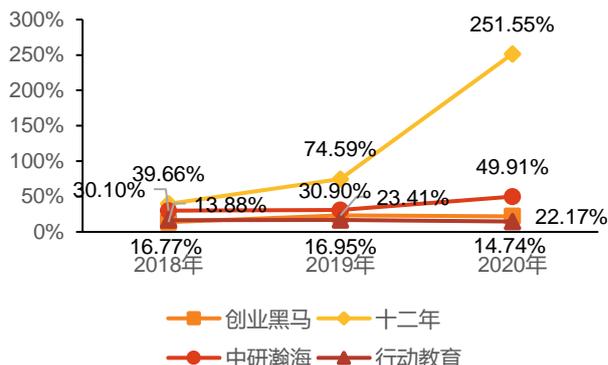
公司及同行业上市公司财务费用率均值均为负值，主要由于培训行业公司通常预收款项较多，经营现金流状况较好，利息收入较大而利息支出较小。2018年至2020年期间，公司货币资金余额持续增长，利息收入较高，导致公司财务费用率显著低于同行业上市公司。

图 32：销售费用对比同行业



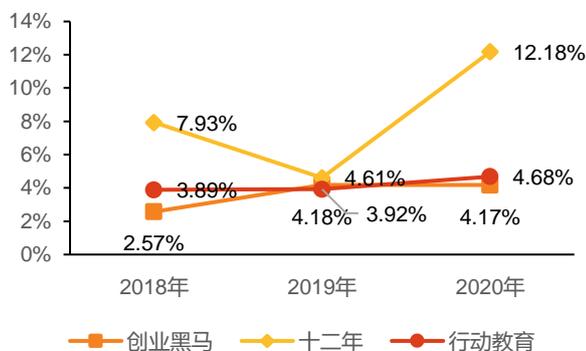
资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

图 33：管理费用对比同行业



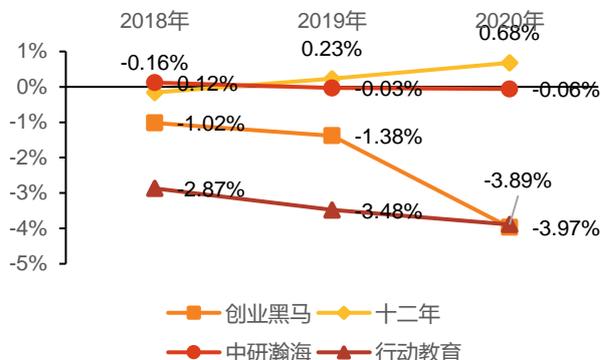
资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

图 34：研发费用对比同行业



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

图 35：财务费用对比同行业



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

4.4. 净利润：盈利状况良好，扣非归母净利率稳健提升

公司主营业务突出，盈利能力较强。2018-2020年，公司营业收入分别为 43,767.69 万元、43,865.50 万元和 37,867.74 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为 10,922.31 万元、11,131.39 万元和 10,119.69 万元，总体盈利状况良好。

图 36：公司扣非归母净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

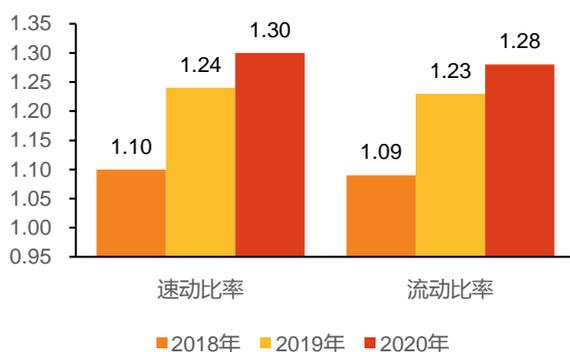
4.5. 偿债能力及资产运营能力：先收款后服务，财务状况良好

2018 年末、2019 年末和 2020 年末，公司流动比率分别为 1.10、1.24 和 1.30，速动比率分别为 1.09、1.23 和 1.28，公司的流动比率和速动比率均呈上升趋势，主要系公司经营业绩较好，货币资金持续增加，公司流动性逐步提升。

2020 年末，公司速动比率为 1.28，低于行业平均值 9.79，公司流动比率为 1.30，低于行业平均值 9.81，主要系公司主要从事管理培训和管理咨询业务，业务模式主要为在收款后提供服务，预收款项、合同负债余额较高造成流动负债较高。各期末，公司银行存款余额分别为 57,769.97 万元、71,283.42 万元和 90,374.40 万元，银行存款余额较高。

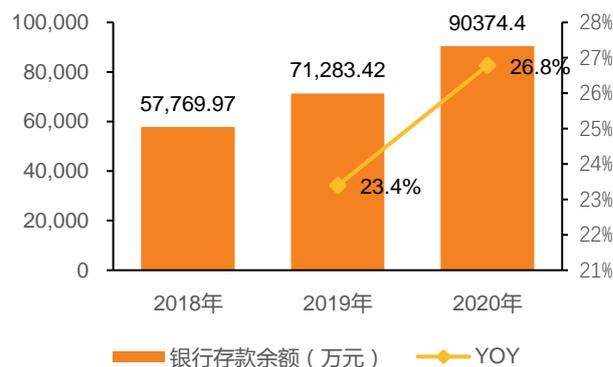
2020 年，公司总资产周转率为 0.35，高于行业平均值 0.11。公司业绩较好，总资产周转率较好于行业平均水平。公司存货周转率为 0.96，公司存货主要为图书、音像制品，该部分业务规模较小，且主要为了支持和辅助管理培训业务和管理咨询业务的发展，因此存货周转率较低。公司应收账款周转率为 512.77，高于行业平均值。公司管理培训和管理业务的开展主要采用预收款后提供服务的形式，因此公司应收账款余额较低。

图 37：公司流动比率及速动比率逐年上升



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

图 38：公司银行存款余额较高



资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

2020 年受疫情影响，公司营业收入有所降低。我们预计，在消除疫情影响后，公司 2021-2023 年营收将迎来反弹并保持平稳增长，2021 年相比 2019 年预计有 10%左右的提升，22-23 年收入增速预计分别为 13%、12%。

我们预计，公司 2021-23 年收入分别为 4.75 亿、5.37 亿、5.99 亿，其中管理培训业务收入分别为 3.84 亿、4.35 亿、4.85 亿，管理咨询收入分别为 0.85 亿、0.96 亿、1.07 亿，相关图书音像制品销售收入分别为 0.05 亿、0.06 亿、0.06 亿。2021-2023 年净利润分别为 1.15 亿元、1.35 亿元、1.57 亿元。

我们选取同为 A 股职业教育上市公司的中公教育、传智教育为可比公司，该二家公司 21、22 年 PE 均值分别为 46x、36x。我们根据该二家公司 21 年 PE 均值的-5%~+5%给予行动教育估值，对应的市值在 50.3-55.6 亿元之间，对应股价在 59.6-65.9 元/股之间。

表 2：行动教育盈利预测核心假设（单位：万元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
营业收入	26,129.52	34,701.28	43,767.69	43,865.50	37,867.74	47,462.47	53,680.05	59,853.26
YOY		32.8%	26.1%	0.2%	-13.7%	25.3%	13.1%	11.5%
-管理培训	20,060.47	25,643.62	32,717.53	35,521.62	33,046.07	38,434.39	43,469.30	48,468.27
YOY		27.8%	27.6%	8.6%	-7.0%	16.3%	13.1%	11.50%
-管理咨询	5,473.05	8,727.11	10,503.15	7,852.87	4,357.39	8,496.81	9,609.89	10,715.02
YOY		59.5%	20.4%	-25.2%	-44.5%	95.0%	13.1%	11.50%
图书音像制品销售	143.19	186.43	425.76	447.30	380.16	492.03	556.49	620.48
-其他业务	452.81	144.12	121.25	43.71	84.12	84.12	84.12	84.12
毛利			32,067.28	33,194.62	29,772.68	37,708.93	43,153.40	48,684.64
-管理培训			25,721.08	28,685.78	27,439.13	31,054.99	34,992.79	39,113.89
-管理咨询			6,081.45	4,248.35	2,218.24	4,458.27	5,081.71	5,556.81
-图书音像制品销售			264.75	260.49	115.31	224.46	263.11	291.44
-其他业务			115.35	20.1	67.86			
毛利率			73.3%	75.7%	78.6%	79.45%	80.39%	81.34%
-管理培训			78.6%	80.8%	83.0%	80.80%	80.50%	80.70%
-管理咨询			57.9%	54.1%	50.9%	52.47%	52.88%	51.86%
-图书音像			62.2%	58.2%	30.3%	45.62%	47.28%	46.97%
-其他业务			95.1%	46.0%	80.7%	80.7%	80.7%	80.7%
费用	12,338.26	15,962.58	18,597.30	19,637.87	17,392.05	21,932.41	20,994.71	22,892.74
-销售费用	6,136.91	8,365.93	10,808.64	12,007.01	11,507.37	12,738.93	13,817.25	15,220.68
-管理费用	5,152.02	6,535.19	7,341.81	7,434.55	5,582.92	9,022.62	10,585.71	11,629.49
-研发费用	1,080.41	1,292.02	1,701.61	1,721.02	1,773.39	1,775.10	2,200.88	2,519.82
-财务费用	-31.08	-230.56	-1,254.76	-1,524.71	-1,471.63	-1,528.29	-2,007.63	-1891.36
费用率	47.2%	46.0%	42.5%	44.8%	45.9%	46.21%	45.82%	44.91%
-销售费用	23.5%	24.1%	24.7%	27.4%	30.4%	26.84%	25.74%	25.43%
-管理费用	19.7%	18.8%	16.8%	16.9%	14.7%	19.01%	19.72%	19.43%
-研发费用	4.1%	3.7%	3.9%	3.9%	4.7%	3.74%	4.10%	4.21%
-财务费用	-0.1%	-0.7%	-2.9%	-3.5%	-3.9%	-3.22%	-3.74%	-3.16%
净利	6,617.66	9,952.60	11,318.93	11,794.92	10,671.92	11,497.79	13,481.42	15,698.65
YOY		50.4%	13.7%	4.2%	-9.5%	7.74%	17.25%	16.45%
净利率		25.3%	28.7%	25.9%	26.9%	28.18%	29.37%	30.45%

资料来源：行动教育招股书，天风证券研究所

表 3：行动教育可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值[单位]亿元	2021 年预测净利润中值 (亿元)	2022 年预测净利润中值 (亿元)	2023 年预测净利润中值 (亿元)	21 年 PE	22 年 PE
002607.SZ	中公教育	1,582.55	34.26	45.59	-	46.19	34.71 -
003032.SZ	传智教育	89.79	1.94	2.47	3.23	46.40	36.35 27.84
平均						46.29	35.53 27.84

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

● 宏观经济形势变动带来的风险

良好的宏观经济形势是企业管理培训和咨询行业持续发展的依托基础，中国经济目前正面临着结构转型的需求。影响未来中国经济发展的因素更加复杂多样，宏观经济的波动将影响企业管理培训和咨询行业的市场需求，从而对发行人的经营业绩产生一定的影响。

公司主营业务为企业管理培训、管理咨询服务以及相关图书音像制品销售，目标客户主要定位于中小型民营企业。公司目标客户的规模及其发展良好与否与中国宏观经济的走势具有较强的相关性，一旦我国经济增长势头放缓，中小型民营企业的发展势必受到影响，进而影响其对企业管理培训等服务的消费能力，对公司业务发展带来一定的风险。

● 行业的市场竞争风险

经过多年的发展，国内企业管理培训和咨询机构逐渐开始注重自身的品牌建设，行业中已经逐步涌现出一批领先企业，这些企业凭借各自在品牌、研发、营销等方面的竞争优势，充分参与市场竞争，抢占市场份额。但目前，我国企业管理培训和咨询机构仍然数量众多，市场竞争较为激烈。公司作为国内主要的企业管理培训和咨询机构之一，在业务快速发展的过程，面临市场竞争加剧及目标市场被竞争对手抢先布局从而影响其市场占有率和盈利能力的风险。

● 业务拓展的风险

发行人主要从事企业管理培训、管理咨询服务以及相关图书音像制品销售，目前相关服务和产品的客户群体主要系国内中小型民营企业。企业管理培训行业目前处于快速发展期，行业存在同质化竞争的特点，行业内竞争较为激烈。公司历来重视课程的研发，以优质的培训服务提高其市场竞争力，助推公司的业务开拓。如果公司未来的课程研发速度放缓，不能及时针对行业发展态势推出其客户所需的新课程，公司将面临国内业务拓展达不到预期进而影响公司经营业绩的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	712.89	905.38	1,460.16	827.17	1,959.23
应收票据及应收账款	0.34	0.02	0.65	180.00	252.00
预付账款	10.36	17.19	3.05	21.96	7.39
存货	221.00	325.00	0.21	3.09	0.03
其他	5.14	8.81	7.89	7.05	9.72
流动资产合计	949.73	1,256.40	1,471.95	1,039.27	2,228.37
长期股权投资	0.50	0.90	0.90	0.90	0.90
固定资产	195.68	186.51	199.52	232.62	264.76
在建工程	0.39	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	0.34	0.93	0.29	0.00	0.00
其他	47.76	52.82	34.56	38.51	34.87
非流动资产合计	244.67	241.14	271.27	341.63	372.29
资产总计	974.68	1,174.97	1,743.23	1,186.37	2,332.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	11.77	9.14	12.49	11.28	15.08
其他	578.79	711.36	1,151.49	457.25	1,439.37
流动负债合计	590.56	720.50	1,163.97	468.53	1,454.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.58	4.13	2.23	2.98	3.11
非流动负债合计	2.58	4.13	2.23	2.98	3.11
负债合计	593.14	724.62	1,166.21	471.51	1,457.57
少数股东权益	5.01	3.56	5.81	8.83	11.89
股本	63.25	63.25	84.34	84.34	84.34
资本公积	8.35	8.35	8.35	8.35	8.35
留存收益	306.29	371.89	486.87	621.68	778.67
其他	(1.35)	3.30	(8.35)	(8.35)	(8.35)
股东权益合计	381.55	450.35	577.02	714.86	874.90
负债和股东权益总计	974.68	1,174.97	1,743.23	1,186.37	2,332.46

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	121.69	108.45	114.98	134.81	156.99
折旧摊销	10.62	13.70	11.61	13.60	15.70
财务费用	0.00	(0.86)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(2.15)	(1.18)	(1.22)	(1.52)	(1.31)
营运资金变动	13.49	724.71	476.49	(704.42)	1,006.32
其它	39.64	(655.45)	2.37	3.08	3.12
经营活动现金流	183.29	189.37	604.22	(554.45)	1,180.82
资本支出	1.14	(0.21)	61.89	79.26	49.87
长期投资	0.28	0.40	0.00	0.00	0.00
其他	(22.02)	(3.64)	(120.67)	(157.74)	(98.56)
投资活动现金流	(20.60)	(3.45)	(58.78)	(78.48)	(48.69)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	22.25	19.36	9.44	0.00	0.00
其他	(50.09)	(63.65)	(0.12)	(0.05)	(0.07)
筹资活动现金流	(27.85)	(44.29)	9.33	(0.05)	(0.07)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	134.84	141.63	554.77	(632.99)	1,132.06

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	438.65	378.68	474.62	536.80	598.53
营业成本	106.51	80.27	97.54	105.27	111.69
营业税金及附加	2.71	2.97	3.24	3.73	4.31
营业费用	120.07	115.07	127.39	138.17	152.21
管理费用	74.35	55.83	90.23	105.86	116.29
研发费用	17.21	17.73	17.75	22.01	25.20
财务费用	(15.25)	(14.72)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(0.11)	0.10	1.23	0.40	0.58
公允价值变动收益	2.50	0.00	153.00	131.00	112.00
投资净收益	2.15	1.18	1.22	210.00	290.00
其他	(14.29)	(8.72)	(155.45)	(342.52)	(403.31)
营业利润	142.82	128.96	138.48	162.88	189.56
营业外收入	0.62	1.29	0.92	0.94	1.05
营业外支出	0.50	0.84	0.87	0.74	0.81
利润总额	142.93	129.40	138.53	163.08	189.80
所得税	21.24	20.95	21.19	25.20	29.69
净利润	121.69	108.45	117.34	137.89	160.11
少数股东损益	3.74	1.73	2.37	3.08	3.12
归属于母公司净利润	117.95	106.72	114.98	134.81	156.99
每股收益(元)	1.40	1.27	1.36	1.60	1.86

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.22%	-13.67%	25.34%	13.10%	11.50%
营业利润	5.67%	-9.71%	7.39%	17.62%	16.38%
归属于母公司净利润	4.21%	-9.52%	7.74%	17.25%	16.45%
获利能力					
毛利率	75.72%	78.80%	79.45%	80.39%	81.34%
净利率	26.89%	28.18%	24.23%	25.11%	26.23%
ROE	31.32%	23.89%	20.13%	19.09%	18.19%
ROIC	-33.87%	-25.26%	-23.10%	-15.01%	-106.02%
偿债能力					
资产负债率	60.85%	61.67%	66.90%	39.74%	62.49%
净负债率	-186.84%	-201.04%	-253.05%	-115.71%	-223.94%
流动比率	1.24	1.30	1.26	1.80	1.35
速动比率	1.23	1.29	1.26	1.80	1.35
营运能力					
应收账款周转率	1,022.29	2,131.58	1,426.50	-77.35	-38.96
存货周转率	400.26	203.96	359.62	325.84	384.02
总资产周转率	0.49	0.35	0.33	0.37	0.34
每股指标(元)					
每股收益	1.40	1.27	1.36	1.60	1.86
每股经营现金流	2.17	2.25	7.16	-6.57	14.00
每股净资产	4.46	5.30	6.77	8.37	10.23
估值比率					
市盈率	31.24	34.53	32.05	27.33	23.47
市净率	9.79	8.25	6.45	5.22	4.27
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.63	16.02	8.29
EV/EBIT	0.00	0.00	15.86	17.36	8.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com