



Research and
Development Center

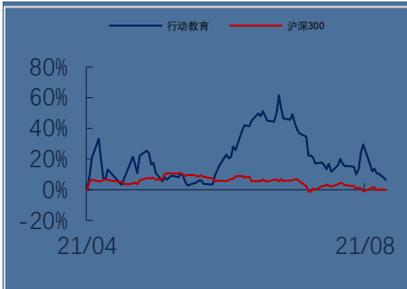
打造企业家实效商学院

—行动教育(605098)公司深度报告

2021年08月31日

范欣悦
S1500521080001
15201927096
fanxinyue@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
行动教育 (605098)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	41.89
52周内股价波动区间(元)	64.18-39.72
最近一月涨跌幅(%)	-57.67
总股本(亿股)	0.84
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	35

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

打造企业家实效商学院

2021年08月31日

本期内容提要：

- ◆ **公司是企业管理培训领先企业**，定位企业家实效商学院，为中小民营企业客户提供全生命周期服务，包括企业管理培训（在线、浓缩、校长、哲学EMBA课程）、管理咨询服务及相关图书音像制品销售，累计服务超过7万家企业、15万企业学员，其中上市公司600多家，如顾家家居、盈趣科技等。
- ◆ **竞争优势：课程立足实效，销售体系完善。**（1）**品牌效应显著**：累计服务上市公司600多家，引进国内外经理管理领域知名人士、知名企业高管授课，提升品牌影响力；（2）**课程立足实效，适应中小企业发展**：课程体系更加侧重实效，力求为企业解决实际问题；（3）**注重研发，内外共同发力**：现有课程的升级研发结合前沿管理学理论、新经济环境变化、反馈信息等，持续改进、更新课程内容和教学方式；（4）**为企业提供全方位服务，复购+转介率高**：销售在课后持续为客户提供陪伴式服务，客户满意度较高，产品的复购率+转介率超过85%，有效降低获客成本。
- ◆ **财务分析：收入稳定增长，盈利能力强。**2014~19年，公司营业收入持续增长，CAGR达15.3%；归母净利润稳步提升，CAGR达38%；主营业务毛利率较高，超过70%；净利率超过25%，盈利能力极强。
- ◆ **企业管理培训行业：受益于中小企业的发展 and 升级需求。**国家政策鼓励中小企业的发展，大量初创企业带来培训和咨询需求，同时随着市场竞争愈发激烈，以及产业结构调整，令企业家和高管亟需提升管理能力、补充知识储备，为企业管理培训带来需求。根据中研普华的研究，2018年我国管理培训行业市场规模达到3024亿元，15~18年CAGR达到18.44%。通过横向对比分析可见，公司在管理培训规模、增长和盈利能力方面均具有显著优势。
- ◆ **投资建议：**公司是企业管理培训领域的领先企业，在教研、课程定位、师资、品牌、销售模式具有较强的竞争优势。随着中小企业的不断涌现和转型升级需求的旺盛，企业管理培训和咨询领域具有较强的增长潜力。我们预计2021/22/23年EPS为2.01/2.71/3.58元/股，对应估值21x/15x/12x，看好公司校长EMBA报名的稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**校长、浓缩、在线EMBA等课程招生人数不达预期，造成公司收入和利润不达预期；公司销售人员数量较多，若人均创收不达预期，将造成公司收入低预期，销售费用率提升；若新冠疫情局部反复，将影响部分课程的上课进度及报名，对公司经营和业绩的影响。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	439	379	661	902	1182
增长率 YoY %	0.2%	-13.7%	74.5%	36.5%	31.1%
归属母公司净利润(百万元)	118	107	170	228	302
增长率 YoY%	4.2%	-9.5%	59.1%	34.5%	32.3%
毛利率%	75.7%	78.8%	78.0%	77.9%	78.3%
净资产收益率ROE%	31.3%	23.9%	28.1%	29.0%	29.4%
EPS(摊薄)(元)	1.86	1.69	2.01	2.71	3.58
市盈率 P/E(倍)	23	25	21	15	12
市净率 P/B(倍)	9	8	6	4	3

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月31日收盘价

目录

公司介绍：企业管理培训领先企业	6
业务分析：为中小企业提供管理培训和咨询服务	7
竞争优势：课程立足实效，销售体系完善	9
财务分析：收入稳定增长，盈利能力强	11
企业管理培训和咨询：受益于中小创企业的发展和升级需求	12
管理培训行业	12
管理咨询行业	14
中小创企业涌现，管理提升&转型升级需求旺盛	16
横向对比分析：行动教育在规模和盈利能力均处于领先地位	16
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测及假设	20
估值与投资评级	21
可比公司估值	21
估值结论及投资评级	21
风险因素	22

表目录

表 1 主要课程的讲师及任职经历	9
表 2 高校 MBA 核心课程侧重专业性	10
表 3 公司研发课程情况	10
表 4 公司收入拆分及毛利率预测	21
表 5 可比公司估值情况	21

图目录

图 1 公司发展历程	6
图 2 公司部分企业客户	6
图 3 公司股权架构	7
图 4 在线 EMBA 设立十二大研究院	8
图 5 浓缩 EMBA 的 10 大必修模块	8
图 6 校长 EMBA 提供 10 门必修课和 3 门选修课	8
图 7 公司拥有 50 多套管理书籍、教程和学习工具	9
图 8 公司营业收入稳定增长	11
图 9 管理培训为主要收入来源	11
图 10 公司各主营业务毛利率	11
图 11 公司主要成本占收入比重	11
图 12 公司期间费用率	12
图 13 公司归母净利润及同比增速	12
图 14 公司净利率较高	12
图 15 我国管理培训行业规模	13
图 16 我国管理培训企业数量	13
图 17 管理培训主要四类提供商	14
图 18 我国管理咨询行业规模	14
图 19 我国管理咨询企业数量	15
图 20 我国管理咨询机构 50 大收入规模	15
图 21 管理咨询服务提供商分为两类	16
图 22 四家公司企业管理培训业务收入	17
图 23 四家公司企业管理培训收入同比增速	17
图 24 四家公司管理培训业务毛利率	18
图 25 四家公司销售费用率	18
图 26 四家公司管理费用率	19
图 27 四家公司研发费用率	19
图 28 四家公司财务费用率	20
图 29 四家公司净利率水平	20

投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

公司层面:

公司是企业管理培训领先企业，定位企业家实效商学院，为中小民营企业客户提供全生命周期服务，包括实效管理培训、咨询辅导等。

品牌效应显著。累计服务超过7万家企业、15万企业学员，其中上市公司600多家；引进国内外经理管理领域知名人士、知名企业高管授课，提升品牌影响力。

课程立足实效，适应中小企业发展。公司的管理培训课程体系更加侧重实效，力求贴近企业、贴近经营、为企业解决实际问题。很多教师在自己授课领域有多年的实操经验，能够为参加培训的企业客户解决实质性的问题，更加贴合中小企业高管的学习需求。

注重研发，内外共同发力。围绕“忠于用户价值，实效第一”的核心，持续进行系课程研发和现有课程的升级研发，不仅依赖公司研发管理中心、自有教师、营销团队、教学中心等内部机构，还会与外部讲师团队合作。

为企业提供全方位服务，复购+转介率高。销售在课后持续为客户提供陪伴式服务，客户满意度较高，带来很多老客户介绍新客户的情形。因此，产品的复购率+转介率超过85%，有效降低获客成本。

行业层面:

国家鼓励中小企业发展。近年来，国家出台一系列政策鼓励中小企业的发展，2019年4月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于促进中小企业健康发展的指导意见》。

大量初创企业带来培训和咨询需求。大量新设市场主体进入市场，为企业管理培训和咨询起到“蓄水池”的作用，同时加大市场的竞争程度，激发企业管理培训和咨询的需求。

竞争越发激烈，中小企业亟需提升管理能力。众多民营中小企业缺乏有效的公司治理体系和管理制度，而面临的市场竞争日益激烈，迫切需要管理培训和咨询机构提供专业支持和服务。

产业结构调整，企业转型升级带来培训需求。我国产业结构加速调整，信息技术和互联网技术加速迭代，新经济环境、新技术、新商业模式不断涌现，企业面临新的机遇与挑战，企业家和高管需要不断补充新的管理知识和行业趋势，才能领导企业转型升级，这就为企业管理培训带来需求。

盈利预测与投资评级:

公司是企业管理培训领域的领先企业，在教研、课程定位、师资、品牌、销售模式具有较强的竞争优势。随着中小企业的不断涌现和转型升级需求的旺盛，企业管理培训和咨询领域具有较强的增长潜力。我们预计2021/22/23年EPS为2.01/2.71/3.58元/股，对应估值21x/15x/12x，看好公司校长EMBA报名的稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素:

校长、浓缩、在线 EMBA 等课程招生人数不达预期，造成公司收入和利润不达预期；公司销售人员数量较多，若人均创收不达预期，将造成公司收入低预期，销售费用率提升；若新冠疫情局部反复，将影响部分课程的上课进度及报名，对公司经营和业绩的影响。

公司介绍：企业管理培训领先企业

公司是企业管理培训领先企业，2015年在新三板上市，2021年4月在A股上市，定位企业家实效商学院，为中小民营企业客户提供全生命周期服务，包括实效管理培训、咨询辅导等，累计服务超过7万家企业、15万企业学员，其中上市公司600多家，如顾家家居、盈趣科技等。

图 1 公司发展历程

2001	• 李践老师开始“做自己想做人”全国公益巡讲
2004	• 推出课程《盈利模式》
2006	• 行动教育成立
2013	• 确立“世界级实效商学院”战略定位
2014	• 推出校长EMBA课程，培养校长型企业家
2015	• 新三板上市
2017	• 成功举办首届“9.9企业家校长节”
2019	• 行动在线商学院正式发布
2020	• 在线EMBA2.0正式发布
2021	• 行动教育A股上市

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

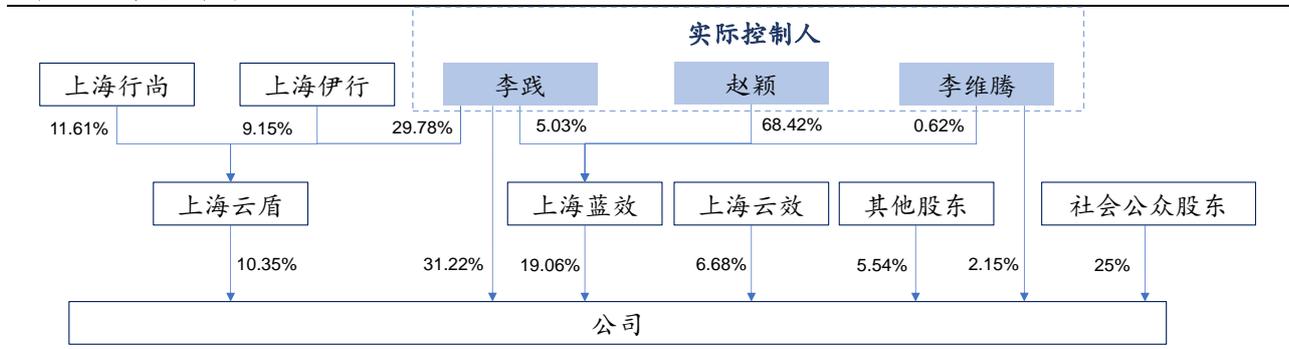
图 2 公司部分企业客户



资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

创始人具有丰富的企业管理经验。李践先生为公司的控股股东，合计持有公司 41.57% 的股份，其中直接持股 31.22%、通过上海云盾间接持股 10.35%。李践、赵颖、李维腾为公司实际控制人，李践与赵颖为夫妻关系，李践与李维腾为父子关系，三人合计持有、控制公司 43.72% 的股份。李践先生从 97 年至今担任云南省总商会副会长，在 92 年成立风驰传媒，00 年李嘉诚旗下 TOM 集团出资 2.78 亿元收购风驰传媒，后委任李践先生担任 TOM 户外传媒集团总裁。

图 3 公司股权架构



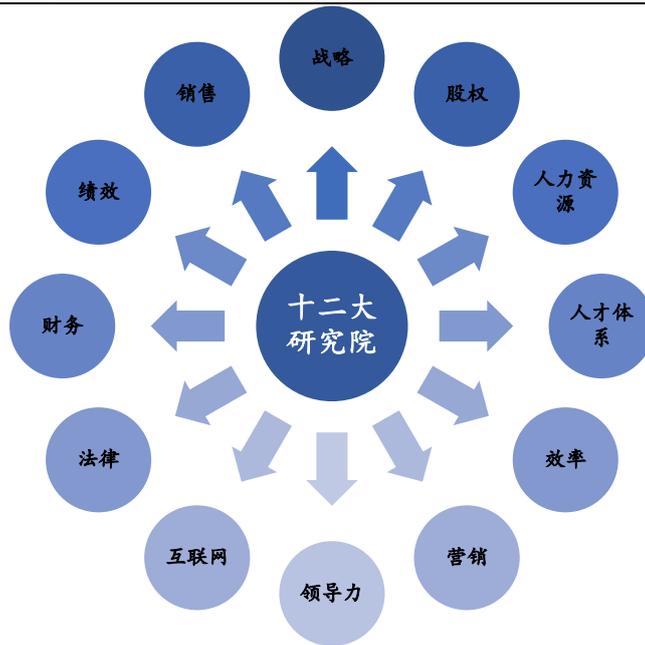
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

业务分析：为中小企业提供管理培训和咨询服务

公司定位“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提供全生命周期的生态化知识服务和智力支持平台，主业包括企业管理培训、管理咨询服务及相关图书音像制品销售。

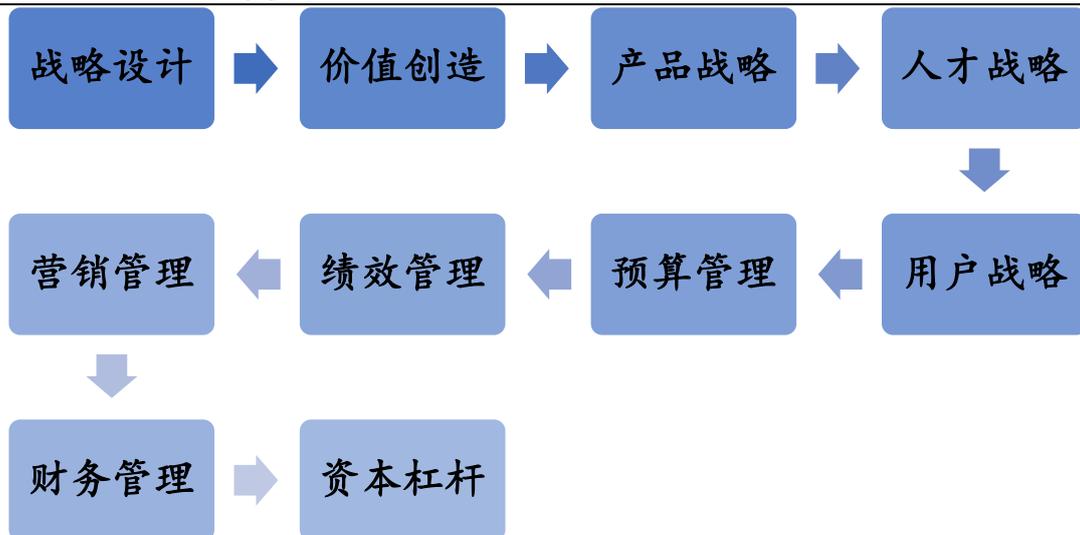
企业管理培训为核心业务。通过实效的企业管理课程、帮助中小民营企业提升管理水平，提供战略、绩效、财务等专业的企业管理知识服务。产品包括 1 年学制的在线 EMBA、3 天学制的浓缩 EMBA、1.5 年学制的校长 EMBA 和哲学 EMBA。（1）在线 EMBA：设立十二大研究院，通过 1 年内 52 节课解决企业增长问题；（2）浓缩 EMBA：涵盖企业经营管理的 10 大必修模块，提供 60 套增长工具、80 套落地方法；（3）校长 EMBA：提供 10 门必修课 +3 门选修课，共 13 次课程，每次课程 2~3 天；（4）哲学 EMBA：从管理思维升级到哲学思维，帮助构建企业资深的经营哲学。

图 4 在线 EMBA 设立十二大研究院



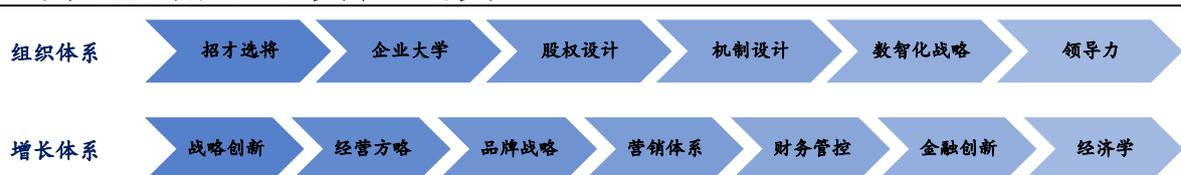
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5 浓缩 EMBA 的 10 大必修模块



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6 校长 EMBA 提供 10 门必修课和 3 门选修课



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国内外经营管理领域知名人士及知名企业高管授课。引进清华大学朱民教授（前国际货币基金组织副总裁）、全球畅销书《领导力》作者巴里·波斯纳等国内外知名讲师授课，以及顺丰

集团营销副总裁陈军、复星集团财务总监付小平、阿里巴巴前 CEO 卫哲等知名企业高管与学员分享企业管理经验。

表 1 主要课程的讲师及任职经历

姓名	课程	简介
宋志平	经营方略	中国上市公司协会会长、中国企业改革与发展研究会会长
熊启明	企业大学	企业大学研究中心资深专家、香格里拉商学院原执行园长
江竹兵	机制设计	英国 C&G 国际培训师
付小平	大财务管控	复星集团原财务总监
陈军	大营销管控	顺丰速运集团原营销副总裁
李仙	股权设计	Tom 户外传媒原北、上、广总经理
李践	招才选将	行动教育董事长兼 CEO
罗伯特·卡普兰	战略创新	平衡记分卡创始人
巴里·Z·波斯纳	领导力	全球畅销名作《领导力》作者
帕特里克·莱格朗德	金融创新	巴黎高等商学院金融教授
朱民	经济学	国际货币基金组织原全球副总裁、中国人民银行原副行长

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

企业管理咨询业务：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，属于培训业务的延伸和衍生。公司主要选择与既有的管理咨询业务外部讲师团队进行合作，双方根据外部咨询团队在项目执行中的具体分工和工作量，协商确定支付服务费标准。

图书音像制品销售：鼓励教师将知识结构固化，形成体系化的研发成果，并将研发成果和课程资料开发成图书、音像等产品并对外销售，同时成为公司的知识产权。目前公司拥有 400 多项支持产权，50 多套管理书籍、教程和学习工具。

图 7 公司拥有 50 多套管理书籍、教程和学习工具



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

竞争优势：课程立足实效，销售体系完善

品牌效应显著。累计服务超过 7 万家企业、15 万企业学员，其中上市公司 600 多家，如合力泰、大北农等，无形中提升了公司在企业客户中的知名度。同时，引进国内外经理管理领域知名人士、知名企业高管授课，提升品牌影响力。

课程立足实效，适应中小企业发展。清北、中欧商学院、长江商学院的 MBA 项目偏重学术，公司的管理培训课程体系更加侧重实效，力求贴近企业、贴近经营、为企业解决实际问题。很多教师在自己授课领域有多年的实操经验，能够为参加培训的企业客户解决实质性的问题，更加贴合中小企业高管的学习需求。

表 2 高校 MBA 核心课程侧重专业性

学校	MBA 核心课程
北京大学	批判思维和商业伦理，领导力与综合管理课程（组织行为学、企业社会责任、商业模拟与领导力反思等），对冲基金、资产配置与数字货币，企业战略理论与实践，Quant Investing，税收筹划与税务会计，Winning in China-Philosophy & Practice，创业与投资，科学精神与科学素养，人文精神与人文素养，整合实践项目
清华大学	管理基础模块（公司金融、营销管理、运营管理、战略管理），分析基础模块（会计学、管理经济学、数据、模型与决策），软技能模块（管理思维、管理沟通、领导力开发、组织行为学、伦理与企业责任、语言课程、实战模拟类课程），中国与世界模块（中国制度环境与高法、中国与世界经济、全球化企业的管理、中国根基系列课程、麦肯锡全球领导力课程）
中欧商学院	领导力之旅，案例学习法，高效商务沟通，财务会计，数据分析，组织行为学，营销管理，微观经济学，职业发展课程，管理会计，公司财务，运营管理，战略管理，宏观经济学，创业管理，商业、社会与环境，商业伦理，公司治理，中国模块选修课，中国综合战略咨询项目
长江商学院	管理基础与实物（管理经济学、人力资源管理、财务会计与分析、管理信息系统、组织行为学、统计、决策与金融数据、市场营销、商务英语、运营管理），宏观和国际视野（宏观经济学、社会主义经济理论与时间、全球视野下的中国经济发展模式），金融思维（公司金融、金融管理与投资、公司并购重组和资本运作、固定收益、金融工程和金融衍生品），战略思维&领导力（战略管理、领导力），数字经济（智慧经济与数字经济），社会创新（商业向善与公益创新）

资料来源：各高校 MBA 官网，信达证券研发中心

注重研发，内外共同发力。围绕“忠于用户价值，实效第一”的核心，持续进行新课程研发和现有课程的升级研发，新课程研发注重市场需求、公司战略和公司核心竞争力，现有课程的升级研发结合前沿管理学理论、新经济环境变化、学员和销售团队反馈信息等，持续改进、更新课程内容和教学方式。从研发形式上，不仅依赖公司研发管理中心、自有教师、营销团队、教学中心等内部机构，还会与外部讲师团队合作。

表 3 公司研发课程情况

年份	课程/项目名称
2018	盈利模式 8.0、倍增路径 4.0
2019	盈利模式 9.0、模式创新
2020	盈利模式 10.0、经营方略
正在研发	自主研发：股权涉及教学案例开发、品牌战略、盈利模式 11.0、企业大学咨询服务升级项目； 合作研发：大财务管控、大营销管控课程升级和方案研发、营销模式、战略绩效、组织效率

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

为企业提供全方位服务，复购+转介率高。目前公司已在北京、上海、深圳、杭州等省会城市和经济发达城市设立 30 多家销售服务子公司或分支机构，形成覆盖全国的服务及营销网络。截至 20 年，公司拥有 534 名销售人员，销售在课后持续为客户提供陪伴式服务，客户满意度较高，带来很多老客户介绍新客户的情形。因此，产品的复购率+转介率超过 85%，有效降低获客成本。

财务分析：收入稳定增长，盈利能力强

收入稳定增长。2014~19年，公司营业收入持续增长，CAGR达15.3%，20年受新冠疫情影响，收入同减13.7%，随着疫情逐步向好，21H1收入迅速恢复增长，较20H1同增78.1%，较19H1同增28.5%。

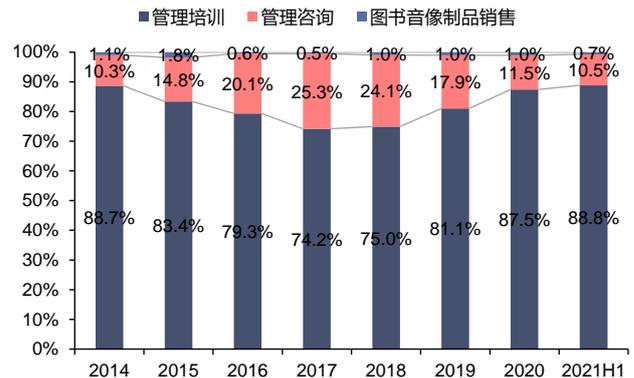
管理培训为主要收入来源。从收入结构看，管理培训业务贡献超过80%的主营业务收入，为主要收入来源，管理咨询业务收入贡献超过10%，图书音像制品销售业务收入贡献仅为1%左右。

图 8 公司营业收入稳定增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

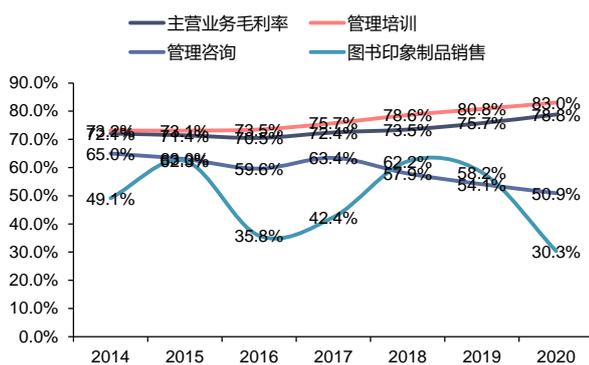
图 9 管理培训为主要收入来源



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

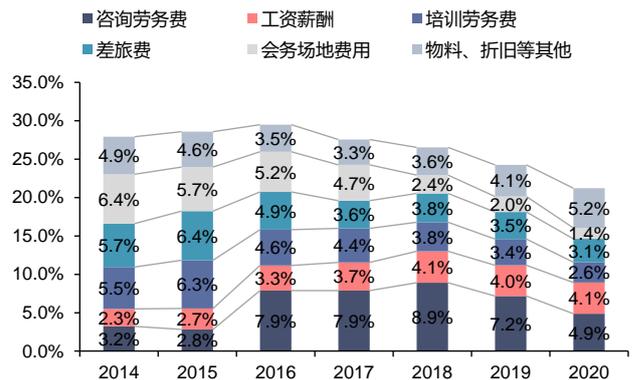
毛利率较高，盈利能力较强。管理培训业务毛利率超过70%，管理咨询及图书音像制品销售业务毛利率一般在50%以上，管理培训业务为主要收入来源，因此公司整体主营业务毛利率较高，超过70%。从成本结构看，人力成本（劳务费+薪酬）为主要成本来源，2016~19年占收入比重在14~16%，20年受疫情影响，开课次数减少叠加入企咨询服务受限，人力成本占收入比重降至11.6%。

图 10 公司各主营业务毛利率



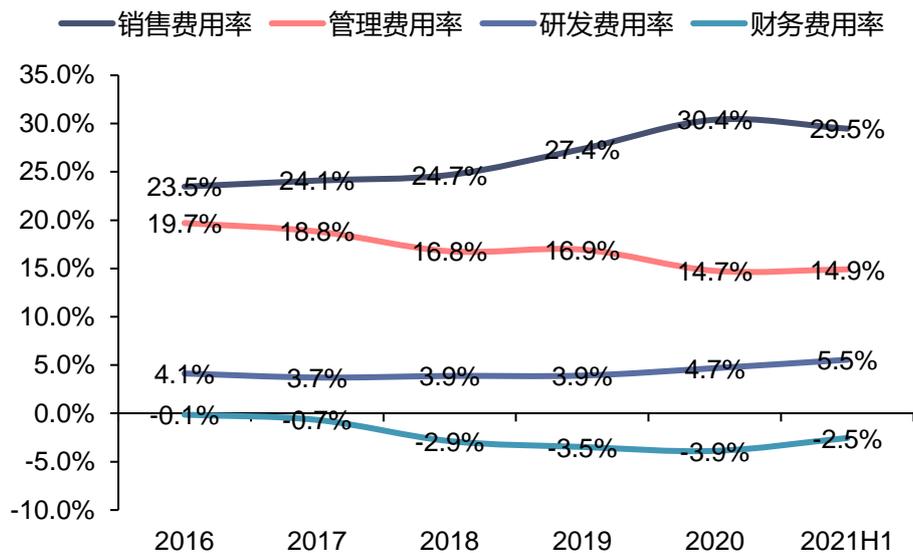
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11 公司主要成本占收入比重



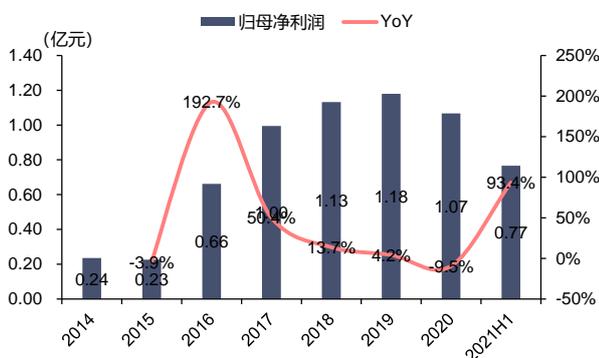
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

销售费用率提升，管理、研发费用控制良好。销售费用率呈提升的趋势，从14年23.5%增至19年27.4%，20年在收入受疫情影响情况下，销售费用率增至30.4%，21H1随着疫情逐步向好，销售费用率降至29.5%。管理、研发费用率较稳定，管理费用率在14~17%，研发费用率在4~5%。

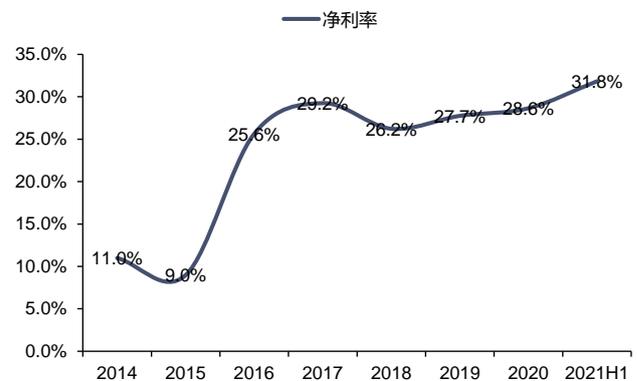
图 12 公司期间费用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

利润稳步提升，盈利能力强。2014~19年，公司归母净利润稳步提升，CAGR达38%，20年受新冠疫情影响，归母净利润小幅下滑9.5%，21H1得到明显恢复和增长，较20H1增长93.4%，较19H1增长61.1%。16年~21H1，公司净利率超过25%，盈利能力极强。

图 13 公司归母净利润及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14 公司净利率较高


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

企业管理培训和咨询：受益于中小创企业的发展和升级需求

企业管理培训和咨询是对企业及其他组织的经营活动进行分析、优化、评价及指导的过程，包括战略管理、生产采购管理、市场营销、财务管理、人力资源管理、信息系统等各模块的管理培训和咨询。通过向企业及其管理者传授相关知识、技能和解决实际问题的方法，提升管理者的经营理念、管理水平和领导艺术，从而推动企业的管理创新，改善经营业绩，提升市场竞争力。

管理培训行业

我国自20世纪80年代初引进现代企业管理培训的概念，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年代开始，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、建立工商管理学院，大量管理培训机构开始成立并发展。21 世纪以前，我国企业管理培训处于发展初期；2010 年以后，管理培训业务开始规模化发展，服务提供商成型，需求方逐渐将企业培训列入预算管理，采购使用招投标的方式，促使企业管理行业从师资授课演讲模式升级为项目团队化运作的模式。

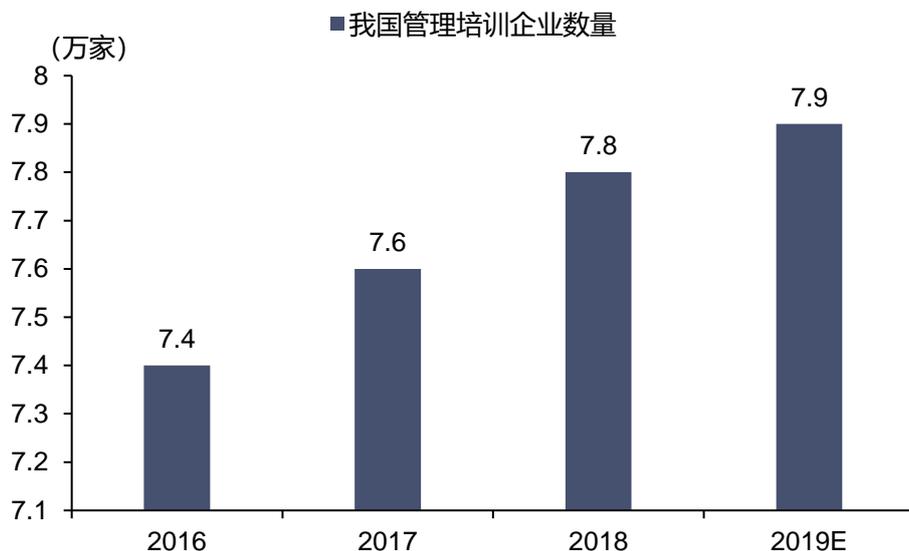
根据中研普华的研究，2018 年我国管理培训行业市场规模达到 3024 亿元，15~18 年 CAGR 达到 18.44%，截至 2018 年末，管理培训企业数量达到 7.8 万家。

图 15 我国管理培训行业规模



资料来源：中研普华，信达证券研发中心

图 16 我国管理培训企业数量

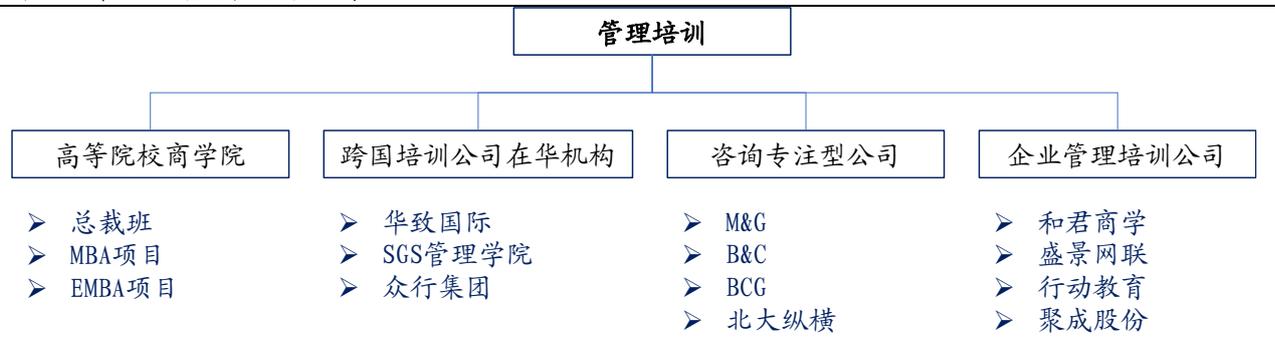


资料来源：中研普华，信达证券研发中心

从培训机构主体来看，分为高校培训和社会培训，高校培训主要是国内高等学院开设的 MBA 或 EMBA 项目，利用高校内的教师资源进行培训，课程内容主要为国内外最前沿的管理科学理论知识和经典案例，学员可获得教育部承认的学历证书；社会培训主要是跨国培训公司或国内培训公司提供的企业管理培训服务，一般更加侧重实务管理技能。

企业管理培训服务的提供商主要涉及四类机构：(1)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，侧重经济管理学前沿的理论和知识；(2)跨国培训公司在华机构：形成成熟的实践理论和课程体系，但课程本土化有难度；(3)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，就该主题对企业客户提供管理层培训或内训服务；(4)企业管理培训公司：以培训课程为主，机构众多，市场集中度非常低，缺乏绝对龙头。

图 17 管理培训主要四类提供商



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

管理咨询行业

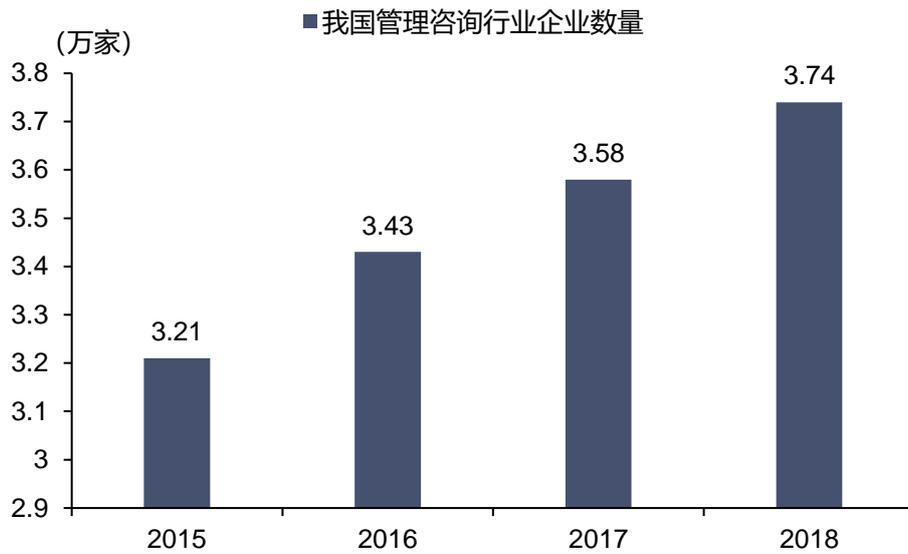
管理咨询起源于美国，美国早在 20 世纪 30 年代就开始管理咨询服务，后欧洲发达国家陆续引进。我国管理咨询诞生于 20 世纪 70 年代末，1979 年中国企业管理协会（中国企业联合会前身）立足我国国情，开始以“请进来、派出去”的方式，首先从日本引进了企业管理诊断的理论与方法，先后请日本、英国、法国等国家的管理咨询专家来华讲课，并选派研修生赴日本、法国系统性的学习管理咨询。20 世纪 90 年代，随着我国市场的进一步开放，麦肯锡、罗兰·贝格等跨国咨询公司进入中国市场，国内管理咨询机构也纷纷涌现。

根据中研普华的研究，2018 年我国管理咨询行业市场规模达 1894 亿元，15~18 年 CAGR 为 8.9%，截至 2018 年末，我国管理咨询企业数量达到 3.7 万家。根据中国企业联合会管理咨询委员会的数据，2019 年我国管理咨询机构 50 大收入规模达 67.51 亿元，15~19 年 CAGR 达 15%。

图 18 我国管理咨询行业规模



资料来源：中研普华，IBIS World，信达证券研发中心

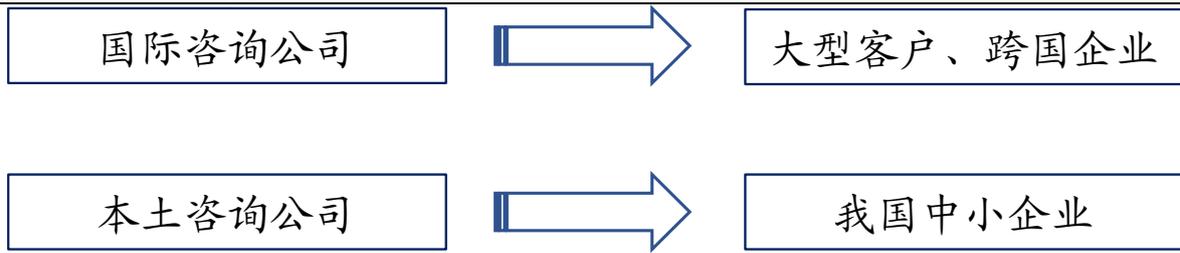
图 19 我国管理咨询企业数量


资料来源：中研普华，IBISWorld，信达证券研发中心

图 20 我国管理咨询机构 50 大收入规模


资料来源：中研普华，中国企业联合会管理咨询委员会，信达证券研发中心

管理咨询服务提供商主要分为两类：（1）麦肯锡、波士顿、贝恩等国际咨询公司主要服务于大型客户，在研究能力、人员素质和全球化服务能力上具有优势，但未必适合我国中小企业的的需求；（2）本土咨询服务机构更加了解我国中小企业管理的痛、难点，帮助中小企业解决管理中心的实际问题。

图 21 管理咨询服务提供商分为两类


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中小创企业涌现，管理提升&转型升级需求旺盛

国家鼓励中小企业发展。近年来，国家出台一系列政策鼓励中小企业的发展，2019年4月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，同时强调“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”，也为企业管理培训机构拓展企业客户奠定基础。

大量初创企业带来培训和咨询需求。根据国民经济和社会发展统计公报，截至2020年末，我国市场主体达到1.4亿户，全年新登记市场主体2502万户、同增5.3%。大量新设市场主体进入市场，为企业管理培训和咨询起到“蓄水池”的作用，同时加大市场的竞争程度，激发企业管理培训和咨询的需求。

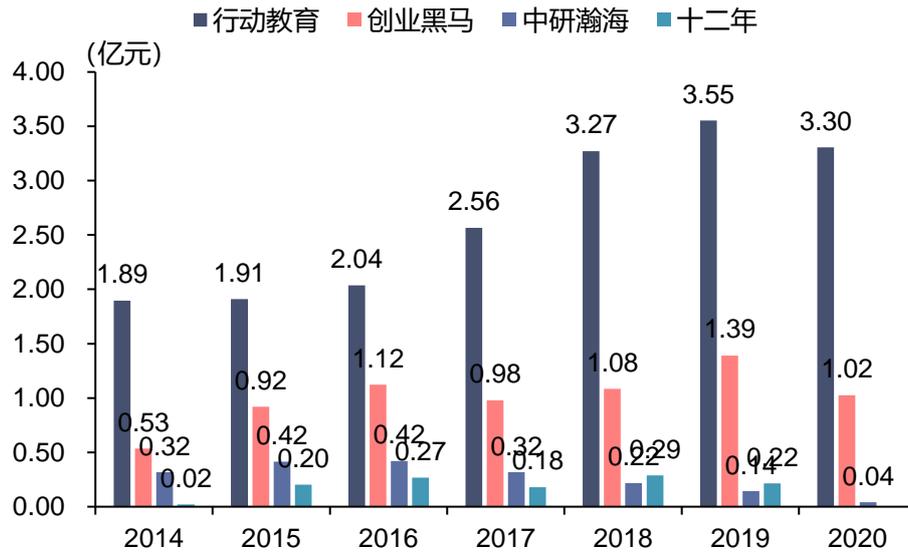
竞争越发激烈，中小企业亟需提升管理能力。众多民营中小企业缺乏有效的公司治理体系和管理制度，而面临的市场竞争日益激烈，迫切需要管理培训和咨询机构提供专业支持和服务。

产业结构调整，企业转型升级带来培训需求。我国产业结构加速调整，信息技术和互联网技术加速迭代，新经济环境、新技术、新商业模式不断涌现，企业面临新的机遇与挑战，企业家和高管需要不断补充新的管理知识和行业趋势，才能领导企业转型升级，这就为企业管理培训带来需求。

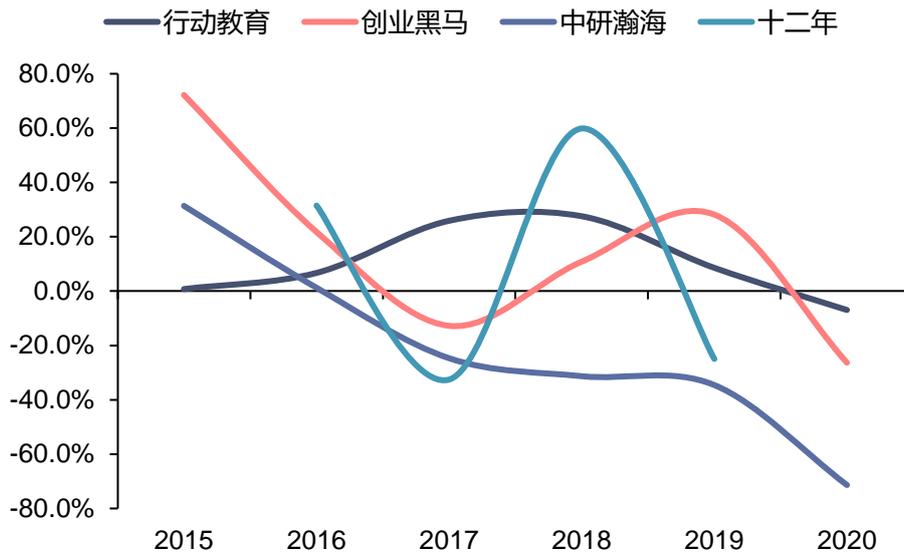
横向对比分析：行动教育在规模和盈利能力均处于领先地位

我们选取A股上市的行动教育、创业黑马和新三板上市的中研瀚海、十二年（已退市）来进行横向对比分析。这三家公司以企业管理培训为主要业务，创业黑马主要服务于国内中小创企业，提供培训辅导、城市拓展、营销服务等；中研瀚海专注于我国服装及零售行业，提供战略管理、营销管理、创新模式等培训及咨询、传媒等综合服务；十二年面向珠宝、汽车、服装等领域内的企业提供管理培训服务。

行动教育管理培训收入规模较大，稳定增长。从企业管理培训业务收入规模来看，行动教育培训超过3亿，创业黑马超过1亿，另外两家在千万级别、收入规模较小。从企业管理培训收入增速来看，剔除20年数据，行动教育保持稳定增长的态势，创业黑马在17年略有下滑，另外两家公司收入波动较明显。

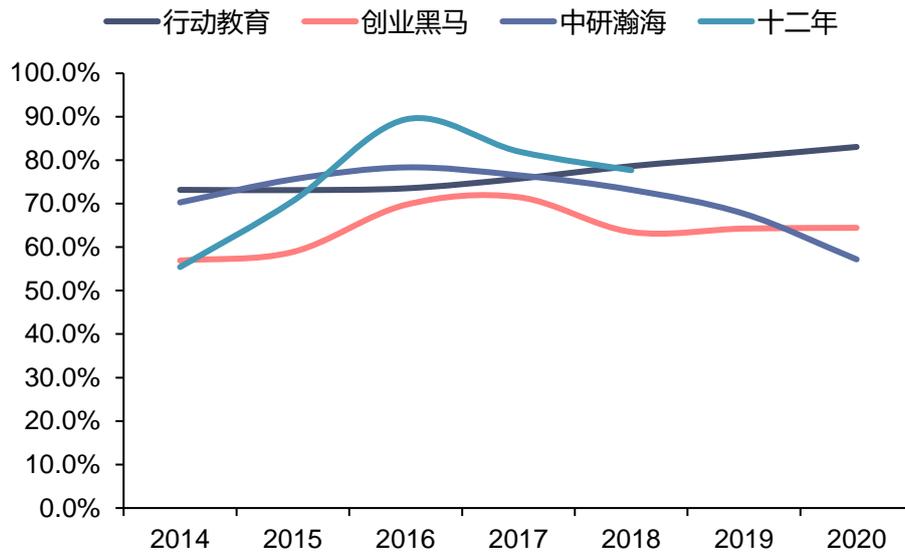
图 22 四家公司企业管理培训业务收入


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23 四家公司企业管理培训收入同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

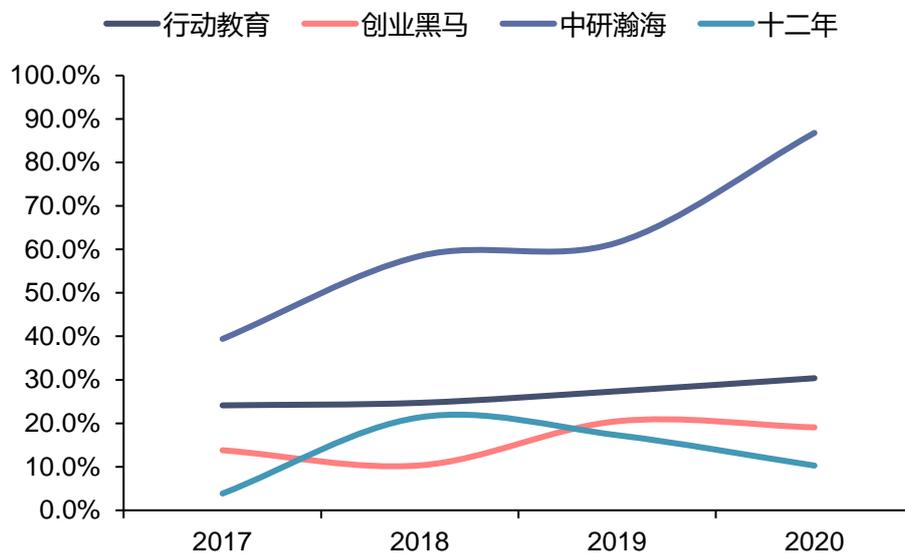
行动教育、十二年毛利率较高。从企业管理培训毛利率来看，行动教育和十二年毛利率较高，超过 75%，创业黑马和中研瀚海毛利率在 60~70%。

图 24 四家公司管理培训业务毛利率


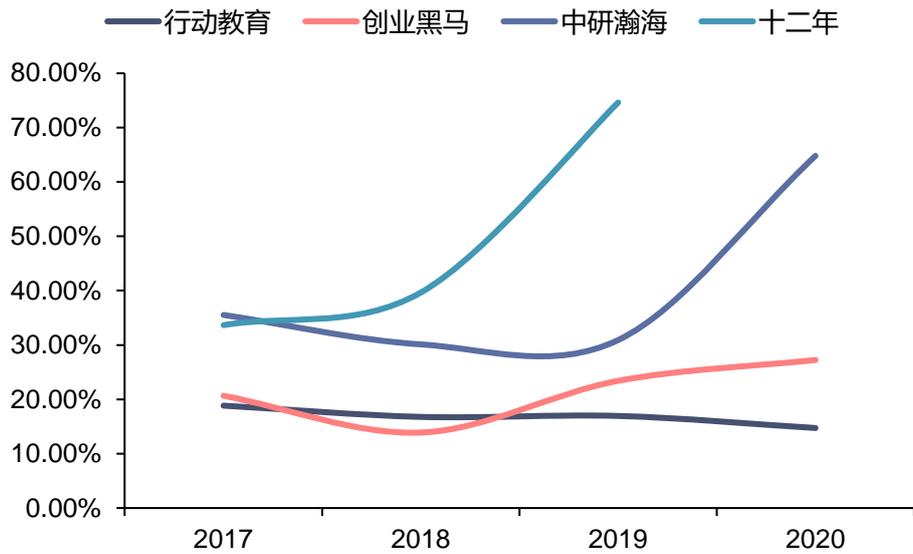
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

创业黑马、十二年销售费用率较低。从销售费用率来看，创业黑马和十二年销售费用率较低，在 10~20%，行动教育销售费用率在 25~30%，中研瀚海销售费用率极高且逐年攀升。

行动教育管理费用率较低。从管理费用率来看，行动教育管理费用率较低，在 15~17%，创业黑马超过 20%，中研瀚海和十二年管理费用率极高。

图 25 四家公司销售费用率


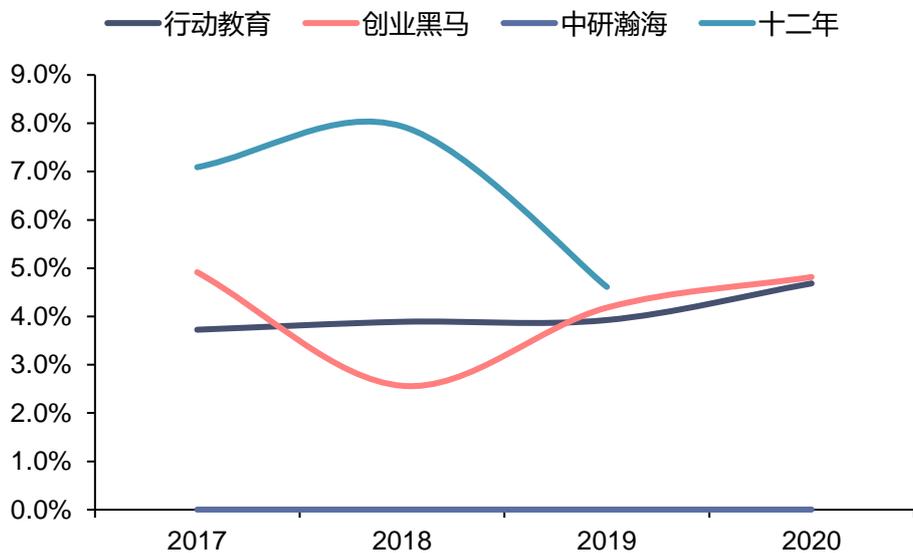
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26 四家公司管理费用率


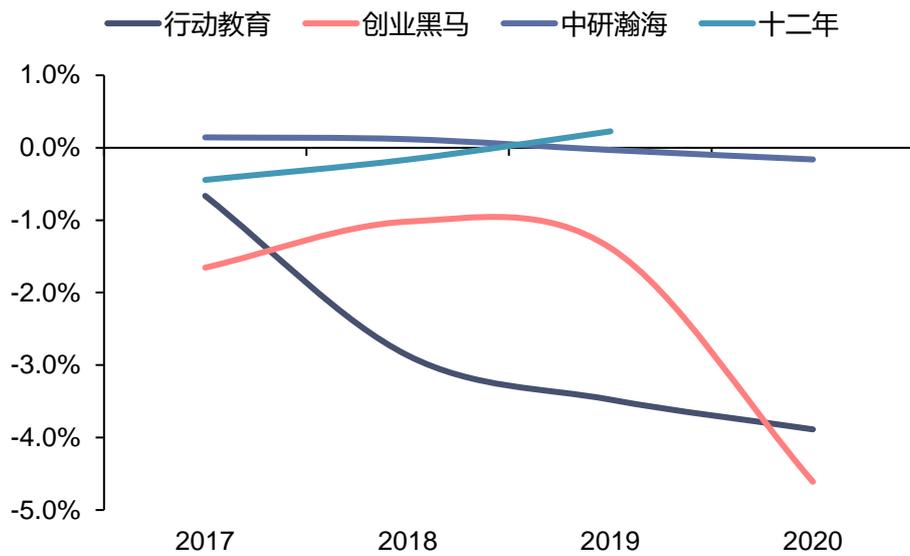
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

研发费用率水平相当。从研发费用率来看，中研瀚海无研发费用，其他三家公司研发费用率均在 4~5%。

利息费用为零或极低。从财务费用率来看，四家公司基本均有利息收入，利息费用极低。

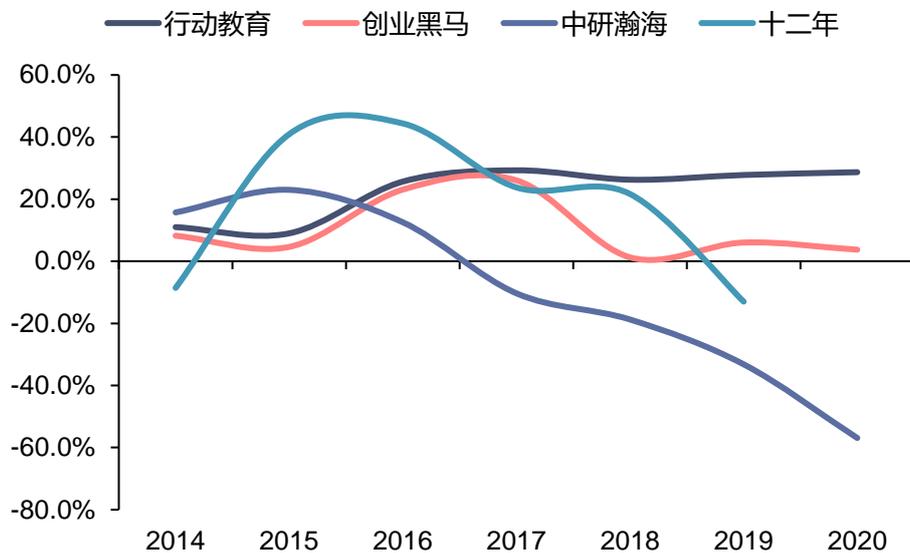
图 27 四家公司研发费用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28 四家公司财务费用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行动教育盈利能力最强。从净利率来看，行动教育净利率较高，超过 25% 并稳定提升，创业黑马净利率降至个位数百分比，另外两家公司亏损。

图 29 四家公司净利率水平


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

收入和毛利率：21Q1 仍受疫情影响，Q2 疫情影响逐渐消除，21H1 收入同增 78% 至 2.42 亿元，基于对各业务板块的拆分，我们预计 2021/22/23 年收入为 6.61/9.02/11.82 亿元、同

增 74%/36%/31%。管理培训为公司主要收入来源，近三年管理培训业务的毛利率在 75%以上，我们预计 2021/22/23 年毛利率为 77.96%/77.87%/78.29%。

表 4 公司收入拆分及毛利率预测

(单位, 亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
管理培训	3.55	3.30	5.63	7.75	10.23
YoY	8.6%	-7.0%	70.5%	37.5%	32.0%
毛利率	80.8%	83.0%	82.0%	82.0%	82.0%
管理咨询	0.79	0.44	0.90	1.18	1.48
YoY	-25.2%	-44.5%	106.7%	30.8%	25.7%
毛利率	54.1%	50.9%	54.1%	54.1%	54.1%
图书音像制品销售	0.04	0.04	0.06	0.08	0.10
YoY	5.1%	-15.0%	62.8%	31.3%	26.0%
毛利率	58.2%	30.3%	58.2%	30.3%	58.2%
其他业务收入	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
YoY	-64.0%	92.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	46.0%	80.7%	73.9%	66.9%	73.8%
总计	4.39	3.79	6.61	9.02	11.82
YoY	0.2%	-13.7%	74.5%	36.5%	31.1%
毛利率	75.7%	78.8%	78.0%	77.9%	78.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

净利润和 EPS: 在去年低基数的基础上，21H1 归母净利润同增 93%至 7666 万元，基于对期间费用率的判断，我们预计 2021/22/23 年净利润为 1.70/2.28/3.02 亿元、同增 59%/34%/32%，对应 EPS 为 2.01/2.71/3.58 元/股。

估值与投资评级

可比公司估值

由于企业管理培训领域 A 股仅有创业黑马 1 家公司，其余均在新三板上市，估值参考性较差，我们选取职教培训领域的中公教育、传智教育、中国东方教育作为可比公司。2021/22/23 年可比公司估值为 37x/26x/21x。

表 5 可比公司估值情况

公司	股价	EPS				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
中公教育	10.51	0.37	0.48	0.64	0.84	28	22	16	13
传智教育	25.64	0.18	0.35	0.52	0.64	142	73	49	40
中国东方教育	6.93	0.11	0.45	0.55	0.64	63	15	13	11
平均						37	26	21	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：2021-23 年 EPS 预测为 Wind 一致预期，股价使用 2021 年 8 月 31 日收盘价。

估值结论及投资评级

公司是企业管理培训领域的领先企业，在教研、课程定位、师资、品牌、销售模式具有较强的竞争优势。随着中小企业的不断涌现和转型升级需求的旺盛，企业管理培训和咨询领域具有较强的增长潜力。我们预计 2021/22/23 年 EPS 为 2.01/2.71/3.58 元/股，对应估值

21x/15x/12x，看好公司校长 EMBA 报名的稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素

校长、浓缩、在线 EMBA 等课程招生人数不达预期，造成公司收入和利润不达预期。

公司销售人员数量较多，若人均创收不达预期，将造成公司收入低预期，销售费用率提升。

若新冠疫情局部反复，将影响部分课程的上课进度及报名，对公司经营和业绩的影响。

会计年度	2019	2020	2021	2022	2023
流动资产	730	934	1208	1502	2140
货币资金	713	905	985	1272	1902
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	0	0	0	0	0
预付账款	10	17	15	20	26
存货	1	2	2	2	3
其他	5	9	206	208	209
非流动资产	245	241	326	537	515
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产(合计)	196	187	172	203	230
无形资产	0	1	2	2	2
其他	48	53	151	332	283
资产总计	975	1175	1534	2040	2655
流动负债	591	720	899	1218	1586
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	12	9	16	22	28
其他	579	711	883	1196	1558
非流动负债	3	4	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	4	26	26	26
负债合计	593	725	924	1243	1612
少数股东权益	5	4	6	10	15
归属母公司股东权益	377	447	604	786	1028
负债和股东权益	975	1175	1534	2040	2655

主要财务指标	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入	439	379	661	902	1182
同比(%)	0.2%	-	74.5%	36.5%	31.1%
		13.7%			
归属母公司净利润	118	107	170	228	302
同比(%)	4.2%	-9.5%	59.1%	34.5%	32.3%
毛利率(%)	75.7%	78.8%	78.0%	77.9%	78.3%
ROE(%)	31.3%	23.9%	28.1%	29.0%	29.4%
EPS(摊薄)	1.86	1.69	2.01	2.71	3.58
(元)					
P/E	23	25	21	15	12
P/B	9	8	6	4	3
EV/EBITDA	14	14	12	8	4

会计年度	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入	439	379	661	902	1182
营业成本	107	80	146	200	257
营业税金及附加	3	3	4	6	7
销售费用	120	115	198	271	355
管理费用	74	56	99	134	175
研发费用	17	18	26	35	46
财务费用	(15)	(15)	(7)	(8)	(10)
减值损失合计	(0)	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	2	1
其他	8	6	7	7	7
营业利润	143	129	203	273	361
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	143	129	203	273	361
所得税	21	21	30	41	54
净利润	122	108	173	232	307
少数股东损益	4	2	3	4	5
归属母公司净利润	118	107	170	228	302
EBITDA	136	127	208	281	369
EPS(当年)	1.86	1.69	2.01	2.71	3.58
(元)					

会计年度	2019	2020	2021	2022	2023
经营活动现金流	183	189	372	563	691
净利润	122	108	173	232	307
折旧摊销	11	14	15	20	23
财务费用	0	(1)	1	1	1
投资损失	(2)	(1)	(1)	(2)	(1)
营运资金变动	53	69	184	312	361
其它	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资活动现金流	(21)	(3)	(300)	(229)	1
资本支出	(22)	(4)	(100)	(230)	(1)
长期投资	0	0	(201)	0	0
其他	2	1	2	2	1
筹资活动现金流	(28)	(44)	8	(47)	(61)
吸收投资	0	0	21	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	(28)	(44)	(34)	(47)	(61)
现金净增加额	135	142	80	287	630

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监(主持工 作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。