

中小企业家的实效商学院

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) **管理培训行业空间较大:** 2018年市场规模约3000亿, 预计2020年为4000亿, 2022年有望超5000亿, 19-22年CAGR达16%, 竞争格局分散, 尚未形成龙头。2) **客户资源池较大, 复购+转介绍率高:** 公司深耕管理培训近20年, 累计服务15万+企业学员、7万家企业, 其中包括上市公司超600家, 学员复购+转介绍率较高, 可达80%。3) **估值洼地:** 根据2021E净利润, 公司目前股价对应PE仅为22倍, 从公司自身PEG来看, 未来三年净利润CAGR有望达33%, 目前PEG为0.7, 小于1; 从可比公司来看, 传智教育、中国东方教育、中公教育三家职业教育公司2021年平均PE为39倍, 公司仍有较大估值提升空间。
- **研发+师资+渠道+品牌, 创管理培训核心竞争力。** 1) **研发方面:** 公司设立研发管理中心, 拥有标准化研发流程, 自主和合作研发两种方式确保教学内容实效性, 目前已拥有多项研发成果, 包括校长EMBA和浓缩EMBA的课程体系, 以及56套管理书籍和40套教材(发行量均是千万级别)。2) **师资方面:** 内部师资多为产业高管, 如曾任顺丰速运营销副总裁的陈军和曾任复星子集团原财务总监的付小平; 外部师资为学术大咖, 比如哈佛商学院教授罗伯特卡普兰。3) **渠道方面:** 公司线下渠道已呈网状, 主要分布在东南沿海和中部等经济较为发达的地区, 覆盖近30个城市; 线上渠道方面, 公司通过行动商学院APP提供在线EMBA课程, 为线下课程引流。4) **品牌方面:** 公司7万+企业构建丰富客户资源池, 超90%课程获得好评, 良好口碑助力高复购率和转介绍率, 达80%。
- **管理咨询和股权投资, 再塑增长极。** 管理培训的企业家客户或存在管理咨询需求, 随着公司培训业务增长, 咨询业务或分享其增长红利; 公司中小企业客户池为公司提供了丰富的Pre-IPO融资机会, 公司目前已建立金额为2亿的基金, 未来有望贡献增量业绩。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2021-2023年净利润分别为1.6、2、2.5亿元, 对应的PE分别为22倍、18倍、15倍。公司未来三年净利润年复合增长率为33%, 我们给予公司2021年35X PE, 对应市值57亿元, 目标价68.25元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 校长、浓缩、在线EMBA等课程招生人数不达预期的风险; 2) 公司销售人员创收不及预期的风险; 3) 疫情反复排课不及预期的风险。

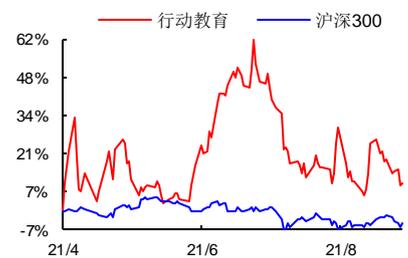
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	378.68	546.89	696.75	859.26
增长率	-13.67%	44.42%	27.40%	23.32%
归属母公司净利润(百万元)	106.72	164.15	202.69	251.78
增长率	-9.52%	53.81%	23.48%	24.22%
每股收益EPS(元)	1.27	1.95	2.40	2.99
净资产收益率ROE	24.08%	15.17%	16.18%	17.19%
PE	34	22	18	15
PB	8.18	3.34	2.89	2.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.84
流通A股(亿股)	0.21
52周内股价区间(元)	39.72-64.18
总市值(亿元)	36.88
总资产(亿元)	18.42
每股净资产(元)	12.33

相关研究

目 录

1 中小企业家的实效商学院	1
2 管理培训基本盘稳固，一体两翼助力长远发展	5
2.1 管理培训行业：规模较大，格局分散.....	5
2.2 研发+师资+渠道+品牌，创核心竞争力.....	9
2.3 管理咨询和股权投资，打造第二增长曲线.....	13
3 盈利预测与估值	14
3.1 盈利预测.....	14
3.2 相对估值.....	14
4 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	2
图 2: 公司股权结构.....	3
图 3: 公司 2016 年来营收及增速.....	3
图 4: 公司 2016 年来归母净利润及增速.....	3
图 5: 公司 2016 年来主营业务占比情况.....	4
图 6: 公司各主营业务毛利率变动情况.....	4
图 7: 公司 2016 年来现金流量变动情况.....	4
图 8: 公司 2016 年来费率变动情况.....	4
图 9: 管理培训行业发展历程.....	5
图 10: 2016-2019 年我国管理培训企业数量.....	5
图 11: 2015-2022 我国管理培训行业规模及预测.....	5
图 12: 2013-2018 年我国企业数量.....	6
图 13: 2017-2019 年各类企业营收增速.....	6
图 14: 2015-2020 年我国新登记企业数量.....	6
图 15: 相较 2020 年 2021 年企业培训需求的变化.....	6
图 16: 企业管理培训行业产业链.....	8
图 17: 公司 2019-2020 年研发人员平均薪酬.....	9
图 18: 公司 2017-21H1 年研发费用不断上升.....	9
图 19: 公司研发流程.....	10
图 20: 校长 EMBA 课程体系.....	11
图 21: 浓缩 EMBA 课程体系.....	11
图 22: 在线 EMBA 课程体系.....	11
图 23: 公司图书出版成果.....	11
图 24: 内部导师团队.....	12
图 25: 外部导师团队.....	12
图 26: 部份公司学员.....	13

表 目 录

表 1: 公司主营业务布局.....	1
表 2: 管理培训业务的四类课程.....	1
表 3: 国家对中小微企业的鼓励政策.....	6
表 4: 行动教育与长江商学院的对比.....	8
表 5: 管理培训行业公司对比.....	9
表 6: 正在研发的项目.....	10
表 7: 外部合作项目.....	10
表 8: 部分上市客户情况.....	12
表 9: 分业务收入及毛利率.....	14
表 10: 可比公司估值情况.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

1 中小企业的实效商学院

行动教育致力于建设世界级实效商学院，为中小民营企业提供财务、人力、管理、战略等工商管理课程，并不断提升管理咨询服务能力、加大力度建设数字化系统，打造“提升企业竞争力的云智力平台”。行动教育位列管理培训领域的头部梯队，截止 2021 年 6 月，公司累计服务 15 万个企业学员、7 万家企业，其中包括超 600 家上市公司，如名创优品、绝味鸭脖、顾家家居、明泰铝业等。公司于 2015 年登陆新三板，2021 年 4 月 21 日在上交所上市，成为中国管理教育领域首家上市公司。

管理培训业务为公司业务重中之重，贡献近 9 成营收，管理咨询为第二大业务，贡献约 10%。公司的管理培训业务 2020 年实现营收 3.3 亿元，占比 87.3%。该业务包括 EMBA 项目以及企业内训。EMBA 项目包括四种课程，其中校长 EMBA 为核心产品，创造近 50% 培训收入，该课程学生需在一年半内完成 13 门课程；浓缩 EMBA 和在线 EMBA 引流作用更强，为校长 EMBA 课程积累生源。管理咨询该板块业务 2020 年实现收入 4357 万元，占比总营收 11.5%，主要运营方式是咨询团队为客户提供绩效管理、战略规划等方面的咨询建议，公司抽取订单 40% 的收入，其余部分由咨询团队获得。

表 1：公司主营业务布局

公司业务	2020 年营收及占比	业务介绍	盈利模式
管理培训	3.3 亿元 (87.3%)	EMBA 项目 ：包括校长 EMBA、浓缩 EMBA、哲学 EMBA、在线 EMBA。 企业内训 ：公司应客户的要求，派出公司内训师前往客户内部，向其管理人员提供战略、绩效、财务等企业管理知识。	EMBA 项目 ：按课程收费； 企业内训 ：按项目收费，公司会根据培训成本和类似项目收费情况与客户协商确定培训价格。
管理咨询	4357 万元 (11.5%)	公司接受客户委托，提供包括绩效管理、战略规划、营销管控、财务控制等方面的建议方案。咨询客户多为培训班学员。	公司与管理培训的老师合作开展咨询业务，双方协商定价，公司提取约 40% 收入。
图书音像制品销售	380 万元 (1%)	公司将成体系的课程内容研发成果开发成图书、音像等产品，经过批准后对外销售。该业务成为公司重要的营销引流渠道，图书内容包括公司讲师的研发成果、学员成功案例等。	获取销售费用。

数据来源：招股书，西南证券整理

表 2：管理培训业务的四类课程

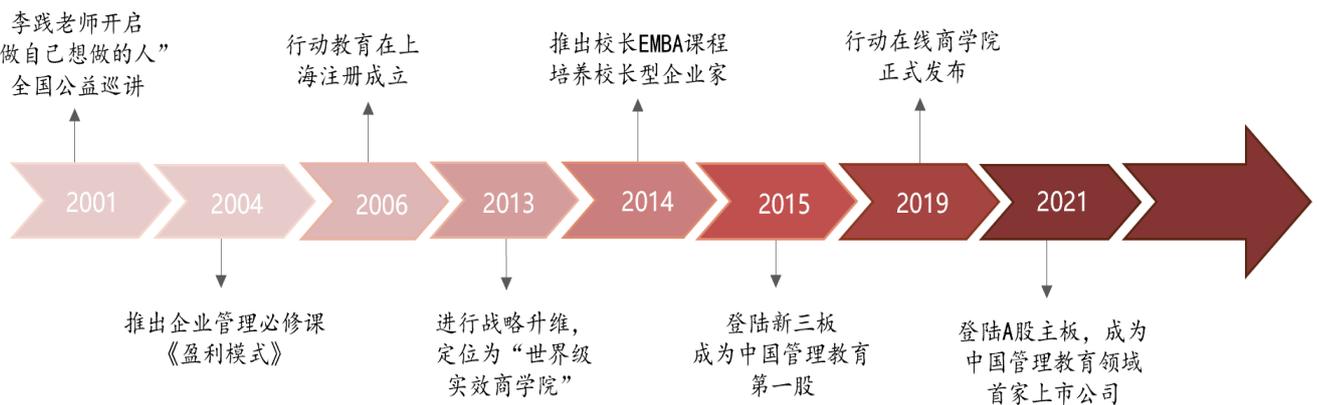
	校长 EMBA	浓缩 EMBA	哲学 EMBA	在线 EMBA
学费 (元)	298000 元/每人	28800 元/人 (20210901 起调价为 35800 元/每人)	298000 元/人	39800 元/年
业务占收入比	50%	30%	10%	10%
学制	1.5 年	3 天	-	一年、52 节课
课程内容	10 门必修课+3 门选修课： 招才选将、企业大学、营销管控、战略绩效等	10 大必修模块： 战略设计、价值创造、人才战略、产品战略等	-	战略、股权、人力资源、人才体系、效率、营销、领导力等 12 个方向
办学时间	推出 7 年，开展 50+ 期	推出 15 年，开展 400+ 期	-	-

	校长 EMBA	浓缩 EMBA	哲学 EMBA	在线 EMBA
课程特色	《浓缩EMBA》 <ul style="list-style-type: none"> 3天=3年 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 未来十年的增长能力		《校长EMBA》 <ul style="list-style-type: none"> 一套“成为第一”的能力体系 人才体系+增长体系 一套“团队执行”的落地模式 4大执行官：首席招聘官、首席学习官、首席增长官、首席财务官 一个“共建共享”的校友平台 5000位全球校友 成为校长 成就世界级企业	
			《校长哲学班》 <ul style="list-style-type: none"> 1. 升维企业家从管理思维到哲学思维 2. 构建企业自身的经营哲学体系 3. 解码企业经营本质、成长规律 构建经营哲学 成就百年事业	
			《在线EMBA》 <ul style="list-style-type: none"> 1年52堂利润增长课，每周解决一个企业增长难题 十二大研究院：战略、股权、人力、人才、效率、销售、营销、绩效、财务、法律、互联网、文化/领导力 从创业者到管理九段高手	

数据来源：招股书，公众号，西南证券整理

公司历史沿革：公司深耕企业家培训领域 20 年，2001 年李践老师开启全国公益巡讲，与民营企业结缘。2006 年，行动教育正式在上海注册成立。课程方面，公司有丰富的打磨经验，2004 即推出企业管理必修课《赢利模式》（后改名为浓缩 EMBA），至今已开展超过 400 期；2014 年推出校长 EMBA 系列课程，至今 7 年，已开展超过 50 期；在线 EMBA 课程于 2019 年正式发布，至此公司完成线上线下双渠道授课布局。

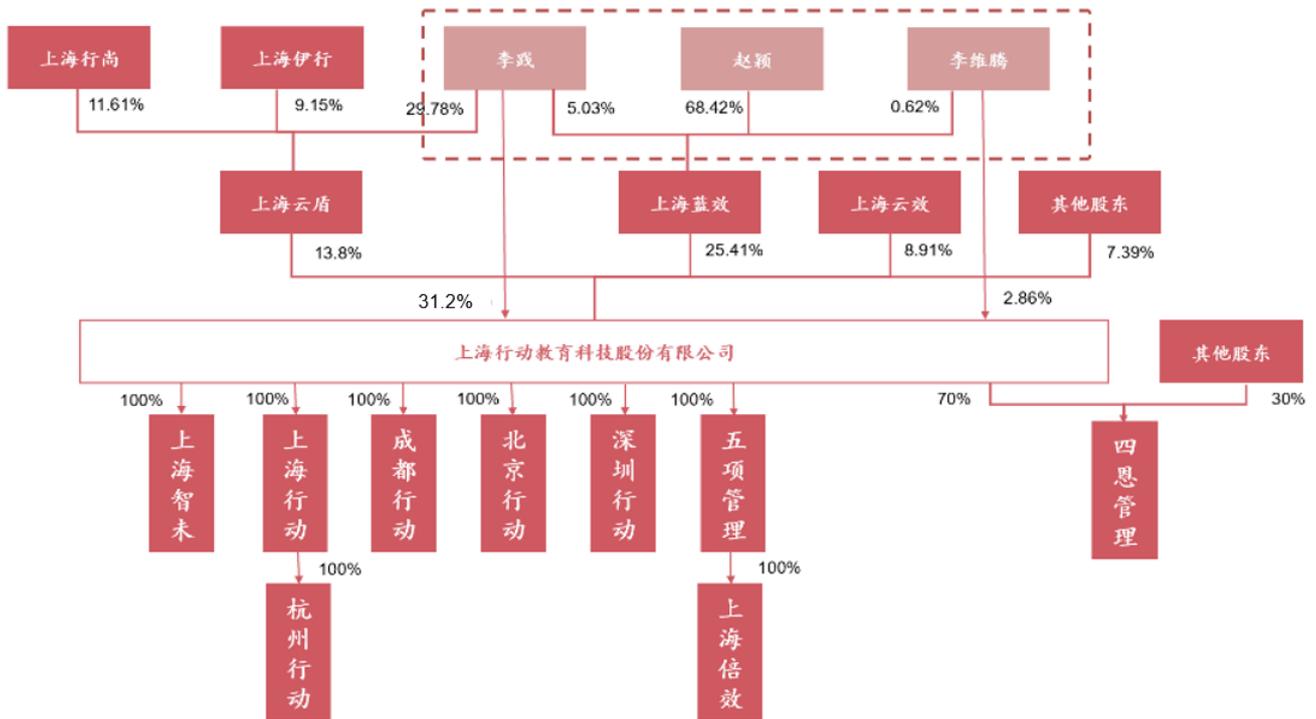
图 1：公司历史沿革



数据来源：招股书，西南证券整理

公司股权较为集中，实际控制人为李践家族。公司 CEO 李践先生直接持有公司 31.2% 的股份，通过上海云盾和上海蓝效等间接控股，直接和间接合计控股 34.3%。李践家族（包括其妻赵颖和其父李维腾）为公司实际控制人，三人合计控制公司股份 49.6%。

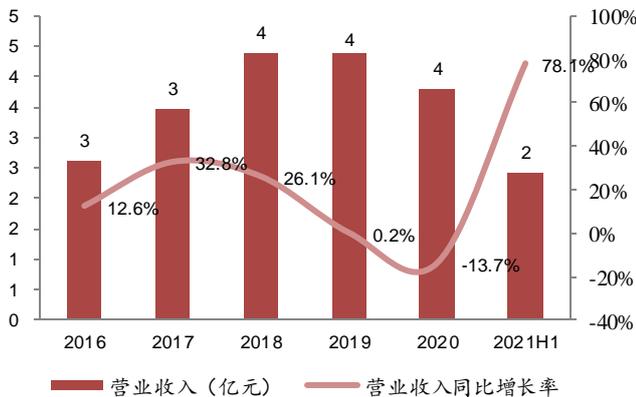
图 2：公司股权结构



数据来源：招股书，西南证券整理

营收和净利均在后疫情时代呈显著复苏态势。2016-2018年，公司营收稳步增长，主要由管理培训业务驱动。2019年总营收保持稳定，2020年由于新冠疫情影响，整体营收相比2019年下降13.67%，主要系管理咨询业务收入锐减。2021年上半年，营收同比增长长达78.09%。公司净利润2016-2019年增速有所放缓，受疫情影响，2020年相比2019年净利润下降7.29%，2021年上半年已呈复苏态势，同比增速达到97.8%。

图 3：公司 2016 年来营收及增速



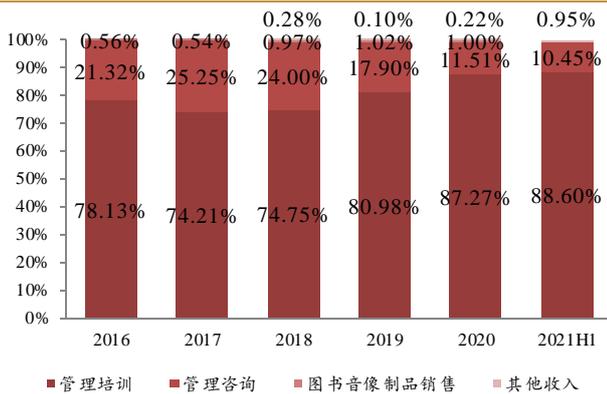
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司 2016 年来归母净利润及增速

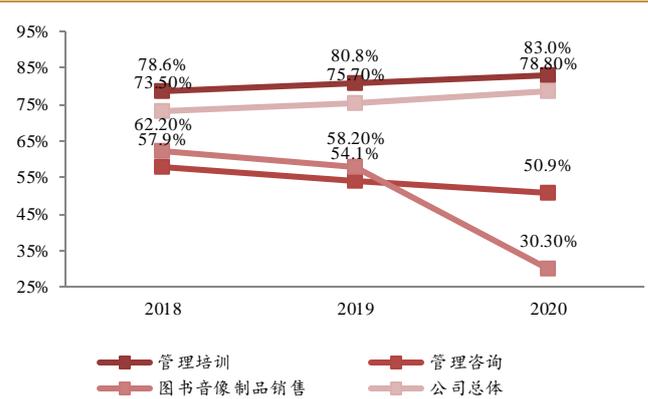


数据来源：wind，西南证券整理

管理培训业务稳居第一大营收来源，80%的高毛利拉高公司总体毛利水平。2016-2020年，管理培训业务为公司核心业务，营收占比呈现微升趋势，2021年上半年占总营收比达88.6%。未来管理培训业务仍为公司发展核心，营收占比有望维持85%的水平。2018-2020年，管理培训业务毛利率维持在较高水平并不断上升，由78.6%增长4.4个pp至83%，驱动公司总体毛利率稳定增长，18-20年由73.5%增长5.3%个pp至78.8%。管理咨询和图书销售业务由于疫情影响呈现一定波动。

图 5：公司 2016 年来主营业务占比情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司各主营业务毛利率变动情况


数据来源：wind，西南证券整理

现金余额充沛，各项费率保持稳定：2016-2020年，现金余额保持持续增长，2021年上半年现金余额达3.5亿元，为公司培训业务场地扩张等活动提供充足资金。费用率方面，2016-2020年，销售费率和研发费率呈上升趋势，2021年上半年销售费率有所回落，为29.3%；16-21H1，管理费率呈下降趋势，体现公司运营能力逐步提升。

图 7：公司 2016 年来现金流量变动情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司 2016 年来费率变动情况

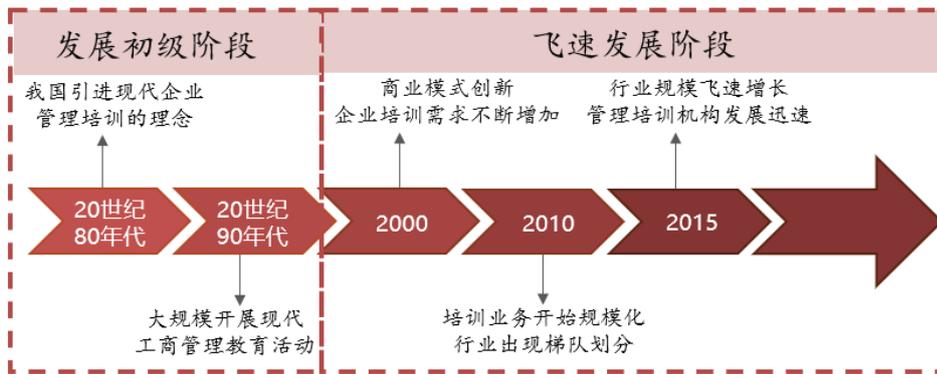

数据来源：wind，西南证券整理

2 管理培训基本盘稳固，一体两翼助力长远发展

2.1 管理培训行业：规模较大，格局分散

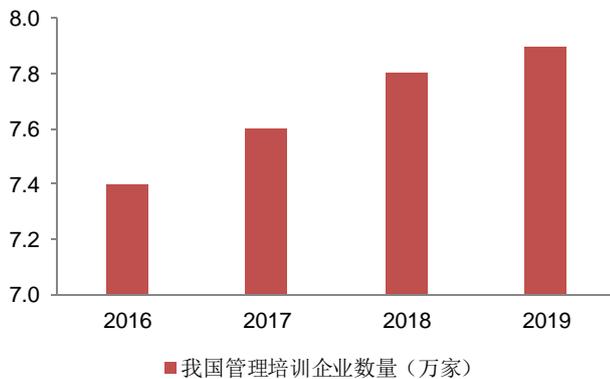
管理培训行业市场规模较大，2022 年有望突破 5000 亿。我国的管理培训行业起步于上世纪 80 年代，2000 年步入快速发展阶段，2015 年开始行业规模明显扩张，管理培训机构不断增加。根据中研普华数据，2018 年，我国管理培训行业企业数量达 7.8 万家；2018 年行业市场规模为 3024 亿元，预计 2022 年将达到 5392 亿元，19-22 年 CAGR 为 15.6%。

图 9：管理培训行业发展历程



数据来源：招股书，西南证券整理

图 10：2016-2019 年我国管理培训企业数量



数据来源：中研普华，西南证券整理

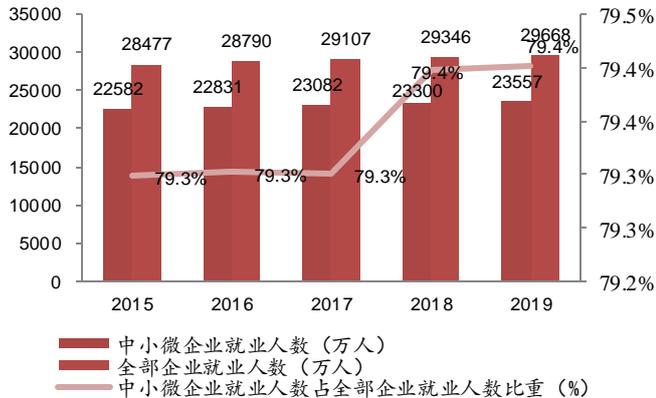
图 11：2015-2022 我国管理培训行业规模及预测



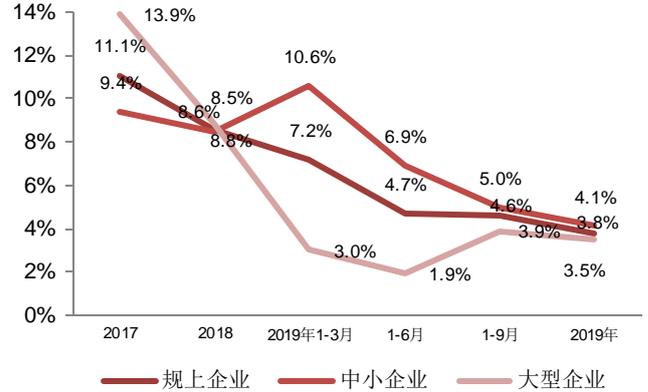
数据来源：中研普华，西南证券整理

管理培训行业增长驱动力主要来自以下三点：**1) 客群扩大：**管理培训行业主要的客户为中小企业管理层，根据中国产业调研网，占中国企业数量 99.8% 的中小企业占整个企业管理培训市场需求总量的 96.1%。2015 年以来，我国企业数量、全部企业就业人数、中小微企业就业人数和中小微企业就业人数占比均呈上升趋势，管理培训行业目标客群基数不断扩大。

2) 客群付费能力提升：企业收入提升抬高企业培训付费能力，2017-2019 年，各类规模企业的收入均逐年递增，且中小企业收入增速领跑。从投入结果来看，根据前瞻产业研究院数据，2015-2019 年中国企业平均培训投入从每年 2134 增长至 2474 元/人，印证企业付费能力提升。

图 12：2013-2018 年我国企业数量


数据来源：国家统计局，前程无忧，西南证券整理

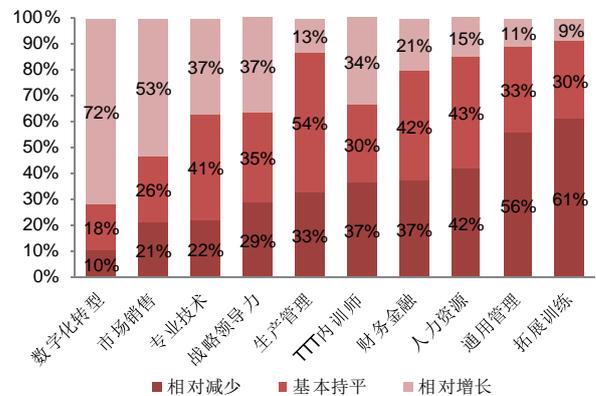
图 13：2017-2019 年各类企业营收增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

3) 客群培训需求提升：首先，新增企业数量持续增加，初创企业或对管理培训的需求较高，叠加市场主体增加，商业竞争更加激烈，驱动存量主体提升管理水平。2015-2020 年新增企业数量由 444 万户增加至 804 万户。其次，产业结构调整背景下，企业家和高管需要不断补充新的管理知识和行业趋势，助力企业转型升级。相较 2020 年，2021 年企业对于数字化转型和市场销售人才培训需求提升最多。最后，政策对中小企业持鼓励态度，从减税降费、信贷宽松等多方面支持中小微企业发展，北交所成立也为中小企业融资创造新机遇，乐观环境或激发中小企业管理层提升管理水平，在政策温床上抢占市场先机。

图 14：2015-2020 年我国新登记企业数量


数据来源：国家工商总局，西南证券整理

图 15：相较 2020 年 2021 年企业培训需求的变化


数据来源：CSTD，西南证券整理

表 3：国家对中小微企业的鼓励政策

政策名称	时间	相关部门	政策内容简介
国务院政策例行吹风会	2021.9.7	国新办	1.新增 3000 亿元支小再贷款额度；2.加大普惠小微信用贷款支持政策的实施力度；3.发挥好地方政府融资担保机构作用，提升覆盖面，降低担保费率；4.创新供应链金融服务模式，解决中小微企业应收账款被占用导致的资金周转困难；5.强化中小微企业金融服务能力建设。
2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会	2021.9.2	习近平	继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革， 设立北京证券交易所 ，打造服务创新型中小企业主阵地。

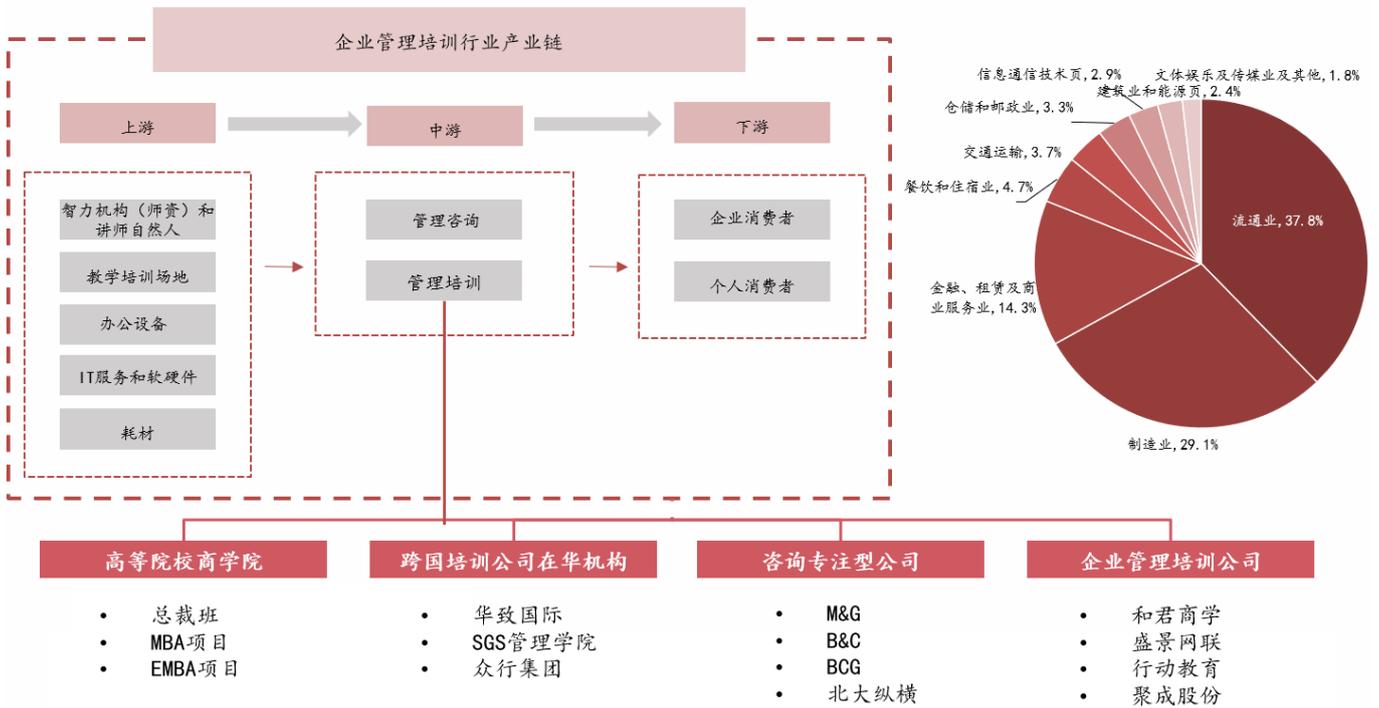
政策名称	时间	相关部门	政策内容简介
央行降准	2021.7.15	中国人民银行	中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。
《关于深入开展中小微企业金融服务能力提升工程的通知》	2021.7.5	中国人民银行	加大对中小微企业的信贷投放 ，优化对个体工商户的信贷产品服务，扩大普惠金融服务覆盖面；鼓励银行业金融机构加大对分支机构普惠小微贷款的考核比重等
国务院常务会议	2021.6.18	国务院	推进 金融机构减费措施 ，其中包括：鼓励免收小微企业、个体工商户等支付账户提现手续费，将网络支付商户手续费降低10%，降低银行卡刷卡手续费，推动减免小微企业跨行转账汇款手续费，推动降低自动取款机跨行取现手续费等。这些措施预计每年可为企业和群众减负240亿元。
《关于进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策实施期限有关事宜的通知》	2021.4.1	中国人民银行 银保监会 财政部 发展改革委 工业和信息化部	普惠小微企业贷款延期还本付息政策延期至2021年12月31日 。对于2021年4月1日至12月31日期间到期的普惠小微企业贷款(包括单户授信1000万元及以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，下同)，由企业和银行自主协商确定，继续实施阶段性延期还本付息。
《政府工作报告》	2020.5.22	国务院总理 李克强	前期出台六月底前到期的 减税降费政策 ，执行期限全部延长到今年年底，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费。
《财政部税务总局关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》	2019.1.17	财政部税务总局	1.自2021年1月1日起至2022年12月31日，对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分，减按12.5%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。对个体工商户经营所得年应纳税所得额不超过100万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收个人所得税。 2.自2021年4月1日至2022年12月31日，对月销售额15万元以下(含本数)的增值税小规模纳税人，免征增值税。 3.延长支持个体工商户复工复产增值税政策的执行期限至2021年12月31日：除湖北省外，其他省、自治区、直辖市的增值税小规模纳税人，适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。湖北省自2021年4月1日起执行。

数据来源：国务院网站、发改委网站等，西南证券整理

管理培训行业上下游议价权较低，中游四类玩家各有所长。管理培训行业的上游主要是讲师，讲师重点参与环节仅有授课，培训机构一般采用经典教材授课或另设教研团队，教研活动并不严重依赖讲师，叠加讲师群体较为分散，所以行业上游不具备较大议价权；行业下游主要是企业消费者，来自流通业、制造业和金融业的客户占比较大(81%)，但就单个企业用户来说，仍然较分散，所以下游议价权也较低。

中游主要有四类参与者提供管理培训服务：1) 高等院校商学院注重理论培训，有名师赋能；2) 跨国培训公司课程体系完备，但本土化有难度；3) 咨询公司专注特定细分方向；4) 企业管理培训公司的课程实效性更强。以长江商学院和行动教育对比，前者进入门槛较高，且费用较高，课程学术性更强，客群集中在前20%头部企业的管理层；而行动教育课程更具实效性，主要服务腰尾部中小企业家，价格也更具吸引力。

图 16：企业管理培训行业产业链



数据来源：赛迪顾问、招股书，西南证券整理

表 4：行动教育与长江商学院的对比

	进入条件	学费水平	培训课程	知名校友
行动教育	无特殊要求	大多数课程集中在 3-5 万	《竞赛设计：打造高业绩团队》《人才画像：建立选人用人的标准》《产品聚焦：把产品做到第一》《明确战略：设计企业未来的样子》等	谢烨生（好衣科技有限公司总经理） 骆园园（上海威士文通风工程有限公司 CEO） 张建军（金福集团董事长）
长江商学院	1) 学历要求：研究生毕业或以上，2 年以上工作经验； 本科毕业，3 年以上工作经验； 专科毕业，5 年以上工作经验； 2) 笔试面试：教育部 MBA 全国联考（如需获教育部学位证、毕业证）、 本学院笔试和面试； 3) 推荐信：两份	不同项目学费在 50-70 万元之间	《管理经济学》、《财务会计与分析》、《宏观经济学》、《公司金融》、《行为金融学》、《管理会计》等	范敏（携程旅行网首席执行官） 傅成玉（原中国石油化工集团公司董事长） 兰荣（兴业证券 董事长兼总裁）

数据来源：公司官网，西南证券整理

管理培训公司格局分散，龙头公司仍未现。企业管理培训公司主要有行动教育、创业黑马、和君商学、盛景网联、聚成股份等。上市公司中行动教育的营收和盈利水平均优于创业黑马；非上市公司中，聚成股份和时代光华较早布局企业培训，聚成股份服务企业超过 16 万家，时代光华在全国 32 个城市设立分支机构，线下网络铺设面较广。行动教育虽未显著领先，但从客户规模和线下渠道来看，均是头部梯队，叠加上市带来的知名度和现金流优势，有望在市场抢占中领跑。

表 5：管理培训行业公司对比

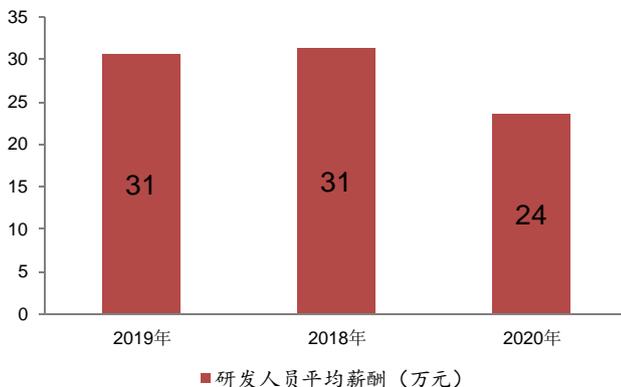
	行动教育	创业黑马	和君商学	聚成股份	时代光华	盛景网联
成立时间	2006	2011	2006	2003	2004	2007
收入 (亿元)	2.4 (21H1)	0.99 (21H1)	0.94 (2018Q1-Q3)	-	-	2.67 (2016)
净利润 (万元)	7666 (21H1)	398 (21H1)	4777 (2018Q1-Q3)	-	-	0.49 (2016)
产品	校长 EMBA、浓缩 EMBA、在线 EMBA、管理咨询	黑马成长营、创业实验室、黑马重做工坊、黑马科创营	商学院：十大核心课程+24 节气知识应用讲座+职业发展讲座+专题沙龙	华商书院、实战大学、华企商学院	行业解决方案、混合培训方案、企业内训	产业互联网、中国以色列高精尖技术加速创新平台
客户规模	累计服务 15 万+学员、7 万+家企业	服务超 1 万家企业，截至 2021 年 8 月，培育 17 家上市公司	截至 2020 年，累计培养 2 万名拥有名校本硕博学历的青年人才和企业家人才	服务企业超过 16 万家	1.2 万+中大型企业客户、1300 万+企业在线学习用户	链接上万名中外新经济创业者和投资机构
线下渠道	覆盖近 30 个城市	覆盖 13 个城市	在全国 31 个省招生	在全国设有百余家公司、合作公司和分支机构	32 个城市设立分支机构	截至 2020 年 7 月，有效覆盖了中国、美国、以色列 70 家顶级 GP

数据来源：公司官网、招股书，西南证券整理

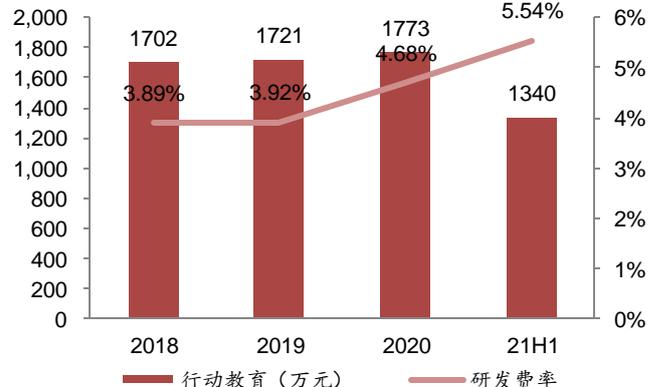
2.2 研发+师资+渠道+品牌，创核心竞争力

1) 研发优势

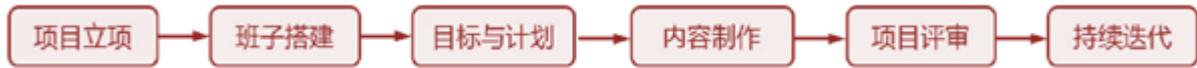
重研发，已形成较为完备的研发体系。公司研发费用投入力度较大，2017-2020 年，公司研发费率不断提升，研发人员平均薪酬也处于较高水平。公司的研发体系完备，拥有独立研究院和标准化的研发流程。公司设有研发管理中心，负责组织新课程研发、老课程改进、培训基地调研、提案、实施咨询等工作；且公司已形成一套程序化的研发流程，包括项目立项、班子搭建、内容制作等多个步骤，确保研发项目有条不紊的运行。

图 17：公司 2019-2020 年研发人员平均薪酬


数据来源：wind，西南证券整理

图 18：公司 2017-21H1 年研发费用不断上升


数据来源：wind，西南证券整理

图 19：公司研发流程


数据来源：招股书，西南证券整理

表 6：正在研发的项目

项目名称	主要研究方向和拟实行的研究目标	计划研发周期	项目进展情况
股权设计教学案例开发	帮助初创企业提升对股权和资本的认识，提升企业家在股权资本方面的决策力，持续增加教学案例。	2019.3-2021.3	内容制作阶段
品牌战略	找到企业成长的快速通道；巧妙的卖点设计，制定速战速决超越对手的战略战术。	2020.10-2022.9	内容制作阶段
赢利模式 11.0	深入民营企业现状，直击痛点、重点和难点，规避企业常犯的重大错误；打通企业经营关键模块，形成经营的闭环系统，实现战略一致性。	2020.11-2021.12	内容制作阶段
企业大学咨询服务升级	紧扣企业“人才辈出+业绩倍增”战略的人才理念，人才盘点、人才培养路径及人才培养方法，一套企业人才培养的管理制度、配套机制及适合企业的人才培养方案演练。	2021.1-2021.12	内容制作阶段

数据来源：招股书，西南证券整理

自主+合作研发，确保研发成果具实效性。自主研发主要是指公司的研发管理中心会同公司自有讲师、营销团队、教学中心等内部机构共同合作开发的开发形式。截至 2021 年 4 月，公司拥有研发人员共有 58 名。此外，公司另设合作研发模式，主要合作对象为企业管理顾问机构，他们参与开发可以将最新产业需要和热点融入进教学内容，提升教学内容的实效性，帮助企业快速落地。

表 7：外部合作项目

合作项目	合作对象
大财务管控	付小平、上海红平企业管理顾问事务所
大营销管控课程升级和方案班研发	陈军、上海祐泽市场营销顾问中心
营销模式	张晓岚、广州市张晓岚企业管理咨询咨询有限公司
战略绩效	江竹兵、上海天大企业管理事务所
组织效率	王洋、上海教率信息咨询事务所

数据来源：公司官网，西南证券整理

系统化研发能力成果初现。在公司标准化的研发流程和多样化的研发方式下，已形成了一系列的研发成果。比如校长 EMBA 和浓缩 EMBA 完善的课程体系，前者包括 10 门必修课+3 门选修课，后者包括《战略设计》、《价值创造》、《产品战略》等在内的 10 个模块，全面提升学员管理水平。其次，在图书出版方面，公司也积累了丰富的成果，目前已拥有 415 项知识产权及专利技术、56 套管理书籍（总发行量超 1000 万册）、40 套教材（总发行量超 5000 万册）。

图 20: 校长 EMBA 课程体系



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 22: 在线 EMBA 课程体系

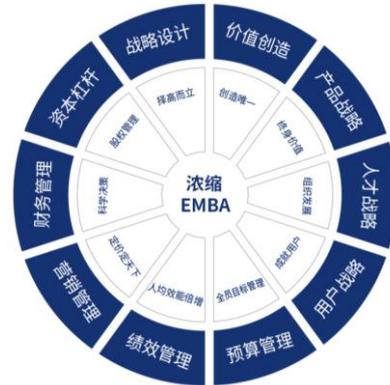


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2) 师资优势

内外兼修, 明星教师团队提升课程吸引力。公司聘请多位曾有龙头企业高管任职经历的行业大咖, 作为内部教师, 传递来自产业内的一手经验, 如曾任复星集团子集团原财务总监的付小平主讲《大财务管控》课程, 曾任顺丰速运营销副总裁的陈军先生主讲《大营销管控》。同时, 公司通过邀请知名外部导师, 提升公司课程丰富度和吸引力。比如教授《战略创新》课程的哈佛商学院教授罗伯特卡普兰、讲授《经济学》课程的原国际货币基金组织副行长朱民先生。

图 21: 浓缩 EMBA 课程体系



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 23: 公司图书出版成果



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 24：内部导师团队


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 25：外部导师团队


数据来源：公司官网，西南证券整理

3) 渠道优势

线上线下双渠道布局，重服务打法助力多点获客。公司线下渠道已呈网状，主要分布在东南沿海和中部等经济较为发达的地区。目前公司已在上海、北京、深圳、郑州、成都、昆明、杭州、广州、长沙、合肥、厦门等城市和地区设立分支机构，形成了覆盖全国的有效管理培训营销及服务网络。线上渠道方面，公司推出在线EMBA课程，并开发行动商学院APP，旨在线上触达中小企业管理层，引流至线下课程。在销售模式上，公司销售人员致力于深化客户服务，并非单纯口头营销，通过提供免费的员工培训等方式，提升公司核心产品的复购率和转介绍率。

4) 品牌优势

客户群体规模较大，优质公司上市反哺行动教育品牌。公司自成立以来已经累计服务15万企业学员，企业客户超过7万家，上市公司600余家，行业、区域龙头数千家，公司已经积累一定的客户基础，其中包括明泰铝业、顾家家居、名创优品、南方轴承、绝味鸭脖等优质上市公司，公司品牌力进一步增强。

良好口碑助力高复购率和转介绍率，大客户流量池构建竞争壁垒。公司设置课程打分环节，学员对课程满意度基本达到90%以上，体现公司的课设和教师较符合学员需求。良好的口碑叠加公司销售重服务打法，公司的复购率和转介绍率保持在较高水平，2020年约为80%，复购和转介绍为公司主要的生源来源。由于管理培训客群的特殊性，一般渠道不易触达，当老客户的复购及转介绍成为公司重要的获客渠道时，行动教育长期积累的客户流量为公司构建独特壁垒，使公司在未来获客活动中具有一定先发优势。

表 8：部分上市客户情况

行业	公司	课程名称 / 咨询服务	市值	2020 年营收
工业实体经济	明泰铝业	赢利模式、快乐绩效	262.6	163.33
	南方轴承	赢利模式、倍增路径、财务管控、股权设计、招才选将、组织效率、绩效类咨询，财务类咨询	40.75	4.66
	德生科技	赢利模式、倍增路径、财务管控、股权设计、快乐绩效、奇胜营销、企业大学、大营销管控、招才选将、组织效率、绩效类咨询	35.17	5.62
居民消费	顾家家居	赢利模式、招才选将、绩效模式	430.3	126.66

行业	公司	课程名称 / 咨询服务	市值	2020 年营收
	好想你	赢利模式	41.54	30.01
	水星家纺	赢利模式, 奇胜营销、大营销管控、绩效模式、正能量	44.88	30.35
	名创优品股份有限公司	赢利模式、财务管控、股权设计、快乐绩效、企业大学、大营销管控、招才选将	42.96	89.79
农业及制药领域	大湖股份	绩效模式	32.77	9.37
	安图生物	赢利模式	298.2	29.78

数据来源: 公司官网, 西南证券整理 (注: 市值单位亿元, 截至 20210909; 营收单位亿元)

图 26: 部份公司学员



数据来源: 公众号, 西南证券整理

2.3 管理咨询和股权投资, 打造第二增长曲线

公司将管理培训业务作为发展重点时, 兼顾管理咨询和股权投资, 打造第二增长曲线。

管理咨询: 管理培训的衍生品业务。客户方面, 公司管理咨询业务的部分客户来源于管理培训业务, 因培训主体是中小企业家, 部分企业家自带管理咨询需求, 会直接向公司购买管理咨询服务。咨询专家方面, 公司拥有内部咨询团队的同时, 也会积极撮合外部培训老师和咨询客户达成订单, 公司会从中抽取约 40% 收入分成。管理咨询业务未来有望受到管理培训规模扩大的红利, 创造增量收入。

股权投资: 公司主要针对 Pre-IPO 阶段的股权投资, 目前公司合作客户中 70% 是营收在 5000 万-10 亿的企业, 公司面临较多投资机会。公司已出资 1.99 亿 (占基金 99.5% 份额) 成立海南躬行私募基金, 未来股权投资的收益具有想象空间。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: **管理培训**: 假设公司未来管理培训课程复购率和转介绍率仍能保持 80% 以上的水平, 伴随线上引流效果不断增强, 预计 2021-2023 公司管理培训业务客户数量增长率为 32%、13%、10%, 客单价增长率为 10%、11%、12%。

假设 2: **管理咨询**: 预计未来将有更多管理培训客户向公司购买管理咨询服务, 2021-2023 管理咨询客户数量为 159、198、231 个, 客单价将保持 30%、15%、7% 的速度增长。

假设 3: 预计 2021-2023 管理培训规模效应进一步显现, 毛利率呈上升趋势, 分别为 84%、85%、85%; 管理咨询毛利率保持稳定, 分别为 50%、50%、52%; 销售费率维持在 30% 左右的水平; 研发费率维持在 5% 的水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
管理培训业务	收入	330.46	477.65	599.11	738.11
	增速	-7.0%	44.5%	25.4%	23.2%
	毛利率	83%	84%	85%	85%
管理咨询业务	收入	43.57	64.87	92.74	115.76
	增速	-44.5%	48.9%	42.9%	24.8%
	毛利率	50.90%	50%	50%	52%
图书音像制品销售	收入	3.80	4.37	4.90	5.39
	增速	-15.0%	15%	12%	10%
	毛利率	30%	40%	50%	60%
合计	收入	377.84	546.89	696.75	859.26
	增速	-13.8%	44.7%	27.4%	23.3%
	毛利率	78.8%	79.6%	80.1%	80.4%

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 相对估值

预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.6 亿元、2 亿元、2.5 亿元, 对应的 PE 分别为 22 倍、18 倍、15 倍。1) PE: 我们选取职业教育相关标的传智教育、中国东方教育和中公教育作为可比公司, 21 年平均 PE 为 38.7 倍。2) PEG: 公司未来三年净利润年复合增长率为 33%, 目前 PEG=0.67。综合考虑, 我们给予公司 2021 年 35X PE, 对应市值 57 亿元, 目标价 68.25 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价	PE		
			2021E	2022E	2023E
003032.SZ	传智教育	24.10	70.1	46.6	37.6
0667.HK	中国东方教育	8.45	16.6	13.6	11.6
002607.SZ	中公教育	12.20	29.5	22.0	17.3
均值			38.7	27.4	22.2

数据来源：wind，西南证券整理（数据截至 2021 年 9 月 15 日）

4 风险提示

- 1) 校长、浓缩、在线 EMBA 等课程招生人数不达预期的风险；
- 2) 公司销售人员创收不及预期的风险；
- 3) 疫情反复排课不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	378.68	546.89	696.75	859.26	净利润	108.45	166.82	205.98	255.88
营业成本	80.27	111.48	138.68	168.44	折旧与摊销	13.70	11.34	11.34	11.34
营业税金及附加	2.97	3.73	4.84	6.19	财务费用	-14.72	-14.17	-14.71	-14.53
销售费用	115.07	144.57	192.06	241.71	资产减值损失	0.10	1.23	0.40	0.58
管理费用	55.83	103.91	132.38	154.67	经营营运资本变动	120.57	-628.99	13.75	18.01
财务费用	-14.72	-14.17	-14.71	-14.53	其他	-38.73	-3.74	-1.83	-2.12
资产减值损失	0.10	1.23	0.40	0.58	经营活动现金流净额	189.37	-467.50	214.94	269.15
投资收益	1.18	1.66	1.42	1.54	资本支出	9.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.93	1.66	1.42	1.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.45	1.66	1.42	1.54
营业利润	128.96	197.80	244.51	303.75	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.45	0.19	0.40	0.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	129.40	197.99	244.91	304.05	股权融资	0.00	515.47	0.00	0.00
所得税	20.95	31.18	38.93	48.18	支付股利	-41.11	-21.34	-32.83	-40.54
净利润	108.45	166.82	205.98	255.88	其他	-3.18	2.53	14.71	14.53
少数股东损益	1.73	2.67	3.29	4.09	筹资活动现金流净额	-44.29	496.65	-18.12	-26.01
归属母公司股东净利润	106.72	164.15	202.69	251.78	现金流量净额	141.63	30.81	198.25	244.69
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	905.38	936.19	1134.44	1379.12	成长能力				
应收和预付款项	19.20	22.52	29.99	35.70	销售收入增长率	-13.67%	44.42%	27.40%	23.32%
存货	2.43	4.55	5.66	6.87	营业利润增长率	-9.71%	53.39%	23.61%	24.23%
其他流动资产	6.82	9.84	12.54	15.46	净利润增长率	-10.88%	53.81%	23.48%	24.22%
长期股权投资	0.90	0.90	0.90	0.90	EBITDA 增长率	-7.42%	52.39%	23.68%	24.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	186.51	176.91	167.32	157.72	毛利率	78.80%	79.62%	80.10%	80.40%
无形资产和开发支出	0.93	0.59	0.24	-0.10	三费率	41.25%	42.84%	44.45%	44.44%
其他非流动资产	52.82	51.41	50.00	48.59	净利率	28.64%	30.50%	29.56%	29.78%
资产总计	1174.97	1202.91	1401.08	1644.27	ROE	24.08%	15.17%	16.18%	17.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.23%	13.87%	14.70%	15.56%
应付和预收款项	48.55	64.32	80.85	99.41	ROIC	-24.66%	-111.75%	110.09%	147.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.79%	35.65%	34.61%	34.98%
其他负债	676.07	38.94	47.43	56.72	营运能力				
负债合计	724.62	103.26	128.28	156.13	总资产周转率	0.35	0.46	0.54	0.56
股本	63.25	84.34	84.34	84.34	固定资产周转率	1.98	3.01	4.05	5.29
资本公积	8.35	502.72	502.72	502.72	应收账款周转率	2131.58	6205.92	3884.08	4145.43
留存收益	363.55	506.35	676.21	887.46	存货周转率	29.21	28.49	27.17	26.88
归属母公司股东权益	446.79	1093.42	1263.28	1474.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	140.50%	—	—	—
少数股东权益	3.56	6.23	9.53	13.62	资本结构				
股东权益合计	450.35	1099.65	1272.80	1488.14	资产负债率	61.67%	8.58%	9.16%	9.50%
负债和股东权益合计	1174.97	1202.91	1401.08	1644.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.30	9.82	9.53	9.45
					速动比率	1.29	9.77	9.48	9.41
					股利支付率	38.53%	13.00%	16.20%	16.10%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	127.94	194.97	241.14	300.56	每股收益	1.27	1.95	2.40	2.99
PE	34.26	22.27	18.04	14.52	每股净资产	5.30	12.96	14.98	17.48
PB	8.18	3.34	2.89	2.48	每股经营现金	2.25	-5.54	2.55	3.19
PS	9.66	6.69	5.25	4.26	每股股利	0.49	0.25	0.39	0.48
EV/EBITDA	14.05	13.75	10.30	7.45					
股息率	1.12%	0.58%	0.90%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn