

企业家实效商学院，“一体两翼”战略助力成长

——行动教育（605098）首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点：

● 管理教育领航者，打造企业家实效商学院

公司深耕企业管理培训、咨询二十年，定位于“提升企业竞争力的云智力平台”，致力为中小民营企业客户提供全生命周期生态化知识服务和智力支持。其中，管理培训业务占比近九成，公开课业务是核心内容。目前全国各地共设立有 28 个校区，已累计为 7 万多家企业、15 万位企业家提供服务。

● 管理培训需求扩大，头部梯队集中度有望提升

管理培训行业：2015 年-2018 年，行业复合增长率达 18.44%，2018 年市场规模约 3024 亿元，预计至 2022 年有望接近 5400 亿。2020 年底，我国市场主体中企业达到 4331.4 万家，呈现“大市场+低集中度”特征，进入门槛较低行业参与者众多，公司进入一梯队行列但市占率仍有待提升。**管理咨询行业：**2018 年市场规模约 1894 亿元，同比增长 8.11%，预计至 2022 年有望达到约 2414 亿。国内咨询公司往往通过差异化布局形成自身优势。

● 品牌、师资、营销构建核心竞争力，“一体两翼”战略助力公司成长

品牌：优质教学和服务打造口碑。公司客户增量主要来自内生的老客户复购和转介绍，复购+转介绍率合计超过 85%。**师资：**内部培养+外部合作的形式搭建优秀的讲师团队，注重实效理念，聘请诸多国内外在具备丰富实务经验和经管知名人士开展课程。**营销：**在一线城市设立销售子公司，未来将在上海、北京、深圳、长沙、昆明等 5 个城市设立智慧管理培训基地，搭建覆盖全国的服务及营销网络。**管理咨询、投资业务：**公司加大力度投入数字化咨询建设，打造数字化商学院，帮助企业建立数字化营销、客户关系管理、人力资源系统。目前，海大股份、双枪股份已经引入，未来有望充分受益于企业数字化加速，实现培训、咨询双轮驱动。此外，公司手握大量客户资源，并出资 2 亿成立私募股权基金，主要聚焦于投资处于 Pre-IPO 阶段的优质企业，随着北交所成立等政策的积极影响，未来有望成为业务新增长点。

● 投资建议与盈利预测

公司专注企业管理培训和管理咨询，在品牌、师资、营销等方面已形成核心竞争优势，数字化商学院产品以及投资业务已实现初步发展和突破，未来有望为公司业务带来新增长点。我们预计公司 2021-2023 实现归母净利润 1.64/2.08/2.57 亿元，EPS1.94/2.47/3.05 元/股，对应 PE24x/19x/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

疫情导致线下课程无法开展、课程招生人数不达预期、讲师流失等风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	438.65	378.68	551.74	724.90	871.72
收入同比(%)	0.22	-13.67	45.70	31.38	20.25
归母净利润(百万元)	117.95	106.72	163.54	208.30	257.32
归母净利润同比(%)	4.21	-9.52	53.24	27.37	23.53
ROE(%)	31.32	23.89	14.82	15.87	16.39
每股收益(元)	1.40	1.27	1.94	2.47	3.05
市盈率(P/E)	32.91	36.38	23.74	18.64	15.09

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 64.18 / 39.72

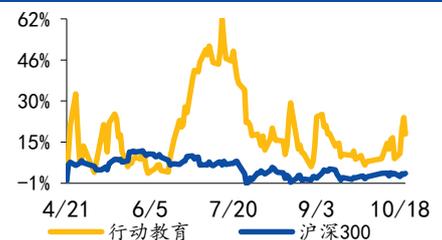
A 股流通股 (百万股): 21.09

A 股总股本 (百万股): 84.34

流通市值 (百万元): 970.77

总市值 (百万元): 3882.26

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐

执业证书编号 S0020519080002

电话 021-51097188-2174

邮箱 lulu@gyzq.com.cn

目 录

1.公司概览：管理教育领航者，打造企业家实效商学院	4
2.财务分析：业务稳健增长，盈利能力突出	8
3.行业概况：管理培训需求扩大，头部梯队集中度有望提升	11
3.1 管理培训：呈现“大市场+低集中度”，22 年规模有望突破 5000 亿	12
3.2 管理咨询：本土企业差异化布局，22 年市场规模预计近 2500 亿	13
4.公司分析：“一体两翼”战略助力公司成长	15
4.1 先发优势构筑品牌护城河	15
4.2 内部培养+外部合作，建立完善师资体系	16
4.3 搭建覆盖全国的成熟服务及营销网络	17
4.4 管理咨询、投资业务静待花开	18
5. 盈利预测与投资建议	19
6.风险提示	20

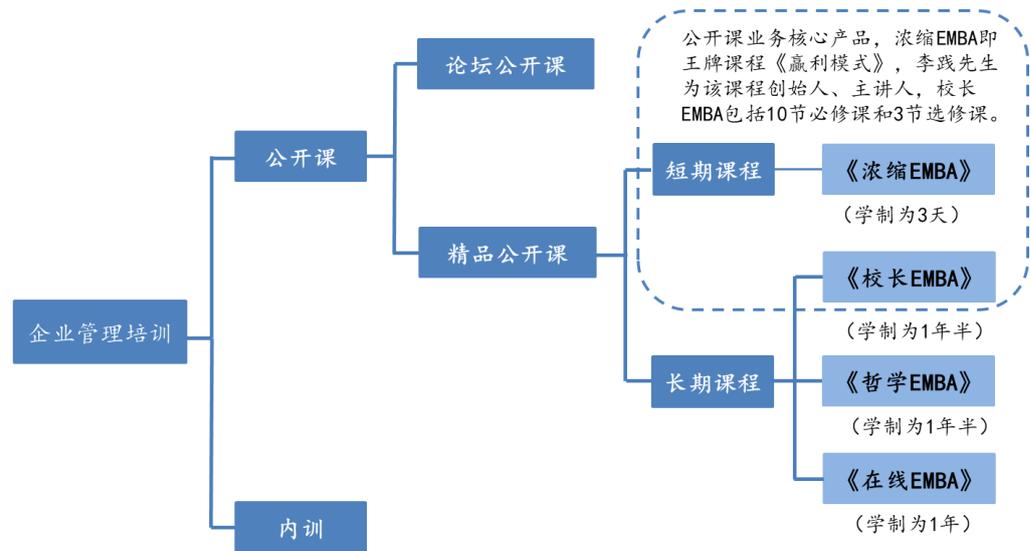
图表目录

图 1：部分知名企业客户	4
图 2：聚焦企业管理培训、管理咨询	4
图 3：公司发展历程	4
图 4：行动教育企业管理培训课程	5
图 5：四大课程产品收入占比	5
图 6：公司股权结构图（截止 2021.6）	7
图 7：2016-2021H1 营收及增速	8
图 8：2016-2021H1 归母净利润及增速	8
图 9：2016-2020 年主营业务收入拆分	8
图 10：2016-2020 年分业务毛利率	8
图 11：2018-2020 年主营业务成本及增速	9
图 12：2018-2020 年主营业务成本拆分（万）	9
图 13：2016-21H1 公司期间费用率	10
图 14：2016-2021H1 公司预收款项情况（百万）	10
图 15：2016-2021H1 公司经营性现金流	10
图 16：公司所处产业链	11
图 17：2014-2020 年我国市场主体实有户数（企业）	11
图 18：企业管理培训市场的行业分布结构	11
图 19：我国管理培训行业市场规模	12
图 20：我国管理培训行业企业数量	12
图 21：管理咨询行业市场规模	13
图 22：全球 TOP10 公司咨询行业市占率	14
图 23：部分知名企业家学员对课程的评价	15
图 24：企业家生态圈	15

图 25: 校友会概况.....	16
图 26: 校友访学活动.....	16
图 27: 公司引入的部分名师.....	17
图 28: 行动教育营销网络.....	18
表 1: 主要课程及讲师简介.....	6
表 2: 管理培训行业主要参与者.....	13
表 3: 公司收入拆分表.....	19
表 4: 可比公司估值情况.....	19

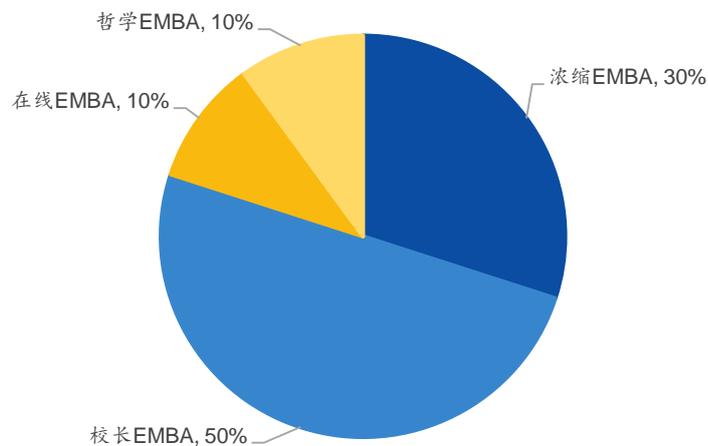
管理培训业务占收入比重近九成，其中公开课业务是企业管理培训的核心内容。2021H1，管理培训业务收入为 2.14 亿，占总收入比重为 88.6%。公司管理培训业务包括公开课和企业内训。公司管理培训收入主要来源于公开课业务，而公开课又以精品公开课、论坛为主，二者合计收入占管理培训业务收入的比重达 97%以上。公司公开课课程产品包括学习时间为 3 天的短期课程浓缩 EMBA、学习周期为 1 年半的长期课程校长 EMBA 和哲学 EMBA、学习周期 1 年的在线 EMBA。从收入占比来看，四类精品公开课校长 EMBA、浓缩 EMBA、哲学 EMBA 以及在线 EMBA 分别占 50%/30%/10%/10%。

图 4：行动教育企业管理培训课程



资料来源：招股说明书、公司公告、公司公众号，国元证券研究所

图 5：四大课程产品收入占比



资料来源：公司调研，国元证券研究所

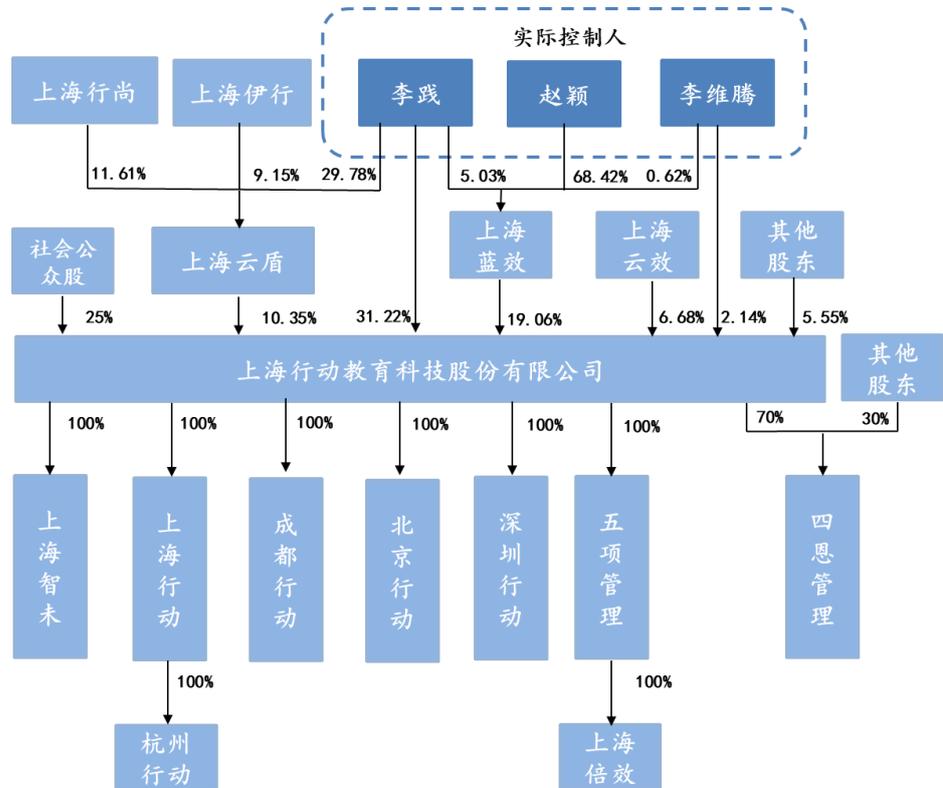
表 1：主要课程及讲师简介

产品	课程	2020 年平均课程 单价 (元)	讲师	简介
浓缩 EMBA	赢利模式	20438.93	李践、黄强	李践先生为行动教育董事长兼 CEO，《赢利模式》创始人；黄强先生为行动教育副总经理
	招才选将	18235.95	李践	行动教育董事长兼 CEO
	企业大学	20068.23	熊启明	原北京派多格商学院院长，原皇家商学院执行院长，曾任香格里拉集团、希尔顿集团培训经理
	股权设计	24930.99	李仙	行动教育联合创始人，行动商学院《在线 EMBA》主讲导师，25 年股权研究专家
校长 EMBA	快乐绩效	15061.06	江竹兵	英国 C&G 国际培训师、企业培训师，20 年企业绩效管理培训、咨询经验
	组织效率	16592.93	李仙	行动教育联合创始人，行动商学院《在线 EMBA》主讲导师，25 年股权研究专家
	战略创新	25545.94	罗伯特·卡普兰	哈佛大学教授，平衡积分卡创始人
	经营方略	53510.56	宋志平	中国上市公司协会会长，中国企业改革与发展研究会会长，曾任中国建材党委书记、董事长、国药集团董事长
	财务管控	20354.82	付小平	原复习集团子集团财务总监
	大营销管控	22410.74	陈军	顺丰集团原营销副总裁
	奇胜营销	17742.72	张晓岚	中国商务广告协会副会长

资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司股权结构集中，核心管理层稳定。公司实控人为李践、赵颖、李维腾，李践是公司创始人、董事长，赵颖和李践是夫妻关系，李维腾和李践是父子关系。李践先生直接持有公司 31.22% 的股份，通过上海云盾、上海蓝效间接持有公司 4.04% 的股份，合计持股 35.26%，赵颖通过上海蓝效间接持股 13.04%，李维腾通过直接、间接的方式合计持股 2.26%，三人合计持有公司发行后 50.56% 的股份。公司核心管理层稳定，精品公开课内部主讲老师及核心团队均在公司任职十年以上，多数公司主管、分公司高管人员通过持股平台持有公司股份。精品公开课外部讲师与公司长期合作，部分外部讲师亦持有公司股份。

图 6：公司股权结构图（截止 2021.6）



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

2. 财务分析：业务稳健增长，盈利能力突出

营收、归母净利持续增长，疫情后业务逐步恢复。2016-2019 年公司营收保持稳步增长，19 年增速有所放缓。2020 年由于疫情影响，公司线下培训、咨询等业务未能正常开展，全年营业收入同比下滑 13.67%。2021 年随着疫情得到控制，公司营收、净利快速回升。21H1 公司实现营收 2.42 亿元，较去年同期同比增长 78.09%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 93.4%。

图 7：2016-2021H1 营收及增速

图 8：2016-2021H1 归母净利润及增速



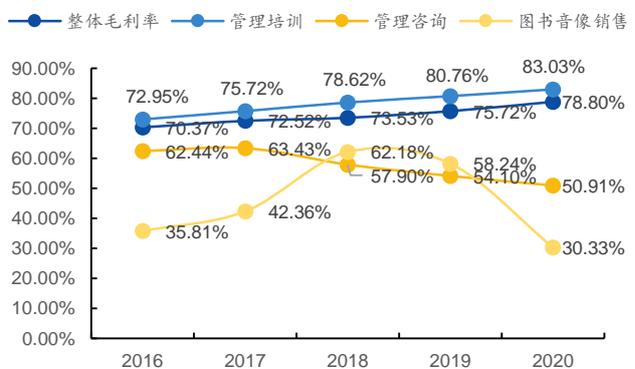
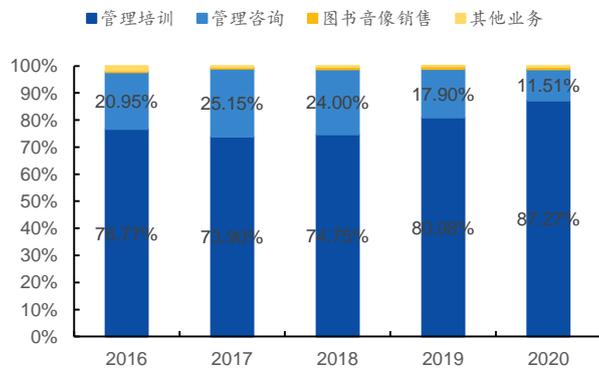
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

管理培训业务贡献主要营收，公司整体综合毛利率持续上行。从公司营收占比来看，2016-2020 年管理培训业务占主要比重，并且占比持续扩大，至 2021H1，管理培训业务收入为 2.14 亿，占总收入比重为 88.6%。公司整体毛利率水平持续提升，2020 年达到 78.8%，主要是由于公司逐步提高培训业务课程的实际售价，同时逐步启用自有房产“花瓣大楼”作为培训场所，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，差旅食宿、会务场地费等支出得以有效控制，管理培训业务毛利率稳定增长，从而带动公司整体毛利率的提升，而管理咨询和图书销售业务由于疫情影响呈现一定波动。

图 9：2016-2020 年主营业务收入拆分

图 10：2016-2020 年分业务毛利率



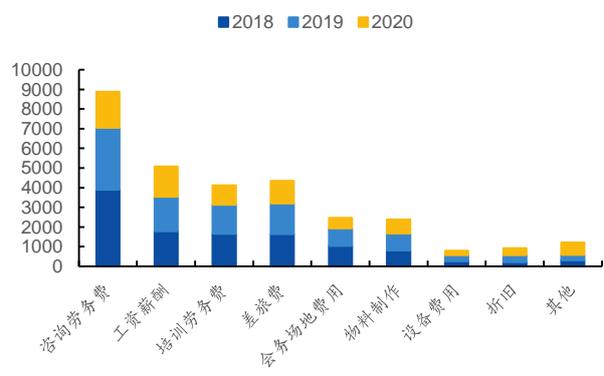
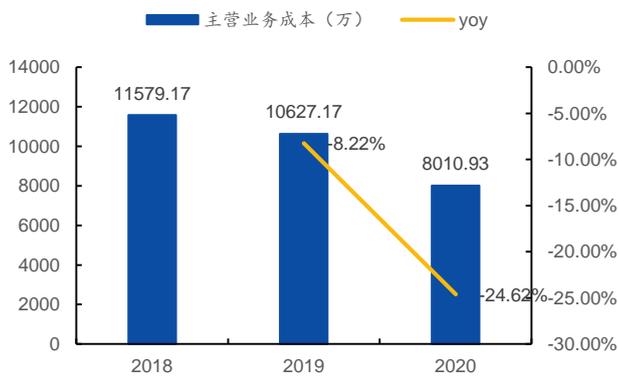
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司提高单课次参训分数，优化主营业务成本控制。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。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。2018-2020 年公司营业成本呈现逐年下降，主要因为在培训业务，公司提高主要课程班额规模，平均单次课程参训人数增加，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。咨询业务方面，2019 年以来公司的咨询项目数量减少，外购咨询劳务支出降低。2020 年受到新冠肺炎疫情影响，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。

图 11：2018-2020 年主营业务成本及增速

图 12：2018-2020 年主营业务成本拆分（万）

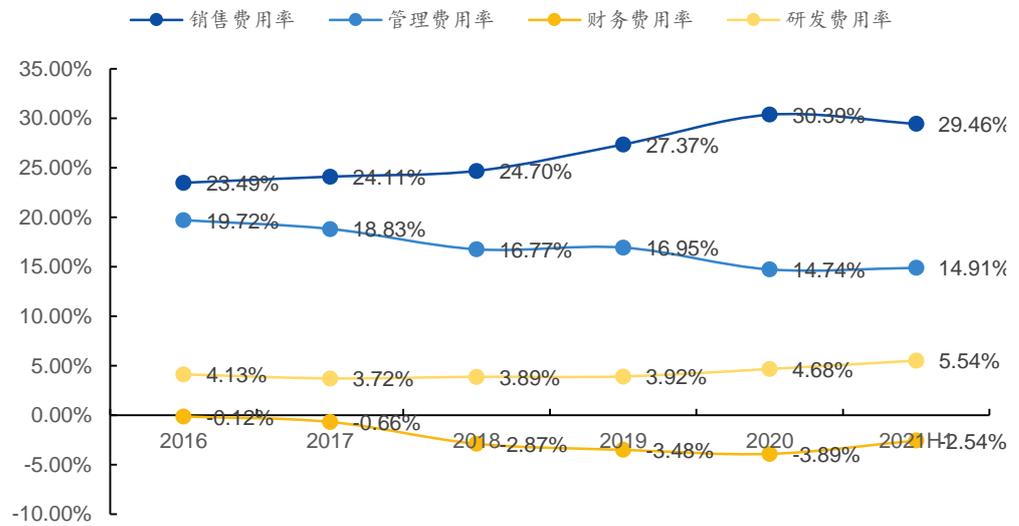


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司整体期间费用率保持稳定，销售费用率有所上升。2018 年-2020 年，公司期间费用率从 42.49% 小幅上升至 45.93%。其中销售费用率随公司业务规模扩大同步增加，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 年则受疫情影响，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。公司管理费用率逐年降低，一方面是公司在提高管理人员效率过程中严格执行相关绩效考核，中层及普通管理人员队伍得到适当精简，另一方面疫情影响下，中高层管理人员的绩效薪酬有所降低，且年会、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。研发费用率小幅上升，主要为公司加大对各类管理课程研发，以及内部信息系统、中后台、线上 APP 等 IT 系统研发力度，用以提升教学服务质量。

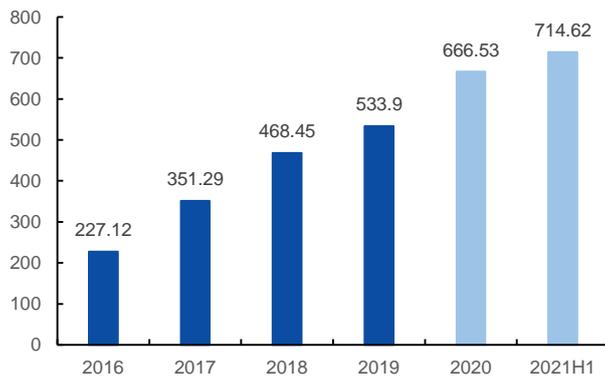
图 13: 2016-21H1 公司期间费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

业务收费采用预收款模式，经营活动现金流较为健康。根据管理培训行业惯例，客户需要在消费管理培训服务或管理咨询服务前缴纳全额的培训款或咨询款，在完成相应的培训课程或咨询服务后确认营业收入。2016-2021H1，公司合同负债及其他流动负债呈现稳步增长（2019年及之前年份为预收账款），在2020Q1受到疫情影响无法正常拓展业务的情况下，2020合同负债依然较19年同增20%，先行显示出公司随着疫情影响逐步消除的情况下业务将开始逐步恢复正常。

图 14: 2016-2021H1 公司预收款项情况（百万）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注:2016-2019年为预收账款，2020年、2021H1为合同负债+其他流动负债

图 15: 2016-2021H1 公司经营性现金流

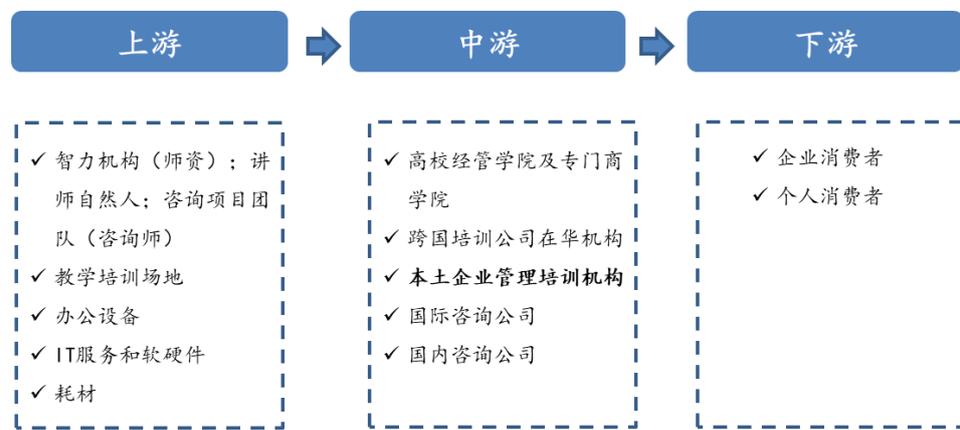


资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.行业概况：管理培训需求扩大，头部梯队集中度有望提升

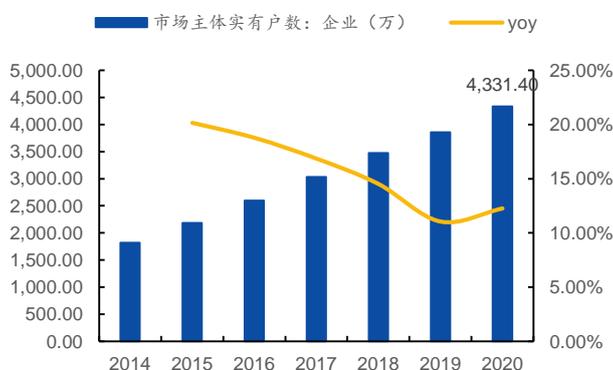
从企业管理培训和咨询行业产业链来看，上游主要为人力资源（智力机构、讲师、咨询师等），竞争充分，议价能力较弱。由于讲师创业成本较高以及大部分讲师的可替换性，公司能够为讲师提供更为便利的授课环境和服务进而与讲师形成绑定。下游直接面对中小企业及个人消费者，其中中小企业是绝对需求主力。根据中国产业调研网的研究，占中国企业数量 99.80%的中小企业需求占整个企业管理培训市场总量的 96.10%，尽管大型企业在管理培训方面的投入远高于中小企业，但由于中小企业数量众多，其需求仍然占据市场的绝对主体，截止 2020 年底，我国市场主体中企业达到 4331.4 万家，随着企业发展需求管理培训市场将进一步扩大。从企业管理培训市场的行业分布结构看，流通业占市场总量的 37.8%，制造业占 29.1%，金融及商务服务业占 14.3%，合计占 81.2%。

图 16：公司所处产业链



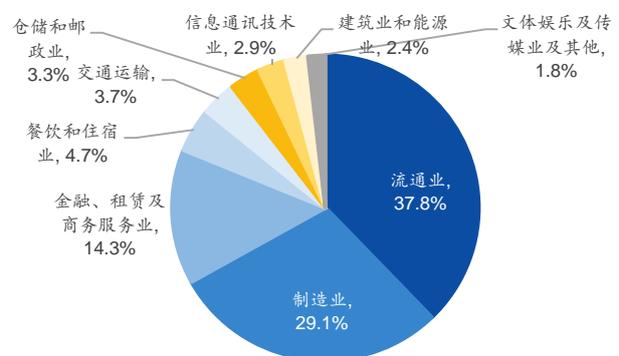
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 17：2014-2020 年我国市场主体实有户数（企业）



资料来源：国家工商总局，国元证券研究所

图 18：企业管理培训市场的行业分布结构



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

3.1 管理培训：呈现“大市场+低集中度”，22 年规模有望突破 5000 亿

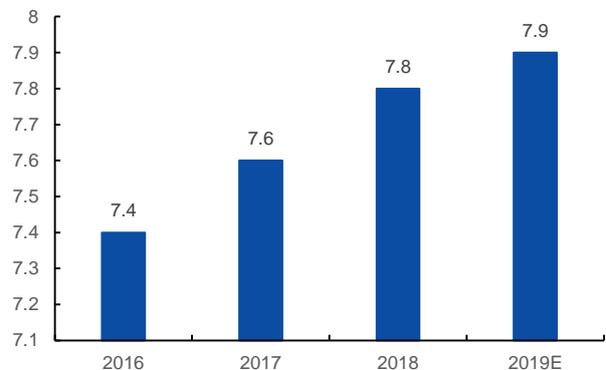
管理培训行业 2022 年市场规模有望达到 5392 亿。我国自改革开放后逐步引进现代企业管理培训的理念，初期主要以开阔视野、解读宏观形势及一些现代管理知识和理论的基础教育为主。至 90 年代，我国建立现代企业制度，开始大规模、成建制地进行现代工商管理教育活动，大学陆续开设工商管理学科，企业内部的培训职能开始细化，岗位培训项目逐渐规范化。2010 年以后，我国管理培训业务开始规模化，企业管理培训服务提供商逐步成型，行业呈现高速增长。根据中研普华数据，截止 2018 年，国内管理培训行业企业数量约 7.8 万家，行业市场规模约 3024 亿元，2015 年-2018 年，行业市场规模复合增长率达 18.44%，预计至 2022 年市场规模有望接近 5400 亿元。

图 19：我国管理培训行业市场规模

图 20：我国管理培训行业企业数量（万家）



资料来源：中研普华，国元证券研究所



资料来源：中研普华，国元证券研究所

呈现“大市场+低集中度”特征，一梯队逐渐形成但市占率仍有待提升。一方面，成立一家经营性管理培训公司只需按一般流程进行工商注册且进入该行业无需大量的资金支持，管理培训行业进入门槛较低，导致市场上培训机构众多，但整体上规模普遍较小，同质化竞争较为明显，市场集中度较低。另一方面，咨询与培训有相互渗透、融合趋势，管理培训行业主要参与者中除了高校经管学院、跨国公司在华培训机构、本土培训机构以外，国内外咨询公司如麦肯锡、罗兰贝格等也在最近几年也相继成立商学院，陆续布局管理培训市场，咨询巨头的进入有望加速行业洗牌。目前，国内企业管理培训行业的参与方主要可以划分为高等院校商学院、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，其中以行动教育、创业黑马等为代表的管理培训企业凭借教学质量和品牌效应建立竞争优势，年收入超亿元，规模上与一般培训机构拉开距离，逐渐形成一梯队，但占整体市场份额比例仍然较低，未来头部企业有望凭借积累的品牌效应、客户资源等竞争优势提高市占率，推动行业集中度提升。

表 2：管理培训行业主要参与者

类型	行业代表	项目
高校经管学院及专门商学院	长江商学院/浙大管理学院/交大安泰	总裁班/MBA/EMBA
跨国培训公司在华机构	华制国际/众行集团	美国标杆学习之旅/日本丰田标杆学习
本土企业管理培训机构	行动教育/创业黑马/聚成股份	内训/通用课程
国际咨询公司	BCG/罗兰贝格/麦肯锡	内训/定制化/通用课程/行业课程
国内咨询公司	和君咨询/北大纵横/新华信	定制化/私董会/游学

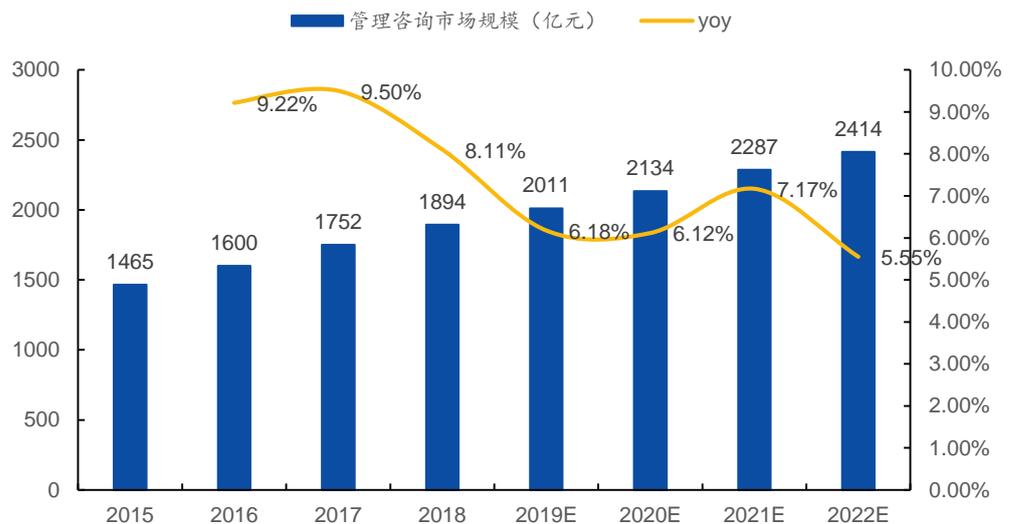
资料来源：招股说明书、公司官网，国元证券研究所

3.2 管理咨询：本土企业差异化布局，22 年市场规模预计近 2500 亿

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。管理咨询服务最早出现于美国，当时主要是帮助制造企业提高生产率和作业效率。我国管理咨询行业开始于 70 年代，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。直到 90 年代初，民营的咨询公司才开始出现，这个时期的咨询公司主要以向客户提供“点子”的方式经营。到了 90 年代中期，随着中国市场的进一步开放，外国公司陆续在中国投资，罗兰贝格、麦肯锡、埃森哲等知名跨国咨询公司也追随客户进入中国，中国咨询业开始逐步向职业化、规范化发展。

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 1894 亿元，同比增长了 8.11%，预计至 2022 年，市场规模有望达到约 2414 亿。

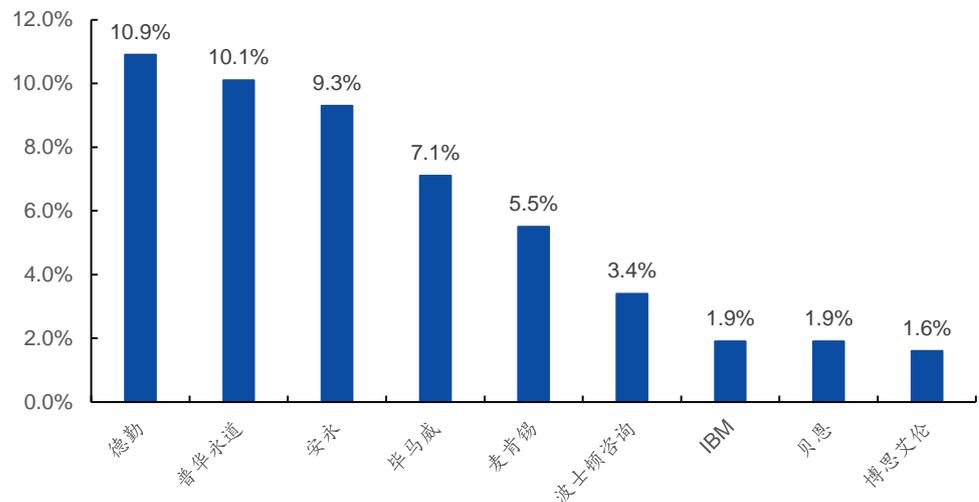
图 21：管理咨询行业市场规模



资料来源：IBIS World、中研普华，国元证券研究所

国内与国际咨询公司仍存在差距，小而精成就差异化优势。国内咨询行业市场参与者主要是埃森哲、麦肯锡、波士顿咨询等为代表的跨国咨询公司以及君智、华与华、索象等为代表的大陆本土咨询公司。根据服务范畴的不同，管理咨询行业又可细分为战略咨询、IT咨询、运营咨询、人力资源咨询、财务咨询。传统的大型管理咨询公司具备全方位的服务能力，在全球范围内有具有主导地位。具体来看，目前国内外咨询公司的差距主要体现在知识数据积累、全球化服务能力、人才梯队建设以及研究能力上，这些差距在服务大型客户时更为明显。相比之下，国内咨询公司往往专注于某一特定领域，并且可以提供更接地气的服务和更具性价比的价格，在国际咨询公司无法覆盖的中小企业领域形成差异化优势。

图 22：全球 TOP10 公司咨询行业市场占率



资料来源：Gartner，国元证券研究所

4. 公司分析：品牌、师资、营销构建核心竞争力，“一体两翼”战略助力公司成长

4.1 先发优势构筑品牌护城河

公司进入行业时间较早，凭借“一米宽，一公里深”的服务理念，持续深耕管理培训，在品牌口碑、校友资源等方面相较行业后进入者积累了较为明显的先发优势并形成壁垒，具体体现在四个方面：

1) **品牌效应**：行动教育通过 15 年时间积累经营口碑，使其成为值得客户信赖的管理培训品牌，并与客户保持着持久的关系。在管理培训市场参与者数量众多的背景下，良好的口碑和品牌形象使公司在开拓新市场、获取新客户时优势明显；

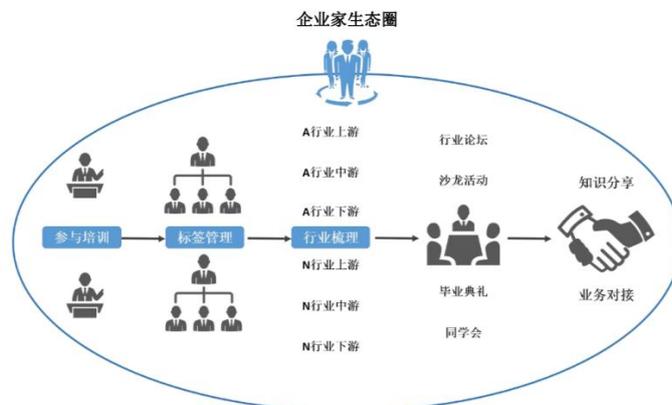
图 23：部分知名企业家学员对课程的评价



资料来源：公司网站、公众号，国元证券研究所

2) **客户资源**：公司所处的企业管理培训、咨询行业具有需求生命周期长，转介、复购率高的特征。以埃森哲为例，截止 2020 年末，公司前 100 客户中有 97 个客户与公司合作时间超过十年。行动教育自成立以来已累计为约 7 万多家企业、15 万位企业家提供过管理培训、咨询方面的服务，过去十多年销售端客户增量主要来自内生的老客户复购和转介绍，复购+转介绍率合计超过 85%，客户资源优势明显；

图 24：企业家生态圈



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

3) **校友资源**: 企业管理培训有别于学历教育培训, 除却提升企业管理能力的需求外, 客户往往还期望在培训过程中拓展交际圈, 积累人脉。因此, 校友资源成了客户选择管理培训品牌时的一个重要考量点。根据招股说明书, 公司未来将对企业家客户行业属性进行梳理, 并进行统一标签统计管理, 根据行业上下游链条关系, 挖掘企业家间潜在业务资源对接机会, 鼓励企业家参与行业论坛、访学活动、同学会, 由此促进企业家之间业务对接、资源共享, 打造企业家共赢生态圈。目前行动教育校友已遍布全球 38 个国家, 国内外共成立 40 家地方校友会, 累计校友超过 5000 人, 平台人脉价值突出;

图 25: 校友会概况



资料来源: 公司网站, 国元证券研究所

图 26: 校友访学活动



资料来源: 公司网站, 国元证券研究所

4) **课程积淀**: 公司在成立之初就将核心确立为实效教育, 从民营企业家的实际需求出发, 以实效检验为导向不断打磨课程。以王牌课程《浓缩 EMBA》(赢利模式) 为例, 15 年来已累计开讲 400 余期; 此外, 公司建立了系统性的课程研发团队, 由公司内部的教学、推广、研发专家组成, 还积极与其他企业和专家进行课程的合作开发, 课程内容持续升级、改进, 累计更新迭代超过 10 个版本。

4.2 内部培养+外部合作, 建立完善师资体系

公司通过内部培养+外部合作的形式搭建优秀的讲师团队。企业管理培训、咨询行业是重人力资本行业, 产业链上游主要为讲师和咨询师等人力资源, 因此企业规模和持续盈利能力受人员产能、人员素质制约。区别于高等院校和一般培训机构, 公司的管理培训课程更注重实效, 公司通过内部培养+外部合作的形式搭建了一支优秀的讲师及研发技术人员团队, 包括李践、付小平、陈军、张晓岚、罗伯特·卡普兰等行业知名讲师, 此外, 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。导师普遍在各自授课领域有过多年的实务操作经验, 保证了企业管理培训课程的实效性。

截止 2020 年末，公司有讲师及研发技术人员 77 人，主要外部讲师 9 人。待遇方面，公司鼓励优秀讲师做咨询服务，课程作为引流手段，咨询服务补足收入，实现互利共赢。

图 27：公司引入的部分名师

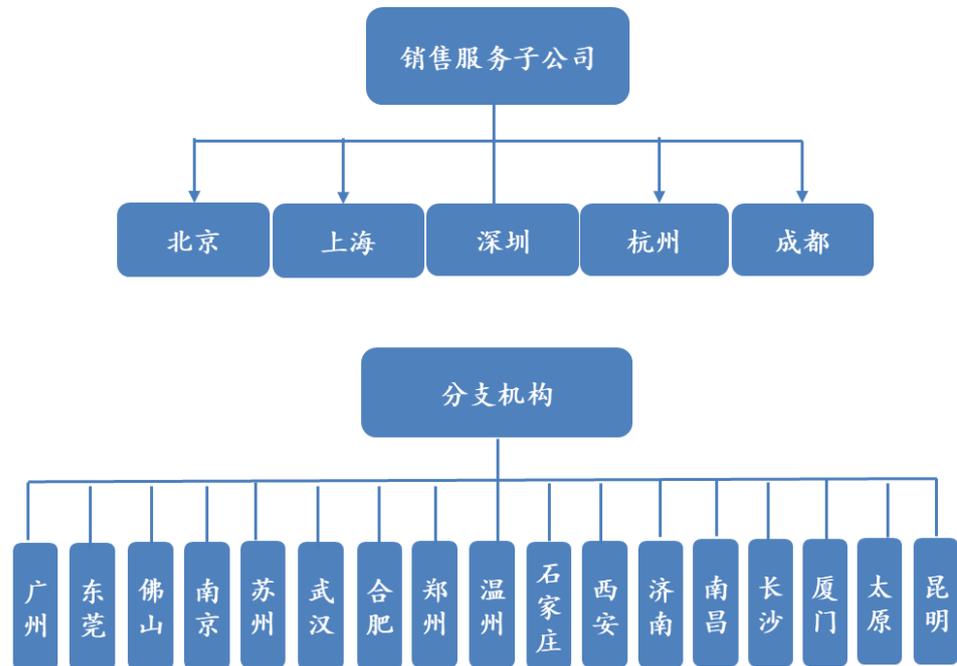
<p>罗伯特·卡普兰</p> <p>《战略创新》主讲导师 平衡计分卡创始人 哈佛大学王瑞教授</p> 	<p>宋志平</p> <p>《经营方略》主讲导师 中国上市公司协会会长 中国企业改革与发展研究会会长 曾带领中国建材集团和国药集团走进世界500强 中国企业思想家</p> 	<p>陈军</p> <p>《大营销管控》主讲导师 中国大营销管控创立者 顺丰速运集团原营销副总裁</p> 
<p>巴里·Z·波斯纳</p> <p>《领导力》主讲导师 国际著名领导力导师 全球畅销名作《领导力》作者</p> 	<p>熊启明</p> <p>《企业大学》主讲导师 企业大学研究中心资深专家 香格里拉商学院原执行院长</p> 	<p>李仙</p> <p>《股权设计》主讲导师 Tom户外传媒原北、上、广总经理 五项管理公司总裁</p> 
<p>帕特里克·莱格朗德</p> <p>《金融创新》主讲导师 巴黎高等商学院金融教授 超25年财务金融实战经验 香港、伦敦及巴黎多家投行总经理</p> 	<p>江竹兵</p> <p>《机制设计》主讲导师 英国C&G国际培训师 行动教育首席绩效导师</p> 	<p>李践</p> <p>《招才选将》主讲导师 行动教育董事长兼CEO 香港“紫荆花杯”杰出企业家</p> 
<p>朱民</p> <p>《经济学》主讲导师 国际货币基金组织原全球副总裁 中国人民银行原副行长 连续20年出席达沃斯，共话世界经济</p> 	<p>付小平</p> <p>《大财务管控》主讲导师 复星集团原财务总监 中国注册会计师</p> 	

资料来源：公司网站，国元证券研究所

4.3 搭建覆盖全国的成熟服务及营销网络

截止 2020 年末，公司共有控股子公司 7 家，分支机构 17 家，校区 28 个，销售人员 534 人。销售能力是推动管理培训企业发展的一个关键因素。公司在北京、深圳、上海、杭州、成都分别设立了销售服务子公司；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。另根据招股说明书，公司计划未来两至三年，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，结合上海总部的区域培训中心，分别辐射华东、华北、华南、华中和西南的培训市场。

图 28：行动教育营销网络



资料来源：招股说明书、公司网站，国元证券研究所

4.4 管理咨询、投资业务静待花开

公司加大投入数字化商学院，抢占企业数字化风口，未来有望实现培训在前、咨询在后双轮驱动。咨询与培训的本质都是帮助企业提升管理水平，行业内具备实力的企业大多同时提供管理培训和管理咨询服务。由于公司在培训课程积累的客户资源足够多，公司在发展咨询业务时具有天然的优势。今年以来，公司加大力度投入数字化咨询建设，打造数字化商学院，帮助企业建立数字化营销、客户关系管理、人力资源系统。目前，海大股份、双枪股份已经引入公司的数字化商学院，用来打造企业职业培训体系。同时，与专注税务领域的国瑞税务咨询达成合作协议，结合公司的客户资源优势与国瑞咨询在税务领域的专业优势，形成优势互补。根据 Gartner 数据，预计 2022 全球 IT 支出将达到 4.3 万亿美金，较 2021 年同比增长 5.5%，细分来看，企业软件支出同比增速最快，2020-2022 平均增速达到 10.6%。未来公司数字化咨询平台有望充分受益于企业数字化加速，实现培训、咨询双轮驱动。

手握客户资源，聚焦优质中小企业 Pre-IPO 阶段，加大股权投资。公司服务超 7 万家中小民营企业，其中约 70% 为规模在 1 亿-10 亿之间，其中不乏具备上市潜力的优质企业，2020 年公司学员中上市企业数量超过十家。公司已经投资 2 亿元成立私募股权基金，主要聚焦于投资处于 Pre-IPO 阶段的优质企业，随着北交所成立等政策的积极影响，未来有望成为公司业务的新增长点。

5. 盈利预测与投资建议

公司二十年持续深耕企业管理培训和管理咨询行业，坚持“一体两翼”发展战略，在品牌、师资、营销等方面形成核心竞争优势，数字化商学院产品以及投资业务已实现初步发展和突破，未来有望为公司业务带来新增长点。2016-2019年，公司业务保持增长稳健，20年收到疫情影响导致业绩下滑。目前疫情影响正在逐步消除，虽然21年Q1和Q3受到疫情反复影响，但整体上公司业务正在回归常态化。结合对各项业务进行拆分，我们预计21-23年公司营业收入分别为5.52/7.25/8.72亿元，同比增长45.70%/31.38%/20.25%。

表 3：公司收入拆分表

	2020	2021E	2022E	2023E
管理培训				
收入（百万元）	330.46	485.56	640.80	774.66
增长率（%）	-6.97%	46.93%	31.97%	20.89%
毛利率（%）	83.03%	83.00%	84.00%	85.00%
管理咨询				
收入（百万元）	43.57	62.00	79.50	92.00
增长率（%）	-44.51%	42.29%	28.23%	15.72%
毛利率（%）	50.91%	51.00%	51.50%	52.00%
图书音像制品				
收入（百万元）	3.80	4.18	4.60	5.06
增长率（%）	-15.01%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	30.33%	58.00%	60.00%	62.00%
总计				
收入（百万元）	378.68	551.74	724.90	871.72
增长率（%）	-13.67%	45.70%	31.38%	20.25%
毛利率（%）	78.80%	79.21%	80.28%	81.38%

资料来源：国元证券研究所

选取传智教育、中公教育作为同行业可比公司，2021-2023年可比公司估值均值为49x/33x/27x。考虑到公司作为稀缺的企业管理培训行业上市标的，市场知名度较高，并且积累了较为明显的竞争优势，预计2021-2023年实现归母净利润1.64/2.08/2.57亿元，EPS1.94/2.47/3.05元/股，对应PE24x/19x/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (百万)	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
003032.SZ	传智教育	23.44	9,433.37	0.18	0.33	0.51	0.63	130.22	71.03	45.96	37.21
002607.SZ	中公教育	11.08	68,334.79	0.37	0.40	0.54	0.70	29.95	27.70	20.52	15.83
平均									49.37	33.24	26.52

资料来源：wind，国元证券研究所 注：可比公司预测值采用wind一致预期，收盘价日期为2021.10.21

6.风险提示

疫情导致线下课程无法开展、课程产品招生人数不达预期、优秀讲师流失等风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	730.02	933.83	923.92	913.71	990.18
现金	712.89	905.38	300.16	281.15	350.58
应收账款	0.34	0.02	0.00	0.00	0.00
其他应收款	2.51	1.99	2.73	3.85	4.51
预付账款	10.36	17.19	14.19	20.73	26.12
存货	1.28	2.43	1.92	2.81	3.61
其他流动资产	2.63	6.82	604.92	605.17	605.36
非流动资产	244.67	241.14	382.23	520.60	650.54
长期投资	0.50	0.90	0.90	0.90	0.90
固定资产	195.68	186.51	251.67	350.21	462.16
无形资产	0.34	0.93	0.94	0.99	1.06
其他非流动资产	48.15	52.82	128.72	168.50	186.43
资产总计	974.68	1174.97	1306.15	1434.31	1640.72
流动负债	590.56	720.50	814.97	810.51	785.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	11.77	9.14	13.06	16.27	18.48
其他流动负债	578.79	711.36	801.92	794.23	767.01
非流动负债	2.58	4.13	4.13	4.13	4.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.58	4.13	4.13	4.13	4.13
负债合计	593.14	724.62	819.10	814.63	789.62
少数股东权益	5.01	3.56	6.18	9.51	13.62
股本	63.25	63.25	84.34	84.34	84.34
资本公积	8.35	8.35	539.84	539.84	539.84
留存收益	297.94	363.55	468.05	676.35	933.66
归属母公司股东权益	376.54	446.79	1103.87	1312.17	1569.49
负债和股东权益	974.68	1174.97	1929.15	2136.31	2372.72

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	183.29	189.37	-291.92	203.63	242.32
净利润	121.69	108.45	166.15	211.63	261.43
折旧摊销	10.62	13.70	14.18	18.27	23.60
财务费用	-15.25	-14.72	-18.08	-8.72	-9.48
投资损失	-2.15	-1.18	-3.08	-2.00	-2.00
营运资金变动	52.66	69.28	98.26	-15.55	-31.23
其他经营现金流	15.71	13.84	-549.36	0.00	0.00
投资活动现金流	-20.60	-3.45	-824.92	-231.36	-182.36
资本支出	22.65	4.27	180.00	180.00	180.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	2.04	0.82	-644.92	-51.36	-2.36
筹资活动现金流	-27.85	-44.29	511.62	8.72	9.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	21.09	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	531.49	0.00	0.00
其他筹资现金流	-27.85	-44.29	-40.96	8.72	9.48
现金净增加额	134.84	141.63	-605.22	-19.01	69.43

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	438.65	378.68	551.74	724.90	871.72
营业成本	106.51	80.27	114.68	142.93	162.28
营业税金及附加	2.71	2.97	4.33	5.69	6.84
营业费用	120.07	115.07	162.76	210.22	252.80
管理费用	74.35	55.83	82.76	106.56	126.40
研发费用	17.21	17.73	25.38	29.00	34.87
财务费用	-15.25	-14.72	-18.08	-8.72	-9.48
资产减值损失	-0.11	0.10	0.10	0.10	0.10
公允价值变动收益	0.00	0.00	5.36	0.00	0.00
投资净收益	2.15	1.18	3.08	2.00	2.00
营业利润	142.82	128.96	194.96	248.19	306.61
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	195.02	248.39	306.84
所得税	21.24	20.95	28.86	36.76	45.41
净利润	121.69	108.45	166.15	211.63	261.43
少数股东损益	3.74	1.73	2.61	3.33	4.11
归属母公司净利润	117.95	106.72	163.54	208.30	257.32
EBITDA	138.20	127.94	191.06	257.74	320.73
EPS (元)	1.86	1.69	1.94	2.47	3.05

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	0.22	-13.67	45.70	31.38	20.25
营业利润(%)	5.67	-9.71	51.19	27.30	23.54
归属母公司净利润(%)	4.21	-9.52	53.24	27.37	23.53
获利能力					
毛利率(%)	75.72	78.80	79.21	80.28	81.38
净利率(%)	26.89	28.18	29.64	28.74	29.52
ROE(%)	31.32	23.89	14.82	15.87	16.39
ROIC(%)	-31.47	-20.09	-34.75	-72.94	-213.53
偿债能力					
资产负债率(%)	60.85	61.67	42.46	38.13	33.28
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.24	1.30	1.13	1.13	1.26
速动比率	1.23	1.29	1.13	1.12	1.26
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.35	0.44	0.53	0.57
应收账款周转率	2449.35	2131.58	59714.74	-	-
应付账款周转率	10.25	7.68	10.33	9.74	9.34
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.27	1.94	2.47	3.05
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	2.25	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.46	5.30	13.09	15.56	18.61
估值比率					
P/E	32.91	36.38	23.74	18.64	15.09
P/B	10.31	8.69	3.52	2.96	2.47
EV/EBITDA	21.29	23.00	15.40	11.42	9.17

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188