

解决企业“四大痛点”，只教“实务”的“企业大学”

2022 年 02 月 27 日

➤ **行动教育主业为企业家管理培训。**公司创立于 2006 年，核心业务为线下 EMBA 系列课程，目标客户群为民营企业管理层。具体分为“浓缩 EMBA”及“校长 EMBA”。

“浓缩 EMBA”为公司授课团队在全国范围内巡回授课，年均授课 30-40 场，授课时长为“三天两夜”，报名费为 2.98 万元/人。“校长 EMBA”为集中授课，课程周期为 6-8 个月，报名费为 29.8 万元/人，年均开课约十几期。截至 2021 年底行动教育已经累计服务 13 万名企业学员，7 万家企业。董事长李践是公司的创始人，自 1992 年起便投身于创业及商学培训，管理经验极为丰富，是公司的核心讲师。公司核心高管均有多年一线培训或实业工作经验，对行动教育的商业模式、价值观以及课程设置均高度认可。

➤ **收入利润稳定提升，合同负债储备丰富。**公司 2016-2018 年营收年 CAGR 达 29.42%；归母净利润年 CAGR 达 31.36%。2020 年受疫情影响，公司营收为 3.79 亿元（yoy-13.67%），归母净利润 1.07 亿元（yoy-9.52%）。2021 年业务全面复苏，据公司 2021 年业绩预告显示，2021 年公司营收约为 5.2-5.5 亿（yoy+37%-45%），归母净利润约为 1.59-1.79 亿元（yoy+50%-69%）。受业务模式影响，合同负债是公司营收变动的风向标，公司合同负债近几个季度环比持续增长，2021 年三季度末金额达到 7.12 亿元，预示了公司较强的收入储备。

➤ **管理培训市场已为数千亿级别“赛道”，企业家管理培训契合国家战略需求。**我国管理培训市场需求旺盛，中研普华预计 2022 年我国管培市场规模将达 5292 亿元。当前市场上仍未出现具备明显规模效应的管理培训企业。工商总局数据显示，我国个体工商户登记数 2020 年的累计登记值已达到约 9300 万户。当前我国经济稳步增长，中小企业发展趋势积极向上，这是行动教育业务的肥沃土壤。2014 年后，中国中央办公厅、国务院、全国人大常委会等机构相继发表重要政策，强调企业经营管理人才培训的重要性。我们认为管理培训是提升企业运营效率的有效手段，与我国当前经济发展的要求较为契合。

➤ **我们认为行动教育的商业模式，可以解决中小民营企业管理者在商学培训学习上的四大痛点：**
痛点一：想要学习更务实的技能方法。目前国内部分商学院强调个人对理论案例的学习以及认知提升，弱于企业管理实操教育。行动教育的课程设置重点解决管理中的实际问题，包括企业战略、财务、组织架构搭建、股权激励设置、招聘计划、营销系统搭建等课程，学员可以直接将学习内容转化为自己的操作。
痛点二：想要以低成本学习商业培训课程。行动教育的核心课程浓缩 EMBA 仅报价 3.58 万元，授课时长较短，浓缩 EMBA 没有学历及工作年限要求，大幅降低了商学培训门槛。
痛点三：在公司所在地获得持续辅导。大部分的商学培训机构采用在总部集中授课的方式开课。行动教育则是通过“异地办学与总部办学相结合”及“全国建立分公司”解决后续辅导问题。
痛点四：想要知道其他企业家在学什么。行动教育正在打造企业家生态圈，帮助中小企业管理者解决“别人正在学什么”的问题，即打造企业家圈子内的“鲶鱼效应”。

➤ **远期看点：公司已搭建产业资金，主动跟投着眼潜力“新秀”。**公司已参设产业基金用以对部分学员企业进行 PreIPO 投资。如果公司能够完成对学员企业的上市前投资，且被投资企业成功上市，那么公司企业家生态圈有望加速发展。

➤ **投资建议：**行动教育课程更加实效，对企业效益的提升有更直接的帮助；国内中小型企业管理者数量众多，管理培训需求极为充足；公司企业家生态圈已现雏形。未来随着公司业务规模及学员数量的稳步提升，公司的口碑与品牌效应或继续提升一个台阶，从而形成“滚雪球”效应推动业绩前进，公司估值中枢也有望提升。公司正处于快速发展期，营收业绩均稳定增长，我们预测 2021-2023 年公司归母净利润为 1.62/2.13/2.73 亿元，同比增长 52.2%/31.0%/28.2%，当前市值对应 PE 为 26X/20X/16X，首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情反复至线下课程开展困难；讲师流失风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	379	537	704	919
增长率（%）	-13.7	41.7	31.3	30.5
归属母公司股东净利润（百万元）	107	162	213	273
增长率（%）	-9.5	52.2	31.0	28.2
每股收益（元）	1.69	1.93	2.52	3.23
PE	30	26	20	16
PB	7.2	3.7	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 2 月 25 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

49.37 元



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师：辛泽熙

执业证号：S0100521100001

电话：021-80508866

邮箱：xinzexi@mszq.com

相关研究

目录

1 行动教育：教授企业如何运营成长的实效商学院	3
1.1 “浓缩 EMBA+校长 EMBA”双轮驱动，管理培训构建业务基础	3
1.2 董事长为公司灵魂人物，履历丰富拥有多年商学管理培训经验	5
1.3 客户数及客单价均稳定提升，2021 逐步走出疫情影响	7
1.4 营收利润近年均高速增长，合同负债储备丰富	9
2 核心亮点：行动教育解决了中小民营企业在商学管理培训上的四大痛点	13
2.1 痛点一：想要学习更务实的技能方法	13
2.2 痛点二：想要以低成本学习商业培训课程	16
2.3 痛点三：想要在公司所在地获得持续辅导	20
2.4 痛点四：想要知道其他企业家在学什么	21
3 盈利预测：“市场大+营收稳”，当前估值具备配置价值，首次覆盖给予“推荐”评级	24
3.1 中短期看点：管理培训市场已为千亿级别“赛道”，发展管理培训契合国家战略需求	24
3.2 远期看点：行动教育已搭建产业资金，主动跟投着眼潜力“新秀”	26
3.3 营收或将稳定增长，疫情管控常态化背景下利润逐步修复	26
3.4 投资建议：公司为中小企业的有效“管理支撑”，估值中枢有望提升，首次覆盖给予“推荐”评级	32
4 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	35

1 行动教育：教授企业如何运营成长的实效商学院

1.1 “浓缩 EMBA+校长 EMBA” 双轮驱动，管理培训构

建业务基础

行动教育是一家以企业家管理培训为主业的教育咨询类公司,创立于 2006 年。公司的管理培训分为公开课（EMBA 系列）与企业内训，前者的受众是中小企业家,课程以付费参加公开课的形式为主；企业内训则为行动教育通过上门或线上的方式,为特定企业进行内部培训。在培训以外,行动教育也为企业提供咨询业务，主要包括一般管理咨询业务及孵化器业务。因为咨询类业务需要企业客户对公司具备一定的信任，所以行动教育的咨询类业务往往是培训类业务的延伸。

表 1：行动教育业务体系情况

业务大类	业务小类	具体业务类别
管理培训	公开课	精品公开课论坛公开课
	企业内训	在线课程
管理咨询	一般管理咨询业务	企业内训
	孵化器服务业务	财务类咨询、营销类咨询、绩效类咨询、商学院建设等
		孵化器服务

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 1：公司部分企业客户一览



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司最核心的业务是线下公开课中的 EMBA 系列课程,具体分为“浓缩 EMBA”及“校长 EMBA”。

“浓缩 EMBA”是公司最主要的授课方式，课程内涵为将原本需要进行半年甚至一年的 EMBA 课程浓缩为培训期间仅为“三天两夜”的短期课程，主讲内容

为战略、预算、绩效、人员、组织架构等“十大模块”，主要针对企业发展及管理中的问题进行分析探讨，并给出明确解决方法，主讲人为行动教育董事长简 CEO 李践及其他导师。

行动教育浓缩 EMBA 采取全国开课，按期开课的方式开展。具体形式是公司会在全国分校所在地进行课程排期，并接受报名，公司负责授课的导师会到各个课程所在地进行授课。目前浓缩 EMBA 的课程收费为 35800 元/人，开课 15 年来已经累积开讲超过 410 期，每期学员数量约为数百人。

图 2：行动教育“浓缩 EMBA”10 大模块基本情况



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 3：浓缩 EMBA 授课现场



资料来源：公司官网，民生证券研究院

校长 EMBA 是公司另一拳头产品，开课形式为按期开办、统一招生、班级授课。课程内涵为每个企业的负责人本质都应该是一所学校的校长。该课程是将浓缩 EMBA 在内的十门精品公开课打包汇总，从而体系化培训输出类似于传统 MBA 或 EMBA 的课程。校长 EMBA 开课时间较长，可长达数月甚至一年，每期学员数量较少约为几十人至一百余人，约为一个班级的体量，其中大部分学员是有浓缩 EMBA 转化而来。校长 EMBA 学费高于浓缩 EMBA，主讲人为董事长李践及其他外聘专家。校长 EMBA 上课地址为公司在上海的花瓣楼总部，这主要是为了能够使学员在学习过程中形成“校园”的认知，从而对所学内容产生更深理解。截止 2021 年底，校长 EMBA 已经开办了超过 50 期。

图 4：行动教育校长 EMBA 课程基本情况



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 5：“校长 EMBA” 教学环境



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 6：“校长 EMBA” 授课现场



资料来源：公司官网，民生证券研究院

据公司公告披露，截至 2021 年底行动教育已经累计服务 13 万名企业学员，7 万家企业，其中包括西贝餐饮、顾家家居、名创优品、郑远元、百果园、恒顺醋业等行业知名公司，学员整体对公司评价较高。

图 7：行动教育部分学员对行动教育的评价情况



资料来源：公司官网，民生证券研究院

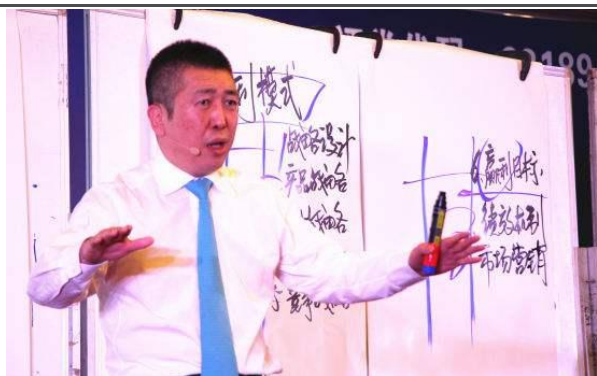
1.2 董事长为公司灵魂人物，履历丰富拥有多年商学管理培训经验

行动教育董事长李践先生是公司的创始人，也是“浓缩 EMBA”的核心讲师，李践先生社会经验较为丰富，拥有多年商学管理培训经验。李践出生于 1965 年，于 1987 年创办了中国第一个跆拳道组织——昆明跆拳道协会，1989 年出版了我国跆拳道运动第一本专著《跆拳道》。1993 年应邀访问韩国，接受韩国国防部及体育总会颁发的勋章和证书——“跆拳道国际传播优秀金质奖章”，被称为“中国跆拳道

运动第一人”。

1992 年李践以合伙人身份创办了昆明风驰传媒有限公司。风驰传媒发展迅速，据公司官方微博账号显示，风驰传媒于 2000 年成为云南省民营企业前三强，并被当地政府推荐为拟上市龙头，李践也于 2000 年荣获“紫荆花杯”杰出企业家成就奖。2000 年李嘉诚旗下 TOM 集团出资 2.78 亿收购风驰明星产业集团旗下子公司风驰传媒 49% 股份，风驰传媒成为 TOM 户外传媒集团在中国大陆的第一家子公司，李践被留任 TOM 风驰传媒董事长、CEO 兼 TOM 户外传媒集团副总裁；2003 年李践被委任 TOM 户外传媒 CEO；2006 年，新加坡报业控股(SPH)收购 TOM 户外媒体集团的 35% 股权。

图 8：行动教育董事长李践授课现场



资料来源：行动教育官方微博、百度百科，民生证券研究院

图 9：李践与李嘉诚共同参加活动现场



资料来源：行动教育官方微博、百度百科，民生证券研究院

据公司官方微博账号披露，董事长李践先生对创业过程中的体会及感悟做出总结，并于 2000 年出版了专著《做自己想做人》，2001 年起在全国范围内为青少年巡回演讲，并开始研发适合中国民营企业的《赢利模式》，2004 年 9 月推出了第一期《赢利模式》总裁高级研修班课程，在行动教育这个平台上讲授课程，开启了商学管理培训之路。2006 年，行动教育在上海注册成立，开启了实效商学教育的征途。

表 2：行动教育（及其前身）发展历程

时间	事件
2001 年	李践老师开始“做自己想做人”全国公益巡讲
2004 年	正式推出企业经营管理必修课《赢利模式》，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
2008 年	荣获“中国教育培训行业最具竞争力第一品牌”
2009 年	荣获“中国管理咨询行业最具影响力领军品牌”
2010 年	《赢利模式》荣获“最受创业家喜爱的十大精品课程-金犁奖”
2012 年	荣获国家高新技术企业认证
2013 年	确立“世界级实效商学院”战略定位
2014 年	推出校长 EMBA 课程，培养校长型企业家

2015 年	登陆新三板，成为中国管理教育第一股
2016 年	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	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，校址“花瓣大楼”正式启用
2018 年	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	成功举办第三届“9.9 企业家校长节”，推出“校长哲学班”。同年 3 月，行动在线商学院正式发布。
2020 年	4 月 15 日，在线 EMBA 2.0 正式发布
2021 年	4 月 21 日，行动教育登陆 A 股主板，成为中国管理教育领域首家上市公司

资料来源：公司官网，民生证券研究院

行动教育核心高管均有多年一线培训或实业工作经验，同时均在行动教育或关联公司工作多年，对行动教育的商业模式、价值观以及课程设置均高度认可。其中李仙、黄强均为公司当前的主力讲师，李仙负责教授《组织效率》及《股权设计》，黄强负责教授《赢利模式》（浓缩 EMBA）。

表 3：公司管理层主要高管履历概况

姓名	职务	简介
李践	董事长 总经理	1965 年出生，中国香港永久居民，研究生学历。1997 年至 2000 年，任昆明风驰明星信息产业有限责任公司总经理；2001 年至 2006 年，历任 TOM 户外传媒集团有限公司副总裁、总裁；2007 年至 2011 年月，任行动有限讲师；2011 年 11 月至今，任公司董事长；2013 年 2 月至今，兼任公司总经理。除上述职务外，李践先生还曾担任云南省政协委员，现兼任云南省总商会副会长等职务。
李仙	董事 副总经理	1972 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。2009 年，获得长江商学院 EMBA 学位。2001 年至 2003 年，历任昆明风驰传媒有限公司销售总监、媒介总监；2003 年至 2007 年，任 TOM 户外传媒集团有限公司上海分公司、北京分公司总经理；2011 年至 2016 年，任上海行动成功图书音像有限公司总经理；2011 年至 2012 年，任上海五项管理绩效咨询有限公司执行董事兼总经理；2014 年 7 月至今，任公司董事；2015 年 4 月至今，任公司副总经理。
杨林燕	董事 副总经理 董事会秘书	1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。2004 年至 2007 年，任上海汤姆国际户外传媒有限公司财务总监；2008 年至 2011 年，任上海行动成功图书音像有限公司副总经理兼财务总监；2011 年 6 月至今，任五项管理执行董事兼总经理；2015 年至今，任公司财务总监；2015 年至今，兼任公司董事；2016 年 1 月至 2016 年 4 月，代行公司董事会秘书职责；2016 年 4 月至今，兼任公司副总经理、董事会秘书。
黄强	副总经理	1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2007 年至 2009 年，任行动有限杭州分公司营销总监；2009 年至 2014 年，任行动有限合肥分公司营销总监；2014 年至今，历任公司营销管理中心总经理；2017 年至今，任公司副总经理。
罗逸	副总经理	1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2004 年至 2007 年，任海南卫虹医药电子商务有限公司技术经理；2007 年至 2008 年，任宁夏开元建筑有限公司技术经理；2008 年至 2017 年，历任公司 IT 运营中心经理、总监；2017 年至今，任公司副总经理。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

1.3 客户数及客单价均稳定提升，2021 逐步走出疫情影响

行动教育近年来客户数及营业收入均稳定提升，2019 年管理培训客户数

由 2018 年的 5127 家提升至 5319 家，客单价由 6.4 万元提升至 6.7 万元。2020 年受疫情突发影响，公司线下课程开办受到制约，因此课程数量有所下滑，当年管理培训客户数下滑至 4020 家，但是由于公司课程质量较好，市场好评度逐步提升，单客学习投入有所增长，因此公司客单价在 2020 年提升至 8.2 万元。管理咨询方面，因为咨询需要入驻企业进行一对一协同，因此该部分业务受疫情影响较培训而言更为明显。2021 年公司已经逐步走出疫情影响，有望实现营收客单价双提升。

表 4：行动教育客户数量及对应收入情况

服务项目	2018			2019			2020		
	客户数 (家)	收入 (百万元)	客单价 (万元)	客户数 (家)	收入 (百万元)	客单价 (万元)	客户数 (家)	收入 (百万元)	客单价 (万元)
管理培训	5,127	326.42	6.4	5,319	355.22	6.7	4,020	330.46	8.2
管理咨询	139	105.03	75.6	112	78.53	70.1	73	43.57	59.7
合计	-	431.45		-	433.74		-	374.03	

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

行动教育的核心客户是中小企业的管理人员，因此公司的客户集中度较低，客户分布上呈现出数量众多，但单个客户的交易规模相对较小的情况。2020 年公司客户数量占比最高的群体是客单价“1-5 万元”的学员，其次分别为客单价为“5-10 万元”以及“10-30 万元”的客户。2020 年虽然受到疫情影响，但是 10 万元以上的客户占比不断提升，占比由 2018 年的 19% 提升至 22.9%。

表 5：行动教育客户数量按收入区间分布情况

	2018 年		2019 年		2020 年	
	客户数 (家)	占比	客户数 (家)	占比	客户数 (家)	占比
1 万元以下	1,511	29.2%	1,158	21.6%	483	11.9%
1-5 万元	1,695	32.8%	1,936	36.2%	1,717	42.2%
5-10 万元	830	16.1%	1,061	19.8%	940	23.1%
10-30 万元	908	17.6%	976	18.2%	760	18.7%
30-50 万元	102	2.0%	124	2.3%	102	2.5%
50 万元以上	122	2.4%	101	1.9%	67	1.7%
合计	5,168	100.0%	5,356	100.0%	4,069	100.0%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院（数据包含培训及咨询业务）

2020 年行动教育销售占比最高的收入区间为“10-30 万元”，占比高达 32.7%；同时“50 万元以上”的收入占比下滑明显，我们认为这部分收入下滑主要系咨询业务受疫情影响，与公司培训整体客单提升并不相悖。在各个收入区间中，下滑最为明显的为“一万元以下”的客户，我们认为，该区间的客户下滑一方面是由于疫情抑制了部分想要尝试接触商学的客户，一方面是公司有效实现了转化，部分客户

转化至高客单区间。

表 6：行动教育营业收入按收入区间分布情况

	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入（百万元）	占比	收入（百万元）	占比	收入（百万元）	占比
1 万元以下	6.7	1.6%	5.9	1.4%	2.6	0.8%
1-5 万元	44.9	10.4%	50.2	11.6%	46.8	13.7%
5-10 万元	59.0	13.7%	73.6	17.0%	66.4	19.4%
10-30 万元	142.3	33.0%	137.9	31.8%	111.9	32.7%
30-50 万元	38.1	8.8%	46.7	10.8%	39.9	11.7%
50 万元以上	140.5	32.6%	119.4	27.5%	74.6	21.8%
合计	431.4	100.0%	433.7	100.0%	342.2	100.0%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院（数据包含培训及咨询业务）

从平均客单价角度观察，公司 2020 年客单价由 2018 年的 8.35 万元提升至 2020 年的 8.41 万元，其中“30-50 万元”区间成为主要的贡献力量。我们认为该区间的客单增长明显，或因部分认可公司培训效果的企业持续将员工送至行动教育进行培训，进而通过提升复购率拉高客单。随着国内疫情管控常态化，企业客户的商学培训参与度有望提高，公司客单仍有提升空间。

表 7：行动教育客单价按收入区间分布情况（单位：万元）

	2018 年	2019 年	2020 年
1 万元以下	0.44	0.51	0.54
1-5 万元	2.65	2.60	2.72
5-10 万元	7.11	6.94	7.06
10-30 万元	15.67	14.13	14.73
30-50 万元	37.30	37.63	39.10
50 万元以上	115.18	118.20	111.41
均值	8.35	8.10	8.41

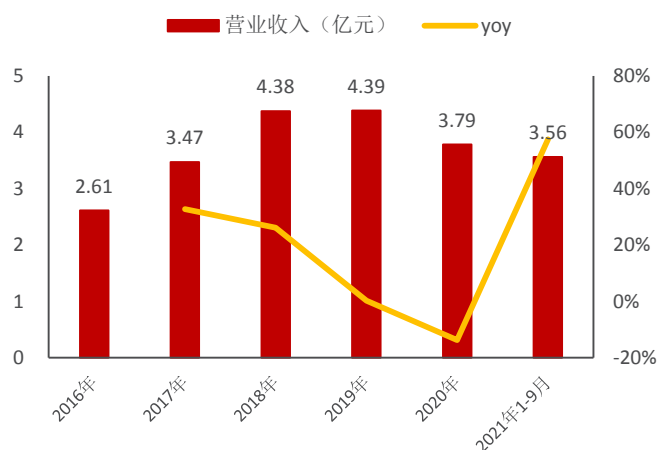
资料来源：招股说明书，民生证券研究院（数据包含培训及咨询业务）

1.4 营收利润近年均高速增长，合同负债储备丰富

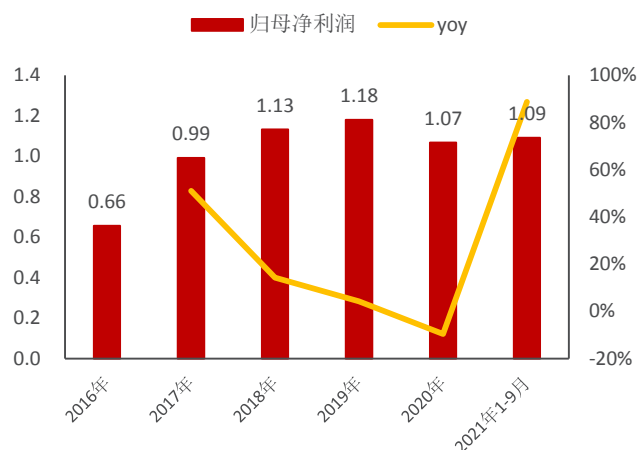
公司近年业绩表现较好。2016-2018 年公司处于快速上升期，期间公司营业收入分别为 2.61/3.47/4.38 亿元，年 CAGR 达 29.42%；公司归母净利润分别为 0.66、0.99、1.13 亿元，年 CAGR 达 31.36%。2019 年公司营收与 2018 年接近，归母净利润相较 2018 年同期增长 0.22%。2020 年受疫情影响营业收入及归母净利润均有所下滑，2020 年营业收入为 3.79 亿元，相较 2019 年同期下降 13.67%；归母净利润 1.07 亿元，相较 2019 年同期下降 9.52%。

2021 年得益于疫情后企业业务复苏，公司业绩增长态势良好，前三季度营业收入为 3.56 亿元，相较 2020 年同期增长 57.56%；前三季度归母净利润 1.09 亿

元, 相较 2020 年同期增长 88.71%, 相较 2020 年末增长 2.24%。2022 年 1 月份, 公司披露了 2021 年业绩预告, 公司 2021 年年度营业收入预计增加 1.4-1.7 亿元, 约为 5.2-5.5 亿元, 同比增加 37%-45%。□公司 2021 年年度归属于上市公司股东的净利润, 预计增加 0.53 亿-0.73 亿元, 约为 1.59-1.79 亿元, 同比增加 50%-69%。

图 10：行动教育营收基本情况（单位：亿元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：行动教育归母净利润基本情况（单位：亿元）


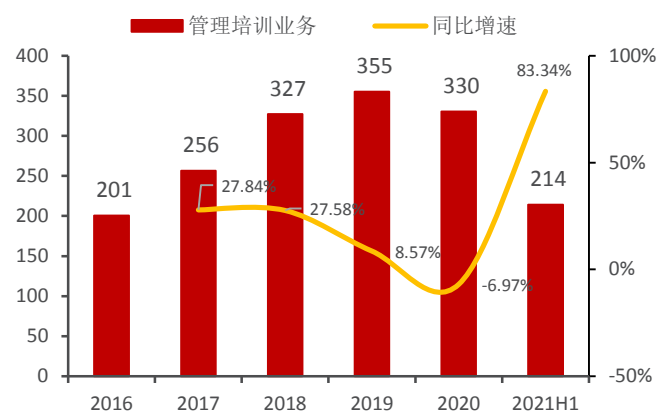
资料来源：Wind，民生证券研究院

分板块观察, 公司主营业务分为管理培训、管理咨询及图书音像制品销售三大板块。管理培训业务 2018-2020 年营收分别为 3.27/3.55/3.30 亿元, 占总营收比例为 74.86%/81.06%/87.3%, 占比持续提升, 是公司核心发展点。而管理培训业务受到宏观经济环境以及公司战略发展重心调整影响, 规模及占比不断缩小。图书以及音像制品销售是公司培训业务的派生业务, 重要性在于公司知识及价值观的留存及延续, 因此销售规模相比其他业务较小。

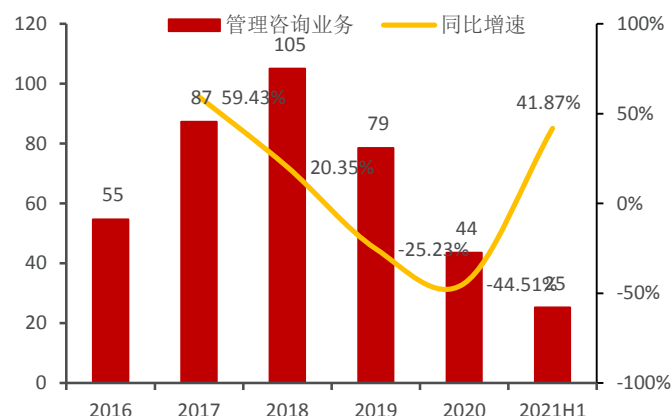
表 8：行动教育营业收入拆分情况（2018-2020）

	2018		2019		2020	
项目	金额（百万元）	比例（%）	金额（百万元）	比例（%）	金额（百万元）	比例（%）
管理培训	327.18	74.8%	355.22	81.0%	330.46	87.3%
管理咨询	105.03	24.0%	78.53	17.9%	43.57	11.5%
图书音像制品销售	4.26	1.0%	4.47	1.0%	3.80	1.0%
其他业务收入	1.21	0.3%	0.44	0.1%	0.84	0.2%
合计	437.68	100.0%	438.66	100.0%	378.68	100.0%

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

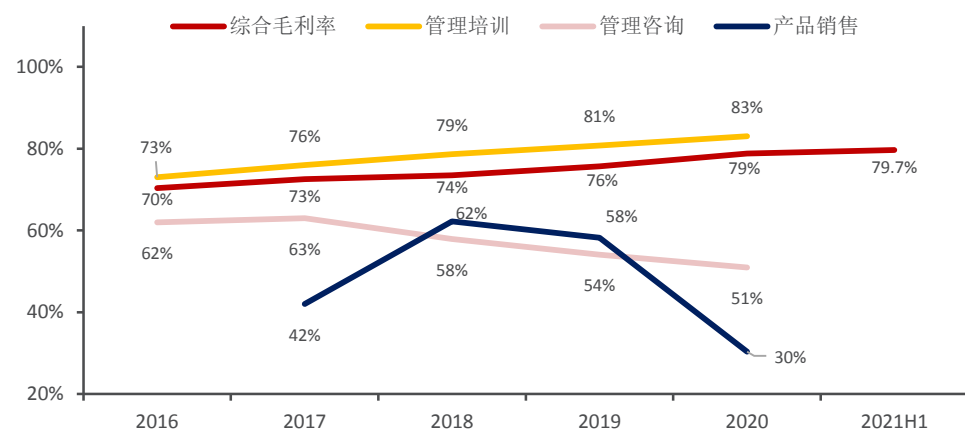
图 12：行动教育培训业务营收基本情况（单位：百万元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：行动教育咨询业务营收基本情况（单位：百万元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

观察公司毛利率，管理培训业务毛利率持续提升，2018-2020 年毛利率分别为 79%/81%/83%，我们认为毛利率提升的主要原因或为公司客户覆盖面逐步增大、客单提升摊薄单位成本、公司业务逐步规范化标准化。与此相对的公司管理咨询业务近年毛利率呈下降趋势，2018-2020 年毛利率由 58%降低至 51%。

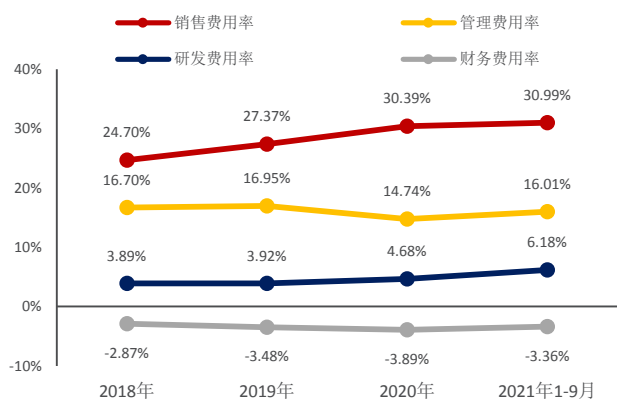
图 14：行动教育各业务板块毛利率水平


资料来源：公司公告，民生证券研究院

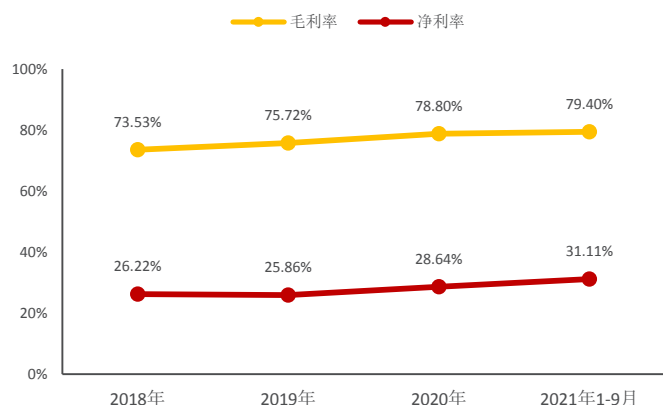
从费用率来看，公司近年来销售费用率及研发费用率来不断增长，管理费用率管控得当。2018-2020 年公司业务规模持续扩大，销售费用率持续提升，由 24.7% 提升至 30.39%；2018-2020 年公司内部提效降费，管理费用率由 16.70%降低至 14.74%；同一时期，公司加大了课程研发力度，研发费用率由 3.89%提升至 4.68%。

公司销售费用及管理费用中，工资及福利支出占比较高，2018-2020 年销售费用中工资及福利占比为 77.28%/78.41%/80.27%；管理费用中工资及福利占比

为 58.73%/64.26%/62.96%。工资及福利占比较高，主要是因为公司本身的授课及咨询业务结构对授课人员及管理人员素质要求较高。得益于公司运营结构的优化与业务体系的成熟化，公司净利率持续提升，2018-2020 公司净利率由 26.22% 提升至 28.64%。

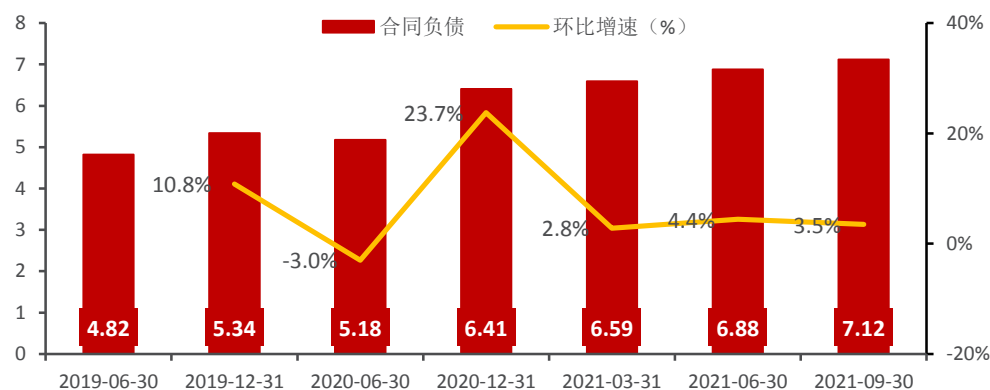
图 15：行动教育费用率基本情况


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：行动教育综合费用率毛利率及净利率基本情况


资料来源：Wind，民生证券研究院

由于公司业务为先收费，结课之后再确认收入，因此公司的合同负债（最新会计准则实施前为预收款项）是公司营收变动的风向标，公司的合同负债主要包括公司预收的培训费及咨询费，与公司的收入存在较强的转换关系。公司合同负债近几个季度环比持续增长，2021 年三季度末金额达到 7.12 亿元，预示了公司较强的收入储备。

图 17：行动教育合同负债水平保持稳定（单位：亿元）


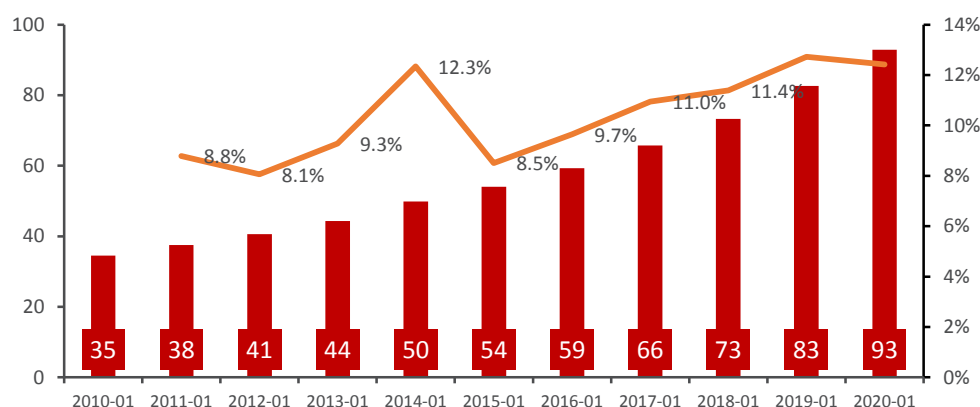
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 核心亮点：行动教育解决了中小民营企业在商学管理培训上的四大痛点

2.1 痛点一：想要学习更务实的技能方法

行动教育的主要客户，是我国广大的中小民营企业的所有者及管理者，这部分群体数量极大，据工商总局数据显示，我国个体工商户登记数自 2010 年以来持续提升，2020 年的累计登记值已达到约 9300 万户。这说明我国民营经济始终在推陈出新，这其中有一部分个体工商户退出市场竞争，但也有一部分工商户实现了发展转变为中小企业。当前我国经济仍处于稳步增长的阶段，各行业均存在发展机遇与挑战，因此中小企业整体发展趋势积极向上，这也是行动教育的业务开展的肥沃土壤。

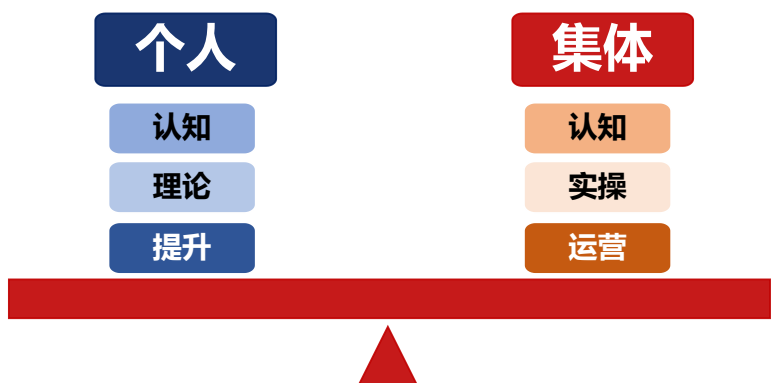
图 18：我国市场主体个体工商户登记数持续提升（单位：百万）



资料来源：工商总局，民生证券研究院

企业家的培训内容始终存在着两个方向：一是提升管理者个人的认知及素质，即如何“管自己”；二是提升管理者个人的实操管理能力，即如何“管企业”。对于中小民营企业的管理者而言，学会如何“管企业”更为重要。当民营企业的发展进入到一个新的阶段时，管理者的管理水平往往会开始捉襟见肘，这时民营企业极大概率会开始寻求管理培训。

图 19：商学教育存在以“个人”和“集体”两个方向



资料来源：民生证券研究院

目前国内大部分知名商学院的教育，是以企业家自身成长与认知为核心出发点，强调个人对经济管理理论、管理案例的学习，认知提升以及商业朋友圈的打造，而弱于产品运营、产品设计、财务治理、连锁门店管理、供应链管理等方面的教育。例如长江、中欧以及上海交大 EMBA 商学院更偏宏观以及全球化视野，人员培养上更倾向于培养行业领军人才，在团队具体架构搭建、财务处理、股权划分以及激励操作上的课程设置较少。因此对于中小民营企业而言，这类培训更类似于“锦上添花”，而一些如解决组织架构的弊病、提升绩效考核效果等切实问题，则较难在学习中得以解决。

表 9：行业其他知名商学院学费及课程设置

名称	课程设计
长江 EMBA	EMBA 课程体系:1.宏观视野与全球化格局；2.管理核心课程 3.未来商业前沿；4.人文与社会责任课程：1) 人文课程体系 2) 社会责任课程
中欧 EMBA	知识与视野：14 门必修课（包含两大住读模块），60+门选修课涵盖 6 大体系，国内外实境课程，小组课题。转型与内化：入学指导、团队建设、ESG 力行，红枫论坛、中欧预见、合一课堂、共益行思课堂、博约讲堂，企业探访、行动领导力，后 EMBA 人文课程
上海交大 EMBA	全新 EMBA6.0 课程体系，4 大学习模块（核心模块、方向模块、特色模块、国际模块）；5 大课程方向（综合管理、金融科技、智能科技、创新创业、国际方向）；8 个全球课堂（美国、英法、德国、瑞士、瑞典、日本、以色列、新加坡）、30+行业生态圈赋能（行业研究理念正式进入学位学历教育课程体系），助力行业创领者提升认知维度、重构知识图谱、赋能商业实践
创业黑马	模块一：创始人成长。模块二：产业与模式。模块三：融资与股权。模块四：产品和营销。模块五：组织与管理。模块六：结业答辩与确认成果
和君商学	十大核心课程，24 节气知识应用讲座（24 讲），四季职业发展讲座（24 讲）

资料来源：各公司官网及招生简章，民生证券研究院

而行动教育的课程设置则重点解决管理中的实际问题，即所谓“实效”。行动教育的课程包括企业战略、财务、组织架构搭建、股权激励设置、招聘计划、营销系统搭建等课程。这些课程不仅教育理论，更会直接告诉学员如何操作，即学员在学习了公司课程后可以直接获得行动教育搭建的教育模板，并在公司教师的指导下直接转化为公司自己的操作。如果说同样面对一个零售连锁企业主，国内知名商学院刚偏向于教授零售理论和行业发展趋势，而行动教育更偏向于教授门店终端管理、店长绩效考核，存货周转管理等实务内容。

以味干拉面（中国）为例，据行动教育官方账号披露，味干拉面（中国）在国内的快速发展时期，公司内部组织层级冗多，工作效率与执行力均较为低下。之后味干（中国）董事长潘慰参加了行动教育第 216 期的《浓缩 EMBA》，并在 2015 年 6 月促成味干（中国）与行动教育合作共建了味干商学院，行动教育专家团队开始实行入企服务，通过行动教育的共建工程，味干商学院搭建了营运、生产、开发三条核心人才生产线及对应的人才双规图，人才管理举措成功落实后使得味干的组织架构减少了三级，实现了商学院教育直接促进企业整体发展。

表 10：行动教育课程设置上极具实操性

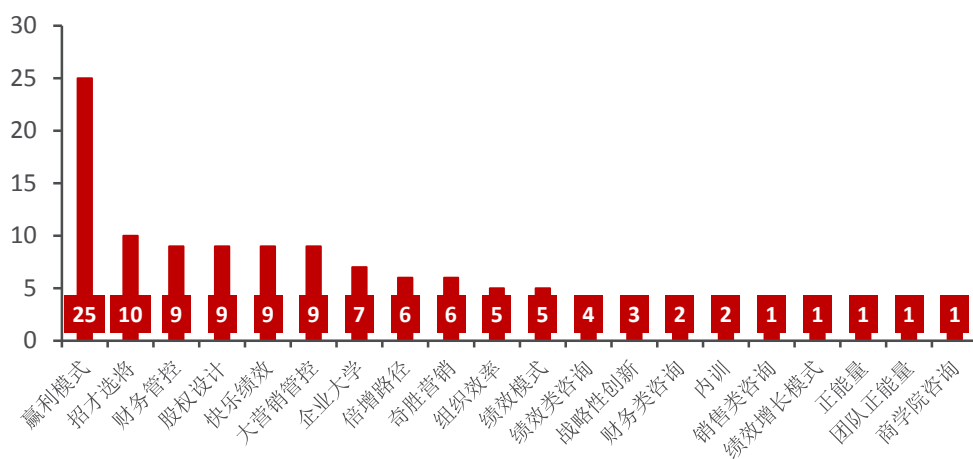
序号	课程名称	主讲老师	课程内容概述
1	《赢利模式》 (浓缩 EMBA)	李践、黄强	战略设计、产品战略、人才战略、用户战略、竞争战略、高远目标、绩效机制、营销创新、财务杠杆等内容。
2	《财务管控》	付小平	帮助企业打造一套企业管理决策系统。课程包括损益表、资产负债表、现金流量表、利润操纵、税负设计、关键指标、雷达剑谱、全面预算、融资策略等内容。
3	《大营销管控》	陈军	主要包括建组织、严管理、名策略等内容。
4	《快乐绩效》	江竹兵	帮助企业打造一套建系统、挖潜能、增利润的绩效增长系统。课程主要包括快乐绩效理念、目标设定、激励奖惩、方法措施、评估检查、兵棋推演商战系统、企业绩效诊断模型、快乐绩效落地路径图等内容。
5	《奇胜营销》	张晓岚	帮助企业制定一套低成本、创品牌的快速营销系统。内容包括全过程奇胜营销思维、敌情侦察、制定战略、配置战术、全副武装、传播战役、决胜终端等。
6	《企业大学》	熊启明	帮助企业构建一套企业大学的体系。内容包括校长境界、企业大学、人才生产线、学习地图、课程开发、实效演讲、学习模式、班子与机制、商学院文化等 9 大模块。
7	《组织效率》	李仙、王洋	帮助企业打造一套效率提升管理系统。课程包括效率 V 增长、心态修炼、目标系统、时间魔方、持续发展、知行合一等内容。
8	《招才选将》	李践	帮助企业打造一套选对人、做对事的招才选将模式。内容包括战略画布、胜任力模型、人才主张、广招、慎选、机制、善任等。
9	《股权设计》	李仙	给企业提供一套股权增值的实效解决方案。课程内容包括识别股权误区、股权模式选择、股权架构设计、合伙人股权设计、公司控制权设计、股权激励方案设计、新三板增值设计、股权传承设计等。
10	《战略性创新》	罗伯特·卡普兰	课程内容包括行业环境扫描、重塑战略愿景、客服关键障碍、产业周期和创新方法、微创新、蓝海战略性创新、破坏式创新等。
11	《经营方略》	宋志平	课程内容为企业战略、人才培养、企业文化、经营管理理念等，通过案例还原企业经营管理的实景。

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司于招股说明书中披露了三十四家与行动教育有课程合作的上市公司，我们对这部分上市公司选择的课程名称进行词频统计，发现这三十四家的课程需求集中于《赢利模式》、《招才选将》、《财务管控》、《股权设计》、《快乐绩效》、《大营销管控》这几门实效性较强的课程。我们认为行动教育的课程设置得到了上市公司的认可，同时也侧面说明上市公司也面临存在于增长和发展中的问题，并且存在着想要解决问题的需求，那么更多尚未上市的、处于发展中的中小企业或也面临着相似的问题。而行动教育的课程以及知识赋能，将直接解决这部分痛点。

比如以下几个具体方向：如何批量复制企业所需人才；如何建立人才晋升标准与通道；搭建创建企业知识数据库；打造企业内部讲师；搭建商学院自运营组织；制定学习常态化的保障机制等。行动教育均可以直接输出一套管理方法论。

图 20：行动教育与三十四家上市公司合作课程词频统计（单位：次）

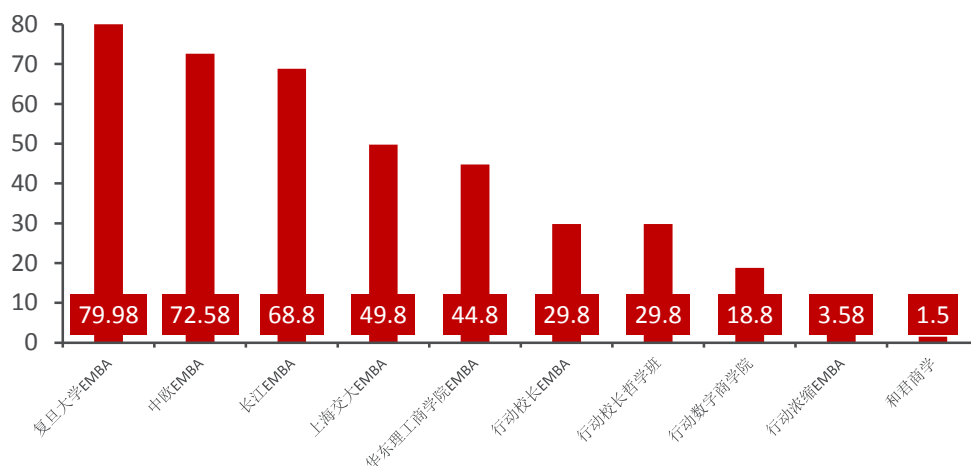


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 痛点二：想要以低成本学习商业培训课程

管理培训的学费成本以及入学要求，均是中小民营企业管理者所看重的因素。如果对应商学院的学费较高且入学门槛较高，那么中小民营企业管理者参加培训的动力就会被大幅削弱。那么反之，如果能有学费较低，且入学门槛同样较低的商学院对民营企业进行招生，那么后者的参培意愿就会大大增强。

在学费方面，目前国内的具备一定口碑的头部商学院学费价格较高，如长江、中欧等行业知名商学院的学费均已突破 50 万元/期。较高的学费不仅制约了一部分收入规模较小的民营企业，一方面长期以来也将招生范围缩小在了一部分精英群体中，这导致课程设置与教授内容与中小企业进一步脱节。

图 21：行动教育及其他知名商学院学费情况（万元/期）


资料来源：公司公告，各公司招生简章，民生证券研究院（长江 EMBA 为 2014 年数据、其余各主体数据为 2020 年数据）

行动教育在学费设置上，大幅降低了商学培训的门槛。行动教育的核心课程的浓缩 EMBA 仅报价 3.58 万元，这一价格在商学培训领域极具竞争力，授课时长是“三天两夜”，该课程可以让民营企业企业家低成本地接受商学管理培训，同时在授课时长上也可以为学员节省大量时间。

在浓缩 EMBA 之外，行动教育的“校长 EMBA”学费价格相较其他商学院的学期制 EMBA 也更低。目前行动教育的学员导流模式为：“先学习浓缩 EMBA，再学习校长 EMBA”，因此行动教育已经逐步形成了一个良好的学员循环，即通过浓缩 EMBA 导流实现消费者触及，再通过校长 EMBA 提升整体客单水平。目前行动教育校长 EMBA 中的有过浓缩 EMBA 学习经历的学员占比正持续提升。

行动教育也会依托于全国分公司，每年在全国各地定期开办参与费用更低的论坛，用以吸引价格敏感型的中小企业管理者接触商学管理培训。

表 11：行动教育主要课程价格及内容展示

课程名称	针对人群	学费	学制	课程模块
数字商学院	产值 5000 万以下	18.8 万/家	1 年	12 个企业管理实战模块、52 个利润增长改进方案、每周教练一对一批改点评、每周三名师直播答疑，直击当下痛点、每周一个案例拆解，萃取思维模型
浓缩 EMBA	产值 5000 万-1 亿	3.58 万/人	3 天	10 大模块、60 套管理工具、80 个操作方法
校长 EMBA	产值 1 亿-100 亿	29.8 万/人	1.5 年	10 大能力体系、名师教练团、校友平台
校长哲学班	产值 10 亿以上	29.8 万/人	1 年	6 大经典课程、1 次以色列游学

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 12：2018 年-2020 年行动教育开展课程对应实际单价（单位：万元）

公开课	2018 年度	2019 年度	2020 年度
赢利模式（浓缩 EMBA）	2.24	2.16	2.04
快乐绩效	1.50	1.66	1.51
经营方略（原模式创新）	3.54	5.34	5.35
招才选将	1.63	1.84	1.82
股权设计	2.22	2.51	2.49
大营销管控	2.04	2.17	2.24
企业大学	1.62	1.71	2.01
财务管控	1.70	1.91	2.04
组织效率	1.31	1.38	1.66
战略性创新	2.29	2.23	2.55
团队正能量	0.34	0.48	-
奇胜营销	1.60	1.70	1.77
论坛	0.22	0.36	0.59
平均单价	1.38	1.49	1.80

资料来源：招股说明书，民生证券研究院（团队正能量 2020 年转为论坛授课，因此未单列示精品课，下同）

在学费之外，行动教育也大幅降低了商学培训报名入学条件的门槛，目前行动教育的浓缩 EMBA 没有硬性入学条件要求，而国内的知名 EMBA 及部分商学院均有一定的入学条件，最常见的入学条件为学历要求或者工作年限要求。对于部分学历较低或者资历较浅的民营企业管理者而言，要求较高的入学条件不仅直接断绝了其参与部分商学院课程的可能，也会降低其对商学培训的兴趣。因此行动教育的低门槛招生，其实直接面对了一大部分被传统精英商学培训机构忽略掉的中小民营企业管理者。

表 13：国内部分知名商学院入学条件

	报名条件
和君商学院	年龄不超过 40 周岁（1981 年 1 月 1 日（含）之后出生），特别优秀的可适当放宽年龄限制；以企业经营和管理、创业、管理咨询、投资银行、金融、投资、商学研究和教学、财经写作、行业专家等为长期职业；讲求实干、作风踏实，意志坚强；热爱祖国、热爱生活，品德优良、遵纪守法
华东理工大学商学院 EMBA	具有大学专科或专科以上学历；具有 8 年以上工作经验。
复旦大学 EMBA	具有大学专科或专科以上学历；具有 10 年以上工作经验，6 年以上管理经验
长江商学院 EMBA	具有国民教育大学本科或以上学历背景（毕业 3 年以上）、国民教育大专学历（毕业 5 年以上）；8 年以上全职工作经历，其中包括 5 年或以上高级管理岗位工作经历，目前须处于企业的核心决策层
中欧商学院 EMBA	国民教育系列大学本科毕业或以上学历（大专学历招生录取比例不超过 10%），十年以上工作经验，并具有七年以上管理岗位工作经历，申请人所在单位同意其每月占用两天工作时间参加学习
上海交通大学高级金融学院 EMBA	研究生毕业 2 年及以上；本科毕业 3 年及以上；专科毕业 5 年及以上；累计具有 8 年及以上工作经历（其中 5 年及以上管理岗位工作经历）
上海交通大学安泰经管学院 EMBA	国民教育系列大学本科或本科以上学历，以及国民教育系列大专学历的优秀高层管理人员；本科毕业证书需 2020 年 8 月前获得，大专毕业证书需 2018 年 8 月前获得；具有 8 年(累计)及以上工作经历，其中须有 5 年及以上管理工作经历；参加 2022 年 12 月全国管理类联考。

资料来源：各机构官网，民生证券研究院（各主体招生要求均为 2021 年度要求）

与此同时，行动教育并未因为较亲民的定价而降低师资力量，浓缩 EMBA 学员及校长 EMBA 学员可以接触到国内甚至国际上的一流专家学者。行动教育持续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）、上市公司协会会长宋志平会长、哈佛商学院罗伯特·卡普兰教授（平衡记分卡创始人）、全球畅销书《领导力》作者巴里·波斯纳、巴黎 HEC 商学院金融学教授帕特里克·莱格朗德等国内、国际知名讲师作为客座教授及讲师。这些专家讲师可以有效提升公司课程理论高度，同时据公司披露，行动教育的讲师们三分之二的时间都在企业一线中做咨询，了解并懂得如何解决企业发展中面对的问题。

图 22：行动教育部分客座教授背景信息



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院（客座教授授课以校长 EMBA 为主）

图 23：行动教育公开课部分教授讲师背景信息



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.3 痛点三：想要在公司所在地获得持续辅导

目前市场上绝大部分的商学培训机构，大多采用在总部以集中授课的方式进行展业。但是对于中小民营企业管理者而言，首先大部分中小企业的业务较为分散，往往具有地域性的特征，因此企业管理者去往培训中心总部学习存在着一个出差或者出行的现象，这会对企业管理者的学习兴趣产生影响；其次是总部授课不利于企业管理者学员后续获得持续辅导，如果参加培训的中小企业管理者的企业所在地与培训地不同，那么当培训完成后，学员是否能将所学内容融入企业管理中，以及融入后的效果如何，培训机构或受限于地理因素大概率难以进行跟踪，培训效果也将受到影响。

行动教育则是通过“异地办学与总部办学相结合”及“全国建立分公司”解决了以上问题。首先，行动教育的“浓缩 EMBA”是全国分期开课，公司培训教师及组织人员会直接去往当期课程所在地授课，这大幅提升部分省会城市及二线城市中小民营企业参与培训的可能；其次，行动教育的“校长 EMBA”则是在上海总部进行授课，为需要进行长期培训的企业家提供系统性支持；最后，行动教育在上海之外建设了 22 个分校，行动教育分校承担了论坛承办以及后续服务学员的职责，分校的工作人员会定期回访参加公司培训的企业管理者，调研企业在参加培训后是否有明显改善，同时分销人员也会收集全国学员出现的问题，供公司研发中心进一步研发设计新课程。

表 14：行动教育全国校区分布地址

校区	地址
总部	上海 行动教育花瓣楼
上海分校	上海 行动教育花瓣楼
在线商学院	上海 行动教育花瓣楼
网销分校	上海 行动教育花瓣楼
云南分校	昆明市西山区老海埂路 60 号蓝光昆仑中心 1805 至 1809 号
四川分校	成都市锦江区琉璃路 8 号（华润广场）5 栋 2 单元 08 层 03、05 号
广州分校	越秀区水荫路 119 号星光映景
郑州分校	郑州市金水区商务外环路 23 号中科大厦 1801 室
西安分校	西安市雁塔区唐延路禾盛京广中心 A 座
杭州分校	杭州市江干区凯旋路 445 号浙江物产国际广场 4 层 A 座
深圳分校	深圳市福田区泰然八路泰然大厦 11 层
长沙分校	长沙市芙蓉区定王台街道五一大道 766 号中天广场写字楼
山西分校	太原市小店区
山东分校	济南市历下区高新区经十路 7000 号汉峪金融商务中心二区 4 号楼 1007 室
河北分校	石家庄市联盟路 707 号中化大厦 601
北京分校	北京市朝阳区酒仙桥路 10 号电子城总部 1 号楼 B 座 709 室

江西分校	南昌市红谷滩区赣江中大道 1218 号南昌新地中心办公酒店式公寓楼 1706 号
湖北分校	武汉市江汉区泛海国际 SOHO 城 8 栋 1305 室
厦门分校	厦门市思明区梧村街道厦禾路 820 号帝豪大厦
宁波分校	宁波市鄞州区首南街道泰康中路 500 号
东莞分校	东莞东城区东城中路 23 号御景大厦 1006 室
佛山分校	佛山市禅城区汾江南路 18 号雅庭国际 1301-02 室
苏州分校	相城区荣泰街活力大厦 D 座
温州分校	温州市鹿城区市府路 1 号大自然家园商务楼 702 号
南京分校	南京市建邺区庐山路 158 号嘉业国际城 2 幢 1501 室
安徽分校	合肥市庐阳区濉溪路 118 号置地·汇丰广场 19 层

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.4 痛点四：想要知道其他企业家在学什么

同一行业中的中小民营企业的业务往往趋于同质化，因此中小民营企业的管理者始终在追求如何实现业务的创新，而一般而言当一家公司在业务上实现了创新之后，同行的友商会迅速学习并复制，最终形成一种再次趋于同质化的均衡。那么对于中小民营企业而言，了解友商“正在学习什么”与了解友商的“具体业务创新”同样重要，如果存在着一个渠道可以知道行业领先者正在提升自身的哪些板块，那么该行业的其他友商均大概率通过该渠道进行学习。

行动教育正在打造企业家生态圈，帮助中小企业管理者解决“别人正在学什么”的问题。如果某行业中的一家公司通过行动教育的课程得到了提升，那么同行业的其他公司均可以来行动教育学习同样的课程及技巧。即形成了行业内哪家公司先去行动教育进行了学习，而后就会有同业竞争者进入行动教育学习，类似于“鲶鱼效应”。

能够验证这一现象的最直接的例子，就是槟榔企业口味王与行动教育的合作关系。2007 年，口味王董事长郭志光接触了行动教育《赢利模式》（浓缩 EMBA）第 30 期的相关课程，并受所学内容启发对公司的业务进行了调整，收获了较为令人满意的效果。自此之后口味王持续将企业中高层送入行动教育培训，2020 年口味王与行动教育联合开办了《赢利模式-口味王专场》，从而尽可能提升更多公司员工的实效工作能力。口味王延续近 13 年的“强复购”，证明了，如果培训内容是有效的，那么企业生态在单一企业中可以实现小型的“自循环”。

图 24：2007 年口味王郭志光参加行动教育培训



资料来源：公司官网，都市百家号，民生证券研究院

图 25：2020 年行动教育口味王专场培训



资料来源：公司官网，都市百家号，民生证券研究院

而后同行业另一家槟榔企业伍子醉也逐步接触了行动教育。伍子醉与口味王主营业务较为接近，均为槟榔制品。近年来伍子醉也加强了与行动教育的合作，不仅中高层参加行动教育的培训，伍子醉还派出了参训学习团系统学习《赢利模式》，2020 年伍子醉与行动教育共建了伍子醉商学院，形成了较为严格的内训体系。

图 26：2020 年 7 月伍子醉向行动教育派出参训学习团



资料来源：公司官网，民生证券研究院

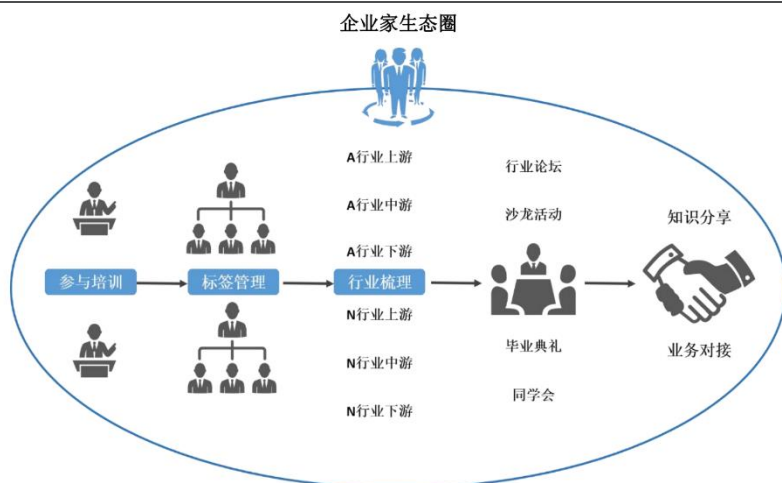
截至 2020 年底，口味王与伍子醉已经成为行动教育第一及第五大客户，分别为行动教育贡献了 484 万元及 241 万元收入。我们认为随着公司课程持续拓展，品牌势能不断积累，或有更多企业逐步加入行动教育实现“强复购”，并通过“鲶鱼效应”激活更多同行业公司接触行动教育。

表 15：行动教育 2020 年前五大客户

	客户名称	销售金额（百万元）	占销售收入比例（%）	销售内容
1	湖南口味王集团有限责任公司	4.84	1.28%	管理培训
2	铂爵旅拍文化集团有限公司	3.00	0.79%	管理培训、管理咨询
3	福建省力诚食品有限公司	2.71	0.72%	管理培训、管理咨询
4	广州秀丽韩生物科技有限公司	2.45	0.65%	管理培训、管理咨询
5	湖南伍子醉食品有限公司	2.41	0.64%	管理培训
合计		15.42	4.08%	

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

我们认为，对于企业而言，管理培训的需求是持续的，因此当企业遇到了合适且被证明有效的管理培训机构，就会持续与该机构合作，并吸引同行业友商进行跟进。目前行动教育依托于长期培训所积累的学员资源，正在逐步打造“知识分享+业务对接”为导向的企业家生态圈。对于行动教育而言，学员规模与企业家生态圈是互为基础，两者会形成正循环，目前公司的企业家生态圈已现雏形，公司新学员“转介绍+复购”比重已经达到 85%。

图 27：行动教育企业家生态圈示意图


资料来源：公司公告，民生证券研究院

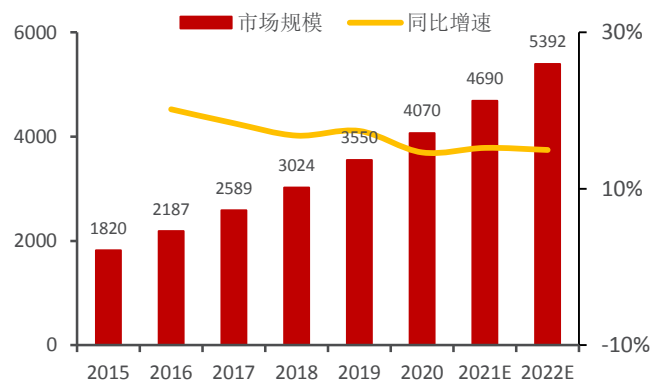
3 盈利预测：“市场大+营收稳”，当前估值具备配置价值，首次覆盖给予“推荐”评级

3.1 中短期看点：管理培训市场已为千亿级别“赛道”，发展管理培训契合国家战略需求

我国目前管理培训市场需求较为旺盛，中研普华预计 2022 年我国的管理培训行业市场规模将达到 5292 亿元，约为 2015 年 1820 亿元的三倍。管理培训行业市场已经是一个千亿级别的大赛道，但当前市场中仅出现了以中欧商学院、长江商学院为主的具备品牌效应的知名管理培训机构，但仍未出现明显的具备一定规模及规模效应的管理培训企业，能够整合并满足中小企业管理培训需求的公司或存在较大的发展机会。

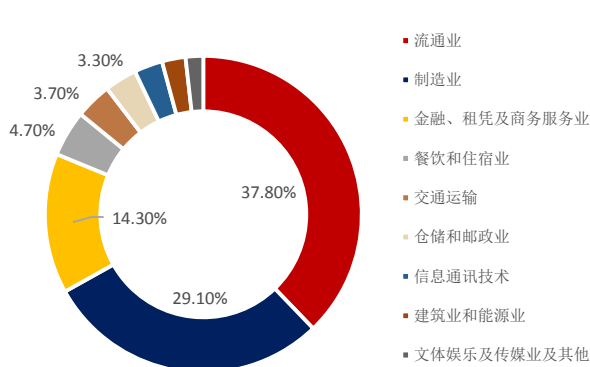
同时我国目前管理培训市场结构分布较为集中，流通业、制造业、金融、租赁及商务服务业占据市场需求的主体，约占市场总量的 80.00%。出现这样的现象，主要是因为这部分行业企业数量较多，行业迭代较快，企业管理者需要持续学习以跟上行业变革。同时由于同一行业内面临的管理问题往往是相似的，因此被验证过能够提升公司运营水平的管理培训公司，会获得持续的需求。

图 28：我国管理培训行业市场基本情况（单位：亿元）



资料来源：中研普华，公司公告，民生证券研究院

图 29：企业管理培训市场的行业分布结构



资料来源：中研普华，公司公告，民生证券研究院

近年来我国经济转型及产业升级的步伐稳定前行，社会各界都面对着新兴事物的挑战，国家经济的发展，也需要中小企业管理者的时刻完善与更新自身的价值观及方法论。在 2014 年后，中国中央办公厅、国务院、全国人大常委会等机构相继发表《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》、《关于印发“十三五”促进就业规划的通知》、《关于促进中小企业健康发展的指导意见》等政策，不断强调职业教育、创业培训及企业经营管理人才培养的重要性。因此我们认为管理培训是提升企业运营效率的有效手段，与我国当前经济发展的要求较为契合，因此中

期内行业发展趋势或将较为平稳。

这一点也体现在行动教育的公司属性上。2012 年，行动教育取得了上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市国家税务局和上海市地方税务局颁发的《高新技术企业证书》，证书编号为 GR201231000429，有效期为 3 年。2015，公司通过了高新技术企业资格复审。2018 年，公司再次被认定为高新技术企业，取得证书编号为 GR201831001797 的《高新技术企业证书》。

表 16：管理培训行业部分鼓励性政策

发布时间	发文机构	政策名称	主要内容
2014 年 6 月	国务院	国务院关于加强发展现代职业教育的决定	加快发展现代职业教育，是党中央、国务院做出的重大战略部署，对于深入实施创新驱动发展战略，创造更大人才红利，加快转方式、调结构、促升级具有十分重要的意义。
2015 年 4 月	全国人大常委	《中华人民共和国就业促进法》	鼓励开展职业培训，促进劳动者提高职业技能，增强就业能力和创业能力。鼓励和支持各类职业技能培训机构和用人单位依法开展就业前培训、在职培训、再就业培训和创业培训；鼓励劳动者参加各种形式的培训。
2015 年 6 月	国务院	关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见	通过加强全社会以创新为核心的创业教育，弘扬“敢为人先、追求创新、百折不挠”的创业精神，厚植创新文化，不断增强创业创新意识，使创业创新成为全社会共同的价值追求和行为习惯。
2017 年 2 月	国务院	关于印发“十三五”促进就业规划的通知	促进创业政策体系不断完善，服务能力明显提升，各类劳动者创业创富通道更加畅通，全社会支持创业、参与创业的积极性显著提高，创业成功率明显提升，创业带动创新、促进就业增收能力持续增强。开发针对不同创业群体、不同阶段创业活动的创业培训项目。积极探索创业培训与技能培训、区域产业相结合的培训模式。试点推广“慕课”等“互联网+”创业培训新模式，大规模开展开放式在线培训。
2019 年 2 月	国务院	关于印发国家职业教育改革实施方案的通知	发挥企业重要办学主体作用，鼓励有条件的企业特别是大企业举办高质量职业教育。2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
2019 年 4 月	中共中央办公厅、国务院	关于促进中小企业健康发展的指导意见	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训，提升中小企业经营管理水平。
2020 年 9 月	工业和信息化部办公厅	关于做好 2020-2021 年度中小企业经营管理领军人才培训工作的通知	进一步扩大领军人才培训规模和影响力，由人才交流中心联合各地中小企业服务机构、行业组织和企业大学等分别开展 2020-2021 年度“专精特新”和“促进大中小企业融通发展”专题培训任务。
2021 年 10 月	中共中央办公厅、国务院	关于推动现代职业教育高质量发展的意见	主要包括总体要求、强化职业教育类型特色、完善产教融合办学体制、创新校企合作办学机制、深化教育教学改革、打造中国特色职业教育品牌、组织实施等意见。
2021 年 10 月	工业和信息化部办公厅	关于做好 2021-2022 年度中小企业经营管理领军人才培训工作的通知	深入实施企业经营管理人才素质提升工程，提高中小企业经营管理水平，引导中小企业高质量发展培训对象主要针对成长性好、创新能力强、在区域或行业中处于龙头骨干地位的中小企业经营管理者，发展潜力大的初创小微企业经营管理者。培训主要采用集中培训与学习实践相结合、课堂教学与实际应用相结合等方式，围绕中小企业经营管理的重点领域和薄弱环节，着力提升企业经营管理者专业素质和水平。

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3.2 远期看点：行动教育已搭建产业资金，主动跟投着眼潜力“新秀”

行动教育目前已经参与设立了产业投资基金，用以对行动教育的学员企业中具有良好发展潜力的公司进行上市前投资。2021年6月，公司披露其与与添宥投资签署了《海南躬行私募基金合伙企业(有限合伙)合伙协议》，共同投资设立海南躬行私募基金合伙企业(有限合伙)，该基金总规模为2亿元，行动教育拟作为有限合伙人计划出资规模为1.99亿元，占该基金99.50%份额，该基金已于2021年11月完成备案。

我们认为，行动教育作为管理培训公司，具备一定的筛选标的公司的能力，或能够在学员企业中发掘出具有潜力的公司。如果未来行动教育能够顺利完成对学员企业的上市前投资，且被投企业最终成功上市，这将会大大促进公司的品牌效应以及经营业绩，公司企业家生态圈也有望借此实现加速发展。

3.3 营收或将稳定增长，疫情管控常态化背景下利润逐步修复

我们根据公司公告将公司业务拆分为管理培训及管理咨询两大板块，并将课程与咨询项目拆分进行假设分析。

3.3.1 行动教育管理培训业务预测

赢利模式课程为公司业务核心，2020年占公开课总收入比例40.75%。赢利模式作为公司拥有较强市场影响力的课程，由公司董事长李践先生及副总经理黄强先生担任主讲老师，在国内享有盛誉，也吸引东南亚等地的华人企业家参与培训。因公司一方面聚焦资源加大了赢利模式的拓展力度、研发赢利模式11.0不断强化课程效果，预计2021增速回升，2022年及2023年随赢利模式课程版本更新、公司参课人次提升，营收实现突破。公司2021-2023年赢利模式营收预计为2.11/2.89/4.06亿元，同比增长59.09%/37.22%/40.02%。

公司其他精品公开课程包括快乐绩效、经营战略、招才选将、股权设计、大营销管控、企业大学、财务管控、组织效率、战略性战略、奇胜营销等课程。公司每门课程学习时间为连续2-4天，在学员学完一门单一课程后确认业务收入。由于各课程在疫情前受欢迎程度不同，因此我们认为在2020年疫情影响后，各大课程整体走势上2021年营收会回升或跌幅下降，2022-2023年，公司各课程增速会呈递减。其中快乐绩效、经营方略（2020年由模式创新改名）、组织效率三门课程分别于2019、2020、2020年更换课程讲师，对教课结构进行了一定调整，2021年营收有望显著恢复，2022-2023年随课程影响力加强，课程单价及客户人数的

增长带动营收增长。2021-2023 年快乐绩效预计营收为 0.32/0.42/0.57 亿元，同比增长 16.99%/32.65%/34.22%；经营方略（原模式创新）预计营收为 0.31/0.42/0.57 亿元，同比增长 61.00%/35.19%/24.85%；组织效率预计营收为 0.17/0.24/0.32 亿元，同比增长 48.62%/39.23%/33.80%。

论坛公开课主要目的为扩大市场影响力及新客户引入，课程期限一般为半天或一天，收费低但参与人数较多，主要为将论坛客户转化为其他公开课客户。2018-2020 年公司论坛开课次数分别为 109/107 次/71 次，单课平均参与人数 27/27/14 人，2020 年受疫情影响业务无法开展，开课次数及单课平均参与人数均有所下滑，预计 2021 年论坛开课次数会恢复 2019 年水平，且 2022-2023 年来开课次数及单课平均参与人数均会有回升，预计 2021-2023 年营收 0.44/0.64/0.82 亿元，同比增长 161.10%/44.75%/28.30%。

表 17：公开课课程单价预测（单位：元）

课程单价	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
赢利模式	22413.18	21574.12	20438.93	24526.72	28941.52	33861.58
yoy		-3.74%	-5.26%	20.00%	18.00%	17.00%
快乐绩效	15037.60	16628.05	15061.06	17320.22	19571.85	21920.47
yoy		10.58%	-9.42%	15.00%	13.00%	12.00%
经营方略（原模式创新）	35400.22	53405.74	53510.56	56186.09	57871.67	59029.10
yoy		50.86%	0.20%	5.00%	3.00%	2.00%
招才选将	16303.71	18448.04	18235.95	19147.75	19722.18	20116.62
yoy		13.15%	-1.15%	5.00%	3.00%	2.00%
股权设计	22209.96	25069.54	24930.99	28670.64	32397.82	36285.56
yoy		12.88%	-0.55%	15.00%	13.00%	12.00%
大营销管控	20411.85	21715.60	22410.74	23531.28	24707.84	25943.23
yoy		6.39%	3.20%	5.00%	5.00%	5.00%
企业大学	16165.71	17134.27	20068.23	22075.05	23178.81	24105.96
yoy		5.99%	17.12%	10.00%	5.00%	4.00%
财务管控	16967.92	19102.31	20354.82	22390.30	24181.53	25874.23
yoy		12.58%	6.56%	10.00%	8.00%	7.00%
组织效率	13054.42	13806.73	16592.93	19081.87	21562.51	24150.01
yoy		5.76%	20.18%	15.00%	13.00%	12.00%
战略性创新	22896.45	22316.67	25545.94	28100.53	30348.58	32472.98
yoy		-2.53%	14.47%	10.00%	8.00%	7.00%
团队正能量	3363.42	4795.36	-	-	-	-
yoy	-	42.57%	-	-	-	-
奇胜营销	15975.08	17006.89	17742.72	18629.86	19188.75	19668.47
yoy		6.46%	4.33%	5.00%	3.00%	2.50%
论坛	2202.97	3620.53	5931.37	6227.94	6850.73	7878.34
yoy		64.35%	63.83%	5.00%	10.00%	15.00%

平均单价	13823.12	14908.94	17950.47	18671.08	20618.03	23522.12
yoy		7.86%	20.40%	4.01%	10.43%	14.09%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

表 18：公开课课程人次预测(单位：人)

课程总人次	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
赢利模式	5797	6573	6491	8922	10826	13249
yoy		13.39%	-1.25%	37.45%	21.33%	22.38%
快乐绩效	2173	2292	1816	2459	2738	3285
yoy		5.48%	-20.77%	35.38%	11.38%	19.97%
经营方略(原模式创新)	814	418	357	637	802	964
yoy		-48.65%	-14.59%	78.33%	26.00%	20.17%
招才选将	909	791	695	899	1079	1258
yoy		-12.98%	-12.14%	29.38%	20.00%	16.60%
股权设计	891	581	409	525	630	655
yoy		-34.79%	-29.60%	28.33%	20.00%	4.00%
大营销管控	990	827	724	863	976	1087
yoy		-16.46%	-12.45%	19.17%	13.08%	11.43%
企业大学	340.00	674	881	1044	1208	1451
yoy		98.24%	30.71%	18.46%	15.71%	20.13%
财务管控	1004.00	780	654	775	880	976
yoy		-22.31%	-16.15%	18.46%	13.57%	10.93%
组织效率	1657.00	1234	689	1144	1777	2595
yoy		-25.53%	-44.17%	66.08%	55.29%	46.05%
战略性创新	316.00	660	237	284	327	370
yoy		108.86%	-64.09%	20.00%	15.00%	13.00%
团队正能量	560.00	431	-	-	-	-
yoy		-23.04%	-	-	-	-
奇胜营销	563.00	682	423	498	571	641
yoy		21.14%	-37.98%	17.71%	14.75%	12.22%
论坛	7500.00	7401	2837	7055	9283	11485
yoy		-1.32%	-61.67%	148.66%	31.59%	23.72%
合计	23514.00	23344	16213	25104	31096	38016
yoy		-0.72%	-30.55%	54.84%	23.87%	22.25%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

表 19：公开课收入预测（单位：万元）

公开课收入	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
赢利模式	12992.92	14180.67	13266.91	21106.45	28961.66	40552.28
yoy		9.14%	-6.44%	59.09%	37.22%	40.02%
快乐绩效	3267.67	3811.15	2735.09	3199.79	4244.59	5697.12
yoy		16.63%	-28.23%	16.99%	32.65%	34.22%
经营方略（原模式创新）	2881.58	2232.36	1910.33	3075.63	4157.86	5191.01
yoy		-22.53%	-14.43%	61.00%	35.19%	24.85%
招才选将	1482.01	1459.24	1267.40	1796.54	2261.64	2664.44
yoy		-1.54%	-13.15%	41.75%	25.89%	17.81%
股权设计	1978.91	1456.54	1019.68	1504.87	2040.61	2354.05
yoy		-26.40%	-29.99%	47.58%	35.60%	15.36%
大营销管控	2020.77	1795.88	1622.54	2030.20	2410.47	2820.25
yoy		-11.13%	-9.65%	25.12%	18.73%	17.00%
企业大学	549.63	1154.85	1768.01	2303.85	2799.18	3291.54
yoy		110.11%	53.09%	30.31%	21.50%	17.59%
财务管控	1703.58	1489.98	1331.21	1734.66	2127.69	2525.54
yoy		-12.54%	-10.66%	30.31%	22.66%	18.70%
组织效率	2163.12	1703.75	1143.25	1699.05	2365.62	3165.27
yoy		-21.24%	-32.90%	48.62%	39.23%	33.80%
战略性创新	723.53	1472.90	605.44	799.18	992.58	1189.51
yoy		103.57%	-58.89%	32.00%	24.20%	19.84%
团队正能量	188.35	206.68	-	-	-	-
yoy		9.73%	-	-	-	-
奇胜营销	899.40	1159.87	750.52	927.64	1096.40	1261.16
yoy		28.96%	-35.29%	23.60%	18.19%	15.03%
论坛	1652.23	2679.55	1682.73	4393.52	6359.52	8159.07
yoy		62.18%	-37.20%	161.10%	44.75%	28.30%
合计	32503.69	34803.42	29103.10	44571.38	59817.84	78871.24
yoy		7.08%	-16.38%	53.15%	34.21%	31.85%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.3.2 行动教育管理咨询业务预测

公司管理咨询业务分为一般咨询项目及孵化器项目两类，一般咨询业务可分为营销咨询类项目、财务咨询类项目及绩效管理类项目，由于国内经济增速整体放缓，中小企业对提振营收、优化成本的需求大于财务管控需求，公司财务咨询类项目业务收入下降拉低整体营收；2020 年疫情又对入企咨询服务产生限制，致使公

司业绩连续两年负增长。展望未来,随经济提振、疫情防控常态化及企业培训需求不断提升,加之公司募集资金到位增厚整体实力,2021-2023 年该业务预计保持增长,预计 2021-2023 年营收 0.50/0.69/0.93 亿元,同比增长 20.76%/35.70%/35.52%。

公司孵化器项目是为满足企业互联网转型及二次创业的知识需求而推出的项目。由于公司 2019 年的组织结构调整及 2020 年疫情下入企咨询服务受限制而不断下跌。孵化器项目的销售推广与公司的模式创新及股权设计两门课程相配合,预计 2021-2023 年随模式创新课程的恢复与提振、疫情防控的常态化而有所恢复并实现增长,预计 2021-2023 年营收 0.06/0.07/0.09 亿元,同比增长 259.98%/15.20%/18.75%。

表 20 :咨询项目均价预测(单位:万元)

咨询项目均价	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一般咨询项目	83.70	76.62	68.50	71.93	82.71	92.64
yoy		-8.46%	-10.60%	5.00%	15.00%	12.00%
孵化器项目	44.76	30.40	59.69	35.81	32.23	40.29
yoy		-32.08%	96.35%	-40.00%	-10.00%	25.00%
平均单价	69.10	63.84	68.08	64.55	71.72	83.25
yoy		-7.61%	6.64%	-5.18%	11.11%	16.07%

资料来源:公司招股书,民生证券研究院

表 21 :咨询项目数量预测(单位:个)

咨询项目数量	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一般咨询项目	95	89	61	70	83	100
yoy		-6.32%	-31.46%	15.00%	18.00%	21.00%
孵化器项目	57	34	3	18	23	22
yoy		-40.35%	-91.18%	500.00%	28.00%	-5.00%
合计	152	123	64	88	106	122
yoy		-19.08%	-47.97%	37.73%	20.04%	15.34%

资料来源:公司招股书,民生证券研究院

表 22 :咨询项目收入预测(单位:万元)

咨询项目收入	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一般咨询项目	7951.85	6819.37	4178.32	5045.54	6846.80	9278.78
yoy		-14.24%	-38.73%	20.76%	35.70%	35.52%
孵化器项目	2551.31	1033.50	179.08	644.65	742.64	881.88
yoy		-59.49%	-82.67%	259.98%	15.20%	18.75%
合计	10503.15	7852.87	4357.39	5690.19	7589.44	10160.66

yoy	-25.23%	-44.51%	30.59%	33.38%	33.88%
-----	---------	---------	--------	--------	--------

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

与此同时，我们认为随着公司逐步走出疫情影响，整体运营效率及客单均稳定提升，公司毛利率或稳定提升；同时由于公司仍在快速发展时期，客户发掘及品牌营销仍为经营中的重点，因此销售费用率或将继续提升；随着公司规模提升，内部或出现协同效应，因此管理费用率及研发费用率或将保持稳定。

表 23：毛利率及各项费用率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	73.53%	75.72%	78.80%	81.11%	81.25%	81.29%
综合费用率	42.42%	44.76%	45.92%	42.91%	43.16%	43.42%
销售费用率	24.70%	27.37%	30.39%	28.00%	28.50%	28.60%
管理费用率	16.70%	16.95%	14.74%	14.90%	14.95%	15.26%
研发费用率	3.89%	3.92%	4.68%	4.20%	4.10%	4.15%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

综上，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 5.37/7.04/9.19 亿元，同比增长 41.69%/31.27%/30.48%；对应归母净利润为 1.62/2.13/2.74 亿元，同比增长 51.4%/32.1%/28.5%。

表 24：行动教育营业总收入基本情况（单位：万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计收入	43767.68	43865.49	37867.74	53654.82	70433.41	91903.06
yoy		0.22%	-13.67%	41.69%	31.27%	30.48%

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.4 投资建议：公司为中小企业的有效“管理支撑”，估值

中枢有望提升，首次覆盖给予“推荐”评级

行动教育主业为针对成人的管理培训教育，受宏观政策影响较小，课程需求稳定，因此业绩稳定性更强。我们认为如果公司口碑及规模持续提升，那么公司的客户圈层也将上移，未来客单仍有提升空间。考虑到目前行动教育业务具备一定独特性，因此我们选取部分具备培训属性的可比公司进行对比，三家公司分别为国内公考及招录类考试培训龙头中公教育、聚焦于帮助创新创业企业成长的综合性创业服务商创业黑马、以及国内 IT 技能培训领先企业传智教育。通过在估值层面的对比可以发现，行动教育 PE 水平显著低于行业其他可比公司，随着公司知名度以及业绩的持续增长，公司估值中枢有望稳步上移。

表 25：可比公司 PE 数据对比

证券简称	证券代码	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
传智教育	003032.SZ	70.83	1.16	1.82	2.31	61.07	38.97	30.63
中公教育	002607.SZ	435.42	5.35	20.18	28.13	81.37	21.58	15.48
创业黑马	300688.SZ	32.74	0.17	0.41	0.86	194.31	80.25	37.87
均值	-	-	-	-	-	112.25	46.93	27.99
行动教育	605098.SH	41.64	1.62	2.13	2.73	25.70	19.55	15.70

资料来源：Wind 一致预期，民生证券研究院（市值以 2022 年 2 月 25 日收盘价计算）

我们认为，行动教育与行业其他商学院相比，课程更加实效，对企业管理及效益的提升有更直接的帮助；市场中存在着较多的可被转化为公司学员的中小型企业管理者，对管理培训的需求极为充足；且公司企业家生态圈已现雏形。未来随着公司业务规模及学员数量的稳步提升，公司的口碑与品牌效应或继续提升一个台阶，从而形成“滚雪球”效应，持续推动业绩提升。公司正处于快速发展期，营收业绩均稳定增长，我们预测 2021-2023 年公司归母净利润为 1.62/2.13/2.73 亿元，同比增长 52.2%/31.0%/28.2%，当前市值对应 PE 为 26/20X/16X，首次覆盖给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 疫情反复至线下课程开展困难。线下是公司主要得展业渠道，如果疫情反复，会导致公司课程开办数不及预期，同时也会对单客报名人数产生影响，因此疫情是影响公司业绩的不确定因素。

2) 讲师流失风险。公司的课程讲授及研发均依托于公司的讲师团队，如果公司讲师流失情况超预期，那么公司课程设置以及课程研发进度都会低于预期，对公司业绩产生负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	379	537	704	919
营业成本	80	108	142	185
营业税金及附加	3	4	5	7
销售费用	115	156	208	273
管理费用	56	80	105	140
研发费用	18	23	29	38
EBIT	128	166	214	276
财务费用	-15	-20	-30	-38
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	129	196	257	329
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	129	196	257	330
所得税	21	32	41	53
净利润	108	165	216	277
归属于母公司净利润	107	162	213	273
EBITDA	142	181	230	294

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2023E
货币资金	905	1836	2291	2869
应收账款及票据	0	0	1	1
预付款项	17	8	10	12
存货	2	2	2	3
其他流动资产	9	7	9	11
流动资产合计	934	1854	2313	2896
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	187	208	214	215
无形资产	1	1	2	2
非流动资产合计	241	262	261	260
资产合计	1175	2116	2574	3156
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	9	12	16	22
其他流动负债	711	931	1211	1567
流动负债合计	720	944	1227	1589
长期借款	0	3	4	3
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	7	8	7
负债合计	725	951	1235	1596
股本	63	84	84	84
少数股东权益	4	6	9	14
股东权益合计	450	1165	1338	1561
负债和股东权益合计	1175	2116	2574	3156

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-13.67	41.69	31.27	30.48
EBIT 增长率	-9.25	29.70	28.98	28.72
净利润增长率	-9.52	52.18	31.00	28.16
盈利能力 (%)				
毛利率	78.80	79.80	79.80	79.84
净利润率	28.64	30.73	30.67	30.13
总资产收益率 ROA	9.08	7.68	8.27	8.64
净资产收益率 ROE	23.89	14.01	16.01	17.62
偿债能力				
流动比率	1.30	1.96	1.88	1.82
速动比率	1.27	1.95	1.87	1.81
现金比率	1.26	1.95	1.87	1.81
资产负债率 (%)	61.67	44.94	48.00	50.55
经营效率				
应收账款周转天数	0.02	0.28	0.27	0.23
存货周转天数	11.06	7.90	6.30	5.90
总资产周转率	0.32	0.25	0.27	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	1.69	1.93	2.52	3.23
每股净资产	7.06	13.74	15.76	18.34
每股经营现金流	2.99	4.88	6.04	7.70
每股股利	0.00	0.38	0.50	0.65
估值分析				
PE	30	26	20	16
PB	7.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	-6.38	13.55	8.68	4.83
股息收益率 (%)	0.00	0.75	0.99	1.27

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	108	165	216	277
折旧和摊销	14	15	16	18
营运资金变动	69	234	280	356
经营活动现金流	189	412	510	649
资本开支	-4	-31	-16	-15
投资	0	-3	2	-1
投资活动现金流	-3	-34	-13	-15
股权募资	0	582	0	0
债务募资	0	3	1	-1
筹资活动现金流	-44	553	-42	-56
现金净流量	142	930	455	578

插图目录

图 1：公司部分企业客户一览	3
图 2：行动教育“浓缩 EMBA”10 大模块基本情况	4
图 3：浓缩 EMBA 授课现场	4
图 4：行动教育校长 EMBA 课程基本情况	4
图 5：“校长 EMBA”教学环境	5
图 6：“校长 EMBA”授课现场	5
图 7：行动教育部分学员对行动教育的评价情况	5
图 8：行动教育董事长李践授课现场	6
图 9：李践与李嘉诚共同参加活动现场	6
图 10：行动教育营收基本情况（单位：亿元）	10
图 11：行动教育归母净利润基本情况（单位：亿元）	10
图 12：行动教育培训业务营收基本情况（单位：百万元）	11
图 13：行动教育咨询业务营收基本情况（单位：百万元）	11
图 14：行动教育各业务板块毛利率水平	11
图 15：行动教育费用率基本情况	12
图 16：行动教育综合费用率毛利率及净利率基本情况	12
图 17：行动教育合同负债水平保持稳定（单位：亿元）	12
图 18：我国市场主体个体工商户登记数持续提升（单位：百万）	13
图 19：商学教育存在以“个人”和“集体”两个方向	14
图 20：行动教育与三十四家上市公司合作课程词频统计（单位：次）	16
图 21：行动教育及其他知名商学院学费情况（万元/期）	17
图 22：行动教育部分客座教授背景信息	19
图 23：行动教育公开课部分教授讲师背景信息	19
图 24：2007 年口味王郭志光参加行动教育培训	22
图 25：2020 年行动教育口味王专场培训	22
图 26：2020 年 7 月伍子醉向行动教育派出参训学习团	22
图 27：行动教育企业家生态圈示意图	23
图 28：我国管理培训行业市场基本情况（单位：亿元）	24
图 29：企业管理培训市场的行业分布结构	24

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：行动教育业务体系情况	3
表 2：行动教育（及其前身）发展历程	6
表 3：公司管理层主要高管履历概况	7
表 4：行动教育客户数量及对应收入情况	8
表 5：行动教育客户数量按收入区间分布情况	8
表 6：行动教育营业收入按收入区间分布情况	9
表 7：行动教育客单价按收入区间分布情况（单位：万元）	9
表 8：行动教育营业收入拆分情况（2018-2020）	10
表 9：行业其他知名商学院学费及课程设置	14
表 10：行动教育课程设置上极具实操性	15
表 11：行动教育主要课程价格及内容展示	17
表 12：2018 年-2020 年行动教育开展课程对应实际单价（单位：万元）	18
表 13：国内部分知名商学院入学条件	18
表 14：行动教育全国校区分布地址	20
表 15：行动教育 2020 年前五大客户	23
表 16：管理培训行业部分鼓励性政策	25
表 25：可比公司 PE 数据对比	32

公司财务报表数据预测汇总.....	34
-------------------	----

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001