

行动教育 (605098.SH)

2023 年实现归母净利润 2.19 亿元，提升分红比例至 97%

增持

核心观点

2023 年实现归母净利润 2.19 亿元，符合预期。2023 年，公司实现营收 6.72 亿元/+49.02%；归母净利润 2.19 亿元/+97.95%；扣非归母净利润 2.15 亿元/+116.04%，收入及利润表现均位于预增公告中枢位置、符合预期。**2023Q4**，公司营收 2.11 亿元/+91.45%；归母净利润 5879 万元/+250.95%；扣非归母净利润 5855 万元/+309.29%。2023 年内实现销售收款 8.99 亿，同比+93.70%，2023 年底公司合同负债为 9.58 亿元/+24.90%，合同负债创历史新高。

“浓缩 EMBA”课程增速居前，“校长 EMBA”课程预计稳健。公司以大客户为开发重点，郎酒、今世缘、名创优品、今麦郎等行业&区域龙头达成合作。分项目看，管理培训/管理咨询分别实现营收 5.95/0.74 亿元，同比+55.3%/+13.5%，“浓缩 EMBA”课程（3 天课时、大班模式）预计增速居前，“校长 EMBA”课程（课时 1.5 年）表现稳健；对应毛利率分别为 82%/48%，同比+1.7/+2.7pct，班容&报到率提升带动下，各项毛利率均有所回升。

成本费用率控制良好，盈利能力持续改善。2023 年，公司毛利率为 78.3%/+3.07pct，系班容扩大、报到率提升带动；期间费用率为 40.6%/+8.8pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别-5.6/-4.7/-1.9/+3.4pct，期间费用率改善系收入增长的摊薄效应综合带动，其中销售费用绝对额扩大系公司发力建设销售团队规模，但客户续约率良好（对于销售而言续费客户的提成比例相对低）、销售费率同样可控。期内归母净利率为 32.6%/+8.1pct。

大客户战略贯彻全年，维持高分红比例。2023 年公司董事长牵头、集团核心管理层为第一负责人贯彻实施“大客户战略”，客户的约见率以及课程转化率大幅提升。依托于大客户的关系网拓展，我们认为公司未来市占率有望继续提升。公司继续维持高分红，期末拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税），全年累计派发现金红利 2.13 亿元，占全年归母净利润比例为 96.85%（2022 年为 89.61%），对应最新收盘价股息率为 3.88%。

风险提示：招生人数不达预期；宏观经济下行的风险；关键业务人员流失等

投资建议：2023 年公司课程收款在弱势环境下仍展现出强韧性，2024 年配合销售团队扩容及课程提价，我们分析收入端仍具有较强确定性，且规模效应带动下利润率仍有小幅上行空间。此外公司 2021 年上市以来分红率持续提升，4%的股息率也增强现有环境下投资偏好度。综上，我们维持 2024-2025 年预测，新增 2026 年预测，对应归母净利润为 2.88/3.61/4.43 亿元，对应 PE 估值为 19/15/12x，看好公司增长确定性和相对高股息率，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	451	672	902	1,115	1,354
(+/-%)	-18.8%	49.1%	34.2%	23.6%	21.4%
净利润(百万元)	111	219	288	361	443
(+/-%)	-35.1%	98.0%	31.4%	25.3%	22.7%
每股收益(元)	0.94	1.86	2.44	3.06	3.75
EBIT Margin	17.9%	33.2%	30.7%	30.8%	31.0%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	22.9%	29.2%	35.3%	41.5%
市盈率 (PE)	49.6	25.0	19.1	15.2	12.4
EV/EBITDA	70.1	28.4	24.4	20.3	17.4
市净率 (PB)	5.16	5.73	5.56	5.37	5.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

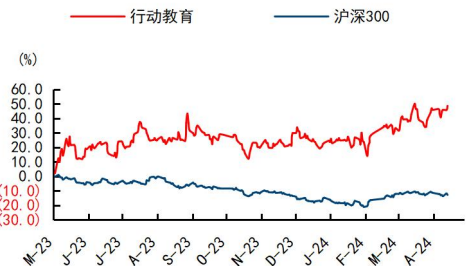
zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	46.55 元
总市值/流通市值	5497/5497 百万元
52 周最高价/最低价	50.00/32.77 元
近 3 个月日均成交额	54.09 百万元

市场走势



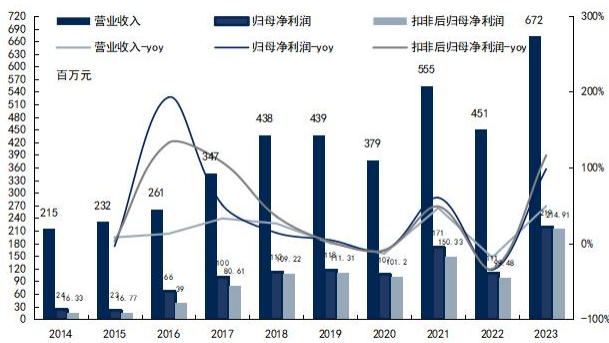
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《行动教育 (605098.SH) -运营效率持续改善，提价蓄力未来增长》——2023-10-26
- 《行动教育 (605098.SH) -大客户战略带动上半年业绩加速释放，合同负债彰显成长潜力》——2023-08-23
- 《行动教育 (605098.SH) -2023H1 业绩预增点评-上半年归母净利润同比翻倍，大额订单拓展初见成效》——2023-07-16
- 《行动教育 (605098.SH) -2022 年经营稳健，2023Q1 反弹良好，静待业务逐季回暖》——2023-04-21
- 《行动教育 (605098.SH) -2022Q3 业绩点评-第三季度经营符合预期，合同负债支撑未来成长》——2022-10-26

2023 年实现归母净利润 2.19 亿元，符合预期。2023 年，公司实现营收 6.72 亿元，同比+49.02%；归母净利润 2.19 亿元，同比+97.95%；扣非归母净利润 2.15 亿元，同比+116.04%，**公司收入及利润表现均位于预增公告中枢位置、符合预期。**2023Q4，公司实现营收 2.11 亿元，同比+91.45%；归母净利润 5879 万元，同比+250.95%；扣非归母净利润 5855 万元，同比+309.29%。2023 年底，公司合同负债为 9.58 亿元，同比增 24.90%，合同负债维持较快增长。

图1：2014-2023 年公司营收、业绩及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

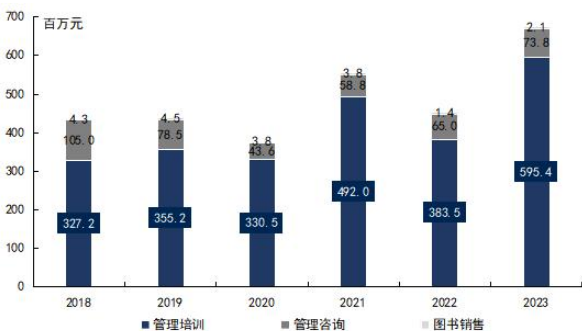
图2：公司单季度合同负债（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

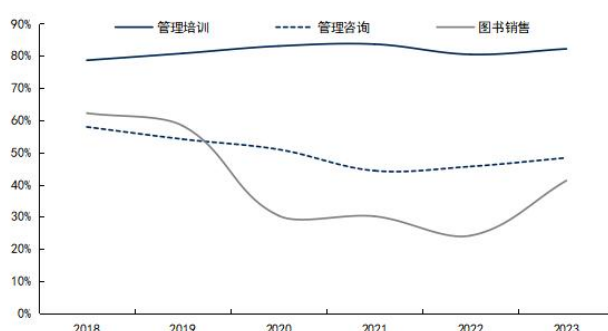
“浓缩 EMBA”课程增速居前，“校长 EMBA”课程增速稳健。公司以大客户为开发重点，郎酒、今世缘、名创优品、今麦郎等行业&区域龙头达成合作。其中“浓缩 EMBA”课程（3 天课时、大班模式）预计增速居前，“校长 EMBA”课程（课时 1.5 年）表现稳健。分项目看，管理培训/管理咨询分别实现营收 5.95/0.74 亿元，同比+55.3%/+13.5%，管理培训仍是公司主要的营收来源。对应毛利率分别为 82%/48%，同比+1.7/+2.7/+17.1pct，班容&报到率提升，各项毛利率均有所回升。

图3：主营业务分项目营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：主营业务分项目毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运营效率持续改善，期间费率控制良好。2023 年，公司毛利率为 78.3%，同比+3.07pct，预计浓缩班容扩大、校长 EMBA 报到率提升带动；期间费用率为 40.6%，同比-8.8pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别-5.6/-4.7/-1.9/+3.4pct，期间费用率改善系降本增效&收入增长的摊薄效应综合带动，其中销售费用绝对额扩大系公司发力建设销售团队规模，但客户续约率良好（对于销售而言续费客户的提成比例相对低）、销售费率同样可控。期内净利率为 32.6%，同比+8.1pct。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大客户战略保驾护航，持续高比例分红。基于大客户在企业员工培训支出相对稳定的大前提，年初以来董事长牵头、集团核心管理层为第一负责人贯彻实施“大客户战略”，使得客户的约见率以及课程转化率大幅提升。依托于大客户的关系网拓展，我们认为公司未来市占率有望继续提升。此外，据公司官网，公司核心产品“校长EMBA”课程单价由29.8万/人提升至35.8万/人，“浓缩EMBA”也有20%+涨价幅度，一方面课程提价印证了公司课程客户认可度持续提升，其次考虑销课进度，课程提价实际也在为明年的增长蓄力。此外，公司此次拟向全体股东每10股派发现金红利10元（含税），合计约派发现金红1.18亿元（含税）。全年累计派发现金红利2.13亿元，占公司2023年年度归母净利润的比例为96.85%，对应收盘价的股息率为3.88%。

投资建议：2023年公司课程收款在弱势环境下仍展现出强韧性，2024年配合销售团队扩容及课程提价，我们分析收入端仍具有较强确定性，且规模效应带动下利润率仍有小幅上行空间。此外公司2021年上市以来分红率持续提升，4%的股息率也增强现有环境下投资偏好度。综上，我们维持2024-2025年预测，新增2026年预测，对应归母净利润为2.88/3.61/4.43亿元，对应PE估值为19/15/12x，看好公司增长确定性和相对高股息率，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值			EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	23A	24E	25E				
605098.SH	行动教育	45.66	54	1.92	2.44	3.06	23.78	18.71	14.92	22.88	增持		
003032.SZ	传智教育	10.18	41	0.27	0.31	0.37	169.11	147.29	123.41	1.15	增持		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：招生人数不达预期；宏观经济下行的风险；关键业务人员流失等

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1206	1358	1930	2105	2425	营业收入	451	672	902	1115	1354
应收款项	3	3	5	6	7	营业成本	112	146	198	245	298
存货净额	3	3	5	6	8	营业税金及附加	3	4	6	7	8
其他流动资产	12	19	27	33	41	销售费用	145	178	249	308	374
流动资产合计	1693	1823	2407	2591	2921	管理费用	83	91	122	151	183
固定资产	172	174	161	147	134	研发费用	28	29	50	61	72
无形资产及其他	2	2	3	4	5	财务费用	(33)	(26)	(11)	(14)	(24)
投资性房地产	83	98	98	98	98	投资收益	6	5	5	7	14
长期股权投资	1	0	1	1	2	资产减值及公允价值变动	2	(3)	0	0	0
资产总计	1951	2096	2669	2841	3160	其他收入	(20)	(22)	(20)	(16)	(22)
短期借款及交易性金融负债	10	12	500	300	200	营业利润	130	259	323	409	507
应付款项	11	19	25	31	38	营业外净收支	(1)	(1)	20	20	20
其他流动负债	838	1066	1341	1665	2028	利润总额	128	257	343	429	527
流动负债合计	859	1096	1865	1996	2266	所得税费用	16	37	53	67	82
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	1	1	1	1	2
其他长期负债	22	38	42	46	50	归属于母公司净利润	111	219	288	361	443
长期负债合计	22	38	(188)	(184)	(180)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	881	1134	1677	1812	2086	净利润	111	219	288	361	443
少数股东权益	4	3	4	5	6	资产减值准备	(0)	0	(0)	(0)	(0)
股东权益	1066	959	988	1024	1068	折旧摊销	10	10	17	18	18
负债和股东权益总计	1951	2096	2669	2841	3160	公允价值变动损失	(2)	3	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(33)	(26)	(11)	(14)	(24)
每股收益	0.94	1.86	2.44	3.06	3.75	营运资本变动	(39)	230	272	326	364
每股红利	1.11	2.81	2.20	2.75	3.38	其它	0	(1)	1	1	1
每股净资产	9.03	8.12	8.37	8.67	9.05	经营活动现金流	80	462	578	706	826
ROIC	18%	38%	-200%	-35%	-31%	资本开支	0	(10)	(5)	(5)	(5)
ROE	10%	23%	29%	35%	41%	其它投资现金流	168	29	0	0	0
毛利率	75%	78%	78%	78%	78%	投资活动现金流	169	20	(5)	(5)	(6)
EBIT Margin	18%	33%	31%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	35%	33%	32%	32%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-19%	49%	34%	24%	21%	支付股利、利息	(131)	(332)	(260)	(325)	(399)
净利润增长率	-35%	98%	31%	25%	23%	其它融资现金流	139	334	488	(200)	(100)
资产负债率	45%	54%	63%	64%	66%	融资活动现金流	(124)	(330)	(1)	(525)	(499)
息率	2.4%	6.0%	4.7%	5.9%	7.3%	现金净变动	125	152	572	175	321
P/E	49.6	25.0	19.1	15.2	12.4	货币资金的期初余额	1081	1206	1358	1930	2105
P/B	5.2	5.7	5.6	5.4	5.1	货币资金的期末余额	1206	1358	1930	2105	2425
EV/EBITDA	70.1	28.4	24.4	20.3	17.4	企业自由现金流	0	422	518	628	731
						权益自由现金流	0	756	785	440	651

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032