

合同负债新高，业绩增长可持续性增强

投资要点

- **业绩总结:** 行动教育发布2023年报, 公司2023年实现营收6.7亿, yoy+49.1%; 归母净利润2.2亿, yoy+96.6%。单四季度实现营收2.1亿, yoy+91.5%; 归母净利润5879万, yoy+251%。
- **高消课同时合同负债持续新高, 学员需求旺盛。** 公司23Q1、Q2、Q3和Q4末合同负债持续新高, 分别为7.72亿、8.68亿、8.76亿和9.58亿, 在高消课的情况下, 待排课程仍实现持续增长, 24年业绩增长确定性逐渐增强。23Q4销售商品、提供劳务收到的现金为3.05亿元, 同比22年增长121%, 同比21年增长14%。我们认为一方面说明公司的课程受到企业客户认可以及销售能力较强, 另一方面也说明MBA培训需求旺盛, 公司业绩增长具可持续性。
- **下半年核心课程提价20-30%, 23H2验证量价齐升。** 2023年7月1日开始, 校长EMBA单个定价从29.8w提升至35.8w, 团购价维持49.8w/2人; 浓缩EMBA定价维持3.58w/人, 团购价由19.8w/10人提升至25.8w/10人, 99w/50人团购价维持。23H2预收款增长亮眼, 量价齐升逻辑得到验证。由于收入确认和现金收款之间存在滞后性, 提价将对24年确认的收入产生积极影响。
- **疫后线下培训恢复, 公司业绩反转逻辑已获验证。** 2022年受疫情影响, 上海地区校长EMBA Q2及Q4开课受阻, 且全国浓缩EMBA报到率下滑, 对全年业绩影响较大。2023年开年以来, 校长EMBA加大排课密度, 且报到率显著提升, 成本摊薄、费用优化后, 利润实现翻倍增长。我们认为公司业务具有强疫后复苏属性, 正常排课即可释放业绩, 23年高增长已验证公司业绩反转逻辑。
- **销售费用率下滑显著, 利润率持续提升。** 公司2023年毛利率为78.3%, 与历史同期相比保持稳定, 主要系今年培训需求旺盛, 报到率提升, 班均人数增加所致; 净利率为32.8%, 稳中有升; 2023销售费用率为26.5%, 相比21年同期下降2.5pp, 主要系课程收入扩大所致。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.8、3.6、4.4亿元, 对应的PE分别为19倍、15倍、12倍。我们看好公司在管理培训领域的业务拓展能力, 维持对公司的“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) 报到率不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	672.24	846.03	1036.93	1247.26
增长率	49.08%	25.85%	22.56%	20.28%
归属母公司净利润(百万元)	219.45	283.68	357.20	442.71
增长率	97.95%	29.27%	25.92%	23.94%
每股收益EPS(元)	1.86	2.40	3.03	3.75
净资产收益率ROE	22.89%	24.04%	24.13%	23.90%
PE	25	19	15	12
PB	5.62	4.57	3.64	2.91

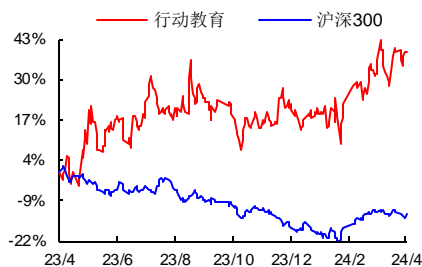
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 苗泽欣
执业证号: S1250524030004
电话: 13608650525
邮箱: mzxin@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)	1.18
流通A股(亿股)	1.18
52周内股价区间(元)	33.77-47.0
总市值(亿元)	53.91
总资产(亿元)	20.96
每股净资产(元)	8.12

相关研究

1. 行动教育(605098): 合同负债持续新高, 业绩增长逐渐明晰 (2023-10-27)
2. 行动教育(605098): 业绩弹性较大, 合同负债增长亮眼 (2023-08-22)
3. 行动教育(605098): 疫后业绩复苏逻辑强, 预收款增长亮眼 (2023-04-21)

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 2024-2026 年公司管理培训业务客户数量增长率为 23%、20%、10%，客单价增长率保持在 5%。

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，2024-2026 年管理咨询客户数量为 499、560、655 个，客单价将保持 7% 的速度增长。

假设 3：预计 2024-2026 年管理培训规模效应叠加更大的成本投入，毛利率保持稳定，分别为 86%、87%、87%；管理咨询毛利率保持稳定，保持在 50%；销售费率维持在 30% 左右的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
管理培训业务	收入	595.35	718.75	884.24	1056.70
	增速	55.3%	20.7%	23.0%	19.5%
	毛利率	82%	86%	87%	87%
管理咨询业务	收入	73.78	125.00	150.17	187.80
	增速	13.5%	69.4%	20.1%	25.1%
	毛利率	48%	50%	50%	50%
图书音像制品销售	收入	2.08	2.29	2.52	2.77
	增速	52.5%	10%	10%	10%
	毛利率	41%	50%	50%	50%
合计	收入	671.21	846.03	1036.93	1247.26
	增速	49.2%	26.0%	22.6%	20.3%
	毛利率	78.3%	80.6%	81.6%	81.3%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8.5 亿元 (+26%)、10.4 亿元 (+22.6%) 和 12.5 亿元 (+20.3%)，归母净利润分别为 2.8 亿元 (+29.3%)、3.6 亿元 (+25.9%)、4.4 亿元 (+23.9%)，对应动态 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	672.24	846.03	1036.93	1247.26	净利润	220.27	284.74	358.53	444.36
营业成本	146.17	164.27	191.29	232.65	折旧与摊销	14.73	11.04	11.04	11.04
营业税金及附加	4.18	5.56	6.75	8.02	财务费用	-25.70	-25.35	-27.87	-26.30
销售费用	178.28	245.35	295.52	349.23	资产减值损失	-0.33	-0.21	-0.17	-0.23
管理费用	91.31	130.63	158.42	171.71	经营营运资本变动	227.78	-4.47	172.41	265.18
财务费用	-25.70	-25.35	-27.87	-26.30	其他	17.27	-8.89	-3.47	-3.62
资产减值损失	-0.33	-0.21	-0.17	-0.23	经营活动现金流净额	454.02	256.87	510.49	690.43
投资收益	4.79	5.56	5.18	5.37	资本支出	-4.24	5.00	3.00	2.00
公允价值变动损益	-2.93	0.00	0.00	0.00	其他	60.82	5.56	5.18	5.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	56.58	10.56	8.18	7.37
营业利润	258.52	331.35	418.14	517.55	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.18	-0.83	-1.08	-1.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	257.34	330.51	417.07	516.53	股权融资	3.93	0.00	0.00	0.00
所得税	37.07	45.77	58.53	72.17	支付股利	-330.62	-43.89	-56.74	-71.44
净利润	220.27	284.74	358.53	444.36	其他	-17.88	-5.59	27.87	26.30
少数股东损益	0.82	1.06	1.33	1.65	筹资活动现金流净额	-344.57	-49.48	-28.87	-45.14
归属母公司股东净利润	219.45	283.68	357.20	442.71	现金流量净额	166.03	217.95	489.80	652.66
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1358.00	1575.96	2065.75	2718.41	成长能力				
应收和预付款项	17.76	20.99	24.94	30.15	销售收入增长率	49.08%	25.85%	22.56%	20.28%
存货	2.87	3.23	3.76	4.57	营业利润增长率	99.55%	28.17%	26.20%	23.77%
其他流动资产	443.99	444.98	446.07	447.27	净利润增长率	96.54%	29.27%	25.92%	23.94%
长期股权投资	0.14	0.14	0.14	0.14	EBITDA 增长率	121.81%	28.07%	26.58%	25.16%
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	173.77	158.88	145.99	134.09	毛利率	78.26%	80.58%	81.55%	81.35%
无形资产和开发支出	1.87	1.31	0.76	0.21	三费率	36.28%	41.44%	41.09%	39.66%
其他非流动资产	98.07	97.47	96.88	96.28	净利率	32.77%	33.66%	34.58%	35.63%
资产总计	2096.48	2302.97	2784.29	3431.13	ROE	22.89%	24.04%	24.13%	23.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.51%	12.36%	12.88%	12.95%
应付和预收款项	88.85	95.22	112.58	138.34	ROIC	-27.07%	-31.24%	-36.35%	-37.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.82%	37.47%	38.70%	40.27%
其他负债	1045.15	1023.42	1185.59	1433.74	营运能力				
负债合计	1134.00	1118.64	1298.17	1572.09	总资产周转率	0.33	0.38	0.41	0.40
股本	118.08	118.08	118.08	118.08	固定资产周转率	4.00	5.30	6.93	8.93
资本公积	474.09	474.09	474.09	474.09	应收账款周转率	1031.37	995.97	966.75	960.27
留存收益	347.89	587.68	888.15	1259.41	存货周转率	43.11	53.83	54.73	55.83
归属母公司股东权益	959.07	1179.86	1480.32	1851.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	133.72%	—	—	—
少数股东权益	3.41	4.47	5.81	7.46	资本结构				
股东权益合计	962.48	1184.33	1486.13	1859.04	资产负债率	54.09%	48.57%	46.62%	45.82%
负债和股东权益合计	2096.48	2302.97	2784.29	3431.13	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.66	1.89	2.02	2.09
					速动比率	1.66	1.89	2.01	2.08
					股利支付率	150.66%	15.47%	15.88%	16.14%
					每股指标				
					每股收益	1.86	2.40	3.03	3.75
					每股净资产	8.12	9.99	12.54	15.68
					每股经营现金	3.85	2.18	4.32	5.85
					每股股利	2.80	0.37	0.48	0.61
业绩和估值指标	2023A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	247.55	317.04	401.32	502.29					
PE	24.57	19.01	15.09	12.18					
PB	5.62	4.57	3.64	2.91					
PS	8.02	6.37	5.20	4.32					
EV/EBITDA	14.19	10.36	6.96	4.26					
股息率	6.13%	0.81%	1.05%	1.33%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
