

行动教育（605098）

企业培训行业龙头，业绩稳定增长分红率高 增持（首次）

2024 年 08 月 16 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	450.92	672.24	861.91	1,068.13	1,276.26
同比（%）	(18.78)	49.08	28.21	23.93	19.49
归母净利润（百万元）	110.86	219.45	282.07	356.28	432.81
同比（%）	(35.10)	97.95	28.54	26.31	21.48
EPS-最新摊薄（元/股）	0.94	1.86	2.39	3.02	3.67
P/E（现价&最新摊薄）	35.38	17.87	13.91	11.01	9.06

投资要点

- **企业培训行业龙头，收入业绩稳定增长：**行动教育是我国企业管理培训行业的龙头，核心产品包括校长 EMBA 和浓缩 EMBA，主要给企业高管提供 EMBA 授课，公司创始人李践自身就是企业管理行业的优秀讲师出身，深耕行业 20 多年，有丰富的管理咨询行业从业经验，积累了丰富的客户资源。自身也有较强的名师 IP 光环，引领公司发展。2024H1，公司实现营收 3.89 亿元，同比+35.16%，实现归母净利润 1.36 亿元。同比+29.19%。截止 2024 年 6 月，公司合同负债 10.01 亿元。2023 年和 2024H1 分红率分别达到 97%和 87%。
- **公司深耕行业多年，已经形成了较好的品牌优势和行业口碑。**公司已经在管理培训行业积累了较好的口碑，公司的课程特点偏实战，更贴近企业实际经营过程中会面临的问题，并有针对性地提出解决方案，更符合企业高管参培的真实需求，因此积累了较好的行业口碑，2023 年，公司老客户的转介绍和复购率为 85%左右，已经形成了较好的品牌效应。
- **公司有经验丰富的企业讲师队伍和课程研发体系：**公司的讲师主要来自于企业，普遍有超过 20 年的实操经验，导师们不仅在企业管理和经营方面拥有丰富的实战经验，而且在管理理论学术上也有深入的研究和贡献，更懂得企业家面临的痛点以及如何沟通，公司注重课程的内容更新迭代，使得每年的授课内容能紧跟行业的变化。
- **公司已经建立了较为完备的销售体系，**公司设有专门的营销管理中心，销售团队则通过一线销售人员的电话销售、关系销售、小规模课程试听、与行业协会等机构合作组织论坛这类方式实现对客户的触达，对于核心大客户，公司也有专门的团队进行后续对接和维护，提高转化率。
- **盈利预测与投资评级：**行动教育是我国企业培训的行业龙头，其拳头产品校长 EMBA 和浓缩 EMBA 专注于实战层面解决企业经营发展面临的痛点，已经形成了较好的行业口碑，客户转介绍和复购较高，我们认为企业培训在如今行业竞争加剧，企业面临增长瓶颈的大背景下会表现出较强的需求韧性。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.8/3.6/4.3 亿元，对应 2024-2026 年 PE 为 14/11/9 倍。行动教育业绩增长稳定，分红率高，股价已经回调较多，我们认为股价有修复空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，市场竞争风险，关键业务人员流动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.22
一年最低/最高价	30.54/56.00
市净率(倍)	4.00
流通 A 股市值(百万元)	3,922.57
总市值(百万元)	3,922.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.30
资产负债率(%，LF)	54.06
总股本(百万股)	118.08
流通 A 股(百万股)	118.08

相关研究

内容目录

1. 深耕企业管理培训，一核两翼稳步发展	4
1.1. 发展历程：以企业管理教育起家，逐步延伸服务链条	4
1.2. 创始人为公司实控人，管理层经验丰富	4
1.3. 企业管理培训龙头，线下复苏后业绩高增	6
2. 行业分析：市场容量潜力大，竞争格局分散化	7
2.1. 企业培训空间广阔，需求持续增长	7
2.2. 行业格局呈“水滴型”，用户口碑打造品牌护城河	9
2.3. 通用类课程受众多，技术助力培训体验	10
2.4. 管理培训契合经济发展，中长期呈平稳趋势	11
3. 公司分析：企业培训龙头，客户资源较好	11
3.1. 品牌卓越：铸就行业领导地位	11
3.2. 产品矩阵丰富，拥有丰富知识产权	14
3.3. 从企业选拔优秀的讲师，注重实操性，解决企业经营真实痛点	16
3.4. 渠道网络成熟，销售团队完备	17
4. 财务分析：盈利能力修复，高分红回报投资者	18
5. 盈利预测	20
5.1. 盈利预测	20
5.2. 投资建议	20
6. 风险提示	21

图表目录

图 1:	行动教育发展历程.....	4
图 2:	行动教育股权结构图（截至 2024 年 6 月末）.....	5
图 3:	2018-2024H1 公司营业收入及增速	6
图 4:	2018-2024H1 公司归母净利润及增速	6
图 5:	行动教育确立了“一核两翼”的经营模式.....	6
图 6:	2018-2024H1 公司分产品营收（亿元）	7
图 7:	2018-2024H1 公司分产品营收占比	7
图 8:	2018-2024H1 公司合同负债及增速情况	7
图 9:	企业开展培训的目的（%）	8
图 10:	2023 年企业采购预算相比去年的变化（%）	8
图 11:	2016-2025 年中国企业培训行业市场规模及增速（亿元，%）	9
图 12:	行业格局呈“水滴型”	9
图 13:	外训在整体培训中占比（%）	11
图 14:	采购过的第三方机构培训课程.....	11
图 15:	公司知名学员企业.....	12
图 16:	行动教育荣获“2021 最佳新锐品牌奖”	12
图 17:	第 7 届企业家校长节.....	12
图 18:	《浓缩 EMBA》课程	13
图 19:	《校长 EMBA》课程	13
图 20:	行动教育部分导师著作.....	15
图 21:	行动教育研发流程.....	15
图 22:	全球校区分布图.....	17
图 23:	2018-2024H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金（亿元，%）	18
图 24:	2018-2024H1 公司分产品毛利率	18
图 25:	2018-2024H1 公司期间费用率	18
图 26:	2021 年以来公司分红率.....	19
图 27:	2021 年以来公司股息率.....	19
图 28:	2018-2024H1 公司 ROE（平均）	19
表 1:	公司核心管理层简介.....	5
表 2:	行动教育部分课程.....	14
表 3:	行动教育师资阵容.....	16
表 4:	公司 2024-2026 年收入预测拆分	20
表 5:	可比公司估值表.....	20

1. 深耕企业管理培训，一核两翼稳步发展

企业管理培训龙头，管理培训为主业。作为中国管理教育第一股，公司以企业管理培训作为核心业务，公司的核心产品包括校长 EMBA 和浓缩 EMBA，主要针对企业管理层，积累服务过 16 万家企业，全球设有近 30 家校区。2024H1，公司实现营收 3.89 亿元，同比+35.16%，实现归母净利润 1.36 亿元。同比+29.19%。“大客户战略”卓有成效，陆续与郎酒、名创优品等行业龙头达成合作。截至 2023 年末，公司已与 240 余家大客户达成深度合作。

1.1. 发展历程：以企业管理教育起家，逐步延伸服务链条

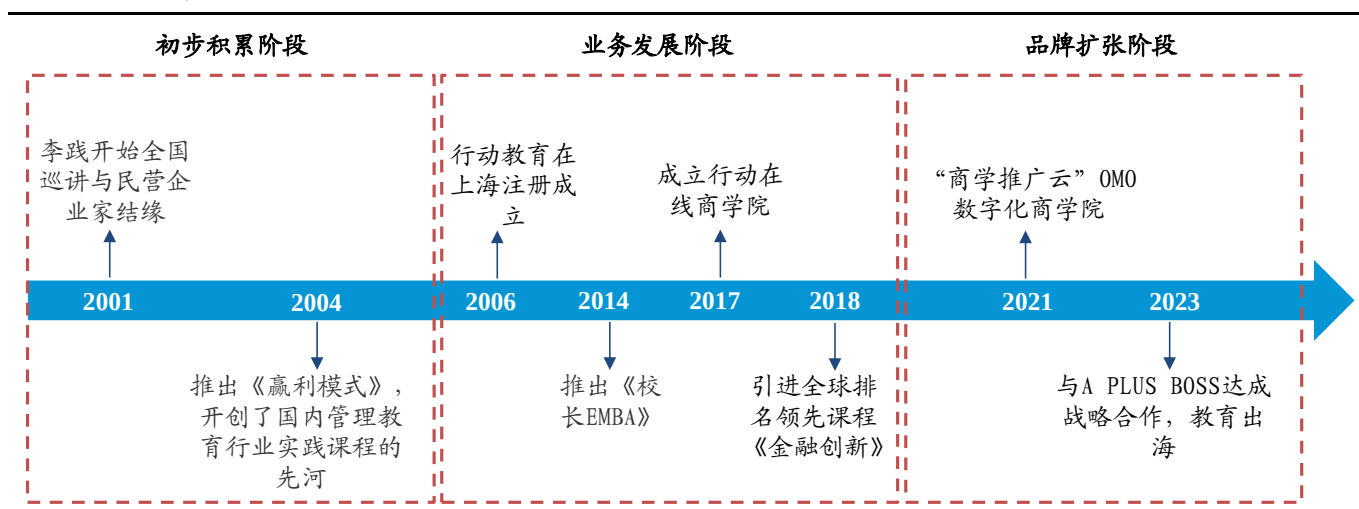
行动教育的发展历程可以划分为以下三个阶段：

公司早期凭借创始人全国讲课积累客户资源（2001-2005）：2001 年，李践通过全国巡讲，积累丰富客户资源，为公司创立打下良好基础。2004 年，推出《赢利模式》，首次在国内推出管理教育行业实践课程，后续课程持续迭代升级，成为公司的“拳头产品”。

依托高质量产品进行业务发展（2006-2020）：2006 年，行动教育在上海注册成立。2014 年，推出核心长期课程《校长 EMBA》，课程内容包括 5 大人才系统和 5 大增长系统，旨在全面提升企业家的组织管理能力和企业增长能力。2017 年，成立行动在线商学院，第一校址“花瓣大楼”落成。2018 年，引进全球排名领先课程《金融创新》。

深耕客户多维度发展（2021-至今）：2021 年，行动在线商学院更名为“商学云”，推广 OMO 数字化商学院。2023 年，与 A PLUS BOSS 达成战略合作，教育出海。

图1：行动教育发展历程

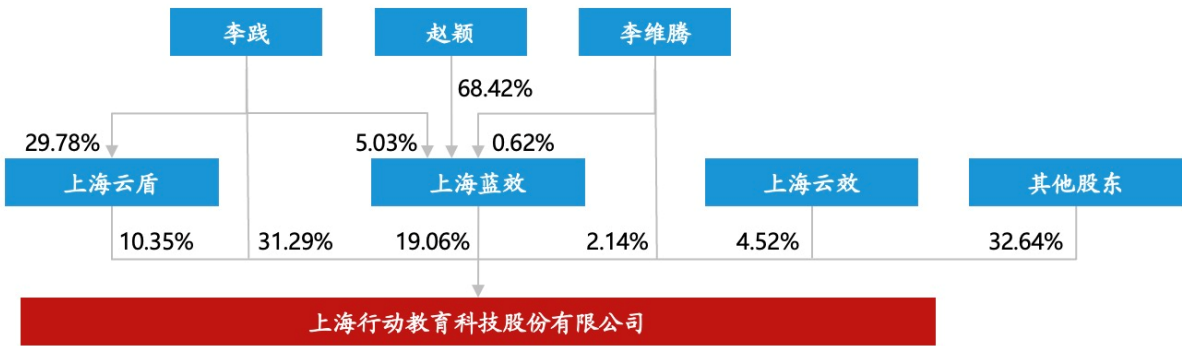


数据来源：公司公告，官方微信公众号，东吴证券研究所

1.2. 创始人为公司实控人，管理层经验丰富

李践为公司的实际控制人，公司股权结构稳定。李践为公司控股股东、创始人和核心讲师。李践、李维腾、赵颖三人为公司的一致行动人。李践、李维腾分别直接持有公司 31.29%、2.14%的股份。

图2：行动教育股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司核心管理层经验丰富。核心讲师李践在企业管理培训行业深耕多年，拥有丰富的从业经验，著有《做自己想做的事》《赢利模式》等，主讲公司核心课程《浓缩 EMBA》《校长 EMBA》。其余高管也均拥有深厚知识和经验。

表1：公司核心管理层简介

姓名	职位	简介
李践	董事长、总经理	研究生学历。2007 年 1 月至 2011 年 11 月，任行动有限讲师；2011 年 11 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司董事长；2013 年 2 月至今，兼任上海行动教育科技股份有限公司总经理。
李仙	董事、副总经理	研究生学历。2011 年 5 月至 2016 年 11 月，任上海行动成功图书音像有限公司总经理 2014 年 7 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司董事；2015 年 4 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司副总经理。
杨林燕	董事、副总经理、董事会秘书	研究生学历。2008 年 1 月至 2011 年 6 月，任上海行动成功图书音像有限公司副总经理兼财务总监；2015 年 11 月至 2021 年 5 月，任上海行动教育科技股份有限公司财务总监；2015 年 12 月至今，兼任上海行动教育科技股份有限公司董事；2016 年 4 月至今，兼任上海行动教育科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。
赵颖	董事	研究生学历，2021 年 5 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司董事。
罗逸	副总经理	本科学历。2008 年 5 月至 2017 年 1 月，历任上海行动教育科技股份有限公司 IT 运营中心经理、总监；2017 年 1 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司副总经理。
黄强	副总经理	本科学历。2007 年 3 月至 2009 年 2 月，任行动有限杭州分公司营销总监；2009 年 3 月至 2014 年 3 月，任行动有限合肥分公司营销总监；2014 年 4 月至今，历任上海行动教育科技股份有限公司营销管理中心总经理；2017 年 1 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司副总经理。
陈纪红	财务总监	本科学历。2012 年 2 月至 2012 年 8 月，任上海行动教育科技股份有限公司

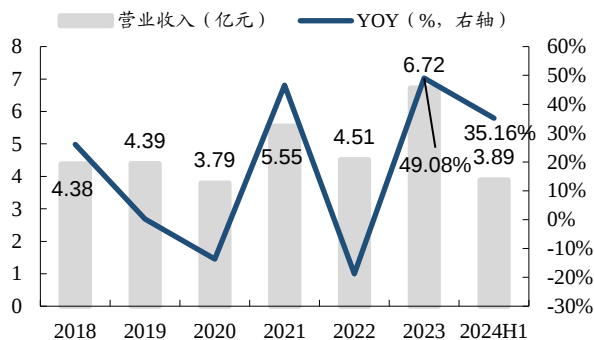
郑州分公司财务经理；2012年8月至今，任上海行动教育科技有限公司财务部核算总经理；2021年5月至今，任上海行动教育科技有限公司财务总监。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 企业管理培训龙头，线下复苏后业绩高增

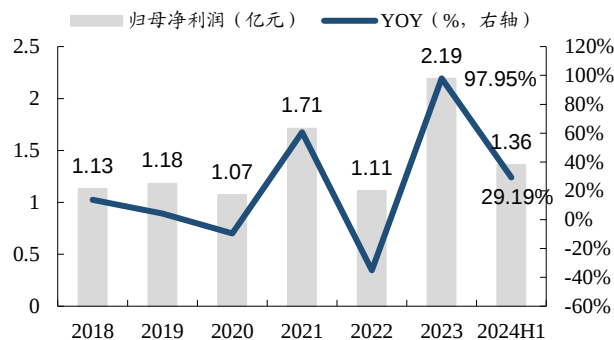
2023年以来企业端咨询培训需求逐步释放，公司业绩兑现度高。2023年以来，随着线下教学的复苏，公司业绩持续修复。得益于大客户战略成果显著，培训和咨询业务订单量充裕。2023年，公司实现营业收入6.7亿元，同比+49.08%，实现归母净利润2.2亿元，同比+97.95%。2024年H1业绩增长强劲，实现营业收入及归母净利润3.89/1.36亿元，同比+35.16%/+29.19%。

图3：2018-2024H1公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2018-2024H1公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

行动教育具有稳定的经营模式。公司采用一核两翼的经营模式，核心业务是企业管理培训。管理咨询业务和股权投资业务作为主业客户带来的延伸业务，形成公司发展的“两翼”。

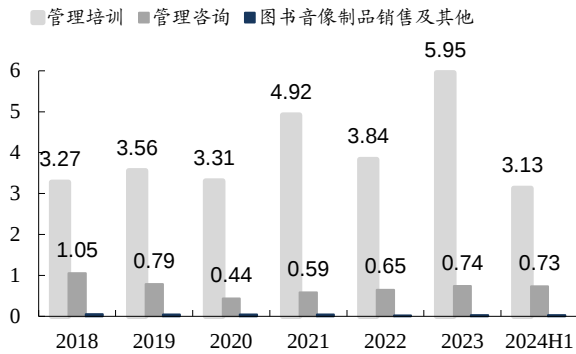
图5：行动教育确立了“一核两翼”的经营模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

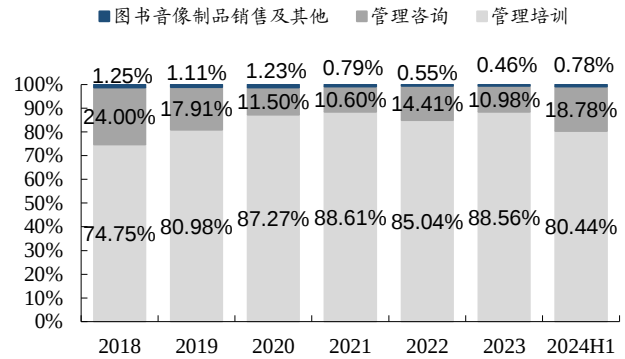
管理培训贡献公司大部分收入。以校长 EMBA 和浓缩 EMBA 为公司核心产品的管理培训业务贡献公司的主要营收，2023 年公司管理培训业务实现营收 5.95 亿元，占公司收入的 88.56%。2024H1，管理培训业务实现收入 3.13 亿元，占公司收入的 80.44%。

图6：2018-2024H1 公司分产品营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

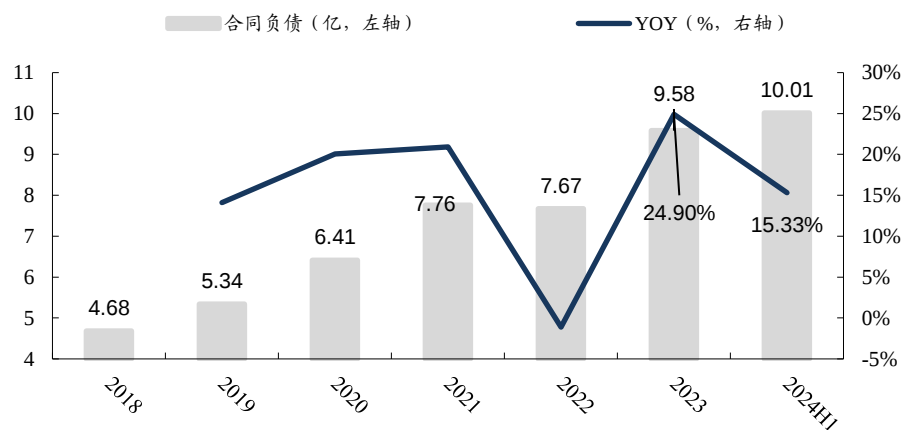
图7：2018-2024H1 公司分产品营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

合同负债呈增长趋势，未来收入可期。客户参加公司的管理培训课程前通常需要预付全额培训费用，公司通常将这部分企业在提供承诺的服务之前所收取的款项确认为合同负债，因此合同负债可以反映公司已经销售但尚未交付的课程在未来可以确认的收入。2018-2021 年，公司合同负债保持增长。2022 年受停课影响，《校长 EMBA》收入确认延后，合同负债小幅减少。2023 年迅速回升，合同负债为 9.58 亿元，同比+24.9%，2024H1 延续上涨趋势，合同负债为 10.01 亿元，同比+15.33%，营收前景向好。

图8：2018-2024H1 公司合同负债及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业分析：市场容量潜力大，竞争格局分散化

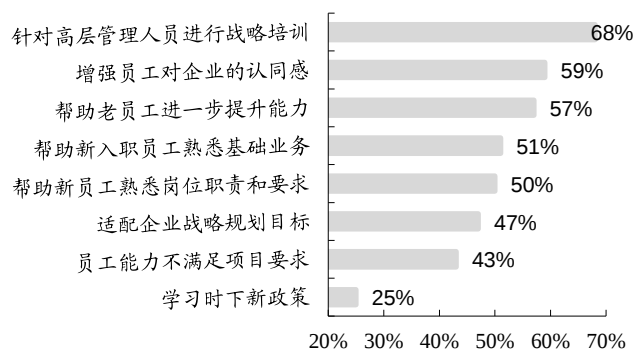
2.1. 企业培训空间广阔，需求持续增长

企业培训发展是一个重视度、关注度逐步提升的过程。1978-2000 年是管理培训行业的启蒙期。在此期间，国务院学位办正式批准设立 MBA 学位并试办 MBA 教育。进入 21 世纪，也进入了企业培训的快速发展与变革时期，相关政策陆续出台，行业发展愈发规范化。服务对象也从大型国有企业、民营企业下沉到中小企业，中小企业的培训需求受到关注。培训方式从线下面授延展到线上数字化培养。

企业培训行业开始逐步进入规范化、规模化发展中。2010 年以后，培训业务开始规模化，企业管理培训服务提供商逐步成型，行业出现梯队划分，一些大型的培训机构凭借其优质的服务和强大的资源实力，逐渐在市场上占据主导地位。随着企业管理培训的普及，大型需求方也逐渐将企业培训列入预算管理，企业管理培训服务的采购开始进入招投标的方式，行业正式从师资授课演讲模式升级为项目团队化运作的模式。

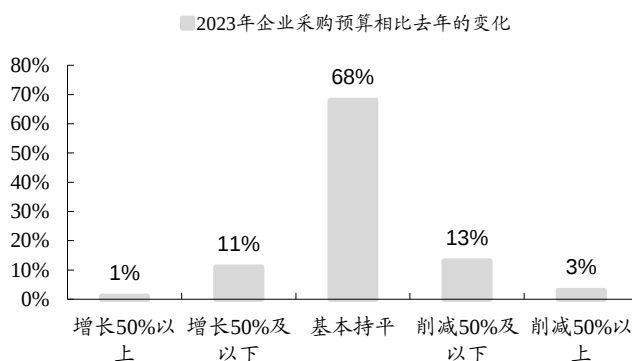
企业经营环境变化加快竞争加剧，带动领导层参培意愿维持稳定。随着我国经济结构的快速转型以及信息技术的迅猛发展，传统行业正在经历变革。面对日益复杂的市场环境，企业仅依靠以往的管理经验已难以应对新的市场竞争。因此，企业越来越倾向于寻求外部培训机构的专业支持，有 68% 的企业以针对高层管理人员进行战略培训为目的参与企业培训，兼有不同层级员工强化企业认同感这一需求内因，大部分企业为培训业务稳定投入预算。

图9：企业开展培训的目的（%）



数据来源：《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，东吴证券研究所

图10：2023 年企业采购预算相比去年的变化（%）

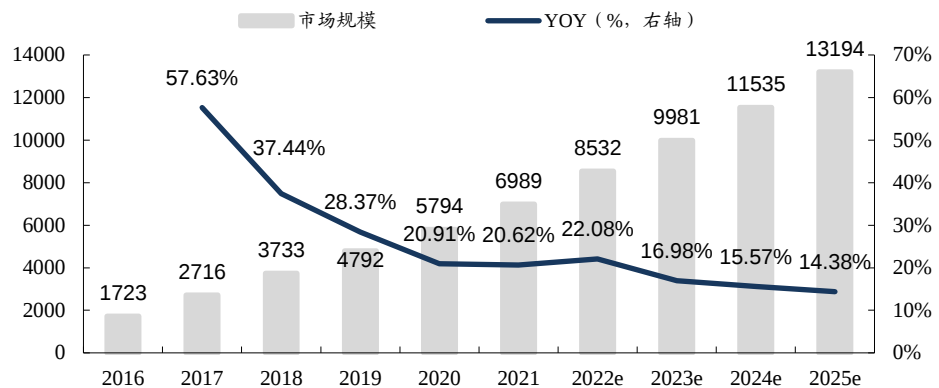


数据来源：《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，东吴证券研究所

企业基数扩大开发管理培训的空间。企业法人单位数量持续增加。国家统计局 2022 年统计的数据显示，中国企业法人数目已经达到 3700 余万家，而行动教育目前累计服务过的企业数为 16 万家。相比之下，企业管理市场仍有较大的空间亟待开发。不考虑企业参培率的提升，仅有企业基数的扩大也会导致企业培训行业市场规模的增长。

法人数量和企业参培率的持续增长共同驱动企业培训市场规模的扩大。根据《腾讯营销洞察：2023 中国企业培训行业白皮书》预测，2023 年管理培训行业将增长突破 9000 亿元，至 2025 年市场规模将达到 13194 亿元。

图11：2016-2025 年中国企业培训行业市场规模及增速（亿元，%）



数据来源：《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，东吴证券研究所

2.2. 行业格局呈“水滴型”，用户口碑打造品牌护城河

企业培训机构呈现出“水滴型”的行业格局。按企业培训业务属性划分，可分为细分型和综合型。细分型可再分为行业细分、通用领域细分、业务领域细分、区域细分等。根据营收规模，企业培训机构又可分为头部领先型、腰部成长型和尾部中小型。头部企业以综合型机构为主，腰部和尾部则细分型居多。头部培训机构通常依靠自身的品牌影响力以及积攒的资源优势，提供综合性的培训课程和服务。腰部及以下培训机构选择以细分化服务为主，深耕行业，在特定领域做深做强，提升竞争差异化优势。

图12：行业格局呈“水滴型”



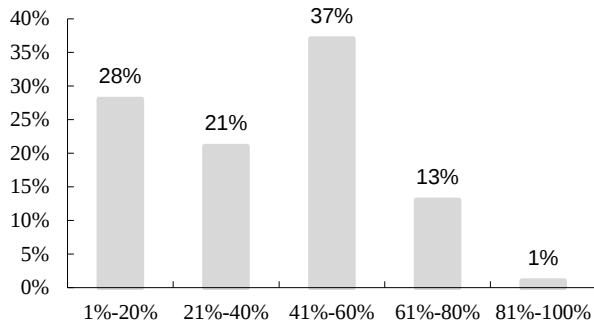
数据来源：多鲸教育研究院，《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，东吴证券研究所

企业培训要实现规模化增长，需要较长时间的积累，企业培训行业若想实现持续稳定的增长，对客户资源要求较高，长时间的稳定质量的课程内容输出，形成较好的行业口碑，搭建起品牌优势，建立起营销网络和销售渠道。并非一蹴而就的事情。

2.3. 通用类课程受众多，技术助力培训体验

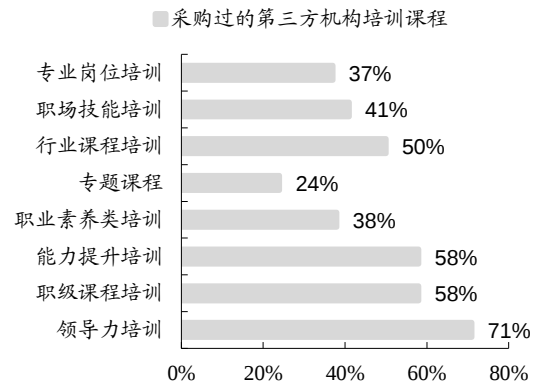
外训搭配内训，通用类课程刚需。企业在选择培训方式时通常会采用外训与内训相结合的策略。外训从第三方视角为企业提供专业知识，内训则侧重于利用企业内部资源，利于针对企业特定需求提供定制化培训，多元化的培训模式共同推动企业发展。《2023 中国企业培训行业发展白皮书》调研显示，有 51% 的企业外训占比超过 40%。在第三方培训机构选择课程时，96% 的企业采购过具有普适性的通用类课程。

图13: 外训在整体培训中占比 (%)



数据来源:《2023 中国企业培训行业发展白皮书》, 东吴证券研究所

图14: 采购过的第三方机构培训课程



数据来源:《2023 中国企业培训行业发展白皮书》, 东吴证券研究所

OMO 模式提供多样教学。企业培训行业以其服务类型的多样性和丰富性满足了企业在不同发展阶段和业务领域的具体需求。从线上课程到线下研讨会, 从个性化咨询服务到标准化的培训项目, 企业培训行业提供了广泛的服务选项, 以适应不同规模和类型的企业。线上平台型机构通过数字化内容和 SaaS 解决方案, 为企业员工提供灵活的学习方式和便捷的培训管理工具, 而线下服务型机构则侧重于提供面对面的互动教学和实际操作演练, 确保培训效果的深入和实用。

2.4. 管理培训契合经济发展, 中长期呈平稳趋势

管理培训与我国当前经济发展的要求较为契合, 中长期内行业发展趋势或将较为平稳。国家政府部门相继出台一系列产业政策, 为企业管理培训的发展创造良好的政策环境。有关机构陆续发表《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。

利好政策展望, 推动企业培训行业高质量发展。随着经济的发展和市场需求的变化, 预计未来将有更多利好政策出台, 进一步促进企业培训行业的规范化、专业化和高质量发展, 确保该行业在培养人才、推动创新和经济增长方面发挥更大的作用。

3. 公司分析: 企业培训龙头, 客户资源较好

3.1. 品牌卓越: 铸就行业领导地位

作为管理培训龙头, 行动教育品牌效应显著。行动教育十余年积淀积攒了厚重的品牌效应。2023 年, 公司实现了品牌百度资讯指数近 5 年复合增长率达到 79.87%, 品牌

指数行业遥遥领先。截至 2023 年末，郎酒、今世缘、名创优品、今麦郎、纳思达、创新金属、波司登等行业、区域龙头与公司达成合作实施大客户战略。

荣膺多项大奖，彰显卓越品牌实力。2008 年，行动教育获得“中国教育培训行业最具竞争力第一品牌”。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”。2016 年，公司荣获“中国教育行业领军企业奖”“中国教育行业值得信赖品牌奖”。2021 年，公司荣获“最佳新锐品牌奖”。2023 年度，由中国企业联合会管理咨询委员会推选的“2023 中国管理咨询机构 50 大名单”正式发布，行动教育入选，排名第一。

图15：公司知名学员企业



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图16：行动教育荣获“2021 最佳新锐品牌奖”



数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

名师 IP 扩大品牌知名度。董事长兼课程讲师李践深耕企业管理培训行业二十余年，通过演讲和开课积攒下较高的知名度，共计出版二十余本著作。李践于 2023 年推出的新书《取一舍九》仅上市一周，就荣登“京东图书日总榜第一”，凭借此书的良好口碑，李践更是被评选为京东图书“2023 年度作家”。

公司积极举办校友活动扩大品牌力。公司手握优质客户资源，引流到行动教育平台，持续推广品牌。通过举办校长节，公司召集校友企业家共聚。不仅有知名企业家在活动上发表演讲，还邀请优秀校友在活动上分享管理经验。同时，公司还积极创办校友会，定期组织学员到标杆企业走访学习。

图17：第7届企业家校长节



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

优质课程定期升级，助力品牌口碑。公司对于课程质量有严格的要求。坚持课程每次升级 10%，每年升级 50%的持续开创，围绕“培养经营型管理者”的核心价值点不变，及时更新实效课程产品的内容。核心课程《校长 EMBA》《浓缩 EMBA》更是成为企业的“拳头产品”。截止 2024 年 6 月末，公司《浓缩 EMBA》累计开班 520 期，《校长 EMBA》累计开课 81 期。

图18：《浓缩 EMBA》课程

图19：《校长 EMBA》课程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

积极邀请国际名师开课，提高品牌影响力。4 月，与瑞士 IMD 国际管理发展学院联

合推出的《数字化转型》课程在上海启动，由马克教授主讲，旨在帮助企业把握数字化机遇，降低转型风险。5月，哈佛商学院的罗伯特·卡普兰教授时隔三年半再次来到上海，讲授《战略执行》课程，强调了平衡计分卡作为新型绩效管理体系的重要性。9月，现代营销学之父菲利普·科特勒在“第七届99校长节”上就《营销的未来》进行了主题演讲。

公司已经积累了较好的口碑，老客户转介绍和复购率高。得益于公司优质的品牌形象，学员对品牌的忠诚度高。许多学员在完成课程后不仅自己继续参与高阶课程，还介绍其他企业购买课程，实现学员口碑传播。2023年，公司老客户的转介绍和复购率为85%左右。

3.2. 产品矩阵丰富，拥有丰富知识产权

产品矩阵丰富，拥有一系列精品课程。公司以《浓缩EMBA》《校长EMBA》《方案班》为核心产品线，拥有一系列精品课程。2023年新推出《数字化转型》《新增长路径》等课程产品，形成了战略、绩效、财务、营销、销售、人才、团队等覆盖企业管理各重要领域的课程体系。

表2：行动教育部分课程

课程名称	课程内容概述
《浓缩EMBA》	课程主要包括战略设计、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。
《大财务管控》	课程主要是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。
《绩效机制》	课程主要是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、绩效落地路径图等内容。
《大营销管控》	主要包括建组织、严管理、名策略等内容。
《企业大学》	课程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。
《股权设计》	主要是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。

数据来源：公司官网，公司招股说明书，东吴证券研究所

公司知识产权资源丰富。截至2023年末，行动教育已拥有知识产权560余项，出版发行了58套管理书籍。这些研发成果和课程资料被开发成图书、音像等产品对外销售。图书音像制品作为公司的符号活跃在市场上，进一步提升了公司的品牌形象，扩大

了公司的知名度。

图20：行动教育部分导师著作



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

坚持研发驱动多元产品矩阵。公司始终将研发置于其商业战略的核心位置，研发活动包括新课程研发和现有课程的升级。公司课程研发团队由公司内部的教学、推广、研发专家组成，确保课程内容的时效性和前瞻性。服务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。除自有研发团队外，公司还积极与其他企业和专家进行合作研发，尤其是与外部知名讲师的合作。在多年的经营过程中，公司已经形成了较为成熟的研发体系。

图21：行动教育研发流程



数据来源：行动教育招股书，东吴证券研究所

多样课程目录覆盖广泛市场。公司全面多样的课程目录可供更多企业按需选择培训内容，帮助企业提高其在战略、销售、绩效、财务等领域的管理水平。行动教育所服务过的学员公司遍布各行各业，覆盖工业实体经济领域、居民消费领域、农业及制药领域

等。

3.3. 从企业选拔优秀的讲师，注重实操性，解决企业经营真实痛点

优质导师团队提供教学。公司的师资团队由国内外知名企业家构成。导师们不仅在企业管理和经营方面拥有丰富的实战经验，而且在管理理论学术上也有深入的研究和贡献。这些导师普遍有超过 20 年的企业实务操作经验，使得他们能够将理论与实践紧密结合，为学员提供高质量的教学内容和实战指导。

表3：行动教育师资阵容

导师姓名	主讲课程	从业背景
宋志平	《经营方略》	中国上市公司协会会长，中国企业改革与发展研究会首席专家。
李践	《浓缩 EMBA》《招才选将》	行动教育董事长兼 CEO。
邓德隆	《定位战略》	特劳特伙伴公司全球 CEO，特劳特中国公司董事长。
罗伯特·卡普兰	《战略执行》	平衡计分卡创始人，哈佛大学王牌教授。
陈军	《大营销管控》	中国大营销管控创立者，顺丰速运集团原营销副总裁。
付小平	《ROE 财务管控》	复星集团原财务总监，中国注册会计师。
熊启明	《企业大学》	畅销书《人才池》作者，曾任职香格里拉集团、英国邦臣集团。
江竹兵	《高绩效机制》	英国 C&G 国际培训师，行动教育首席绩效导师。
李仙	《股权设计》《组织效率》	Tom 户外传媒原北、上、广总经理，五项管理公司总裁。
张晓岚	《品牌战略》	中国式营销创始人，中国商务广告协会副会长。
曹虎	《新增长路径》	现代营销之父菲利普·科特勒的中国传人，科特勒咨询集团全球合伙人、中国区总裁。
王葆青	《税商模式》	中税科信集团高级合伙人。
史楠	《数字化组织》	工信部数字化领军人才导师、顾问，《数字化组织打造》作者。
帕特里克·莱格朗德	《金融创新》	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。
马克	《数字化转型》	瑞士 IMD 国际管理发展学院教授、中国区负责人，Thinkers50 Radar “新一代商业思想家”，《中国式创新》《无界零售》作者。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司对主讲老师有完善的选拔标准。主讲老师首先需要在拟讲授内容的相关领域、工作岗位上较长的实操经历，再由公司组织面试，从讲师的专业能力、实效性、讲授经验对该老师进行综合评估，由公司教学委员会表决是否与该讲师进行合作。对于通过评定正式上岗的讲师，公司会对其正式授课的效果进行持续跟踪，对于授课效果不达标的外部讲师，公司会予以更换调整。

“实效第一”，课程设置注重实效性。行动教育的管理培训课程注重实效，致力于贴近企业具体经营场景，为企业解决实际问题。公司在培训传统管理科学理论的基础上，更多地结合国内的法律环境、经济环境、产业和区域环境、竞争环境、人力资源环境等

实际情况教授学员管理工具和执行技巧，以帮助学员提高管理实操水平。

优质教学服务，塑造高学员满意度。学员在培训结束时均会领到一份学员意见卡，学员可通过意见卡反馈学习满意度、课程待改进领域等内容。公司部分课程的课后调研数据显示，公司的学员满意度在 90% 以上。

3.4. 渠道网络成熟，销售团队完备

服务网络覆盖全国，积极参与知识出海。公司在北京、上海、广州、杭州、成都等地设立了校区。同时，公司本着“建设世界级管理教育机构”的目标，积极参与教育出海、知识出海。行动教育在中国香港设立全资子公司，形成布局东南亚、辐射全球的商业格局。

图 22：全球校区分布图

上海总部	上海分校	网销分校（上海）	新加坡分校	马来西亚分校
南京分校	苏州分校	宁波分校	温州分校	厦门分校
北京分校	哈尔滨分校	河北分校	山东分校	山西分校
宁夏分校	重庆分校	云南分校	四川分校	安徽分校
湖北分校	长沙分校	佛山分校	东莞分校	深圳分校
江西校区	西安校区	郑州校区	杭州校区	广州校区

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

营销管理中心与销售团队齐发力，确保销售目标的落实。公司设有专门的营销管理中心，根据公司战略定下全国市场的销售目标，制定激励计划。公司高素质的销售团队则通过一线销售人员的电话销售、关系销售、小规模课程试听、与行业协会等机构合作组织论坛这类方式开拓新客户，将管理培训与咨询业务采用直销方式销售。

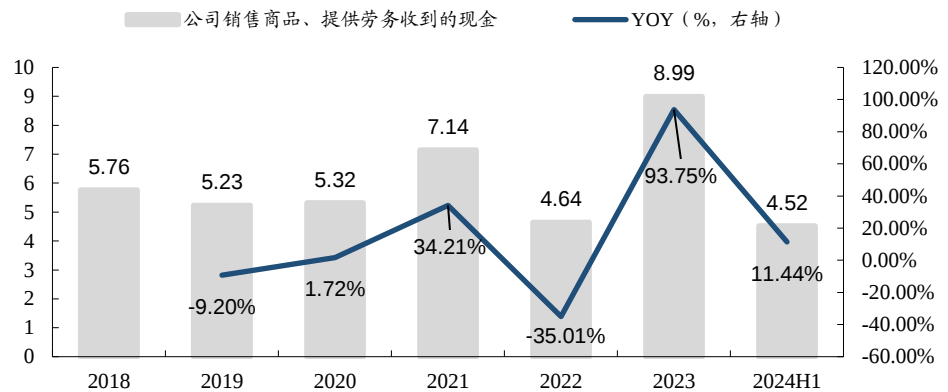
公司拥有完善的反馈机制减少老客户的流失。分校学习官会定期回访参加公司培训的企业管理者，调研企业在参加培训后是否有明显改善，并提出补救措施、落实培训效果。

公司建立了一套完善的销售价格管理体系。对于公开课销售，公司设定了标准的名义报价，并根据不同的销售场景，提供灵活的折扣政策。对于企业内训服务，公司与客户沟通后，根据培训计划、成本和市场行情来协商定价。管理咨询业务则更为定制化，公司会根据服务的常规性或个性化程度，结合过往经验和项目复杂度，与客户协商确定服务价格。这一策略确保了公司在保持价格竞争力的同时，也能充分考虑成本和服务质

量，以满足不同客户的需求。

需求释放以来，公司的订单销售量持续增长。公司销售商品、提供劳务收到的现金反映了当期的订单销售量。公司渠道成熟，在 2022 年线下封控影响开课前，订单销售稳步增长。2023 年需求释放，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 9 亿元，同比+93.7%。2024 年 H1，实现订单销售 4.52 亿元，同比+11.44%。

图23：2018-2024H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

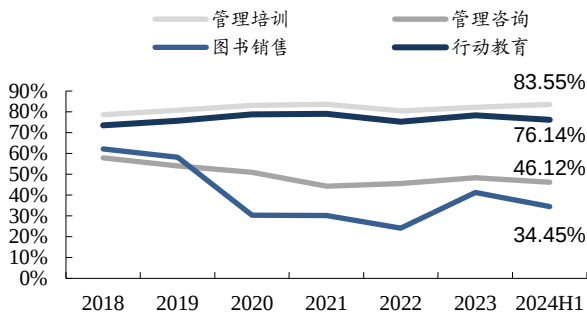
4. 财务分析：盈利能力修复，高分红回报投资者

管理培训毛利率持续高位，推动公司整体毛利增长。2018-2021 年，公司整体毛利率与管理培训毛利率均稳步上升。随着市场放开需求释放，2024H1 公司整体毛利率达 76.14%，管理培训毛利率达 83.55%。核心业务管理培训毛利率近五年稳定在 80%以上，2022 年受线下封控限制，管理培训毛利率相比 2021 年略微下滑至 80.43%，但仍保持高位。公司通过增加班容、多班合并上课等应对措施，在经济相对低迷的环境下仍实现了较大的盈利。

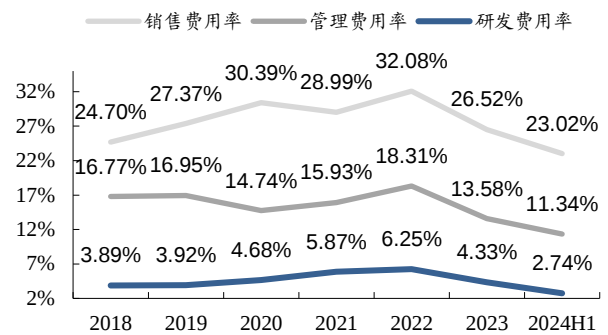
2018-2024H1，期间费用率保持稳定。公司持续扩大培训规模，坚持研发创新，完善薪酬体系和绩效管理体系，维持对研发和营销的投入。2024H1，公司销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为 23.02%/2.74%/11.34%，延续 2022 年以来的下降趋势。

图24：2018-2024H1 公司分产品毛利率

图25：2018-2024H1 公司期间费用率



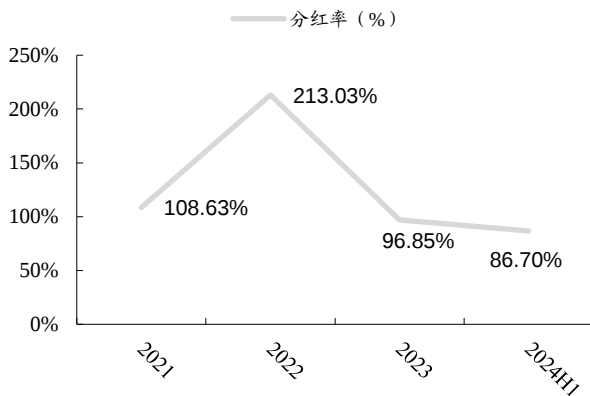
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

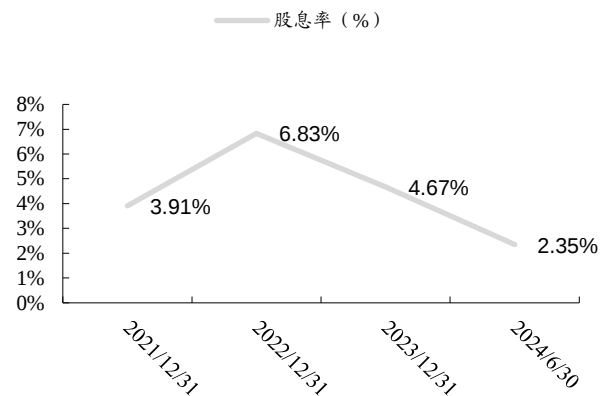
公司连续两年实现高分红。2023 年，公司现金分红金额（含税）为 2.13 亿元，合计分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 96.85%。2024 年 H1，公司依旧延续了较高的中期分红。

图26：2021 年以来公司分红率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

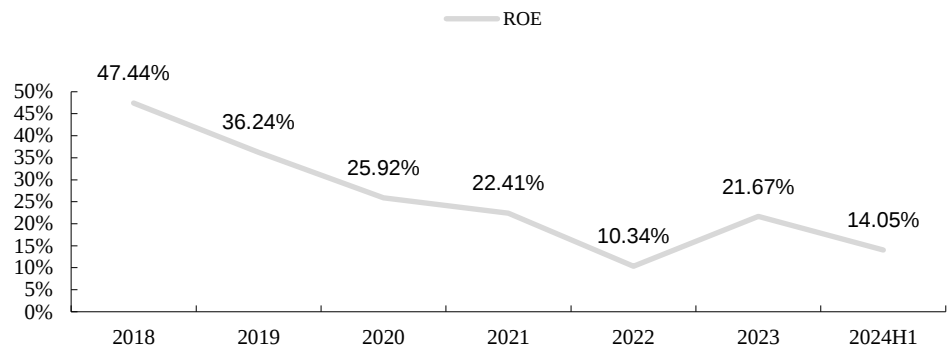
图27：2021 年以来公司股息率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利能力领跑教育行业。2023 年以来，公司平均 ROE 稳定在 20%以上（年化），保持了较好的盈利能力。

图28：2018-2024H1 公司 ROE（平均）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 盈利预测

5.1. 盈利预测

考虑到公司所处行业仍有较强的培训需求，大客户还有渗透空间，我们预计公司订单仍将维持稳定的增长，我们预计公司 2024-2026 年管理培训收入分别为 7.74/9.67/11.61 亿元，同比+30%/25%/20%，我们预计公司管理咨询收入分别为 0.85/0.98/1.12 亿元，同比增速 15%/15%/15%。

合计我们预计公司营业收入分别为 8.62/10.68/12.76 亿元，同比增速为 28%/24%/19%。

表4：公司 2024-2026 年收入预测拆分

亿元	2023	2024E	2025E	2026E
营收收入	6.72	8.62	10.68	12.76
yoy	49%	28%	24%	19%
管理培训	5.95	7.74	9.67	11.61
yoy	55%	30%	25%	20%
管理咨询	0.74	0.85	0.98	1.12
yoy	14%	15%	15%	15%
其他服务	0.03	0.03	0.03	0.03

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司的主要成本费用为教师成本，以及授课场地的租金等，没有大额的资本开支，目前单个班级的利用率较高，我们预计毛利率和费用率将维持稳定，预计 2024-2026 年归母净利润为 2.8/3.6/4.3 亿元，同比增速为 28.5%/26.3%/21.5%。

5.2. 投资建议

行动教育是我国企业培训的行业龙头，其拳头产品校长 EMBA 和浓缩 EMBA 专注于实战层面解决企业经营发展面临的痛点，已经形成了较好的行业口碑，客户转介绍和复购较高，我们认为企业培训在如今行业竞争加剧，企业面临增长瓶颈的大背景下会表现出较强的需求韧性。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.8/3.6/4.3 亿元，对应 2024-2026 年 PE 为 14/11/9 倍。我们选取同为教育培训行业的公司学大教育和科德教育为可比公司，可比公司 2024 年 PE 为 26 倍，行动教育业绩增长稳定，分红率高，股价已经回调较多，我们认为股价有修复空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表5：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）	PE
----	----	-------------	------------	-----------	----

				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
000526.SZ	学大教育	69	56.00	1.54	2.26	3.07	45	31	22
300192.SZ	科德教育	38	11.48	1.39	1.69	2.10	27	22	18
平均 PE							36	26	20
605098.SH	行动教育	39	33.22	2.19	2.82	3.56	18	14	11

数据来源：wind，东吴证券研究所，盈利预测均来自于东吴证券研究所预测，数据更新至 2024 年 8 月 15 日

6. 风险提示

宏观经济波动风险：企业管理培训和咨询行业的持续发展是建立在良好宏观经济形势的基础上。未来如果宏观经济面临较大压力，企业管理者对市场预期相对悲观，培训及咨询需求减少，影响公司的经营业绩。

市场竞争风险：我国企业管理培训和咨询机构数量众多，市场竞争较为激烈。若公司未来不能保证在管理培训领域保持相对优势，可能造成公司客户流失，市场份额下降，业绩下滑。

关键业务人员流动风险：公司业务的开展对营销、研发等专业领域的人力资本依赖性较高。若公司未来不能保证关键业务人员的留存，会影响产品的质量和销售，造成业绩下滑。

行动教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,823	2,375	3,054	3,812	营业总收入	672	862	1,068	1,276
货币资金及交易性金融资产	1,798	2,346	3,021	3,774	营业成本(含金融类)	146	185	227	269
经营性应收款项	15	19	21	25	税金及附加	4	5	7	8
存货	3	4	4	5	销售费用	178	228	283	338
合同资产	0	0	0	0	管理费用	91	118	146	175
其他流动资产	6	6	7	7	研发费用	29	37	46	55
非流动资产	274	265	257	248	财务费用	(26)	(27)	(38)	(52)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	8	9	12	14
固定资产及使用权资产	207	198	189	179	投资净收益	5	6	7	9
在建工程	9	9	9	9	公允价值变动	(3)	0	0	0
无形资产	2	2	3	3	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	259	330	417	506
其他非流动资产	49	49	49	49	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	2,096	2,641	3,310	4,060	利润总额	257	329	416	505
流动负债	1,096	1,356	1,668	1,984	减:所得税	37	46	58	71
短期借款及一年内到期的非流动负债	12	13	13	13	净利润	220	283	358	434
经营性应付款项	19	21	25	30	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	958	1,207	1,495	1,787	归属母公司净利润	219	282	356	433
其他流动负债	108	116	135	154	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.86	2.39	3.02	3.67
非流动负债	38	38	38	38	EBIT	230	302	378	453
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	257	314	389	465
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.26	78.50	78.77	78.91
租赁负债	30	30	30	30	归母净利率(%)	32.64	32.73	33.36	33.91
其他非流动负债	8	8	8	8	收入增长率(%)	49.08	28.21	23.93	19.49
负债合计	1,134	1,394	1,706	2,022	归母净利润增长率(%)	97.95	28.54	26.31	21.48
归属母公司股东权益	959	1,242	1,598	2,031					
少数股东权益	3	5	6	7					
所有者权益合计	962	1,247	1,604	2,038					
负债和股东权益	2,096	2,641	3,310	4,060					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	454	544	671	748	每股净资产(元)	8.12	10.52	13.54	17.20
投资活动现金流	57	2	4	5	最新发行在外股份(百万股)	118	118	118	118
筹资活动现金流	(345)	2	0	0	ROIC(%)	18.79	22.65	22.12	20.91
现金净增加额	166	548	675	753	ROE-摊薄(%)	22.88	22.71	22.29	21.31
折旧和摊销	26	12	12	12	资产负债率(%)	54.09	52.80	51.54	49.80
资本开支	(13)	(4)	(4)	(4)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.87	13.91	11.01	9.06
营运资本变动	232	255	309	310	P/B (现价)	4.09	3.16	2.45	1.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>