

行动教育 (605098.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

实效商学院，成长与红利兼备

公司简介：

公司主要为企业提供全生命周期的知识服务和智力支持平台，课程聚焦于解决企业实际经营管理中遇到的问题，定位实效。23年全面推进大客户战略，截至24年6月末已有超百家行业、区域龙头与公司达成合作，如郎酒、今世缘、艾比森、友发钢管等。公司核心业务为企业管理培训，核心课程为浓缩EMBA与校长EMBA。

投资逻辑：

1. 行业：企业管理培训需求旺盛，企业数量与培训意愿双增长，截至22年底国内企业法人人数达3282万个，19-22年CAGR为15.89%，根据《2023中国企业培训行业发展白皮书》企业管理培训市场规模21年达6989亿元，16-21年CAGR为32.32%，预计24年行业规模有望突破1万亿元，预计23-25年CAGR将达到14.97%，企业管理培训行业成长空间较大。

2. 核心竞争力：1) **学习时间方面**，传统商学院如长江、中欧、清华等MBA项目一般需要2-3年完成学制，而公司浓缩EMBA仅需要3天、校长EMBA仅需1.5年完成课程，学习周期显著缩短，并且浓缩EMBA班型较大，通常为300人左右，企业家能够在短时间快速结识较多人脉。2) **课程内容方面**，相较于传统商学院更加注重学术性，公司课程内容注重实效，更加贴合企业经营管理，以帮助企业解决实际问题为导向。公司课程内容会分析市场环境和客户需求的变化情况，定期进行课程迭代。3) **导师阵容方面**，公司的导师普遍在产值百亿、千亿的世界级企业中有着超过20年的专业领域实务操作经验，保证了企业管理培训课程的实效性。

3. 未来看点：24H1收入达3.89亿元，同增35.2%；截至24年6月末合同负债达10.0亿元，同增15.3%，较23年末合同负债9.6亿元增长4.5%，随着公司大客户战略的不断推进，我们看好公司中长期持续获取订单的能力。

盈利预测、估值和评级

公司历史分红水平高，公司22/23/24H1派发现金红利2.4/2.1/1.2亿元，分别占公司归母净利润的213.0%/96.9%/86.7%，目前股息率达5.2%，红利属性凸显。我们预计24/25/26年EPS为2.3/2.9/3.6元/股，当前股价对应PE估值分别为16/13/11倍，我们认为公司高成长、高红利属性兼备，给予24年25x估值，目标价59元/股，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示

课程招生人数不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；关键业务人员流动的风险。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：38.15元

目标价 (人民币)：59.00元



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 451 | 672 | 846 | 1,049 | 1,263 |
| 营业收入增长率 | -18.78% | 49.08% | 25.90% | 23.89% | 20.49% |
| 归母净利润(百万元) | 111 | 219 | 278 | 349 | 428 |
| 归母净利润增长率 | -35.10% | 97.95% | 26.68% | 25.40% | 22.66% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.939 | 1.858 | 2.34 | 2.93 | 3.60 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.61 | 3.85 | 2.78 | 5.24 | 6.06 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 10.40% | 22.88% | 27.78% | 33.10% | 38.27% |
| P/E | 31.19 | 20.74 | 16.31 | 13.00 | 10.60 |
| P/B | 3.24 | 4.75 | 4.53 | 4.30 | 4.06 |

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

| | |
|------------------------------|----|
| 1、实效商学院，企业管理培训佼佼者..... | 4 |
| 1.1、公司介绍：企业实效商学院..... | 4 |
| 1.2、业务梳理：管理培训为核心..... | 5 |
| 2、企业培训万亿市场，集中度有待提升..... | 7 |
| 2.1、企业培训万亿市场，需求旺盛驱动行业增长..... | 7 |
| 2.2、行业呈水滴型发展特征，企业端参培意愿强..... | 9 |
| 3、竞争优势：立足实效，复购+转介绍率高..... | 12 |
| 4、财务分析：收入、合同负债稳定增长..... | 14 |
| 5、盈利预测与投资建议..... | 17 |
| 5.1、盈利预测与假设..... | 17 |
| 5.2、投资建议与估值..... | 18 |
| 风险提示..... | 20 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1： 公司部分企业客户 | 4 |
| 图表 2： 公司发展历程..... | 4 |
| 图表 3： 公司截至 24 年 6 月 30 日股权结构..... | 5 |
| 图表 4： 公司 22 年股权激励计划..... | 5 |
| 图表 5： 浓缩 EMBA 课程体系 | 6 |
| 图表 6： 校长 EMBA 课程体系 | 6 |
| 图表 7： 公司畅销企业管理培训书籍..... | 7 |
| 图表 8： “一核两翼”经营模式..... | 7 |
| 图表 9： 企业培训行业发展历程..... | 8 |
| 图表 10： 2013-2022 中国企业法人单位数（万家）..... | 8 |
| 图表 11： 企业管理培训行业格局..... | 9 |
| 图表 12： 选择企业培训的行业占比..... | 10 |
| 图表 13： 参与企业培训的员工构成..... | 10 |
| 图表 14： 企业培训预算分配..... | 11 |
| 图表 15： 23 年企业采购预算相比去年的变化（%） | 11 |
| 图表 16： 外训在整体培训中占比..... | 11 |
| 图表 17： 企业采购过的第三方机构培训课程..... | 11 |
| 图表 18： 企业培训行业所获融资额与增长率（亿元，%） | 12 |
| 图表 19： 公司课程主要讲师及经历..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 图表 20: 公司与郎酒签订订单 | 14 |
| 图表 21: 公司收入 (亿元) 及同比增速 | 14 |
| 图表 22: 公司收入拆分 | 14 |
| 图表 23: 公司主营业务毛利率以及毛利率拆分 | 15 |
| 图表 24: 公司毛利率横向对比 | 15 |
| 图表 25: 公司销售、管理、研发、财务费用率 | 16 |
| 图表 26: 公司销售费用率横向对比 | 16 |
| 图表 27: 公司管理费用率横向对比 | 16 |
| 图表 28: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增速 | 17 |
| 图表 29: 公司净利率 | 17 |
| 图表 30: 公司销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元) 及同比增速 | 17 |
| 图表 31: 公司合同负债、收入 (亿元) 及同比增速 | 17 |
| 图表 32: 公司 24-26 年收入预测 (百万元) | 18 |
| 图表 33: 公司毛利率预测 | 18 |
| 图表 34: 公司 24-26 年费用率及业绩预测 (亿元) | 18 |
| 图表 35: 可比公司估值 | 19 |

1、实效商学院，企业管理培训佼佼者

1.1、公司介绍：企业实效商学院

企业实效商学院，大客户战略稳步推进。公司为企业管理培训行业佼佼者，主要为企业提供全生命周期的生态化知识服务和智力支持平台，课程聚焦于解决企业在实际经营管理中遇到的问题，定位实效。23年开始全面推进大客户战略，截至24年6月末已有超百家行业、区域龙头与公司达成合作，如郎酒、今世缘、艾比森、友发钢管等。公司核心业务为企业管理培训，核心课程为浓缩EMBA与校长EMBA。

图表1：公司部分企业客户



来源：公司官网，国金证券研究所

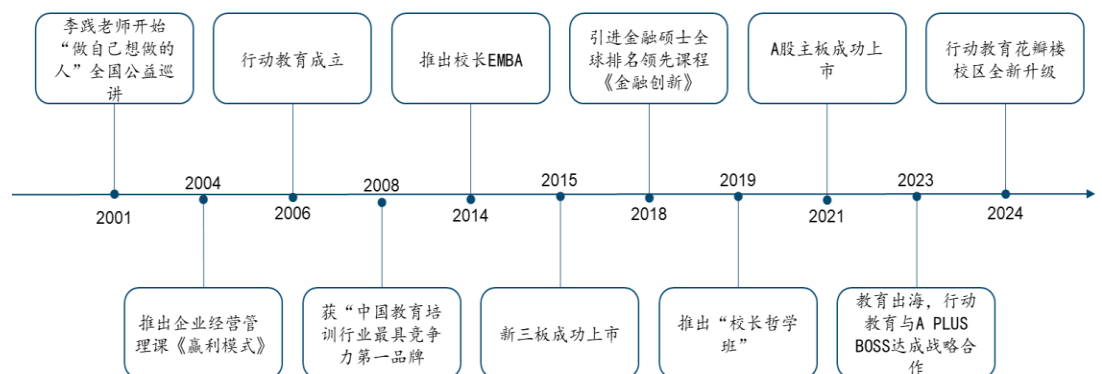
公司发展历程大致可以分为三个阶段：

积累客户资源、形成产品雏形（01-06年）。01-06年创业初期，公司创始人李践老师开始以“做自己想做的人”为主题全国公益巡演，初步积累起了企业客户资源。04年推出了实效管理精品课《赢利管理》，形成了公司核心产品浓缩EMBA的雏形。06年行动教育成立。

产品打磨期（07-20年）。14年推出核心课程校长EMBA，课时1.5年，课程囊括5大人才系统与5大增长系统。18年引进《金融创新》课程，19年推出“校长哲学班”。

战略升级期（21年至今）。21年于新三板终止挂牌后，于主板成功上市。22年确立了“一核两翼”的经营模式，即以管理培训为“一核”，管理咨询与投资业务为“两翼”。23年全面推进大客户战略，成效显著。23年还与A PLUS BOSS达成战略合作，实现教育出海。

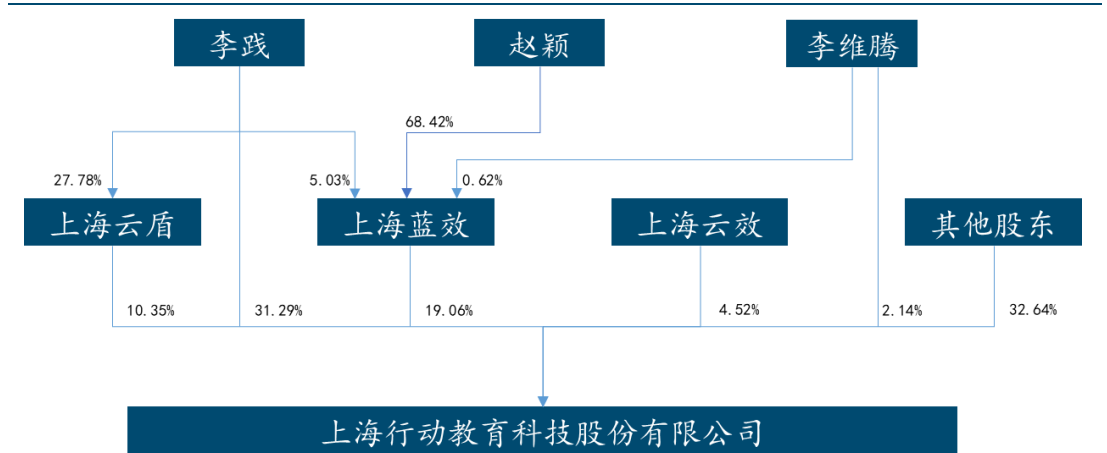
图表2：公司发展历程



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

公司股权结构集中。李践先生为公司创始人和控股股东，直接持有公司 31.29% 股份，其家庭成员通过上海云盾、上海蓝效间接持有公司。李践、赵颖和李维腾三人为公司实控人，李践与赵颖为夫妻关系，李践与李维腾为父子关系。

图表3: 公司截至 24 年 6 月 30 日股权结构



来源：公司公告，ifind，国金证券研究所

创始人行业经验丰富。李践先生早年成功的创业经验以及出色的营销能力为创立行动教育打下坚实基础，其 92 年创办风驰传媒，00 年李嘉诚旗下 TOM 集团出资 2.78 亿元收购风驰传媒，后委任李践先生担任 TOM 户外传媒集团总裁。管理层大多拥有 10 年以上的丰富行业经验。

股权激励绑定核心骨干。22 年发布股票期权激励计划，行权条件以业绩或订单为标准，股权激励计划激励对象包括部分管理层以及核心骨干员工，业务考核目标明确，深度绑定核心员工利益。从实施结果看，22 年受公共卫生事件影响未能达成业绩考核目标，23 年达成净利润目标。

图表4: 公司 22 年股权激励计划

| 行权期 | 业绩考核目标 |
|--------|---|
| 第一个行权期 | 2022 年度合同负债增加额达到 7.00 亿元或 2022 年度净利润达到 1.72 亿元。 |
| 第二个行权期 | 2023 年度合同负债增加额达到 8.20 亿元或 2023 年度净利润达到 2.00 亿元。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、业务梳理：管理培训为核心

企业管理培训为核心业务。企业管理培训业务主要通过实效实用的企业管理课程，帮助企业企业家提升管理水平，为企业提供关于战略、绩效、财务、营销、销售、人才、团队等企业管理知识服务。

培训主要产品包括：1) 浓缩 EMBA，课时 3 天，课程单价为 3.58 万/人，包括十个模块、60 套管理工具、80 个操作方法，是校长 EMBA 的浓缩精华版；2) 校长 EMBA，课时 1.5 年，课程单价为 49.8 万/人，十个增长系统对应 10 门课程赋能企业；3) 方案落地班，由企业核心团队共同学习校长 EMBA 中的某个模块，根据企业的实际情况针对该模块的内容进行方案的理论设计、落地执行设计等，由专家导师团队对企业制作的方案进行梳理与点评，最终转化为企业自己的方案。

图表5: 浓缩 EMBA 课程体系



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 校长 EMBA 课程体系



来源: 公司公告, 国金证券研究所

企业管理咨询服务: 接受客户委托, 就客户经营管理过程中遇到的各类管理问题提供建议方案, 包括企业大学、绩效管理、营销管控、财务管控、品牌战略等方面内容。管理咨询周期相对较长, 根据企业的需求定制。

图书音像制品销售: 经过十多年的积累, 公司已形成了一系列成体系的课程内容研发成果。截至 24 年 6 月末, 公司和子公司已有知识产权 560 余项, 管理类书籍 50 余套。

图表7: 公司畅销企业管理培训书籍



来源: 公司官网, 国金证券研究所

“一核两翼”的经营模式。公司以企业管理培训为核心业务，在深耕主业下，依托丰富的学员资源延伸出管理咨询业务以及股权投资业务作为“两翼”。

图表8: “一核两翼”经营模式



来源: 公司公告, 国金证券研究所

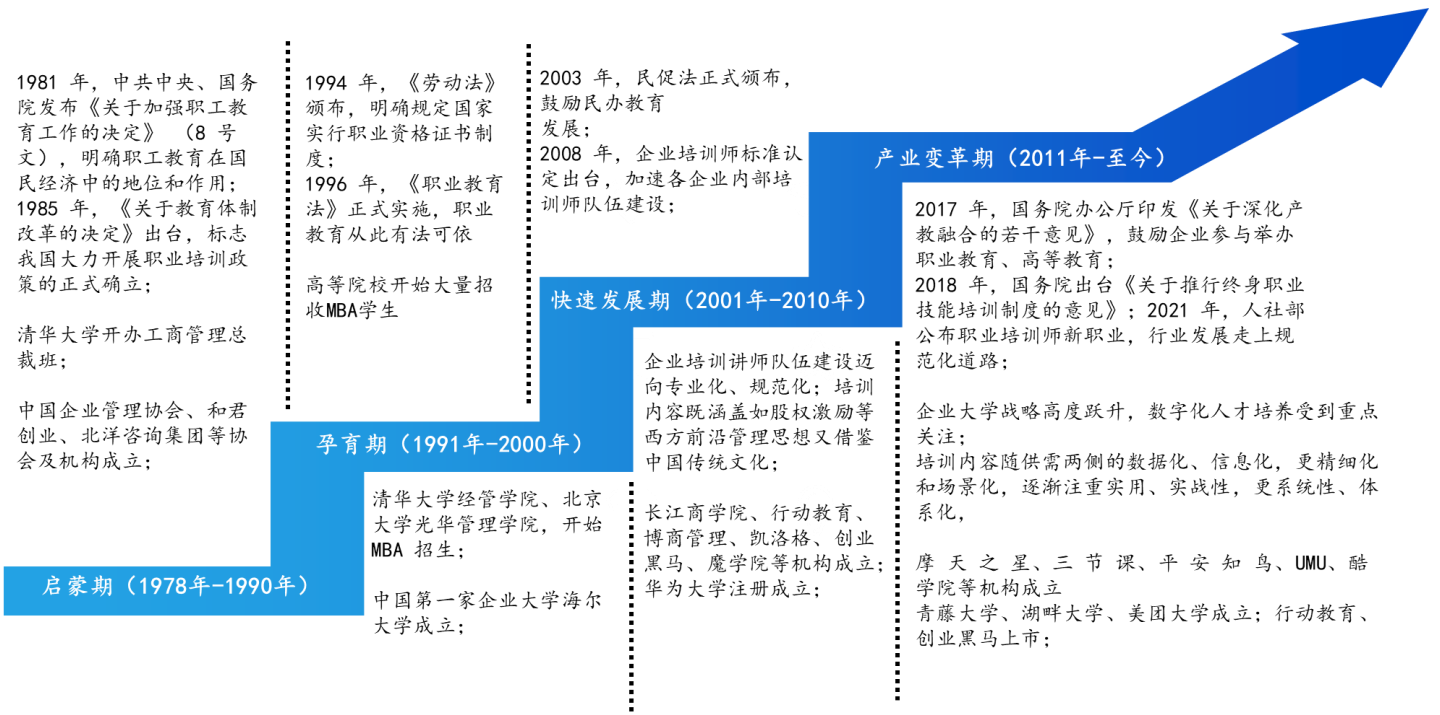
2、企业培训万亿市场，集中度有待提升

2.1、企业培训万亿市场，需求旺盛驱动行业增长

企业培训开始愈发注重实战性。中国企业培训行业历经多年发展沿革，经历了从起步到成熟、从借鉴西方商学院到愈加注重实用性、实战性的发展历程。自1978年开始，随着改革开放的深入，我国市场主体数量骤增，仅在1978—1988年，我国乡镇企业数量从152个增加至1888万个，人才培养、企业培训开始受到企业重视。中国企业开始大量引进西方商学院的管理理念、课程内容和教学方法。商学院教育在中国逐渐兴起，许多高校和培训机构开始设立商学院或相关管理专业。这一阶段的企业培训和教育主要侧重于理论知识的传授和案例分析。多采用讲授等传统方式，实践环节相对较少。进入21世纪，随着市场经济的深入发展，中国企业面临的市场竞争日益激烈，企业培训因而进入快速发展期。企业对实用性培训的需求增加，推动了培训机构和教育机构对课程内容的改革。以行动教育为代表的一批现代企培企业在此期间应运而生，这一类企业更注重实践操作和实战演练，培训内容更加贴近企业实际需求，强调学以致用，教学方法更加灵活多样，注重培养受训者的实践能力和解决问题的能力。2011年至今的产业变革期是企业培训行业的重要转折

点，政策重点转向推动产教融合、促进企业培训行业市场化发展，并鼓励民营企业参与职业教育。此阶段，诸多企培企业相继成立并迅速发展，随着培训内容的数据化、信息化，培训更加精细化和场景化，企培行业越来越注重实用性和系统性。

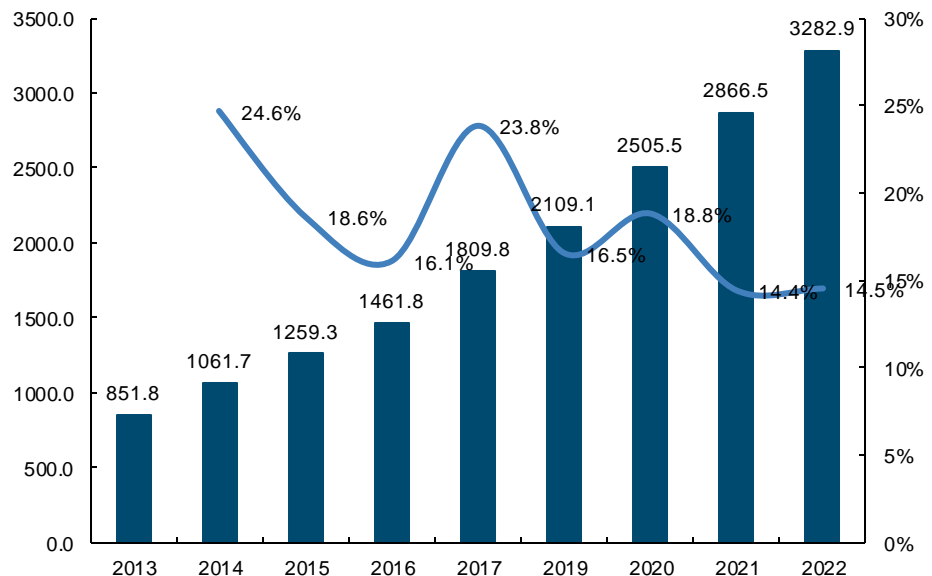
图表9：企业培训行业发展历程



来源：《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，国金证券研究所

企业培训需求旺盛支撑行业快速发展。一方面，国内注册企业数众多，截至2022年底，我国国内注册企业法人数量已达到3282万个，2019-2022年间复合年均增长率为15.89%，巨大的企业存量为企业培训行业提供了庞大的客户群体；另一方面，随着企业对人力资源、业务技术的重视以及国家相关企培补贴力度的增强，企业参培意愿将持续提升。在经济下行周期中，企业家更愿意持续学习，以应对经济挑战、改善经营状况，同时，高质量的企业培训可以帮助企业提升运营效率、降低成本。

图表10：2013-2022 中国企业法人单位数（万家）



来源：国家统计局，国金证券研究所

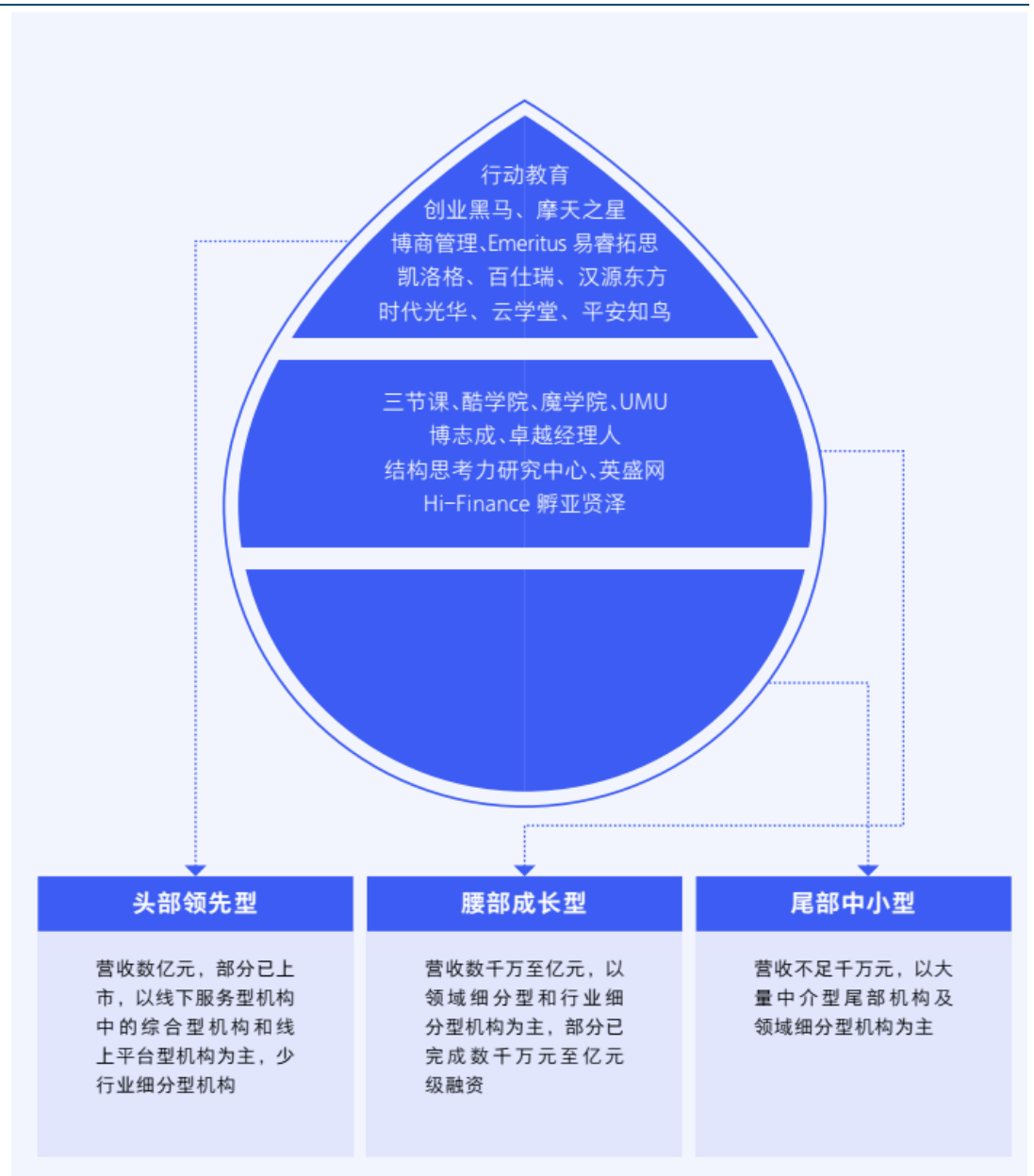
注：企业法人单位包括领取《企业法人营业执照》(或新版《营业执照》)的各类企业法人，以及个人独资企业、合伙企业等。

据《2023 中国企业培训行业发展白皮书》测算，企业培训行业市场规模 21 年达 6989 亿元，2016-2021CAGR 达 32.32%，预计 24 年行业规模有望突破 1 万亿元，预计 23-25 年 CAGR 将达到 14.97%，企业管理培训行业成长空间较大。

2.2、行业呈水滴型发展特征，企业端参培意愿强

行业集中度有待提升，差异化竞争明显。行业发展呈现水滴型发展的特征，大致可分为头部领先型企业、腰部成长型企业、尾部中小型企业。居于头部的行动教育、创业黑马等企业具有相对较高的市场份额、品牌知名度和客户满意度，营收数亿元，部分已上市，这类企业以线下服务型机构中的综合型机构和线上平台型机构为主，是行业内的佼佼者；腰部成长型企业大多专注于某个细分领域或提供特定的服务，在某一行业具有自己独特的竞争力；部分尾部中小型企业业务单一但具有自身特点，目前市场份额有限。

图表11：企业管理培训行业格局

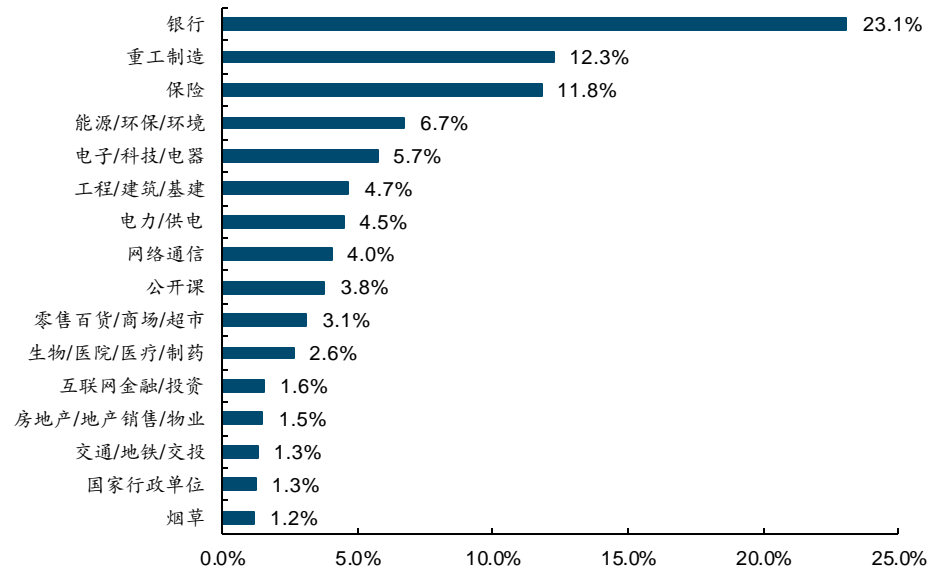


来源：《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，国金证券研究所

不同行业对企业培训需求存在差异，培训内容涵盖广泛。不同行业在选择企业培训方面的需求存在差异，银行、重工制造和保险等行业对企业培训的需求更为迫切。银行行业在选

择企业培训方面的占比最高，达到了 23.10%。重工制造和保险行业紧随其后，分别占比 12.3%和 11.80%。培训机构需根据不同行业企业的特定需求和不同岗位员工的职业发展路径，制定个性化的培训计划和课程内容，以提高培训的针对性和实效性。这将促使企培机构不断提升其服务质量和创新能力。

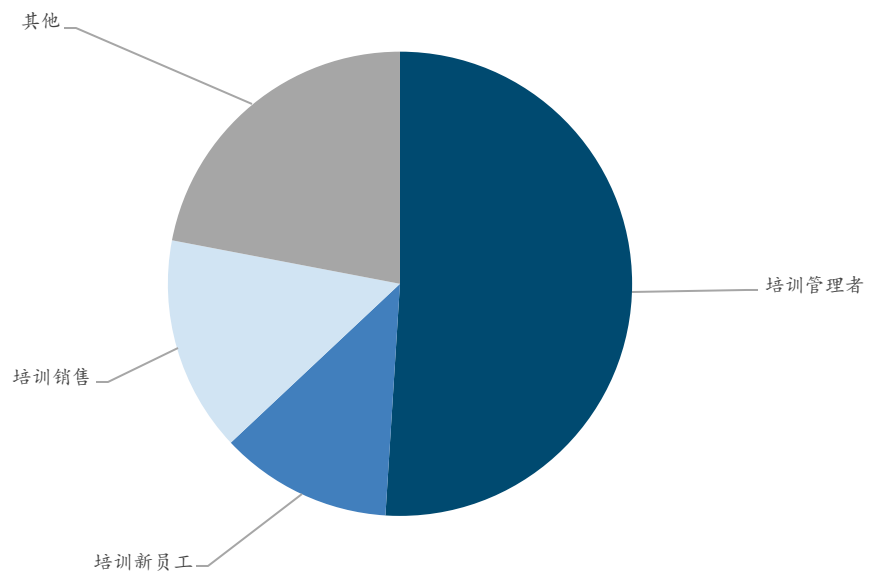
图表12: 23 年选择企业培训的行业占比



来源：华师经纪，国金证券研究所

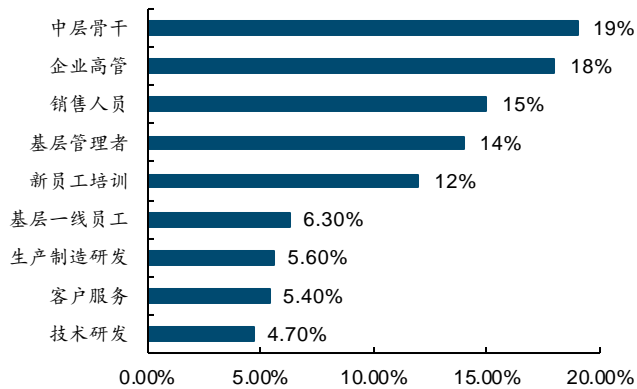
高管参与企业培训比例高，且培训预算充足。当前，企业培训主要集中在培训企业高管与管理者，并且中层骨干与企业高管约占企业培训预算的 4 成。8 成以上企业在 23 年中增加或保持企业的培训购买预算。可见企业对于高管培训重视程度较高，并且预算较为充沛。

图表13: 23 年参与企业培训的员工构成

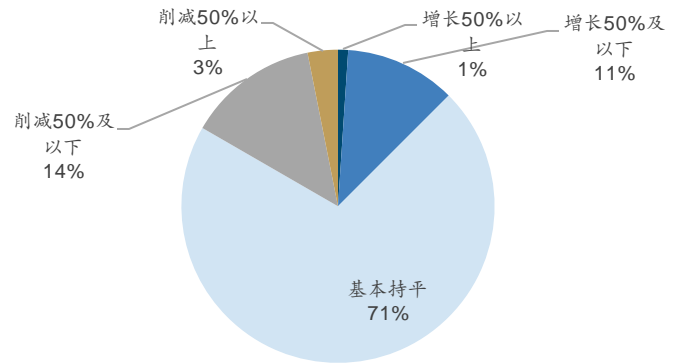


来源：华师经纪，国金证券研究所

图表14: 企业培训预算分配



图表15: 23 年企业采购预算相比去年的变化 (%)

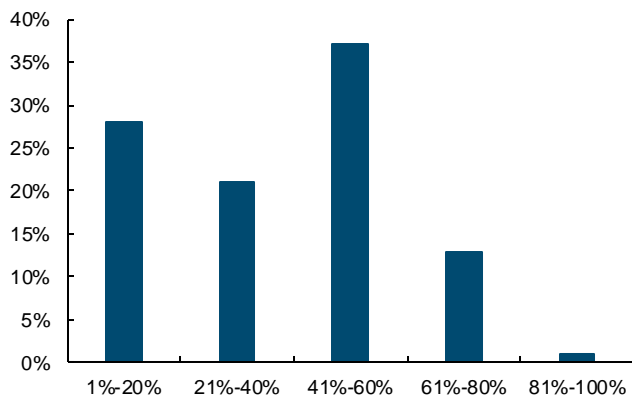


来源: 华师经纪, 国金证券研究所

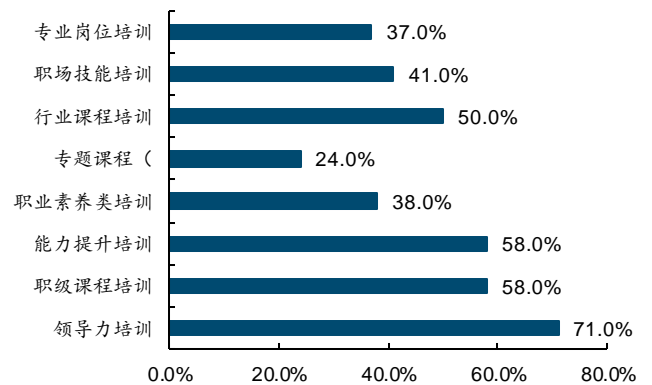
来源: 华师经纪, 国金证券研究所

外训占比为主, 通用课程需求旺盛。外训作为企业培训的重要部分, 相较于内训具备投入相对较低、标准化的特点。《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 (领导力培训, 如战略管理、绩效管理; 职级课程培训, 如基层员工培训、中高层管理者培训)。

图表16: 外训在整体培训中占比



图表17: 企业采购过的第三方机构培训课程

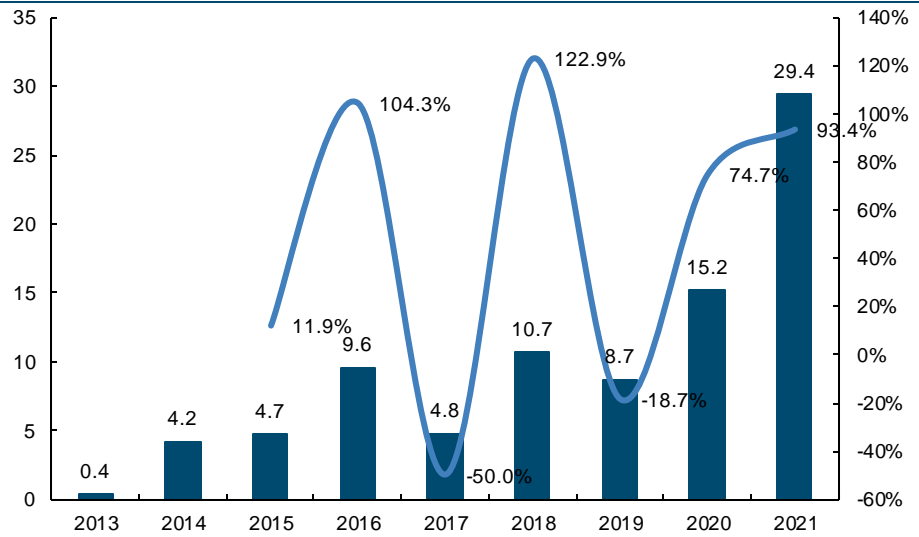


来源: 《2023 中国企业培训行业发展白皮书》, 国金证券研究所

来源: 《2023 中国企业培训行业发展白皮书》, 国金证券研究所

资金持续流入, 释放企培业发展活力。2020 年、2021 年, 企业培训行业所获融资额分别同比增长 74.71%, 93.42%, 企培行业的资金流入进入快速增长期, 外部资金的注入有助于行业内企业进行课程研发、师资培训、品牌升级, 持续释放企培业发展活力。

图表18: 企业培训行业所获融资额与增长率 (亿元, %)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

3、竞争优势: 立足实效, 复购+转介绍率高

讲师实战经验丰富, 课程以实效著称。1) 学习时间方面, 传统商学院如长江、中欧、清华等 MBA 项目一般需要 2-3 年完成学制, 而公司浓缩 EMBA 仅需要 3 天、校长 EMBA 仅需 1.5 年完成课程, 学习周期显著缩短, 并且浓缩 EMBA 班型较大, 企业家能够在短时间快速结识较多人脉。2) 课程内容方面, 相较于传统商学院更加注重学术性, 公司课程内容注重实效, 更加贴合企业经营管理, 以帮助企业解决实际问题为导向。公司课程研发团队由公司内部的教学、推广、研发专家组成, 会分析市场环境和客户需求的变化情况, 以“制片厂模式”结合现有的课程教学内容和效果定期进行课程迭代。3) 导师阵容方面, 公司的导师普遍在产值百亿、千亿的世界级企业中有着超过 20 年的专业领域实务操作经验, “做自己所讲、讲自己所做”, 保证了企业管理培训课程的实效性。

图表19: 公司课程主要讲师及经历

| 姓名 | 主讲课程 | 讲师简介 |
|----------|-------------------|---|
| 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会长 |
| 朱民 | 经济学 | 国际货币基金组织原全球副总裁、中国人民银行原副行长、清华大学国家金融研究院院长 |
| 李践 | 浓缩 EMBA | 行动教育创始人、董事长，企业管理畅销书《赢利》、《将才》作者 |
| 邓德隆 | 特劳特-战略定位 行动时效班 | 特劳特咨询公司全球总裁 |
| 罗伯特·卡普兰 | 战略创新 | 平衡记分卡创始人，哈佛大学著名教授 |
| 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 |
| 曹虎 | 新增长路径 | 科特勒咨询集团全球合伙人、中国及新加坡区 CEO |
| 黄强 | 《战模式》作者 | 行动教育营销副总裁 |
| 巴里·Z·波斯纳 | 领导力 | 全球畅销名作《领导力》作者 |
| 熊启明 | 企业大学 | 企业大学研究中心资深专家、香格里拉商学院原执行园长、畅销书《人才池》作者 |
| 江竹兵 | 机制设计 | 英国 C&G 国际培训师 |
| 张晓岚 | 品牌战略 | 中国式营销创始人 |
| 付小平 | 大财务管控 | 复星集团原财务总监 |
| 陈军 | 大营销管控 | 顺丰速运集团原营销副总裁 |
| 李仙 | 股权设计 | Tom 户外传媒原北、上、广总经理 |

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

品牌力优势显著。08 年获“中国教育培训行业最具竞争力第一品牌”。10 年，《赢利模式》荣获“最受企业家喜爱的十大精品课程-金犁奖”。16 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”。23 年，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”中行动教育排名第一。

全流程服务，复购转介绍率高。目前，公司已在北京、上海、深圳、杭州、成都设立子公司，在南京、武汉、合肥、郑州等地设立了分支机构，形成了覆盖全国的服务及营销网络。分支机构的学习官会定期回访参加培训的企业管理者，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。同时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。公司课程品质以及优质的全生命周期服务受到客户认可，客户复购+转介绍率高达 85%。

大客户战略持续推进，品牌力正向循环。22 年以前公司主要锚定中小企业为主要客户群体，并已积累起了品牌声量，在行业中具备较高美誉度。23 年开始，公司全面推进大客户战略，锁定行业第一、区域第一，基于大客户的需求，为其量身定制、升级产品。大客户的付费能力与付费意愿一般较中小企业更强，且客户粘性佳。如 23 年 5 月行动与郎酒签署了 1680 万订单，为郎酒梳理专属管理体系，24 年 1 月，行动再次与郎酒签署 1580 万订单，为其提供《大营销管控》入企辅导项目。此外，大客户战略有望进一步夯实公司品牌力，行业龙头选择与行动签订订单一般具备示范作用，往往会加强同行业其他公司去行动教育学习的意愿。

图表20: 公司与郎酒签订订单

| 日期 | 订单金额 | 主要内容 |
|---------|-------|--|
| 2024年1月 | 1580万 | 行动教育就郎酒项目提供《大营销管控》入企辅导咨询项目，成立专门项目组，进行教练式辅导。 |
| 2023年5月 | 1680万 | 1、共同梳理建立郎酒专属管理体系。 2、基于郎酒管理之道形成形成各模块共不低于30个管理课题。 3、提供世界一流的管理教育知识体系、方法和工具。 |

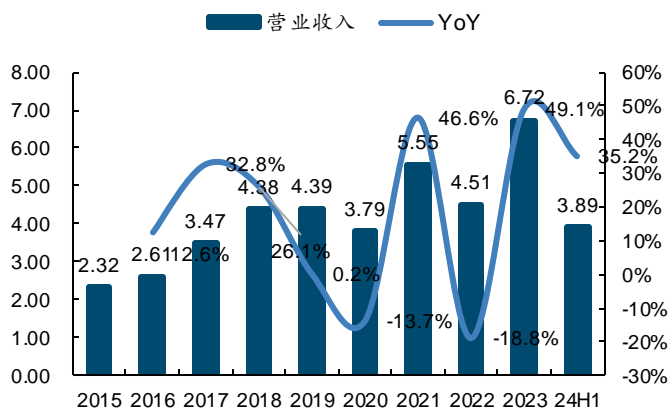
来源：公司公告，国金证券研究所

4、财务分析：收入、合同负债稳定增长

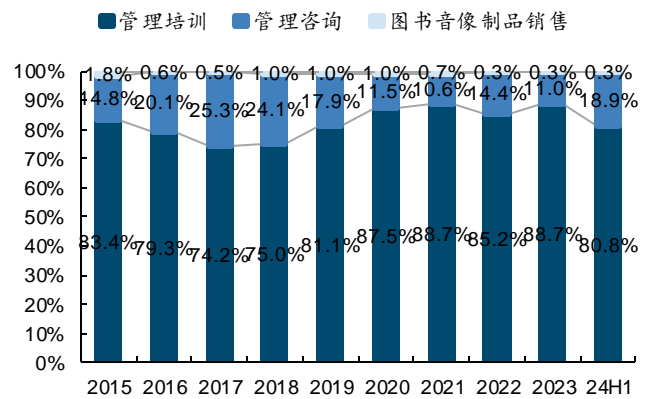
收入稳定增长。15~23年公司收入整体正向增长，CAGR达14.2%，20、22年受公共卫生事件影响收入有所下滑，23年收入迅速恢复，同增49.1%，已远超公共卫生事件前水平，24H1收入达3.89亿元，同增35.2%。

管理培训贡献八成以上收入。企业管理培训为公司核心业务，是主要收入来源；管理咨询业务收入贡献在10%左右，图书和音像制品收入贡献较少。

图表21: 公司收入(亿元)及同比增速



图表22: 公司收入拆分

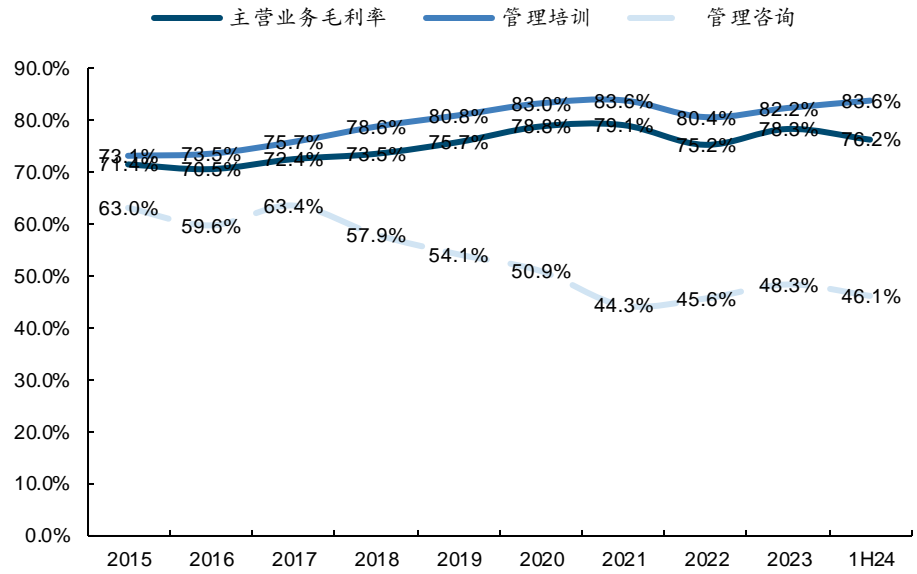


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

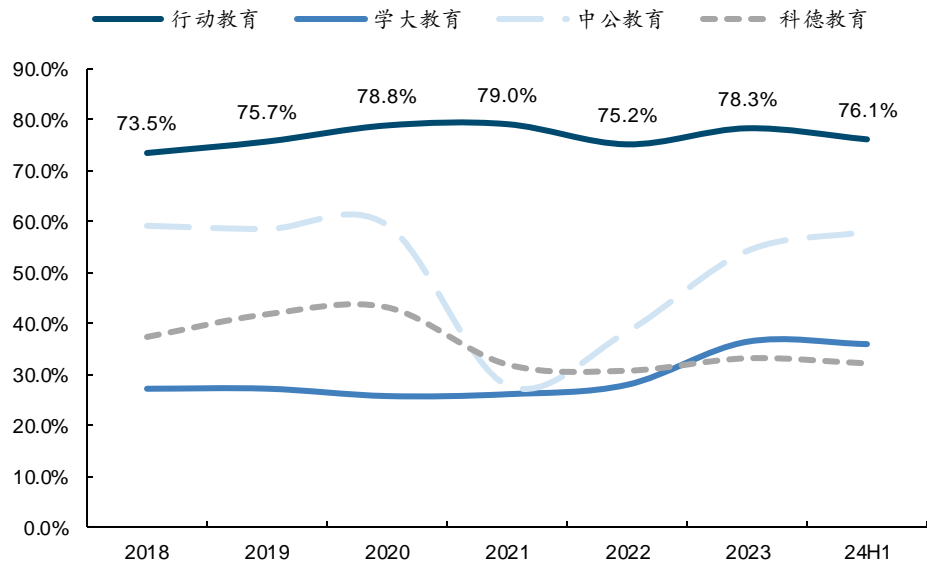
盈利能力强，管理培训业务毛利率高。公司主营业务毛利率整体呈上升趋势，主要是管理培训业务毛利率逐年提升；管理培训业务自19年起毛利率一直维持在80%以上，并整体呈上升趋势，管理培训规模效应较强，人力、房租成本相对刚性，公司通过课程提价以及班级扩容推动毛利率提升。管理咨询业务毛利率近年在40%左右。横向对比来看，行动教育毛利率显著高于学大教育（K12培训）、中公教育（职业培训）、科德教育（K12培训），我们认为主要是行动教育班型较大且客单较高所致。

图表23: 公司主营业务毛利率以及毛利率拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

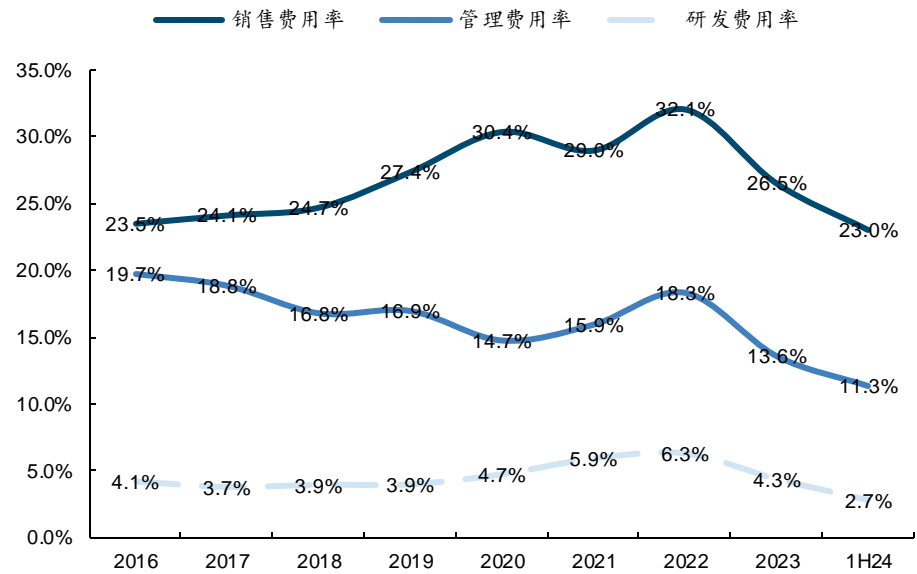
图表24: 公司毛利率横向对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

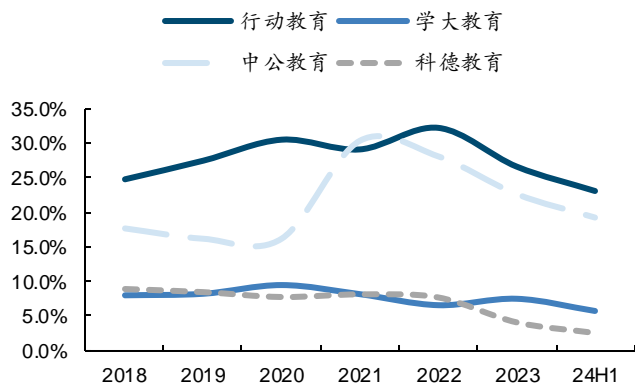
费用控制良好。近年销售、管理、研发费用率控制良好, 23年销售、管理费用率均较19年有所下滑, 23年销售费用率为26.5%、较19年下滑0.9pct, 管理费用率为13.6%、较19年下滑3.3pct。20、22年受公共卫生事件影响收入下滑, 整体费用率均有所提升。横向对比来看, 公司近年销售费用率较其他可比公司更高, 管理费用率近年有所下滑处于中等偏下位置。

图表25: 公司销售、管理、研发费用率

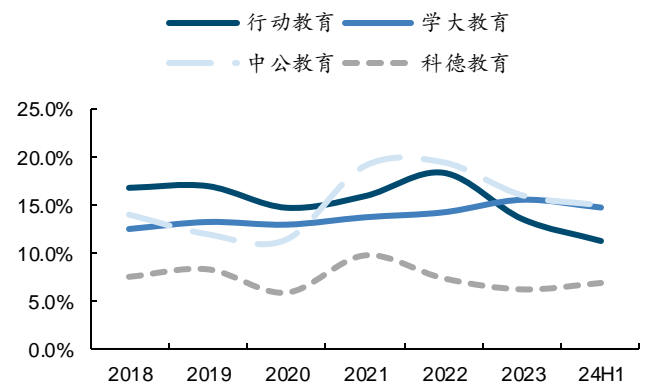


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 公司销售费用率横向对比



图表27: 公司管理费用率横向对比

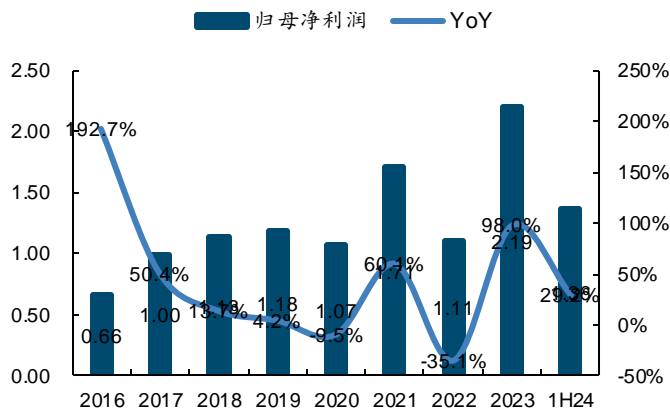


来源: 公司公告, 国金证券研究所

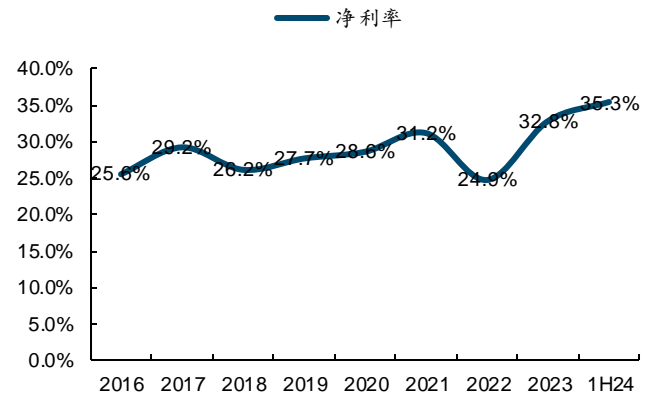
来源: 公司公告, 国金证券研究所

归母净利润、净利率历史新高。公司归母净利润稳定增长, 20、22 年受公共卫生事件影响外, 其余年份均正向增长, 23 年归母净利润达 2.19 亿元、同增 98.0%, 24H1 达 1.36 亿元、同增 29.2%。净利率因毛利率提升以及费用率控制下整体呈现上升趋势, 24H1 净利率达 35.3%。

图表28: 公司归母净利润(亿元)及同比增速



图表29: 公司净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

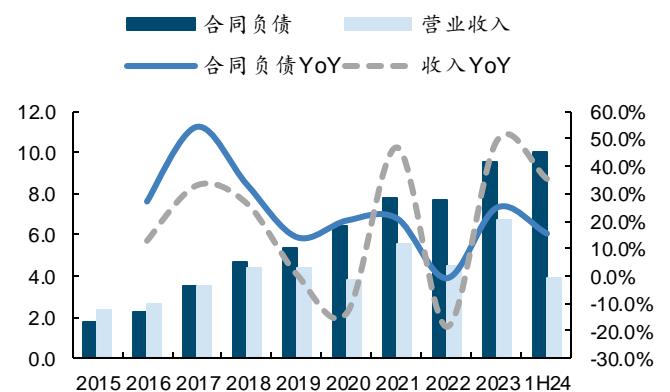
来源: 公司公告, 国金证券研究所

订单稳定增长。公司销售模式一般为预收款, 正常销课后确认收入, 订单一般在一年到一年半时间确认收款。现金流量表中销售商品、提供劳务收到的现金可以反应公司当期订单情况, 23年订单量新高, 销售商品、提供劳务收到现金达9.0亿元、较21年增长26.0%, 24H1达4.5亿元、同增11.4%。资产负债表中合同负债可反应公司目前在手订单情况, 截至24年6月末合同负债达10.0亿元, 同增15.3%, 较23年末合同负债9.6亿元增长4.5%。

图表30: 公司销售商品、提供劳务收到的现金(亿元)及同比增速



图表31: 公司合同负债、收入(亿元)及同比增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测与假设

我们预计公司24-26E营业收入为8.46/10.49/12.62亿元, YOY+25.9%/23.89%/20.40%, 归母净利润2.78/3.48/4.28亿元, YOY+26.56%/25.46%/22.80%, 对应EPS为2.35/2.95/3.62元, 对应PE为16/13/11X。

公司主营业务收入主要为管理培训、管理咨询和图书销售三个板块。各个板块盈利预测与假设如下:

(1) 管理培训: 收入=培训人次*客单价, 我们预计的收入的增长主要依靠提升排班量、单班人数来实现。培训人次方面, 24年1月, 公司主校区花瓣楼完成升级, 预计浓缩EMBA与校长EMBA将安排更多班次, 且单班课程容量增大, 21/22年培训人次分别为2.7/2.0万人, 22年受公共卫生事件影响培训人次下滑, 预计24-26E培训人次为3.5/4.1/4.8万人。价格方面, 客单价的提升主要通过提升不同类型的团单价实现, 23年7月浓缩EMBA10人团单价从19.8万元提升至25.8万元, 校长EMBA单价从29.8万元提至35.8万元, 21/22

年管理培训单价为 1.8/1.9 万元/人，预计未来公司将以略快于通胀的速度提价，预计 24-26E 客单价为 2.15/2.26/2.33 万元/人，管理培训收入为 7.5/9.3/11.2 亿元

(2) 管理咨询：我们预计 24-26E 管理咨询收入为 0.9/1.2/1.4 亿元。

(3) 图书与销售：我们预计 24-26E 图书与音像制品销售为 254/303/356 万元。

图表32：公司 24-26 年收入预测（百万元）

| 百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 450.9 | 672.2 | 846.4 | 1048.6 | 1263.4 |
| YoY | -18.78% | 49.10% | 25.91% | 23.89% | 20.49% |
| 管理培训 | 383.5 | 595.4 | 750.1 | 929.4 | 1120.1 |
| YoY | -22.06% | 55.30% | 25.99% | 23.90% | 20.51% |
| 管理咨询 | 65.0 | 73.8 | 92.6 | 115.0 | 138.7 |
| YoY | 10.46% | 13.50% | 25.49% | 24.18% | 20.59% |
| 图书与音像制品销售 | 1.4 | 2.1 | 2.5 | 3.0 | 3.6 |
| YoY | -63.98% | 52.20% | 20.95% | 19.18% | 17.59% |
| 其他服务 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| YoY | / | -7.30% | 6.30% | 3.00% | 3.00% |

来源：公司公告，国金证券研究所

公司的主要成本为教师的工资薪酬、场地费用以及物料折旧等，成本相对刚性、具备规模效应，目前教室及教师利用率较高，我们预计毛利率将维持相对稳定，毛利率 24-26 年为 79.32%/79.39%/79.42%。我们预计销售费用率与管理费用率控制良好，预计 24-26 年归母净利润为 2.8/3.5/4.3 亿元，YoY+26.68%/25.40%/22.66%。

图表33：公司毛利率预测

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 管理培训毛利率 | 82.2% | 83.6% | 83.7% | 83.7% |
| 管理咨询毛利率 | 48.3% | 46.2% | 46.3% | 46.4% |
| 整体毛利率 | 78.3% | 79.3% | 79.4% | 79.4% |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表34：公司 24-26 年费用率及业绩预测（亿元）

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 26.5% | 25.3% | 25.2% | 24.9% |
| 管理费用率 | 13.6% | 12.9% | 12.6% | 12.3% |
| 研发费用率 | 4.3% | 4.2% | 4.0% | 4.0% |

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2、投资建议与估值

可比公司估值：我们选取教育培训领域的中公教育、学大教育、科德教育作为可比公司，24-26E 可比公司平均估值分别为 29x/21x/18x。

图表35：可比公司估值

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE | | | |
|-----------|------|-------------|------------|-----|-----|-----|------|------|------|------|
| | | | 23 | 24E | 25E | 26E | 23 | 24E | 25E | 26E |
| 002607.SZ | 中公教育 | 162.8 | -2.1 | 4.9 | 7.1 | 8.2 | - | 33.2 | 22.9 | 19.9 |
| 000526.SZ | 学大教育 | 67.0 | 1.5 | 2.5 | 3.5 | 4.4 | 44.7 | 26.8 | 19.1 | 15.2 |
| 300192.SZ | 科德教育 | 41.3 | 1.4 | 1.6 | 2.0 | 2.3 | 29.8 | 25.5 | 21.1 | 17.8 |
| 平均 PE | | | | | | | | 28.5 | 21.1 | 17.6 |
| 605098.SH | 行动教育 | 45.3 | 2.2 | 2.8 | 3.5 | 4.3 | 20.6 | 16.2 | 12.9 | 10.5 |

来源：公司公告，国金证券研究所

注：市值为截至 10 月 11 日收盘；中公教育、学大教育、科德教育 24-26 年归母净利润为 ifind 一致预期。

投资建议：管理培训行业市场空间大、集中度有待提升，企业客户参培意愿较强。公司在师资、课程定位、品牌力具备较强竞争优势，复购+转介绍率高。此外，公司历史分红水平较高，红利属性凸显，公司 22/23/24H1 派发现金红利 2.4/2.1/1.2 亿元，分别占公司归母净利润的 213.0%/96.9%/86.7%。我们预计 24/25/26 年 EPS 为 2.34/2.93/3.60 元/股，当前股价对应 PE 估值分别为 16/13/11 倍，我们认为公司作为企业管理培训佼佼者，业绩高成长且具备红利属性，随着大客户战略的不断推进，我们看好公司中长期订单成长能力，给予 24 年 25x 估值，目标价 59 元/股，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示

课程招生人数不及预期的风险：浓缩&校长 EMBA 若招生不及预期将会影响公司收入增长。

市场竞争加剧的风险：企业管理培训行业参与者众多，若市场竞争加剧将会影响公司市场份额及盈利能力。

关键业务人员流动的风险：公司核心管理层、课程讲师、营销、研发等关键人员若流失，公司将面临较高经营风险。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | | |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 主营业务收入 | 555 | 451 | 672 | 846 | 1,049 | 1,263 | 货币资金 | 1,081 | 1,206 | 1,358 | 1,469 | 1,810 | 2,166 | |
| 增长率 | -18.8% | 49.1% | 25.9% | 23.9% | 20.5% | | 应收款项 | 4 | 3 | 3 | 3 | 4 | 5 | |
| 主营业务成本 | -116 | -112 | -146 | -175 | -216 | -260 | 存货 | 3 | 3 | 3 | 2 | 3 | 3 | |
| %销售收入 | 21.0% | 24.8% | 21.7% | 20.7% | 20.6% | 20.6% | 其他流动资产 | 653 | 482 | 459 | 460 | 464 | 468 | |
| 毛利 | 439 | 339 | 526 | 671 | 832 | 1,003 | 流动资产 | 1,740 | 1,693 | 1,823 | 1,935 | 2,281 | 2,643 | |
| %销售收入 | 79.0% | 75.2% | 78.3% | 79.3% | 79.4% | 79.4% | %总资产 | 86.7% | 86.8% | 86.9% | 87.8% | 89.5% | 90.7% | |
| 营业税金及附加 | -4 | -3 | -4 | -4 | -5 | -6 | 长期投资 | 43 | 46 | 46 | 47 | 48 | 49 | |
| %销售收入 | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 180 | 172 | 174 | 174 | 177 | 182 | |
| 销售费用 | -161 | -145 | -178 | -214 | -264 | -313 | %总资产 | 8.9% | 8.8% | 8.3% | 7.9% | 6.9% | 6.2% | |
| %销售收入 | 29.0% | 32.1% | 26.5% | 25.3% | 25.2% | 24.8% | 无形资产 | 12 | 13 | 8 | 7 | 6 | 5 | |
| 管理费用 | -88 | -83 | -91 | -109 | -132 | -155 | 非流动资产 | 267 | 258 | 274 | 268 | 269 | 272 | |
| %销售收入 | 15.9% | 18.3% | 13.6% | 12.9% | 12.6% | 12.3% | %总资产 | 13.3% | 13.2% | 13.1% | 12.2% | 10.5% | 9.3% | |
| 研发费用 | -33 | -28 | -29 | -36 | -42 | -51 | 资产总计 | 2,007 | 1,951 | 2,096 | 2,203 | 2,550 | 2,915 | |
| %销售收入 | 5.9% | 6.3% | 4.3% | 4.2% | 4.0% | 4.0% | 短期借款 | 9 | 10 | 12 | 35 | 77 | 106 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 153 | 81 | 223 | 308 | 389 | 478 | 应付款项 | 23 | 16 | 22 | 22 | 27 | 33 | |
| %销售收入 | 27.6% | 17.9% | 33.2% | 36.4% | 37.1% | 37.8% | 其他流动负债 | 864 | 834 | 1,062 | 1,104 | 1,359 | 1,629 | |
| 财务费用 | 18 | 33 | 26 | 19 | 21 | 25 | 流动负债 | 897 | 859 | 1,096 | 1,161 | 1,463 | 1,768 | |
| %销售收入 | -3.2% | -7.2% | -3.8% | -2.2% | -2.0% | -2.0% | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 29 | 22 | 38 | 37 | 31 | 27 | |
| 公允价值变动收益 | 18 | 2 | -3 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 925 | 881 | 1,134 | 1,198 | 1,494 | 1,794 | |
| 投资收益 | 7 | 6 | 5 | 0 | 0 | 0 | 普通股股东权益 | 1,078 | 1,066 | 959 | 1,001 | 1,053 | 1,117 | |
| %税前利润 | 3.5% | 4.9% | 1.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 其中：股本 | 84 | 118 | 118 | 118 | 118 | 118 | |
| 营业利润 | 201 | 130 | 259 | 327 | 410 | 503 | 未分配利润 | 435 | 409 | 291 | 332 | 385 | 449 | |
| 营业利润率 | 36.1% | 28.7% | 38.5% | 38.6% | 39.1% | 39.8% | 少数股东权益 | 4 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 | |
| 营业外收支 | 2 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 2,007 | 1,951 | 2,096 | 2,203 | 2,550 | 2,915 | |
| 税前利润 | 202 | 128 | 257 | 327 | 410 | 503 | 比率分析 | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 利润率 | 36.4% | 28.5% | 38.3% | 38.6% | 39.1% | 39.8% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -29 | -16 | -37 | -49 | -62 | -75 | 每股收益 | 2.210 | 0.939 | 1.858 | 2.340 | 2.934 | 3.599 | |
| 所得税率 | 14.4% | 12.7% | 14.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股净资产 | 12.779 | 9.030 | 8.122 | 8.423 | 8.863 | 9.403 | |
| 净利润 | 173 | 112 | 220 | 278 | 349 | 428 | 每股经营现金净流 | 4.474 | 0.607 | 3.845 | 2.784 | 5.240 | 6.056 | |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 | 3.600 | 2.000 | 1.800 | 2.001 | 2.509 | 3.078 | |
| 归属于母公司的净利润 | 171 | 111 | 219 | 278 | 349 | 428 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 30.8% | 24.6% | 32.6% | 32.8% | 33.2% | 33.8% | 净资产收益率 | 15.85% | 10.40% | 22.88% | 27.78% | 33.10% | 38.27% | |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 8.51% | 5.68% | 10.47% | 12.62% | 13.67% | 14.67% | |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 11.91% | 6.47% | 19.46% | 25.23% | 29.18% | 33.13% | |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 46.62% | -18.78% | 49.08% | 25.90% | 23.89% | 20.49% | |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 43.42% | -47.41% | 177.12% | 38.16% | 26.18% | 22.83% | |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 60.05% | -35.10% | 97.95% | 26.68% | 25.40% | 22.66% | |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 70.85% | -2.83% | 7.48% | 5.06% | 15.79% | 14.30% | |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 8.0 | 8.9 | 7.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 35.2 | 40.3 | 37.4 | 38.0 | 38.0 | 38.0 | |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 117.7 | 138.6 | 89.3 | 69.6 | 56.3 | 47.2 | |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -157.9% | -155.6% | -185.6% | -186.7% | -205.7% | -223.1% | |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | -8.6 | -2.5 | -8.7 | -16.5 | -18.5 | -19.1 | |
| | | | | | | | 资产负债率 | 46.10% | 45.16% | 54.09% | 54.41% | 58.58% | 61.56% | |

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：管理层简介

| 姓名 | 职务 | 年龄 | 主要工作经历 |
|-----|-----------------|----|--|
| 李践 | 董事长总经理 | 58 | 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1月至2011年11月，任公司讲师；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。 |
| 赵颖 | 董事 | 47 | 1998年7月至2000年1月，任职于昆明风驰明星信息产业有限责任公司；2000年1月至今，自由职业；2006年10月至今，参与投资公司。2021年5月至今，任公司董事 |
| 李仙 | 董事副总经理 | 51 | 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11月至2007年6月，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；2011年6月至2012年4月，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 | 47 | 2004年2月至2007年10月，任上海汤姆国际户外传媒有限公司财务总监；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；2011年6月至今，任五项管理执行董事兼总经理；2015年11月至2021年5月，任公司财务总监；2015年12月至今，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 | 41 | 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，历任公司营销管理中心总经理；2017年1月至今，任公司副总经理。 |
| 罗逸 | 副总经理 | 41 | 2004年7月至2007年10月，任海南卫虹医药电子商务有限公司技术经理；2007年11月至2008年4月，任宁夏开元建筑有限公司技术经理；2008年5月至2017年1月，历任公司IT运营中心经理、总监；2017年1月至今，任公司副总经理。除上述职务外，罗逸先生目前还担任上海智未执行董事兼总经理职务。 |
| 陈纪红 | 副总经理 | 41 | 2004年3月至2010年10月，任兆旺科技（上海）有限公司财务总监；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股份有限公司财务部核算总经理。2021年5月至今，任公司财务总监。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 1 | 3 | 16 | 35 | 88 |
| 增持 | 0 | 1 | 4 | 8 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.25 | 1.20 | 1.19 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |