

行动教育 (605098.SH)

优于大市

2024年第三季度分红率达102%，静候消课节奏提速

核心观点

前三季度收入及利润低于此前预期，主要是消课节奏放缓。前三季度公司实现收入5.63亿元/+22%；归母净利润1.95亿元/+21%，扣非归母净利润1.86亿元/+19%。单看第三季度，实现收入1.73亿元/+0.3%；归母净利润0.58亿元/+6%，扣非归母净利润0.49亿元/-15%。公司三季度报表端收入利润逊于我们预期，系企业客户较难避免地受到环境及自身经营状况影响，对付费报班的决策更为谨慎，到场消课意愿降低（消课需支付额外时间经济成本等）

受宏观环境影响，合同负债2022年四季度以来首次环比下滑。期末公司合同负债余额为9.7亿元/+10%，环比二季度减少0.4亿元，为2022年四季度以来首次出现环比下行，主要系在消课的同时，客源拉新受外部环境影响较大。期间销售商品、提供劳务收到的现金收款同比-24%至1.4亿元。

毛利率有所承压，政府补助支撑归母净利率。前三季度公司归母净利率为34.6%/-0.3pct，扣非后归母净利率为33.0%/-1pct，系期内公司收到政府补助920万元。**毛利率**75.9%/-3pct，为净利率下滑主要拖累，分析系三季度排班正常但到班率下降，叠加毛利率较低的咨询、图书业务凭低基数维持相对较快增速。**期间费用率**为39.4%/-4pct，其中三季度为44.6%/+2pct：**销售费用率**25.0%/-1pct，其中三季度销售费用率29.4%/+2pct，受环境影响，开拓市场需要更多人员储备&费用投放；**管理费用率**11.8%/-1pct，其中三季度为12.7%/+1pct，管理费用相对刚性；**研发费用率**为2.7%/-1pct，其中三季度为2.4%/-2pct，适当控制研发费用支出，减少利润端压力。

维持较高分红率，红利属性突显。三季度公司拟每10股派发现金红利5元（含税），合计拟派5963万元（含税），占三季度归母净利润102%；最新股价对应股息率（TTM）为6%。期末公司账上未分配利润余额2.5亿元/+4%、现金及交易性金融资产余额共17.5亿元/+7%，较充沛可支持后续股息派发。

风险提示：股东减持；招生人数不达预期；宏观经济下行的风险等。

投资建议：受企业外部经营环境承压影响，三季度公司消课节奏与课程收款表现不可避免受影响，基于此我们下调公司2024-26年收入至8.0/9.6/11.3亿元（调整方向-5%/-7%/-10%）；相应归母净利润为2.6/3.1/3.8亿元（调整方向-4%/-9%/-9%），对应PE估值为18/15/12x，但考虑到公司仍在积极扩充销售队伍，拓展新行业领域客户；其次公司也在积极统筹提升排课效率。目前国家陆续出台系列促经济的政策组合拳，外部经营环境回暖下公司业务有望重新焕发成长动能，此外公司持续高分红下最新股价对应股息率（TTM）为6.3%，边际上也将增强投资偏好，我们维持公司中线“优于大市”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	804	955	1,129
(+/-%)	-18.8%	49.1%	19.6%	18.8%	18.2%
净利润(百万元)	111	219	264	318	380
(+/-%)	-35.1%	98.0%	20.4%	20.3%	19.7%
每股收益(元)	0.94	1.86	2.24	2.69	3.22
EBIT Margin	17.9%	33.2%	30.9%	30.7%	30.8%
净资产收益率(ROE)	10.4%	22.9%	26.8%	31.2%	36.0%
市盈率(PE)	42.4	21.4	17.8	14.8	12.4
EV/EBITDA	61.4	25.0	23.4	20.2	17.6
市净率(PB)	4.41	4.91	4.77	4.63	4.46

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	39.85元
总市值/流通市值	4752/4752百万元
52周最高价/最低价	56.00/30.16元
近3个月日均成交额	95.26百万元

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)-收入利润增长符合预期，跟踪下半年收款表现》——2024-08-09

《行动教育(605098.SH)-2024Q1业绩点评-2024年一季度归母净利润同增34%，销售收款支撑未来增长》——2024-04-25

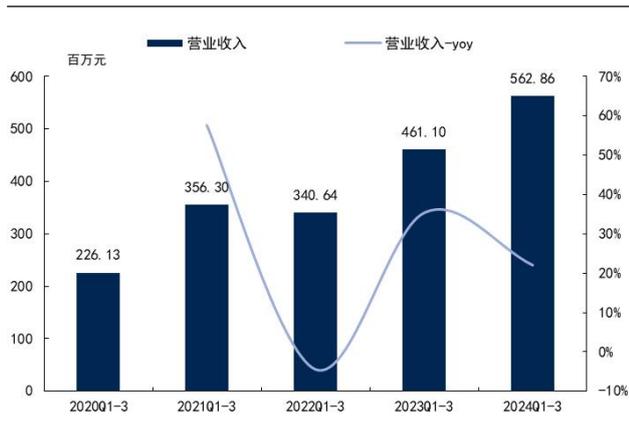
《行动教育(605098.SH)-2023年实现归母净利润2.19亿元，提升分红比例至97%》——2024-04-17

《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

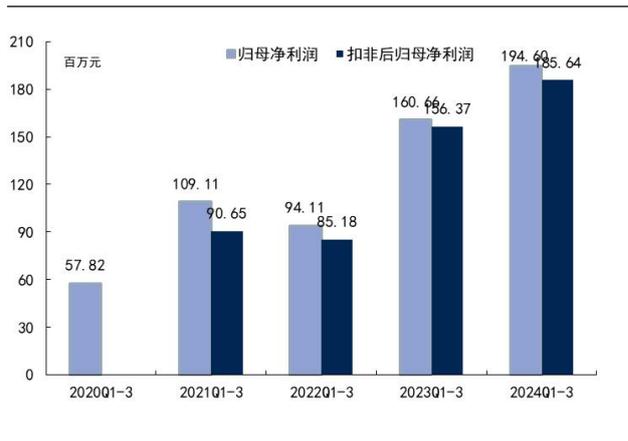
前三季度收入及利润低于此前预期，主要是消课节奏放缓。前三季度公司实现收入 5.63 亿元/+22.1%；归母净利润 1.95 亿元/+21.1%，扣非归母净利润 1.86 亿元/+18.7%。单看第三季度，实现收入 1.73 亿元/+0.3%；归母净利润 0.58 亿元/+5.7%，扣非归母净利润 0.49 亿元/-15.2%。公司三季度报表端收入利润逊于我们预期，系企业客户较难避免地受到环境及自身经营状况影响，对付费报班的决策更为谨慎，同时由于消课需支付额外时间、经济成本，客户到场消课的意愿有所降低。

图1：2020-2024 年前三季度公司营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2020-2024 年前三季度公司扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

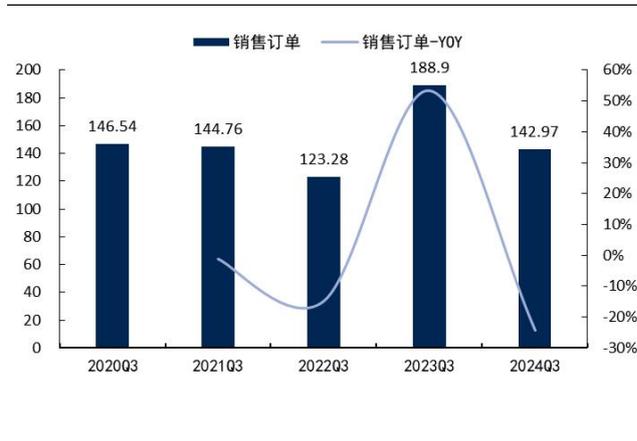
受宏观环境影响，合同负债 2022 年四季度以来首次环比下滑。期末公司合同负债余额为 9.7 亿元/+10%，环比二季度减少 0.4 亿元，为 2022 年四季度以来首次出现环比下行，主要系在消课的同时，客源拉新受外部环境影响较大。期间销售商品、提供劳务收到的现金收款同比-24%至 1.4 亿元。

图3：2020 年 Q4-2024 年 Q3 公司账上合同负债



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2020-2024 年第二季度公司销售订单（百万元）

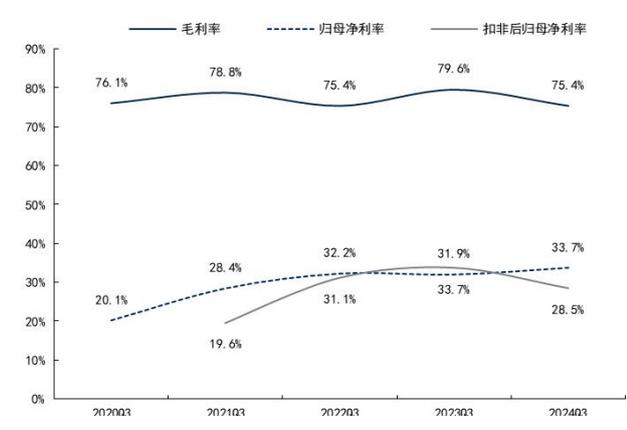


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率有所承压，一次性政府补助支撑归母净利率。前三季度公司归母净利率为 34.6%/-0.3pct，扣非后归母净利率为 33.0%/-0.9pct，期内公司收到一次性政府补助 920 万元。毛利率 75.9%/-2.9pct，为净利率下滑的主要拖累，分析系三季度排班正常但到班率下降，叠加毛利率较低的咨询、图书业务凭借低基数维持相对较快增速。期间费用率为 39.4%/-3.5pct，其中三季度为 44.6%/+1.8pct。具体来看，销售费用率 25.0%/-1.1pct，其中三季度销售费用率 29.4%/+2.1pct，系受宏观环境影响，开拓市场需要更多人员储备&费用投放；管理费用率

11.8%/-1.1pct，其中三季度为 12.7%/+1.2pct，管理费用相对刚性；研发费用率为 2.7%/-1.3pct，其中三季度为 2.4%/-1.6pct，适当控制研发费用支出，减少利润端压力。

图5: 2020-2024 年第三季度毛利率及扣非前后归母净利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2020-2024 年第三季度销售/管理/研发费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

维持较高分红率，红利属性突显。三季度公司拟每 10 股派发现金红利 5 元(含税)，合计拟派发现金红利 5963 万元(含税)，占公司三季度归母净利润 102%；若四季度维持该派发红利策略，则全年税前股息率将达到 5%。三季度末公司账上未分配利润余额为 2.5 亿元/+4%、现金及交易性金融资产余额合计 17.5 亿元/+7%，较为充沛可支持后续股息派发。

投资建议：受企业外部经营环境承压影响，三季度公司消课节奏与课程收款表现不可避免受影响，基于此我们下调公司 2024-26 年收入至 8.0/9.6/11.3 亿元(调整方向 -5%/-7%/-10%)；相应归母净利润为 2.6/3.1/3.8 亿元(调整方向-4%/-9%/-9%)，对应 PE 估值为 18/15/12x，但考虑到公司仍在积极扩充销售队伍，拓展新行业领域客户；其次公司也在积极统筹提升排课效率。目前国家陆续出台系列促经济的政策组合拳，外部经营环境回暖下公司业务有望重新焕发成长动能，此外公司持续高分红下最新股价对应股息率(TTM)为 6.3%，边际上也将增强投资偏好，我们维持公司中线“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	归母净利润(百万元)			EPS(元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
003032.SZ	传智教育	10.59	44	89	121	0.11	0.22	0.30	96	48	35
605098.SH	行动教育	39.85	264	318	380	2.24	2.69	3.22	18	15	12
0667.HK	中国东方教育	2.56	414	501	610	0.19	0.23	0.28	13	11	9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：传智教育、中国东方教育为 Wind 一致预期，港币汇率使用 0.90

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	1773	1853	2069	营业收入	451	672	804	955	1129
应收款项	3	3	4	5	6	营业成本	112	146	181	217	256
存货净额	3	3	5	6	7	营业税金及附加	3	4	5	6	7
其他流动资产	12	19	24	29	34	销售费用	145	178	215	255	300
流动资产合计	1693	1823	2246	2332	2556	管理费用	83	91	109	131	155
固定资产	172	174	161	147	134	研发费用	28	29	45	53	63
无形资产及其他	2	2	3	4	5	财务费用	(33)	(26)	(10)	(12)	(21)
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	2508	2583	2795	其他收入	(20)	(22)	(15)	(8)	(13)
短期借款及交易性金融负债	10	12	500	300	200	营业利润	130	259	294	357	432
应付款项	11	19	22	27	32	营业外净收支	(1)	(1)	20	20	20
其他流动负债	838	1066	1185	1418	1682	利润总额	128	257	314	377	452
流动负债合计	859	1096	1707	1745	1914	所得税费用	16	37	49	58	70
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	1	1	1	1	1
其他长期负债	22	38	42	46	50	归属于母公司净利润	111	219	264	318	380
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	1519	1561	1734	净利润	111	219	264	318	380
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	985	1017	1055	折旧摊销	10	10	17	18	18
负债和股东权益总计	1951	2096	2508	2583	2795	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)	(10)	(12)	(21)
每股收益	0.94	1.86	2.24	2.69	3.22	营运资本变动	(39)	230	118	235	266
每股红利	1.11	2.81	2.01	2.42	2.90	其它	0	(1)	1	1	1
每股净资产	9.03	8.12	8.35	8.62	8.94	经营活动现金流	80	462	400	571	665
ROIC	18%	38%	-409%	-38%	-33%	资本开支	0	(10)	(5)	(5)	(5)
ROE	10%	23%	27%	31%	36%	其它投资现金流	168	29	0	0	0
毛利率	75%	78%	78%	77%	77%	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%	33%	32%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-19%	49%	20%	19%	18%	支付股利、利息	(131)	(332)	(238)	(286)	(342)
净利润增长率	-35%	98%	20%	20%	20%	其它融资现金流	139	334	488	(200)	(100)
资产负债率	45%	54%	61%	61%	62%	融资活动现金流	(124)	(330)	20	(486)	(442)
息率	2.8%	7.0%	5.1%	6.1%	7.3%	现金净变动	125	152	415	80	217
P/E	42.4	21.4	17.8	14.8	12.4	货币资金的期初余额	1081	1206	1358	1773	1853
P/B	4.4	4.9	4.8	4.6	4.5	货币资金的期末余额	1206	1358	1773	1853	2069
EV/EBITDA	61.4	25.0	23.4	20.2	17.6	企业自由现金流	0	422	340	496	572
						权益自由现金流	0	756	607	306	490

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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