



管理培训领军者，延续高分红重视股东回报

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 业绩表现稳健，保持现金分红：2024年前三季度公司实现营收5.6亿元，同比+22.1%，归母净利润1.9亿元，同比+21.1%；扣非归母净利润2亿元，同比+18.7%；同时拟现金分红0.6亿元；2) 企培行业需求旺盛，市场规模提升迅速，叠加职业培训政策支持，后续发展可期；3) “大客户”战略商业模式，深度业务推动营收增长。24年计划开发300家大客户，匹配客户强需求、引领新需求、战略深合作。
- 企培行业政策支持，竞争培训需求旺盛。** 企业可持续性发展要求企业优化管理培训方式及人才培养机制，即企培市场需求旺盛，伴随职业培训政策支持，根据《腾讯营销洞察：2023中国企业培训行业发展白皮书》预测2016-2023年企培市场CAGR为28.5%，预计2025年市场规模将提升至1.3万亿元。
- 实战型导师融合课程体系，拓宽企业核心竞争力。** 公司导师多为实战型导师，拥有丰富的企业管理经营经验，具备实效管理理论方法。区别于高等院校和一般培训机构，公司管理培训课程以实效性为企业解决实际问题著称，契合改善我国民营企业管理粗放和优化需求。高性价比特征在企培竞争格局中凸显业务优势，系列EMBA课程循序渐进，集中授课滚动开课。截至2024年10月，《浓缩EMBA》已开班531期，《校长EMBA》开班84期，预期下半年季度性表现更优。
- 全款预收服务流程，合同负债按进度确收。** 公司管理培训业务采取预收形式，客户在接受管理培训前需要全额预付培训课程款并签订课程购买合同（2020年1月1日，公司开始将应收账款调整进入合同负债）未来确认收入。根据行动教育课程安排，管理培训业务中主要由浓缩EMBA和校长EMBA课程贡献收入，培训周期分别为3天/1.5年（18个月）。截至2024Q3，公司合同负债9.6亿元，较23年同期+10.2%，根据课时进度确收收入。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年公司归母净利润为2.64亿元、3.04亿元、3.60亿元，未来三年CAGR为17.9%。公司为企业管理培训行业领军者，公司持续维持较高分红比例，双轮驱动经营模式助力多业务协同发展。综上给予公司2025年18倍PE，对应目标价45.90元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业下行风险、客户拓展不及预期风险、课程进度不及预期风险、客户需求下降风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	672.24	821.52	974.54	1134.15
增长率	49.08%	22.21%	18.63%	16.38%
归属母公司净利润(百万元)	219.45	264.22	304.03	359.87
增长率	97.95%	20.40%	15.07%	18.37%
每股收益EPS(元)	1.84	2.22	2.55	3.02
净资产收益率ROE	22.89%	22.77%	21.53%	21.03%
PE	19	15	13	11
PB	4.26	3.52	2.89	2.39

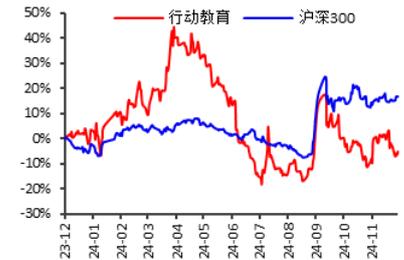
数据来源: Wind, 西南证券

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: 苟宇睿
执业证号: S1250524030001
电话: 15882659190
邮箱: gyr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.19
流通A股(亿股)	1.19
52周内股价区间(元)	30.3-55.38
总市值(亿元)	40.77
总资产(亿元)	20.51
每股净资产(元)	7.89

相关研究

- 行动教育(605098): 合同负债新高，业绩增长可持续性增强 (2024-04-18)

目 录

1 公司概况：管理教育行业龙头，双轮驱动业绩高增	1
1.1 深耕管理教育行业，课程升级助力业务发展.....	1
1.2 股权结构集中，公司创始人为实控人.....	2
1.3 公司高管团队行业经验丰富，赋能公司业务发展.....	3
1.4 公司盈利表现突破，合同负债兑现业绩高增.....	3
2 行业分析：行业政策支持，需求端数字化转型	6
2.1 管理培训政策利好，行业市场规模保持增长.....	6
2.2 企培市场需求旺盛，新设主体激发竞争培训需求.....	7
2.3 企培行业格局分散，供给端品牌战略分化.....	8
3 “一核两翼”经营模式，品牌力加强切入大客户	10
3.1 核心业务筑牢公司口碑.....	10
3.2 实效服务体系拓宽企业核心竞争力.....	11
3.3 大客户战略拓展业务深度.....	14
3.4 全款预收服务流程，合同负债按进度确收.....	15
3.5 重视可持续性发展，稳定分红回馈股东.....	16
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 相对估值.....	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 企业沿革.....	1
图 2: 公司股权架构 (截至 2024 年 9 月 30 日)	2
图 3: 公司 2018 至 2024Q1-Q3 营业收入及增速.....	4
图 4: 公司 2018 至 2024Q1-Q3 归母净利润及增速	4
图 5: 公司 2018-2024H1 分业务毛利率	4
图 6: 公司 2021-2024H 主营业务收入与成本占比情况	4
图 7: 公司 2018 至 2024Q1-Q3 三费率情况.....	5
图 8: 公司 2018 至 2024Q1-Q3 经营性现金流.....	5
图 9: 公司 2018 至 2024Q1-Q3 合同负债情况.....	5
图 10: 公司 2018 至 2024Q1-Q3 销售商品提供劳务收到的现金.....	5
图 11: 中国企业培训行业市场规模.....	7
图 12: 企业法人数量.....	7
图 13: 企业培训参课核心驱动力	8
图 14: 企业培训行业竞争格局.....	8
图 15: 浓缩 EMBA 培养体系	10
图 16: 校长 EMBA 培养体系	10
图 17: 公司与瑞士 IMD 国际管理发展学院合作.....	12
图 18: 罗伯特·卡普兰时隔三年半重磅开讲《战略执行》	12
图 19: 行动教育部分书籍研究成果.....	13
图 20: 公司营业收入/公司销售人员数量	13
图 21: 公司销售净利率、毛利率	13
图 22: 职业教育业务拓展 To B 企业培训业务	14
图 23: 行动教育部分学员企业.....	14
图 24: 《浓缩 EMBA》郎酒专场.....	14
图 25: 行动教育案例库内容.....	15
图 26: 往届企业家校长节现场.....	15
图 27: 2021-2024Q3 营业收入、合同负债、销售现金流情况.....	15

表 目 录

表 1: 公司主营业务介绍	2
表 2: 公司管理层介绍	3
表 3: 中国企业管理培训相关政策梳理	6
表 4: 民营培训机构竞争格局	9
表 5: 商学院培训机构竞争格局	9
表 6: 公司管理培训核心产品体系	10
表 7: 公司管理咨询核心产品体系	11
表 8: 行动教育主要精品公开课课程及导师简介	11
表 9: 2021-2024 分红情况	16
表 10: 分业务收入及毛利率	16
表 11: 相对估值	17
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：管理教育行业龙头，双轮驱动业绩高增

1.1 深耕管理教育行业，课程升级助力业务发展

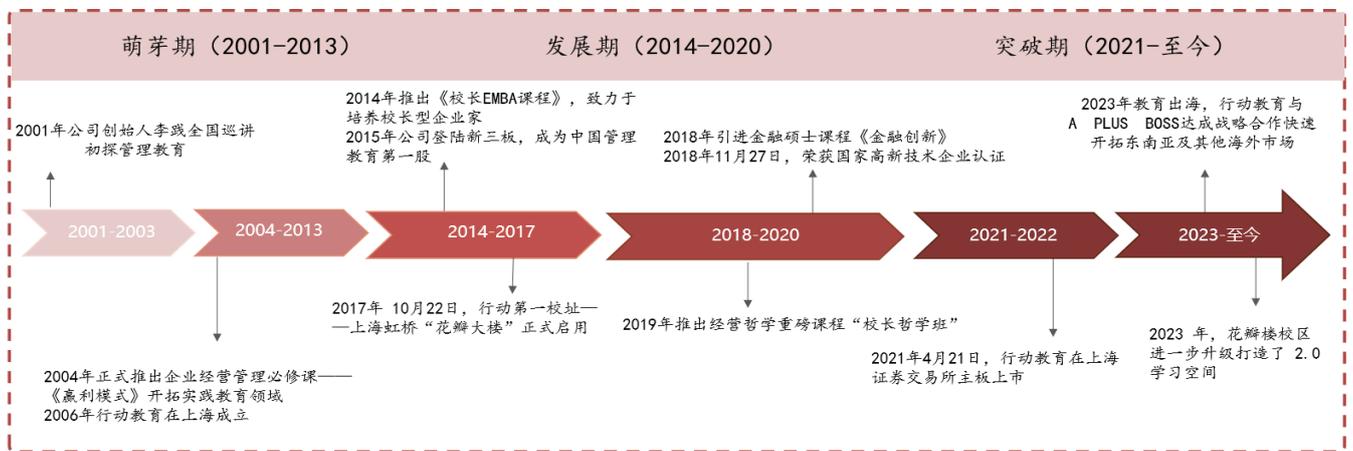
上海行动教育科技股份有限公司成立于 2006 年 3 月 27 日，其发展历程主要分为三个阶段：

管理教育初探，实践企业课程教育（2001-2013）。2001 年行动教育董事长兼总经理李践老师以“做自己想做的人”的公益巡讲主题，初探企业管理教育。2004 年行动教育推出企业经营必修课《赢利模式》，开拓实践教育领域。2006 年行动教育在上海正式注册成立。

主营业务规模迈进，课程升级提供动能（2014-2020）。2014 年行动教育推出精品公开课《校长 EMBA》，致力于培养校长型企业家，客户群体定位明确。2015 年公司挂牌录新三板，成为中国管理教育第一股。2017 年 10 月 22 日，公司校址“花瓣大楼”正式启用，公司规模随着业务发展逐步扩大。2018 年公司引进金融硕士课程《金融创新》，同年 11 月 27 日获得国家高新技术企业认证。2019 年推出“校长哲学班”。

课程服务持续深化，管理培训领航者（2021-至今）。2021 年 4 月 21 日行动教育首次公开发行上市，成为中国管理教育第一家 A 股主板上市公司。2023 年公司与东南亚企业家教育平台 A PLUS BOSS 战略合作积极参与教育出海。公司持续推进规模，深化管理课程内容。同年，公司被中国企业联合会管理咨询委员会评委“中国管理咨询机构第一”。

图 1：企业沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司致力于“建设世界级实效管理教育机构”。公司主营业务包括企业管理培训、管理咨询服务以及相关图书音像制品销售等。公司的管理培训业务主要为公开课，旨在通过实效实用的企业管理课程，帮助企业提升管理水平，主要精品课包括：浓缩 MBA、校长 MBA、方案落地班。

企业管理咨询业务是指公司接受客户委托，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的业务，业务模式定制化，管理咨询周期长。图书音像制品业务是指公司经过十余年的教育研究，形成了一系列课程内容研发成果。公司将这些研发成果和课程资料开发成图书、音像等产品，经过批准后对外销售，拓宽业务渠道。

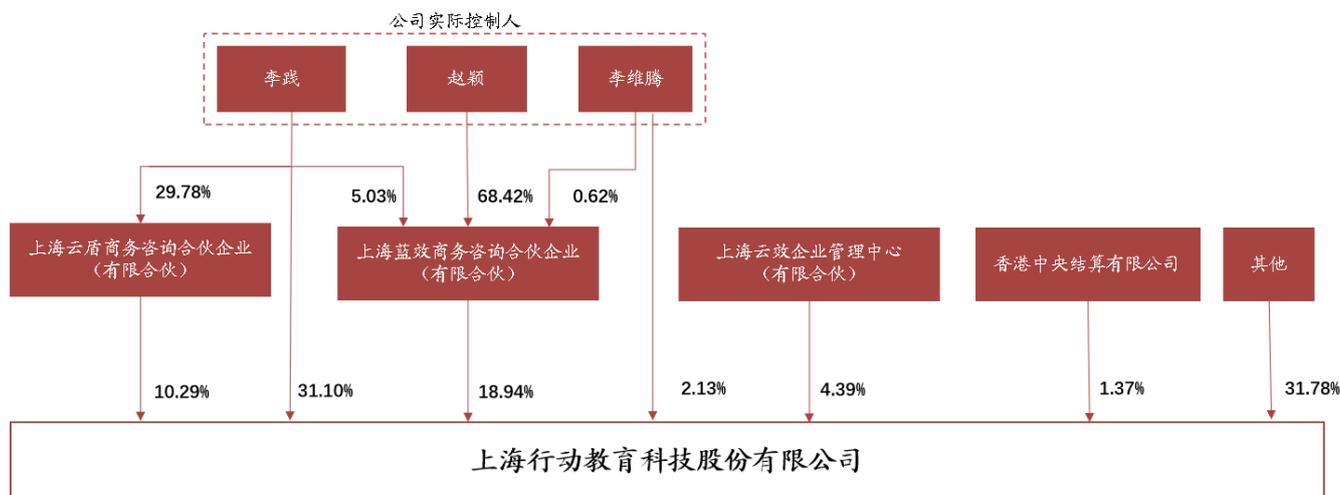
表 1：公司主营业务介绍

主营业务	2024H1 营业收入	毛利率	2024H1 经营情况	盈利模式
企业管理培训	3.13 亿元 (占比 80.44%)	83.55%	企业管理培训业务 2024 年上半年实现营业收入 3.13 亿元；营业成本为 0.52 亿元，由人力成本、课程资本构成，业务毛利率为 83.55%。	公司的管理培训业务主要为公开课，旨在通过实用、实用的企业管理课程，帮助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、团队等专业的企业管理知识服务。
企业管理咨询	0.73 亿元 (占比 18.78%)	46.12%	企业管理咨询业务 2024 年上半年实现营业收入 0.73 亿元；营业成本为 0.39 亿元，由人力成本构成，业务毛利率为 46.12%。	企业管理咨询业务是指公司接受客户委托，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的业务，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	0.03 亿元 (占比 0.78%)	34.45%	图书音像制品销售业务 2024 年上半年实现营业收入 0.03 亿元；营业成本为 0.02 亿元，由图书成本构成，业务毛利率为 34.45%。	经过十多年的积累，公司形成了一系列成体系的课程内容研发成果。截至本报告期，公司和子公司已有知识产权 560 余项，管理类书籍 50 余套，公司将这些研发成果和课程资料开发成图书、音像等产品，经过批准后对外销售。目前，公司的图书音像制品销售业务主要集中在子公司五项管理旗下。

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构集中，公司创始人为实控人

公司实际控制人为公司创始人家族，股权结构稳定集中。李践与赵颖系夫妻关系，李维腾与李践系父子关系，三人为公司实际控制人，截至 2024 年 9 月 30 日，三人合计持有公司股份 50.32%。其中，公司董事长李践先生直接持有公司 31.10% 的股份，且同时持有上海云盾 29.78% 的出资份额；李维腾直接持股 2.13%；除此之外，李践、赵颖、李维腾均为上海蓝效的有限合伙人，合计持有上海蓝效 74.07% 的股权。上海云盾、上海蓝效、上海云效系公司持股平台，未实际经营，三者分别持有公司股份 10.29%、18.94%、4.39%。

图 2：公司股权架构（截至 2024 年 9 月 30 日）


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 公司高管团队行业经验丰富，赋能公司业务发展

公司管理层履历和管理经验丰富，引领公司课程创新，赋能公司业务发展。公司董事长兼总经理李践先生深耕企业管理教育行业十余年，并带领公司的导师团队研发及讲授核心课程。高管团队不断助力公司业务研发及发展，确保发展动能充沛。

表 2：公司管理层介绍

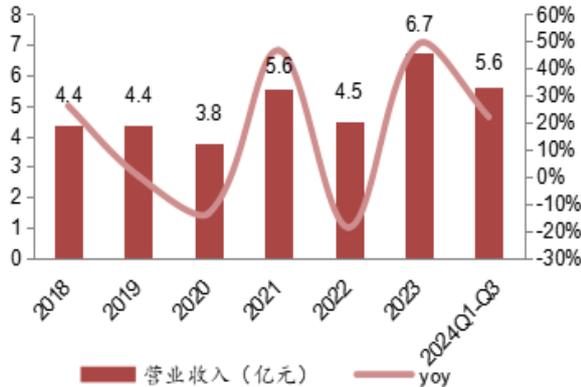
姓名	职位	工作经历
李践	董事长、总经理	1965 年 8 月出生，中国香港永久居民，研究生学历。历任昆明风驰明星信息产业有限责任公司总经理；TOM 户外传媒集团有限公司副总裁、总裁；2007 年 1 月至 2011 年 11 月，任行动有限讲师；2011 年 11 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司董事长；2013 年 2 月至今，兼任上海行动教育科技股份有限公司总经理。
赵颖	董事	1976 年 10 月出生，中国香港永久居民，研究生学历，加拿大永久居留权。1998 年 7 月至 2000 年 1 月，任职于昆明风驰明星信息产业有限责任公司，2021 年 5 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司董事。
李仙	董事、副总经理	1972 年 11 月出生，研究生学历。2009 年 10 月，获得长江商学院 EMBA 学位。历任上海行动成功图书音像有限公司总经理、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	1976 年 11 月出生，研究生学历。曾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 1 月至 2016 年 4 月，代行公司董事会秘书职责；2016 年 4 月至今，兼任上海行动教育科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。
包俊	监事会主席	1982 年 10 月生，本科学历。曾任上海鹏宇汽车销售服务有限公司销售会计；上海嘉士房地产策划传播有限公司出纳兼人力行政。2007 年 10 月起至今，历任上海行动教育科技股份有限公司人力资源行政管理中心人力专员、审计部专员；2017 年 1 月至今，任上海行动教育科技股份有限公司监事。

数据来源：公司公告，西南证券整理

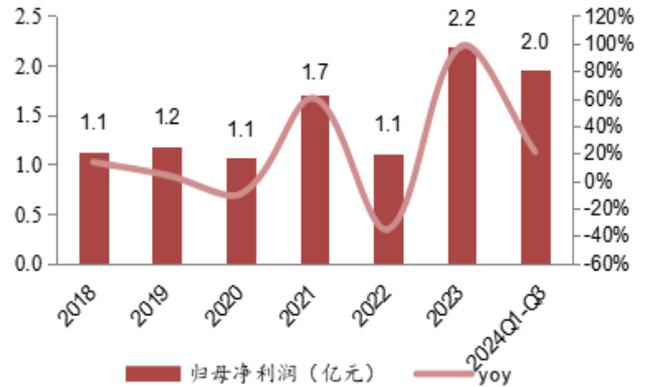
1.4 公司盈利表现突破，合同负债兑现业绩高增

高质量培训体系叠加大客户战略，盈利表现明显突破。2023 年随着宏观经济恢复，公司线下排课量加大，报到率保持较高水平，助力主业恢复。公司实现营业收入 6.7 亿元，同比+49.1%；实现归属于母公司所有者净利润 2.2 亿元，同比+98.0%。2023 年公司执行“大客户战略”成果显著，主题培训共开展了 42 期，已有 240 余家大客户企业与行动教育达成深度合作，培训和咨询业务订单量充裕，营业收入增加，利润端同样高增。

根据最新公司 2024 年第三季度报告，2024 年前三季度延续增长态势，实现营业收入 5.6 亿元，同比+22.1%；实现归属于母公司所有者净利润 2 亿元，同比+21.1%。

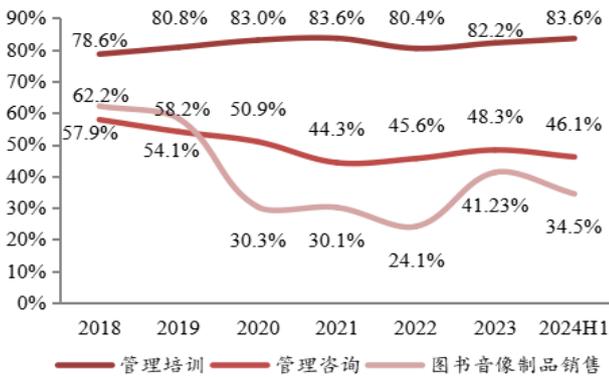
图 3：公司 2018 至 2024Q1-Q3 营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

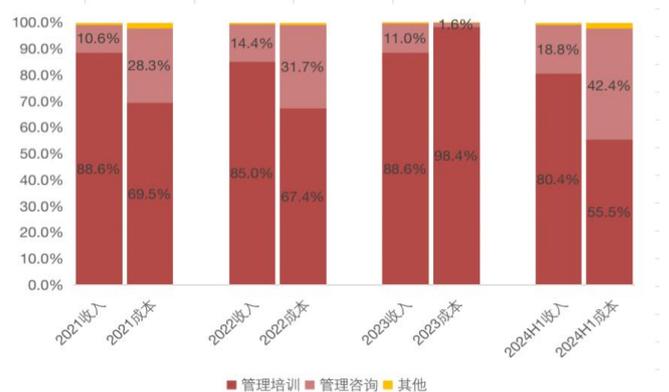
图 4：公司 2018 至 2024Q1-Q3 归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

核心培训咨询业务毛利率稳定。公司业务定位为“企业全生命周期的知识服务和智力支持平台”，培养经营型管理者，提升企业家的经营管理能力。主营业务结构及毛利率保持稳定，管理培训业务毛利率近五年来保持在 80% 以上，其中 2024H1 管理培训业务毛利率为 83.6%，管理咨询业务毛利率为 46.1%。公司主营管理培训业务收入占比近五年来保持在 80% 以上，夯实核心基本盘，管理咨询业务收入占比提升至 18.8%。

图 5：公司 2018-2024H1 分业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2021-2024H 主营业务收入与成本占比情况


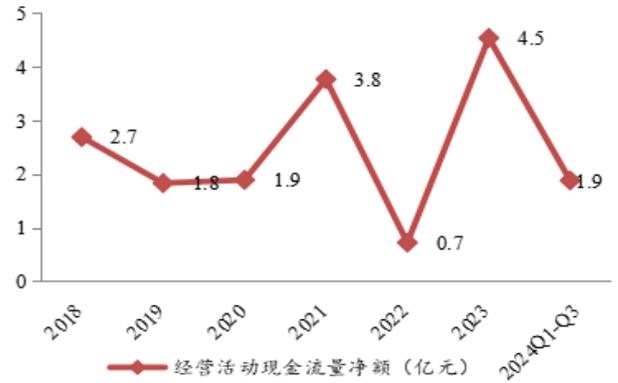
数据来源：公司公告，西南证券整理

降本增效成效显著，现金流随业绩表现增长。2023 年公司销售费用为 1.8 亿元，较去年同期+23.2%，但公司收入增速相对较快，销售费用率回落至 26.5%。随着公司新花瓣大楼的投入使用，规模性的培训内容为公司带来业绩增收，2023 年管理费用为 0.9 亿元，较去年同期+10.6%，管理费用率 13.6%。截至 2024Q3，公司销售费用率和管理费用率分别下降至 25.0%/11.8%，降本增效明显。

随着公司业绩增加，先收款后服务的培训模式致经营性现金流上涨明显。截至 2024 年第三季度，公司经营活动现金流量净额为 1.9 亿元，本期内购买商品接受劳务支付的现金及支付的各项税费均大幅上涨。

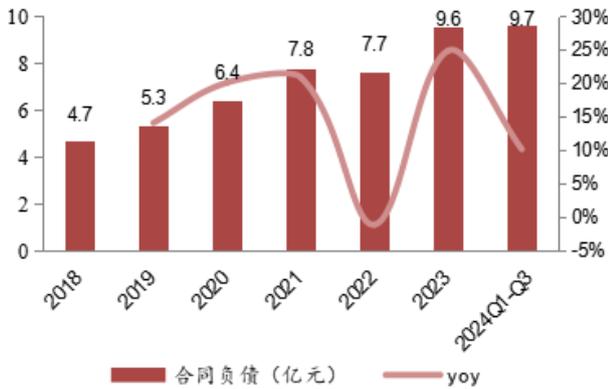
图 7：公司 2018 至 2024Q1-Q3 三费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

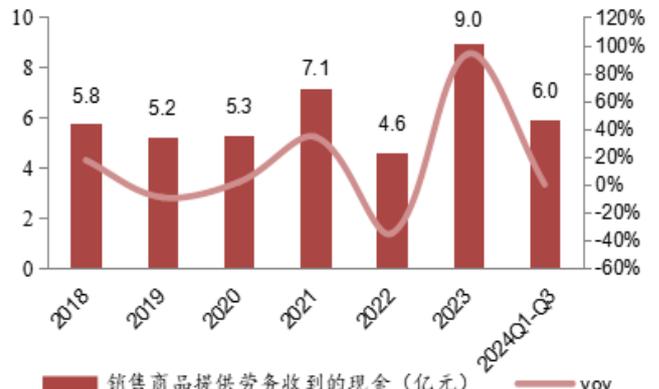
图 8：公司 2018 至 2024Q1-Q3 经营性现金流


数据来源：公司公告，西南证券整理

未来合同负债兑现，销售商品/服务现金攀升。公司管理培训业务采取预收形式，客户在接受管理培训前需要全额预付培训课程款并签订课程购买合同（2020 年 1 月 1 日，公司开始将预收账款调整进入合同负债）未来确认收入。根据行动教育课程安排，管理培训业务中主要由浓缩 EMBA 和校长 EMBA 课程贡献收入，培训周期分别为 3 天/1.5 年（18 个月）。截至 2024Q3，公司合同负债为 9.7 亿元，较去年同期+10.2%，销售商品提供劳务收到的现金为 6.0 亿元，同比+0.1%。未来公司随着课程周期的核销，逐渐兑现合同负债，未来营收有望高增。

图 9：公司 2018 至 2024Q1-Q3 合同负债情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2018 至 2024Q1-Q3 销售商品提供劳务收到的现金


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：行业政策支持，需求端数字化转型

2.1 管理培训政策利好，行业市场规模保持增长

企业管理培训能够帮助企业提升管理水平、促进管理创新，企业有效运转有助于刺激社会经济发展、促进内需增长，因此获得国家政策的一贯支持。随着国家对企业管理工作的重视，陆续出台管理培训相关政策，丰富职业培训内容发展及推动社会培训机构发展，鼓励我国企业主动参与管理培训工作，并且对企业可持续性发展提出更多要求，要求发展企业管理培训人才培养机制，预计管理培训行业市场规模将会随着政策支持继续增长。

表 3：中国企业管理培训相关政策梳理

发布时间	政策文件	主要政策内容
2019年02月13日	《关于印发国家职业教育改革实施方案的通知》	发挥企业重要办学主体作用,效励有条件的企业特别是大企业办高质量职业教育,支持和规范社会力量办职业教育培训,鼓励发展股份制,混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
2019年04月07日	《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	按照竞争中性和原则,打造公平便捷营商环境,进一步激发中小企业活力和发展动力。重视培育企业家队伍,继续做好中小企业经营管理领军人才培训,提升中小企业经营管理水平。健全宽容失败的有效保护机制,为企业家成长创造良好环境。
2019年05月24日	《职业技能提升行动方案(2019-2021年)》	鼓励支持社会培训和评价机构开展职业技能培训和评价工作。不断培育发展壮大社会培训和评价机构,支持培训和评价机构建立同业交流平台,促进行业发展,加强行业自律。
2019年06月05日	《关于职业院校专业人才培养方案制定与实施工作的指导意见》	推进信息技术与教学有机融合。适应互联网+职业教育新要求,全面提升教师信息技术应用能力,推动大数据、人工智能、虚拟现实等现代信息技术在教育教学中的广泛应用。
2020年09月25日	《关于做好2020-2021年度中小企业经营管理领军人才培训工作的通知》	深入实施企业经营管理人才素质提升工程,提高中小企业经营管理水平,引导中小企业高质量发展。
2023年06月08日	《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案(2023-2025年)》	提出了5方面19条政策措施,通过“试点、政策、资金”三个抓手,为职业教育产教融合赋能。
2023年10月16日	《全国干部教育培训规划(2023-2027年)》	要围绕贯彻落实党的二十大作出的重大战略部署,分层级分领域分专题开展履职能力培训,提高干部推动高质量发展本领、服务群众本领、防范化解风险本领。
2024年08月03日	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	推动职业教育提质增效,建设高水平职业学校和专业。推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。

数据来源：公司招股书、政府网站、西南证券整理

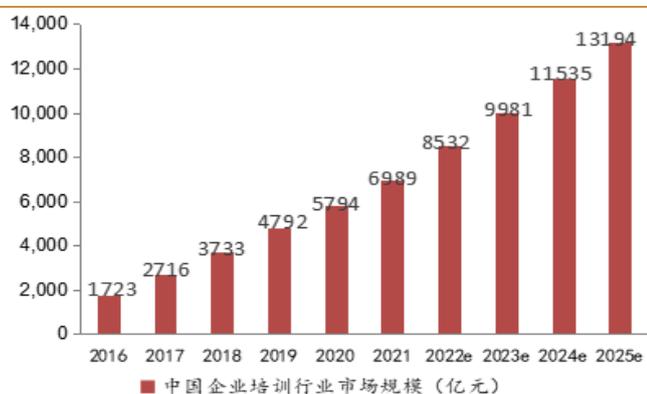
《全国干部教育培训规划(2023-2027年)》等政策文件不断加强职业技能培训,提高劳动者的素质和技能水平。受国家关于职业教育和培训的政策导向,企业培训行业作为职业教育细分领域,其规模逐渐扩大。需求面上看,广大企业培训意识提高,培训消费能力增强;从供给的角度看,企业管理培训机构发展迅速,商业模式创新和技术创新不断涌现,管理培训服务产业化开始加速。目前,管理培训行业已经发展成为规模庞大的智力支持产业。

2.2 企培市场需求旺盛，新设主体激发竞争培训需求

根据《腾讯营销洞察：2023 中国企业培训行业发展白皮书》预测，就业人口数、企业培训渗透率和企业人均培训花费（客单价）是市场规模主要影响因素，2023 年中国企业培训行业市场规模将首次增长突破 9000 亿元，至 2025 年市场规模将提升至 13194 亿元，2017-2023 年，年复合增长率达到 28.5%。需求端，根据国家统计局相关数据显示，我国企业法人数量持续攀升，至 2022 年我国企业法人数量已达到 3282.9 万人，2013-2022 年企业法人数量 CAGR 为 14.76%，企业管理培训需求端扩大，市场容量潜力较大。

国家市场监督管理总局数据显示，2023 年，我国新设经营主体 3273 万户，同比增长 12.6%。其中，新设企业 1002.9 万户，增长 15.6%，截至 2023 年底，登记在册经营主体达 1.84 亿户，同比增长 8.9%，其中企业 5826.8 万户。新设市场主体的大量涌现，或有助于市场活力和创造力，加大现有市场竞争程度，有望驱动企业管理培训和咨询的需求提升。

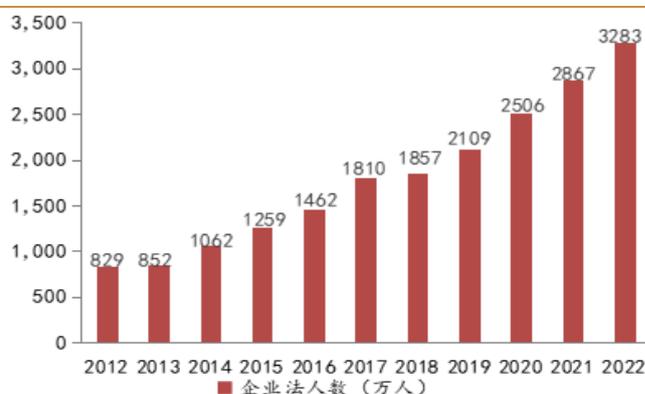
图 11：中国企业培训行业市场规模



数据来源：腾讯营销洞察，西南证券整理

注：2021 年就业人口数量：74652 万人，2022 年就业人口数量取 2016-2021 年六年平均人数；本报告渗透率和花费走势为参考行业内专家访谈建议，结合公开数据拟合得出。

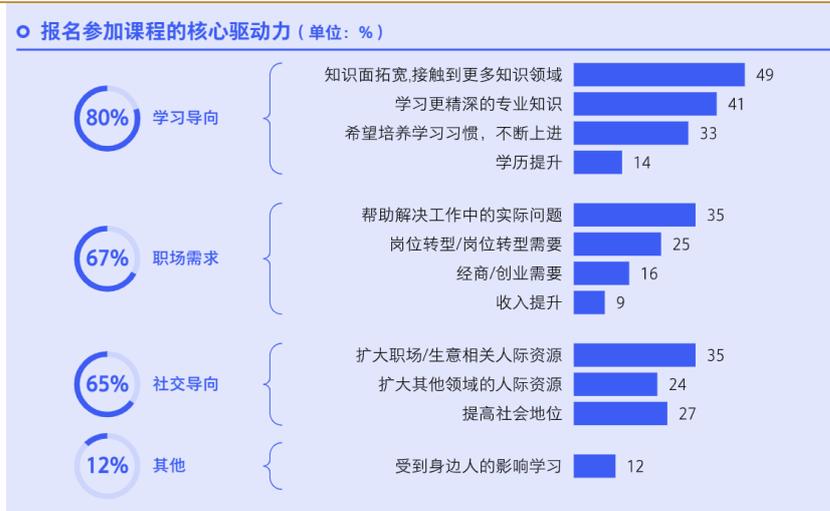
图 12：企业法人数量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

企业培训市场需求端仍具韧性，“知识拓宽+自我追求”成为核心驱动力。不论经济环境繁荣还是萧条，企业在不断变化的市场条件下总会遭遇新挑战。尤其是近年来中小企业数量规模快速扩大，日趋激烈的市场竞争程度要求企业管理水平亟待优化。企业管理培训需求端仍然保持韧性增长，根据《2023 中国企业培训行业发展白皮书》调研显示，对事业寻求突破和自我成长的需求决定了高管人群报名学习的核心驱动力，经济结构转型叠加企业管理技术的更新，进一步推动市场规模扩大。

图 13: 企业培训参课核心驱动力

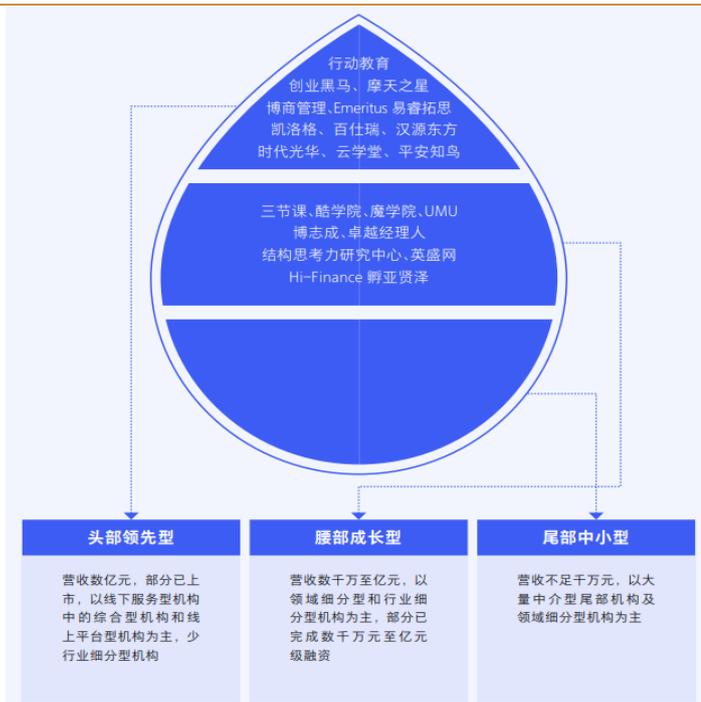


数据来源: 腾讯营销洞察, 西南证券整理

2.3 企培行业格局分散, 供给端品牌战略分化

目前我国企业培训市场相对分散, 行业中游垂直细分型机构众多。按企业培训业务属性划分, 可分为细分型和综合型。其中, 细分型种类繁多, 可分为行业细分、业务领域细分等, 综合型则包括高校商学院、企业咨询、总裁班等形式。其中头部领先型公司则以线下服务型机构的综合型机构和线上型机构为主, 行动教育为企业提供全生命周期的知识服务和智力支持平台, 培养经营型管理者, 提升企业家的经营管理能力, 位列行业第一梯队。

图 14: 企业培训行业竞争格局



数据来源: 腾讯营销洞察, 西南证券整理

市场格局分散释放发展空间，企培公司差异化战略发展。由于行业的分散化及细分化特点，要求机构深耕行业细分领域，深化业务格局，推进业务发展，才能把握竞争差异化优势，占领分散化行业格局发展空间。以行动教育等为代表的管理培训企业凭借差异化的教学质量 and 品牌效应建立品牌竞争优势，逐渐形成了行业内的第一梯队企业。横向与其他商业培训机构相比，创业黑马核心业务在于培养创业型团队，和君商学专注就业创业模式，公司则聚焦培养经营型管理者差异化策略。

表 4：民营培训机构竞争格局

公司名称	成立时间	业务内容
创业黑马（北京）科技股份有限公司	2011 年	公司主营业务为创业服务，具体为通过线上线下相结合的商业模式，向创业创新企业及相关群体提供包括创业辅导培训、以创业赛事活动为代表的公关服务、会员服务、创业咨询等在内的综合服务。
北京和君商学在线科技股份有限公司	2006 年	以企业家和企业高管培训、企业人才培养、企业管理内训、高等院校从商毕业生的就业和创业能力培训为主营业务，逐步开发和建设基于移动互联网和大数据的技术平台运营系统，为企业（主要是中小企业）和个人提供企业管理培训服务。
深圳市聚成企业管理顾问股份有限公司	2003 年	公司面向企业提供管理咨询培训服务，内容涵盖了企业战略管理、市场营销、人力资源、财务管理、生产管理、团队建设等多个类别，产品包括大型公开课、在线商学院、华商书院商界领袖博学院、企业内训咨询等。
上海时代光华教育发展有限公司	2004 年	时代光华以“让学习成就卓越”为企业愿景，经过十余年的发展，已经从最初的单一业务发展到具有综合教育培训实力的产业集团，从最初的学习资源供应商，发展为企业网络学习方案服务商。

数据来源：各公司官网，西南证券整理

学院制商学教育涌现，课程差异呈现业务优势。长江商学院、中欧商学院等高等院校或职业院校商学院依循传统 EMBA 课程设置，制定标准化的授课形式和学历学位制度，行动教育校长 EMB 以其客制化的培训方式和高性价比培训内容在竞争格局中凸显业务优势。行动教育以高性价比的突破锁定价值客户价值量双增，实效性策略推高服务价值和性价比。

表 5：商学院培训机构竞争格局

公司名称	收费标准	授课形式	授课内容
长江商学院 EMBA	EMBA 课程 2024 年学费：99.8w	学制两年，在职就读 每月集中授课四天（周四至周日） 上海、北京、深圳三地招生	EMBA 课程体系由四部分组成： 1.宏观视野与全球化格局、2.管理核心课程、3.未来商业前沿、4.人文与社会责任课程
中欧商学院 EMBA	2024 级 EMBA 课程的学费为 79.8w，报名费为 1800 元	必修课通常每月集中授课四天，春季班 5 月开学，秋季班 10 月开学； 上海、北京、深圳三地招生	14 门核心课程（包括两大必读模块）、8-11 门选修课（70+ 门选修课供选择）、1 个小组课题报告等
上交安泰 EMBA	综合管理和智能科技：79.8w；创新创业：63.8w。	学制为 2 年，每月集中四天学习，具体安排在某一周的周四至周日	4 大学习模块（核心模块、方向模块、特色模块、国际模块）； 5 大课程方向（综合管理、金融科技、智能科技、创新创业、国际方向）；8 个全球课堂、30+行业生态圈赋能
校长 EMBA	35.8w/人，49.8w/2 人	学习周期一年半，共 10 门课程，45 天周期完成一门	在职学习，由董事长李践和营销总裁黄强等亲自授课，全中文。 每个月滚动开设新班，2023 年共招收 1700 余名新生。

数据来源：各公司官网，西南证券整理

3 “一核两翼”经营模式，品牌力加强切入大客户

3.1 核心业务筑牢公司口碑

“一核两翼”经营模式，核心服务溢出效应多曲线发展。以企业管理培训为核心，兼营主业带来溢出效应的管理咨询业务和股权投资业务。浓缩 EMBA 课程 3 天集中授课高效引流企业团队深入学习，校长课程搭建理论周期赋能高层管理能力，方案落地班延续校长 EMBA 课程模块，定制化参与企业方案设计、执行和验收。除精品公开课外，公司还不定期举办论坛和校友会私董课，拓宽业务深度。公司议价能力叠加转化率上升，企业核心业务表现筑牢公司业内口碑。

截至 2024 年上半年，《浓缩 EMBA》已开班 520 期，企业家及管理者聚焦行动教育课堂，对照培训课程企业各经营模块，梳理优化原有粗放策略，实现高质量经营，强化企业内动力，打造新质增长力。《校长 EMBA》累计开班 81 期，企业家以新身份重塑企业，半年度学习周期深度研修企业 10 大系统。

表 6：公司管理培训核心产品体系

课程名称	课程介绍	授课形式	参考定价
浓缩 EMBA	通过十个模块、60 套管理工具、80 个操作方法，“从单点竞争到系统竞争、从个人能力到组织能力、从业务型管理者到经营型管理者”，旨在培养经营型管理者	3 天集中授课，大型线下公开课 规模为 600 人(400 人新训+200 人复训)	35800 元/人；企业团购价 25.8w/10 人
校长 EMBA	人才线和增长线双向并行，十个系统全面赋能企业，培养卓越企业的组织系统能力。	1.5 年内完成 10 门课程，以 45 天为一个周期集中学习 2-3 天 班级规模为 110 人左右	35.8w/单人，同企业两人及以上 24.9w/人
方案落地班	主要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	6-8 家企业领导班子集中授课 3-4 天形成落地方案	29.8w-49.8w

数据来源：公司官网、公司招股书、西南证券整理

图 15：浓缩 EMBA 培养体系



数据来源：公司 2024 年半年度报告，西南证券整理

图 16：校长 EMBA 培养体系



数据来源：公司 2024 年半年度报告，西南证券整理

业务拓展深度服务客户，扩大经营业务版图。管理咨询是公司接受关键客户委托，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的业务，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，费用根据特定企业服务而定。股权投资方面，公司成立了海南躬行私募基金合伙企业（有限合伙），该基金聚焦学员公司的 Pre-IPO，重点投向业绩稳定、估值较低、技术领先、潜力较大的学员公司，发展公司成长曲线。

表 7：公司管理咨询核心产品体系

业务名称	业务介绍	业务形式
管理咨询	公司接受客户委托，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的业务，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。	重点投向业绩稳定、估值较低、技术领先、潜力较大的学员公司

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 实效服务体系拓宽企业核心竞争力

实战型导师融合课程体系，契合企业管理模型改善需求。公司导师团队多为实战型导师，拥有丰富的企业管理经营经验，具备实效管理理论方法。区别于高等院校和一般培训机构，公司的管理培训课程以实效性为企业解决实际问题著称，契合改善我国民营企业管理粗放和优化需求。为助力企业管理培训产品升级，积极迈向国际化，公司联合瑞士 IMD 国际管理发展学院以及管理营销之父“菲利普·科特勒”等，丰富管理课程体系，提升实效教育竞争力。

表 8：行动教育主要精品公开课课程及导师简介

课程名称	主讲老师	导师简介	课程内容概述
《ROE 财务管控》	付小平	中国注册会计师，曾任复星集团系财务总监	课程主要是帮助企业打造一套企业管理决策系统。课程包括税负设计、关键指标等内容。
《大营销管控》	陈军	曾任职顺丰速运集团原营销副总裁，担任多家上市公司营销总顾问	主要包括建组织、严管理、名策略等内容。
《高绩效机制》	江竹兵	曾任职大型国有股份制企业、中德合资企业高管，英国 C&G 国际培训师、企业培训师	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。
《品牌战略》	张晓岚	原风驰传媒集团副总裁，中国式营销创始人、中国商务广告协会副会长	课程主要是帮助企业制定一套低成本、创品牌的快速营销系统。
《企业大学》	熊启明	畅销书《人才池》作者，曾任职于香格里拉、英国邦臣等酒店管理集团	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、人才生产线等 9 大模块。
《组织效率》	李仙	TOM 户外传媒集团有限公司	课程主要帮助企业打造一套效率提升管理系统。
《股权设计》	李仙	五项管理绩效咨询有限公司执行董事兼总经理	课程内容包括识别股权误区、股权模式选择、股权架构设计、合伙人股权设计等。
《招才选将》	李践	担任上海行动教育科技股份有限公司董事长兼 CEO，曾任昆明风驰明星信息产业有限责任公司总经理，TOM 户外传媒集团有限公司副总裁、总裁。	课程主要是帮助企业打造一套选对人、做对事的招才选将模式。
《经营方略》	宋志平	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	课程内容主要为企业战略、人才培养等，通过案例还原企业经营管理的实景。
《税商模式》	王葆青	中税科信集团高级合伙人	助力中小企业打造财税、股权、商业模式深度和融合管理体系。

课程名称	主讲老师	导师简介	课程内容概述
《战略执行》	罗伯特·卡普兰	平衡计分卡创始人、哈佛大学王牌教授	课程内容包括行业环境扫描、重塑战略愿景、客服关键障碍、产业周期和创新方法等。
《金融创新》	帕特里克·莱格朗德	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	
《新增长路径》	曹虎	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	
《数字化组织》	史楠	工信部数字化领军人才导师、顾问 钉钉创始共创伙伴、鑫峰维董事长	
《数字化转型》	马克	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”	

数据来源：公司官网、公司招股书、西南证券整理

产品升级拓宽管理教育深度。2021 年公司携手特劳特联合推出《特劳特·战略定位行动实效班》，助力企业正确定位成为第一；2022 年与中税科信集团高级合伙人王葆青导师为《校长 EMBA》正式引入《税商模式》课程；携手全球著名人力资源管理咨询专家尤里奇助力企业组织致胜。2023 年，公司与瑞士 IMD 国际管理发展学院联合推出《数字化转型》课程，引领《校长 EMBA》课程与数字经济深度融合；哈佛商学院王牌教授、平衡计分卡(BSC)创始人罗伯特·卡普兰时隔三年半重磅开讲《战略执行》课程；邀请台湾大学哲学系主任，美国耶鲁大学哲学博士傅佩荣老师主讲“校长哲学班”课程。2024 年，钉钉总裁叶军，钉钉创始共创伙伴史楠联袂主讲大课《数字化组织》，解读数字化组织变革之路。

图 17：公司与瑞士 IMD 国际管理发展学院合作



数据来源：行动教育公众号，西南证券整理

图 18：罗伯特·卡普兰时隔三年半重磅开讲《战略执行》



数据来源：行动教育公众号，西南证券整理

教研结合，助力核心课程迭代。公司致力于构建和完善课程体系，以满足市场的实际需求。坚持每季度对课程进行迭代更新，并确保每年课程内容至少有 20% 的创新和改进。依托于强大的师资团队和高效的研发系统，行动教育在内容创作方面取得了显著成就。截至 2024 年上半年公司拥有超过 560 项知识产权和专利，以及 50 多套管理书籍、教程和学习工具。

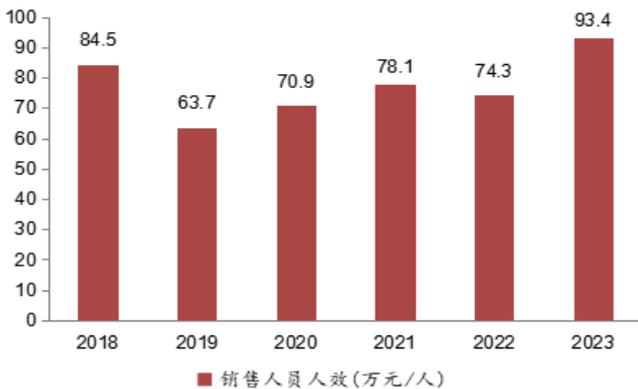
图 19：行动教育部分书籍研究成果



数据来源：公司2023年环境、社会和治理 (ESG) 报告，西南证券整理

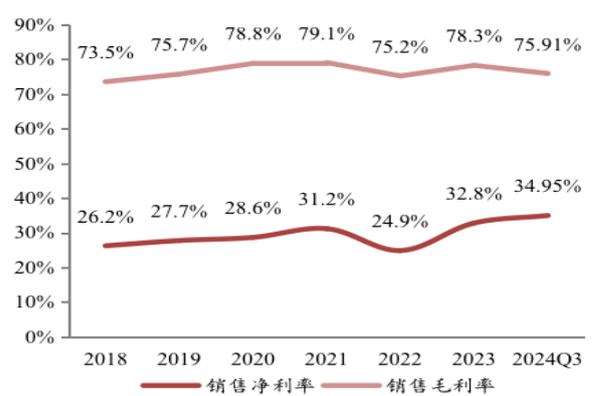
高质量发展人才培养机制，提升公司销售人效。2024 年，公司持续遵循“人数×人效”的增长公式，结合业务发展需要，加强对新人才的留存及培养。公司销售毛利率、净利率随着销售人员人效波动变化。总体来看，公司 2023 年平均销售人员人效为 93.4 万元/人，随着业务逐步开展，有望带动员工成长正向循环。

图 20：公司营业收入/公司销售人员数量



数据来源：行动教育 2023 年年度报表，西南证券整理

图 21：公司销售净利率、毛利率



数据来源：同花顺 ifind，西南证券整理

3.3 大客户战略拓展业务深度

商业模式重点开发大客户，战略发展推动业绩增长。根据《2023 中国企业培训行业发展白皮书》调研显示，为拓宽公司业务边界，追求公司第二成长曲线，职业教育机构积极向 2B 商业模式迈进。2023 年，公司以大客户为重点开发对象（年累计订单量达百万的客户），以“匹配强需求、引领新需求、战略深合作”为抓手，精准制定客户画像，针对客户需求进行评估、提案、制定学习和服务方案，创造商机并持续跟进，提供专业的服务支持。截至 2024 年 6 月 30 日已开展了 19 期，已有逾百家大客户企业与行动教育达成深度合作。

图 22：职业教育业务拓展 To B 企业培训业务

基于 To C 职业教育业务拓展 To B 企业培训业务

以拓宽公司业务边界、谋求第二增长曲线为目的，职业教育机构基于 To C 职业教育业务拓展 To B 企业培训业务成为行业发展趋势。

目前国外头部职业教育机构基于 To C 的职业教育业务拓展 To B 的企业培训业务，比如 Udemy、Coursera、Udacity，均取得良好业绩增长。

对于职业教育机构而言，在获客成本高昂的情况下，很难持续将营销动能转化成品牌势能。C 端用户的学习欲望和需求偶发且离散，不具备长期复购逻辑。

因此职业教育机构在发展 To C 业务的同时，也在寻找第二增长曲线，即拓展 To B 业务，将目标锁定刚需性较强的企业培训业务，由此形成 To C、To B 双轮驱动，形成业务闭环。

数据来源：腾讯营销洞察，西南证券整理

中高层客户带动员工参课，连续性订单持续性更高。2023 年共服务大客户 243 家，与郎酒、名创优品、今麦郎、纳思达、老板电器、波司登等行业、区域龙头达成合作，不断提升公司培训课程口碑和品牌效应，吸收粘性客户，拓宽公司业绩增长空间。2024 年公司目标开发 300 家大客户。2024 年 1 月份，郎酒与公司续签合作协议，提供《大营销管控》入企辅导咨询项目，双方成立专门项目组，进行教练式辅导。

图 23：行动教育部分学员企业



数据来源：行动在线商学院，西南证券整理

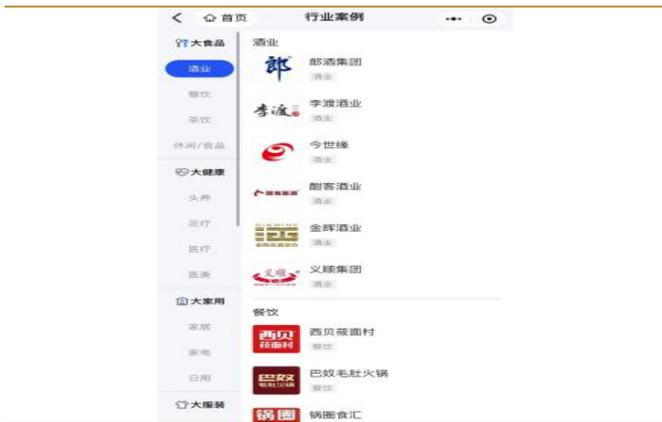
图 24：《浓缩 EMBA》郎酒专场



数据来源：行动教育公众号，西南证券整理

公司广铺服务网络，品牌效应巩固校友资源。公司已在北京、上海、深圳、杭州、成都设立了子公司，在南京、武汉、合肥、郑州等地设立了分支机构，广铺服务网络。企业校友资源广泛，公司以客户服务内容搭建案例库作为校友资源分享，并且公司已连续举办7届“企业家校长节”一校长节邀请世界名师与实战先锋，为企业家校长提供最助力当下企业发展的前沿思想与经验，助力校友企业高质量发展。

图 25：行动教育案例库内容



数据来源：行动在线商学院，西南证券整理

图 26：往届企业家校长节现场



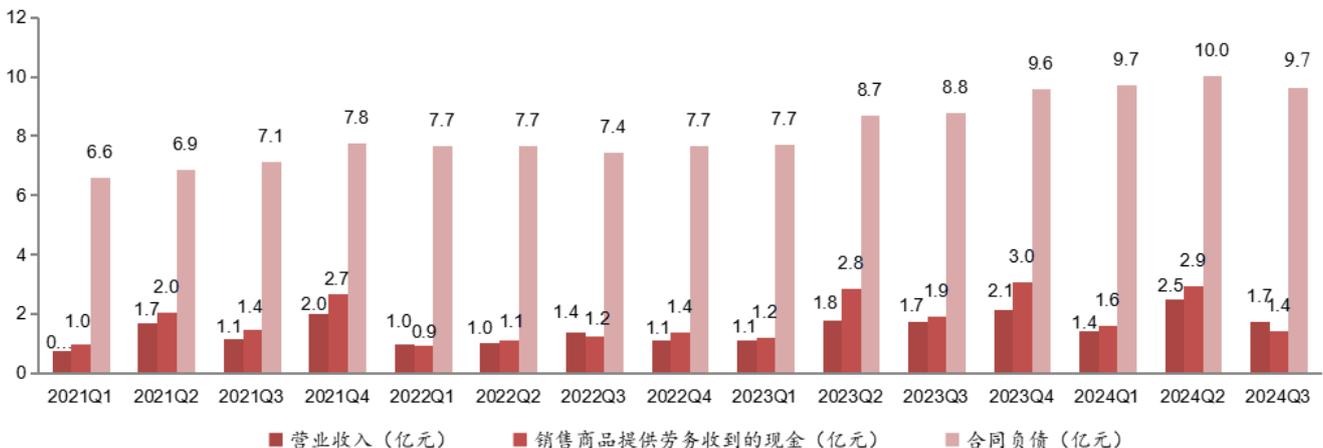
数据来源：行动教育公众号，西南证券整理

3.4 全款预收服务流程，合同负债按进度确收

公司管理培训咨询业务预收款计入合同负债，根据课时进度确收收入。根据行业惯例，企业管理培训及咨询合同签订后，公司会要求客户全额预付管理培训或管理咨询服务款。公司经合同签署收到服务款后，公司确认为合同负债及其他流动负债。公司安排客户学员参加公司管理培训课程，按照产出法，根据课时进度确认业务收入并核减合同负债。

行业周期性特征明显，二、四季度景气度较高。合同负债表示未来收入，销售商品提供劳务现金流表示负债兑现收入，公司合同负债保持上涨趋势，保障未来业绩增长。分季度来看，截至 2024Q3，公司合同负债余额为 9.7 亿元，待业绩兑现实现盈利高增。

图 27：2021-2024Q3 营业收入、合同负债、销售现金流情况



数据来源：同花顺ifind，西南证券整理

3.5 重视可持续性发展，稳定分红回馈股东

公司稳定分红，历史结余回馈股东，提升品牌声誉。根据 2024 年第三季度分红计划，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），2024 年累计派发现金红利 1.8 亿元，占 2024 年 1-9 月归母净利润比例为 91.3%。

未来公司会继续综合考虑公司的行业特点、发展阶段、经营模式、盈利水平、债务偿还能力、是否有重大资金支出安排和投资者回报等因素，合理安排公司分红计划。公司累计共 7 次分红，分红率为 116.7%，历史结余回馈股东，提升品牌声誉。

表 9：2021-2024 分红情况

预案公告日	分红类型	每股股利（元）	股权登记日	股利支付率（%）
2024/10/23	三季度分红	0.5	-	91.32
2024/8/9	中期分红	1	2024/8/21	
2024/4/16	年末分红	1	2024/5/27	96.85
2023/8/22	中期分红	0.8	2023/9/20	
2023/4/21	年末分红	2	2023/5/25	213.03
2022/3/17	年末分红	1.5	2022/5/11	108.63
2021/8/20	中期分红	0.7	2021/9/17	

数据来源：同花顺 ifind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：管理培训为公司业务基本盘，课程质量优秀，具备较强的口碑效应，预计收入 24-26 年增速分别为 20%、17%、15%，毛利率维持在 82.5% 左右；

假设 2：管理咨询业务为公司第二增长曲线，随着我国产业逐渐升级，市场竞争激烈程度上升，中小企业对于企业管理咨询行业的需求有望进一步增长，市场空间或将打开，预计 24-26 年收入增速为 40%、30%、25%，毛利率保持在 48%；

假设 3：行业政策不发生重大变化。

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 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
管理培训	收入	595.4	714.4	835.9	961.3
	增速	55.3%	20.0%	17.0%	15.0%
	毛利率	82.2%	82.4%	82.5%	82.5%
管理咨询	收入	73.8	103.3	134.3	167.9
	增速	14%	40%	30%	25%
	毛利率	48.30%	48.00%	48.00%	48.00%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
其他收入	收入	3.1	3.7	4.3	4.9
	增速	-	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	41.4%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	672.2	821.5	974.5	1134.1
	增速	49.1%	22.2%	18.6%	16.4%
	毛利率	78.3%	77.9%	77.6%	77.2%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

公司主营业务为管理培训和管理咨询业务，我们选取教育行业中 2 家可比公司，2025 年 2 家公司平均 PE 为 24 倍。公司为管理培训领军者，培训经验丰富，管理培训表现稳健，管理咨询业务后续表现可期。综上，我们给予公司 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 45.90 元，给予“买入”评级，建议积极关注。

表 11：相对估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300192.SZ	科德教育	17.37	0.42	0.49	0.60	0.75	41	36	29	23
000526.SZ	学大教育	43.29	1.26	1.76	2.33	3.00	34	25	19	14
平均值							38	31	24	19

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

行业下行风险、客户拓展不及预期风险、课程进度不及预期风险、客户需求下降风险。

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	821.52	974.54	1134.15	净利润	220.27	265.20	305.17	361.21
营业成本	146.17	181.71	218.70	258.49	折旧与摊销	14.73	11.04	11.04	11.04
营业税金及附加	4.18	5.40	6.35	7.30	财务费用	-25.70	-25.35	-27.87	-26.30
销售费用	178.28	230.03	277.74	323.23	资产减值损失	-0.33	-0.21	-0.17	-0.23
管理费用	91.31	126.84	148.89	156.14	经营营运资本变动	226.30	104.19	233.92	254.22
财务费用	-25.70	-25.35	-27.87	-26.30	其他	18.75	-10.47	-3.67	-3.90
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	344.42	518.43	596.03
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	308.67	356.07	420.90	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	307.83	354.99	419.88	股权融资	3.93	0.00	0.00	0.00
所得税	37.07	42.63	49.82	58.67	支付股利	-330.62	-43.89	-52.84	-60.81
净利润	220.27	265.20	305.17	361.21	其他	-17.88	-5.59	27.87	26.30
少数股东损益	0.82	0.99	1.14	1.34	筹资活动现金流净额	-344.57	-49.48	-24.98	-34.50
归属母公司股东净利润	219.45	264.22	304.03	359.87	现金流量净额	166.03	305.50	501.64	568.90
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	1663.51	2165.14	2734.05	成长能力				
应收和预付款项	17.76	22.56	27.30	32.06	销售收入增长率	49.08%	22.21%	18.63%	16.38%
存货	2.87	5.41	6.51	7.70	营业利润增长率	99.55%	19.40%	15.36%	18.21%
其他流动资产	443.99	444.84	445.71	446.63	净利润增长率	96.54%	20.40%	15.07%	18.37%
长期股权投资	0.14	0.14	0.14	0.14	EBITDA 增长率	121.81%	18.91%	15.25%	19.57%
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%	77.88%	77.56%	77.21%
无形资产和开发支出	1.87	1.31	0.76	0.21	三费率	36.28%	40.35%	40.92%	39.95%
其他非流动资产	98.07	97.47	96.88	96.28	净利率	32.77%	32.28%	31.31%	31.85%
资产总计	2096.48	2394.13	2888.44	3451.15	ROE	22.89%	22.77%	21.53%	21.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.51%	11.08%	10.57%	10.47%
应付和预收款项	88.85	101.28	121.30	144.86	ROIC	-27.07%	-27.16%	-26.49%	-25.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.82%	35.83%	34.81%	35.77%
其他负债	1045.15	1128.06	1350.03	1588.76	营运能力				
负债合计	1134.00	1229.34	1471.32	1733.63	总资产周转率	0.33	0.37	0.37	0.36
股本	118.08	119.25	119.25	119.25	固定资产周转率	4.00	5.15	6.51	8.12
资本公积	474.09	474.09	474.09	474.09	应收账款周转率	1031.37	983.22	952.59	945.79
留存收益	347.89	568.22	819.41	1118.47	存货周转率	35.39	37.21	36.68	36.37
归属母公司股东权益	959.07	1160.39	1411.58	1710.64	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	4.40	5.54	6.88	资本结构				
股东权益合计	962.48	1164.79	1417.11	1717.52	资产负债率	54.09%	51.35%	50.94%	50.23%
负债和股东权益合计	2096.48	2394.13	2888.44	3451.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.66	1.79	1.84	1.90
					速动比率	1.66	1.79	1.84	1.89
					股利支付率	150.66%	16.61%	17.38%	16.90%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	247.55	294.36	339.25	405.64	每股收益	1.84	2.22	2.55	3.02
PE	18.62	15.46	13.44	11.35	每股净资产	8.04	9.73	11.84	14.34
PB	4.26	3.52	2.89	2.39	每股经营现金	3.81	2.89	4.35	5.00
PS	6.08	4.97	4.19	3.60	每股股利	2.77	0.37	0.44	0.51
EV/EBITDA	8.75	6.28	3.97	1.92					
股息率	8.09%	1.07%	1.29%	1.49%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所
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。

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
	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
北京	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	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	xy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
