

实效管理“第一股”，“一核两翼”战略发力

2025年03月09日

➤ **实效管理“第一股”，致力于成长为全球实效商学院。**公司主要为企业提供全生命周期服务，包含实效管理培训、咨询辅导、年度顾问和学习工具，核心业务是企业管理培训，21年4月成为登陆资本市场，成为A股市场实效管理“第一股”。公司践行“一核两翼”发展战略，推出OMO数字商学院，构建了完善的课程体系，并拥有实战管理经验丰富的专职老师和世界名师，加大全国市场网络建设，并积极推动教育出海，致力于成长为全球实效商学院。

➤ **聚焦管理培训业务，咨询业务再度高增。**管理培训是公司核心业务，主要为浓缩EMBA、校长EMBA和方案落地班等精品公开课，20-23年管理培训业务复合增长率21.68%，23年业务占比88.56%，毛利率82.16%。咨询业务对标特劳特，通过打造企业的SaaS平台实现标准化、软件化和数字化，并推出了企业大学OMO数字商学院，20-23年咨询业务复合增长率19.19%，24年1-6月同比增长122.81%，厚积薄发之后再次迎来了高速增长。

➤ **典型大行业小公司，龙头企业大有可为。**在政策支持下，管理培训通过提升企业管理能力和创新水平，间接促进社会需求的增长和内需的提升。尤其是针对高技能领军人才的培育政策对行业影响深远，行业快速发展。根据观研天下预测，23年管理培训行业突破9000亿元，25年将达到13194亿元。管理培训行业是典型的“大行业、小公司”，龙头企业市占率很低，行动教育和创业黑马23年的市占率分别为0.07%和0.03%，行业龙头借助上市平台，能够抢占市场，未来大有可为。

➤ **“一核两翼”战略推出，加大市场网络建设。**公司推出“一核两翼”发展战略，即聚焦管理培训，做大做强浓缩EMBA、校长EMBA、方案落地班等；积极发展管理咨询业务，通过标准化、软件化和数字化实现咨询业务重拾增长；寻找学员单位的Pre-IPO机会，重点投向业绩稳定、估值较低、技术领先、潜力较大的企业，如芯片独角兽思朗科技。同时，公司加大市场网络建设，全力开拓国内市场，在国内重点城市深耕，并寻找出海机会，执行大客户战略，推出“金砖计划”，抢占市场。另外，公司课程体系完善，师资力量雄厚，研发投入较大，综合竞争力较强，未来发展值得期待。

➤ **现金充裕平均分红率高，订单充足成长性好。**公司资产质量高，无有息负债，负债率低。截至24年9月末，货币资金+交易性金融资产占比85.52%，资产负债率54.00%，剔除预收款后资产负债率为6.95%。公司收现比高，现金流好，23年收现比1.34倍，经营性净现金流4.54亿元，是同期净利润的2.06倍。公司采取“高分红、多次分红”回报股东计划，上市以来累计分红8.12亿元，平均分红率116.71%。公司新签订单再创新高，在手订单充裕，成长性良好。21-24年前9月公司新签订单6.89、4.42、8.63和5.70亿元，截至24年9月末，公司在手订单9.65亿元，助力公司未来发展。

➤ **投资建议：维持“推荐”评级。**我们预计2024-2026年公司营业收入分别为8.63亿元、10.36亿元和11.91亿元，归母净利分别为2.79亿元、3.33亿元和3.93亿元，EPS分别为2.34元/股、2.79元/股和3.29元/股，对应PE分别为18倍、15倍和13倍，PS分别为5.7倍、4.6倍和3.5倍。公司是实效管理“第一股”，推出“一核两翼”发展战略，建立了完善的市场网络，积极寻找教育出海机会，通过大客户战略和推行“金砖计划”，新签订单再创新高，未来成长性良好。公司采取高分红、多次分红回报股东，是典型“低估值、高成长、高分红”标的。看好管理培训行业发展空间和公司未来成长性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧、宏观经济波动风险、关键人员流失风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	672	863	1,036	1,191
增长率(%)	49.1	28.4	20.0	15.0
归属母公司股东净利润(百万元)	219	279	333	393
增长率(%)	98.0	27.4	19.0	18.1
每股收益(元)	1.84	2.34	2.79	3.29
PE	23	18	15	13
PB	5.3	5.0	4.6	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年3月7日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

42.61元



分析师 苏多永

执业证书：S0100524120001

邮箱：suduoyong@mszq.com

目录

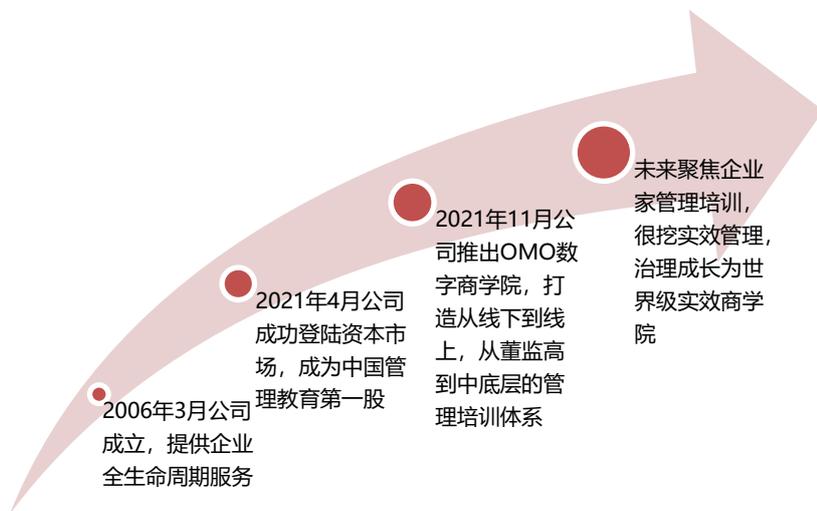
1 公司概况：实效管理教育“第一股”	3
1.1 实效管理教育“第一股”，建设世界级实效商学院	3
1.2 家族控股+平台持股，员工持股+股票期权	4
1.3 聚焦企业管理培训，管理咨询占比激增	4
1.4 盈利能力整体较强，未来仍有提升空间	5
2 行业分析：管理培训方兴未艾，竞争充分前景广阔	7
2.1 行业演变：从开拓视野到岗位培训，从授课演讲到团队化运作	7
2.2 行业政策：管理培训赋能中小企业，政策支持未来值得期待	8
2.3 市场空间：管理培训需求强劲，市场规模快速增长	9
2.4 竞争格局：典型大行业小公司，龙头企业大有可为	11
3 推出“一核两翼”战略，加大全国布局力度	12
3.1 “一核两翼”战略推出，三大业务协同发展	12
3.2 咨询业务对标特劳特，标准化助力强劲复苏	13
3.3 聚焦学员企业 Pre-IPO，股权投资值得期待	13
4 全国布局+区域深耕，加强研发优势显著	15
4.1 管理培训聚焦实效，课程体系日益完善	15
4.2 完善网络全国布局，区域深耕成效显著	16
4.3 加大人才培养力度，人才结构持续优化	18
4.4 实战经验+学术造诣，导师阵容十分强大	20
4.5 加大研发投入力度，课程体系日益完善	21
5 现金充裕加大分红，订单充裕成长性好	23
5.1 资金占比较高，资产优良负债率低	23
5.2 收现比高现金流好，盈利性强分红率高	23
5.3 新签订单再创新高，未来增长确定性	24
6 盈利预测、估值分析与投资建议	26
6.1 盈利预测与业务拆分	26
6.2 估值分析	27
6.3 投资建议	28
7 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	32

1 公司概况：实效管理教育“第一股”

1.1 实效管理教育“第一股”，建设世界级实效商学院

上海行动教育科技股份有限公司（以下简称“行动教育”或“公司”）的前身为成立于 2006 年 3 月上海行动成功教育信息咨询有限公司（以下简称“行动有限”），主要为企业提供全生命周期服务，包含实效管理培训、咨询辅导、年度顾问和学习工具，核心业务是企业管理培训。2011 年 12 月行动有限整体变更为股份有限公司，并于 2015 年 1 月登陆新三板。2017 年 6 月公司正式启动主板上市工作，并于 2021 年 4 月在上交所挂牌交易，至此公司成为中国实效管理教育“第一股”，定位于“提升企业竞争力的云智力平台”，致力于为中小民营企业提供全生命周期的生态化知识服务和智力支持平台，打造世界级实效商学院。上市后，公司提出了“一核两翼”的发展战略，即聚焦企业管理培训业务，大力发展企业管理咨询和股权投资业务，推出了 OMO 数字商学院，构建了从线下到线上、从董监高到中底层的管理培训体系。同时，公司加大全国市场布局，智慧管理培训基地建设已从北上深等五个城市拓展到北上广深等 11 个城市及管理层认可的其他城市，以扩大培训基地数量和覆盖城市，加大全国网络建设力度。另外，公司积极推动教育出海和知识出海，2023 年 7 月公司设立香港行动商学有限公司，形成布局东南亚、辐射全球的商业格局，发挥“实效优势”，推动马来西亚、新加坡、印度尼西亚、美国、加拿大、澳大利亚、西班牙等国家诸多企业加速迈向行业第一。2024 年 3 月，公司在吉隆坡双子塔，APLUSBOSS 联合主办，以“开创 2024，迈向第一”为主题的东南亚“千人峰会”召开，1000 余位东南亚华人企业家及管理者共襄盛会，共学“行动管理模式”，共为企业高质量发展，致力于成长为全球实效商学院。

图1：公司发展历程及重要的节点性事件

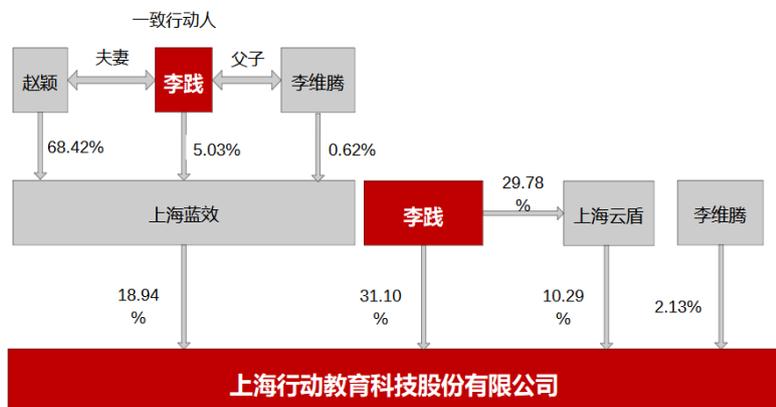


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 家族控股+平台持股，员工持股+股票期权

公司股权关系呈现出家族控股+平台持股的特点。公司实际控制人为李践，与李维腾和赵颖是一致行动人。截至 2024 年 9 月底，李践直接持有公司 31.10% 的股份，通过上海云盾商务咨询合伙企业(有限合伙) (以下简称“上海云盾”) 持有公司 3.06% 的股份，通过上海蓝效商务咨询合伙企业(有限合伙) (以下简称“上海蓝效”) 持有公司 0.95% 的股份；李维腾(李践之父) 直接持有公司 2.13% 的股份，通过上海蓝效持有公司 0.12% 的股份；赵颖(李践之妻) 通过上海蓝效持有公司 12.96% 的股份；李践及其一致行动人累计持有公司 50.32% 的股份，公司股权关系呈现出家族控股的特点。同时，公司股权关系还呈现出平台持股的特点。上海云盾、上海蓝效和上海云效投资管理中心(有限合伙) (以下简称“上海云效”) 均为平台持股，截至 2024 年 9 月，三大持股平台分别持有公司 10.29%、18.94% 和 4.39% 的股份，剔除李践及一致行动人的股权后，三大平台持股分别持有公司 7.21%、4.82% 和 4.39% 的股份。2022 年 7 月公司推出了股票期权激励计划，2024 年 10 月公司董事、高级管理人员和核心骨干人员共计 106 位获配 117.25 万股股票，占公司总股本的 1%。

图2：截至 2024 年 9 月公司股权结构及一致行动人持股情况

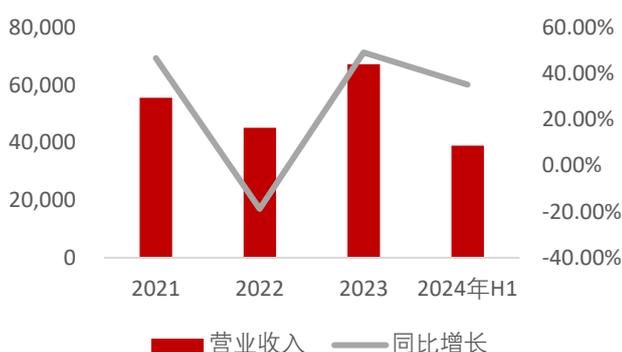


资料来源：公司公告，民生证券研究院

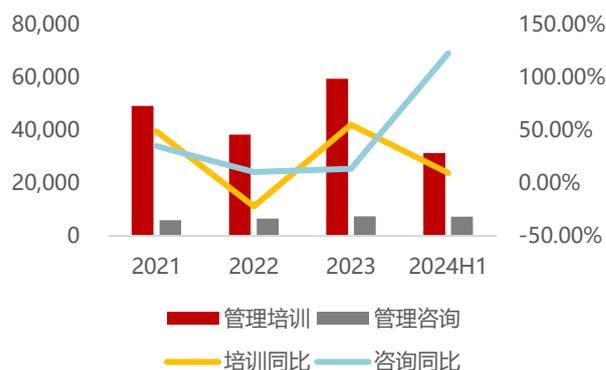
1.3 聚焦企业管理培训，管理咨询占比激增

公司定位于“建设世界级实效管理教育机构”，以“加速企业成为第一”为核心目标，以“组织创新能力”为核心特色，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，公司主营业务是企业管理培训、企业管理咨询以及相关图书音像制品销售等。管理培训是公司核心业务，即“一核两翼”战略中的“一核”，主要为浓缩 EMBA、校长 EMBA 和方案落地班等精品公开课。2021-2024 年 6 月公司管理培训业务实现营业收入分别为

4.92 亿元、3.83 亿元、5.95 亿元和 3.13 亿元，分别同比增长 48.88%、-22.06%、55.26%和 9.51%，占比分别为 88.61%、85.04%、88.56%和 80.44%。管理咨询是公司“一核两翼”战略中的“一翼”，主要是受客户委托，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。2021-2024 年 6 月公司管理咨询业务实现营业收入分别为 0.59 亿元、0.65 亿元、0.74 亿元和 0.73 亿元，分别同比增长 35.02%、10.46%、13.53%和 122.81%，占比分别为 10.60%、14.41%、10.98%和 18.78%。此外，公司将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，目前业务规模尚小。2021-2024 年 6 月公司销售商品及其他业务等实现营业收入分别为 439 万元、248 万元、311 万元和 304 万元，占比分别为 0.79%、0.55%、0.46%和 0.78%。

图3：2021 年以来公司营业收入（万元）及增长


资料来源：iFinD，民生证券研究院

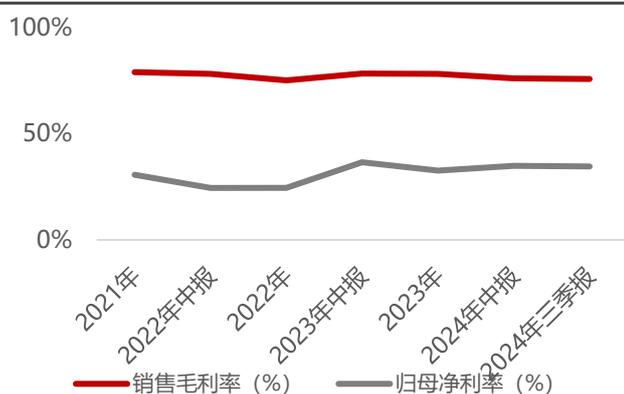
图4：2021 年以来公司业务结构（万元）及增长


资料来源：iFinD，民生证券研究院

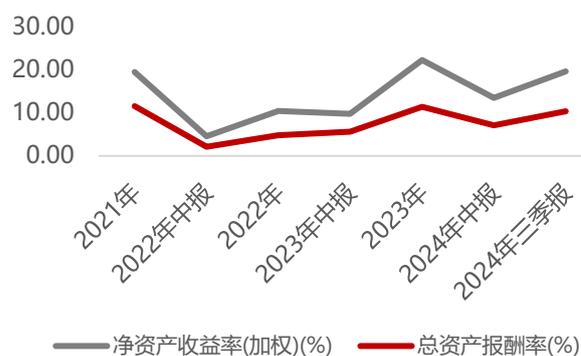
1.4 盈利能力整体较强，未来仍有提升空间

公司聚焦实效管理，口碑很好，公司约有 85%的业务来自于转介绍，因此公司获客成本很低，再叠加规模效应，公司盈利能力整体较强。2021-2024 年三季报公司整体毛利率分别为 79.05%、75.19%、78.26%和 75.91%。其中，2021-2024 年中报管理培训业务毛利率分别为 83.62%、80.43%、82.16%和 83.55%，管理咨询业务毛利率 44.30%、45.62%、48.31%和 46.12%。2021 年 9 月公司咨询业务标准化产品推向了市场，并得到了客户认可，我们预计随着管理咨询业务规模的增长，咨询业务毛利率有望继续攀升，增强公司盈利能力。2021 年-2024 年三季报公司净利率分别为 30.76%、24.59%、32.64%和 34.97%，净利率呈现出持续上升态势，2024 年公司净利率创近几年新高；受盈利能力增强和持续分红战略影响，公司 ROE（加权）和 ROA 呈现持续回升态势，2021-2024 年三季报公司 ROE（加权）分别为 19.46%、10.44%、22.28%和 19.64%，ROA 分别为 11.57%、4.83%、11.42%和 10.36%。近两年，公司采取了“大客户”战略和“金

砖计划”，并加大了广告投入力度，我们预计公司毛利率有望稳定在较高水平，净利率稳定有升。同时，公司坚持高分红、多次分红回报股东计划，公司 ROE、ROA 等盈利指标也有望持续回升。

图5：2021 年以来公司毛利率、净利率 (%)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：2021 年以来公司 ROE、ROA (%)


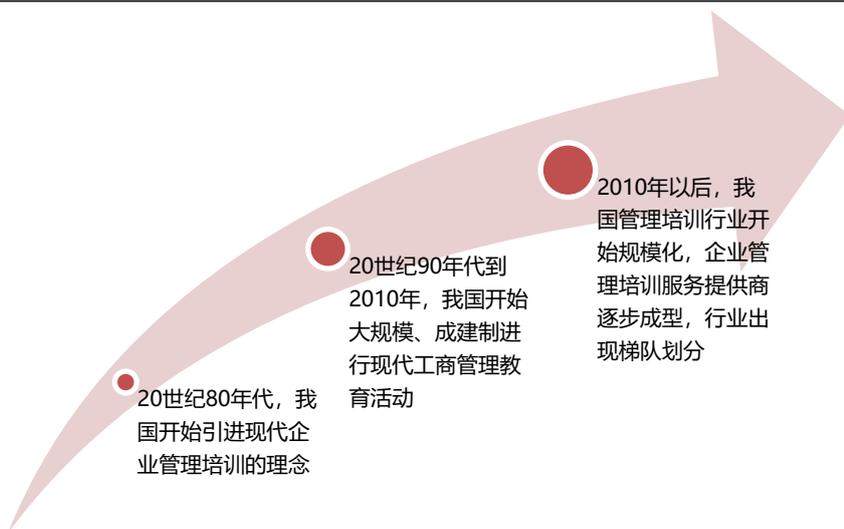
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 行业分析：管理培训方兴未艾，竞争充分前景广阔

2.1 行业演变：从开拓视野到岗位培训，从授课演讲到团队化运作

企业管理培训是以提高企业组织管理技能为目的的教育活动，是对企业经营活动进行分析、优化、评价及指导的过程，涵盖了企业管理的多个方面，包括战略管理、生产采购管理、市场营销、财务管理、人力资源管理、信息系统等各个模块。改革开放以来，我国企业管理培训行业主要经历了大学主导阶段、培训产业化阶段、企业自主教育阶段、创业培训阶段等。20世纪80年代，我国开始引进现代企业管理培训的理念，以开拓视野、宏观形势解读及一些现代管理知识与理论的培训为主；20世纪90年代到2010年，我国开始大规模、成建制进行现代工商管理教育活动，很多大学陆续开设了工商管理学科和建立工商管理学院，同时管理培训机构也开设涌现，为企业提供专业化的培训服务，公开课市场呈现升温现象，企业内部的培训职能开始细化，岗位培训项目逐渐规范化；2010年以后，我国管理培训行业开始规模化，企业管理培训服务提供商逐步成型，行业出现梯队划分，大型需求方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。2015年以来，行业龙头公司开始资产证券化。2015年1月行动教育登陆新三板，2015年3月和君商学新三板挂牌，2017年8月创业黑马成功登陆创业板，2021年4月行动教育在上交所挂牌交易。

图7：我国管理培训行业发展阶段与脉络



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.2 行业政策：管理培训赋能中小企业，政策支持未来值得期待

企业管理培训作为现代服务业的一类，能够帮助企业提升管理水平、促进管理创新，有助于刺激社会消费、促进内需增长，获得了国家政策的一贯支持。尤其是近年来，随着国家对就业工作的重视，鼓励创业和中小企业发展的政策不断推出。2017年2月国务院印发《关于“十三五”促进就业规划的通知》，明确提出要积极探索创业培训与技能培训、区域产业相结合的培训模式，试点推广“慕课”等“互联网+”创业培训新模式，大规模开展在线培训模式。2019年2月国务院印发了《关于国家职业教育改革实施方案的通知》，明确要求支持和规范社会力量兴办职业教育培训，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4月中共中央办公厅、国务院联合印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，明确提出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的培训，提升中小企业经营管理水平等。2024年1月人社部等七部委联合发文《关于实施高技能领军人才培养计划的通知》，加快建设国家战略人才力量，努力培养造就更多大国工匠、高技能人才的战略部署，进一步扩大高技能人才数量规模，提升素质水平，从2024年到2026年，联合组织实施高技能领军人才培养计划。2024年8月工信部印发《关于做好2024年度中小企业经营管理领军人才培训工作的通知》，明确要求深入实施企业经营管理人才素质提升工程，加大优质中小企业培育工作力度，推动中小企业在推进新型工业化、构建现代产业体系、发展新质生产力中发挥更大作用。目前，中小企业是中国最具活力市场主体，约占中国企业数量的99%，国家通过管理培训为中小企业赋能，也必将带动中小企业主动拥抱管理培训，通过培训获取管理技能、实践经验和行业资源，我们预计未来国家关于中小企业的支持政策仍将持续出台，管理培训行业未来将获得更多的政策支持和市场机遇。

表1：培训行业政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2024年8月	工信部	关于做好2024年度中小企业经营管理领军人才培训工作的通知	明确要求深入实施企业经营管理人才素质提升工程，加大优质中小企业培育工作力度，推动中小企业在推进新型工业化、构建现代产业体系、发展新质生产力中发挥更大作用
2024年7月	国务院	关于促进服务消费高质量发展的意见	推动高等院校、科研机构、社会组织开放优质教育资源，满足社会大众多元化、个性化学习需求
2024年1月	人社部等7部委	关于实施高技能领军人才培养计划的通知	加快建设国家战略人才力量，努力培养造就更多大国工匠、高技能人才的战略部署，进一步扩大高技能人才数量规模，提升素质水平，从2024年到2026年，联合组织实施高技能领军人才培养计划
2024年1月	人力资源社会保障部	关于进一步规范职业技能培训管理工作的通知	推行“技能培训+就业服务”深度融合模式，培育一批对接市场紧密、行业特色鲜明、师资设备强、服务就业好的培训机构品牌。充分发挥职业院校、技工院校、龙头企业等培训资源优势，引导支持其积极服务重点群体，开展订单定向式培训

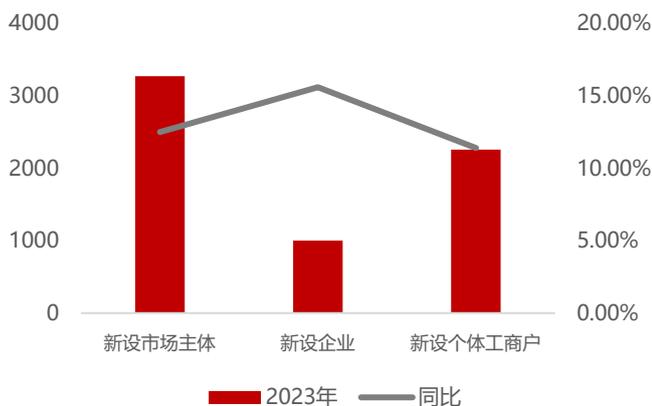
2023年10月	中共中央	全国干部教育培训规划(2023-2027年)	县级以上干部每5年参加集中培训累计不少于3个月或550个学时,乡级以上干部每年参加培训累计不少于12天或90个学时,同时每年网络学习不少于50个学时。
2023年9月	中共中央	《干部教育培训工作条例》(修订版)	党的理论教育和党性教育的专题培训、贯彻落实党和国家重大决策部署的集中轮训、新录(聘)用的初任培训、晋升领导职务的任职培训、提升履职能力的在职培训、其他培训。
2023年6月	发改委等多部门联合发文	《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案(2023—2025年)》	到2025年,国家产教融合试点城市达到50个左右,试点城市的突破和引领带动作用充分发挥,在全国建设培育1万家以上产教融合型企业
2022年5月	人力资源社会保障部	关于贯彻实施新修订的职业教育法的通知	建立健全适应经济社会发展需要,产教深度融合,职业学校教育和职业培训并重,职业教育与普通教育相互融通,不同层次职业教育有效贯通,服务全民终身学习的现代职业教育体系
2021年10月	中共中央、国务院	关于推动现代职业教育高质量发展的意见	鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育,鼓励各类企业依法参与举办职业教育,鼓励职业学校与社会资本合作共建职业教育基础设施、实训基地、工减共享公共实训基地。
2019年6月	教育部	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	适应“互联网+职业教育”新要求,全面提升教室信息技术应用能力,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,严格落实培养目标 and 培养规格要,加大过程考核,实践技能考核成绩在总成绩中的比重。
2019年5月	国务院办公厅	职业技能提升行动方案(2019-2021年)	通过评价,畅通技能人才成长通道,加强人才激励,提高人才待遇和地位,形成人人渴望成才,人人努力成才,人人皆可成才,人人尽展其才的良好局面。
2019年2月	国务院	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,鼓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。
2017年2月	国务院	关于印发“十三五”促进就业规划通知	积极探索创业与技能培训,区域产业相结合的培训模式, 试点推广“慕课”等“互联网+”创业培训模式 ,大规模开展开放式在线培训。

资料来源:国务院,教育部,中共中央,发改委,人力资源社会保障部,民生证券研究院

2.3 市场空间: 管理培训需求强劲, 市场规模快速增长

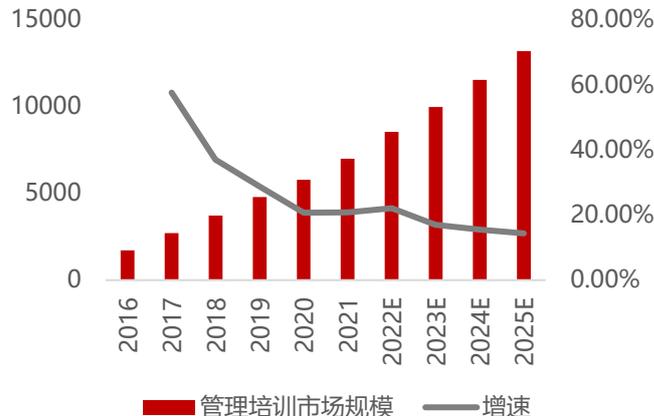
根据国家市场监督管理总局发布的数据,2023年我国新增注册市场主体3273万户,同比增长12.6%,其中,新设企业1003万户,同比增长15.6%;新设个体工商户2258万户,增长11.4%。截至2023年底,我国登记在册经营主体达1.84亿户,同比增长8.9%,其中企业5827万户,个体工商户1.24亿户。2024年登记在册经营主体1.89亿户,同比增长3.1%,经营主体发展质量稳中有升。庞大的市场主体是管理培训行业发展的基石,尤其是近几年企业培训意识提高,培训消费能力增强,再叠加国家政策支持、市场竞争加剧、企业自身发展需要,企业管理培训需求十分强劲,市场规模持续扩大。根据《腾讯营销洞察:2023中国企业培训行业发展白皮书》认为管理培训市场规模主要由就业人口、企业人均培训花费、参培率等指标构成。就业人口与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。根据观研天下数据统计,2023年我国企业培训市场规模突破9000亿元,预计2025年我国企业培训市场规模将达到13194亿元。

图8: 2023年我国新增市场主体(万户)及增长



资料来源: 国家监管局, 民生证券研究院

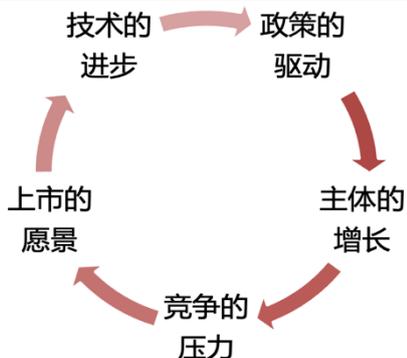
图9: 我国管理培训市场规模(亿元)及增速预测



资料来源: 观研天下, 民生证券研究院

展望未来, 管理培训行业增长的驱动力十足: (1) 政策的驱动。政策环境对管理培训行业的发展起到了积极的推动作用, 政府鼓励企业加强内部培训, 提高员工的专业素质和管理能力, 并出台了多项支持政策, 政策的支持将进一步促进管理培训市场的扩大。(2) 市场主体的稳步增长。截至 2024 年 9 月末, 全国登记在册经营主体 1.88 亿户, 同比增长 3.9%, 其中企业 6020 万户, 同比增长 6.1%; 个体工商户 1.25 亿户, 同比增长 3.0%。(3) 市场竞争的日益激烈。激烈的市场竞争迫切需要通过提高管理技能与水平, 通过向管理要效益来增强企业核心竞争力。同时, 权益市场的大发展也将带动企业参培意愿的增强, 尤其是具有上市可能性的中小企业, 借助管理培训规范发展成为很多中小企业不二选择。(4) 技术进步带来的培训市场新机遇。互联网、大数据、人工智能等技术的应用, 使得培训方式更加多样化和智能化, 2025 年市场预测是 AI 的应用年, 其中教育是最大的应用场景, 我们预计教育 AI 将驱动管理培训行业高质量发展。

图10: 中国管理培训行业未来主要驱动因素



资料来源: 国家监管局, 民生证券研究院

2.4 竞争格局：典型大行业小公司，龙头企业大有可为

我国管理培训行业机构众多，但整体规模普遍较小，同质化竞争现象显著，市场集中度较低，缺乏绝对的领导品牌。根据腾讯营销洞察发布的《2023 中国企业培训行业发展白皮书》，我国管理培训行业主要分为头部领先型企业（收入过亿、部分已上市、综合型机构及线上平台为主、少量细分行业龙头）、腰部成长型公司（收入数千万至亿元、细分领域头部企业）和尾部中小型公司（收入不及千万、中介型尾部企业、细分领域型企业为主）。从市场参与主体来看，我国管理培训行业主要参与者有：高等院校商学院（如北大光华管理学院 MBA、清华经管学院 MBA、长江商学院、中欧商学院等）、在华的跨国培训机构（华制国际、SGS 管理学院、众行集团等）、咨询专注型公司（麦肯锡、波士顿、贝恩、北大纵横等）和企业培训公司（行动教育、创业黑马、和君商学、聚成股份、时代光华等）。我国管理培训行业呈现出“大行业、小公司”的特点，行业龙头和细分龙头市占率相对较小。行动教育和创业黑马是管理培训行业仅有的 A 股上市公司，2023 年分别实现营业收入 6.72 亿元和 2.71 亿元，市占率分别为 0.07% 和 0.03%；2024 年 Q1-Q3 营业收入分别为 5.63 亿元和 1.59 亿元。行动教育专注企业家管理培训，聚焦实效管理，致力于成长为全球实效管理商学院，借助资本市场，挖掘管理培训行业潜力，上市后实现了快速发展，成为中国资本市场管理教育细分领域的“双料冠军”（盈利能力和分红水平）。创业黑马以黑马加速体系为核心，围绕中小企业全生命周期成长所需的“认知、资源、资本”等核心发展要素，提供企业加速服务、企业服务、人工智能服务，积极抢占细分市场份。我们认为管理培训行业市场空间大，龙头市占率低，综合服务型头部企业和细分行业龙头企业能够充分享受行业发展红利，并积极抢占市场，成为细分领域或行业的“独角兽”。

图11：2016年以来创业黑马收入(亿元)及市占率(%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图12：2016年以来行动教育收入(亿元)及市占率(%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3 推出“一核两翼”战略，加大全国布局力度

3.1 “一核两翼”战略推出，三大业务协同发展

上市后，公司推出了“一核两翼”发展战略。“一核”是公司核心业务，聚焦企业家工商管理教育，深耕企业管理培训，秉承“一米宽，一公里深”的服务理念，通过管理赋能提升客户价值，继续做大做强《浓缩EMBA》、《校长EMBA》、《方案落地班》、《小班定制课》和《1V1》等管理培训业务，2023年公司管理培训业务实现营业收入5.95亿元，其中《浓缩EMBA》共开课35场，实现营收2.48亿元，占比41.68%；《校长EMBA》共开课99个模块，实现营收2.35亿元，收入占比39.50%。同时，公司深耕管理培训主业将带来两大溢出效应：管理咨询业务和股权投资业务，这两块业务是公司发展的“两翼”。在管理咨询方面，公司发现有些受训企业存在管理难以落地的情况，或者大企业存在管理咨询业务的需求，并向公司采购相应的服务，管理咨询业务拥有良好的客户基础。2021年9月公司推出企业数字化平台，形成了线下“企业商学院建设”+线上“企业数字化平台”，真正实践“SAAS”服务软件化，结合软件平台对企业客户进行深入服务和持续服务，并逐步实现管理咨询业务的“标准化”。2021年10月公司推出了企业大学——OMO数字商学院产品，进一步推动了管理咨询业务的“标准化”，将管理培训从线下延伸到线上，由企业家、董监高延伸到中层、基层员工，产品线进一步下沉。近几年，公司管理咨询业务发展态势良好，尤其是2024年管理咨询业务成倍增长，1-6月实现咨询业务0.73亿元，同比增长122.81%，我们预计未来仍将保持较快的发展。在股权投资方面，公司的学员绝大多数是民营企业，在这些企业中存在着优秀的公司，甚至是细分行业的龙头或独角兽，这些公司上市潜力较大。2021年11月公司成立了2亿元的私募股权投资基金，该基金主要聚焦学员公司的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，股权比例不会很高，一般控制在5%以内。截至2024年6月末，公司权益工具投资余额9159万元，主要投向思朗科技、正德智控、瀚川智能、天宝恒祥和百兴食品，我们预计未来几年股权投资业务对公司业绩有积极影响。

图13：中国管理培训行业未来主要驱动因素

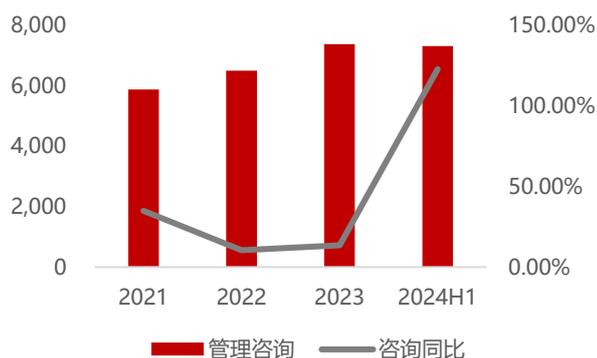


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 咨询业务对标特劳特，标准化助力强劲复苏

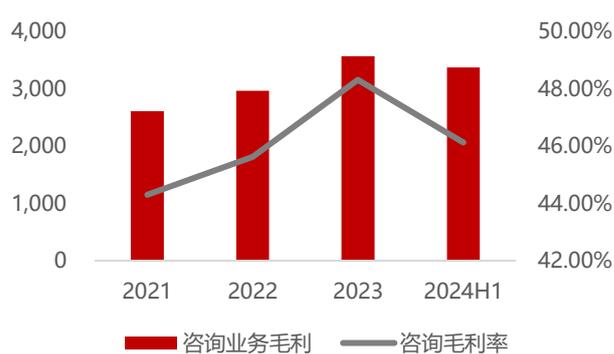
公司管理咨询业务主要包括一般管理咨询业务和孵化器业务，一般管理咨询业务主要是指公司接受客户委托，就客户经营管理过程中遇到的各类管理问题提供建议方案的业务，包括营销咨询类项目、财务资讯类项目、绩效管理类项目等；孵化器服务业务是公司为满足创业创新企业的需求而推出的服务，主要为初创企业或传统企业转型提供商业模式、股权方案等方面的咨询服务。上市前，公司致力于推动咨询业务标准化，对非标管理咨询业务承接较少，导致管理咨询业务收入快速下滑。2018 年公司管理咨询业务实现营业收入 1.05 亿元，之后咨询业务快速回落，2020 年仅实现收入 0.44 亿元。公司对标全球著名的咨询公司——特劳特，希望通过打造企业的 SaaS 平台实现咨询业务标准化、软件化和数字化，并于 2021 年 9 月推出了企业大学 OMO 数字商学院，打造覆盖董事长、高级管理人员到中基层人员的学习平台，公司将用这套系统实现咨询业务标准化，未来用“咨询+软件”把服务链条做长，助力咨询业务重拾增长。2021-2024 年 6 月公司管理咨询业务收入分别为 0.59 亿元、0.65 亿元、0.74 亿元和 0.73 亿元，分别同比增长 35.02%、10.46%、13.53%和 122.81%，厚积薄发之后迎来了高速增长。咨询业务毛利率也稳步提高，2021-2024 年 6 月公司咨询业务毛利率分别为 44.30%、45.62%、48.31%和 46.12%，整体呈现上升态势，我们预计随着业务规模的扩大，咨询业务毛利率仍将上行。

图14：2021-2024 年 H1 公司咨询收入（万元）及增长（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：2021-2024 年 H1 公司咨询毛利（万元）及毛利率（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3.3 聚焦学员企业 Pre-IPO，股权投资值得期待

公司股权投资业务锁定内部潜力学员，参与学员企业 Pre-IPO 阶段融资。2021 年 6 月公司与上海添宥投资管理有限公司（以下简称“添宥投资”）签订了《海南躬行私募基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“躬行私募基金”）合伙协议》，约

定共同出资设立海私募股权投资基金，基金总规模 2 亿元，其中公司作为基金的有限合伙人出资 1.99 亿元，占该基金 99.50%份额；添宥投资作为基金的普通合伙人出资 0.01 亿元，占合伙企业 0.50%份额，2021 年 11 月躬行私募基金完成了证券协会备案。躬行私募基金主要聚焦公司内部学员企业的 Pre-IPO，重点投向业绩稳定、估值较低、技术领先、潜力较大的学员企业，陪伴优质学员成长。截至 2024 年 6 月末，公司权益工具投资余额为 9159 万元，主要投向思朗科技（2500 万元）、正德智控（1870 万元）、天宝恒祥（2999 万元）、瀚川智能和百兴食品。思朗科技创立于 2016 年 6 月，是国内领先的处理器内核研发、芯片设计、软件应用开发和密集计算机整机供应商，是国内芯片领域龙头企业，主打 MaPU 架构。据胡润数据，截至 2024 年 8 月思朗科技估值 85 亿元，位列全球独角兽 976 位，公司出资 2500 万元，持有股权 0.40368%。正德智控是一家完全拥有自主知识产权的创新型科技企业，是中国微特电机的主流制造商，致力于为全球客户提供便捷、高效、环保的微电机及驱动控制系统的全面解决方案，公司出资 1870 万元，持股比例 1.86%。天宝恒祥成立于 2014 年，是集大型智能化六面顶超高压合成装备及超硬材料研发、生产与销售为一体的生产厂家，拥有装备、培育钻石、工业金刚石及金刚石制品的全产业链，公司出资 2999 万元，持股比例 2.41%。公司聚焦学员企业的 Pre-IPO，伴随优质企业成长，一旦成功 IPO，公司将能够得到相对不错的收益率，项目的退出将增强未来公司业绩弹性。

图16：公司学员的代表性企业



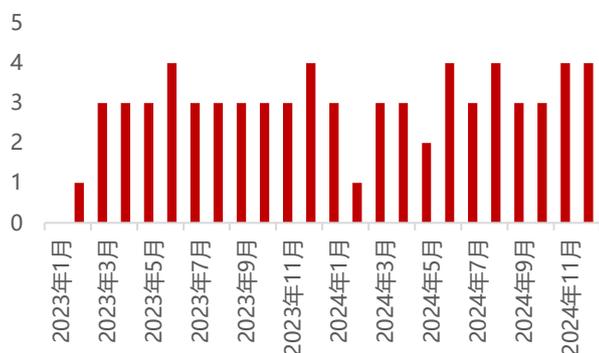
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 全国布局+区域深耕，加强研发优势显著

4.1 管理培训聚焦实效，课程体系日益完善

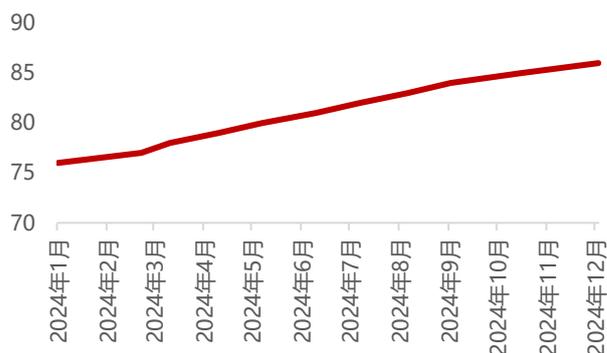
公司管理培训业务旨在通过实效实用的企业管理课程，帮助中小民营企业提升管理水平，为中小民营企业提供关于战略、绩效、财务、营销、销售、人才、团队等专业的企业管理知识服务，主要包括公开课、企业内训等业务类型。公司公开课产品主要包括短期课《浓缩 EMBA》和长期课《校长 EMBA》：《浓缩 EMBA》课程设计 10 大模块，包括战略设计、价值创造、产品战略、人才战略、用户战略、预算管理、绩效管理、营销管理、财务管理和资本杠杆，产品定价 3.58 万元/人，培训周期为连续 2-4 天，培训对象为企业一把手及核心管理层，为公司的引流产品。《浓缩 EMBA》每年新训及复训学员超过 2 万人，2024 年《浓缩 EMBA》开课 37 场，按照人均 600 人新训及复训计算，预计参训人数 22200 人。《校长 EMBA》包含 10 门必修课程以及 3 门选修课程，课程包括组织能力和增长体系，组织能力主要包括招财选将、企业大学、股权设计、机制设计、数智化组织、组织领导力等，增长体系包括战略创新、经营方略、品牌战略、大营销体系、大财务体系、金融创新和经济趋势，产品定价为 49.8 万元/人，课程周期为 1.5 年，平均 110 人/班。2024 年以来，公司《校长 EMBA》保持较快的开班速度，全年新开班数 11 个。此外，公司还会根据企业客户需求，提供小班定制课、咨询案和 VIP 一对一等定制化课程，满足了不同客户的管理培训需求。目前，公司已经构建了全方位漏斗型课程体系，能够满足客户多元化的实效管理培训需求，加大对客户的纵深服务力度。

图17：2023 年以来公司浓缩 EMBA 月度开课(场)



资料来源：行动教育公众号，民生证券研究院

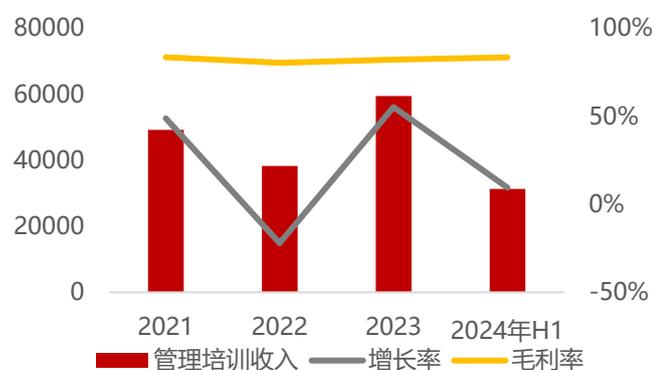
图18：2024 年以来公司校长 EMBA 新开班(场)



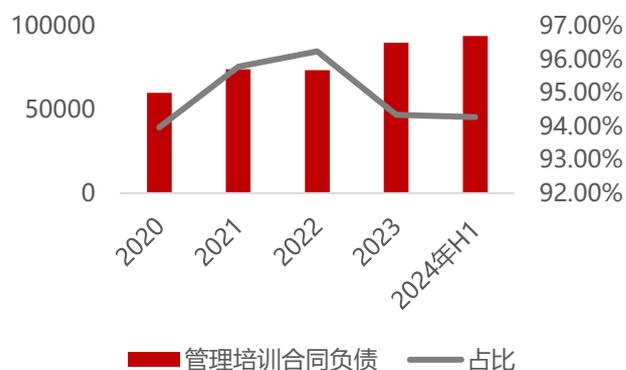
资料来源：行动教育公众号，民生证券研究院

公司管理培训直击企业管理痛点，助力管理赋能，得到了企业家及高级管理人员的认可，公司管理培训业务快速发展。2020 年-2023 年公司管理培训业务分别实现营业收入 3.30 亿元、4.92 亿元、3.83 亿元和 5.95 亿元，2020-2023 年复合

增长率 21.68%。2024 年 1-6 月公司管理培训业务实现营业收入 3.13 亿元，占比 80.44%，其中《浓缩 EMBA》实现营业收入 1.24 亿元，占比 31.84%；《校长 EMBA》实现营业收入 1.39 亿元，占比 35.56%。管理培训业务毛利率高，业绩贡献较大。2021 年-2024 年中报公司管理培训业务毛利率分别为 83.62%、80.43%、82.16%和 83.55%，毛利润分别为 4.11 亿元、3.08 亿元、4.89 亿元和 2.62 亿元。从市场开拓来看，管理培训业务保持较快增长，2021 年-2024 年中报公司管理培训业务预收款余额分别为 7.43 亿元、7.38 亿元、9.04 亿和 9.44 亿元，分别同比增长了 23.25%、-0.64%、22.43%和 4.43%，管理培训预收款占比分别为 95.75%、96.25%、94.35%和 94.29%。

图19：21 年以来培训收入（万元）、增速及毛利率


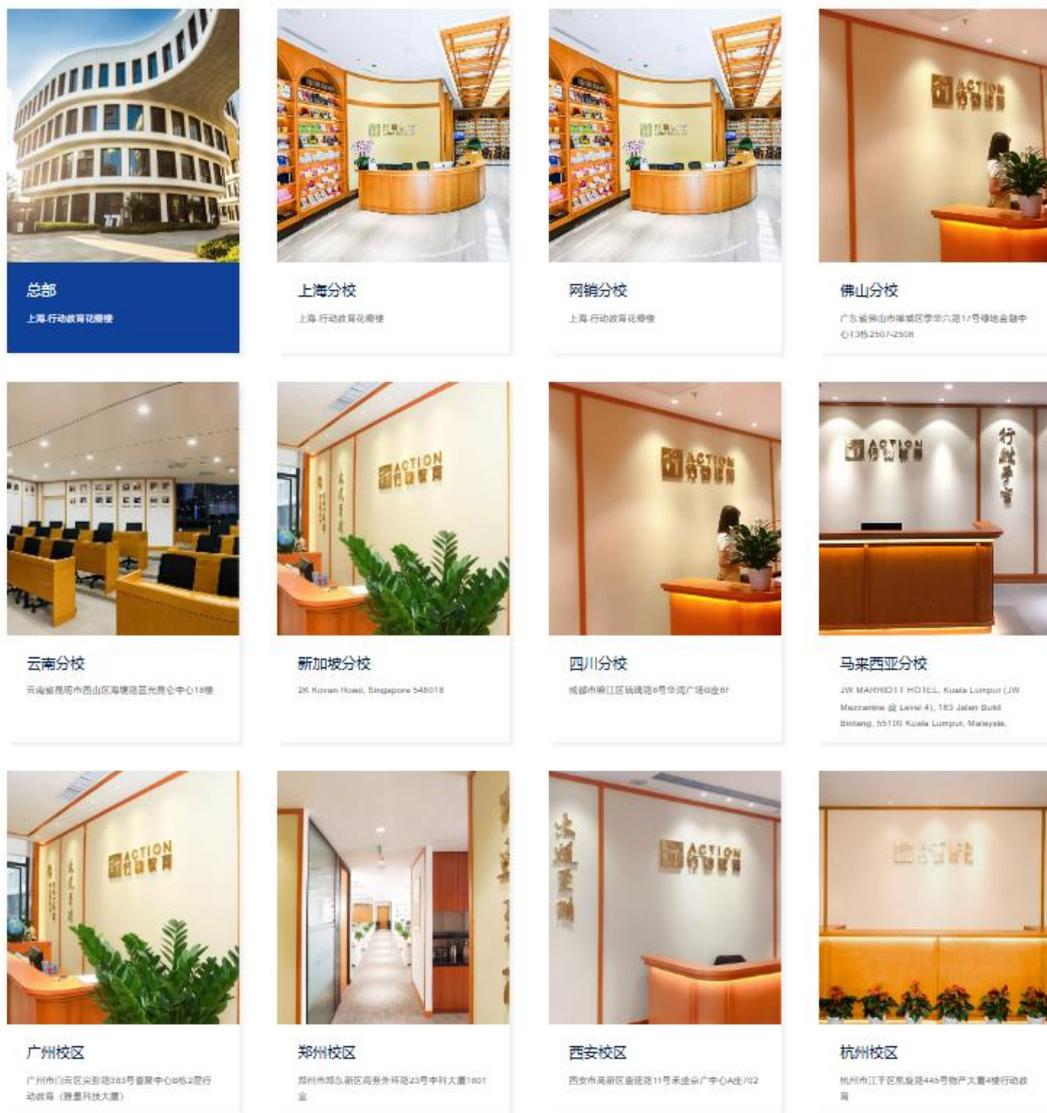
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：20 年以来管理培训预收款余额（万元）及占比


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 完善网络全国布局，区域深耕成效显著

公司采取全国布局的发展战略，全力开拓全国市场，积极寻找教育出海机会。目前，公司已经在北京、上海、深圳、杭州、成都、宁夏、香港设立了子公司，在南京、武汉、合肥、郑州、济南、石家庄、西安、昆明、长沙、广州、佛山、东莞、厦门等省会城市和经济发达城市设立了分支机构，形成了覆盖全国的服务及营销网络。

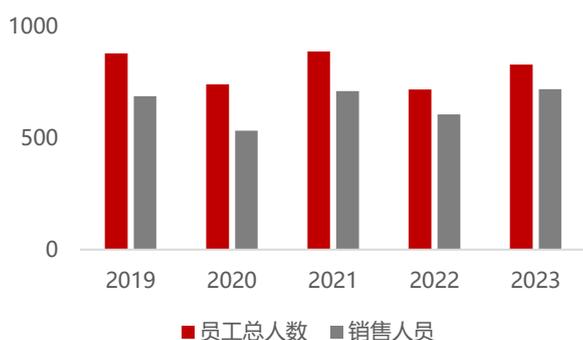
图21：公司总部及部分分校情况


资料来源：公司官网，民生证券研究院

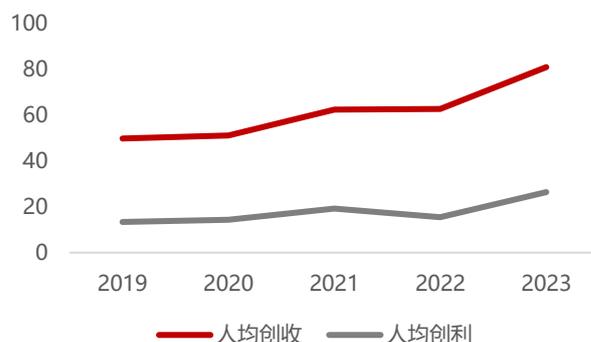
上市后，公司继续加大全国市场布局力度，将募投项目——“智慧管理培训基地建设项目”的实施地点从原来的“上海、北京、深圳、长沙、昆明等5个城市”调整为“上海、成都、广州、杭州、郑州、深圳、长沙、北京、西安、昆明、厦门及管理层认为合适的其他城市”，以扩大培训基地数量和覆盖城市，抢占全国管理培训市场。同时，公司加大区域深耕，上海、杭州、深圳、广州、北京、成都、昆明、郑州等是公司业务重心，也是公司《浓缩EMBA》开课的主要城市，2023年公司在上海总部——花瓣楼校区进一步升级打造了2.0学习空间，合作世界级设计团队，配置一流软装与设备，对标哈佛商学院教室，为学员提供了1400平方米的学习空间，给企业家校长打造更好的专属之家。另外，公司积极寻找出海机会，2023年7月公司设立了全资子公司——香港行动商学有限公司，在马来西亚、新加坡设有分校，形成布局东南亚、辐射全球的商业格局，发挥“实效优势”，推动马

来西亚、新加坡、印度尼西亚、美国、加拿大、澳大利亚、西班牙等国家诸多企业加速迈向行业第一。2024年3月公司与 APLUSBOSS 联合主办，在吉隆坡双子塔以“开创 2024，迈向第一”为主题的东南亚“千人峰会”隆重召开，1000 余位东南亚华人企业家及管理者共襄盛会，共学“行动管理模式”，共为企业高质量发展。

公司业务网络的日益健全，深耕战略的持续发力，教育出海的积极推进，公司人均产值屡创新高。2020-2023 年公司员工总数分别为 741 人、889 人、719 人和 831 人，其中销售人员分别为 534 人、711 人、607 人和 720 人，人均产值分别为 51.10 万元/人、62.45 万元/人、62.71 万元/人和 80.90 万元/人，人均创利分别为 14.4 万元/人、19.21 万元/人、15.42 万元/人和 26.41 万元，预计 2024 年公司人均产值和人均创利仍有可能继续增长。

图22：公司销售人员和总员工（人）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：公司人均产值与人均创利（万元）


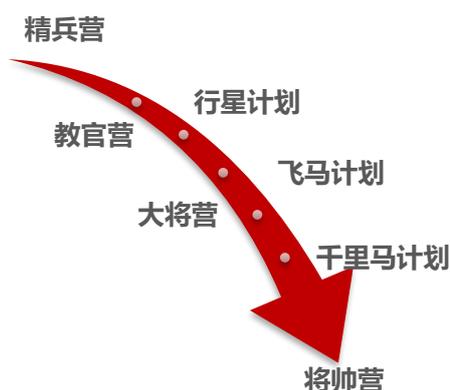
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.3 加大人才培养力度，人才结构持续优化

公司持续加大人才队伍建设，构建了完善的薪酬体系和绩效管理体系，引进人才、培养人才、用好人才、留住人才。公司的人才培养体系称为行动军校，由六大模块组成：八大人才生产线、教程体系、教练体系、教学体系、教学平台、学习文化生态建设等；人才培养路径主要有两个方向：专家（专业方向）和企业家（管理方向）。以行动军校的人才生产线为例：1)精兵营：培养对象为 0-6 个月的学习官，对入职前 7 天、前 30 天、前 3 个月的学习官进行了细化培养，称之为“733 成长模式”；2)教官营：培养对象为 6 个月以上的学习官，当满足一定的条件（司龄、业绩、能力、价值观），可以申请成为教官，通过带教新人成长，不断提升自身的管理和辅导能力，为后续晋升打好基础；3)行星计划：培养对象为管培生，通过业务必修+业务竞赛、管理必修+晋长机制、轮岗学习+毕业答辩，培养储备管理梯队；4)飞马计划：培养对象为预备总监，通过必修课学考、标杆教练帮扶、标杆分校实践、管理答辩的培养模式，培养预备总监的基础管理能力；5)大将营：培养对象为团队总监，主要培养模式为线上课程+线下集训共创；6)千里马计划：培

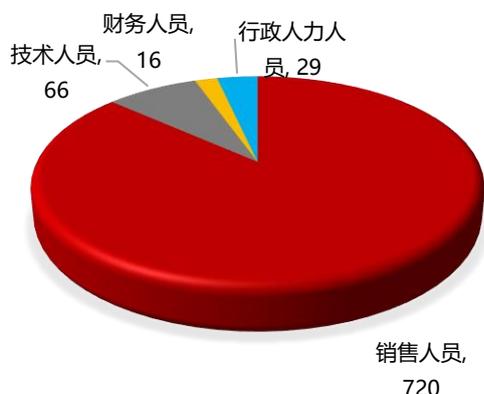
培养对象为预备总经理,主要培养模式为:必修课学考、标杆教练帮扶、标分校实践、经营答辩、经营会议、将帅学习、市场实践; 7)将帅营:培养对象为分校总经理,主要培养模式为:线上课程+校长 EMBA+经营哲学班+线下集训共创; 8)AC 认证:培养对象为全体员工,主要培养员工如何获取经验、开发实战课程、内训授课能力。

图24: 公司八大人才生产线的培养体系示意图

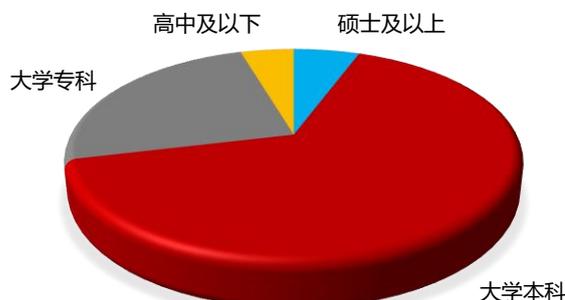


资料来源:公司公告,民生证券研究院

根据管理培训业务发展需要,公司持续优化员工结构。销售人员明显增加,并打造讲师型销售团队,能够将实效管理核心理念很好地传递给客户或者潜在客户。公司还需要加大课程研究力度,并能够将研究成果通过授课等方式传递给客户,因此讲师及研发人员相对较多。2023年公司销售人员720人、技术人员66人,分别占比86.64%和7.94%。公司持续压缩行政管理人员,2021年公司在册行政管理人员74人,2023年降至29人。公司财务人员也被压缩,2021年公司在册财务人员29人,2023年降至16人。公司员工学历水平相对较高,2023年在册员工具有硕士及以上学位有47人,本科学历有545人,本科及以上学历员工占比71.24%。

图25：2023 年公司在册员工构成（人）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：2023 年公司在册员工学历构成（人）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.4 实战经验+学术造诣，导师阵容十分强大

公司定位于“建设世界级实效商学院”，管理培训课程注重实效，以贴近企业、贴近经营、为企业解决实际问题著称，不仅需要拥有丰富企业管理经营的企业家、董监高作为讲师，而且需要具有较高学术造诣、着力研究实效管理并具有很高影响力的学者作为兼职教授。公司的导师团队均为实战型导师，主要由专职导师、客座教授、兼职名师构成。专职导师主要有公司实控人李建、联合创始人李仙等；客座教授主要有《战略创新》主讲老师罗伯特·卡普兰、《竞争力》主教老师博恩·崔西等；兼职名师主要有原 IMF 全球副总裁朱民、上市公司协会会长宋志平等。公司导师普遍在各自授课领域有过多年实务操作经验，真正实现了“做自己所讲、讲自己所做”，保证了公司企业管理培训课程的实效性，为参加培训的企业带来实质性的效益提升。公司高度重视内训师培养，已经形成了一套完善的培养体系，能够实现内心人员的批量复制，从而为公开课后的内训、咨询等增值业务提供智力支持。上市以后，公司持续加大师资队伍建设。2021 年公司联手特劳特咨询、华营管理以及国瑞税务推出全新课程和咨询服务，特劳特伙伴公司全球总裁、特劳特中国公司董事长、中国定位第一人邓德隆、华为前产品线副总裁 JasonChen、华为前高级副总裁胡彦平等成为公司兼职名师。目前，公司拥有一支管理经验丰富、学术造诣较高、业内影响力大的讲师队伍，包括李建、朱民、宋志平、付小平、陈军、张晓岚、罗伯特·卡普兰、巴里·波斯纳、帕特里克·莱格朗德、邓德隆、胡彦平等。同时，公司积极培养新生代，《企业大学》主讲老师熊启明得到了企业客户的高度赞誉。另外，公司积极利用人工智能、新一代信息技术等，推出了 OMO 数字商学院，打造“虚拟讲师”——利用 AI 技术，借助名人（主要是著名企业家）肖像权、动作、举止、形态、语言等，将公司培训内容通过“虚拟讲师”进行传播，打造“线下线上”一体、覆盖董事长、董监高和中基层的培训体系。

图27：公司专职讲师、客座教授、兼职名师等一览

	<p>朱 民</p> <p>《经济学》主讲导师 国际货币基金组织 (IMF) 原全球副总裁 中国人民银行原副行长 连续20年出席达沃斯，共话世界经济</p>		<p>宋志平</p> <p>《经营方略》主讲导师 中国上市公司协会会长 中国企业改革与发展研究会会长 曾带领中国建材集团、国药集团走进世界500强 被誉为中国的“企业思想家”</p>		<p>李 践</p> <p>《招才选将》主讲导师 行动教育董事长兼CEO 李嘉诚旗下TOM户外集团原CEO 香港“紫荆花杯”杰出企业家</p>
	<p>巴里·Z·波斯纳</p> <p>《领导力》主讲导师 国际著名领导力导师 全球畅销名作《领导力》作者</p>		<p>罗伯特·卡普兰</p> <p>《战略创新》主讲导师 平衡计分卡创始人 哈佛大学王牌教授</p>		<p>帕特里克·莱格朗德</p> <p>《金融创新》主讲导师 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</p>
	<p>李 仙</p> <p>《股权设计》主讲导师 25年股权研究专家 行动教育联合创始人 原Tom户外集团北、上、广总经理</p>		<p>张晓岚</p> <p>《品牌战略》主讲导师 中国式营销创始人 中国十大营销策划人、十大影视广告导演 中国商务广告协会副会长</p>		<p>熊启明</p> <p>《企业大学》主讲导师 美国希尔顿集团人才体系专家 原皇家商学院执行院长 原北京派多格商学院院长</p>

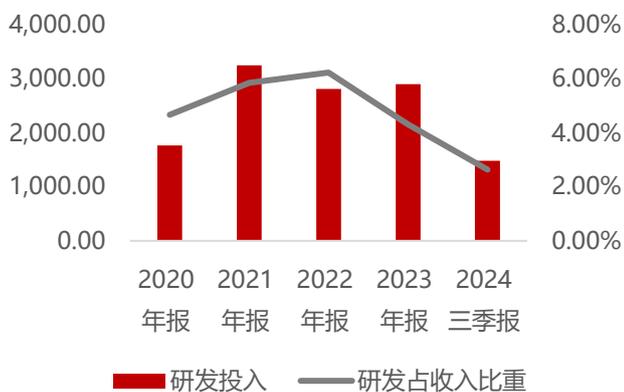
 资料来源：公司官网 (<https://www.xdgy100.com/>)，民生证券研究院

4.5 加大研发投入力度，课程体系日益完善

为保证教学质量，公司高度重视研发，建立了系统性的课程研发团队，涵盖了教学、推广和研发专家。公司课程研发秉承“中西结合、取一舍九、择高而立”的原则，结合“行动管理模式”，以“制片厂模式”结合现有的课程教学内容和效果，分析市场环境和客户需求的变化情况，定期进行课程迭代，同时运用多媒体、互联网等混合技术手段，以促成培训课程产品内容的实时更新和产品质量、教学效果的持续提升。除自有研发团队外，公司还积极与其他企业和专家进行课程的合作开发。近几年，公司重视研发投入，研发费用占销售收入的比重相对较高。2020-2024 三季度公司研发投入分别为 1773 万元、3258 万元、2819 万元、2908 万元和 1489 万元，研发投入占营业收入的比重分别为 4.68%、5.87%、6.25%、4.33%和 2.65%。较强的研发团队和持续的研发投入为公司课程产品在激烈的市场竞争中获得优势提供了有力支持，公司课程体系的设计、研发注重契合市场刚需、以用户为向导，将实效的科学观和方法论传授给学员，让学员拥有“第一的管理能力”，以帮助学员解决公司经营发展过程中面临的痛点问题。目前，公司已建立了完善的课程体系，包括《浓缩 EMBA》(10 大模块、60 套工具、80 个方法，3 天=3 年，全系统、强针对、重实战，高效训练管理者思维与能力)、《校长 EMBA》(组织体系、增长体系、人才战略、10 门必修课、3 门选修课，从理论到实效、从学历到能力、从教授到教练)、OMO 数字商学院等。公司每年都会对产品进行迭代升级，推陈出新。2023 年 4 月公司联合瑞士 IMD 国际管理发展学院推出的《数字化转型》课

程，2024年4月公司携手阿里钉钉推出新研发的《数字化组织》课程，2024年6月公司牵手著名鼻祖级精益管理大师田中正知推出选修课《新精益管理》。

图28：公司研发投入（万元）及收入占比（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图29：《浓缩 EMBA》课程体系



资料来源：公司官网 (<https://www.xdjy100.com/>)，民生证券研究院

5 现金充裕加大分红，订单充裕成长性好

5.1 资金占比较高，资产优良负债率低

公司资产主要由货币资金和交易性金融资产组成，截至 2024 年 9 月末，公司货币资金 12.35 亿元，占同期总资产的 60.23%；交易性金融资产 5.19 亿元，占同期总资产的 25.29%；两者合计占比 85.52%，公司资产质量优良，流动性好。公司负债主要由合同负债构成，无有息负债。截至 2024 年 9 月末，公司合同负债 9.65 亿元，占同期总资产的 87.13%。公司资产负债率较低，尤其是剔除预收款后的资产负债率。2021-2024 年 9 月，公司资产负债率分别为 46.10%、45.09%、54.09%和 54.00%，剔除预收款后的资产负债率分别为 7.46%、5.84%、8.40%和 6.95%

图30：2021 年以来公司资产构成（亿元）及资产占比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图31：2021 年以来公司合同负债（亿元）及负债率（%）情况

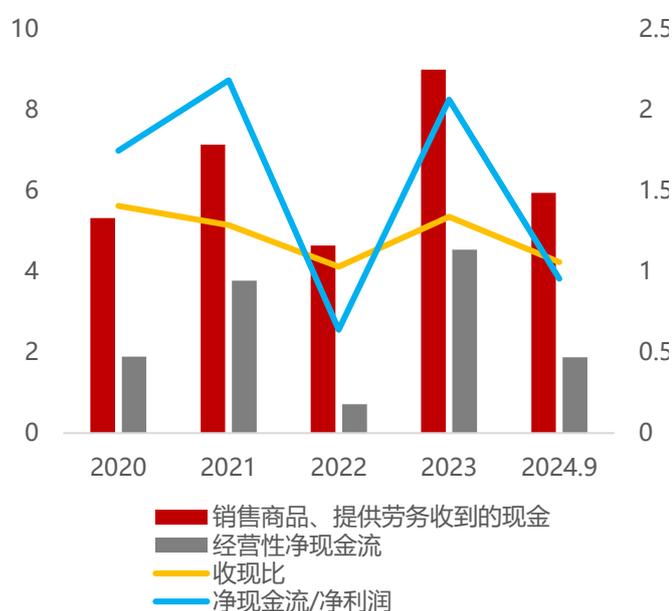


资料来源：wind，民生证券研究院

5.2 收现比高现金流好，盈利性强分红率高

管理培训行业预收款模式决定了公司收现比高，经营性现金流好。2020-2024 年 1-9 月公司销售商品提供劳务所收到的现金分别为 5.32 亿元、7.14 亿元、4.64 亿元、8.99 亿元和 5.95 亿元，收现比分别为 1.41 倍、1.29 倍、1.03 倍、1.34 倍和 1.06 倍，经营性净现金流分别为 1.89 亿元、3.77 亿元、0.72 亿元、4.54 亿元和 1.88 亿元，分别是同期净利润的 1.75 倍、2.18 倍、0.64 倍、2.06 倍和 0.96 倍。同时，公司盈利能力强，公司毛利率、净利率、ROE、ROA 等指标相对较高，2023 年公司毛利率、净利率、ROE（加权）、ROA 等盈利指标分别为 78.26%、32.77%、22.28%、11.42%。较高的收现比和较强的盈利能力，公司账目资金相对较多。截至 2024 年 9 月公司货币资金余额 12.35 亿元，交易性金融资产余额

为 5.19 亿元，且无有息负债。另外，公司采取了“高比例分红、多次分红”等策略来响应证监会关于回报股东、加大市值管理的政策号召。2021-2024 年 1-9 月公司现金分红分别为 1.86 亿元、2.36 亿元、2.13 亿元和 1.78 亿元，股利支付率分别为 108.63%、213.03%、96.85%和 91.32%。自主板上市以来，公司累计分红 7 次，累计分红金额为 8.12 亿元。公司延续高分红策略，增强股东回报，提升市场信心。另外，公司股息率高，2021-2024 年 1-9 月公司股息率分别为 3.91%、6.83%、4.67%和 4.26%。

图32：20 年以来公司经营净现金流(亿元)、收现比(倍)


资料来源：iFinD，民生证券研究院，右轴为收现比

图33：上市以来公司股利支付率 (%) 及股息率 (%)

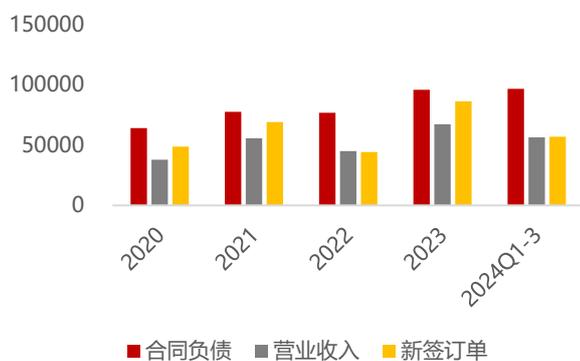

资料来源：iFinD，民生证券研究院，右轴为股息率

5.3 新签订单再创新高，未来增长确定性

随着公司业务网络的健全、区域深耕战略的执行、销售人员的快速增长、课程研发持续投入和强大的导师阵容，公司市场开拓效果显著，新签订单再创新高。2020-2024 年前三季度公司新签订单（当年期末合同负债-上年期末合同负债+当年营业收入）分别为 4.86 亿元、6.89 亿元、4.42 亿元、8.63 亿元和 5.70 亿元。从销售人均新签订单来看，2020-2023 年公司销售人均新签订单分别为 91.06 万元、96.95 万元、72.87 万元和 119.89 万元，2023 年公司销售人均新签订单创历史新高。2023 年以来，公司全力推进大客户战略，即聚焦年消费 100 万元以上的客户，2023 年公司计划开发大客户 200 家，实际开发大客户 240 余家；2024 年公司计划开发大客户 300 家，上半年公司大客户开发效果明显，下半年公司启动“金砖计划”，即针对非央国企的上市公司市场开发，通过上市公司协会或地方政府，公司向目标上市公司寄送书籍，并能得到上市公司的积极反馈，公司再有针对

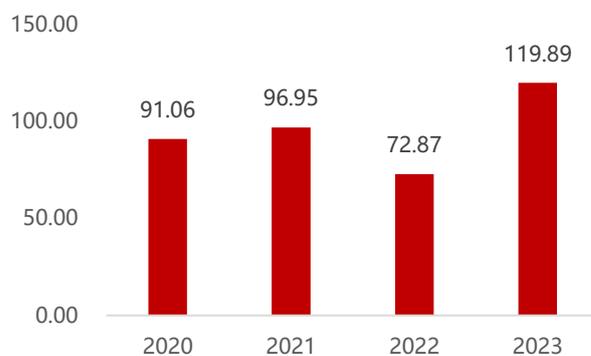
性地开发上市公司客户资源。大客户战略和“金砖计划”对公司订单的增长起到积极作用，预计全年仍有可能稳定增长，助力公司未来发展。

图34：公司合同负债、营收及新签订单（万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：公司人均新签订单情况（万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

6 盈利预测、估值分析与投资建议

6.1 盈利预测与业务拆分

关键假设:

管理培训: 公司根据学员实际消耗的课程进度确认管理培训收入。公司通过“一核两翼”的经营模式,继续做大做强《浓缩 EMBA》《校长 EMBA》等管理培训业务。2024H1 公司管理培训收入 3.13 亿元,毛利率为 83.55%。随着产业结构调整,新经济新技术促进商业模式创新,企业的培训需求显著增加。随着科技的进步和市场的变化,企业管理培训行业正在经历较快的发展,根据观研天下预测数据,2023-2025 年管理培训行业市场规模分别同比增长 17.0%、15.6%和 14.4%。作为行业龙头企业,公司聚焦实效管理,解决企业发展过程中面临的痛点、难点,增强企业发展的潜力,并取得了领先于行业的业绩增速,2023 年公司营收增长达到 22.1%。未来几年,公司坚定执行大客户战略,推出了“金砖计划”,预计公司仍将领先行业增速。我们预计 2024-2026 年公司管理培训收入将分别同比+20%、+19%、+27%。随着规模效应扩大,我们预计 2024-2026 年公司管理培训毛利率分别为 83.8%、84.5%、84.3%。

管理咨询: 公司根据人工工时花费确认管理咨询收入。十四五以来,国家一直强调数字经济的重要性,随着信息技术的飞速发展,管理咨询行业正朝着数字化、智能化、创新化的方向发展。2024H1 公司管理咨询收入 0.73 亿元,毛利率为 46.12%。新兴市场对咨询服务的需求增长迅猛,特别是在中国,管理咨询行业市场规模已经达到了相当可观的水平,并且在近年来呈现出稳健的增长态势。管理咨询是管理培训的衍生品,依附于管理培训业务。近几年,公司致力于管理咨询业务的标准化,消减了“非标”业务,受此影响公司管理咨询业务从 2018 年的 1.05 亿元降到 2020 年的 0.44 亿元。上市后,随着管理咨询业务标准化越来越成熟,公司加大了管理咨询业务的开拓力度,管理咨询业务稳步提升,尤其是 2024 年管理咨询业务有望加速增长。我们预计 2024-2026 年公司管理咨询收入分别同比+94%、+45%、+43%,毛利率整体保持稳中有升,分别为 51.3%、51.8%、51.6%。

其他业务: 公司的其他业务收入包含图书音像制品销售等,占营收体量较小,对总营收和盈利水平影响较小。我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入分别同比+80.3%、+36.4%、24.4%,毛利率分别为 58.0%、56.8%、32.1%。

表2: 公司业务收入拆分

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	合计				
收入 (百万元)	450.92	672.25	863.16	1065.35	1386.00
YoY	-18.8%	49.1%	28.4%	23.4%	30.1%

毛利率	75.2%	78.3%	78.2%	77.9%	76.9%
管理培训					
收入 (百万元)	384.46	595.35	714.42	850.16	1079.70
YoY	-22.0%	55.0%	20.0%	19.0%	27.0%
毛利率	80.4%	82.2%	83.8%	84.5%	84.3%
管理咨询					
收入 (百万元)	64.99	73.78	143.13	207.54	296.79
YoY	10.0%	14.0%	94.0%	45.0%	43.0%
毛利率	45.6%	48.3%	51.3%	51.8%	51.6%
其他业务					
收入 (百万元)	1.47	3.11	5.61	7.65	9.51
YoY	84.0%	13.0%	80.3%	36.4%	24.4%
毛利率	12.1%	41.2%	58.0%	56.8%	32.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费用率方面，2022 年后公司销售、管理费用较为稳定，我们预计后续销售、管理费用率整体保持稳定，预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 25.8%、25.7%、25.6%，管理费用率分别为 15.4%、16.6%、15.8%。公司积极研发新课程，并借助新技术丰富课程内容，预计研发费用将保持稳步增长，预计 2024-2026 年公司研发费用率将分别为 4.4%、4.5%、4.6%。公司现金流较好，银行存款及理财较多，且无有息负债，公司理财收益继续保持增长，财务费用率将继续保持负值，预计 2024-2026 年公司财务费用率分别为-2.8%、-3.0%、-3.3%。

表3：公司费用率预测

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	32.1%	26.5%	25.8%	25.7%	25.6%
管理费用率	18.3%	13.6%	15.4%	15.6%	15.8%
研发费用率	6.3%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%
财务费用率	-7.2%	-3.8%	-2.8%	-3.0%	-3.3%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

6.2 估值分析

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 8.63 亿元、10.36 亿元和 11.91 亿元，归母净利分别为 2.79 亿元、3.33 亿元和 3.91 亿元，EPS 分别为 2.34 元/股、2.79 元/股和 3.29 元/股。以 3 月 7 日收盘价计算，2024-2026 年公司预测动态 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍，PB 分别为 5.0 倍、4.6 倍和 4.2 倍，PS 分别为 5.7 倍、4.6 倍和 3.5 倍。公司以企业管理培训作为主营业务，归类在职业

教育范畴，可比公司主要有创业黑马（中小企业管理培训）、传智教育（数字化人才培养）、华图山鼎（公务员考试培训等）。考虑到可比公司传智教育、创业黑马 WIND 一致预期 2024 年为亏损，预测 PE 为负值，且教育公司大多轻资产运营，PE、PB 估值可比性相对较弱，我们用 PS 进行估值比较。截至 2025 年 3 月 7 日收盘价数据及 WIND 一致预期，三家可比公司 2024-2026 年预测 PS 均值分别为 13.2 倍、8.5 倍和 6.9 倍，公司 PS 估值优势较为显著。

表4：行动教育与可比公司估值（PS）对比（以 3 月 7 日收盘价为基准）

证券简称	收盘价（元）	最新市值 （亿元）	预测营业收入（亿元）			预测 PS（倍）		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026
华图山鼎	91.0	127.8	27.6	33.0	39.5	4.6	3.9	3.2
传智教育	8.6	34.7	2.9	4.3	5.5	12.0	8.1	6.3
创业黑马	33.2	55.5	2.4	4.1	5.0	23.1	13.5	11.1
三家可比公司均值						13.2	8.5	6.9
行动教育	42.6	50.8	8.6	10.7	13.9	5.9	4.7	3.7

资料来源：WIND，民生证券研究院预测，其中三家可比公司预测 PS 均为 WIND 一致预期。

6.3 投资建议

公司是 A 股市场实效管理第一股，致力于成长为全球实效商学院。公司聚焦企业管理培训业务，拥有《浓缩 EMBA》、《校长 EMBA》、落地方案班、小班定制课、1V1 和 OMO 数字商学院，能够满足不同发展阶段企业管理培训的需求，为企业赋能，助力企业迈向第一。公司制定“一核两翼”发展战略，在深耕管理培训业务的同时，积极发展管理咨询业务和股权投资业务。管理咨询业务在实现标准化、信息化、系统化和软件化，管理咨询业务开始释放增长动能，尤其是 2024 年增长很快。股权投资业务发展态势良好，尤其是在高科技领域的投资，我们预计能够给公司带来一定的投资收益，增强公司业绩弹性。公司业务网络日益完善，全国布局+教育出海，大客户战略和“金砖计划”助力公司新签订单较快增长。同时，公司师资力量雄厚，研发能力较强，课程体系日益完善，报到率、复购率和转介绍率较高，业绩确定性较强，未来成长性良好。另外，公司是典型的“高成长、高分红、低估值”标的，分红率达到 90%，股息率达到 6%。我们看好管理培训行业前景、公司的成长性和估值修复，维持“推荐”评级。

图36: 行动教育核心投资逻辑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

7 风险提示

1) 行业竞争加剧风险。随着行业竞争的加剧，竞争对手可能会抢占公司的目标客户群体，从而影响市场份额和盈利水平，增加业务拓展的难度。

2) 宏观经济波动风险。公司主要服务于中小型民营企业，其发展受宏观经济形势的直接影响。若经济环境变化不利，将削弱目标客户对企业管理培训等服务的支付能力，进而对公司业务增长带来潜在风险。

3) 优秀师资流失风险。随着行业竞争加剧，优秀教师可能因薪酬待遇、工作压力等原因流失。若公司未能有效保持核心师资力量稳定，将可能影响教学质量，进而对品牌形象和市场表现造成负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	672	863	1,036	1,191
营业成本	146	187	226	246
营业税金及附加	4	6	7	8
销售费用	178	223	266	305
管理费用	91	133	162	188
研发费用	29	38	47	55
EBIT	230	287	340	403
财务费用	-26	-24	-31	-38
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	6	7	8
营业利润	259	318	380	451
营业外收支	-1	10	10	10
利润总额	257	328	390	461
所得税	37	47	56	66
净利润	220	281	334	394
归属于母公司净利润	219	279	333	393
EBITDA	257	316	369	432

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,358	1,748	2,119	2,470
应收账款及票据	1	2	3	3
预付款项	15	18	22	24
存货	3	4	5	5
其他流动资产	446	526	527	527
流动资产合计	1,823	2,298	2,675	3,029
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	164	168	170	171
无形资产	2	2	2	2
非流动资产合计	274	271	271	271
资产合计	2,096	2,569	2,946	3,300
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	19	21	26	28
其他流动负债	1,078	1,479	1,766	2,023
流动负债合计	1,096	1,500	1,792	2,051
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	38	38	38	38
非流动负债合计	38	38	38	38
负债合计	1,134	1,538	1,830	2,089
股本	118	118	118	118
少数股东权益	3	4	6	7
股东权益合计	962	1,031	1,116	1,211
负债和股东权益合计	2,096	2,569	2,946	3,300

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	49.08	28.40	20.00	15.00
EBIT 增长率	161.60	24.70	18.48	18.31
净利润增长率	97.95	27.35	19.00	18.11
盈利能力 (%)				
毛利率	78.26	78.39	78.20	79.36
净利润率	32.64	32.38	32.11	32.98
总资产收益率 ROA	10.47	10.88	11.29	11.90
净资产收益率 ROE	22.88	27.23	29.96	32.63
偿债能力				
流动比率	1.66	1.53	1.49	1.48
速动比率	1.64	1.51	1.48	1.46
现金比率	1.24	1.17	1.18	1.20
资产负债率 (%)	54.09	59.88	62.12	63.30
经营效率				
应收账款周转天数	0.05	0.05	0.04	0.04
存货周转天数	6.93	6.69	7.15	7.52
总资产周转率	0.33	0.37	0.38	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	1.84	2.34	2.79	3.29
每股净资产	8.04	8.61	9.31	10.09
每股经营现金流	3.81	5.80	5.30	5.54
每股股利	1.80	2.09	2.51	3.00
估值分析				
PE	23	18	15	13
PB	5.3	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA	15.15	12.31	10.53	9.01
股息收益率 (%)	4.22	4.90	5.89	7.03

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	220	281	334	394
折旧和摊销	26	29	29	29
营运资金变动	232	397	286	256
经营活动现金流	454	692	632	661
资本开支	-13	-4	-6	-7
投资	15	-79	0	0
投资活动现金流	57	-77	1	2
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-345	-225	-262	-313
现金净流量	166	390	371	351

插图目录

图 1: 公司发展历程及重要的节点性事件	3
图 2: 截至 2024 年 9 月公司股权结构及一致行动人持股情况	4
图 3: 2021 年以来公司营业收入 (万元) 及增长	5
图 4: 2021 年以来公司业务结构 (万元) 及增长	5
图 5: 2021 年以来公司毛利率、净利率 (%)	6
图 6: 2021 年以来公司 ROE、ROA (%)	6
图 7: 我国管理培训行业发展阶段与脉络	7
图 8: 2023 年我国新增市场主体 (万户) 及增长	10
图 9: 我国管理培训市场规模 (亿元) 及增速预测	10
图 10: 中国管理培训行业未来主要驱动因素	10
图 11: 2016 年以来创业黑马收入 (亿元) 及市占率 (%)	11
图 12: 2016 年以来行动教育收入 (亿元) 及市占率 (%)	11
图 13: 中国管理培训行业未来主要驱动因素	12
图 14: 2021-2024 年 H1 公司咨询收入 (万元) 及增长 (%)	13
图 15: 2021-2024 年 H1 公司咨询毛利 (万元) 及毛利率 (%)	13
图 16: 公司学员的代表性企业	14
图 17: 2023 年以来公司浓缩 EMBA 月度开课(场)	15
图 18: 2024 年以来公司校长 EMBA 新开班(场)	15
图 19: 21 年以来培训收入 (万元)、增速及毛利率	16
图 20: 20 年以来管理培训预收款余额 (万元) 及占比	16
图 21: 公司总部及部分分校情况	17
图 22: 公司销售人员和总员工 (人)	18
图 23: 公司人均产值与人均创利 (万元)	18
图 24: 公司八大人才生产线的培养体系示意图	19
图 25: 2023 年公司在册员工构成 (人)	20
图 26: 2023 年公司在册员工学历构成 (人)	20
图 27: 公司专职讲师、客座教授、兼职名师等一览	21
图 28: 公司研发投入 (万元) 及收入占比 (%)	22
图 29: 《浓缩 EMBA》课程体系	22
图 30: 2021 年以来公司资产构成 (亿元) 及资产占比 (%)	23
图 31: 2021 年以来公司合同负债 (亿元) 及负债率 (%) 情况	23
图 32: 20 年以来公司经营净现金流 (亿元)、收现比 (倍)	24
图 33: 上市以来公司股利支付率 (%) 及股息率 (%)	24
图 34: 公司合同负债、营收及新签订单 (万元)	25
图 35: 公司人均新签订单情况 (万元)	25
图 36: 行动教育核心投资逻辑	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 培训行业政策	8
表 2: 公司业务收入拆分	26
表 3: 公司费用率预测	27
表 4: 行动教育与可比公司估值 (PS) 对比 (以 3 月 7 日收盘价为基准)	28
公司财务报表数据预测汇总	31

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048