

行动教育 (605098.SH)

优于大市

2024Q4 收款回归正增长，延续高现金分红策略

核心观点

2024 年实现归母净利润 2.69 亿元，符合我们预期。2024 年，公司收入 7.83 亿元/+16.5%；归母净利润 2.69 亿元/+22.4%；扣非净利润 2.41 亿元/+12.1%，归母净利润表现符合我们前瞻预期（2.65 亿元）。2024Q4，公司收入 2.21 亿元/+4.5%；归母净利润 7397 万元/+25.8%；扣非净利润 5538 万元/-5.4%，非经常收益主要系权益投资盈利（23Q4 同期亏损）。

核心业务增势稳健，Q4 现金收款同比增速重回正增。2024 年，管理培训收入 6.33 亿元/+6.3%，毛利率 83.6%/+1.5pct，增速低于整体，主因 Q3 到课率较低致收入负增长拖累、但 Q4 到课率边际回暖；管理咨询收入 1.46 亿元/+97.4%，毛利率 44.2%/-4.1pct；图书销售收入 305 万元/+47.1%，毛利率 26.6%/-14.7pct。2024Q4 单季度现金收款 3.38 亿元/+11.1%，环比 Q2/Q3 (+2.8%/-24.3%) 重回归正增长，系 9 月底国内政策提振企业信心。2024 年底，合同负债为 10.80 亿元/+12.7%。

低毛利业务占比提升致毛利率结构性走低，期间费率管控良好。2024 年，毛利率为 76.1%/-2.2pct，系低毛利率咨询&图书占比提升所致；期间费率同比 -1.4pct，其中销售/管理/研发/财务费率同比 -1.1/+0.5/-1.6/+0.8pct；归母净利率 34.3%/+1.6pct，扣非净利率 30.8%/-1.2pct，归母与扣非利润差异系 2024 年权益投资收益贡献。

提出百校计划助力扩张，拥抱 AI 赋能销售。2025 年 2 月公司宣布百校计划，即在未来 3-5 年内于全国重点城市开设百家分校，结合最新跟踪公司已敲定部分城市的业务总经理，计划稳步推进；此外，公司积极接入 DeepSeek 模型，主要用于销售场景演练，以提升新销售的业务转化率。

风险提示：股东减持；客户拓展不及预期；宏观经济下行风险等。

投资建议：综合考虑公司期末合同负债储备及最新排课节奏与现金收款情况，我们下调 2025-2026 年收入至 8.8/10.1 亿元（调整方向-8%/-11%），归母净利润至 3.0/3.5 亿元（调整方向-4%/-9%），并新增 2027 年归母净利润预测 4.0 亿元，对应 PE 估值为 15/13/12x。2025 年公司培训业务呈现渐进复苏节奏，公司一方面积极利用 AI 新技术赋能销售团队，以期提升销售转化成功率；另一方面，公司积极探寻外延成长新增长点，提出百校计划扩大业务覆盖面，促经济政策陆续出台刺激下业务有望焕发新成长动能。此外，公司 2024 年现金分红率 99%（2023 年现金分红比例为 97%），最新收盘价对应股息率为 5.7%，边际上也将增强投资偏好，维持公司“优于大市”评级，建议关注业务复苏弹性。

盈利预测和财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 672 | 783 | 880 | 1,009 | 1,163 |
| (+/-%) | 49.1% | 16.5% | 12.3% | 14.7% | 15.2% |
| 净利润(百万元) | 219 | 269 | 304 | 347 | 404 |
| (+/-%) | 98.0% | 22.4% | 13.1% | 14.3% | 16.2% |
| 每股收益(元) | 1.86 | 2.25 | 2.55 | 2.91 | 3.38 |
| EBIT Margin | 33.2% | 33.3% | 37.9% | 38.4% | 37.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 22.9% | 27.9% | 31.6% | 36.1% | 42.0% |
| 市盈率 (PE) | 21.1 | 17.4 | 15.4 | 13.4 | 11.6 |
| EV/EBITDA | 24.7 | 21.9 | 18.5 | 15.9 | 14.4 |
| 市净率 (PB) | 4.82 | 4.86 | 4.86 | 4.86 | 4.86 |

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

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 38.84 元 |
| 总市值/流通市值 | 4632/4632 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 | 71.78 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) -2024 年第三季度分红率达 102%，静候消课节奏提速》——2024-10-23
- 《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

2024 年实现归母净利润 2.69 亿元，符合我们预期。2024 年，公司实现收入 7.83 亿元/+16.5%；归母净利润 2.69 亿元/+22.4%；扣非净利润 2.41 亿元/+12.1%，归母净利润表现符合我们前瞻预期（2.65 亿元）。2024Q4，公司实现收入 2.21 亿元/+4.5%；归母净利润 7397 万元/+25.8%；扣非净利润 5538 万元/-5.4%，非经常损益主要来自于权益投资盈利（23Q4 为亏损状态）。

分收入结构看，2024 年，管理培训收入 6.33 亿元/+6.3%，毛利率 83.63%/+1.47pct，主因 Q3 到课率较低致收入负增长拖累、但 Q4 到课率边际回暖；管理咨询实现收入 1.46 亿元/+97.4%，毛利率 44.24%/-4.07pct；图书销售实现收入 305 万元，同比/+47.1%，毛利率 26.57%/-14.67pct。

图1：2014-2024 年行动教育营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2014-2024 年行动教育归母净利润及扣非归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

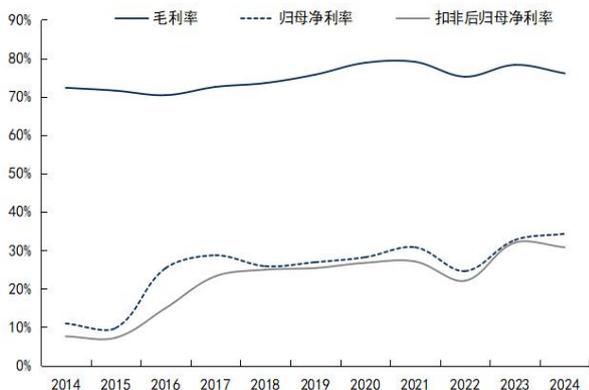
受国内政策情绪提振，2024Q4 现金收款环比重回正增长。2024Q4，公司单季度现金收款 3.38 亿元，同比+11.1%，环比 Q2/Q3 (+2.8%/-24.3%) 已经止跌重新回归正增长，预计系 9 月底国内政策利好后，企业信心改善带动收款回暖。2024 年底合同负债为 10.80 亿元，同比+12.7%。

表1：2021-2024 年分季度合同负债/季度收款数据

| 单位：百万元 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 合同负债 | 776 | 765 | 766 | 744 | 767 | 772 | 868 | 876 | 958 | 970 | 1001 | 965 | 1080 |
| YOY | 20.9% | -1.4% | 11.2% | 4.4% | -1.1% | 0.9% | 13.4% | 17.8% | 24.9% | 25.7% | 15.3% | 10.1% | 12.7% |
| 季度收款 | 267 | 93 | 110 | 123 | 138 | 121 | 284 | 189 | 305 | 160 | 292 | 143 | 338 |
| YOY | 12.0% | -5.1% | -46.2% | -14.8% | -48.3% | 30.8% | 158.9% | 53.2% | 120.2% | 31.7% | 2.8% | -24.3% | 11.1% |

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

低毛利业务占比提升致毛利率结构性走低，期间费率管控良好。2024 年，毛利率为 76.1%/-2.2pct，系低毛利率的咨询及图书业务占比提升所致；期间费率同比-1.4pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别同比-1.1/+0.5/-1.6/+0.8pct。归母净利润率 34.3%/+1.6pct，扣非净利率 30.8%/-1.2pct，归母净利润与扣非净利润差异系 2024 年权益投资收益而 2023 年同期为亏损带来差异。2024Q4，毛利率 76.4%/-0.7pct，期间费率同增 2.4pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别同比-0.9/+4.7/-2.0/+0.7pct，归母净利率/扣非净利率分别为 33.5%/25.1%，分别同比+5.7/-2.6pct。

图3：2020-2024年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4：2020-2024年销售/管理/研发/财务费用率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

提出百校计划助力扩张，高股息属性依旧显著。2025年2月公司宣布百校计划，即在未来3-5年内，于全国重点城市开设百家分校，同步招贤城市总经理，要求负责分校组建、团队运营及市场开拓，候选人需具备团队管理能力（如组建过10人以上销售团队）及标杆客户合作经验（年度业绩超千万）。2024年公司合计税前现金分红2.67亿元，分红率99%，对应最新收盘价股息率为5.7%，红利属性依旧显著。此外，公司积极接入DeepSeek模型，主要用于销售场景演练，以提升新销售的销售转化率。

投资建议：综合考虑公司期末合同负债储备及最新排课节奏与现金收款情况，我们下调2025-2026年收入至8.8/10.1亿元（调整方向-8%/-11%），归母净利润至3.0/3.5亿元（调整方向-4%/-9%），并新增2027年归母净利润预测4.0亿元，对应PE估值为15/13/12x。2025年公司培训业务呈现渐进复苏节奏，公司一方面积极利用AI新技术赋能销售团队，以期提升销售转化成功率；另一方面，公司积极探寻外延成长新增长点，提出百校计划扩大业务覆盖面，促经济政策陆续出台刺激下业务有望焕发新成长动能。此外，公司2024年现金分红率99%（2023年现金分红比例为97%），最新收盘价对应股息率为5.7%，边际上也将增强投资偏好，维持公司“优于大市”评级，建议关注公司复苏弹性。

表2：教育板块相对估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|--------|--------|----------|------|------|------|-------|-------|-------|------|
| | | | | 25E | 26E | 27E | 25E | 26E | 27E | |
| 000526.SZ | 学大教育 | 51.52 | 62.78 | 2.29 | 2.85 | | 22.50 | 18.08 | | 优于大市 |
| 605098.SH | 行动教育 | 38.84 | 46.32 | 2.55 | 2.91 | 3.38 | 15.23 | 13.35 | 11.56 | 优于大市 |
| 0667.HK | 中国东方教育 | 4.71 | 102.75 | 0.29 | 0.33 | 0.39 | 16.23 | 14.26 | 12.07 | 优于大市 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：学大教育尚未披露2024年年报

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 1358 | 1427 | 1953 | 1939 | 2083 | 营业收入 | 672 | 783 | 880 | 1009 | 1163 |
| 应收款项 | 3 | 23 | 5 | 6 | 6 | 营业成本 | 146 | 188 | 194 | 222 | 256 |
| 存货净额 | 3 | 1 | 5 | 6 | 7 | 营业税金及附加 | 4 | 5 | 5 | 6 | 8 |
| 其他流动资产 | 19 | 16 | 26 | 30 | 35 | 销售费用 | 178 | 199 | 211 | 242 | 281 |
| 流动资产合计 | 1823 | 1970 | 2492 | 2483 | 2634 | 管理费用 | 91 | 110 | 112 | 124 | 145 |
| 固定资产 | 174 | 156 | 145 | 132 | 120 | 研发费用 | 29 | 22 | 25 | 28 | 33 |
| 无形资产及其他 | 2 | 2 | 3 | 3 | 4 | 财务费用 | (26) | (23) | (5) | (1) | (9) |
| 投资性房地产 | 98 | 104 | 104 | 104 | 104 | 投资收益 | 5 | 9 | 5 | 7 | 14 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 1 | 1 | 3 | 资产减值及公允价值变动 | (3) | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2096 | 2232 | 2743 | 2724 | 2865 | 其他收入 | (22) | (9) | (25) | (28) | (33) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 12 | 13 | 500 | 300 | 200 | 营业利润 | 259 | 315 | 343 | 395 | 463 |
| 应付款项 | 19 | 20 | 20 | 24 | 28 | 营业外净收支 | (1) | 0 | 20 | 20 | 20 |
| 其他流动负债 | 1066 | 1197 | 1215 | 1386 | 1617 | 利润总额 | 257 | 316 | 363 | 415 | 483 |
| 流动负债合计 | 1096 | 1230 | 1736 | 1710 | 1844 | 所得税费用 | 37 | 44 | 56 | 64 | 75 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 1 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 其他长期负债 | 38 | 34 | 38 | 42 | 46 | 归属于母公司净利润 | 219 | 269 | 304 | 347 | 404 |
| 长期负债合计 | 38 | 34 | 38 | 42 | 46 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 1134 | 1264 | 1774 | 1752 | 1890 | 净利润 | 219 | 269 | 304 | 347 | 404 |
| 少数股东权益 | 3 | 7 | 9 | 11 | 14 | 资产减值准备 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 959 | 961 | 961 | 961 | 961 | 折旧摊销 | 10 | 10 | 16 | 16 | 16 |
| 负债和股东权益总计 | 2096 | 2232 | 2743 | 2724 | 2865 | 公允价值变动损失 | 3 | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (26) | (23) | (5) | (1) | (9) |
| 每股收益 | 1.86 | 2.25 | 2.55 | 2.91 | 3.38 | 营运资本变动 | 230 | 108 | 26 | 173 | 232 |
| 每股红利 | 2.81 | 2.49 | 2.55 | 2.91 | 3.38 | 其它 | (1) | 0 | 2 | 2 | 3 |
| 每股净资产 | 8.12 | 8.06 | 8.06 | 8.06 | 8.06 | 经营活动现金流 | 462 | 375 | 347 | 539 | 654 |
| ROIC | 38% | 48% | -287% | -45% | -40% | 资本开支 | 0 | (2) | (5) | (5) | (5) |
| ROE | 23% | 28% | 32% | 36% | 42% | 其它投资现金流 | 29 | (63) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 78% | 76% | 78% | 78% | 78% | 投资活动现金流 | 29 | (65) | (5) | (5) | (6) |
| EBIT Margin | 33% | 33% | 38% | 38% | 38% | 权益性融资 | 0 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 35% | 35% | 40% | 40% | 39% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 49% | 17% | 12% | 15% | 15% | 支付股利、利息 | (332) | (296) | (304) | (347) | (404) |
| 净利润增长率 | 98% | 22% | 13% | 14% | 16% | 其它融资现金流 | 324 | 324 | 487 | (200) | (100) |
| 资产负债率 | 54% | 57% | 65% | 65% | 66% | 融资活动现金流 | (339) | (241) | 183 | (547) | (504) |
| 息率 | 7.1% | 6.3% | 6.5% | 7.4% | 8.6% | 现金净变动 | 152 | 69 | 525 | (14) | 144 |
| P/E | 21.1 | 17.4 | 15.4 | 13.4 | 11.6 | 货币资金的期初余额 | 1206 | 1358 | 1427 | 1953 | 1939 |
| P/B | 4.8 | 4.9 | 4.9 | 4.9 | 4.9 | 货币资金的期末余额 | 1358 | 1427 | 1953 | 1939 | 2083 |
| EV/EBITDA | 24.7 | 21.9 | 18.5 | 15.9 | 14.4 | 企业自由现金流 | 0 | 340 | 318 | 511 | 615 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 664 | 810 | 313 | 522 |

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 ±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 ±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