



水产龙头转战艺术设计教育

投资要点

- **多重利好助力职业教育发展, 艺术教育或是下一个热点板块。**职业教育蓬勃发展, 预计2020年职业教育市场规模达1.16万亿, 复合增速为17%。在国家财政支持和资本市场热捧下, 职业教育成为热度最高的子行业之一。

文化创意产业蓬勃发展催生艺术教育行业旺盛需求, 预计2018年整体艺术培训市场规模将超过800亿元。目前, 我国艺术教育渗透率仅为2.5%, 远低于发达国家20%的水平, 存在较大提升空间。**我们认为艺术教育或是下一个热点板块。**

- **火星时代: 数字艺术设计教育细分龙头, 优势显著。**公司是规模最大的冻罗非鱼综合供应商, 拟通过收购火星时代涉足艺术设计教育领域。火星时代成立于2001年, 是数字艺术设计教育细分龙头, 优势显著。

1) 线下终端数量占优:截至2016年底, 公司在全国11个城市设立了13个教学中心, 拥有391间教室、1.69万个座位, 2016年满座率达到48.1%(因新建校区原因有所下降, 2015年满座率为74.4%)。**2) 课程系统趋好:**覆盖8大产品线和25个教育产品, 是业内产品线较为完善的公司; 课程热门, 2016年客单价为1.97万元, 同比保持稳定。**3) 就业体系较完善:**公司保持较高的就业率数据: 2015年和2016年就业率分别为95.78%和96.43%。

基于上述优势, 学校开班人数有显著提升: 2015年培训人数在1.54万人, 2016年培训人数在2.13万人左右, 同比增长39%。

火星时代2017-2019年业绩承诺分别为8000万元、1.08亿元和1.458亿元, 考虑到新增网点和满座率提升, 我们认为火星时代将大概率实现承诺业绩。

- **火星时代有望成为艺术设计教育领域的好未来。**公司深耕艺术教育设计领域多年, **我们认为, 课程导向型模式可能是火星时代未来重要发展方向**, 依托自身行业深刻理解, 做深做细课程体系, 从而构筑较高内容壁垒, 形成核心竞争力。

1) 品质端:深挖课程内容, 形成标准化课程体系, 实现课程品质、授课水平的统一, 降低对教师的依赖; 实行**严格教学管理**, 提升学员服务品质。**2) 渠道端:**对现有教学中心进行扩建, 并新建教学中心对**二、三线经济发达城市**进行选择覆盖; 效法达内、慧科, 逐步加大**校园渠道**建设力度; 重建社区, 实现线上流量导流; 利用**出版优势**, 完善营销体系建设。**3) 产品端:**应对市场需求变化, 增设青少年科学艺术培训等新的产品线, 以实现产品维度和覆盖范围的提升。

随着火星内容、渠道、产品三线出击, 公司有望形成内容优势, 经营风险有效分散, 收入来源更加多元、营收规模实现极大提升。

- **盈利预测与投资建议。**假设火星时代7月完成收购, 开始纳入合并范围, 我们预计2017-2019年实现归母净利润1.1亿、1.7亿和2.1亿元, 摊薄后EPS为0.57元、0.85元和1.04元。通过分部估值, 我们估算公司2017年对应市值为44.5亿元, 公司总股本为2.03亿股(考虑购买资产新增股份影响), 对应股价为21.95元/股, 相当于39倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

- **风险提示:**市场竞争加剧的风险, 食品安全风险, 汇率风险, 收购进程或不及预期的风险, 业务整合或不及预期的风险。

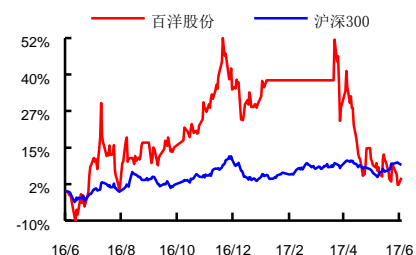
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2068.53	2636.36	3149.23	3483.25
增长率	10.99%	27.45%	19.45%	10.61%
归属母公司净利润(百万元)	59.26	114.75	172.69	210.28
增长率	3.81%	93.66%	50.49%	21.76%
每股收益EPS(元)	0.29	0.57	0.85	1.04
净资产收益率ROE	6.00%	7.26%	10.03%	11.15%
PE	62	32	21	17
PB	3.27	2.04	1.87	1.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517030001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.76
流通A股(亿股)	1.04
52周内股价区间(元)	15.98-26.9
总市值(亿元)	32.51
总资产(亿元)	18.51
每股净资产(元)	5.81

相关研究

目 录

1 公司概况：规模最大的冻罗非鱼综合供应商	1
2 行业分析：巨量需求或引致艺术教育产业腾飞	3
2.1 政策+资本双重红利利好职业教育快速发展	3
2.2 艺术教育或是下一个热点板块	6
3 火星时代：数字艺术设计教育细分龙头	7
3.1 收购方案	7
3.2 产品线丰富，业绩快速提升	8
3.3 四维优势构筑核心竞争力	9
4 未来展望：艺术设计教育领域的好未来	18
4.1 品质端：强化品质，缔造竞争优势	19
4.2 渠道端：多点出击，构建营销生态	19
4.3 产品端：扩大产品线，覆盖青少年群体	22
5 盈利预测与估值	22
6 风险提示	25

图 目 录

图 1: 全产业链覆盖的水产品综合供应商	1
图 2: 公司股权结构	1
图 3: 2008 以来公司营业收入及增速情况	2
图 4: 2008 以来公司归母净利润及增速情况	2
图 5: 2008 以来公司营收占比情况	2
图 6: 2016 年公司毛利占比情况	2
图 7: 2008 年以来我国职业教育财政支出及增速情况	5
图 8: 职业教育投融资趋势一览	5
图 9: 职业教育投资轮次情况	5
图 10: 教育产业热度图	6
图 11: 2005 年以来我国文化及相关产业增加值及占 GDP 比例	6
图 12: 2008 年以来艺术教育市场规模及增速	7
图 13: 火星时代课程体系	8
图 14: 火星时代营业收入和归母净利润增长情况	8
图 15: 公司 2016 年营业收入构成	8
图 16: 火星时代收入成本分析	9
图 17: 市场口碑良好, 收获荣誉无数	10
图 18: 覆盖多数发达地区	10
图 19: 一流的硬件配套设施	10
图 20: 国内外知名大师输出前沿知识	11
图 21: 全职教师提升实践能力	11
图 22: 火星时代师资选拔门槛高	12
图 23: 我国移动互联网市场规模及增速情况	13
图 24: 我国整体网民和移动网民规模	13
图 25: 北京 UI 设计师工资收入情况	13
图 26: 北京影视后期从业人员工资收入情况	14
图 27: 我国游戏行业市场规模及增速情况	15
图 28: 我国移动游戏市场规模及增速情况	15
图 29: 北京游戏美术设计师工资收入情况	15
图 30: 建筑装饰行业市场规模及增速情况	16
图 31: 住宅建筑装饰市场规模及增速情况	16
图 32: 室内设计师项目提成情况	16
图 33: 室内设计师收入呈几何倍数递增	17
图 34: 公司定期召开各类招聘会	17
图 35: 慧科教育是校企合作的典范	20
图 36: 火星网首页	21
图 37: 火星图书流入各大高校	21
图 38: 基础教育阶段艺术培训支出分布	22

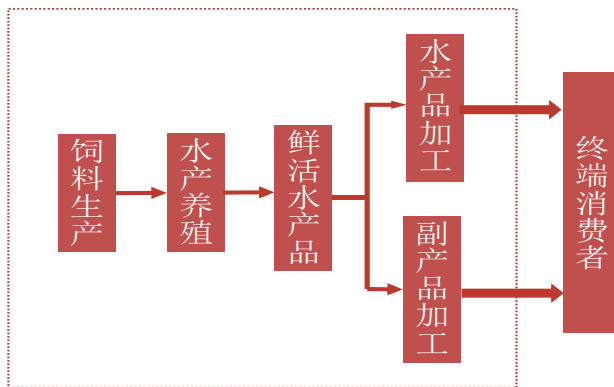
表 目 录

表 1：近年职业教育政策一览	3
表 2：教师教龄分布情况	11
表 3：课程覆盖对比	12
表 4：运用影视特效的作品叫好又叫座	14
表 5：毕业生就业有保障	18
表 6：教育培训行业主流模式对比	18
表 7：培训机构教学要求	19
表 8：火星时代收入预测	22
表 9：分业务收入及毛利率	23
表 10：可比公司相对估值	24
表 11：可比公司相对估值	24
表 12：公司整体估值	24
附表：财务预测与估值	26

1 公司概况：规模最大的冻罗非鱼综合供应商

百洋产业投资集团股份有限公司的前身是成立于 2000 年 4 月的广西南宁百洋饲料集团有限公司，2010 年 9 月 29 日整体变更为股份有限公司，并于 2012 年 9 月 5 日在深交所挂牌交易。公司专注于罗非鱼及相关产品的生产和销售，是全球加工规模最大的罗非鱼水产食品供应商。在深耕传统主业的同时，公司着手进行外延并购拓展新业务以提升公司整体盈利水平。

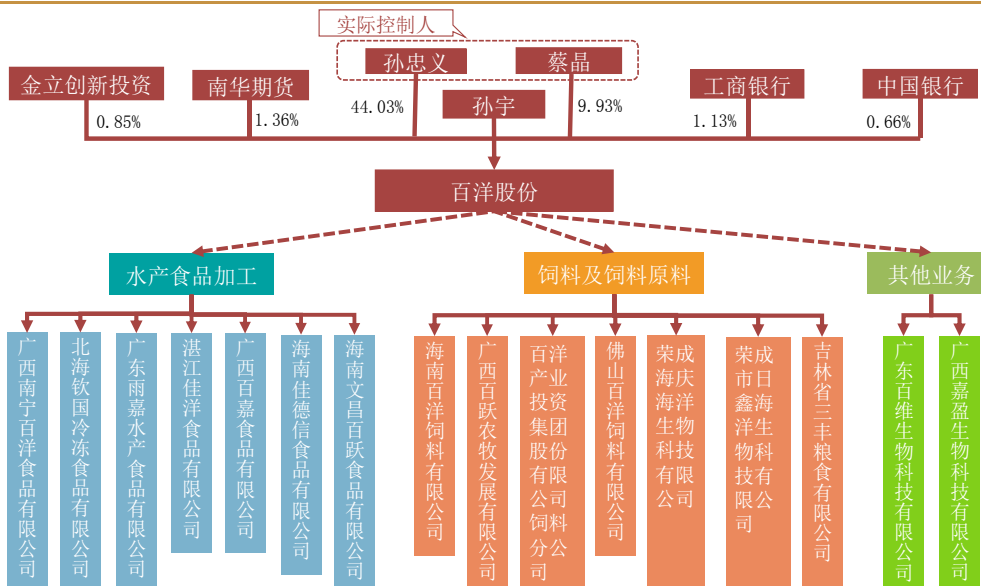
图 1：全产业链覆盖的水产品综合供应商



数据来源：西南证券

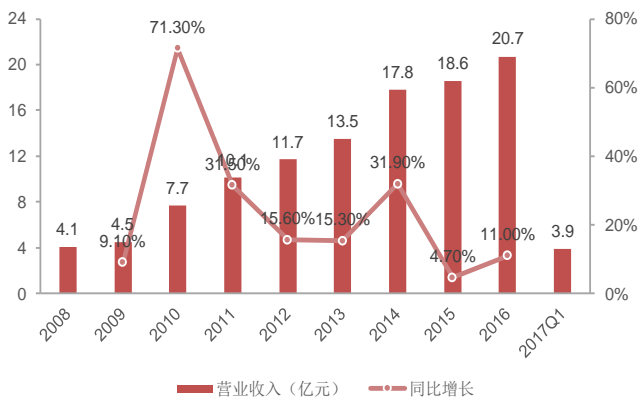
公司股权结构：公司控股股东为孙忠义，实际控制人为孙忠义、蔡晶夫妇，共持有约 9496 万股，占总股本的 53.96%，孙忠义、蔡晶夫妇之子孙宇为其一致行动人，持股 3 万股。公司旗下拥有参控股公司二十余家遍及罗非鱼产品产业链的上下游各领域、覆盖了两广、海南等主要原料鱼产区，具备较强的产业链协同效应和区位优势。

图 2：公司股权结构

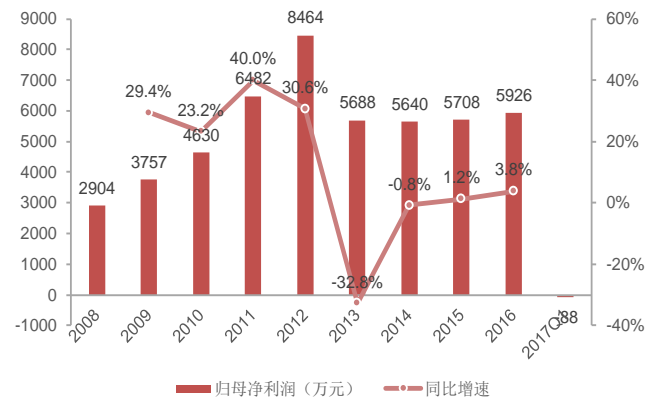


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2016年，公司实现营业收入20.7亿元，同比增长11.0%，归母净利润5926万元，同比增长3.8%。随着公司产业规模逐步扩张和产业布局不断完善，公司营业收入实现稳步增长，2008-2016年公司营收复合增速达22.3%。近年，全球经济复苏进程缓慢，冻罗非鱼出口量增速放缓，2012-2016年出口量复合增速仅为2.2%，公司需求端受到一定影响，同时，由于人工、原材料成本上升使公司毛利率水平受压，由2012年的13.9%下滑至不到11.7%，造成了公司归母净利润增速低于营收增速的现象。2017年一季度，公司实现营业收入3.9亿元，同比增长20.2%，归母净利润亏损88万元，业绩变动的主要原因是1) 主营业务产能逐步释放，带动营业收入稳定增长；2) 工程业务未能及时转结及污泥垃圾业务处理量下降造成投资收益亏损226万元；3) 少数股东损益录得116万元，同比大幅增加458.7%。公司主营业务季节性特征明显，一季度是产销淡季，其业绩表现并不能体现全年业绩。

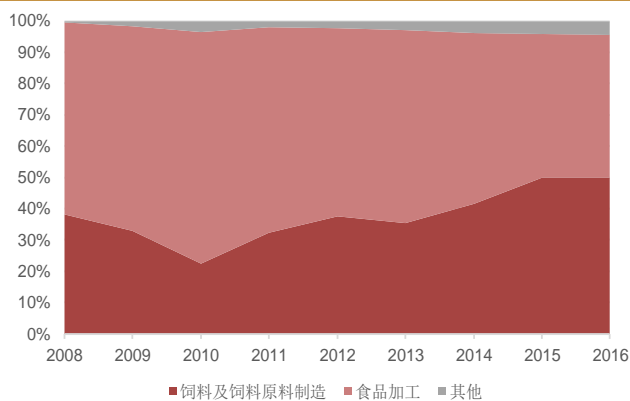
图3：2008年以来公司营业收入及增速情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

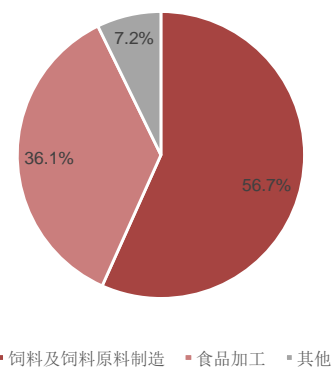
图4：2008年以来公司归母净利润及增速情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司主营业务结构：公司主营罗非鱼产品的生产和销售，覆盖“饲料生产→水产养殖→食品&副产品加工”的全产业链。水产食品加工和饲料及饲料原料业务是公司主要业务板块，其中食品加工在较长的一段时间里是公司营业主力，营收占比长期在50%以上。近年，公司饲料及饲料原料业务占比逐步提升，自2015年开始超过食品加工成为公司营收占比第一的业务。由于食品加工业务毛利率稍低于饲料及饲料原料业务和其他业务，因此毛利占比一直稍逊于其营收占比。饲料和饲料原料业务对公司利润贡献较大，毛利贡献超过了50%。

图5：2008年以来公司营收占比情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图6：2016年公司毛利占比情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 行业分析：巨量需求或引致艺术教育产业腾飞

2.1 政策+资本双重红利利好职业教育快速发展

2.1.1 政策扶持营造良好政治环境

职业教育是我国教育体系的重要组成部分，在谋求产业振兴、实现国家富强方面发挥重要作用，一直以来就受到国家的重点关注和政策扶持。尤其是近年，随着供给侧改革的进一步深化、经济发展方式转变持续推进，政府部门对职业教育的政策推动力度持续加大。2014年6月教育部等六部委印发《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》，提出2020年基本形成具有中国特色现代职业教育体系，并明确提出“2020年，我国中等职业教育在校生达到2350万、专科层次职业教育在校生数达到1480万”的具体目标。2015年，我国拥有中等职业教育在校生1657万人、专科层次职业教育在校生1049万人，仍存较大缺口，每年需保证不少于7.24%的增长率才能实现预期目标。根据产业信息网预测，2020年我国职业教育市场规模达到1.16万亿元，2015-2020年职业教育年均复合增速将达到17%，保持平稳较快增长。

表 1：近年职业教育政策一览

日期	颁发单位	名称	简介
总体规划			
2014.6	教育部、发改委等六部委	《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》	统筹职业教育区域发展布局，各地结合实际优化职业教育区域布局；鼓励企业参与举办职业院校，到2020年，大中型企业参与办学的比例达到80%以上； 科学规划职业教育集团发展，到2020年初步建成300个骨干职业教育集团； 提出2015年初步形成现代职业教育体系，2020年基本形成具有中国特色现代职业教育体系，并提出具体量化指标
2015.3	国务院	2015年政府工作报告	全面促进现代职业教育体系建设，引导部分地方本科高校向应用型转变
2015.11	教育部	《高等职业教育创新发展行动计划（2015-2018年）》	通过3年建设，专科层次职业教育在校生达到1420万人 ，提高本科层次职业教育学生规划和以职业需求为导向的专业学位研究生规模；使人才培养结构根伟合理、质量持续提高，服务“中国制造2025”的能力和服务经济社会发展水平显著提升，促使高等教育结构优化成效更加明显，推动现代职业教育体系不断完善
2016.3	国务院	2016政府工作报告	加大教育投入，加快健全现代职业教育体系，分类推进中等职业教育免除学杂费
2017.2	教育部、人社部、工信部	《制造业人才发展规划指南》	加快修订《职业教育法》，研究出台促进校企合作的有关办法； 通过授权委托、购买服务等方式，推动制造业行业企业深度参与相关专业教学标准和人才培养方案制定等教学资源开发和教学实施； 推进职业教育集团化办学，加快产学研用联盟建设； 依托制造业重大工程项目，推进企业与学校深度合作，发挥重点实验室、工程技术研究中心等研发平台作用； 采用多方共建方式在高等学校、职业学校打造一批工程创新实践中心、教师发展中心和职工培训中心； 职业学校要提高专业教学指导机构中制造业行业企业专家比例。

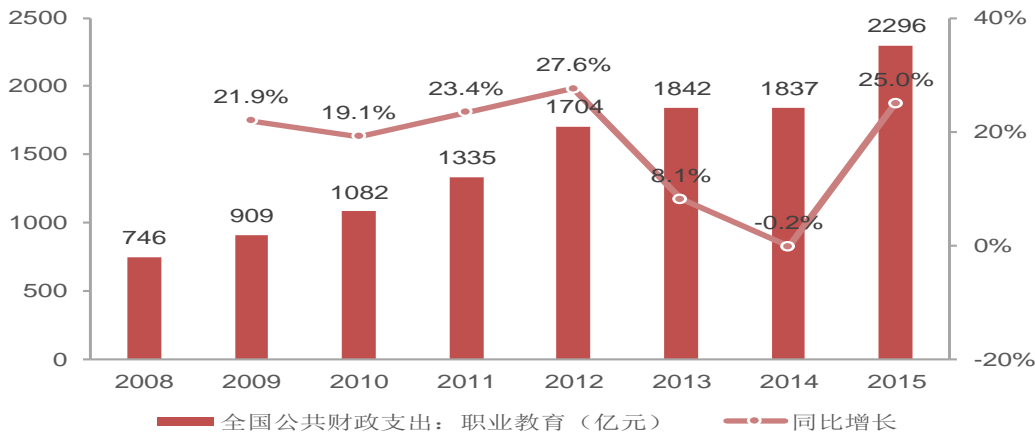
日期	颁发单位	名称	简介
制度建设			
2014.5	国务院	《关于加快发展现代职业教育的决定》	建立完善“双证书”制度，实现学历证书和职业资格证书的对接； 试点引导一批普通本科高校向应用型高校转型，重点举办本科职业教育； 到2020年，形成具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系
2014.9	教育部	《开展现代学徒制试点工作的意见》	积极开展“招生即招工、入学即入厂、校企联合培养”的现代学徒制试点工作； 加强对职业教育招生工作的统筹协调，扩大试点院校的招生自主权，推动校企合作试点
2015.7	教育部	《教育部深化职业教育教学改革全面提高人才培养质量的若干意见》	推动校企共建，加快产教深度融合； 发挥集团化办学优势，推动校企联合招生、培养； 推行双证书制度，将相关课程考试考核与职业技能鉴定合并进行
2015.7	教育部	《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	提高集团化办学参与进度，积极鼓励多元主体组建职业教育集团； 发展面向实业的教育集团，强化职业教育集团化办学的保障机制； 到2020年，初步建成300个具有示范引领作用的骨干职业教育集团；
2015.8	教育部	《职业院校管理水平提升行动计划（2015-2018年）》	逐步完善现代学校制度，提升管理能力，完善质量评价和保障体系
2015.8	教育部	《关于深化职业教育改革全面提高人才培养质量的若干意见》	落实立德树人根本任务、改善专业结构和布局、提升系统化培养水平、推进产教深度融合、强化教学规范管理、完善教学保障机制等六个方面提出了具体改革措施
2015.11	中共中央	《关于深化人才发展体制机制改革的意见》	加快构建现代职业教育体系，创新技术技能人才教育培训模式； 促进企业和职业院校成为技术技能人才培养的“双主体”； 健全以职业农民为主体的农村实用人才培养机制。
2015.11	中共中央	《关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	建立现代职业教育体系； 推进产教结合、校企合作； 推进教育信息化，发展远程教育
2016.2	教育部	《2016年教育信息化工作要点》	大力推进职业教育优质数字教育资源开发与应用，办好全国职业院校信息化教学大赛； 成立职业教育资源库共建共享联盟，探索成果认真，积累和转换机制； 进一步做好国家示范性职业学校数字化资源共建共享计划。
2016.9	教育部	《职业教育专业教学资源库建设资金管理办法》	加强职业教育专业教学资源库建设资金管理，提高资金使用的规范性、安全性和有效性，助推优质职业教育资源共享
财税支持			
2014.11	教育部、财政部	《建立关于完善以改革和绩效为导向的生均拨款制度加快发展现代高等职业教育的意见》	建立完善的以改革和绩效为导向的高职院校生均拨款制度； 整体提高高等职业院校经费水平和人才培养质量，促进高职院校办出特色和水平
2016.9	教育部	《职业教育专业教学资源库建设资金管理办法》	加强职业教育专业教学资源库建设资金管理，提高资金使用的规范性、安全性和有效性，助推优质职业教育资源共享
2016.11	教育部、财政部	《关于实施职业院校教师素质提高计划（2017-2020年）的意见》	继续加大经费投入力度，支持实施新一周期职业院校教师素质提高计划，重点加强“双师型”“教师培养计划，提升中高职教师素质协同发展能力，推进校企人员双向交流合作，加快建成一支高素质专业化的教师队伍

数据来源：西南证券整理

2.1.2 财政投入加大推动行业发展

政府部门为建立具有中国特色的现代职业教育体系，逐步加大职业教育财政投入力度，2015 年我国实现职业教育财政支出 2296 亿元，同比增加 25%，2008-2015 年复合增速达 17%。持续增加的职业教育财政投入为我国职业教育事业奠定了较为稳固的物质基础，有效推进了我国职业教育快速发展。

图 7：2008 年以来我国职业教育财政支出及增速情况

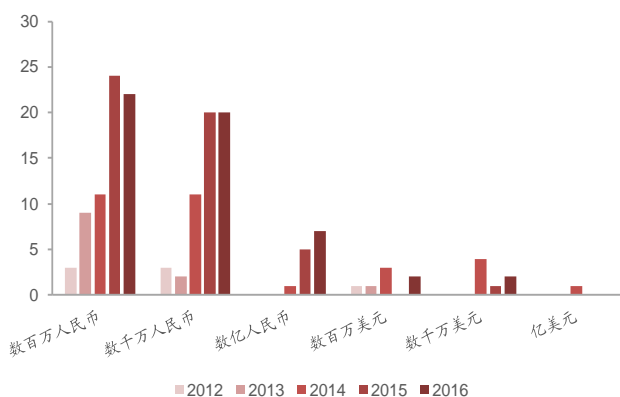


数据来源：Wind，西南证券整理

2.1.3 资本市场热度不减

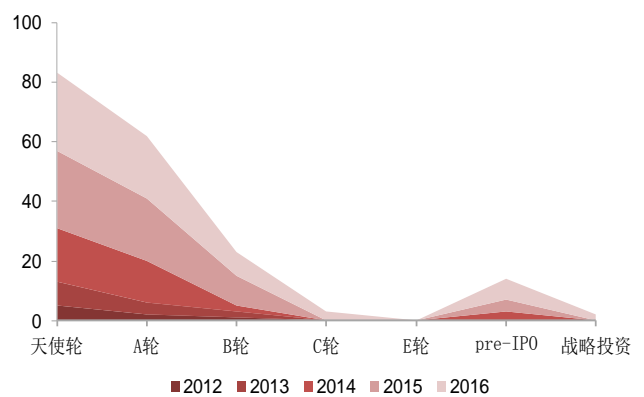
在政府政策的大力推动下，职业教育吸引了社会资本的聚焦。近年，职业教育领域投融资较为火爆，是教育行业热度较高的子行业之一。2016 年，围绕职业教育进行的投融资事件共产生 67 起，较 2015 年增加 7 起，是 2012 年的 8 倍有余。融资规模方面也有了较大提升，大手笔融资事件经常发生，如开元股份 12 亿收购恒企教育、VIPABC C 轮获得融资 2 亿美元、广州中星集团获得首控集团 5 亿元 A 轮融资等。从融资轮次来看，Pre-IPO、战略投资阶段投融资事件增加，说明经过多年发展职业教育商业模式逐步确立，发展已较为成熟。此外，通过梳理近年发生的投融资事件，我们可以发现职业教育行业开始出现细分化趋势，艺术教育、电商培训、创业教育、艺人及经纪培训等新细分领域开始崭露头角。

图 8：职业教育投融资趋势一览



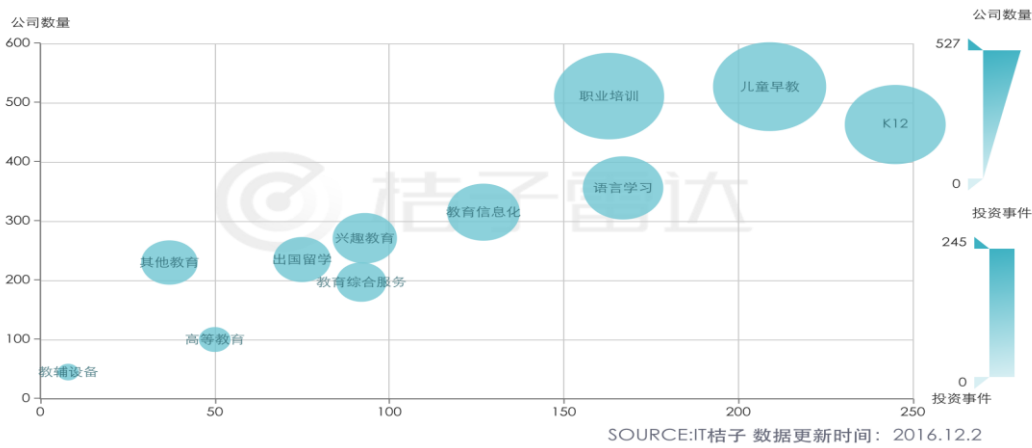
数据来源：IT 桔子，西南证券整理（注：纵坐标为投融资事件数）

图 9：职业教育投资轮次情况



数据来源：IT 桔子，西南证券整理（注：纵坐标为投融资事件数）

图 10：教育产业热度图



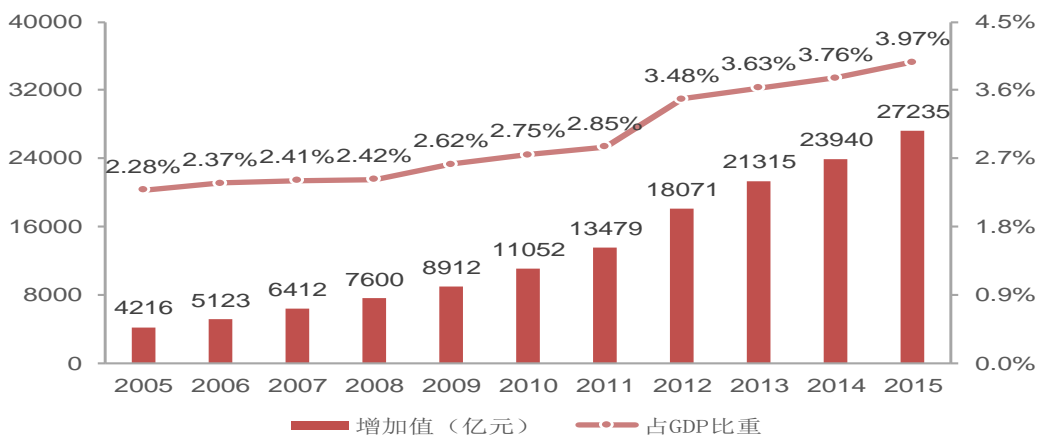
数据来源：IT 桔子，西南证券整理

2.2 艺术教育或是下一个热点板块

2.2.1 文化创意产业催生巨量需求

得益于国家政策扶持和经济结构调整的驱动，我国文化创意产业实现快速增长，其增速高于 GDP 增速，2015 年我国文化及相关产业增加值 2.7 万亿元，同比增加 13.8%，占 GDP 比重约 4%。而美国文化产业增加值占 GDP 比重达 11.3%，世界平均水平也有 5.3%（以上数据为 2013 年）。我国文化创意产业存在较大发展空间。而文化创意行业的快速发展需匹配大量专业人才，这将催生艺术教育行业的巨大需求，以 UI 设计行业为例，我国相关人才缺口达 15 万人。

图 11：2005 年以来我国文化及相关产业增加值及占 GDP 比例



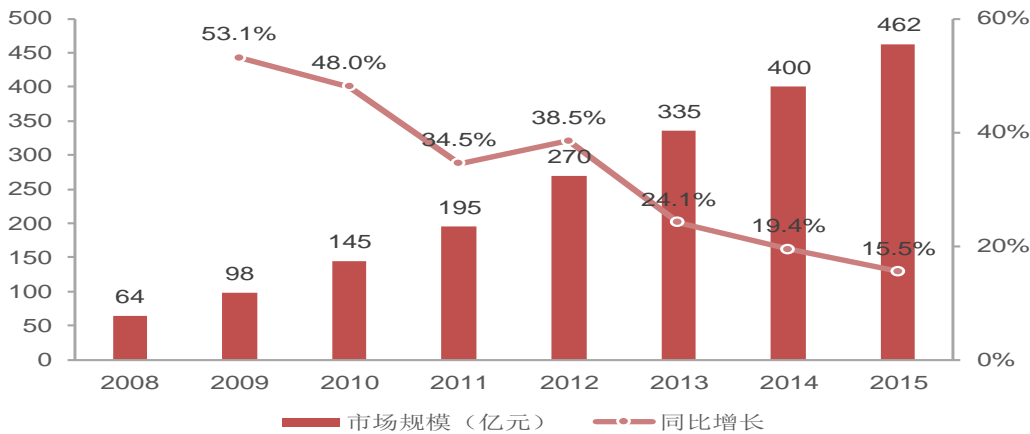
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2.2 教育支出结构变化利好艺术教育持续发展

艺术教育是素质教育重要组成部分，可以培养青少年的智力与心性，使其增强体质、陶冶心灵，对青少年素质培养具有重要作用。目前，教育已成为家庭消费的重要支出领域，根

据艾瑞咨询调查显示，目前超三成家庭每年教育支出超过 6000 元，近两成家庭投入过万，其中一线城市超三成的家庭每年教育支出超过万元。九年义务教育的持续推进下，教育收费逐渐走向规范，家庭教育支出中基础性教育支出（学杂费、食宿费、校服费等）占比逐渐降低，更多的教育预算向扩展性（课外培训费用、课外读物费用等）和选择性教育支出（借读费、择校费等）倾斜，艺术教育成为大多数家长的重要选择，从而激活了艺术教育庞大需求。

图 12：2008 年以来艺术教育市场规模及增速



数据来源：产业信息网，西南证券整理

近年我国艺术教育得到了飞速发展，从 2008 年的 64 亿元的市场规模快速增长到 2015 年的 462 亿元，年均复合增速达到 32.6%。我国目前参与艺术培训人口约占总人口的 2.5%，远低于发达国家 20% 的渗透率水平，存在较大的提升空间。我们认为，在下游旺盛需求刺激下，艺术教育有望实现爆发式增长，或成为职业教育下一个热点板块。

3 火星时代：数字艺术设计教育细分龙头

3.1 收购方案

百洋股份于 2017 年 3 月发布公告称，拟作价 9.74 亿元收购数字艺术设计教育领军企业火星时代 100% 股权，其中以股份发行方式支付 5.6 亿元，相应股票发行价为 20.83 元/股；以现金方式支付 4.14 亿元。同时，公司拟向孙忠义等不超过 10 名特定对象非公开发行股份募集不超过 5.6 亿元配套资金，用于支付现金对价、火星时代信息化升级项目、火星时代移动服务平台项目等，其中公司控股股东孙忠义认购金额不低于 1 亿元。

火星时代原股东承诺：以火星时代股权认购取得的上市公司股票，自其上市之日起锁定 36 个月，其中火星时代原股东分别可在上市之日起满 36 个月、48 个月和 60 个月时，解禁所持股份的 1/3、2/3 和全部股权，并在上市之日起 60 个月内，不以任何方式转让或减少所持合伙企业份额或退出合伙企业。同时，火星时代 2017 年净利润不低于 8000 万元，2017 年和 2018 年累计实现净利润不低于 1.88 亿元，2017-2019 年累计实现净利润不低于 3.338 亿元，以上涉及净利润均为扣非后归母净利润。

3.2 产品线丰富，业绩快速提升

火星时代成立于 2001 年，长期专注于数字艺术设计教育培训服务，设有 8 大产品线、25 个具体产品，涵盖了用户界面、互联网、影视制作、室内设计等领域，是细分领域排名首位的企业。

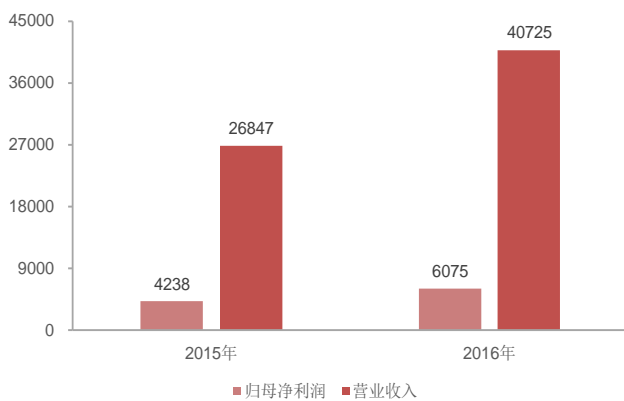
图 13：火星时代课程体系



数据来源：公司官网，西南证券整理

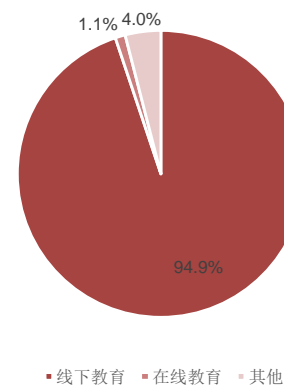
仰赖自身良好的品牌声誉和业务布局顺利实施，火星时代业绩增长迅速。2016 年实现营业收入 4.1 亿元，同比大幅增长 51.4%，归母净利润 6075 万元，同比 43.4%。标的公司主营业务以线下教育为主，占比高达 94.9%。为满足不同需求，标的公司于 2016 年开设线上教育业务，实现 459.6 万元，丰富了公司产品结构。

图 14：火星时代营业收入和归母净利润增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

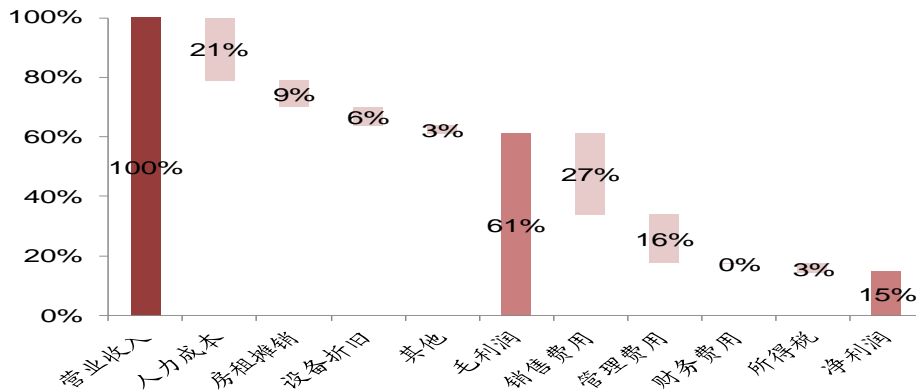
图 15：公司 2016 年营业收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

收入成本分析：

整体来看，公司处于知识密集型行业，核心管理团队和骨干师资队伍是构成核心竞争力的重要组成部分。人力成本、管理费用是公司主要支出项，占总营收的比例达到 37.5%。销售费用也是公司较大的支出项，总营收占比达 27.1%。

图 16: 火星时代收入成本分析


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

分项来看,

1) 人力成本: 人力成本是公司营业成本的主要构成因素。由于公司上调讲师薪酬待遇 (2016 年平均薪资 17.06 万元, 同比增加 6.6%)、吸收优秀讲师进入队伍, 2016 年公司录得人力成本 8598 万元, 同比增长 54.9%, 占总营收比例为 21%。人力成本的大幅提升是导致公司毛利率由 66.5% 降低至 61.1% 的主要原因。

2) 房租摊销: 公司学员上课的教室及办公场所均为租赁物业, 且多选择租金相对实惠的地点进行签约合作, 因此房租摊销部分占总营收比例并不大, 约 9% 左右。

3) 销售费用: 主要包括广告推广费用和工资支出。2016 年公司共产生销售费用 1.1 亿元, 较 2015 年的 6957 万元增长 58.9%。销售费用大幅提升的原因有①2016 年百度竞价规则的变化使公司投放成本有所增加; ②2016 年 8 月与百度贷款签署贴息协议, 由火星时代承担的贷款学员的贴息支出计入市场推广费; ③公司不断扩张使得销售人员相应增加, 导致职工薪酬大幅增长。

4) 管理费用: 主要包含职工薪酬和研发费用, 2016 年共产生 6670 万元, 同比增长 30.8%, 主要是由公司规模扩张、研发投入加大导致。同时, 管理费用占总营收的比例由 19.0% 降低至 16.4%, 呈现边际成本递减现象, 表明公司存在一定规模效应。

3.3 四维优势构筑核心竞争力

3.3.1 品牌优势卓绝, 是公司发展之锚

数字艺术设计教育是职业教育细分领域之一, 现阶段行业集中度较低, 仍处于发展初期。无论从品牌声誉抑或规模体量来讲, 火星时代是该细分领域无可争议的龙头。

自 2001 年成立伊始, 公司就专注于高端艺术设计教育培训业务, 积累了深厚的历史底蕴和较高的品牌声誉, 曾多次获得“中国十大 CG 培训机构”、“最具综合实力职业培训机构”、“最具就业竞争力职业培训机构”、“最具影响力 IT 教育品牌”及“最受欢迎培训机构”的奖项和荣誉称号。火星时代具有较强的市场认可度和品牌影响力。

图 17：市场口碑良好，收获荣誉无数



数据来源：公司官网，西南证券整理

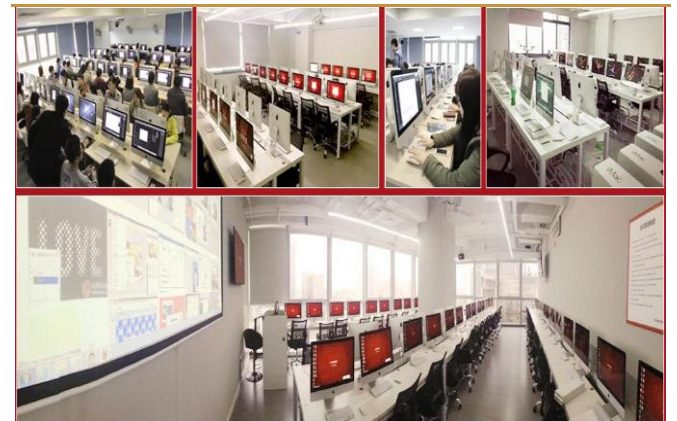
目前，公司在全国 11 个发达省市设立了 13 所教学中心，拥有 391 间教室、1.69 万个座位，年报名人数在 2.1 万人左右，处于行业领先地位。此外，公司创作开发了 170 余种数字艺术类教材和教学软件，拥有 66 个自主研发的软件著作权，旗下数字艺术网站“火星网”注册会员数超过 100 万。火星时代是细分领域内具有较大规模优势的数字艺术设计教育企业。

图 18：覆盖多数发达地区



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 19：一流的硬件配套设施



数据来源：公司官网，西南证券整理

教育行业属于口碑效应非常显著的行业，火星时代在业界较高的声誉将助推其未来业务拓展的顺利实施，为公司构筑一道坚固的护城河。

3.3.2 师资优势显著，是业务拓展之基

数字艺术属于美学艺术和计算机技术相结合的复合型学科，对师资的项目经验、作品质量等素质要求较高。火星时代倾力打造了一支由行业专家、专业教师组成的业内领先的师资队伍。公司师资配比科学合理，与国际知名数字艺术院校的比例接近，不同的教师从自身专业出发，满足学员不同阶段的培训需求。

图 20：国内外知名大师输出前沿知识



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 21：全职教师提升实践能力



数据来源：公司官网，西南证券整理

火星时代教师团队持续扩张，目前拥有近 404 名全职教师，较 2015 年增加 31.2%；教龄结构持续改善，拥有 1 年以上教龄的教师比例大幅提升，占比达到 55.2%。公司教师质、量两方面均有大幅提升，为公司业务扩张提供稳定的师资基础。

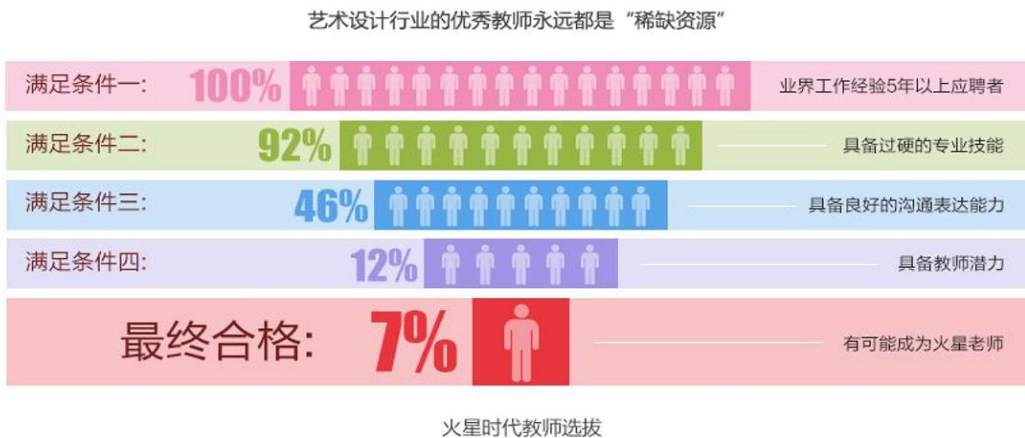
表 2：教师教龄分布情况

教龄分布	2015 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	讲师人数 (人)	占比	讲师人数 (人)	占比
1 年以下	194	62.99%	181	44.80%
1 年至 2 年	50	16.23%	135	33.42%
2 年至 3 年	17	5.52%	37	9.16%
3 年至 4 年	16	5.19%	16	3.96%
4 年至 5 年	8	2.60%	11	2.72%
5 年以上	23	7.47%	24	5.94%
合计	308	100%	404	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

火星时代具有完整严格的讲师选拔和培训体系，教师不仅需要具备多年从业经验和高水平技能，还需要参加岗前培训和定期及选拔性的在职培训，提升教师授课技能和业务能力，进而打造业务知识精湛、教学技能娴熟的高水准全职讲师队伍。

图 22：火星时代师资选拔门槛高



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3.3 课程完善针对性强，是公司立足之本

课程内容和教学体系是培训机构安身立命的根本，也是火星时代从众多竞争者中脱颖而出的关键。

教学方式：火星时代采用“现场授课+双师教学”相结合的培训方式。其中，现场授课主要以北京和上海的教学中心为主，其他教学中心采用双师教学模式进行授课，不仅保证了各地的教学质量一致，也保证了各教学中心课程体系的完整性。

课程覆盖：火星时代课程覆盖 8 大产品线，25 个教育产品，是业内课程覆盖最为完善的，具备显著优势。

表 3：课程覆盖对比

	UI 设计	WEB 前端	影视剪辑	影视特效	游戏程序开发	游戏美术设计	室内设计	传统美术
火星时代	√	√	√	√	√	√	√	√
汇众益智	√			√	√	√		
完美动力	√		√	√		√		
AAA 教育	√	√						
水晶石教育	√			√		√	√	

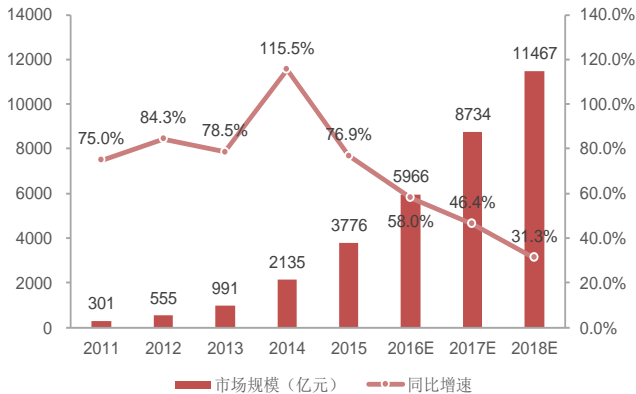
数据来源：西南证券

课程研发：火星时代具备深厚的课程研发经验，在课程研发中不断将行业实践经验、市场发展和需求、学员反馈转化为教研成果，体现于教学案例中、运用于教学实践中，实现课程体系紧跟市场需求和行业发展的目标，从而提升教学品质和学员满意度。

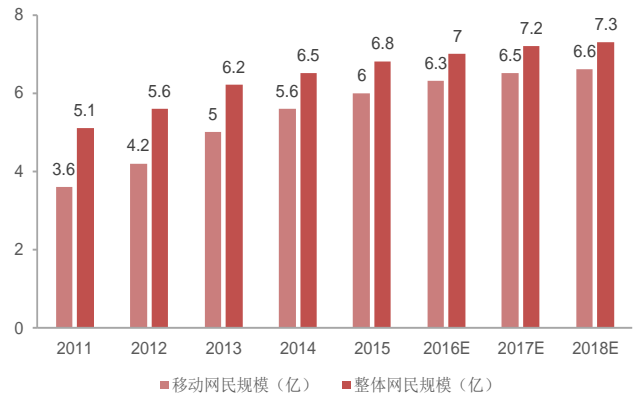
➤ UI 设计

UI 设计师简称 UID (User Interface Designer)，专注于软件的人机交互、操作逻辑、界面美观的整体设计工作，在移动应用产品设计、游戏软件、多媒体制作、广告设计等诸多领域拥有广阔的发展空间，是目前中国信息产业中最为抢手的人才。

我国移动互联网产业蓬勃发展，2015年我国移动互联网市场规模达3776亿元，同比大幅增长76.9%，2011-2015年复合增速达到88.2%，预计2018年市场规模达1.15万亿元，2015-2018年年均复合增速将达到44.8%。截至2015年，我国网民数量达到7亿，其中手机网民达到6.3亿。通信技术的日新月异、移动智能设备的普及应用将助推移动互联网产业保持快速增长态势，进而促进UI设计、Web前端人才的需求。根据国家信息产业部调查数据，目前我国UI设计师缺口达15万人之多，潜在培训需求空间较大。

图 23：我国移动互联网市场规模及增速情况


数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 24：我国整体网民和移动网民规模


数据来源：智研咨询，西南证券整理

以北京为例，UI设计师月均工资收入达11420元，远超北京市职工平均工资收入的7086元。其中，超过49%的UI设计师收入在8K-15K之间，超过26%的UI设计师收入在15K-30K之间，拥有较高收入者（30K-50K）的比例也在2.7%。

图 25：北京 UI 设计师工资收入情况


数据来源：职友集，西南证券整理

➤ 影视后期特效

影视特效是利用人工制造手段营造出来的假象或幻觉。随着计算机技术的快速发展，影视特效被广泛应用于电影、电视剧和电视动画等领域，已逐步发展成为整个影视后期的重要环节。2015年，我国影视市场规模约1650亿元，到2020年将超过5000亿元，年均复合增速达到25%。高度依赖影视特效的影视剧作逐渐成为主流，取得了不菲的票房成绩，如《美

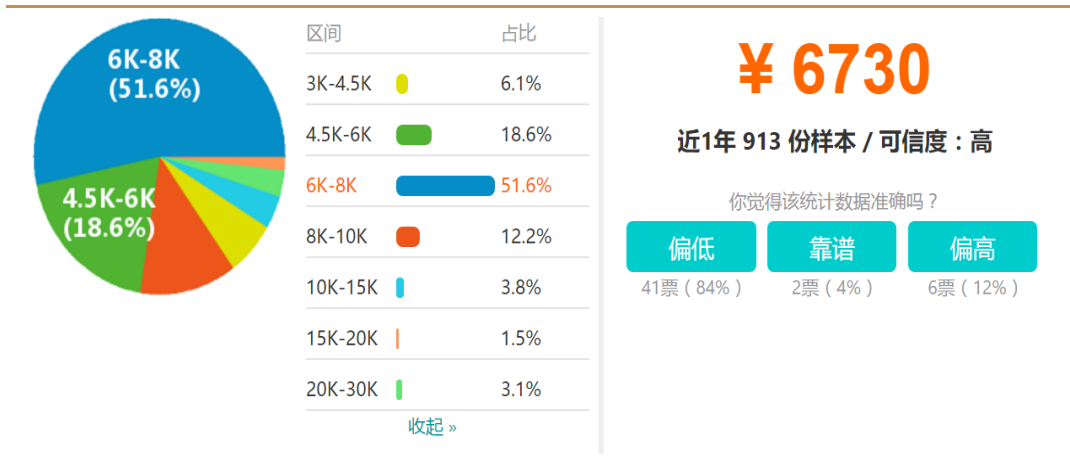
人鱼》、《捉妖记》等影片席卷整个市场，取得数十亿元的票房成绩。上游行业的持续景气将有力带动影视后期特效行业的快速发展，相关人才需求也将持续增加。

表 4：运用影视特效的作品叫好又叫座

序号	片名	类型	影片制式	上映时间	年度票房 (亿元)
1	美人鱼	喜剧/爱情/奇幻	3D	2016.2.8	33.9
2	捉妖记	喜剧/奇幻/古装	2D+3D+IMAX	2015.7.16	24.4
3	寻龙诀	剧情/动作/奇幻	2D+3D+IMAX	2015.12.18	13.7
4	西游记之三打白骨精	喜剧/动作/奇幻	3D+IMAX	2016.2.8	12.0
5	九层妖塔	动作/惊悚/冒险	2D+3D	2015.9.30	6.8

数据来源：艺恩智库，西南证券整理

图 26：北京影视后期从业人员工资收入情况



数据来源：职友集，西南证券整理

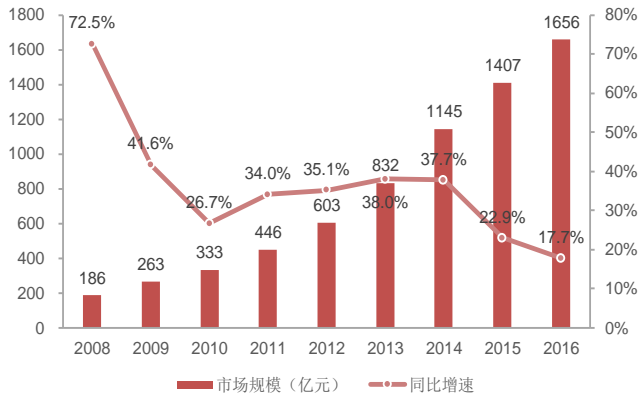
根据特效人员不同的技术水平，业内初步将特效人才分为三个等级：1) 初级水平：从业半年到一年，项目经验较浅，但基本操作可以，月薪约为 5000 元；2) 中级水平：两至三年从业经验，比较成熟，经历项目有一定标准，月薪为 6000-10000 元；3) 高级水平：该级别属于专业技术人员，专业院校毕业，工作经验 3 年以上，月薪 10000-30000 元，特效稿件人才也属于稀缺人才。

现阶段，我国影视特效人员的月均工资约 6730 元，欧美国家整体影视特效人工成本可能是同等级别中国影视特效人工成本的两倍左右，且随着影视特效应用的愈发广泛，影视特效人员待遇有望实现提升。

➤ 游戏设计

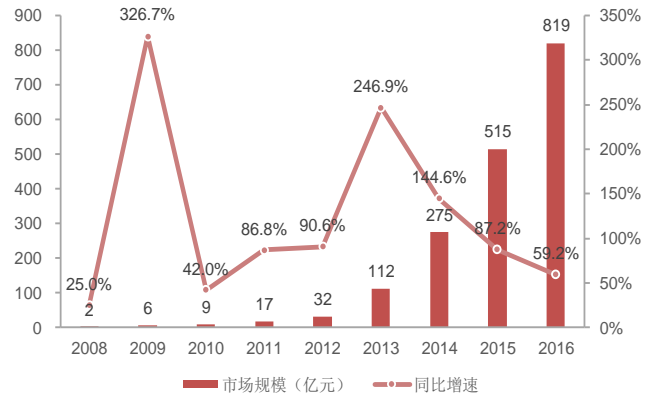
近年，我国游戏产业呈现爆发式增长态势，由 2008 年的 186 亿元飙升至 2016 年的 1656 亿元，复合增速达到 31.4%，其中移动游戏发展最为迅猛，2016 年实现 819 亿元市场规模，占整体市场的 49.2%，2008-2016 年复合增速高达 120%。市场环境一片大好的背景下，对游戏设计专业人才的需求也呈现快速增长趋势。其中，游戏美术设计是需求量最大的子领域之一，相关数据显示，游戏美术设计人才缺口达 60 万人。

图 27: 我国游戏行业市场规模及增速情况



数据来源:《2016 年中国游戏产业报告》, 西南证券整理

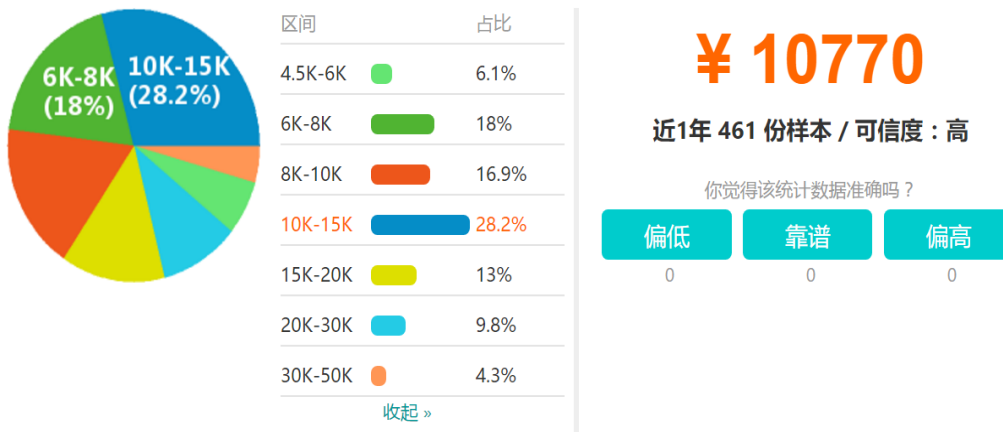
图 28: 我国移动游戏市场规模及增速情况



数据来源:《2016 年中国游戏产业报告》, 西南证券整理

北京游戏美术设计师平均月工资为 10770 元, 比北京市职工平均工资高 52%。其中, 超过 28% 的游戏美术设计师薪酬在 10K-15K 之间, 超过 22% 的从业员工工资在 15K-30K 之间, 约有 4.3% 的高水平设计师薪酬处于 30K-50K 的金字塔顶。

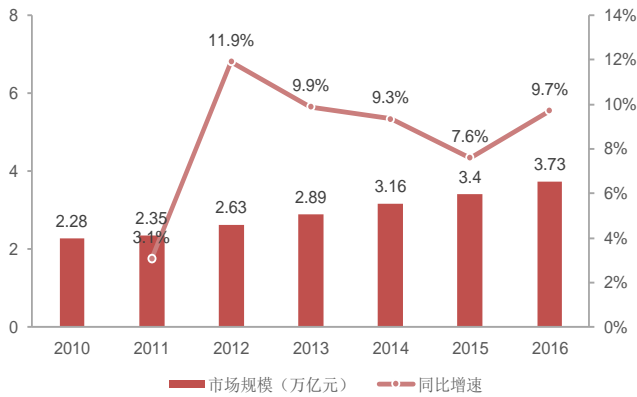
图 29: 北京游戏美术设计师工资收入情况



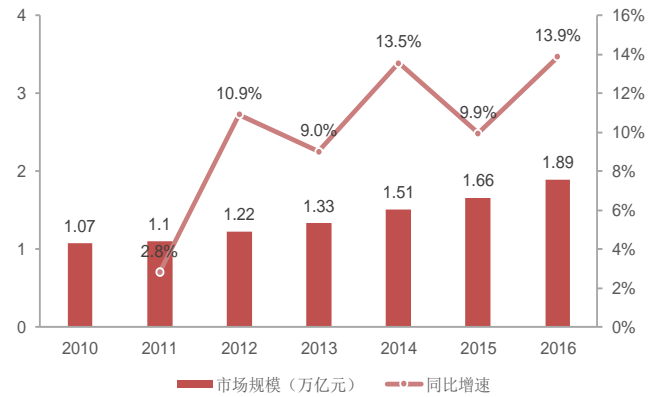
数据来源: 职友集, 西南证券整理

室内装饰

随着城镇化进程的加速和居民生活水平的提升, 建筑装饰需求量得到迅速释放。2016 年, 全国建筑装饰行业完成工程总产值达到 3.73 万亿元, 较 2015 年增加 3400 亿元, 增幅达到 9.7%, 其中住宅建筑装饰完成产值 1.89 亿元, 同比增加 6900 亿元, 同比增加 13.9%。**室内设计是建筑装饰价值链条的前端, 将随着建筑装饰行业的持续增长实现同步发展。**

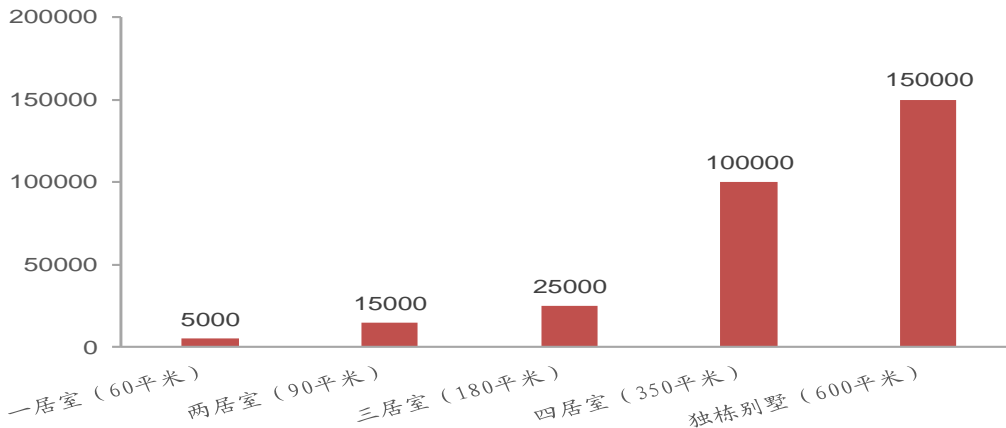
图 30: 建筑装饰行业市场规模及增速情况


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 31: 住宅建筑装饰市场规模及增速情况


数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

室内设计师的收入多以底薪+提成为主, 底薪在收入中的占比不大, 对整体收入起主要影响的是提成。提成的金额与工程款直接挂钩, 从 5000 到 15 万存在较大差异。室内设计师在早期缺乏经验、名声不显, 因此接触的工程较小, 造成整体收入不高的情况普遍出现。而随着从业时间逐步增加、业务技术逐步成熟, 设计师后期接触的项目数量和规模直线上升, 进而使得收入呈现快速增长的现象。

图 32: 室内设计师项目提成情况


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 33：室内设计师收入呈几何倍数递增



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3.4 就业系统完善，是公司招生之本

火星时代不仅能够为学员提供优质的教育，同时还为学员提供专业的就业指导 and 就业推荐服务，进一步提升了火星时代的品牌优势和行业竞争力。目前，公司成功搭建了经验丰富的就业指导团队，拥有一整套科学完善的就业推荐流程，建立了教育、就业服务一体化机制。

1) 火星时代与国内 30000 多家用人单位建立了良好密切的合作关系，一方面充分了解市场招聘需求，对教育教学形成指引；另一方面，通过不断向行业输送人才，也提升了火星时代在企业用人市场的口碑和影响力。

2) 火星时代每月、每季度、每年都会举办多场大型、专场招聘会，帮助学员成功实现与理想用人单位的签约，并替用人单位解决了“用人荒”的尖锐问题。

图 34：公司定期召开各类招聘会



数据来源：公司官网，西南证券整理

在科学完善的就业系统的帮助下，公司 2015 年、2016 年毕业生就业率分别为 95.78% 和 96.43%，毕业生就业单位层次较高、平均收入达到 6500 元左右，处于行业顶尖水平。

表 5：毕业生就业有保障

学生就业公司类别	2016 年占比	2015 年占比
互联网+	44.52%	39.37%
游戏	14.34%	16.63%
影视后期制作	8.69%	11.55%
装修设计	7.75%	5.70%
无需就业人员	21.14%	22.54%
未就业人数	3.57%	4.22%
合计	100%	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理（备注：无需就业人员主要为大一、大二等在校学员）

4 未来展望：艺术设计教育领域的好未来

教育培训行业目前主要存在名师导向型、销售导向型和课程导向型等三种模式。

1) 名师导向型：主要依托名师声誉获得学生家长的信任，实现快速招收学员的目的。名师的社会声誉和教学经验是最重要因素，因此容易形成培训机构对其的依赖，无法实行一致的课程管理，较难保证培训服务质量，名师流失也容易对培训机构产生较大冲击。

2) 销售导向型：主要依托各种营销手段进行招生，可以快速获取生源实现收入。但是这一模式营销成本较大，难以保证课程内容、师资、服务的投入和质量，也难以保证课程续费率。

3) 课程导向型：主要依托教研体系提供标准化课程，保证各个教师的教学质量一致，同时减小教师流失对培训机构业务带来的冲击。但是自主研发教研体系门槛较高，需要投入大量资源，对培训机构产生较大的成本压力。

表 6：教育培训行业主流模式对比

模式	优势	劣势
课程导向型	标准化课程，保证教学质量 降低教师流失的影响	教研成本较大
销售导向型	拓展迅猛，较快实现收入	营销成本较大 师资质量受限，服务效果打折扣
名师导向型	“名师效应”下，可迅速实现招生	忽视学员个性化诉求 教学服务质量残次不齐

数据来源：西南证券

公司深耕艺术设计教育多年，积累了大量教研教学经验，自研的出版图书、课程体系紧跟行业实践和市场需求，具备较强的内容优势。而且，公司业务、资金规模体量较大，拥有进行大量教研投入的基础。因此，我们认为课程导向型模式是火星时代最适宜的发展方向，应依托行业深刻理解，做深做细课程体系，从而构筑较高内容壁垒，形成核心竞争力。

4.1 品质端：强化品质，缔造竞争优势

教学服务品质是教育培训机构的生命线。高品质教学要求拥有精细完善的课程体系、行业领先的教学水平以及严格负责的学员服务，这些是火星教育一直以来非常关注的，也是未来计划重点突破的领域。

1) 深挖教学，塑造标准化课程体系

火星时代采用中央厨房式管理模式，总部负责包括课程研发、教师培训、职能部门体系建设等在内的核心业务内容，有利于实行流程控制、把控核心业务质量。公司计划深挖课程内容，构建一整套标准化课程体系，实现对课程品质的统一。

2) 规范授课，提升教师授课质量

火星时代拥有一整套完善的教师选拔、培训、管理体系，为公司培养了一批业务知识精湛、教学技能娴熟的高水平教师团队。公司在加强教师培训的同时，计划采用录播方式为主的标准化课程体系，用来规范教师课堂授课内容和传授方式，一方面最大程度地减少不同教师授课水平的差距，另一方面通过标准化课程降低教师流失所带来的不利影响。

3) 严格管理，增强学员服务品质

我们通过调研发现，火星时代，本着认真负责的态度，对学员实行严格管理。公司未来计划实行“996模式”，即每天9点上课、每天上9个小时课程、一周上6天课程，严格执行考勤记录，并与毕业证书挂钩。学员服务品质的加强不仅提升了学员的知识吸收程度，也从根本上保障了毕业生的就业竞争力，最终有利于公司品牌的创建。

表 7：培训机构教学要求

公司	课时设置	考勤要求
火星时代	周一至周五全天上课 (9:00-17:00)，周六开放教室自习，有晚自习	要求较为严格，出勤和毕业证书挂钩
汇众益智	周一至周五半天上课、半天练习 (全天 7 小时课时)，没有晚自习	要求较为宽松，没有硬性规定
完美动力	周一至周五全天上课 (9:00-17:00)，有晚自习	要求较为宽松，没有硬性规定
AAA 教育	周一至周五全天上课 (9:00-17:00)，有晚自习	要求较为宽松，没有硬性规定
水晶石教育	周一至周五全天上课 (9:00-17:00)，周末开放教室自习，没有晚自习	要求较为严格，出勤和毕业证书挂钩

数据来源：西南证券 (备注：通过调研访谈获得)

4.2 渠道端：多点出击，构建营销生态

需求下沉，扩大覆盖二三线城市

《国家新型城镇化规划 (2014-2020 年)》中明确指出，“到 2020 年，我国常住人口城镇化率将达到 60%左右，户籍人口城镇化率达到 45%左右，努力实现 1 亿左右的农业转移人口和其他常住人口在城镇落户”。这 1 亿左右人口中绝大多数面临着就业创业问题，这无疑对二三线城市职业教育提供了巨大需求基础。同时，智联招聘、中国人民大学中国就业研究所发布的相关报告显示，二三线城市招聘需求缺口较大，平均 2 个岗位对应 1 个求职者，就业形势相对较好。其中，互联网、金融和房地产是拉动二三线城市就业需求暴涨的三个主要行业。同时，我国大多数高等院校分布于二三线城市，北京、上海、广州、深圳等一线城市高校数量占比不到 10%，我国大部分高等学校和高校在校生分布在二三线城市，职业教育

培训需求旺盛。针对职业教育需求下沉的趋势，火星时代计划对现有教学中心进行扩建，另一方面选择性覆盖二、三线经济发达城市，将教学中心数量增加至 20 个，以期踏上二三线城市职业教育发展的契机。

效法达内，开拓校园渠道

高校是职业教育的入口，且二者结合愈发紧密。2015 年，教育部等多部门联合推出《关于引导部分地方普通本科高校向应用型转变的指导意见》，要求“推动高等教育与职业教育沟通衔接”，“建立学校、地方、行业、企业和社区共同参与的合作办学、合作治理机制”。在校企合作开拓校园渠道方面，达内科技和慧科教育等企业具有一定先发优势。

图 35：慧科教育是校企合作的典范



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司未来将效法达内科技、慧科教育等企业在校园渠道建设方面的先进经验，在未来三年逐步加大校园渠道的建设力度，有利于拓宽学员流入，减少公司营销成本。

重建社区，导入线上学员流量

火星时代于 2001 年创建了数字艺术与游戏娱乐一体化的专业门户网站——火星网，主要提供网络资讯、数字教程、视频教学、图片素材、求职招聘、互动社区等一系列服务。其中，作为专业艺术设计教育社区平台，火星社区聚集了大量 CG 领域从业人员、各类院校学生和广大 CG 爱好者，注册用户达 190 余万，讨论主题约 132 万、互动帖 1879 万个，高峰期 600 多万。

图 36：火星网首页



数据来源：公司官网，西南证券整理

目前，火星网的3月日均UV（独立用户数量）为80000，日均PV（网页浏览次数）为224000。这类专业门户网站用户结构简单、黏性较好，线上线下转化率较高，可成为公司线下培训业务的重要流量入口。

利用出版优势，完善营销体系建设

从1994年第一本《三维动画速成》至今，火星时代联合国家权威出版机构，前后出版了130多个品种的教材，创造了“火星人”、“新火星人”、“火星课堂”、“火星风暴”、“白金手册”等品牌。2007年，火星时代被Autodesk授予中国唯一“ACT标准认证教材研发中心”，其后获封Autodesk授权出版商称号，自主开发的Autodesk权威认证的标准培训教材、劳动部职业技能培训教材系列、中国高等教育美术院校教材系列等权威教材被各大学校作为标准授课教材使用。

图 37：火星图书流入各大高校



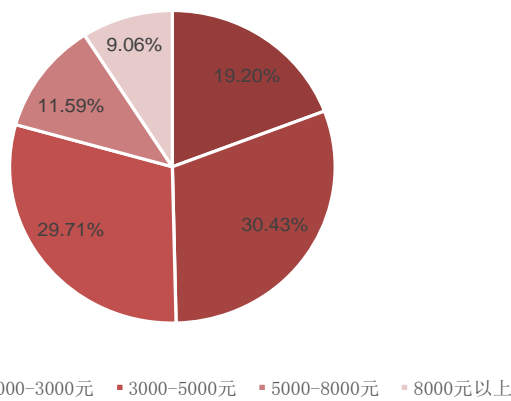
数据来源：公司官网，西南证券整理

火星时代经过多年的潜心探索，在教材的选题、编写和教学光盘的开发上，已经拥有了一套非常成熟的经验，且出版图书受到各大学校师生广泛追捧，已形成一定市场美誉度，对公司品牌营销形成裨益。

4.3 产品端：扩大产品线，覆盖青少年群体

2015年，我国艺术培训市场规模达462亿元，其中基础教育阶段艺术教育市场规模达349亿元，占整体的75.5%，是目前艺术培训市场的重要构成。根据智研咨询调查显示，85%的家长为子女至少报名一门艺术培训课程，近四成的家长报名两门以上的艺术培训课程。家庭年均艺术培训支出在2000元以下的占比19.2%；2000-3000元的占比30.43%；3000-5000元的占比29.71%；5000-8000元占比11.59%；8000元以上的占比9.06%。随着家庭收入的提升、二胎政策的全面放开以及愈来愈浓的社会文化氛围，基础教育阶段艺术教育市场仍将保持快速增长态势。

图 38：基础教育阶段艺术培训支出分布



数据来源：智研咨询，西南证券整理

应对市场需求变化，火星时代拟增设青少年数字艺术培训等新的产品线，以实现产品维度和覆盖范围的提升。以往，公司专注于成人阶段数字艺术设计教育业务，主要针对院校学生和毕业不久后的重新择业学生，覆盖范围有限，随着新产品线的陆续推出，公司经营风险得到有效分散，收入来源将实现多元化、收入体量有望实现极大提升。

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司主营业务出口产能持续释放，饲料及饲料原料制造业务毛利率保持 13% 左右，食品加工业务毛利率保持 9% 水平；

假设 2：其他产品销量保持稳定增长，毛利率为 18%；

假设 3：假定火星时代 7 月开始并表，2017-2019 年开班人数增速分别为 25%、12% 和 10%，客单价变动幅度分别为 2.8%、2.3% 和 2.2%，毛利率维持在 60% 左右。

表 8：火星时代收入预测

课程产品	项目	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
UI 设计、Web 前端	开班人数	7,940	11,523	14,404	16,132	18,068
	客单价 (元)	17,309	18,246	18,793	19,169	19,552

课程产品	项目	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
	销售收入 (万元)	13,743	21,024	27,069	30,923	35,327
游戏设计	开班人数	4,569	4,331	4,548	4,639	4,731
	客单价 (元)	23,890	24,559	25,050	25,551	26,062
	销售收入 (万元)	10,915	10,636	11,391	11,852	12,331
影视后期	开班人数	1,574	2,894	4,052	4,457	4,813
	客单价 (元)	18,894	20,947	21,995	23,095	23,787
	销售收入 (万元)	2,974	6,062	8,911	10,293	11,450
室内设计	开班人数	1,147	2,462	3,644	4,555	5,238
	客单价 (元)	22,927	16,436	18,080	18,984	19,933
	销售收入 (万元)	2,630	4,047	6,588	8,647	10,441
传统美术	开班人数	152	134	135	137	138
	客单价 (元)	23,671	25,328	26,595	27,925	29,321
	销售收入 (万元)	360	339	360	382	405
合计 (万元)		30,622	42,109	54,319	62,096	69,953

数据来源: 西南证券

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
饲料及饲料原料制造	收入	1029.92	1132.9	1223.5	1321.4
	yoy	10.7%	10.0%	8.0%	8.0%
	成本	893.45	985.63	1,064.48	1,149.64
	毛利率	13.25%	13.0%	13.0%	13.0%
食品加工	收入	944.12	1,057.4	1,184.3	1,326.4
	yoy	10.7%	12.0%	12.0%	12.0%
	成本	857.35	962.25	1,077.72	1,207.04
	毛利率	9.19%	9.0%	9.0%	9.0%
其他产品	收入	93.45	105.6	119.3	134.8
	yoy	16.2%	13.0%	13.0%	13.0%
	成本	76.04	86.59	97.85	110.57
	毛利率	18.63%	18.0%	18.0%	18.0%
教育	收入	-	339.4	621.0	699.5
	yoy	-	-	14.4%	12.6%
	成本	-	135.75	242.20	265.82
	毛利率	-	60.0%	61.0%	62.0%
合计	收入	2,068.53	2,636.4	3,149.3	3,483.3
	yoy	10.99%	27.5%	19.5%	10.6%
	成本	1,827.01	2,171.2	2,483.2	2,734.1
	毛利率	11.68%	17.6%	21.1%	21.5%

数据来源: 公司公告, 西南证券

相对估值:

由于公司业务板块分属不同行业，我们采用分部估值法进行预测。

1) 水产品板块:

公司是国内领先的全产业链覆盖的水产品综合供应商，我们选取獐子岛、国联水产和好当家作为可比公司，2017年PE均值为30.11倍，给予公司水产品板块30倍估值。

表 10: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002069.SZ	獐子岛	8.80	0.11	0.29	0.45	(36.97)	30.63	19.75
300094.SZ	国联水产	6.85	0.12	0.27	0.67	78.45	25.18	10.26
600467.SH	好当家	3.36	0.03	0.10	0.12	165.33	34.32	29.12
	中值					78.45	30.63	19.75
	均值					68.94	30.04	19.71

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券 (数据截至 2017.6.2)

2) 教育板块:

公司借助收购火星时代涉足艺术设计教育领域，A股中有新南洋、开元股份、世纪鼎利和文化长城等4家上市公司可作为可比公司，2017年PE均值为42.27。火星时代是艺术设计教育龙头，优势显著，我们给予公司教育板块50倍估值。

表 11: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
600661.SH	新南洋	20.88	0.71	0.45	0.60	51.80	46.06	34.93
300338.SZ	开元股份	22.11	0.02	0.44	0.61	498.48	49.76	36.28
300050.SZ	世纪鼎利	9.76	0.24	0.34	0.46	51.82	28.80	21.41
300089.SZ	文化长城	14.95	0.35	0.34	0.38	71.79	44.44	39.61
	中值					61.81	45.25	35.61
	均值					168.47	42.27	33.06

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券 (数据截至 2017.6.2)

表 12: 公司整体估值

板块分类	2017 预计毛利润(百万元)	2017 预计净利润(百万元)	PE	市值 (百万元)
水产品板块	261.6	64.1	30	1923.0
教育板块	203.7	50.6	50	2530.0
合计				4453.0

数据来源: 西南证券

通过分业务测算，我们估算公司2017年对应市值为44.5亿元，公司总股本为2.03亿股（考虑购买资产新增股份影响），对应股价为21.95元/股，相当于39倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

市场竞争加剧的风险：市场竞争过于激烈将导致整体行业动荡，公司业绩或受一定影响。

食品安全风险：公司传统主业为冻罗非鱼的生产和销售，若发生食品安全问题将会对公司业绩造成不利影响。

汇率风险：公司超过四成的水产品销往国外，汇率波动会对公司利润产生一定影响。

收购进程或不达预期的风险：公司重组方案的实施存在一定不确定性。

业务整合或不及预期的风险：公司传统主业与教育行业存在较大差异，二者若不能进行有效整合，可能对公司整体业绩产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2068.53	2636.36	3149.23	3483.25	净利润	67.24	130.22	195.96	238.61
营业成本	1827.01	2171.19	2483.22	2734.06	折旧与摊销	57.95	99.85	99.85	99.85
营业税金及附加	5.30	6.59	7.87	8.71	财务费用	11.73	15.15	13.05	13.19
销售费用	55.01	143.68	215.72	233.38	资产减值损失	11.31	10.00	10.00	10.00
管理费用	94.69	154.23	206.27	221.19	经营营运资本变动	-91.36	-122.79	-119.74	-80.23
财务费用	11.73	15.15	13.05	13.19	其他	21.56	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	11.31	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	78.42	122.43	189.12	271.42
投资收益	-0.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-58.51	-869.06	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-102.79	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-161.31	-869.06	0.00	0.00
营业利润	63.34	135.51	213.09	262.73	短期借款	11.42	288.32	-89.40	-171.58
其他非经营损益	14.78	16.17	15.70	15.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	78.11	151.68	228.79	278.59	股权融资	0.00	560.00	0.00	0.00
所得税	10.87	21.46	32.83	39.98	支付股利	-17.60	-18.27	-35.38	-53.25
净利润	67.24	130.22	195.96	238.61	其他	-76.32	-15.15	-13.05	-13.19
少数股东损益	7.98	15.46	23.27	28.33	筹资活动现金流净额	-82.51	814.89	-137.84	-238.02
归属母公司股东净利润	59.26	114.75	172.69	210.28	现金流量净额	-164.91	68.27	51.29	33.40
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	195.37	263.64	314.92	348.33	成长能力				
应收和预付款项	396.72	511.44	606.45	671.63	销售收入增长率	10.99%	27.45%	19.45%	10.61%
存货	308.73	366.89	419.61	462.00	营业利润增长率	20.95%	113.95%	57.25%	23.30%
其他流动资产	24.51	32.63	38.42	42.70	净利润增长率	9.68%	93.66%	50.49%	21.76%
长期股权投资	96.67	96.67	96.67	96.67	EBITDA 增长率	22.89%	88.33%	30.13%	15.27%
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	730.38	640.28	550.18	460.08	毛利率	11.68%	17.64%	21.15%	21.51%
无形资产和开发支出	123.71	983.18	973.59	964.00	三费率	7.80%	11.87%	13.81%	13.43%
其他非流动资产	38.11	37.95	37.79	37.62	净利率	3.25%	4.94%	6.22%	6.85%
资产总计	1914.20	2932.68	3037.64	3083.03	ROE	6.00%	7.26%	10.03%	11.15%
短期借款	566.35	854.67	765.27	593.69	ROA	3.51%	4.44%	6.45%	7.74%
应付和预收款项	197.52	254.20	287.58	318.52	ROIC	4.36%	6.34%	7.59%	9.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.43%	9.50%	10.35%	10.79%
其他负债	28.73	30.27	30.67	31.35	营运能力				
负债合计	792.60	1139.14	1083.52	943.55	总资产周转率	1.09	1.09	1.05	1.14
股本	176.00	202.88	202.88	202.88	固定资产周转率	3.10	3.89	5.36	7.00
资本公积	468.21	1001.32	1001.32	1001.32	应收账款周转率	5.81	6.33	6.11	5.91
留存收益	378.79	475.27	612.58	769.61	存货周转率	6.29	6.43	6.31	6.20
归属母公司股东权益	1023.00	1679.48	1816.79	1973.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.09%	—	—	—
少数股东权益	98.60	114.06	137.33	165.66	资本结构				
股东权益合计	1121.60	1793.54	1954.12	2139.48	资产负债率	41.41%	38.84%	35.67%	30.60%
负债和股东权益合计	1914.20	2932.68	3037.64	3083.03	带息债务/总负债	71.45%	75.03%	70.63%	62.92%
					流动比率	1.21	1.05	1.30	1.66
					速动比率	0.80	0.73	0.91	1.16
					股利支付率	29.70%	15.92%	20.49%	25.32%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	133.02	250.52	325.99	375.77	每股收益	0.29	0.57	0.85	1.04
PE	61.80	31.91	21.21	17.42	每股净资产	5.53	8.84	9.63	10.55
PB	3.27	2.04	1.87	1.71	每股经营现金	0.39	0.60	0.93	1.34
PS	1.77	1.39	1.16	1.05	每股股利	0.09	0.09	0.17	0.26
EV/EBITDA	26.40	16.83	12.50	10.30					
股息率	0.48%	0.50%	0.97%	1.45%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告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东路 166 号中国保险大厦 15 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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn