

# 罗非鱼类业务稳健，数字艺术教育龙头起航

2017年7月20日

**强烈推荐**

	李亚军(分析师)	肖明亮(分析师)
电话:	020-88863187	020-88832290
邮箱:	liyj@gzgzhs.com.cn	xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310516060001	A1310517070001

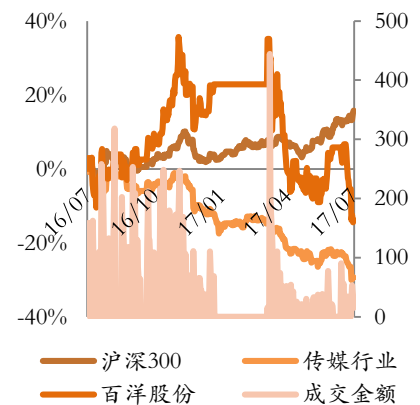
现价:	17.00
目标价:	22.1
股价空间:	30%

## 投资要点

- 下游成长+就业刚需，数字艺术教育产业迎来风口，龙头标的有望首先受益。**从行业成长性来看：数字创意产业首纳《十三五国家战略新兴产业规划》，规划预计至2020年相关产业规模达8万亿，数字创意产业成为政策强化引导和推进发展的领域，火星时代作为数字艺术教育领域优秀企业，下游互联网、游戏、影视后期制作及室内设计、VR等行业维持快速发展，相关领域培训需求维持旺盛，数字艺术行业作为数创产业重要细分领域，其相关教育培训行业有望持续扩容。**从行业痛点来看：**数字创意行业求职竞争激烈程度排名全行业前列，人才技能与产业需求不匹配，求职者只有拥有贴近产业的实操技能才更具有竞争优势，数字艺术教育培训有望通过接地气实操培训、求职指导及推荐等全体系的服务从而提升学员的求职竞争实力，进而在人才需求增长的趋势中获得成长机会。**在快速成长中的数字艺术培训行业中，成立已有16年的火星时代从品牌、规模、产品丰富度均处于行业领先地位，有望率先受益。**
- 品牌+品质构建壁垒，区域扩张+新产品及线上开发助推成长：**①**品牌优势：**公司是行业内最早的数字艺术教育企业，其成立16年以来拥有丰厚的荣誉积累，同时深耕品牌运营，目前公司百度搜索指数以及贴吧活跃度均远高于同业竞争对手，口碑效应+百度导流推动公司学员数量增长，其中口碑效应吸引了近60%学员，后续有望通过线上投放及构建社区凝聚流量，同时线下重拾图书发行，以保持领先的品牌活跃度。②**品质优势：**公司通过严抓师资标准，运用双师模式兼顾效率与品质，教学研一体化保证内容品质，连年95%就业率验证公司教学质量。**成长性方面，成熟运营经验和品质助力火星时代新开教学点快速投入顺利运营：**目前公司已经建立了15个教学点，通过双师教学模式在经济发达地区快速扩张，运营成熟的北京、上海教学点通过吸纳人数的增加继续保持10%左右的增长，新开教学点6个月后的单间教室单年平均创收即超过90万（成熟网单单教室年创收约125万），未来3年公司继续推进教学点建设从而达到超20个的水平；**次新校区满足率爬坡+新开校区快速顺利运转推动公司业绩高增长。****新业务拓展方面，线上+新方向拓展贡献业绩增量：**公司发力直播+录播结合线上教育在2016年开始贡献收入（2016年贡献459万收入）并有望迎来快速增长，公司将围绕市场需求增加诸如IT类、青少年数字艺术类、影视前期类课程，从而拓宽业务发力点。
- 罗非鱼食品综合业务发展稳健，奠定教育服务商转型的安全边际：**公司一直以来专注于罗非鱼产业链，在上游水产饲料、鱼粉鱼油和下游冷冻食品、鱼胶原蛋白等业务领域综合布局，罗非鱼产业链业务保持稳定发展态势，2013年以来稳定年贡献近6000万净利润，成为国内罗非鱼食品产销龙头，罗非鱼类业务的稳健发展为公司拓展教育业务提供了坚实基础。随着公司产能利用率稳步提升，2017Q1公司原有业务营收增幅达20%。公司致力于继续做大做强原有罗非鱼产业链基础上，向教育服务领域拓展。

传媒行业

## 股价走势



## 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
百洋股份	-17.1	-13.1	-29.8
传媒行业	-9.7	-9.9	-16.0
沪深300	5.5	8.3	12.7

## 基本资料

总市值(亿元)	29.9
总股本(亿股)	1.8
流通股比例	59.0%
资产负债率	41.4%
大股东	孙忠义
大股东持股比例	44.0%

## 相关报告

\*广证恒生传媒行业-百洋股份(002696)公司事件点评:并购火星时代过会,双擎驱动业绩增长-20170702

- 盈利预测与估值：**鉴于公司收购火星时代事项已经获得发审委审核通过，假设考虑配套融资与并购火星时代影响，我们预计公司 17-19 年备考净利润为 1.45/1.76/2.18 亿元，备考 EPS 为 0.63/0.77/0.95 元，对应 PE 为 27/22/18 倍。**我们认为**①数字创意作为十三五政策大力推动发展的产业，公司致力于通过教育培训服务下游互联网、VR 等高速发展行业，有望凭借品牌与口碑效应与行业共舞；②**依托丰富的运营经验和管理优势**，公司新开设教学点设半年即接近成熟教学点运营水平（收入水平达到 70% 以上），随着未来三年超过 7 家教学点开设投入运营+前期次新教学点（2015、2016 新开 8 个教学点）满座率爬坡，公司职业培训业务迎来快速发展；③此次交易方案中，火星时代对价 9.74 亿元中 57.5% 通过股份支付，且交易对方（新余火星人持股火星时代 99% 股权）承诺在所持百洋股份股票自上市之日起 36 个月内不以任何方式转让，且分别在满 36/48/60 个月后可分批解禁；此外百洋股份实际控制人孙忠义承诺参与配套融资，认购不低于 1 亿元且锁定 36 个月，表明标的方与公司大股东对公司及教育业务发展的信心和决心，也提高此次并购资产的稳健性，更大程度避免道德风险；④公司是转型教育领域的公司中难得的原有主业保持稳健发展且利润可观的标的，原有业务稳健的业绩贡献从而为教育业务发展提供安全垫。公司当前估值对应 2017 年业绩仅 27 倍 PE，给予 2017 年 35 倍估值（对应传统业务 30×PE；职业教育业务 40×PE），6 个月内给予目标价 22.1 元，对应当前股价依然有 30% 的空间，**维持“强烈推荐”评级。**
- 风险提示：**汇率风险、教育整合不达预期。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2068.53	2788.57	3032.61	3256.73
同比(%)	10.99%	34.81%	8.75%	7.39%
归属母公司净利润	59.26	145.48	176.42	218.03
同比(%)	3.81%	145.52%	21.27%	23.59%
毛利率(%)	11.68%	22.58%	23.40%	24.53%
ROE(%)	5.41%	8.47%	7.39%	8.52%
每股收益(元)	0.26	0.63	0.77	0.95
P/E	50.49	26.85	22.14	17.91
P/B	2.92	1.76	1.65	1.53
EV/EBITDA	6.80	10.71	8.82	6.94

## 目录

<b>1. 公司简介</b> .....	<b>3</b>
1.1 从“售人以鱼到授人以渔”，双主业驱动成长.....	3
1.2 水产品需求稳定，产能释放贡献业绩.....	4
<b>2. 下游成长+就业刚需，数字艺术教育产业迎来风口</b> .....	<b>5</b>
2.1 下游行业需求拓展，数字艺术教育市场快速扩容.....	5
2.2 职教培训痛点：“更难就业季”+技术人才缺口.....	6
2.3 火星时代处行业领先地位，登陆 A 股迎发展新良机.....	7
<b>3. 火星时代：品牌+品质构建壁垒，扩张+新产品助推成长</b> .....	<b>8</b>
3.1 标的简介：教学产品丰富，校区全国铺开.....	8
3.2 竞争性探讨：品牌+教学品质构建壁垒，标准化运营体系不断完善.....	9
3.2.1 历史沉淀+深耕品牌运营，品牌优势显著.....	9
3.2.2 两手抓教学品质，就业率高标准化运营成效显著.....	10
3.3 成长性探讨：校区扩张+新产品双轮驱动 CG 设计培训龙头成长.....	11
3.3.1 新校区扩张+次新校区满座率提升驱动成长.....	11
3.3.2 新品研发持续推进，线上教育渐进收获期.....	12
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>13</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图表 1	公司近年营收和归母净利润及其增速.....	3
图表 2	公司主业毛利率维持稳定.....	3
图表 3	交易前持股结构.....	4
图表 4	交易后持股结构（不考虑配募）.....	4
图表 5	公司传统主业产业链示意图.....	4
图表 6	2016 年公司营收构成.....	5
图表 7	公司收入国内比重增大.....	5
图表 8	2015 年中国数字创意产业规模为 5939.85 亿元.....	5
图表 9	数字艺术教育相关政策.....	6
图表 10	高校毕业生人数.....	7
图表 11	结构性失业严重.....	7
图表 12	2017 春季求职期求职者最多的十大行业.....	7
图表 13	2017 春季求职期竞争最激烈的十大行业.....	7
图表 14	数字创意行业主要培训机构规模对比.....	7
图表 15	火星时代营收和净利润及其增速.....	8
图表 16	火星时代毛利率维持在较高水平.....	8
图表 17	火星时代拥有 CG 设计领域 8 大课程体系.....	9
图表 18	火星时代校区全国铺开.....	9
图表 19	火星时代百度贴吧活跃度高于同行.....	9
图表 20	火星时代百度搜索指领先于行业.....	10
图表 21	火星时代教师平均工资水平.....	10
图表 22	火星时代课程结构以专业技能培训为主.....	10
图表 23	火星时代 UI 专业学员就业率.....	11
图表 24	火星时代游戏原画设计专业学员就业率.....	11
图表 25	火星时代以大校区运营为发展战略.....	11
图表 26	大校区与小校区运营对比.....	12
图表 27	火星时代次新校区满座率仍有较大提升空间.....	12
图表 28	火星时代网校直播频道.....	12
图表 29	渔业相关标的估值对比.....	13
图表 30	职业教育相关标的估值对比.....	14

## 1. 公司简介

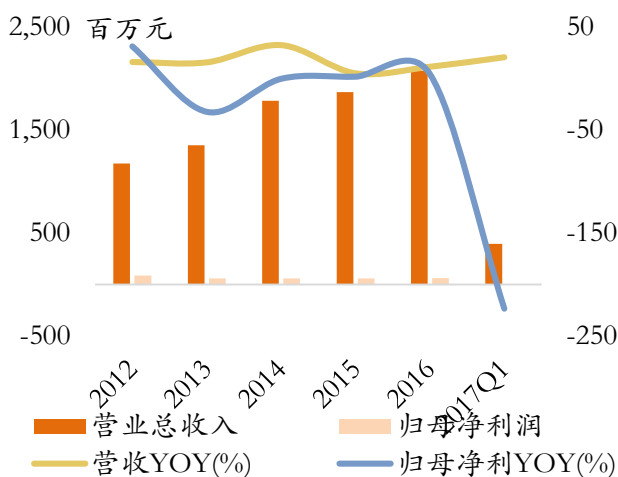
### 1.1 从“售人以鱼到授人以渔”，双主业驱动成长

公司是全球加工规模最大、国内领先的罗非鱼食品综合提供商，2016年公司总营业收入为20.59亿元，同比增长10.99%；归属母公司的净利润为5925.59万元，同比增长3.81%。17年Q1由于公司参股的环保公司受春季假期的影响业绩亏损，致使公司投资收益亏损以及汇兑收益减少所致，从全年来看公司有望受益于产能的释放以及罗非鱼价格的提升带来的红利。公司毛利率保持稳定，近年来均维持在11%以上。

**百洋股份实际控制人持股比例较高。**公司实际控制人孙忠义、蔡晶夫妇合计持股9496.27万股，占比53.96%；实际控制人的一致行动人孙宇（孙忠义夫妇之子）持股187.76万股，占比1.07%；三人合计持有公司55.02%股权。本次交易将新增发行股份26,884,301股（不考虑募集配套资金所发行股份），交易后实际控制人及其一致行动人三人合计持股比例为47.73%，新余火星人持股比例为13.25%（火星时代总裁王琦及其配偶侯青萍持有新余火星人100%股权）。

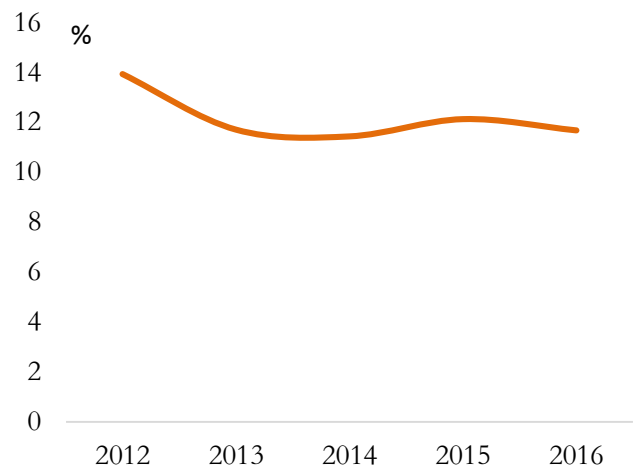
**9.74亿收购火星教育，切入数字艺术教育培训领域。**百洋股份与新余火星人和王琦签订了《发行股份及支付现金购买资产协议》，拟以发行股份及支付现金的方式购买其合计持有的火星时代100%股权。交易完成后，火星时代将成为百洋股份的全资子公司。火星时代100%股权定价为97,400万元。其中：以发行股份方式支付56,000万元（占42.51%），以现金方式支付41,400万元（占57.49%）。数字艺术教育业务将成为百洋股份另一个主要收入来源和利润增长点，公司整体业务规模和盈利能力都将得到显著增强。

图表1 公司近年营收和归母净利润及其增速



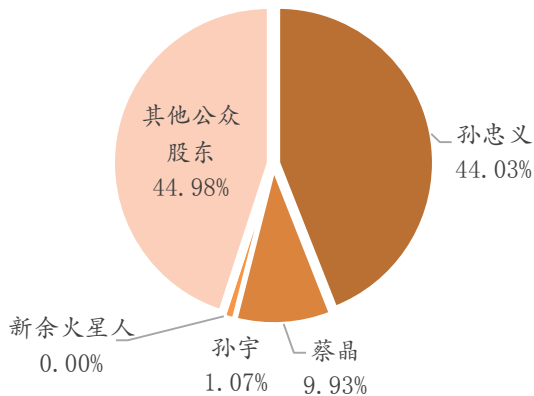
资料来源：公司公告、广证恒生

图表2 公司主业毛利率维持稳定

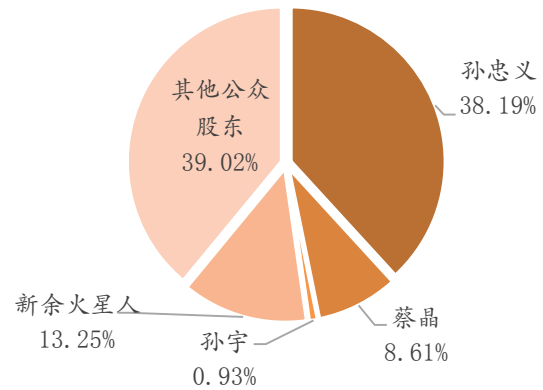


资料来源：公司公告、广证恒生



**图表3 交易前持股结构**


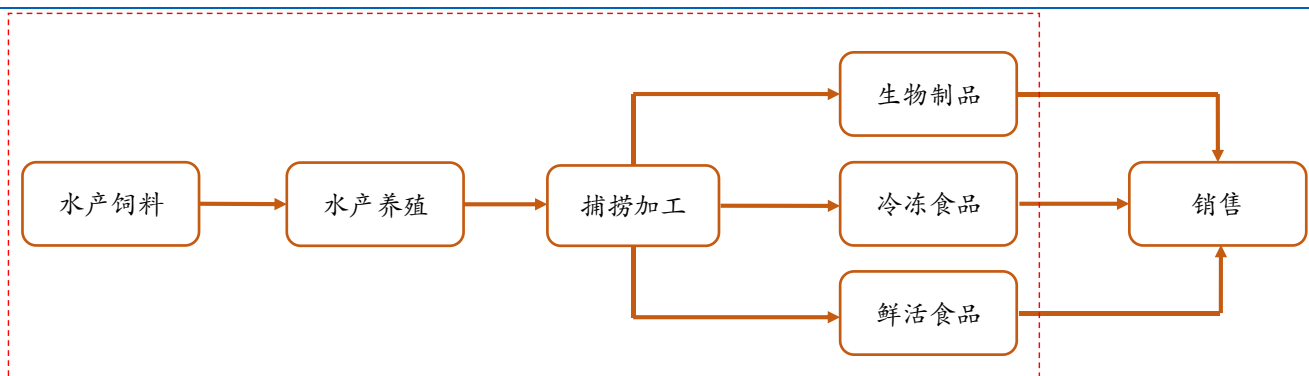
资料来源：公司公告、广证恒生

**图表4 交易后持股结构（不考虑配募）**


资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.2 水产品需求稳定，产能释放贡献业绩

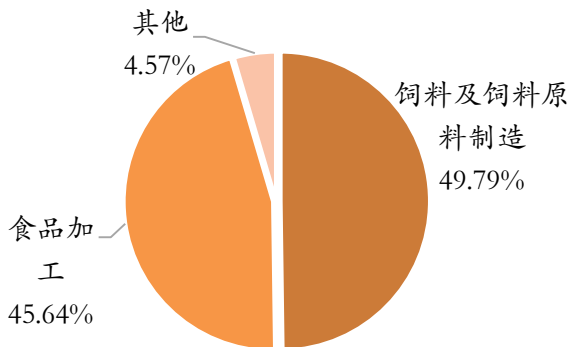
**罗非鱼龙头产业链布局完整。**公司是全球加工规模最大、国内领先的罗非鱼食品综合提供商，具有涵盖水产饲料、水产食品加工、水产研发、水产养殖以及水产生物制品的较为完整的产业链。公司已基本完成“以水产食品为核心，以水产饲料为重要配套，以水产养殖为示范带动，以水产食品精深加工和水产生物制品为延伸”的业务布局，产业链完善程度在业内处于领先水平，相关业务实现协同发展。

**图表5 公司传统主业产业链示意图**


资料来源：公司公告、广证恒生

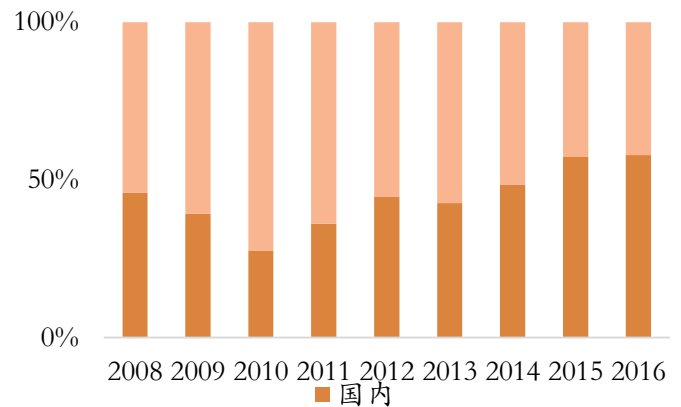
**水产食品加工板块成长稳定，饲料及饲料原料板块产能释放贡献业绩。**公司水产食品加工板块 2016 年实现营业收入 94,412.22 万元，占公司营业收入的 45.64%，通过国际市场的不断开拓，企业产能的逐步释放，营业收入同比增长 10.14%，出口量同比增长 13%，市场占有率保持全球第一。公司饲料及饲料原料业务 2016 年实现营业收入 102,992.29 万元，占公司营业收入的 49.79%。公司饲料及饲料原料业务的整体产能不断扩大，产品的市场覆盖区域从广西区域扩展到了广东和海南、山东地区，业务品种更加丰富。未来三年内随着饲料板块产能释放，公司饲料及饲料原料业绩将继续保持稳步增长。同时，随着国外对海洋捕捞限制增多，罗非鱼作为海洋捕捞鳕鱼等的替代品，其总需求有望增加。

图表6 2016年公司营收构成



资料来源：公司公告、广证恒生

图表7 公司收入国内比重增大



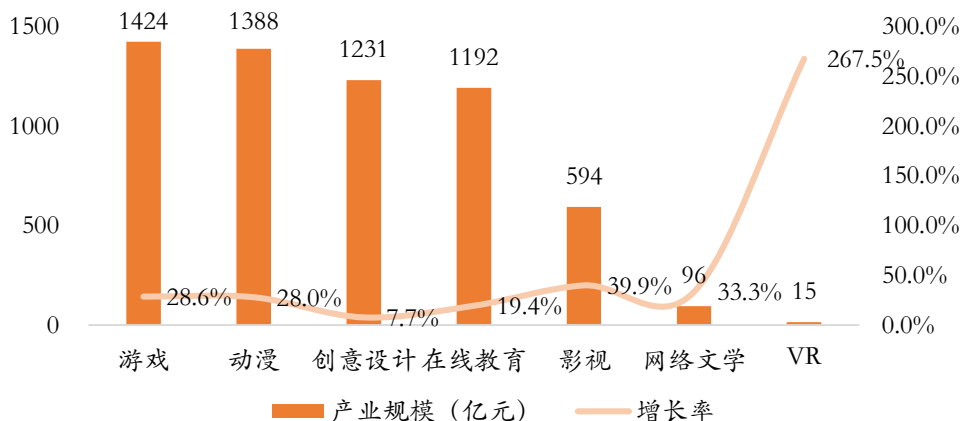
资料来源：Wind、广证恒生

## 2. 下游成长+就业刚需，数字艺术教育产业迎来风口

### 2.1 下游行业需求拓展，数字艺术教育市场快速扩容

火星时代学员培训就业方向主要包括互联网+、游戏、影视、室内设计等行业数字艺术创意类相关职位，下游行业高成长+空间大带动数字艺术教育市场扩容。一方面：2015年中国数字创意产业7大主要构成产业规模为5939.85亿元，占GDP比重为0.7%，对标同期欧美发达国家尚有十余倍的提升空间（英国2015年数字创意产业占GDP约8%），其中规模最大的是游戏产业，总增加值为1424亿，同比增长28.6%；增速最快的是虚拟现实产业（VR），同比增长267.50%，目前相关从业人员达384万人。另一方面：2016年12月，国务院首次将数字创意产业纳入《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中，与新一代信息技术、生物、高端制造、绿色低碳产业共同成为国家五大战略新兴产业之一，计划到2020年，数字创意产业等相关行业的产值规模达到8万亿元，2015年包含数字创意产业在内的文化产业增加值27235亿元，如果参考8万亿规模目标，数字创意产业相关产值2015-2020年CAGR保守估计24%。下游行业的高成长以及空间巨大，对人才的需求量有望持续增加，直接利好于数字艺术教育产业的发展，行业龙头有望首先受益。

图表8 2015年中国数字创意产业7大主要产业规模接近6000亿元



资料来源：中娱智库、广证恒生

政策暖风频吹，数字艺术教育直挂云帆济沧海。2016年11月，《民促法》三审通过，明确民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。同年12月，李克强在推进职业教育现代化座谈会上作出重要

批示,指出在“十三五”时期,要把职业教育摆在更加突出的位置,加快构建现代职业教育体系。12月,国务院将数字创意产业纳入《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中,计划到2020年,数字创意产业等相关行业的产值规模达到8万亿元。

**图表9 数字艺术教育相关政策**

时间	政策	主要内容
2010年6月	《国家中长期人才发展规划纲要(2010-2020年)》	规划中提出“构建网络化、开放式、自主性终身教育体系,大力发展现代远程教育,支持发展各类专业化培训机构。”
2010年7月	《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》	规划中提出“构建灵活开放的终身教育体系。发展和规范教育培训服务,统筹扩大继续教育资源。”
2012年1月	《现代服务业科技发展“十二五”专项规划》	规划中提出“大力开展服务模式创新,重点发展数字文化、数字医疗与健康、数字生活、培训与就业、社保等新兴服务业。”
2016年4月	中央全面深化改革领导小组通过相关文件	中央全面深化改革领导小组审议通过了《民办学校分类登记实施细则》、《营利性民办学校监督管理实施细则》会议强调要建立营利性和非营利性民办学校分类登记、分类管理制度,提高教育质量。
2016年11月	《民办教育促进法》三审	明确民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。
2016年12月	《关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	提出要加大财政投入力度,创新财政扶持方式,建立健全政府补贴、购买服务、助学贷款、基金奖励、捐资激励等制度。落实学生同等资助政策,实行税费优惠、用地、收费等方面的差别化扶持政策。保障学校依法自主办学,进一步保障师生员工和举办者的合法权益。
2016年12月	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	规划提出,以数字技术和先进理念推动文化创意与创新设计等产业加快发展,促进文化科技深度融合、相关产业相互渗透。到2020年,形成文化引领、技术先进、链条完整的数字创意产业发展格局,相关行业产值规模达到8万亿元。

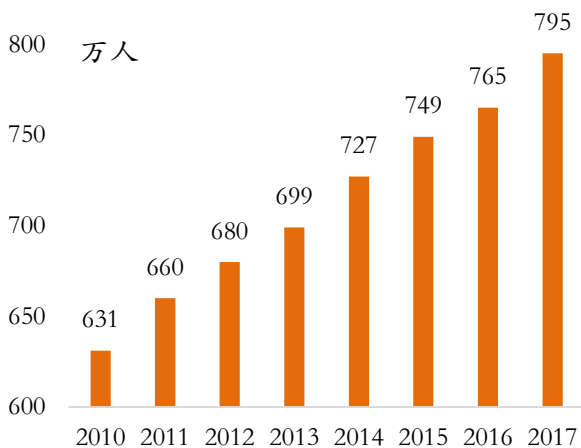
资料来源:国务院、公司公告、广证恒生

## 2.2 行业痛点: 就业竞争压力大+技术人才缺口

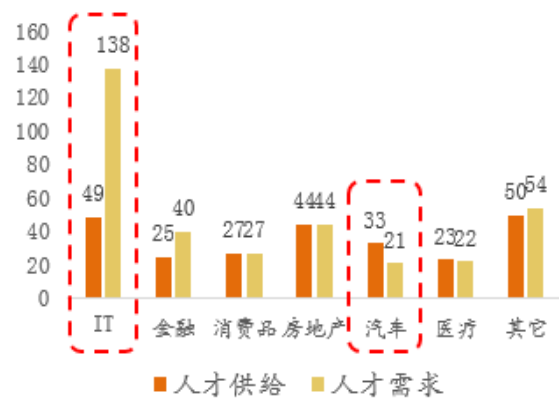
史上“更难的就业季”出现,数字创意相关行业就业竞争大。近几年,高校毕业生人数连年攀升,2017年毕业生多达795万人,引发史上“更难的就业季”。其中,互联网/电子商务、房地产/建筑/建材/工程、计算机软件是包揽2017年春季求职期求职人数最多的三大行业;求职竞争指数方面(注:竞争指数=简历投递量/岗位发布量),网络游戏行业高达73,为全行业第一,房地产/建筑/建材/工程、IT服务、计算机软件、互联网/电子商务等也排在前十之列。

供给与需求脱节,具备实操技能的人才具有核心竞争力。目前学生的学术与技术严重脱节,很多学生学术功底过关、理论知识扎实,但却缺乏实践经验和实用技术,目前市场上缺少“来之能用”的技术人才;市场上数字创意产业求职者虽然非常多,竞争激烈,但真正具有实操水平的求职者还是相对较少,拥有实操能力的人才在现今求职市场中具有核心竞争力。数字艺术教育培训有望在激烈的就业环境中,通过接地气实操培训,给学员带来贴近产业的工作技能从而提升学员的求职竞争实力。



**图表 10 高校毕业生人数**


资料来源：教育部、广证恒生

**图表 11 结构性失业严重**


资料来源：猎聘、广证恒生

**图表 12 2017 春季求职期求职者最多的十大行业**

排名	行业
1	互联网/电子商务
2	房地产/建筑/建材/工程
3	计算机软件
4	基金/证券/期货/投资
5	IT 服务
6	教育/培训/院校
7	专业服务/咨询
8	贸易/进出口
9	媒体/出版/影视/文化传播
10	快速消费品

资料来源：智联招聘、广证恒生

**图表 13 2017 春季求职期竞争最激烈的十大行业**

排名	行业	竞争指数
1	网络游戏	73.0
2	房地产/建筑/建材/工程	58.7
3	通信/电信运营/增值服务	59.0
4	航空/航天研究与制造	58.7
5	IT 服务	55.8
6	计算机软件	55.0
7	互联网/电子商务	54.3
8	跨领域经营	52.5
9	能源/矿产/采掘/冶炼	51.4
10	政府/公共事业/非营利机构	50.7

资料来源：智联招聘、广证恒生

## 2.3 火星时代处行业领先地位，登陆 A 股迎发展新良机

火星时代深耕行业 16 年，长期保持良好口碑，是数字艺术教育细分领域龙头企业。横向对比来看，火星时代成立时间最早，校区以大校区为主全国校区数量最多，全国超过 8000 名在校生，产品课程体系相对完善，火星时代拥有最高的粉丝全体，其百度贴吧关注人数达行业第二名的近 30 倍，贴子数为第二名的约 70 倍，后续随着行业成长和集中度提高，火星时代作为行业龙头有望持续受益。

火星时代资本化速度领先，有望得到更多资金及人才支持。上市公司将利用自身的平台优势、资金优势积极支持火星时代未来的业务发展，充分发挥火星时代的现有潜力；同时，火星时代将利用上市公司人力资源平台引进高水平的教育行业人才，为后续发展储备高水平的管理、研发人才。

**图表 14 数字艺术行业主要培训机构规模对比**

	火星时代	水晶石	丝路教育	环球数码	完美动力	汇众教育
成立时间	1994	2003	2007	2000	2004	2004
校区数量	15	11	10	2	6	38
百度搜索指数	1983	839	150	185	395	614

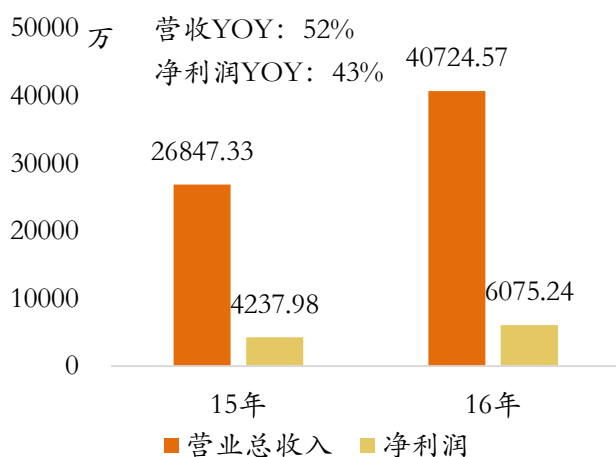
贴吧关注人数 (万)	28.86	0.99	0.57	0.10	0.45	0.16
贴吧帖子数 (万)	77.61	0.75	0.08	0.20	1.10	0.36
产品类型	UI 设计	UI 设计	UI 设计	UI 设计	UI 设计	——
	室内设计	室内设计	室内设计	模型材质	影视动画	
	Web 前端	建筑商演	建筑	栏目包装	影视后期	
	游戏程序开发	影视后期特效	VR 游戏	影视后期特效	游戏美术	
	游戏美术设计	新媒体包装与 广告设计	BIM 系列	原画概念	多媒体设计	
	影视后期特效	VR 虚拟现实		影视动画	建筑动画	
	影视剪辑包装			HTML5		
	传统美术绘画			VR 开发		
	VR 设计					

资料来源：公开资料整理、广证恒生

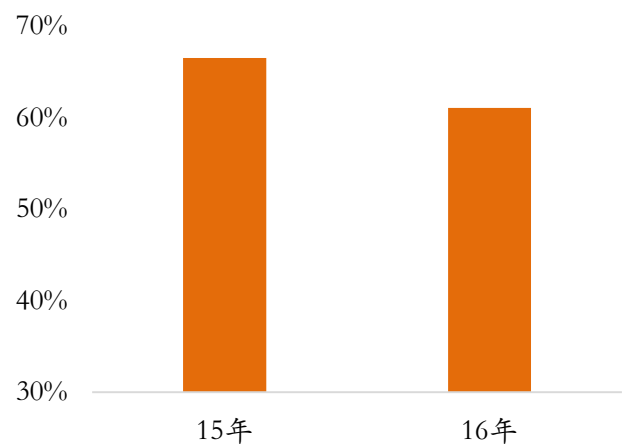
### 3. 火星时代：品牌+品质构建壁垒，扩张+新产品助推成长

#### 3.1 标的简介：教学产品丰富，校区全国铺开

火星时代成立于2001年，是国内专业从事动画制作&文化设计制作职业教育的龙头企业，目前拥有包括UI设计、影视后期特效、游戏美术设计及室内设计等8个产品线25个教育产品，在全国13个一线及重点城市（北上广深等）拥有15个校区超过400间多媒体教室拥有在校生超过8000人。2016年实现营收4.07亿元(YOY52%)，净利润6075万元(YOY43%)；近两年毛利率维持在60%以上，16年毛利率同比小幅下滑主要是由于新校区满座率较低、人员成本相对提升所致。火星时代2017-2019年业绩承诺（按每年最低测算）为0.8亿元/1.08亿元/1.46亿元，对应16-19年CAGR为34%。

**图表 15 火星时代营收和净利润及其增速**


资料来源：公司公告、广证恒生

**图表 16 火星时代毛利率维持在较高水平**


资料来源：公司公告、广证恒生

**图表 17 火星时代拥有 CG 设计领域 8 大课程体系**


资料来源：公司公告、广证恒生

**图表 18 火星时代校区全国铺开**


资料来源：公司公告、广证恒生

## 3.2 竞争性探讨：品牌+教学品质构建壁垒，标准化运营体系不断完善

### 3.2.1 历史沉淀+深耕品牌运营，品牌优势显著

**16 年历史沉淀，多项荣誉积累：**火星时代自成立以来已有 16 年的历史沉淀；曾多次获得“中国十大 CG 培训机构”、“最具综合实力置业培训机构”、“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，塑造了优秀的品牌知名度。

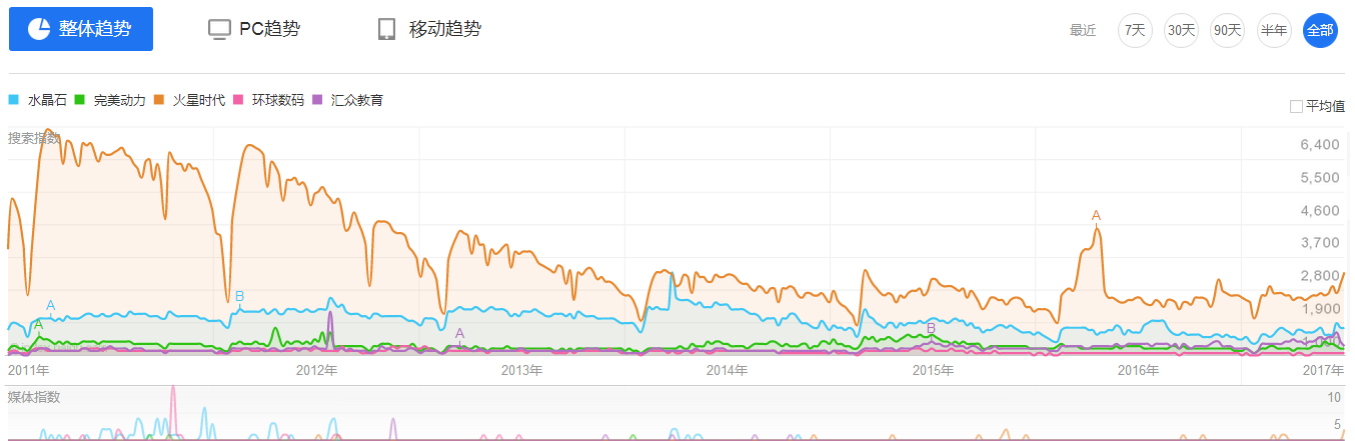
**深耕互联网运营，构建品牌壁垒，建设学员流量入口。**从百度贴吧热度来看，火星时代在百度贴吧关注人数为 28.86 万、帖子数量为 7.61 万均远高于行业水平；公司后续将重建 CG 设计垂直论坛火星网，希望把百度投放的流量聚集到自己的社区内，以便今后提高转化率。从百度搜索热度来看，火星时代搜索热度从有记录以来均远高于行业水平。火星时代凭借其长久以来的品牌资源积累以及优越的教育品质共同构建了品牌护城河，公司目前拥有 60% 左右的口碑转化率，验证其品牌为流量导入起到重要作用。

**图表 19 火星时代百度贴吧活跃度高于同行**

	火星时代	水晶石	丝路教育	环球数码	完美动力	汇众教育
成立时间	1994	2003	2007	2000	2004	2004
贴吧关注人数 (万)	28.86	0.99	0.57	0.1	0.45	0.16
贴吧帖子数 (万)	77.61	0.75	0.08	0.2	1.1	0.36

资料来源：百度，广证恒生

**图表 20 火星时代百度搜索指领先于行业**



资料来源：百度指数，广证恒生

**重拾图书出版业务，巩固线下品牌推广渠道。**火星时代从成立之初便主要以图书出版业务为主，至今累计出版 200 多万册，由于线下教育培训业务的快速发展，导致公司传统业务一度停滞。公司今后将重拾图书出版业务，有望在给公司提供业绩之余更可以扩大火星时代在的品牌影响力。

### 3.2.2 两手抓教学品质，就业率高标准化运营成效显著

**师资优势：入口+培训+考核多层次打造优质教师资源，优厚待遇锁定人才。**

①**从教师选拔入口来看：**工作经验+授课技巧+对教师职业的热爱程度成为 3 大考核标准；火星时代教师主要来自于对应行业相应职能的人员，主讲教师基本要求工作经验 3 年以上，同时会根据应聘者过往的项目经验做相应考察。

②**3 个月入职培训+不定期培训保证教师教学质量：**公司从 17 年 4 月份以来分批次对教师进行系统性培训，目前已经完成第一轮系统培训。

③**过程考核+结果考核，主动控制优质教师留存：**公司对教学过程中学生的出勤率、听课率、学生每阶段完成作品的分数以及学生就业率均有严格的监控，并形成对教师的考核，若教师考核不达预期将被重新培训或被主动淘汰。

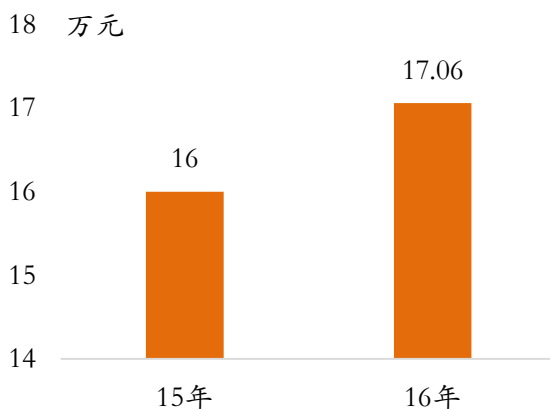
④**火星时代给予教师待遇高于原设计岗位待遇并大于等于其它培训机构：**公司 2016 年教师平均年薪为 17.06 万元，同比 15 年小幅度上涨 6.3%。

**教学优势：双师模式兼顾效率与品质，教学研一体化保证内容品质。**

①**火星时代目前共有 400 多名教师，其中 60 名辅导老师。**火星时代主要以北京和上海作为讲师的现场授课中心，各个教学中心采用双师教学模式进行授课，（资深讲师进行实时授课，讲师与学员通过教学系统进行互动，同时在异地课堂由辅导讲师为学员进行课堂答疑、作业点评及课后辅导）**双师模式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，解决业内普遍存在的中小城市缺乏顶尖行业讲师的问题，兼顾了效率与品质的要求。**

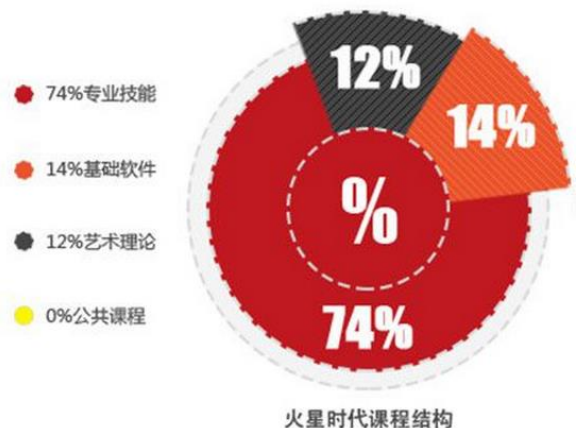
②**公司产品研发团队主要来自于教师团队，教学研一体化，有助于研发出更接近实操需求并持续更新。**

**图表 21 火星时代教师平均工资水平**



资料来源：公司公告，广证恒生

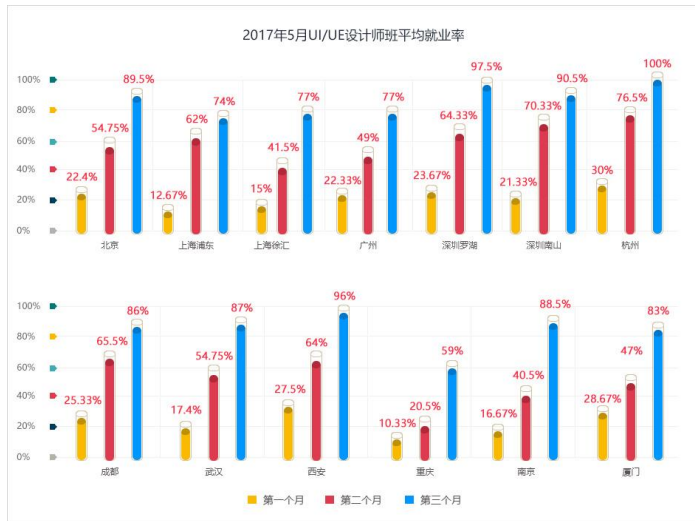
**图表 22 火星时代课程结构以专业技能培训为主**



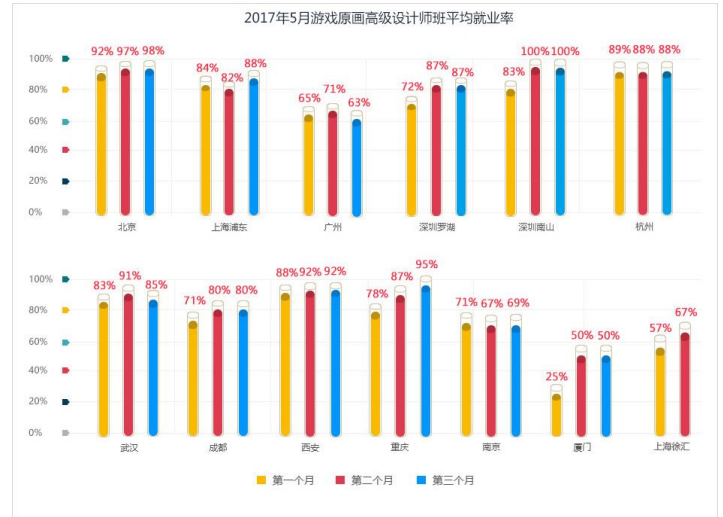
资料来源：公司网站，广证恒生



**就业保障：培训优秀人才，96%就业率验证成功结果。**火星时代在学员就业指导环节建立了咨询、指导、推荐等完整的服务，基本对自身培训的信心，公司并没有与企业签订就业协议，近两年火星时代学员毕业后6个月就业率维持在95%以上，验证其从招生到培训到就业一体化服务模式的成功，进而反作用与品牌，与公司品牌一同成长。

**图表 23 火星时代 UI 专业学员就业率**


资料来源：公司网站、广证恒生

**图表 24 火星时代游戏原画设计专业学员就业率**


资料来源：公司网站、广证恒生

### 3.3 成长性探讨：校区扩张+新产品双轮驱动 CG 设计培训龙头成长

#### 3.3.1 新校区扩张+次新校区满座率提升驱动成长

**新校区扩张：17年有望新落地4所学校，未来3年扩张至超过20所学校。**2017年H1火星时代在济南、郑州新落地两所学校，将于7月开始正式招生，至今累计在全国13个城市拥有15所学校。公司后续计划下半年落地2所学校，明年落地5所学校，未来3年计划扩张至拥有超过20所学校。

从校区选址的角度来看，公司看重城市的产业环境以及学生群体两要素，优先选择CG设计相关产业需求较高城市，同时结合相抵学员用户群体综合考量。对于一些产业规模比价大的城市，公司将会设立多所学校来满足城市需求。公司后续有望通过科学的扩张，带来学员数量的提升带动业绩的增长。

**次新校区：大校区战略，强化运营管理，提升满座率。**公司校区发展战略以大校区为主要方向，如发展比较成熟的北京校区教室数量达107间，其余主要一线城市校区教室数量均在数十间。相比教室数量在个位数的小校区，大校区有利于学员间的交流互动，但对于新校区前期运营压力较大，具有较长的爬坡期，**随着校的断成熟，满座率提升后，大校区的毛利率将远高于小校区。**2016年末，北京校区满座率为63.5%，远高于次新校区满座率，后续次新校区有望随着校区成熟后，满座率提升带动业绩的增长。

**图表 25 火星时代以大校区运营为发展战略**

教学中心	在校学员	教室间数	教室总面积 (m <sup>2</sup> )	平均教室面积 (m <sup>2</sup> )
北京	3469	107	6673	62.36
上海	1171	68	4142	60.91
广州	516	39	2039	52.28
深圳	614	44	2439	55.43
成都	460	38	2108	55.47

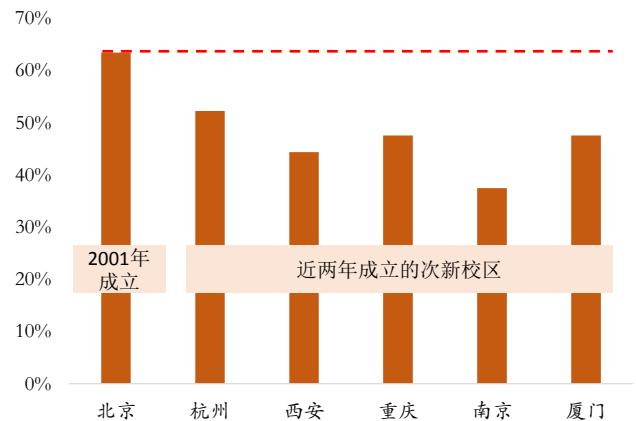
资料来源：公司公告、广证恒生



**图表 26 大校区与小校区运营对比**

	优势	劣势
<b>大校区</b>	便于学员相互认识交流	前期运营较为困难，爬坡期长，但满座率提升后效率将远高于小校区
<b>小校区</b>	运营简单	不利于学员交流互动

资料来源：公司公告、广证恒生

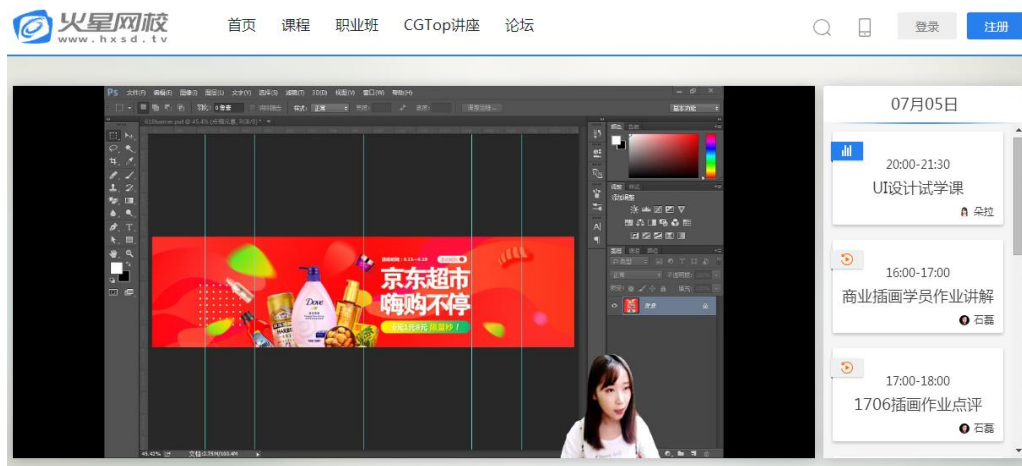
**图表 27 火星时代次新校区满座率仍有较大提升空间**


资料来源：公司网站、广证恒生

### 3.3.2 新品研发持续推进，线上教育渐进收获期

紧贴行业发展新增 VR 教学产品，持续完善产品体系。随着 VR 产业的逐渐发展，今后对内容端的需求有望快速提升，公司紧跟内容行业的发展趋势于 2017 年上半年推出 VR 教学产品，其包括 VR 影视、VR 游戏美术设计、VR 程序以及 VR 室内设计等 4 大课程品类，下半年将继续推出多款新产品，有望丰富公司教学产品品类并增厚公司业绩。

加码布局在线教育，未来又一业绩增长点。公司从 16 年起开始采用直播+录播相结合的在线教育模式，受到市场的认可，17 年 H1 收入翻倍增长至 600 万元。目前公司拥有 4 个线上产品，7 月份将新推出 10 款线上产品，公司未来将在线上教育板块持续投入，有望成为公司业绩的重要增长来源。

**图表 28 火星时代网校直播频道**


资料来源：公司官网、广证恒生

## 4. 盈利预测

- 下游成长+就业刚需，数字艺术教育产业迎来风口，龙头标的有望首先受益。**从行业成长性来看：从行业成长性来看：数字创意产业首纳《十三五国家战略新兴产业规划》，规划预计至2020年相关产业规模达8万亿，数字创意产业成为政策强化引导和推进发展的领域，火星时代作为数字艺术教育领域优秀企业，下游互联网、游戏、影视后期制作及室内设计、VR等行业维持快速发展，相关领域培训需求维持旺盛，数字艺术行业作为数创产业重要细分领域，其相关教育培训行业有望持续扩容。**从行业痛点来看：**数字创意行业求职竞争激烈程度排名全行业前列，人才技能与产业需求不匹配，求职者只有拥有贴近产业的实操技能才更具有竞争优势，数字艺术教育培训有望通过接地气实操培训、求职指导及推荐等全体系的服务从而提升学员的求职竞争实力，进而在人才需求增长的趋势中获得成长机会。在快速成长中的数字艺术培训行业中，成立已有16年的火星时代从品牌、规模、产品丰富度均处于行业领先地位，有望率先受益。
- 品牌+品质构建壁垒，区域扩张+新产品及线上开发助推成长：**①**品牌优势：**公司是行业内最早的数字艺术教育企业，其成立16年以来拥有丰厚的荣誉积累，同时深耕品牌运营，目前公司百度搜索指数以及贴吧活跃度均远高于同业竞争对手，口碑效应+百度导流推动公司学员数量增长，其中口碑效应吸引了近60%学员，后续有望通过线上投放及构建社区凝聚流量，同时线下重拾图书发行，以保持领先的品牌活跃度。②**品质优势：**公司通过严抓师资标准，运用双师模式兼顾效率与品质，教学研一体化保证内容品质，连年95%就业率验证公司教学品质。**成长性方面，成熟运营经验和品质助力火星时代新开教学点快速投入顺利运营：**目前公司已经建立了15个教学点，通过双师教学模式在经济发达地区快速扩张，运营成熟的北京、上海教学点通过吸纳人数的增加继续保持10%左右的增长，新开教学点6个月后的单间教室单年平均创收即超过90万（成熟网点单教室年创收约125万），未来3年公司继续推进教学点建设从而达到超20个的水平；**次新校区满足率爬坡+新开校区快速顺利运转推动公司业绩高速增长。****新业务拓展方面，线上+新方向拓展贡献业绩增量：**公司发力直播+录播结合线上教育在2016年开始贡献收入（2016年贡献459万收入）并有望迎来快速增长，公司将围绕市场需求增加诸如IT类、青少年数字艺术类、影视前期类课程，从而拓宽业务发力点。**火星时代成长性：扩张+新产品助推成长。**①**学员数量的成长：**公司将于17年新落地4所学校，未来3年将在全国重点的一二线城市扩建至20所左右学校；同时，次新校区有望随着校区的成熟使满座率提升共同带来学员数量的提升。②**新产品：**公司发力以直播+录播结合线上教育以及推出包括VR内容设计在内的教育产品，有望成为公司未来重要的业绩增长点。
- 罗非鱼食品综合业务发展稳健，奠定教育服务商转型的安全边际：**公司一直以来专注于罗非鱼产业链，在上游水产饲料、鱼粉鱼油和下游冷冻食品、鱼胶原蛋白等业务领域综合布局，罗非鱼产业链业务保持稳定发展态势，2013年以来稳定年贡献近6000万净利润，成为国内罗非鱼食品产销龙头，罗非鱼类业务的稳健发展为公司拓展教育业务提供了坚实基础。随着公司产能利用率稳步提升，2017Q1公司原有业务营收增幅达20%。公司致力于继续做大做强原有罗非鱼产业链基础上，向教育服务领域拓展。
- 盈利预测与估值：**考虑发股收购及配套融资影响，则增发后公司总股本增厚至2.3亿股。我们预计公司17-19年备考净利润为1.45/1.76/2.18亿元，备考EPS为0.63/0.77/0.95元，对应PE27/22/18倍。我们预计公司2017年传统主业实现净利润0.65亿元，教育板块备考归母净利润8000万，参考渔业及职业教育2017年平均估值30倍及41倍，我们认为公司合理估值水平=30\*0.65+41\*0.8=52.3亿元，当前股价对应备考市值=29.92+0.2688\*17+5.6=40亿元，则股价估值修复依然有30%空间。

图表 29 渔业相关标的估值对比

股票代码	股票简称	市值	PE (TTM)	PE2017	PE2018
300094	国联水产	55.34	48.03	26.06	11.83
600467	好当家	48.65	107.91	34.01	28.42
002069	獐子岛	63.00	68.11	30.84	19.53
平均值				30.30	19.93

资料来源：Wind、广证恒生

图表 30 职业教育相关标的估值对比

股票代码	股票简称	市值	PE (TTM)	PE2017	PE2018
300338	开元股份	66.33	411.36	41.53	30.02
300050	世纪鼎利	50.14	39.39	30.00	22.31
300089	文化长城	64.92	46.58	44.38	39.56
002325	洪涛股份	81.69	82.43	32.17	25.14
603377	东方时尚	148.47	57.06	45.27	34.31
<b>平均值</b>				<b>40.61</b>	33.00

资料来源：Wind、广证恒生

## 附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	925	2155	2296	2509	<b>营业收入</b>	2069	2789	3033	3257
现金	195	1535	1765	1953	营业成本	1827	2159	2323	2458
应收账款	361	277	296	316	营业税金及附加	5	28	30	33
其它应收款	10	8	8	9	营业费用	55	209	243	261
预付账款	26	45	44	38	管理费用	95	168	180	193
存货	309	258	156	166	财务费用	12	21	9	6
其他	25	31	27	28	资产减值损失	11	12	12	12
<b>非流动资产</b>	989	964	999	1006	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	97	98	105	113	投资净收益	-0	1	0	-0
固定资产	723	700	685	673	<b>营业利润</b>	63	192	236	294
无形资产	89	88	86	84	营业外收入	16	16	17	17
其他	80	78	123	137	营业外支出	1	2	2	1
<b>资产总计</b>	1914	3119	3295	3515	<b>利润总额</b>	78	207	251	310
<b>流动负债</b>	767	782	808	836	所得税	11	62	75	93
短期借款	566	566	566	566	<b>净利润</b>	67	145	176	217
应付账款	135	50	60	60	少数股东损益	8	-1	-1	-1
其他	66	166	181	210	<b>归属母公司净利润</b>	59	145	176	218
<b>非流动负债</b>	25	24	25	25	EBITDA	167	283	318	377
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.26	0.63	0.77	0.95
其他	25	24	25	25					
<b>负债合计</b>	793	806	833	861	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	99	98	97	96	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	176	230	230	230	<b>成长能力</b>				
资本公积	468	1478	1478	1478	营业收入增长率	11.0%	34.8%	8.8%	7.4%
留存收益	379	507	656	850	营业利润增长率	21.0%	203.9%	22.6%	24.8%
归属母公司股东权益	1023	2215	2364	2558	归属于母公司净利润增长率	3.8%	145.5%	21.3%	23.6%
<b>负债和股东权益</b>	1914	3119	3295	3515	<b>获利能力</b>				
					毛利率	11.7%	22.6%	23.4%	24.5%
<b>现金流量表</b>					净利率	3.3%	5.2%	5.8%	6.7%
					ROE	5.4%	8.5%	7.4%	8.5%
<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROIC	5.9%	5.7%	6.2%	7.1%
<b>经营活动现金流</b>	78	350	347	282	<b>偿债能力</b>				
净利润	67	145	176	218	资产负债率	41.4%	25.8%	25.3%	24.5%
折旧摊销	58	56	58	61	净负债比率	71.45%	70.28%	67.97%	65.79%
财务费用	12	21	9	6	流动比率	1.21	2.76	2.84	3.00
投资损失	0	-1	-0	0	速动比率	0.80	2.42	2.65	2.80
营运资金变动	-81	119	109	-3	<b>营运能力</b>				
其它	23	9	-5	-0	总资产周转率	1.09	1.11	0.95	0.96
<b>投资活动现金流</b>	-161	-35	-81	-64	应收账款周转率	5.81	8.74	10.58	10.65
资本支出	-98	-40	-68	-55	应付账款周转率	11.85	23.31	42.24	40.96
长期投资	64	-1	-7	-8	<b>每股指标 (元)</b>				
其他	-127	6	-6	-1	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.63	0.77	0.95
<b>筹资活动现金流</b>	-83	1025	-36	-30	每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.52	1.51	1.23
短期借款	11	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.81	9.64	10.29	11.13
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	54	0	0	P/E	50.49	26.85	22.14	17.91
资本公积金增加	0	1010	0	0	P/B	2.92	1.76	1.65	1.53
其他	-94	-39	-36	-30	EV/EBITDA	6.80	10.71	8.82	6.94
<b>现金净增加额</b>	-165	1340	230	188					

## 5. 风险提示

风险提示:

- 汇率风险
- 教育板块整合风险



**机构销售团队:**

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	孙宜农	(86) 17701220342	sun.yinong@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。