

百洋股份(002696.SZ) 教育行业

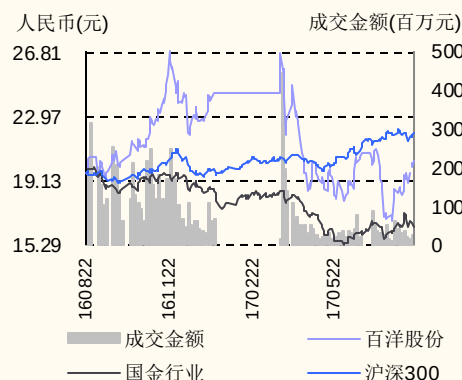
评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 20.80 元
 目标价格(人民币): 26.00-26.00 元
 长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 103.77
 总市值(百万元) 3,590.40
 年内股价最高最低(元) 26.90/16.81
 沪深 300 指数 3724.67
 深证成指 10614.08



相关报告

- 1.《百洋股份：新设全资教育子公司坚定教育业务转型方向，员工持股实...》，2017.8.8
- 2.《重组并购火星时代教育，A 股动画&设计职业教育新星发展可期》，2017.3.20

百洋股份 2017 半年报点评——罗非鱼业绩稳中有增，未来教育业务并表显著增厚业绩可期

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.324	0.337	0.683	0.864	1.025
每股净资产(元)	5.58	5.81	10.01	10.77	11.79
每股经营性现金流(元)	0.42	0.45	3.19	1.46	1.68
市盈率(倍)	64.20	61.72	30.45	24.07	20.29
行业优化市盈率(倍)	27.85	22.99	23.55	23.55	23.55
净利润增长率(%)	1.20%	3.81%	164.79%	26.54%	18.67%
净资产收益率(%)	5.82%	5.79%	6.82%	8.02%	8.69%
总股本(百万股)	176.00	176.00	229.77	229.77	229.77

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- **传统罗非鱼业务稳中有增。**2017 年 8 月 21 日晚，百洋股份发布了 2017 年半年报，2017H1，火星时代尚未并表，公司业务均为传统罗非鱼业务，总营收 8.74 亿元，同比增长 1.85%；归母净利润 0.15 亿元，同比增长 5.39%。
- **重组并购火星时代，切入动画&文化设计制作领域。**火星时代系该领域龙头企业，此次并购标志百洋股份向教育方向转型。职业教育的需求推动及其本身优质产品的驱动促进其长久稳定发展。目前，多所分校满座率&利用率尚有较大提升空间。未来，“新的分校拓展+已有校区座位增加+已有分校满座率提高+课程品类的扩展+课程价格适当提高”将为公司的业绩增长提供强有力的驱动力。火星时代已于 2017 年 8 月正式并表，预计业绩增厚将体现在公司三季报中。
- **新设全资教育投资子公司，延拓教育转型之路。**通过构建百洋教育投资平台，专注教育领域的投资机会，加大优质教育标的的投资、并购力度，完成优质资源的高效整合，提高公司在教育领域的竞争力。

投资建议

- 报告期内，公司总营收 8.74 亿元，同比增长 1.85%；归母净利润 0.15 亿元，同比增长 5.39%。公司原有主业为鱼类产品，17H1 收入利润稳中有增。此前，公司顺利增发并购优质标的火星时代，设立教育投资子公司，坚定教育转型方向，火星时代 8 月实现并表，预计未来将显著增厚上市公司利润，有望体现在公司三季报中。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.68 元、0.86 元、1.03 元，对应 PE30x,24x,20x。维持买入评级，目标价 26 元。
- 风险提示：教育业务拓展不达预期

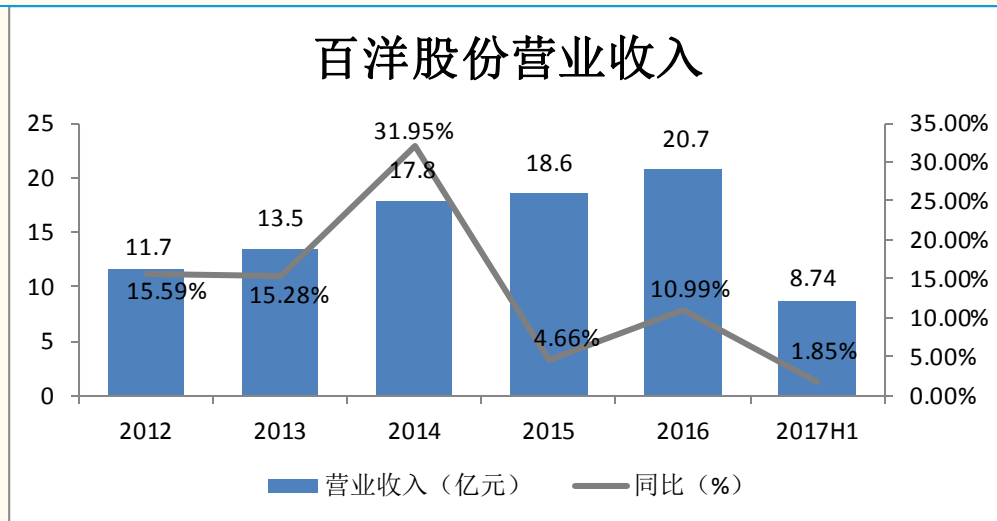
吴劲草 联系人
 wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
 (8621)60230244
 weilil1@gjzq.com.cn

1 百洋股份 2017 年半年度财务数据：公司总营收 8.74 亿元，同比增长 1.85%

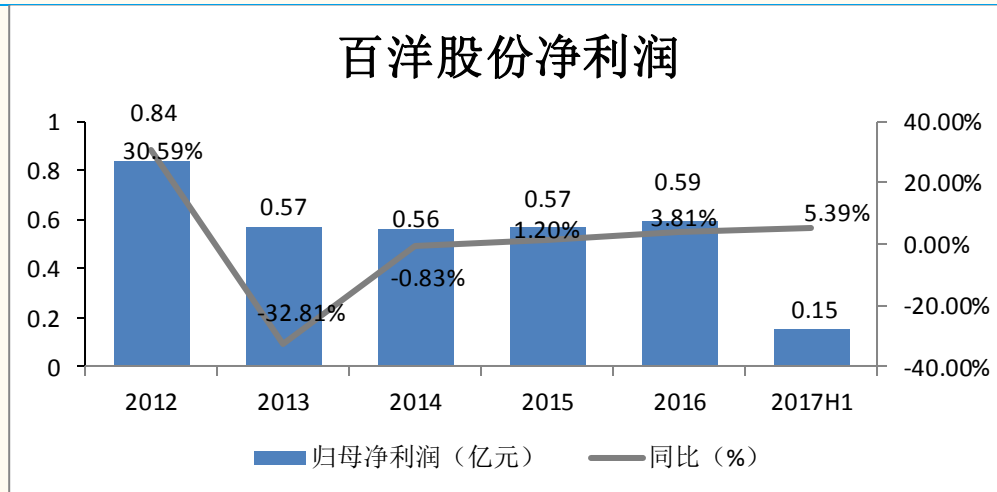
- 2017 年 8 月 21 日晚，百洋股份发布了 2017 年半年报，2017H1，公司总营收 8.74 亿元，同比增长 1.85%；归母净利润 0.15 亿元，同比增长 5.39%。

图表 1：百洋股份营业收入



来源：公司公告, 国金证券研究所

图表 2：百洋股份净利润



来源：公司公告, 国金证券研究所

- 2017H1 报告期内，百洋股份教育业务尚未并表，主营业务仍为水产畜牧业，公司业绩稳中有增。2017 年 8 月 15 日，火星时代股权过户，纳入公司合并报表范围，公司预计三季度归母净利润增长 60-90%。

2 明确教育转型方向，教育业务驱动利润增长可期

2.1 重组并购火星时代，切入动画&文化设计制作领域

- 百洋股份以增发股份&支付现金收购火星时代 100%股权。交易作价 9.74 亿元，其中以增发股份对价 5.6 亿元，占总对价 57.49%，共发行 2688.43

万股，发行价格为 20.83 元/股，现金支付对价 4.14 亿元，占总对价 42.51%。增发收购 6 月 30 日顺利过会，并于 7 月 31 日拿到批文，8 月 15 日股权过户。

- **火星时代 23 年深耕动画&文化设计制作领域，系该领域龙头企业。**火星时代在北京、上海、广州、深圳、成都等 11 个城市设立了 13 个线下教学中心，覆盖一线城市及主要经济发达区域。课程涵盖 UI 设计、Web 前端、影视剪辑包装、影视后期特效、游戏美术设计、游戏程序开发、室内设计、传统美术绘画等共 8 个产品。同时，火星时代在在线教育方面投入大，拟为潜在利润爆发点。
- **火星时代：优秀师资完善管理，完善人才培养体系。**火星时代教育拥有多家高等北美院校授课 10 年以上教育背景的专家，同时，先进的教学和意见系统把控教学质量。另外，火星时代提供“培训+实训+就业”一体化职业培训，大大提高学员就业率。其高就业率不仅来自于其完善的人才培养体系，也得益于火星时代的推荐就业等就业保障机制，毕业生也赢得多家一流企业认可。

2.2 新设全资教育投资子公司，有望持续教育业务拓展

- **百洋股份新设全资教育投资子公司，持续拓展教育领域。**通过构建百洋教育投资平台，专注教育领域的投资机会，加大优质教育标的的投资、并购力度，完成优质资源的高效整合，提高公司在教育领域的竞争力。
- **未来或围绕火星时代持续拓展教育业务，打造数字艺术教育体系。**定增收购火星时代顺利获得批文为公司正式转型切入教育的标志。教育投资子公司的成立进一步表明公司转型教育的信心与决心，我们认为，公司未来或围绕火星时代持续拓展教育业务，打造数字艺术教育体系。

2.3 发布员工持股计划，员工利益绑定共谋公司健康发展

- **员工持股计划概况：**集合资金信托计划上限为 0.51 亿份，每份份额为 1 元，按照不超过 1:2 的杠杆比例设置次级份额和优先份额。本次员工持股计划的对象为董事、监事、高级管理人员、管理及技术骨干人员等核心骨干员工，锁定期为 12 个月，存续期为 24 个月。
- **本次员工持股计划系公司上市后首次员工持股计划。**公司有望通过本次持股计划绑定核心员工，激励核心员工，带动各项业务的工作积极性，从而实现各项业务的稳定健康发展，同时保证教育转型工作进行顺利。

3 火星时代三季度并表，公司盈利能力有望显著提高

3.1 火星时代发展潜力优秀，并表后公司业绩高增长可期

- **火星时代三季度并表，公司盈利能力有望显著提高。**
- **优质教育资源协同完善管理体系驱动业绩增长。**火星时代拥有完善的人才培养体系：北美课程体系-艺术设计-项目实训-就业服务+双师课堂教学，并提供“培训+实训+就业”一体化服务。其工作保障体系不仅保障毕业生高就业率，还在企业端赢得好评。其高就业率水平在如今“最难就业季”可带动生源增加，业绩进一步增长。另外，火星时代完善的管理体系使其扩张具有稳定性及可复制性，具有产品驱动的特性。
- **网点稳步扩张，满座率&利用率尚存大增长空间。**公司负责人曾表示，火星时代未来业绩增长主要来自学生数量的增长而非学费增长。2017 年上半年，火星时代如期新增济南和郑州校区，今年预计增加 4 个校区。目前，火星时代除北京和上海浦东两个校区外，其他 11 个分校均在 2015 年开始扩张，满座率&利用率尚未达到较高水平，尚有较大增长空间。未来，“新

的分校拓展+已有校区座位增加+已有分校满座率提高+课程品类的扩展+课程价格适当提高”将为公司的业绩增长提供强有力的驱动力。

3.2 持续推进教育转型，积极进行产业布局

- **夯实现有主营业务，快速布局教育产业。**公司将抓住下半年旺季的时机，改善现有主营业务业绩。并继收购火星时代之后，积极寻求优质标的和投资机会，进行教育产业布局。新设立的教育投资子公司也将在之后的教育投资并购中发挥更大作用，整合优质资源，促进百洋股份教育业务快速增长。

4 投资建议

- 报告期内，公司总营收 8.74 亿元，同比增长 1.85%；归母净利润 0.15 亿元，同比增长 5.39%。公司原有主业为鱼类产品，17H1 收入利润稳中有增。此前，公司顺利增发并购优质标的火星时代，设立教育投资子公司，坚定教育转型方向，火星时代 8 月实现并表，预计未来将显著增厚上市公司利润，有望体现在公司三季报中。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.68 元、0.86 元、1.03 元，对应 PE30x,24x,20x。维持买入评级，目标价 26 元。

风险提示：教育业务拓展不达预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,781	1,864	2,069	2,773	3,141	3,589
增长率		4.7%	11.0%	34.1%	13.3%	14.3%
主营业务成本	-1,577	-1,638	-1,827	-2,189	-2,422	-2,695
%销售收入	88.6%	87.9%	88.3%	78.9%	77.1%	75.1%
毛利	204	226	242	584	718	894
%销售收入	11.4%	12.1%	11.7%	21.1%	22.9%	24.9%
营业税金及附加	-3	-2	-5	-14	-16	-18
%销售收入	0.2%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-36	-53	-55	-139	-182	-251
%销售收入	2.0%	2.9%	2.7%	5.0%	5.8%	7.0%
管理费用	-84	-94	-95	-194	-232	-287
%销售收入	4.7%	5.0%	4.6%	7.0%	7.4%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	81	77	87	238	288	338
%销售收入	4.5%	4.1%	4.2%	8.6%	9.2%	9.4%
财务费用	-22	-8	-12	-12	-12	-12
%销售收入	1.2%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-7	-13	-11	-6	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	-3	0	5	5	5
%税前利润	5.9%	n.a	n.a	2.2%	1.8%	1.5%
营业利润	55	52	63	225	280	330
营业利润率	3.1%	2.8%	3.1%	8.1%	8.9%	9.2%
营业外收支	12	19	15	3	3	3
税前利润	67	71	78	228	283	333
利润率	3.8%	3.8%	3.8%	8.2%	9.0%	9.3%
所得税	-7	-10	-11	-57	-71	-83
所得税率	9.9%	14.0%	13.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	60	61	67	171	213	250
少数股东损益	4	4	8	14	14	14
归属于母公司的净利润	56	57	59	157	199	236
净利率	3.2%	3.1%	2.9%	5.7%	6.3%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	60	61	67	171	213	250
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	44	61	69	113	138	157
非经营收益	16	28	23	20	4	4
营运资金变动	-155	-77	-81	430	-20	-25
经营活动现金净流	-34	73	78	734	334	386
资本开支	-209	-88	-98	-1,256	-206	-207
投资	254	-59	-64	-1	0	0
其他	6	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	51	-147	-161	-1,252	-201	-202
股权募资	10	0	3	1,120	-24	0
债权募资	230	59	-19	-335	-97	-133
其他	-26	-55	-66	-12	-12	-12
筹资活动现金净流	213	4	-82	773	-133	-145
现金净流量	230	-70	-165	255	0	38

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	404	335	195	450	450	488
应收款项	303	358	371	792	897	1,025
存货	194	273	309	300	332	369
其他流动资产	102	42	51	111	123	137
流动资产	1,002	1,006	925	1,653	1,802	2,019
%总资产	58.7%	53.4%	48.3%	43.8%	45.1%	47.3%
长期投资	21	33	97	98	97	97
固定资产	566	677	732	1,041	1,118	1,176
%总资产	33.1%	35.9%	38.3%	27.5%	28.0%	27.5%
无形资产	104	126	125	984	980	976
非流动资产	705	880	989	2,125	2,197	2,251
%总资产	41.3%	46.6%	51.7%	56.2%	54.9%	52.7%
资产总计	1,707	1,886	1,914	3,778	3,999	4,270
短期借款	496	555	566	232	134	0
应付款项	178	201	167	1,095	1,220	1,369
其他流动负债	38	60	59	39	44	49
流动负债	712	816	792	1,366	1,398	1,418
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	712	816	792	1,366	1,398	1,419
普通股股东权益	951	981	1,023	2,300	2,474	2,710
少数股东权益	44	88	99	113	127	141
负债股东权益合计	1,707	1,886	1,914	3,778	3,999	4,270

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.320	0.324	0.337	0.683	0.864	1.025
每股净资产	5.402	5.576	5.812	10.010	10.769	11.794
每股经营现金净流	-0.193	0.416	0.446	3.193	1.455	1.679
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.93%	5.82%	5.79%	6.82%	8.02%	8.69%
总资产收益率	3.30%	3.03%	3.10%	4.15%	4.97%	5.52%
投入资本收益率	4.87%	4.05%	4.41%	6.74%	7.90%	8.88%
增长率						
主营业务收入增长率	31.95%	4.66%	10.99%	34.05%	13.26%	14.27%
EBIT 增长率	25.84%	-5.01%	13.05%	174.62%	21.29%	17.21%
净利润增长率	-0.83%	1.20%	3.81%	164.79%	26.54%	18.67%
总资产增长率	27.19%	10.47%	1.49%	97.36%	5.85%	6.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.2	63.1	62.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	33.8	52.0	58.1	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	27.5	35.7	30.8	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	108.7	120.4	127.9	135.9	129.0	118.8
偿债能力						
净负债/股东权益	9.17%	20.59%	33.08%	-9.05%	-12.14%	-17.10%
EBIT 利息保障倍数	3.7	9.4	7.4	19.8	24.0	28.1
资产负债率	41.72%	43.29%	41.41%	36.14%	34.96%	33.24%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	4	4	4
增持	2	7	7	7	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.64	1.64	1.64	1.64

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD