

消费升级与娱乐研究中心

百洋股份(002696.SZ)买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 20.55元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	176.00
总市值(百万元)	4,778.61
年内股价最高最低(元)	22.39/16.28
沪深300指数	3828.70
深证成指	10547.10



相关报告

- 1.《百洋股份三季报点评：火星时代8月并表增厚公司业绩，未来教育业...》，
2017.10.25
- 2.《百洋股份：火星时代战略合作美艺博广，全方位发掘学员需求，未来...》，
2017.8.31
- 3.《百洋股份2017半年报点评——罗非鱼业绩稳中有增，未来教育业...》，
2017.8.22
- 4.《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

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

唐川 分析师SAC执业编号:S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

百洋股份17年&18年Q1业绩点评：火星业绩超预期，看好公司职业教育领域持续发展

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.337	0.487	0.804	0.963	1.168
每股净资产(元)	5.81	9.47	10.27	11.11	12.28
每股经营性现金流(元)	0.44	1.36	0.49	1.23	1.76
市盈率(倍)	68.02	37.96	25.56	21.35	17.59
行业优化市盈率(倍)	12.49	12.49	12.49	12.49	12.49
净利润增长率(%)	3.81%	91.04%	65.13%	19.75%	21.33%
净资产收益率(%)	5.79%	5.14%	7.83%	8.66%	9.51%
总股本(百万股)	176.00	232.54	232.54	232.54	232.54

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 火星时代8月并表，大幅增厚公司业绩。2017年4月25日，百洋股份发布2017年年报和2018年一季报，2017年实现营收23.94亿元，同比增长15.7%；实现归母净利润1.13亿元，同比增长91.0%，达到全年业绩预期。18Q1实现营收5.06亿元， $yoy+29.03\%$ ，归母净利润13.47百万元（上年同期亏损8.8百万元）。2017年公司教育培训业务实现营业收入2.08亿元，占公司营业收入比重为8.68%，教育业务成为公司业绩的主要增长点。
- 并购火星时代顺利完成，全面进军数字艺术教育业务，2017年火星时代业绩承诺超额完成。火星时代股权已于8月16日过户，整体交易事项已于9月27日实施完毕。本次交易中配套资金将用于火星时代信息化业务发展，未来将进一步公司线上业务发展。火星时代教学质量优，连续多年保持就业率高达95%，规模、口碑、业界影响力遥遥领先于同行业其他机构。2017年火星时代营收4.96亿元，同比增速27.2%；归母净利润为0.87亿元，同比增长43.3%，业绩承诺超额完成。
- 量价双增，火星时代业绩有望持续高速增长。①公司传统线下业务网点拓展稳步推进，新开设网点利用率仍有较大提升空间，2017年火星时代目前在13个城市设立了15个线下教学中心。根据公司规划，2018-2019年公司每年将新开6-7家新校区，未来公司教学规模扩展具有较大保障；②大多数教学中心仍处于爬坡期，满座率仍有较大提升空间；③根据国金教育草根调研，除UI课程和新媒体交互课程外，其余课程2018年大致有10%-25%的单月价格涨幅，涨价或带来直接的向上业绩弹性。

投资建议

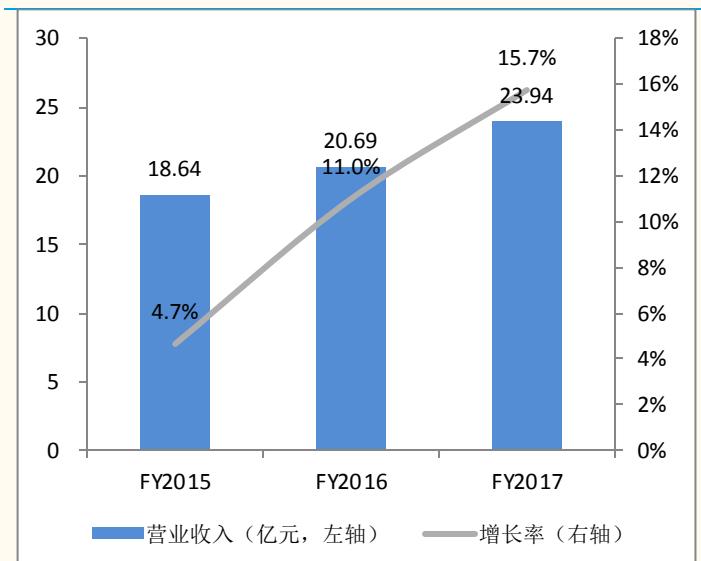
- 2017年实现营收23.94亿元，同比增长15.7%；实现归母净利润1.13亿元，同比增长91.0%，业绩表现达预期。火星时代于8月并表全面增厚公司业绩，教育转型顺利进行，2017年超额完成业绩承诺。网点拓展+满座率提升+学费提高，火星时代业绩有望持续高速增长。预计公司2018-2020年EPS为0.80元、0.96元、1.17元，对应PE26x、21x、18x，维持买入评级，目标价28元。
- 风险提示：教育业务拓展不及预期；原主业原材料价格波动、市场开拓不确定性等风险。

1. 百洋股份 2017 年财务数据：实现营收同比增长 15.7%，盈利结构明显改善，业绩达到预期

1.1 百洋股份营收同比增长 15.7%，业绩达到预期

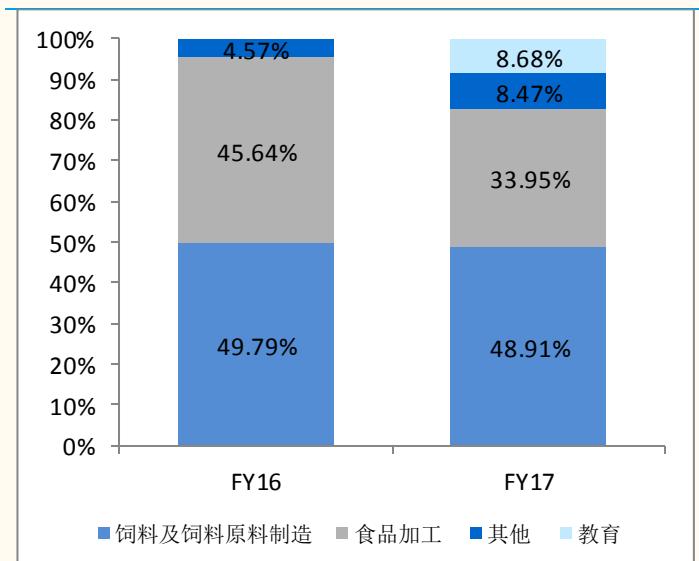
- 2018 年 4 月 25 日，百洋股份发布 2017 年年报和 2018 年一季报。2017 年实现营收 23.94 亿元，同比增长 15.7%；归母净利润 1.13 亿元，同比增长 91.0%，2017 年三季报预计 2017 全年实现归母净利润 1.07 亿-1.24 亿，同比增长 80%-110%，达到预期。得益于公司饲料项目产能的进一步释放及收购火星时代项目的顺利完成，公司营业收入保持了稳步增长，归属上市公司股东的净利润大幅度增加。
- 百洋股份 2018 第一季度营业收入 5.06 亿元， $YoY +29.03\%$ ，归母净利润 13.47 百万元（上年同期归母净利润亏损 8.8 百万元）。第一季度一般说是渔产行业的经营淡季，随着饲料、生物、教育培训业务经营业绩的持续增长，归属上市公司股东的净利润仍保持着较好的增长势头。
- 火星时代已于 2017 年 8 月 16 日过户，教育业务实现并表，2017 年公司教育培训业务实现营业收入 2.08 亿元，占公司营业收入比重为 8.68%，教育业务成为公司业绩的主要增长点。

图表 1：百洋股份营收情况



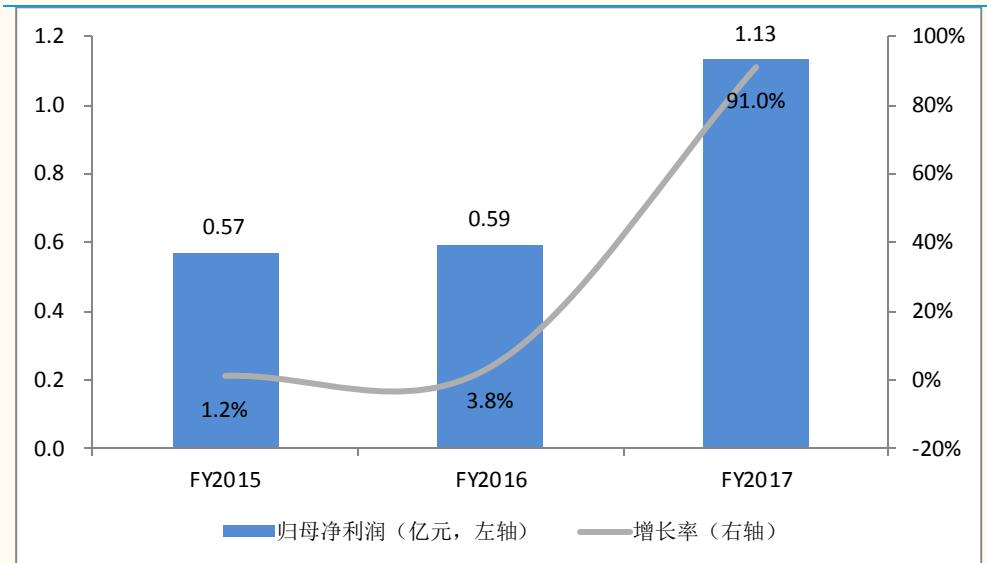
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：百洋股份业务构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3: 百洋股份归母净利润

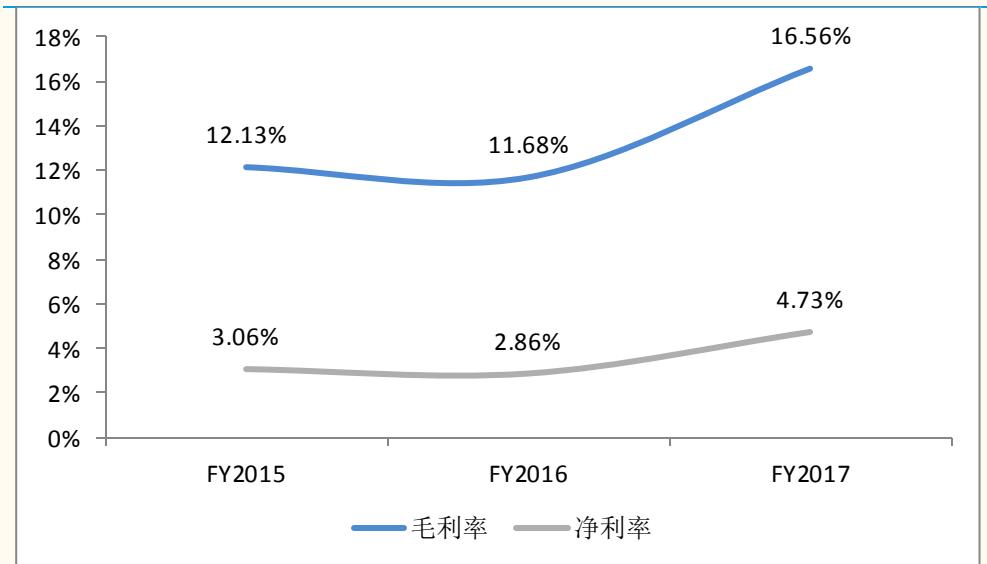


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 盈利结构改善，毛利率和净利率上升

- 2017 年教育业务的毛利率为 63.20%，传统的饲料及饲料原料制造毛利率为 14.20%，食品加工毛利率为 6.04%。公司成功并购火星时代，实现向教育产业进军的重大转变，后续公司将在巩固和夯实现有主营业务的同时继续推进公司在教育产业的拓展，使企业实现实现由传统的农产品加工业向教育产业的转型升级，此举有助于公司调整盈利结构，提高公司整体的毛利率和净利率水平，增厚公司利润。

图表 4: 百洋股份毛利率和净利率水平



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5: 不同业务毛利率

毛利率	FY16	FY17
饲料及饲料原料制造	13.25%	14.20%
食品加工	9.19%	6.04%
教育	/	63.20%

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 分红比例明显提高

- 2017 年分红比例高达 71.9%，年度公司的利润分配预案为：以报告期末公司股本 23253.5701 万股为基数，每 10 股现金分红 3.50 元（含税），不送红股，使用资本公积向全体股东每 10 股转增 7 股。

图表 6：历年分红情况（元）

分红年度	现金分红金额（含税）	分红年度归母净利润	占归母净利润的比率
2017 年	81,387,495.35	113,199,854.77	71.90%
2016 年	17,600,000.00	59,255,873.65	29.70%
2015 年	17,600,000.00	57,078,389.06	30.83%

来源：公司公告，国家证券研究所

2. 火星时代 8 月并表，教育业务有望持续内生高速增长

2.1 并购火星时代顺利完成，全面进军数字艺术教育业务

- 公司发行股份并支付现金收购火星时代 100% 股权交易顺利完成。公司以 20.83 元/股发行 2688.43 万股用以支付股份对价 5.6 亿，另支付现金对价 4.14 亿收购火星时代 100% 股权，本次交易共计作价 9.74 亿。公司已于 8 月 15 日完成股权过户，整个交易事项于 9 月 27 日实施完毕。
- 火星时代是国内数字艺术教育领域龙头企业。火星时代成立于 1993 年，主要提供 UI 设计、影视特效专业、游戏设计专业、室内设计专业、程序开发专业、数字艺术学历、教师认证共 7 个专业方向，25 个类别的长期班，20 个类别的短期班，800 多门课程。针对数字艺术教育，主要是设计类，下游市场蓬勃发展，内容产业兴起，人才需求旺盛，火星时代课程标准化程度高，存在很大的市场空间。

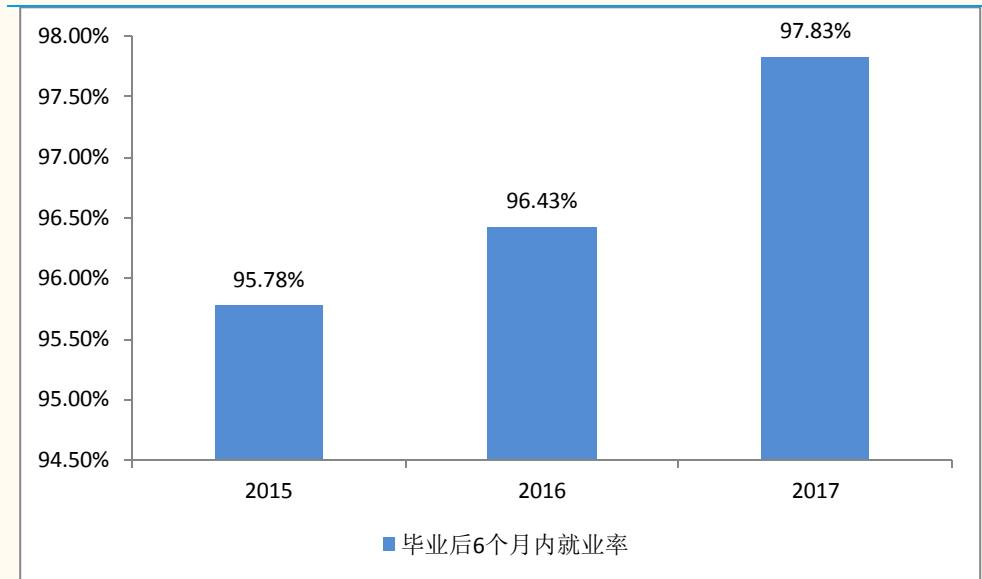
图表 7：火星时代课程体系



来源：公司官网，国金证券研究所

- 2017 年在校生超过 10000 人，每年为业界输送 2 万以上优秀岗位人才和从业者。连续多年保持就业率高达 95%，毕业月薪 4500 元-32000 元不等，平均就业薪资 6500 元。规模、口碑、业界影响力遥遥领先于同行业其他机构。

图表 8：火星时代就业情况

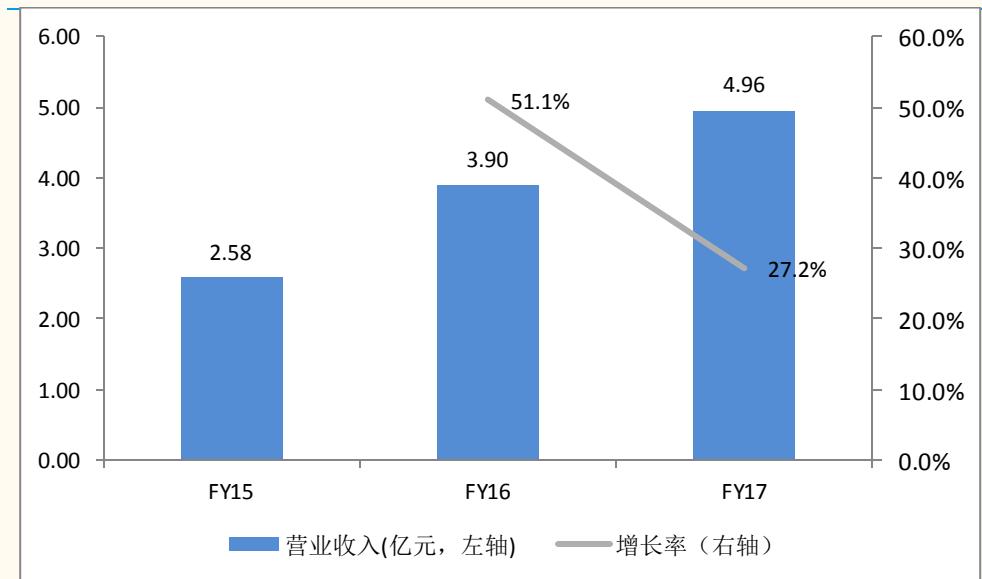


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 2017 年业绩承诺超额完成

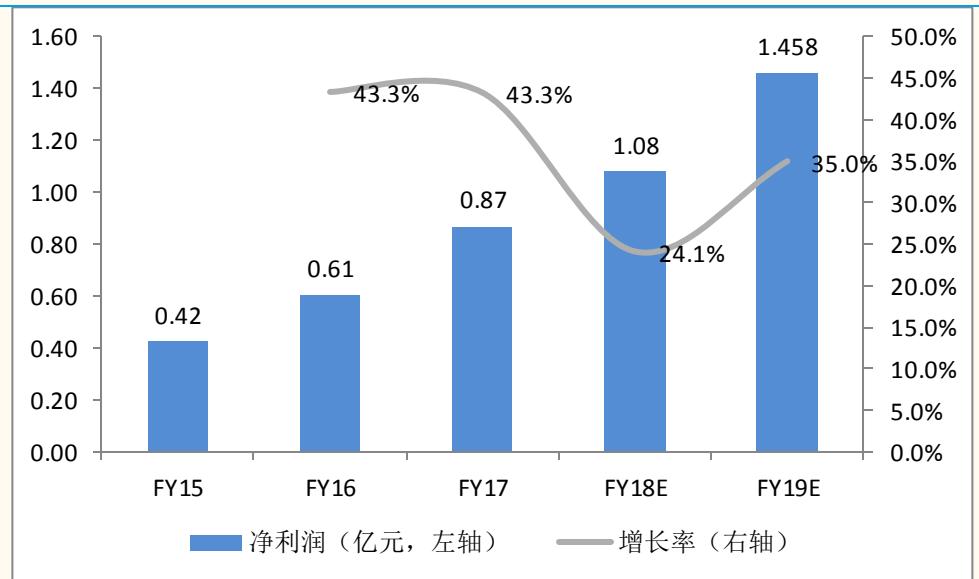
- **2017 年火星时代业绩承诺超额完成。** 营收 4.96 亿元，同比增速 27.2%。火星时代原股东对 2017-2019 年进行了业绩承诺，若按每年实现最低限额业绩承诺计算，2017-2019 年业绩承诺为 0.8 亿元、1.08 亿元、1.46 亿元。2017 年火星时代经审计后归母净利润为 0.87 亿元，同比增长 43.3%，业绩承诺超额完成。

图表 9：火星时代主营收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：火星时代净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 新网点扩张+课程涨价，火星时代业绩有望持续高速增长

- 网点持续扩张，满座率仍有较大提升空间。**2017 年，火星时代布局济南和郑州两座城市，目前在北京、上海、广州、深圳、杭州、成都、武汉、西安、南京、重庆、厦门等 13 个城市设立了 15 个线下教学中心，覆盖了一线城市及全国主要经济发达区域。根据公司规划，2018-2019 年公司每年将新开 6-7 家新校区，未来公司教学规模扩展具有较大保障。大多数教学中心仍处于爬坡期，满座率仍有较大提升空间，预计新教学中心的开设和满座率的提升将成为公司未来业绩持续提升的强劲驱动力。
- 根据国金教育草根调研，除 UI 课程和新媒体交互课程外，其余课程 2018 年大致有 10%-25% 的单月价格涨幅，涨价或带来直接的向上业绩弹性。**

图表 11：火星时代 2018 年主要课程价格变化

	2018年（数据来自实地调研）							
	学期(月)	学费标准	总时长	单月学费	单月涨幅	时长绝对值变化	学费绝对值变化	备注
UI 界面设计师班/UI 视觉设计师班/UI/UE 设计师班	4	19900	79600	4975	0.00%	0	0	时长学费不变
游戏原画设计师班/游戏原画高级设计师班	6	24900	149400	4150	11.04%	-2	-5000	时长学费下降
影视包装广告设计师班/影视剪辑包装师班/影视剪辑与包装设计师班	6	24900	149400	4150	13.70%	0	3000	时长不变，学费上涨
新媒体与交互设计专业班/UI/UE 设计师全科班	6	22900	137400	3817	0.00%	0	0	时长学费不变
室内设计师班/室内高级设计师班	6	24900	149400	4150	25.13%	0	5000	时长不变，学费上涨
WEB 前端工程师班	6	19900	119400	3317	-29.81%	2	1000	时长学费上涨
游戏模型设计师班/游戏 3D 美术设计师班	7	29900	209300	4271	25.10%	0	6000	时长不变，学费上涨，不确定之后会不会开课，暂时没有开课，觉得行情不太好
游戏特效设计师班						-6	-21900	
影视特效设计师班	8	29900	239200	3738	11.15%	0	3000	时长不变，学费上涨
室内设计师班 (2016)						-3	-9900	2018没有此课程
Unity3D游戏开发工程师班	4	21900	87600	5475	10.05%	0	2000	时长不变，学费上涨

来源：国金证券研究所调研

3. 投资建议：优质 A 股教育标的持续验证，建议买入

- 2017 年实现营收 23.94 亿元，同比增长 15.7%；实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 91.0%，业绩表现达预期。火星时代于 8 月并表全面增厚公司业绩，教育转型顺利进行，2017 年超额完成业绩承诺。网点拓展+满座率提升+学费提高，火星时代业绩有望持续高速增长。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.80 元、0.96 元、1.17 元，对应 PE26x, 21x, 18x，维持买入评级，目标价 28 元。**
- 风险提示：**教育业务拓展不及预期。原主业原材料价格波动、市场开拓不确定性的风险，民促法落实、教育行业监管和产业政策变化的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	货币资金	2015	2016	2017	2018E	2019E
1,864	2,069	2,394	2,953	3,211	3,489	335	195	923	405	480	704	
增长率	11.0%	15.7%	23.3%	8.7%	8.7%	358	371	426	484	527	574	
主营业务成本	-1,638	-1,827	-1,998	-2,339	-2,493	-2,652	存货	273	309	273	320	341
%销售收入	87.9%	88.3%	83.4%	79.2%	77.6%	76.0%	其他流动资产	42	51	89	95	100
毛利	226	242	397	614	718	837	流动资产	1,006	925	1,711	1,304	1,448
%销售收入	12.1%	11.7%	16.6%	20.8%	22.4%	24.0%	%总资产	53.4%	48.3%	47.8%	40.7%	42.8%
营业税金及附加	-2	-5	-9	-15	-16	-17	长期投资	33	97	110	110	110
%销售收入	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	677	732	746	792	819
营业费用	-53	-55	-113	-139	-173	-216	%总资产	35.9%	38.3%	20.8%	24.7%	24.2%
%销售收入	2.9%	2.7%	4.7%	4.7%	5.4%	6.2%	无形资产	126	125	986	994	1,002
管理费用	-94	-95	-124	-207	-238	-258	非流动资产	880	989	1,870	1,899	1,933
%销售收入	5.0%	4.6%	5.2%	7.0%	7.4%	7.4%	%总资产	46.6%	51.7%	52.2%	59.3%	57.2%
息税前利润(EBIT)	77	87	151	254	291	345	资产总计	1,886	1,914	3,581	3,203	3,381
%销售收入	4.1%	4.2%	6.3%	8.6%	9.1%	9.9%	负债	817	793	1,279	707	681
财务费用	-8	-12	-32	-14	0	9	短期借款	555	566	660	176	93
%销售收入	0.4%	0.6%	1.3%	0.5%	0.0%	-0.3%	应付款项	201	167	536	496	540
资产减值损失	-13	-11	-7	0	0	0	其他流动负债	33	34	60	35	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	789	767	1,256	707	681
投资收益	-3	0	15	5	1	2	长期贷款	0	0	0	0	0
%销售前利润	n.a	n.a	11.0%	1.9%	0.3%	0.5%	其他长期负债	27	25	24	0	0
营业利润	52	63	132	245	292	356	负债总计	817	793	1,279	707	681
营业利润率	2.8%	3.1%	5.5%	8.3%	9.1%	10.2%	普通股股东权益	981	1,023	2,201	2,388	2,584
营业外收支	19	15	8	15	17	18	少数股东权益	88	99	100	108	116
税前利润	71	78	140	260	309	374	负债股东权益合计	1,886	1,914	3,581	3,203	3,381
利润率	3.8%	3.8%	5.8%	8.8%	9.6%	10.7%						
所得税	-10	-11	-15	-65	-77	-94						
所得税率	14.0%	13.9%	10.6%	25.0%	25.0%	25.0%						
净利润	61	67	125	195	232	281						
少数股东损益	4	8	12	8	8	9						
非现金支出	60	69	84	66	76	87						
非经营收益	28	23	4	30	-9	-17						
营运资金变动	-77	-81	104	-176	-12	60						
经营活动现金净流	72	78	316	115	287	410						
资本开支	-88	-98	-50	-102	-93	-92						
投资	-59	-64	-177	0	0	0						
其他	0	0	43	5	1	2						
投资活动现金净流	-147	-161	-185	-97	-92	-90						
股权筹资	0	3	522	0	-28	0						
债权筹资	59	-19	153	-508	-83	-93						
其他	-55	-66	-63	-27	-9	-3						
筹资活动现金净流	4	-82	612	-535	-120	-96						
现金净流量	-71	-165	743	-518	75	224						

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	5	11	25
增持	0	1	1	1	8
中性	0	1	2	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.63	1.47	1.39

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

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的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH