

产业转型升级布局数字艺术教育，双轮驱动推进业绩增长

——百洋股份 首次覆盖报告

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

赵琳(联系人)

证书编号: S0280118050009

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 并购布局数字艺术教育行业，双轮驱动业绩增长：

百洋股份于 2017 年通过并购火星时代教育，切入数字艺术教育领域。随后围绕火星时代开展系列合作与对外投资，快速拓展数字艺术教育业务。2017 年，火星时代超额完成业绩对赌，并表后为公司创造教育收入 2.67 亿元。传统饲料业务产能释放，营收同比增长 13.64%。公司最终实现总营收 23.94 亿元，同比增长 29.03%。

● CG 教育线上线下同步发力，规模效应显著

火星时代深耕数字艺术教育 25 年，设立 15 个教育中心涵盖 13 个主要城市，现已成为 CG 教育龙头企业。火星时代注重高品质课程体系研发与师资团队的构建，并建立了完善的就业保障体系，在其科学培养模式下，学员表现优秀就业率高，高水准教学实力广受认可。2013 成立火星网校，借助其学习灵活、学费低廉的优势，成功覆盖在校学生和在职人群，规模效应显著。

● 数字艺术人才供不应求，IT 职业教育市场前景广阔

近年来，游戏、动漫、影视、室内设计等数字艺术行业发展迅猛，但专业人才供不应求，行业人才缺口逐年扩大，与此同时，其他 IT 职业培训刚需也不断扩大。IT 职业教育行业持续增长，未来发展趋势明显，资本大量涌入助长业内并购整合，行业集中度快速提升，龙头企业优势显现。

● 数字艺术教育空间广阔，竞争优势明显，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.93、2.44、2.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/1.05/1.26 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 27/21/18 倍。公司传统主业稳步推进，数字艺术教育业务表现良好，随着数字艺术人才缺口逐年扩大，数字艺术教育业务将持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：教育行业政策不及预期，数字艺术教育新业务不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2069	2,394	3,201	3,533	3,939
增长率(%)	11.0	15.7	33.7	10.3	11.5
净利润(百万元)	59.3	113	193	244	293
增长率(%)	3.8	91.0	70.1	26.6	20.1
毛利率(%)	11.7	16.6	29.4	29.7	29.9
净利率(%)	2.9	4.7	6.0	6.9	7.4
ROE(%)	6.0	5.4	6.1	7.3	8.3
EPS(摊薄/元)	0.25	0.49	0.83	1.05	1.26
P/E(倍)	87.43	45.8	26.9	21.2	17.7
P/B(倍)	5.06	2.4	1.5	1.5	1.4

资料来源：新时代证券研究所

推荐(首次评级)

市场数据 时间 2018.06.07

收盘价(元):	22.81
一年最低/最高(元):	16.0/25.6
总股本(亿股):	2.33
总市值(亿元):	53.04
流通股本(亿股):	1.04
流通市值(亿元):	23.67
近 3 月换手率:	108.3%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	14.85	36.68	21.08
绝对	16.51	31.05	30.95

相关报告

目 录

1、农产品加工起家，跨界数字艺术教育开启双轮驱动	4
1.1、水产业务出口承压，跨界进军教育领域	4
1.2、股权结构	4
1.3、火星时代并表拉动公司整体业绩增长	5
2、传统主业：水产食品与饲料产业增长平稳	6
2.1、水产食品：多项措施并举，抵减汇率及海外需求波动的影响	6
2.2、饲料产业：整体产能释放并不断扩大，营业收入稳步推进	7
3、数字艺术教育业务强劲，市场前景巨大	9
3.1、火星时代：CG教育龙头企业	9
3.1.1、深耕数字艺术教育25年，稳扎稳打实现扩张	9
3.1.2、业绩稳定增长，近三年归母净利润年复合增速达43.30%	10
3.1.3、线下授课：专业涵盖全面，独创数字艺术学历教育模式	10
3.1.4、高品质课程研发与师资团队构建，铺路职业赛道助力学员就业	11
3.2、火星网校：线上线下协同招生，规模效应显著	16
3.3、围绕火星时代开展外延并购，持续布局或将构建完整生态链	18
4、数字艺术人才供不应求，IT职业教育市场前景广阔	18
4.1、细分行业增长潜力巨大，专业人才缺口亟待填补	18
4.2、IT教育培训市场前景广阔，看好学历学校模式	22
5、数字艺术教育空间广阔，竞争优势明显，首次覆盖给予“推荐”评级	23
6、风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图1：百洋股份历史沿革	4
图2：百洋股份股权结构	5
图3：2013-2018Q1公司总营收及增速	6
图4：2013-2017年公司归母净利润及增速	6
图5：公司盈利情况	6
图6：2013-2017年公司冷冻水产品营收及增速	7
图7：2013-2017年公司鲜活水产品营收及增速	7
图8：公司水产品业务整体营收及增速	7
图9：公司水产品业务产、销量及增速	7
图10：公司饲料业务营收及增速	8
图11：公司饲料原料制造业务营收及增速	8
图12：公司饲料及饲料原料业务营收及增速	8
图13：公司饲料产、销量及增速	8
图14：火星时代教育官网首页	9
图15：火星时代历史沿革	9
图16：火星时代营收及增速	10
图17：火星时代归母净利润及增速	10
图18：火星时代课程体系	11
图19：火星时代VS.其他培训机构学费构成	12
图20：火星就业保障体系	15
图21：2015-2017学员毕业6个月就业率	15

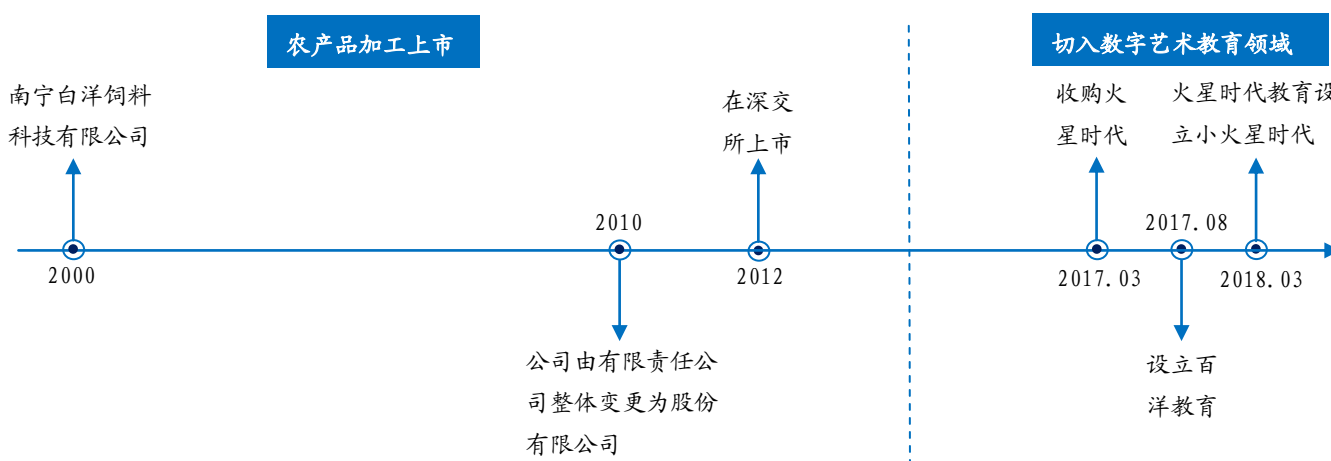
图 22: 2018 年 4 月 UI 设计专业就业率 (北京中心)	15
图 23: 2018 年 4 月游戏设计专业就业率 (北京中心)	15
图 24: 2018 年 4 月影视特效专业就业率 (北京中心)	15
图 25: 火星网校官网首页	16
图 26: 火星网校课程构成	17
图 27: 中国移动游戏市场规模	18
图 28: 中国网络游戏市场规模	18
图 29: 2017 上半年游戏行业校招岗位与简历数占比	19
图 30: 2017 年游戏行业人才需求比例	19
图 31: 国产动画片部数	19
图 32: 国产动画用户规模	19
图 33: 中国动漫产业规模及增速	20
图 34: 动漫行业从业人员和人才需求	20
图 35: 电影票房及票房增速	20
图 36: 电影观影人次及增速	20
图 37: 电视剧发行部数及增速	21
图 38: 电视剧发行集数及增速	21
图 39: 网络视频规模及增速	21
图 40: 影视制作从业人员规模及行业需求	21
图 41: 住宅装饰市场规模	22
图 42: 室内设计从业人员	22
图 43: IT 培训市场规模 (亿元) 及增速	22
图 44: IT 职业教育行业主要公司收入 (百万)	22
表 1: 百洋股份教育业务参控股公司情况	5
表 2: 2017-2019 年火星时代业绩承诺及业绩完成情况	10
表 3: 火星时代部分课程设置	12
表 4: 火星时代部分全、兼职教师	13
表 5: 火星时代部分外聘专家	13
表 6: 火星网校各类课程数量 (门)	16
表 7: 火星网校职业课学费 (元)	17
表 8: 部分 IT 培训机构培训周期、课程及学费情况	23

1、农产品加工起家，跨界数字艺术教育开启双轮驱动

1.1、水产业务出口承压，跨界进军教育领域

百洋股份前身系南宁百洋饲料科技有限责任公司，成立于2000年4月，注册资本100万元，由股东孙忠义和胡金莲投入，并由孙忠义出任董事长和总经理。随后公司经历了多轮增资、增加新股东和股权变动，2010年7月，公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司。2012年8月公司正式在深交所挂牌上市。2015年公司更名百洋产业投资集团股份有限公司。2017年收购火星时代切入数字艺术教育领域。2017年8月设立百洋教育。2018年3月，火星时代设立小火星时代。

图1：百洋股份历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，新时代证券研究所

受人民币升值和国际市场需求持续疲软的影响，2017年公司水产品业务出现下降。饲料业务受饲料板块产能释放和扩张的影响，保持平稳增长。针对传统主营业务形势，百洋集团一方面对食品加工板块进行了调整，在保持产业布局优势的前提下，积极引导部分加工企业转型或转变经营方向，以降低运营成本。另一方面，对整体战略也做了调整，于2017年切入教育产业，开始从单一的农产品加工经营向农产品加工经营和教育并存的多元经营转变。

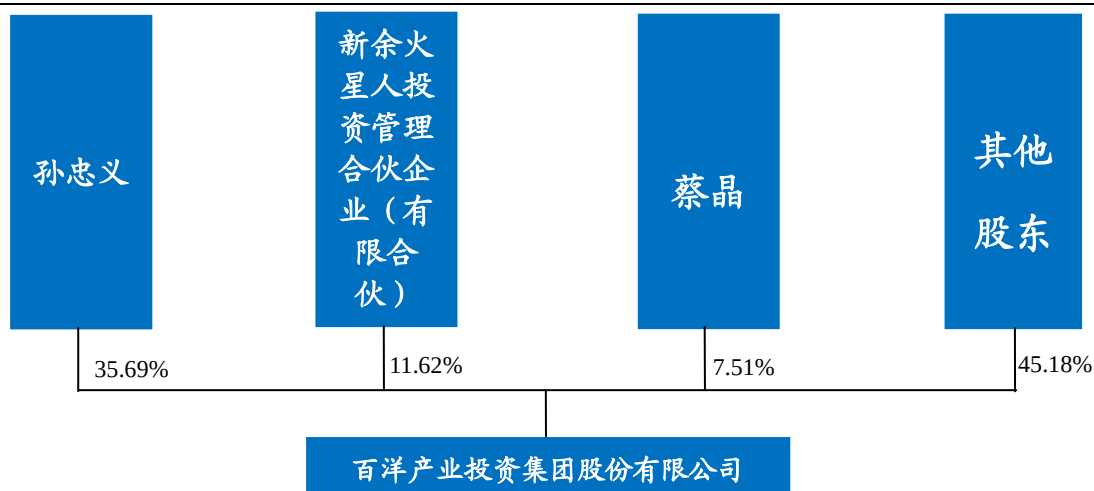
2017年8月，百洋集团通过发行股份及支付现金的方式购买火星时代100%股权，合计支付97400万元。2017年，火星时代实现营收22,680.16万元，并完成并购业绩承诺，实现净利润8235.33万元，超过承诺业绩253.33万元。

1.2、股权结构

公司实际控制人为孙忠义和蔡晶，两人为夫妻关系，合计持股43.2%。2017年8月，百洋集团通过发行股份及支付现金的方式购买北京火星时代科技有限公司100%股权，合计支付97400万元。其中以现金方式支付41400万元，剩下的56000万元，通过向火星时代控股股东新余火星人投资管理合伙企业发行2,701.3989万股股份支付。最终，新余火星人持有百洋股份的股票数量由0增加至2,701.3989万股，持股比例由0.00%增加到11.62%（考虑配套融资）。

通过收购火星时代，百洋股份成功控股火星时代旗下16家企业，并于2017年9月，出资5000万元，设立了北京白洋教育投资有限公司，作为公司未来整合教育业务，进一步实现公司战略转型升级的有效支撑。

图2：百洋股份股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表1：百洋股份教育业务参控股公司情况

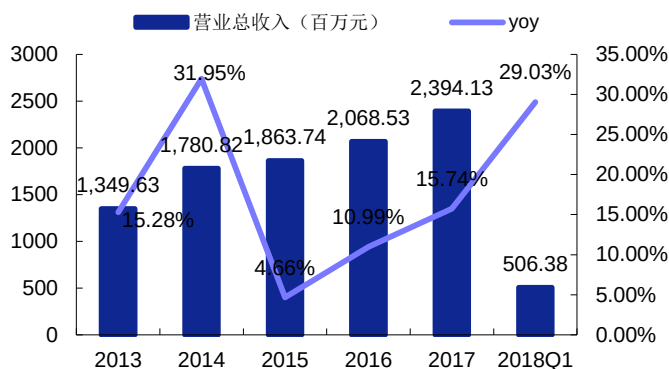
被参控公司	参控时间	参控关系	直接持股比例	主营业务	是否合并报表
北京火星时代科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
北京云创科讯软件有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
广州合星信息科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
北京火星时代网络技术有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
成都火星时代科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
杭州合星科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
重庆火星时代科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
郑州火星时代网络科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
西安合星网络科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
武汉合星数码设计有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
上海火星时代数字艺术有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
厦门火星时代科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
南京火星实训网络科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
济南火星时代教育科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
霍尔果斯火星时代信息科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
深圳火星时代科技有限公司	2017 年	子公司	100%	艺术教育	是
北京百洋教育投资有限公司	2017 年	子公司	100%	投资	是

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

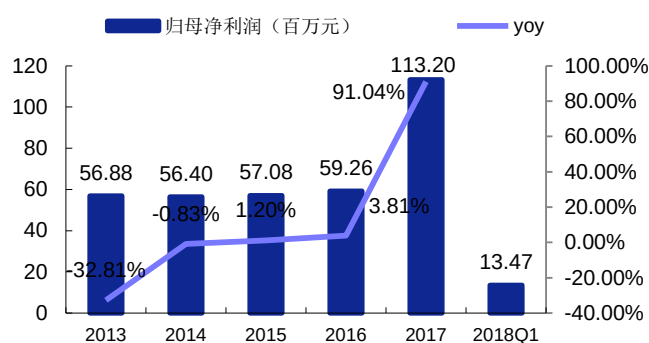
1.3、火星时代并表拉动公司整体业绩增长

2013 年至 2016 年，百洋集团营收保持平稳增长，毛利率则基本呈现下滑趋势。2016 年总营业收入 20.69 亿元，同比增长 10.99%；毛利率为 11.68%，同比下降 3.77%。2014 年至 2016 年，公司归母净利润增长缓慢，净利润率逐年下降，分别为 3.38%、3.29%、3.25%。

并表火星时代后，2017 全年公司总营业收入大幅增加至 23.94 亿元，同比增长 15.74%；归母净利润由 0.59 亿元增加至 1.13 亿元，同比增长 91.04%。2018 年第一季度，公司实现营收 5.06 亿元，比 2017 年同期增长 152.96%；归母净利润扭亏为盈，由 2017 第一季度亏损 88 万元增加近 15.3 倍达到盈利 1347 万元。

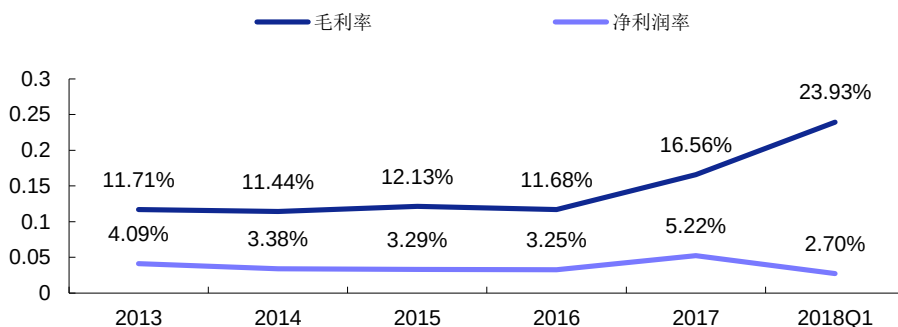
图3： 2013-2018Q1 公司总营收及增速

资料来源：wind，新时代证券研究所

图4： 2013-2017 年公司归母净利润及增速

资料来源：wind，新时代证券研究所

由于公司 2017 年 8 月份并表了毛利率高的教育业务，2016-2018Q1 公司整体毛利率呈现明显的上升趋势，分别为 11.68%、16.56%、23.93%；由于一季度属于教育业务淡季，费用支出相比营业收入规模较大，公司整体盈利能力表现不明显，净利润率只有 2.7%，毛利率也低于我们盈利预测中预期的水平。我们预计未来三年随着教育行业的快速增长带动教育业务营收占比的不断提升，公司毛利率、净利润率有望稳步提高。

图5： 公司盈利情况

资料来源：wind，新时代证券研究所

根据公司 2017 年报披露，火星时代的并表为公司增加了教育业务收入，创造了公司业绩的主要增长点。2017 年火星时代营业收入 2.268 亿元，占公司总营业收入的 9.47%；净利润 8253.33 万元，占公司整体利润率的 72.91%。

2、传统主业：水产食品与饲料产业增长平稳

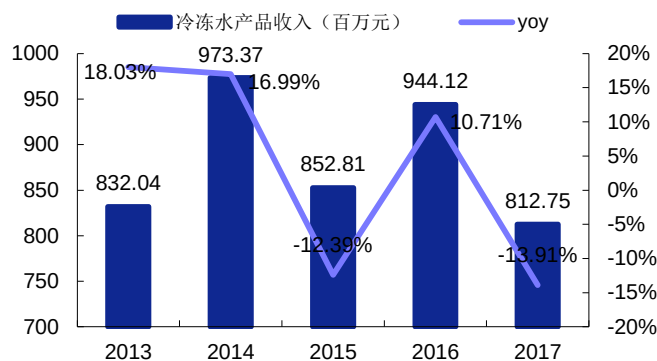
2.1、水产食品：多项措施并举，抵减汇率及海外需求波动的影响

百洋股份的水产食品主要以罗非鱼为主，目前拥有广西南宁百洋食品有限公司、北海钦国冷冻食品有限公司、广东雨嘉水产食品有限公司、湛江佳洋食品有限公司、广西百嘉食品有限公司、海南佳德信食品有限公司、海南文昌百跃食品有限公司等 7 家水产品加工出口企业。从 2010 年起，公司罗非鱼产销量连续在全国罗非鱼食品行业位居第一，同时公司也是全球最大的罗非鱼加工出口贸易企业。2017 年，公司在中国罗非鱼食品出口市场的市场份额约为 9%。目前，公司冷冻罗非鱼片等水产食品已出口至美国、俄罗斯、墨西哥、加拿大以及欧盟、中东等

30 多个国家和地区。

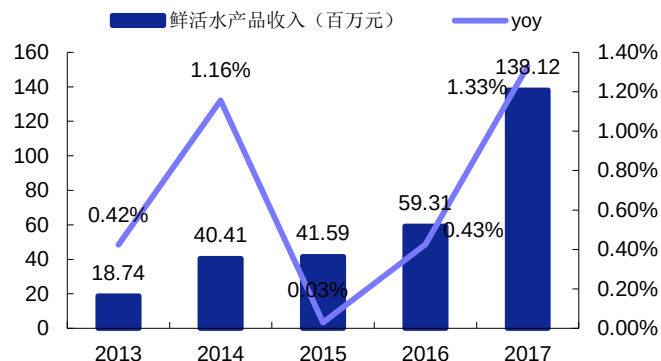
2017 年，公司水产品业务整体营收 9.51 亿元，同比下降 5.24%。其中冷冻水产品营业收入 8.13 亿元，同比下降 13.91%，鲜活水产品营业收入 1.38 亿元，同比增加 1.33%。2018 年第一季度，公司水产食品营收 1.48 亿元，同比下降 15.9%，亏损 885.92 万元，同比去年亏损增加 470.89 万元。

图6： 2013-2017 公司冷冻水产品营收及增速



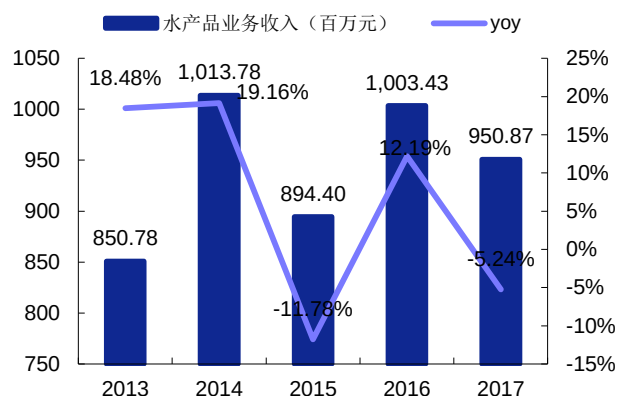
资料来源：wind，新时代证券研究所

图7： 2013-2017 公司鲜活水产品营收及增速



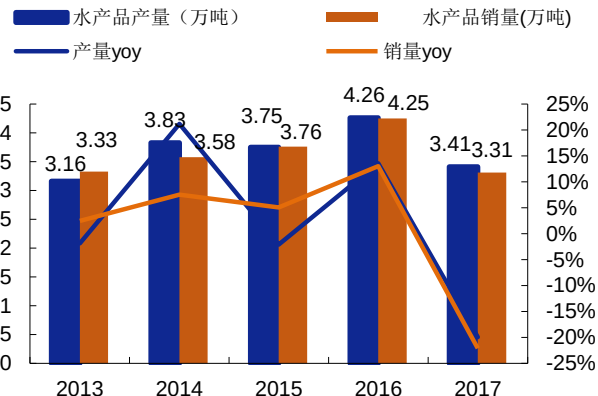
资料来源：wind，新时代证券研究所

图8： 公司水产品业务整体营收及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

图9： 公司水产品业务产、销量及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

公司水产食品加工业务下滑主要有三点原因：（1）人民币升值影响严重，2017 年公司因人民币升值带来汇兑损失 1999.03 万元。（2）公司前期新建、收购的水产食品加工项目产能没有完全释放，项目暂未实现盈利。（3）国际市场需求疲软对公司水产食品出口也产生了负面影响。

根据公司年报披露，公司计划自 2018 年开始，按照公司外币总资产余额情况，配套相应额度的外币融资并引入远期结售汇率工具，以规避汇率风险。同时，还将在保持现有食品加工业务生产能力的基础上，努力拓展海外市场、扩展海产品加工贸易业务并采取开源节流等措施。预计后续随着汇率市场逐步趋于稳定及融资成本的下降，公司 2018 年水产食品加工业务亏损额将会大幅减少。

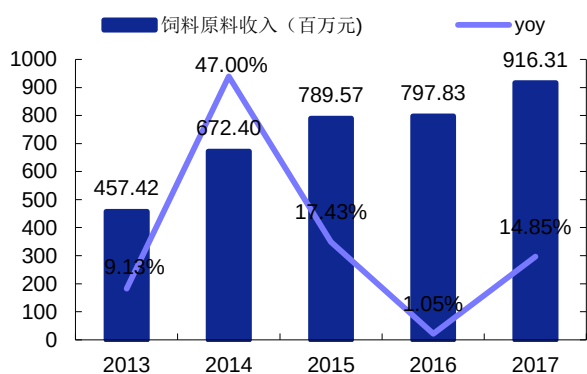
2.2、饲料产业：整体产能释放并不断扩大，营业收入稳步推进

饲料产业是百洋集团另一主要的传统产业，公司主要致力于中高端、高效、

环保型水产及畜禽饲料的研发、生产和销售。目前拥有百洋产业投资集团股份有限公司饲料分公司、广西百丰饲料科技有限公司、海南百洋饲料有限公司、佛山百洋饲料有限公司、湖北荆州百洋饲料有限公司等五家大型饲料生产企业，总投资达6亿元，自动化生产线超过30条。公司旗下饲料生产企业全部采用美国GMP进口设备与国内领先的专业饲料生产设备，年总产达到100万吨。在中国饲料市场拥有较高知名度和影响力，被中国饲料工业协会评为“中国饲料行业信得过产品”，同时也是“广西名牌产品”、“广西著名商标”。

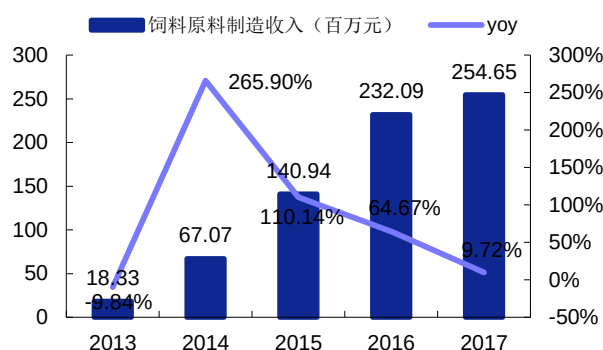
公司饲料及饲料原料业务自上市以来，一直保持高速增长。目前，产品的市场覆盖区域已从广西区域扩展到了广东和海南、山东地区，整体产能也在不断扩大，业务品种更加丰富。2017年，饲料及原料业务整体营收达11.71亿元，同比增长13.64%。其中，饲料业务营收9.16亿元，同比增长14.85%，饲料原料制造业务营收2.55亿元，同比增长9.72%。

图10: 公司饲料业务营收及增速



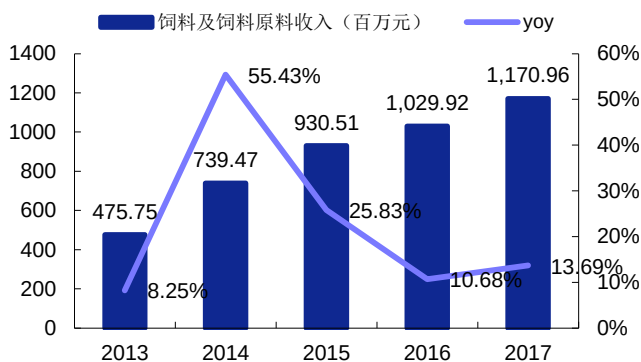
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图11: 公司饲料原料制造业务营收及增速



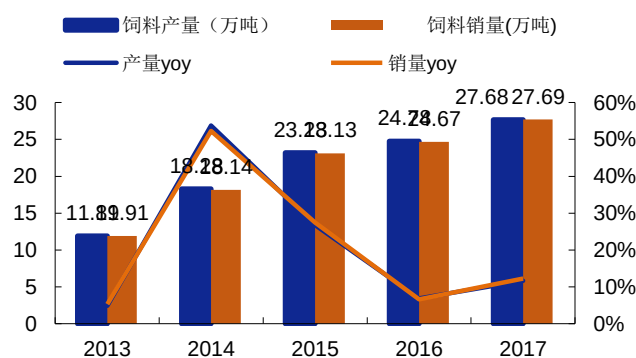
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图12: 公司饲料及饲料原料业务营收及增速



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图13: 公司饲料产、销量及增速



资料来源: wind, 新时代证券研究所

根据公司业绩说明会透露，明阳项目2017年年产22万吨水产饲料，实现了较好的收益，预计未来两年产能基本能完成释放；佛山更合镇项目年产18万吨水产饲料项目预计未来三至五年完成产能释放。随着公司饲料板块企业产能的进一步释放，预计未来两到五年内，饲料及饲料原料业的产销量还将继续保持稳步增长。

3、数字艺术教育业务强劲，市场前景巨大

3.1、火星时代：CG 教育龙头企业

3.1.1、深耕数字艺术教育 25 年，稳扎稳打实现扩张

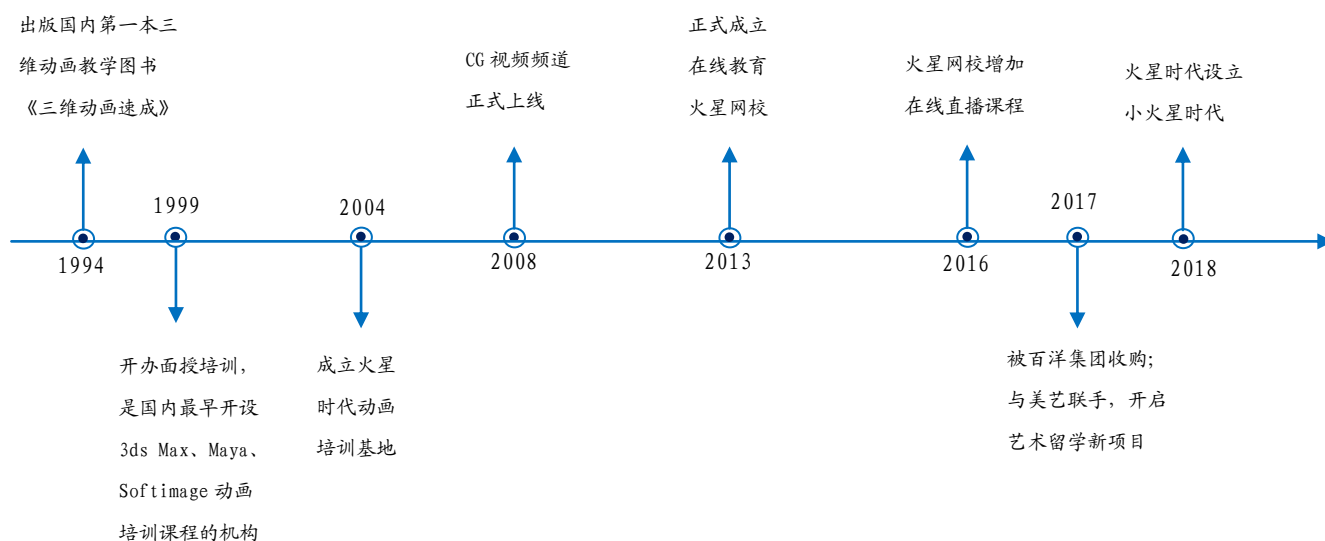
火星时代教育从成立至今已从事数字艺术教育 25 年,是国内领先的高端教育机构。目前,火星时代在全国 13 个主要城市,设立了 15 个教学中心,各个校区不仅有专业的教学设备,还配备了完善的生活设施。2017 年百洋股份收购火星时代后,成为国内第一家从事数字艺术教育的上市公司。

图14: 火星时代教育官网首页



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图15: 火星时代历史沿革



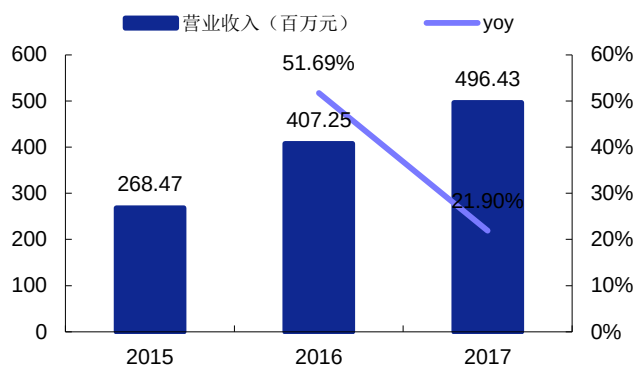
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

火星时代教育成立至今，已获得多项 CG 教育、职业教育奖项，包括 Adobe “优秀教学奖”、“欧克特精诚合作奖”、Autodesk “亚太区卓越 ATC 合作伙伴奖”、腾讯“特色职业教育品牌奖”、新浪网“中国品牌知名度职业培训机构奖”、“年度十大 CG 培训机构奖”、“最具综合实力职业培训机构奖”、“最受互联网公司欢迎奖”等奖项。火星时代学员也在游戏设计、影视剪辑、动漫设计、输入法设计、表情包设计等比赛也多次取得优异的成绩。

3.1.2、业绩稳定增长，近三年归母净利润年复合增速达 43.30%

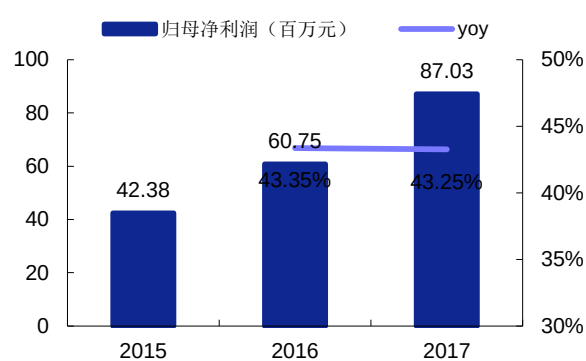
2015-2017 年火星时代业绩保持稳定高速增长。近三年公司实现营业收入分别为 2.68、4.07、4.96 亿元，年复合增速为 35.98%，实现归母净利润分别为 4238、6075、8703 万元，年复合增速达到 43.30%。

图16： 火星时代营收及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图17： 火星时代归母净利润及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

业绩承诺方面，火星时代承诺 2017 年归母净利润不低于 8000 万元、2017 和 2018 年累计实现净利润不低于 18800 万元，2017-2019 年累计实现净利润不低于 33380 万元，以上净利润均为扣除非经常损益后的归母净利润。火星时代已于 2017 年 8 月与公司并表，2017 年火星时代扣非后归母净利润为 8253.33 万元，完成率为 103.17%。

表2： 2017-2019 年火星时代业绩承诺及业绩完成情况

	2017	2017-2018	2017-2019
业绩承诺	8000	18800	33380
实际完成情况	8253.33	-	-
完成率	103.17%	-	-

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.1.3、线下授课：专业涵盖全面，独创数字艺术学历教育模式

火星时代线下教育主要设有 6 个业务方向，包括：UI 设计专业、游戏设计专业、影视特效专业、室内设计专业、程序开发和数字艺术学历。前五个方向，是针对不同数字艺术专业开展相应的培训，数字艺术学历不同于一般的课程培训模式，是针对上述专业开展的学历提升教育模式。

数字艺术学历教育主要是指火星时代教育设立的“MDA 数字艺术学历班 (Mars Era Diploma of Arts)”，包括高升专和专升本两种，由火星时代联合高校共同培养。这种教育模式结合岗位技能、国家学历、就业保障于一体，学习历时两年半左右。第一年学习基础课程，第二年为专供岗位技能和岗位实训，第三年可以直接就业并兼修学历课程，毕业时可获得国家承认的对应高校的专/本科学历。

学位证书。目前加入火星时代数字艺术学历教育的高校有山东大学、中国传媒大学和华东师范大学三所。

图18: 火星时代课程体系



资料来源：公司官网，新时代证券研究所整理

3.1.4、高品质课程研发与师资团队构建，铺路职业赛道助力学员就业

课程研发

对比其他数字艺术教育培训机构，火星时代更加注重课程研发和师资团队构建。一方面，做精教材研发，在教材出版老本行上追求卓越。其“ATC 标准培训教材”系列教材被各大学校采用作为标准授课用教材，多本图书授权出版到台湾、港澳地区，并于 2007 年被 Autodesk 授予为中国唯一的“ATC 标准认证教材研发中心”。另一方面，大胆引入国外先进教育模式，引导国内移动互联网设计教育的革新和发展。公司于 2008 年开始与北美著名数字艺术学院深入合作，研发出先进的课程体系，将国际前沿教育体系引入中国。此外，注重国际课程本土化和教育体系全球化。公司一直与业界各大公司保持紧密联系，不断研发与岗位需求匹配的课程，将技术传授和项目实战紧密结合，同时结合国际先进教育体系来定期优化教育模式和教学方法。

目前，火星时代教育的课程涵盖 8 个专业方向，包括 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，总共涵盖 25 个类别的长期班和 30 多个类别的短期班，800 多门课程。2016 年，公司还与央美合作，联合开办数字造型艺术高级研修班，并开设一系列 VR 课程：影视 VR 创作大师班、VR 室内班、VR 游戏 3D 美术班、UE4 程序高级工程师班。

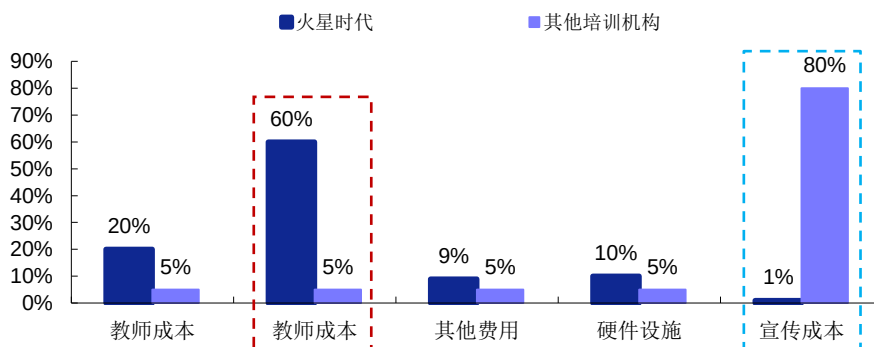
表3: 火星时代部分课程设置

学院	课程
后期影视学院	影视模型渲染设计
	影视角色动画设计
	影视特效设计
	影视后期合成设计
	影视原画高级设计
	MMT 视效高定
剪辑包装学院	剪辑大师
	剪辑预包装设计
游戏美术学院	游戏原画设计
	游戏 3D 美术设计
	VR 视效与交互
	游戏特效设计
	游戏动作设计
	游戏 Ui 设计
游戏程序学院	Unity3D 游戏开发
	虚幻 4 程序开发
	WEB 前端工程师
UI 设计学院	UI/UE 设计师
	商业插画设计师
	基础艺术
	平面广告设计
室内设计学院	室内高级设计
	VR 效果图表现
	MDA 数字艺术

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

师资建设

根据火星时代官网数据显示，公司绝大部分成本投入耗费在师资建设上，而宣传成本仅占极小的比例。学员学费的 60% 为教师成本，比一般培训机构高出 55%，宣传成本仅占学费的 1%，远远小于其他培训机构在宣传上的投入。

图19: 火星时代 VS.其他培训机构学费构成

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

根据国际知名艺术院校师资比例显示，优秀的师资队伍应该保持一定的专兼职比例，最好由全职讲师、兼职讲师、行业专家组成，不同老师各有所长以发挥对学院不同阶段的授课和作业、作品指导。最好的师资比例为：全职教师 50%、兼职教师 30%、行业专家 20%。目前，火星时代师资比例为全职教师 51%、兼职教师 32%、行业专家 17%，已非常接近最优师资构建比例。

火星时代的全兼职教师共 300 多名，其中不乏从业多年经验丰富的国内外一线公司项目总监、设计总监、主美等资深专家。行业专家主要来自于在国内外一线数字艺术公司从事动画制作、摄影、视效、游戏制作等行业的顶尖专家。

2007 年，火星时代成为 Autodesk 授权认证的教师培训机构，2013 年获年度欧特克精诚合作奖。其高水准教学实力受到业界肯定。

表4：火星时代部分全、兼职教师

教师名称	任教专业	资历	参与项目
马世帅	影视特效	资深影视特效师； 七年影视特效制作与 CG 教学经验	电影《诡门》、动画《马猿》、游戏《大富翁 3》等
伊巍	影视角色动画	13 年从业经验	《生化危机 4》、《最终幻想·13》等
于洋洋	影视后期合成	10 年影视后期合成经验； 曾就职于 PIXOMONDO 德国视效公司	《权利的游戏第二季》、《速度与激情 5》等
汪洋	游戏设计	11 年工作经验	《DNF》、《植物大战僵尸》等
汪倩	游戏特效	9 年从业经验	《劲舞团 2》、《魔幻仙踪 OL》等
裴秩欧	游戏 3D 制作	7 年从业经验	《QQ 炫舞》、《炫舞时代》等
倪宝有	UI 设计	13 年从业经验	Apple、迪士尼、ZARA、盛大游戏、希尔顿酒店等
彭辉	包装与剪辑	18 年工作经验	2008 奥运会视频包装、世博会视频包装等
沈军	游戏开发	14 年游戏开发经验	《大富翁·神仙之旅》等
李康	WEB 前端设计	15 年 UI 设计经验	酷我移动、瑞特英语系列等
关玲	室内设计	12 年从业经验	温哥华森林别墅设计等
张福宽	绘画基础	28 年从业经验	油画《摇篮里的小侄》等
邢海龙	平面广告设计	15 年从业经验； 曾任 4A 公司美术指导、UI 创意总监	中国铁建、中国水电集团、奥迪、北京现代等

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

表5：火星时代部分外聘专家

外聘专家	专业方向	资历	参与项目
罗申骏	视觉特效	25 届金曲奖颁奖典礼的视觉统筹，亚洲最具知名度之一的动态影像与品牌策略设计公司 JL-DESIGN 创办人	/
Christopher Bremble		荣获了第 72 届艾美最佳视觉特效奖。Base FX 迄今为止已经完成了 60 多部国内外影视特效制作	/
罗伟豪		悟童数码特效设计有限公司（Different Digital Design Lim-ited）创办人及视觉特效总监	《美人鱼》等
杨文杰	游戏设计	1992 年起开始从事电影及电视后期制作，前后任职于多家后期制作公司，现任 PO 朝霆广告公司常务董事，并担任 2011 欧特克 AU “大师汇”特邀嘉宾	/
Jeremy Fenske		现供职于美国动视（Activation），参与 Destiny 的游戏开发创作，同时在美国著名网络教学机构 CG Master Academy（CGMA）兼任数字绘画课程讲。	《上古卷轴》等
Mike Swanson		18 年游戏行业从业经历，曾先后在 EA 和 Lucasarts Entertainment（卢卡斯艺术娱乐）工作 15 年，现为 Gas Powered Games 资深制作人	

保力格	业内资深游戏美术设计师、主美	《暗黑黎明》等
杨奇	2007 年创办上海奥盛科技云舟工作室, 开始投入一款大型 MMORPG 游戏《山海志 ONLINE》的研发工作, 担任原画主管一职; 2008 年加入腾讯游戏, 参与《斗战神》项目制作	《斗战神》等
郑虎	就职于腾讯量子游戏工作室美术指导组, 高级游戏美术设计师。获得国际权威 CG 年鉴《EXPOSE 11》大师奖。(暴雪挑战赛 2014)3D 组评委之一。参与项目《斗战神》、《战争总动员》、《众神争霸》等游戏美术宣传的制作	《斗战神》等
高远	Base FX 动画组长	《捉妖记》等
杨红雨	金马奖最佳剪辑师	/
卢恒宇	《十万个冷笑话》动画导演	/
王启明	《大圣归来》视效导演	/

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

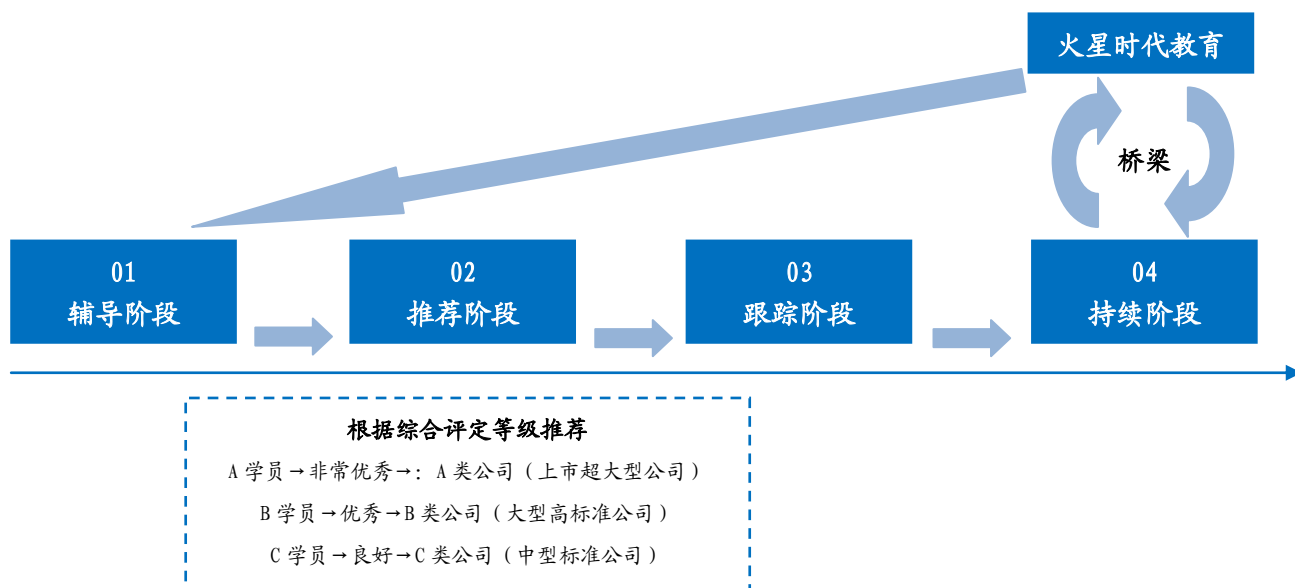
就业服务

作为 CG 教育培训公司, 解决学员就业和职业上升的需求, 既是评价公司培训实效的重要关注点, 也是树立公司口碑, 获取源源不断生源的重要保障。为了提升学员就业质量, 增强公司在 CG 行业的影响力和就业优势, 火星时代教育采取了一系列措施, 包括与一线公司开展合作、建立自己的招聘服务平台、举办大规模 CG 人才招聘会等。

2005 年, 火星时代与中央电视台中国电视剧制作中心和八一电影制片厂合作, 参与多部影视剧的特效制作, 人才招聘服务平台也同步上线。2009 年, 视频频道推出 CGTop 高端视频讲座, 邀请 BAT 一线企业等众多知名企业参加, 截至 2015 年, 系列讲座已举办 60 余场, 参与讲座人次 18000 人次。2010 年开始举办 CG 人才专场招聘会, 截至 2015 年, 招聘会已经颇具规模和影响力, 参会人数达到 27000 人以上, 参与企业达 700 家以上。2015 年各系全线启动孵化项目, 包括影视孵化、游戏孵化、UI 孵化, 让学生通过分组制作真实项目, 积累就业前项目经验。2016 年, 公司与阿里联合举办火星造人计划, 获奖学生可获得阿里游戏实习机会。2017 年独家冠名《非你莫属》, 为学员创造就业机会, 并与百度金融、阿里游戏、滴滴出行签订人才战略合作协议, 同时携手 Wacom 开启人才培养战略合作。

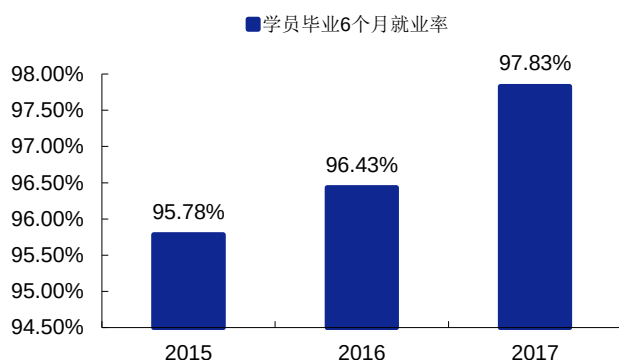
除了上述系列举措, 火星时代还构建了完善的艺术设计人才培养体系, 通过培训、就业服务一体化机制, 为学员提供完善的就业保障。

在火星时代就业保障体系下, 就业老师首先会根据学生课堂学习成绩及毕业作品进行打分评估, 然后根据学员综合素质测评, 将其推荐到合适的公司。学员就业后, 就业指导中心将不定期进行就业回访和记录, 了解学员的工作情况, 进行就业跟踪服务。学员工作几年后, 如果需要更大更广阔的职业空间, 可以回火星咨询、学习, 就业指导中心将帮助学员推荐更好的就业机会。

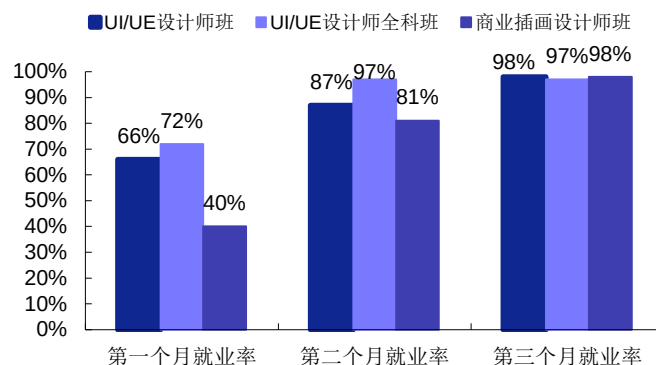
图20: 火星就业保障体系

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

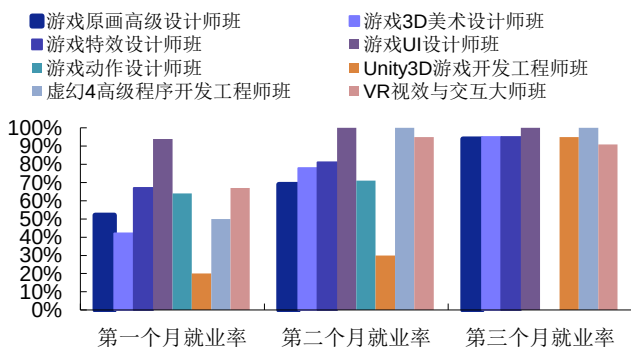
根据公司官网数据显示，学员毕业就业率逐年增长。2017 年，入职 500 强企业学员占比 58%，学员整体就业率达 97.83%，相比 2016 年提升 1.4 个百分点

图21: 2015-2017 学员毕业 6 个月就业率

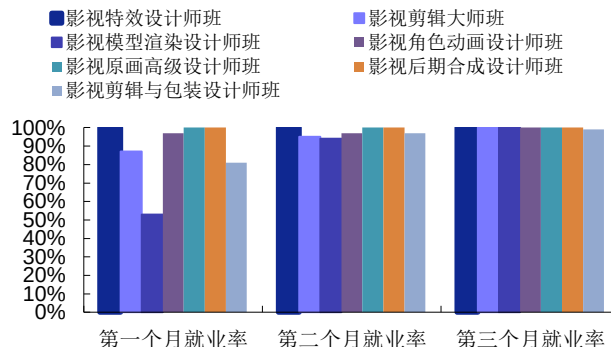
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图22: 2018 年 4 月 UI 设计专业就业率（北京中心）

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图23: 2018 年 4 月游戏设计专业就业率（北京中心）

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

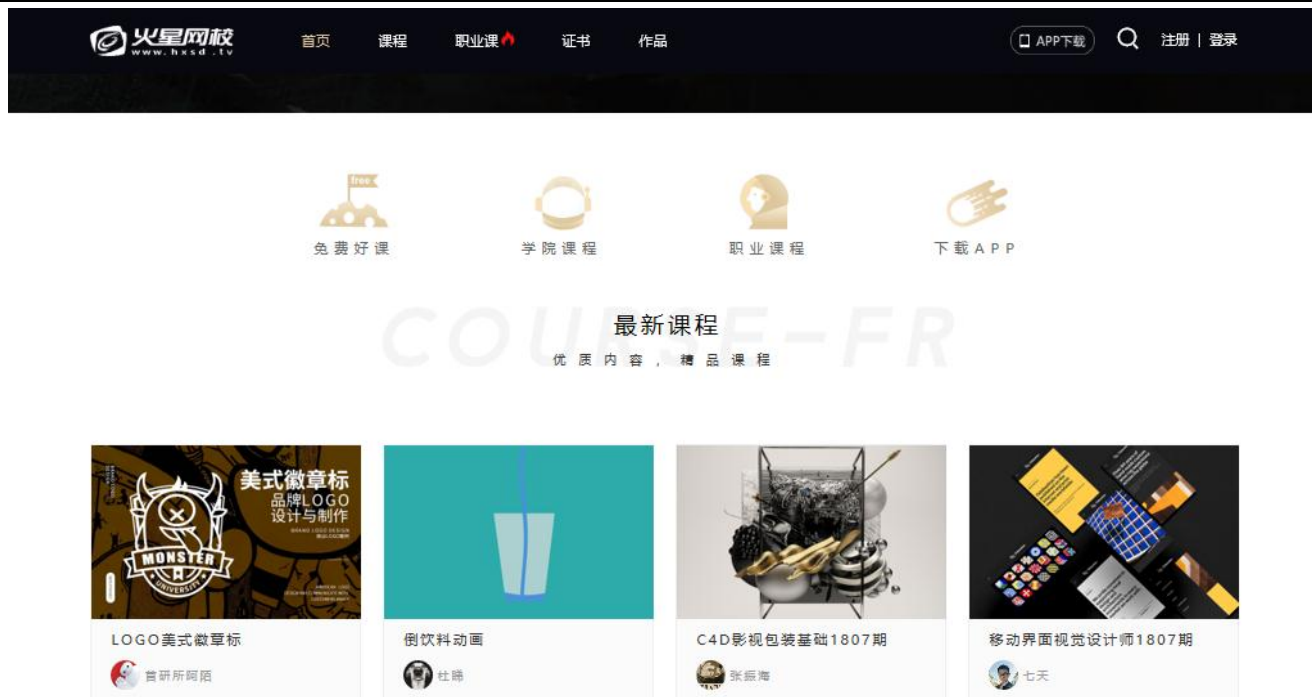
图24: 2018 年 4 月影视特效专业就业率（北京中心）

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3.2、火星网校：线上线下协同招生，规模效应显著

2008年火星时代CG视频频道上线，该频道作为在线教育前身，以视频的形式向学员提供国内外最新资讯、作品及教学。2013年，在线教育平台火星网校正式起航，CG爱好者通过网络即可获取火星时代专业的CG教学和优秀的教育资源。根据公司公告数据显示，当前火星网校会员人数达2万余人，平均每日在线人数近千人。

图25：火星网校官网首页



资料来源：火星网校官网，新时代证券研究所

与火星时代教育面授专业相呼应，火星网校设置了6个学院，分别是IT互联网学院、影视特效学院、游戏美术学院、UI设计学院和室内设计学院，相应课程也围绕这六个学院展开。

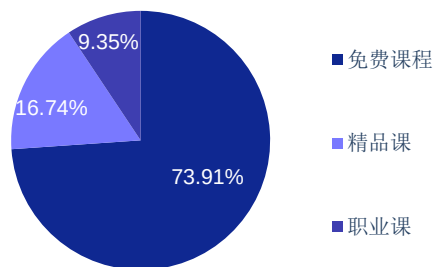
火星网校课程包括免费课程、精品课程和职业课程三种，共计1123个课程。课程形式包括直播辅导和录播课程两种。职业课程主要依托火星时代面授课程体系和师资力量，基本来自对应的面授课程录播，课程数量约占网校总课程的9%。免费课程和精品课程主要依托于网络讲师团队，师资构建门槛则相对较低，网络讲师在课程设计上拥有较高自主权，课程设计更加灵活。其中免费课程数占网校课程总量的74%，精品课程占比17%。

表6：火星网校各类课程数量（门）

	UI 设计	影视特效设计	室内设计	游戏美术	IT 互联网	合计
免费课程	250	437	44	85	14	830
精品课	62	71	22	29	4	188
职业课	36	31	26	12	0	105
合计	348	539	92	126	18	1123

资料来源：火星网校官网，新时代证券研究所

图26: 火星网校课程构成



资料来源：火星网校官网，新时代证券研究所测算

网校课程中，职业课学费收取最高，随课程性质不同在 2699-9999 元区间内变动，但各门课程学费仅为对应线下课程的 1/4。精品课学费根据课时长短，标价数十元到一百元不等。学员需要直接支付购买职业课程，而精品课程既可直接支付购买，也可通过火星网校会员充值获取。

表7: 火星网校职业课学费（元）

专业	课程	学费	专业	课程	学费
UI 视觉	UI 视觉设计	8499	剪辑与后期	剪辑与后期设计	8999
	平面广告设计	3799		全能影视特效设计	8499
	商业插画设计	3799		剪辑大师创作	6999
	GUI 网页视觉设计	2699		PS 后期修图	2699
	电商视觉设计	2699		PR 剪辑创作	2699
	高端电商视觉设计	4299		AE 影视后期与包装	3999
	C4D 三维 UI 视觉设计	2999		C4D 影视包装基础	2999
	移动界面视觉设计	2999		AE-C4D 影视包装全能设计	5699
	移动 UI 设计	4799		全能室内设计	8499
	UI 设计代码进阶	2699		室内表现模型	2699
游戏	游戏原画设计	9999	室内设计	室内效果图渲染	2699
	游戏角色设计	7299		效果图表现	4499
	游戏场景原画设计	7299		室内施工图深化	2999
	3dsMax 游戏模型设计	8499		室内实战方案学习	2999
	3ds Max 网游模型设计	4799		室内设计+施工图深化	4799

资料来源：火星网校官网，新时代证券研究所

职业课程学习周期相比线下授课大幅缩短，平均周期为 2~5 个月，具体时长随具体课程而有所不同。学员在短暂的学习周期里，可受企业导师指导，完成大量高水准项目作品，高效积累工作经验。其中有 18 门课程，共计 180 个学员名额，可申请“人社部-OSTA 技术证书”和“全国专业人才技能证书两项专业技能证书”。

线上教育使学员不必到各城市的培训中心学习，时间安排灵活便利，网上授课教学成本较低，学费相比面授课程更便宜。因此，网校的成立帮助火星时代教育成功覆盖此前难以招收的在校学生和在职人群，公司整体招生规模迅速扩大。2017 年，火星网校在线教育业务增长远超预期。但相比线下教育，目前网课生源较少，点击量较低，网校业务并未完全释放。未来火星网校名声随着火星时代教

育影响力的扩大而扩大，以及公司持续发力线上教育，网校增势还将持续。

3.3、围绕火星时代开展外延并购，持续布局或将构建完整生态链

2017年8月中旬，百洋股份以97,400万元的对价收购火星时代100%股份后，开始布局艺术教育产业，实现了从农产品加工向教育产业进军的重转型升级。随后，百洋股份分别于2017年8月和2018年1月，对火星时代累计增资10,915万元，用于火星时代“信息化升级”和“移动服务平台”建设。根据公司公告披露，未来百洋股份还将根据项目实施进度择机进一步增资。

2017年8月30日，火星时代与北京美艺博广咨询有限公司签署战略合作协议，双方将充分发挥自身优势，在艺术留学、游学等产品领域开展合作，北京美艺博广将为火星时代提供艺术出国留学、游学等相关专业服务。2018年3月，火星时代基于自身业务需求，以自有资金1,000万元在北京设立全资子公司北京小火星文化发展有限公司，开展青少年科学艺术教育STEAM。

除了紧密围绕火星时代，迈出布局艺术教育行业第一步，2017年9月，百洋集团还以自有资金出资5000万元，设立了北京百洋教育投资有限公司。未来，百洋教育将作为上市公司教育业务发展的主要平台，通过产业并购、股权投资等方式，有效进行资源整合，为公司业务发展提供有力支持，进一步实现公司战略转型升级，从而增强公司核心竞争力。

百洋集团未来将通过火星时代在数字艺术教育移动端，艺术留学和艺术游学，青少年数字艺术教育业务上发力。此外公司还将继续加码前期拓展的业务，包括在线教育，VR设计和高校合作等。通过一系列的布局，百洋集团或将覆盖数字艺术教育全行业，快速占领市场份额，构建完整的产业生态链。

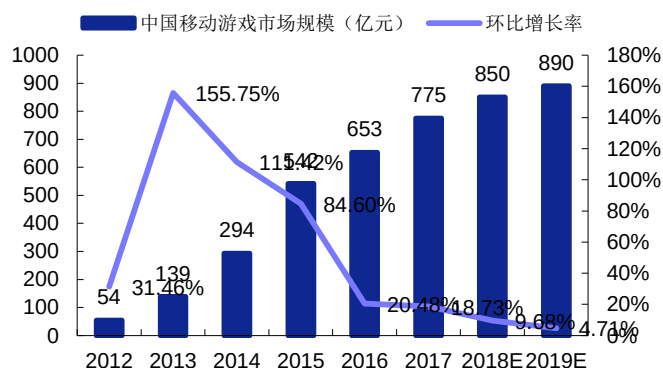
4、数字艺术人才供不应求，IT职业教育市场前景广阔

4.1、细分行业增长潜力巨大，专业人才缺口亟待填补

游戏产业

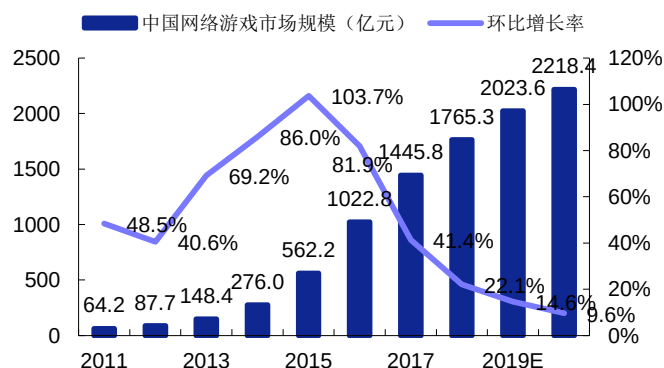
根据艾瑞咨询数据，2012年至2017年，中国游戏市场规模不断扩大，持续保持高速增长。其中，移动游戏市场规模达到775亿，相比2016年的653亿增长了20.48%；网络游戏市场规模达1446亿，同比增长81.9%。预计2018年，移动游戏市场和网络游戏市场规模分别可达850亿元和1765.3亿元。

图27：中国移动游戏市场规模



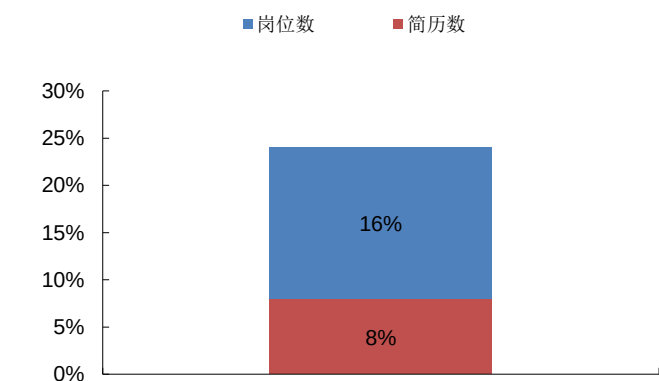
资料来源：艾瑞咨询预测，新时代证券研究所

图28：中国网络游戏市场规模

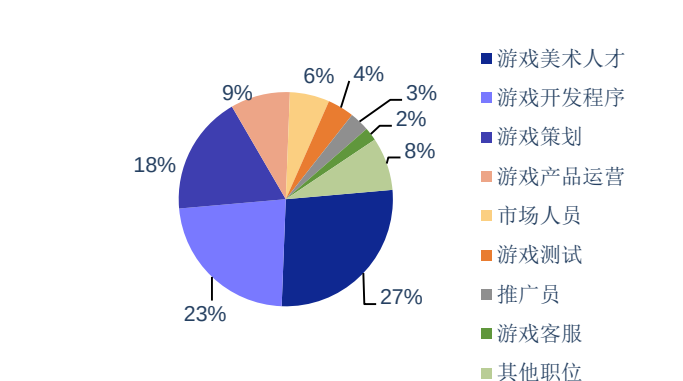


资料来源：艾瑞咨询预测，新时代证券研究所

伴随着游戏市场的不断扩大,行业专业人才需求也在不断增加。然而根据梧桐果的校招数据显示,2017年上半年,游戏行业岗位数占比16%,毕业生简历数却只占8%,这表明了游戏行业人才供应或只能满足行业需求的1/2。其中,游戏美术、游戏开发专业人才需求比例分别占据行业总需求的27%和23%,占据了整个行业的一半,这表明培养游戏设计类专业人才是紧急且必要的。

图29: 2017上半年游戏行业校招岗位与简历数占比

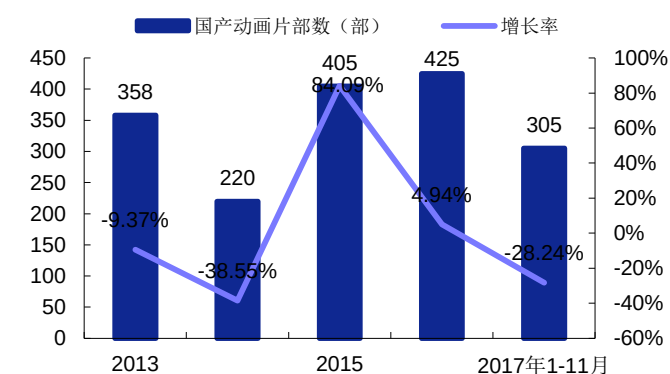
资料来源: 梧桐果, 新时代证券研究所

图30: 2017年游戏行业人才需求比例

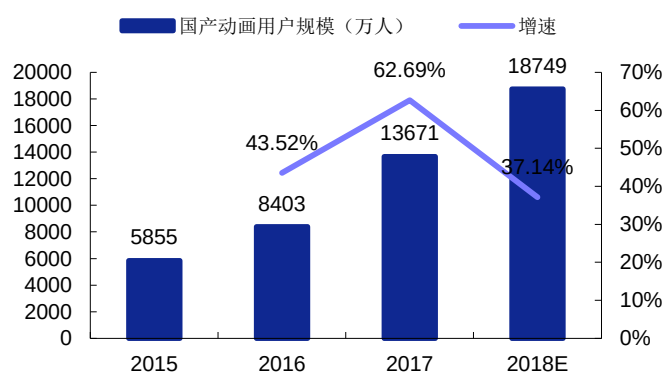
资料来源: 梧桐果, 新时代证券研究所

动漫产业

根据前瞻产业研究院公布的数据,2015年开始,中国国产动画、动漫进入了快速增长阶段,年产动画产量达405部,同比增长84.09%;2016年动画产量延续增长态势,达到425部,同比增长4.94%。2017年1-11月累计产量仅有305部,同比下降了28.24%,但作品影响力却迅速增强。艾瑞咨询的研究数据显示,2017年国产动画覆盖近1.37亿用户群体,覆盖规模相比2016年增长了62.69%。随着国产动画作品质量不断加强,影响力不断日提升,预计2018年国产动画用户有望达到1.87亿。2017年中国动漫产业规模1500亿元,同比增长13.64%,预计到2020年,动漫产业还有600亿的成长空间。

图31: 国产动画片部数

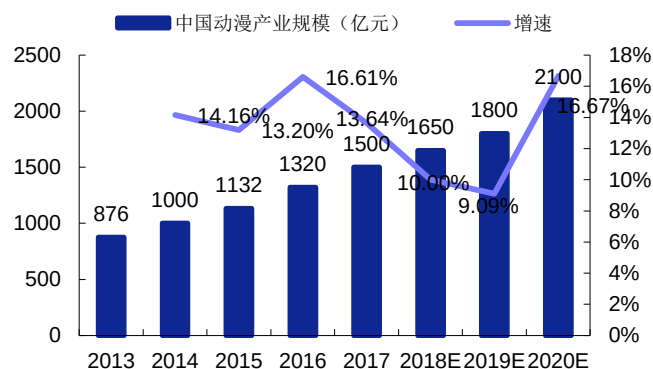
资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

图32: 国产动画用户规模

资料来源: 艾瑞咨询预测, 新时代证券研究所

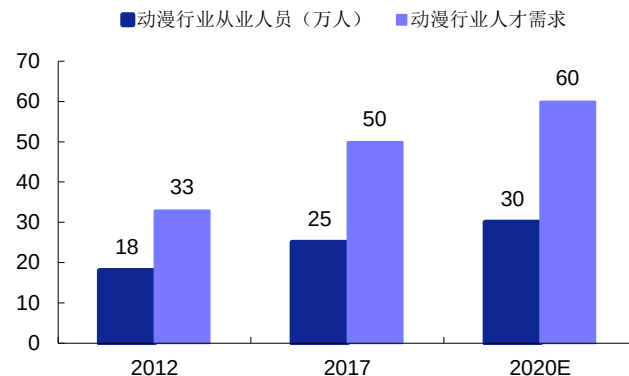
根据观研天下的研究数据显示,2017年,中国动漫行业人才需求约50万人,实际从业人员仅25万人,行业人才缺口达25万。预计至2020年,人才需求为60万人,人才缺口进一步增加至30万人。

图33: 中国动漫产业规模及增速



资料来源: 观研天下预测, 新时代证券研究所

图34: 动漫行业从业人员和人才需求



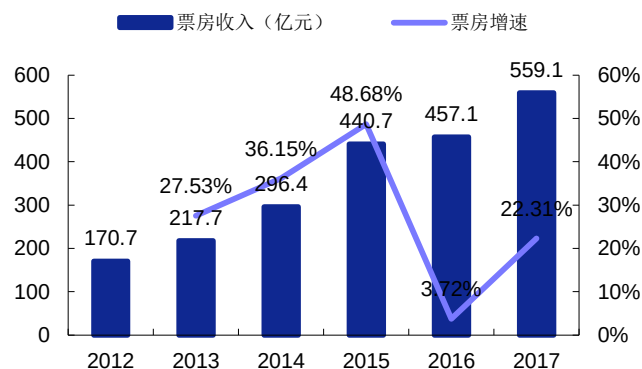
资料来源: 观研天下预测, 新时代证券研究所

影视产业

近年来, 中国电影行业迎来爆发式发展。国家广电总局发布的数据显示, 2017年, 中国电影总票房达 559.1 亿元, 同比增长 22.31%。随着居民收入和消费水平提升, 观影人次也呈现爆发式增长。2017 年观影人次达 16.2 亿人, 同比增长 18.08%。

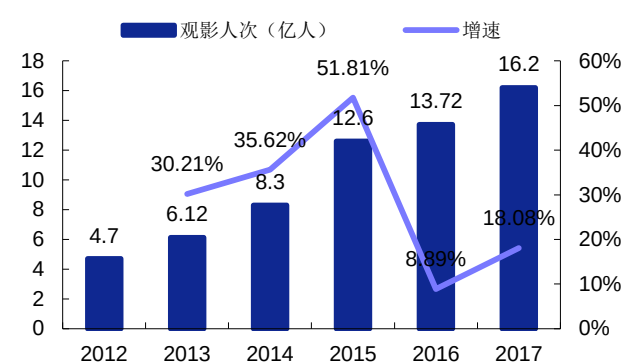
不同于电影, 近年来电视剧发行规模基本呈现逐步下降的趋势。2017 年电视剧发行总数 314 部, 同比下降 5.99%, 发行剧集 13470 集, 同比下降 9.67%。这一方面受政策影响, 电视剧要求量少质精; 另一方面, 在线视频和网剧的涌现, 分走了部分电视剧市场。2016 网络视频市场规模暴增 124.90%, 达到 106.9 亿元; 2017 年市场规模持续增长 38.30%, 达到 150.5 亿元。

图35: 电影票房及票房增速



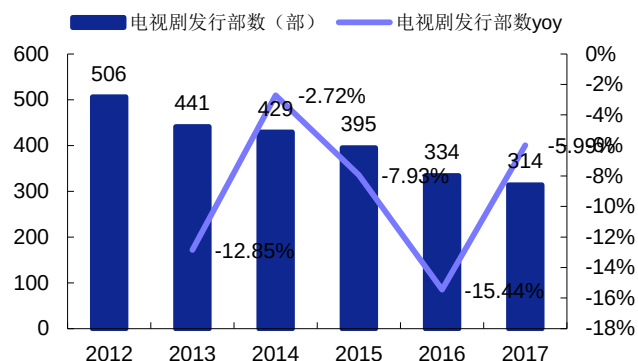
资料来源: 国家广播电视总局, 新时代证券研究所

图36: 电影观影人次及增速



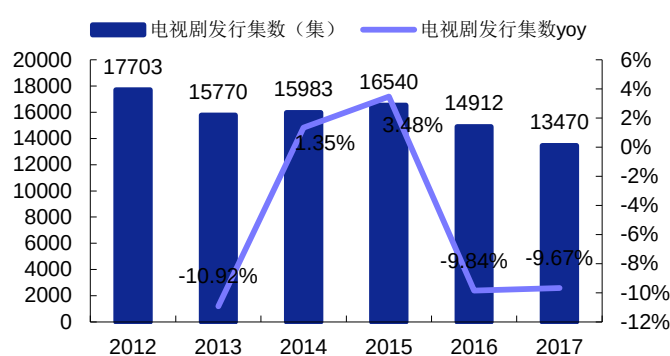
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图37: 电视剧发行部数及增速



资料来源: 国家广播电视总局, 新时代证券研究所

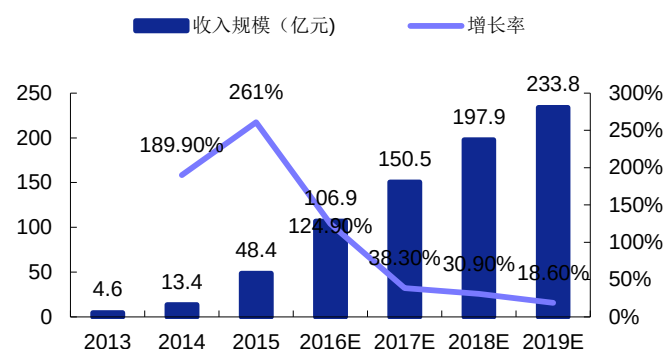
图38: 电视剧发行集数及增速



资料来源: 国家广播电视总局, 新时代证券研究所

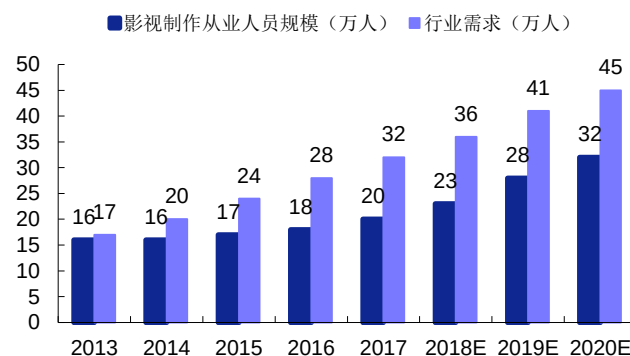
根据国家广电总局数据, 截至2017年上半年, 我国有2000多家广播电视播出机构、5000家影视制作公司以及规模各异的近万家网络媒体公司, 数字影视制作人员需求巨大。随着观众对影视作品品质要求不断升高, 未来影视作品精品化将会成为必然趋势, 相应的从业人员的专业技术也将成为被更多地强调。根据智研咨询的研究, 截至2017年, 影视制作人才缺口已达12万人, 尤其在高层次的编导、策划、制作人才方面存在较大缺口。

图39: 网络视频规模及增速



资料来源: 易观智库预测, 新时代证券研究所

图40: 影视制作从业人员规模及行业需求

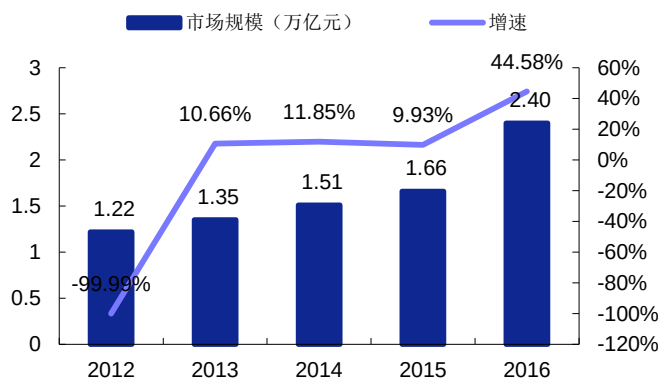


资料来源: 智研咨询预测, 新时代证券研究所

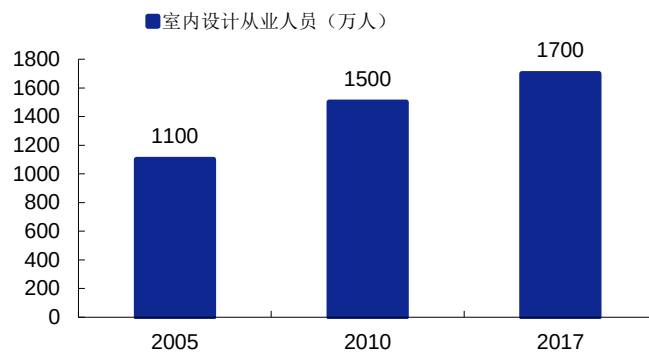
室内设计

随着我国城镇化率速度加快, 新建房屋面积和销售额也大致保持增长态势, 相应的房屋设计产值也随之增加。2016年中国建筑装饰行业总产值达3.73万亿元, 同比增长9.71%, 住宅装饰市场规模为2.4亿元, 同比增长44.58%。

对应行业的增长, 市场对室内设计从业人员的需求也不断增加。截至2017年, 室内设计从业人员达1700万人, 但从事室内装饰的设计人员中, 经过专业训练的科班出身人员却并不多。以北京为例, 目前北京从事室内设计专业人数约50000人, 且水平参差不齐, 但行业实际对合格室内设计专业人才的需求达数十万人, 人才供给远不及行业需求。

图41: 住宅装饰市场规模

资料来源：中装新网，新时代证券研究所

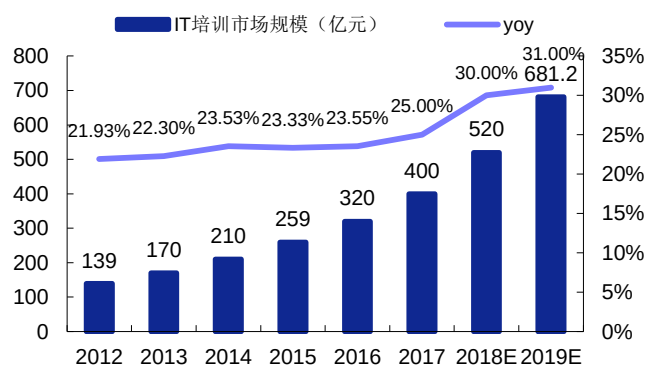
图42: 室内设计从业人员

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

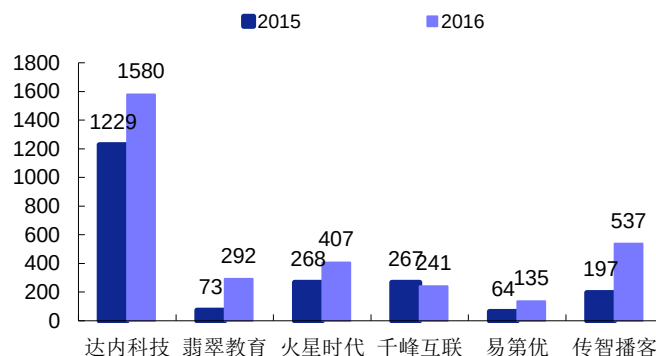
总体而言，国内数字艺术专业人才匮乏，数字艺术教育市场潜力巨大。业内培训机构及教育企业应该针对人才市场痛点，加强校企合作，深化对学员的专业培养，针对性拓展学员项目实践经验，真正提升学员就业能力。

4.2、IT 教育培训市场前景广阔，看好学历学校模式

近年来民办教育行业快速增长，除了 K12 外，教育行业最大的刚需为职业教育，IT 培训又是其中最热门的一类。2016 年 IT 行业平均薪资第一次超越金融行业，成为最赚钱行业，IT 培训需求也随之增加。根据观研天下数据显示，2012 年以来，IT 培训行业一直保持着 20% 以上的速度增长，2017 年 IT 培训市场规模达到 400 亿元，同比增长 23.55%。根据 IDC 预测，其中 IT 职业培训市场规模约为 120 亿元。

图43: IT 培训市场规模（亿元）及增速

资料来源：观研天下预测，新时代证券研究所

图44: IT 职业教育行业主要公司收入（百万）

资料来源：观研天下，新时代证券研究所

随着行业不断扩张和未来发展趋势不断明显，2016 年起，资本开始加速入局 IT 培训行业。国内目前 IT 职业教育培训的主要公司有：达内科技、翡翠教育、火星时代、千峰互联、易第优、传智播客、光环国际、宇创世纪、粤嵌科技。其中，达内科技于 2014 年上市纳斯达克；翡翠教育于 2017 年 12 月被文化长城以 15.75 亿元收购；火星时代于 2017 年 8 月以 9.74 亿被百洋股份收购；千峰互联在 2017 年 1 月由方直科技投资 1.01 亿元，随后方直科技又在 2017 年末退出；传智播客于 2016 年 11 月登陆新三板，于 2017 年 9 月首次定增募资 2.47 亿元，并有望在 2018 年底实现 A 股独立 IPO。

从营业收入来看，上述 IT 职业教育培训企业中，达内科技 2016 年营业收入排名第一，传播智客和火星时代分别位居第二和第三。从课时单价上看，火星时代单

价 36 元/课，价格最高，翡翠教育单价 33 元/课，排名第二，达内科技和千峰教育并列排名第三，均为 31 元/课。从销售费用率来看，传智播客费用率明显低于其他公司，表明其招生模式在降低招生成本时具有明显优势。

表8： 部分 IT 培训机构培训周期、课程及学费情况

机构名称	课程名称	授课形式	价格（元）	培训周期	课时数	课时单价（元）
达内科技	软件开发课程、UI 课程、Web 前端课程	面授	19800	4 个月	640	31
火星时代	Web 前端工程师、UI 设计	面授	18900	4 个月	520	36
易第优	PHP 培训课程	面授	18800	5 个月	700	27
千峰教育	HTML5 就业课程	面授	18800	5 个月	600	31
传智播客	Java 培训课程、UI 设计	面授	19980	6 个月	750	27
翡翠教育	产品 UI 设计、Web 前端课程	面授	23000	4 个月	640	33

资料来源：观研天下，新时代证券研究所

经过前期并购整合，IT 教育培训的龙头优势开始显现。通过开展更多的行业内并购整合，头部公司优势明显，产业集中度开始提高。根据职业教育业内人士表示，由于 IT 职业培训比 K12 更容易整合，目前产业集中度已经高于 K12 行业，未来集中度还可能更快提升。

随着资本的进入以及业内优质教育机构形成合力，IT 职业教育行业未来可能会产生一系列优质的民办高校，分流部分社会培训市场，导致社会培训市场规模缩减。考虑到这一问题，部分 IT 职业教育培训机构，如传智播客、达内科技、火星时代等已经开始与高校合作，开展学历教育业务。这一举措，一方面拓宽了公司业务，并避免了由民办高校引起的市场占有缩减，另一方面，也能一定程度填补 IT 行业人才缺口。

5、 数字艺术教育空间广阔，竞争优势明显，首次覆盖给予“推荐”评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.93、2.44、2.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/1.05/1.26 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 27/21/18 倍。公司传统主业稳步推进，数字艺术教育业务表现良好，随着数字艺术人才缺口逐年扩大，数字艺术教育业务将持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

6、 风险提示

教育行业政策不及预期，数字艺术教育新业务发展不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	925	1711	2425	2879	2754	营业收入	2069	2394	3201	3533	3939
现金	195	923	1316	1904	1414	营业成本	1827	1998	2260	2482	2761
应收账款	361	410	621	517	752	营业税金及附加	5	9	10	12	13
其他应收款	10	15	18	19	22	营业费用	55	113	256	283	307
预付账款	26	59	55	71	69	管理费用	95	124	384	417	453
存货	309	273	385	338	466	财务费用	12	32	61	45	49
其他流动资产	25	30	30	30	30	资产减值损失	11	7	12	13	14
非流动资产	989	1870	2108	2179	2260	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	97	110	130	152	173	投资净收益	-0	15	7	9	9
固定资产	725	740	936	961	1002	营业利润	63	132	225	291	351
无形资产	89	118	132	148	163	营业外收入	16	9	13	12	12
其他非流动资产	78	902	910	918	922	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	1914	3581	4533	5058	5014	利润总额	78	140	237	302	362
流动负债	767	1256	979	1334	1077	所得税	11	15	24	31	37
短期借款	566	660	660	660	660	净利润	67	125	214	271	325
应付账款	135	151	173	183	213	少数股东损益	8	12	21	27	32
其他流动负债	66	445	146	491	204	归属母公司净利润	59	113	193	244	293
非流动负债	25	24	24	24	24	EBITDA	165	232	321	389	459
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.25	0.49	0.83	1.05	1.26
其他非流动负债	25	24	24	24	24						
负债合计	793	1279	1002	1358	1100	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	99	100	121	149	181	成长能力					
股本	176	233	452	452	452	营业收入(%)	11.0	15.7	33.7	10.3	11.5
资本公积	468	1494	2372	2372	2372	营业利润(%)	21.0	108.0	71.0	29.1	20.6
留存收益	379	474	579	703	845	归属于母公司净利润(%)	3.8	91.0	70.1	26.6	20.1
归属母公司股东权益	1023	2201	3409	3551	3733	获利能力					
负债和股东权益	1914	3581	4533	5058	5014	毛利率(%)	11.7	16.6	29.4	29.7	29.9
						净利率(%)	2.9	4.7	6.0	6.9	7.4
						ROE(%)	6.0	5.4	6.1	7.3	8.3
						ROIC(%)	5.7	4.7	5.4	6.2	7.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.4	35.7	22.1	26.8	21.9
						净负债比率(%)	33.1	(11.4)	(18.6)	(33.6)	-19.3
						流动比率	1.2	1.4	2.5	2.2	2.6
						速动比率	0.8	1.1	2.1	1.9	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.7	0.8
						应收账款周转率	5.8	6.2	6.2	6.2	6.2
						应付账款周转率	11.8	13.9	13.9	13.9	13.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.25	0.49	0.83	1.05	1.26
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	2.37	-1.09	3.84	-0.65
						每股净资产(最新摊薄)	4.40	9.47	14.66	15.27	16.05
						估值比率					
						P/E	87.43	45.77	26.90	21.24	17.69
						P/B	5.06	2.35	1.52	1.46	1.39
						EV/EBITDA	64.20	42.8	29.7	23.1	20.7

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	78	320	-254	892	-150
净利润	67	125	214	271	325
折旧摊销	58	80	77	95	107
财务费用	12	32	61	45	49
投资损失	0	-15	-7	-9	-9
营运资金变动	-81	104	-599	490	-623
其他经营现金流	23	-5	0	0	0
投资活动现金流	-161	-185	-308	-157	-180
资本支出	98	51	218	49	60
长期投资	-64	-1	-20	-21	-22
其他投资现金流	-127	-135	-110	-129	-142
筹资活动现金流	-83	612	955	-146	-160
短期借款	11	93	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	57	219	0	0
资本公积增加	0	1026	878	0	0
其他筹资现金流	-94	-564	-142	-146	-160
现金净增加额	-165	747	393	589	-490

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>