

## 三季报符合预期，内生外延共驱高增长 买入（维持）

2018年10月22日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2,394 | 3,004 | 3,327 | 3,652 |
| 同比（%）      | 15.7% | 25.5% | 10.7% | 9.8%  |
| 归母净利润（百万元） | 113   | 219   | 256   | 278   |
| 同比（%）      | 91.0% | 93.1% | 17.0% | 8.7%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.29  | 0.55  | 0.65  | 0.70  |
| P/E（倍）     | 27.06 | 14.02 | 11.97 | 11.01 |

### 投资要点

■ **公司披露 2018 年三季报，业绩符合市场预期。**公司前三季度实现营业收入 217,638.40 万元，同比增长 37.24%；归属于上市公司股东的净利润为 12,988.04 万元，同比增长 158.9%。公司预计 2018 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间为 19,243.98 万元- 21,507.98 万元，同比增长 70%-90%，对应 2018 年第四季度实现归属净利 6,255.94 万元-8,519.94 万元，单季度同比变动区间为-1%至+35%。公司三季度业绩落在前期指引区间中间偏上位置，四季度业绩指引符合市场预期。

■ **内生外延共驱高增长。**传统业务方面，随着年内公司对出口市场的调整以及汇率变化的影响、市场需求增加，传统水产相关业务收入同比有所增长，饲料及饲料原料业务产能不断扩大；新业务方面，火星时代收入保持增长，同时 2017 年从 8 月起并表，2018 年全年并表驱动高增长；公司对楷魔视觉收购已于 2018 年 6 月底完成，对公司三季度业绩带来显著外延增量。随着火星时代及楷魔视觉的整合，公司业务结构进一步优化，盈利能力持续提升，2018 年第三季度公司毛利率达 25.03%，同比提升 4.69pct，未来随着新兴文化教育业务收入占比提升，我们预计毛利率有望持续提升。

■ **传统业务短期无虞，教育文化业务前景可期。**2014 年至 2017 年，中国罗非鱼产品出口量分别为 40.30 万吨、39.26 万吨、39.40 万吨、40.80 万吨，当前短期我们仍维持对公司罗非鱼加工出口规模的增长判断；饲料及饲料原料业务随着前期产能逐渐释放，预计产销量有望保持稳步增长。我们期待教育文化业务的持续扩张，包括并购楷魔视觉实现业务协同，以及近期公司公告与广西信息职业技术学院合作办学拓展新的业务模式，都带来中长期增长潜力，公司稳居数字艺术职业教育细分赛道龙头，前景可期。

■ **维持“买入”评级。**我们预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.55/0.65/0.70 元，对应 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**职业培训市场竞争激烈超预期，公司业务整合风险，汇率波动风险，饲料业务产能扩张不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 7.75       |
| 一年最低/最高价      | 6.78/14.82 |
| 市净率(倍)        | 1.36       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1629.54    |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 5.69   |
| 资产负债率(%)    | 36.04  |
| 总股本(百万股)    | 395.31 |
| 流通 A 股(百万股) | 210.26 |

### 相关研究

- 1、《火星时代开始并表，全年业绩预计大幅提升》2017-10-25
- 2、《收购火星时代顺利拿到批文，拟推出员工持股计划》2017-08-02

百洋股份三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |       |       |       |       | 利润表 (百万元)        |       |       |       |       |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|------------------|-------|-------|-------|-------|
|                    | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |                  | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>流动资产</b>        | 1,711 | 1,434 | 1,898 | 1,813 | <b>营业收入</b>      | 2,394 | 3,004 | 3,327 | 3,652 |
| 现金                 | 923   | 740   | 960   | 962   | 减:营业成本           | 1,998 | 2,345 | 2,588 | 2,851 |
| 应收账款               | 410   | 190   | 475   | 256   | 营业税金及附加          | 9     | 7     | 8     | 10    |
| 存货                 | 273   | 410   | 344   | 486   | 营业费用             | 113   | 210   | 226   | 241   |
| 其他流动资产             | 104   | 94    | 119   | 109   | 管理费用             | 124   | 180   | 193   | 205   |
| <b>非流动资产</b>       | 1,870 | 2,048 | 2,117 | 2,183 | 财务费用             | 32    | 7     | 11    | 17    |
| 长期股权投资             | 110   | 134   | 158   | 181   | 资产减值损失           | 7     | 30    | 33    | 37    |
| 固定资产               | 740   | 873   | 915   | 952   | 加:投资净收益          | 15    | 11    | 11    | 11    |
| 在建工程               | 6     | 16    | 17    | 18    | 其他收益             | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产               | 118   | 130   | 136   | 143   | <b>营业利润</b>      | 132   | 235   | 277   | 304   |
| 其他非流动资产            | 896   | 894   | 892   | 889   | 加:营业外净收支         | 8     | 13    | 14    | 13    |
| <b>资产总计</b>        | 3,581 | 3,482 | 4,015 | 3,996 | <b>利润总额</b>      | 140   | 249   | 291   | 317   |
| <b>流动负债</b>        | 1,256 | 1,008 | 1,341 | 1,101 | 减:所得税费用          | 15    | 19    | 22    | 24    |
| 短期借款               | 660   | 660   | 660   | 660   | 少数股东损益           | 12    | 12    | 13    | 15    |
| 应付账款               | 151   | 185   | 186   | 223   | <b>归属母公司净利润</b>  | 113   | 219   | 256   | 278   |
| 其他流动负债             | 445   | 164   | 495   | 218   | EBIT             | 152   | 264   | 306   | 328   |
| <b>非流动负债</b>       | 24    | 24    | 24    | 24    | EBITDA           | 232   | 328   | 381   | 412   |
| 长期借款               | 0     | 0     | 0     | 0     |                  |       |       |       |       |
| 其他非流动负债            | 24    | 24    | 24    | 24    | <b>重要财务与估值指标</b> | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>负债合计</b>        | 1,279 | 1,032 | 1,365 | 1,124 | 每股收益(元)          | 0.29  | 0.55  | 0.65  | 0.70  |
| 少数股东权益             | 100   | 112   | 125   | 140   | 每股净资产(元)         | 5.57  | 5.91  | 6.39  | 6.91  |
| 归属母公司股东权益          | 2,201 | 2,338 | 2,525 | 2,731 | 发行在外股份(百万股)      | 233   | 395   | 395   | 395   |
| <b>负债和股东权益</b>     | 3,581 | 3,482 | 4,015 | 3,996 | ROIC(%)          | 4.7%  | 8.1%  | 8.8%  | 8.9%  |
|                    |       |       |       |       | ROE(%)           | 5.4%  | 9.4%  | 10.2% | 10.2% |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 毛利率(%)           | 16.6% | 21.9% | 22.2% | 22.0% |
| 经营活动现金流            | 320   | 137   | 435   | 229   | 销售净利率(%)         | 4.7%  | 7.3%  | 7.7%  | 7.6%  |
| 投资活动现金流            | -185  | -232  | -135  | -139  | 资产负债率(%)         | 35.7% | 29.6% | 34.0% | 28.1% |
| 筹资活动现金流            | 612   | -88   | -81   | -88   | 收入增长率(%)         | 15.7% | 25.5% | 10.7% | 9.8%  |
| 现金净增加额             | 747   | -183  | 219   | 2     | 净利润增长率(%)        | 91.0% | 93.1% | 17.0% | 8.7%  |
| 折旧和摊销              | 80    | 65    | 76    | 85    | P/E              | 27.06 | 14.02 | 11.97 | 11.01 |
| 资本开支               | 51    | 154   | 46    | 42    | P/B              | 1.39  | 1.31  | 1.21  | 1.12  |
| 营运资本变动             | 104   | -154  | 89    | -153  | EV/EBITDA        | 12.60 | 9.50  | 7.64  | 7.09  |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

