

前三季度业绩高增，双主业格局奠定

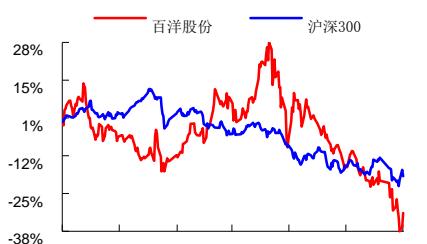
投资要点

- 事件:**公司公布2018年三季报，2018年前三季度实现营业收入21.76亿元，同比增长37.24%；实现归母净利润1.30亿元，同比增长158.9%；实现归母扣非净利润1.27亿元，同比增长202.2%。公司预计2018年实现归属净利润1.92亿元至2.15亿元，同比增长170%至190%。
- 传统主业增长稳定，火星时代并表增厚业绩:**2018年前三季度实现营业收入21.76亿元，同比增长37.24%；营收实现较快增长，主要原因在于公司传统饲料板块的产销量稳步增长及并购火星时代、楷模视觉全面并表，且收入持续增长所致。公司2018年前三季度实现归母净利润1.30亿元，同比增长158.9%，公司归母净利润实现大幅增长，且增速大幅高于营业收入增速，主要原因在于火星时代的毛利率水平较高，并入后大幅提升公司毛利率水平至24.34%（较2017H1增加9.4pct）；其中教育文化业务（火星时代）2018年H1利润占比已达55.2%，教育产业已经成为公司业绩主要增长点。2018年全年，预计传统业务稳步增长；同时教育文化业务随着火星时代及新收购的楷模视觉收入的持续增长，2018年度预计实现归母净利润1.92-2.15亿元，同比大幅增长170%-190%。
- 火星时代完成并表，双主业格局奠定。**2017年，公司顺利完成火星时代收购，并于2017年8月完成并表，确立“教育+水产品”双主业运营格局。火星时代是数字艺术设计教育细分龙头，专注艺术设计教育20余年，具备良好的市场口碑。标的公司覆盖用户界面、互联网等行业31个教育产品，在全国13个城市设立了15个线下教学中心，2017年就业率97.83%，整体优势显著。火星时代2017-2019年业绩承诺分别为8000万、1.08亿和1.46亿元；2015-2017年，火星时代实现净利润4238/6075/8253万元，复合增速达到39.5%，超额完成2017年业绩承诺8000万元。2018H1，火星时代实现营业收入2.13亿元，实现净利润2779.44万元；2018年，公司推动火星时代发展在线教育、STEAM、高校合作、艺术留学和艺术游学等新业务，且随着艺术设计教育下半年旺季来临，预计火星时代将持续成为公司新的净利润增长点，预计全年业绩承诺1.08亿元大概率能够完成。
- 收购楷模视觉，增厚公司全年业绩。**2018年6月，火星时代完成以3.4亿元现金收购楷模视觉。楷模视觉是国内领先的电影特效公司，至今已完成《西游记之孙悟空三打白骨精》、《鬼吹灯之云南虫谷》、《降魔传》等20余部国内外院线

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 3.95 |
| 流通A股(亿股) | 2.10 |
| 52周内股价区间(元) | 7.02-25.23 |
| 总市值(亿元) | 28.46 |
| 总资产(亿元) | 33.02 |
| 每股净资产(元) | 5.49 |

相关研究

- 百洋股份(002696):火星时代完成并表，职教龙头业绩亮眼 (2018-04-27)
- 百洋股份(002696):火星时代完成并表，带动公司业绩快速增长 (2017-10-25)

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2394.13 | 3177.88 | 3492.49 | 3812.47 |
| 增长率 | 15.74% | 32.74% | 9.90% | 9.16% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 113.20 | 204.65 | 300.84 | 349.11 |
| 增长率 | 91.04% | 80.78% | 47.00% | 16.05% |
| 每股收益EPS(元) | 0.49 | 0.88 | 1.29 | 1.50 |
| 净资产收益率ROE | 5.43% | 8.85% | 11.76% | 12.36% |
| PE | 16 | 9 | 6 | 5 |
| PB | 0.78 | 0.72 | 0.66 | 0.59 |

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

电影作品。收购完成后，楷模视觉与火星时代在人才培养、培训内容、品牌宣传、行业资源等方面均可发挥协同效应发挥，助力业绩快速成长。2017年，楷模视觉分别实现营收/净利润5765万元/2561万元，净利率达到44%。根据公司业绩承诺，2018-2020年净利润分别不低于3600/4860/6561万元，CAGR35%。截至2018年6月底，公司当年已签订但尚未执行完毕的制作项目有12个，合同总额1.1亿元，预计合同落地执行将保障全年业绩承诺3600万元大概率兑现，将进一步增厚公司全年业绩水平。

- **拟筹建数字艺术学院，布局高教板块：**10月8日，公司公告拟联合开办广西信息职业技术学院数字艺术学院，共同培养数字艺术设计人才，目前广西信息职业技术学院正在筹建当中，并已取得自治区人民政府的筹建资格审批。数字艺术学院招生目标3000人（预计明年开始招生），拟开设专业为数字媒体艺术设计、室内艺术设计、游戏设计、影视多媒体技术、影视动画等，学员毕业后将获得国家颁发的学历证书。本次合作办学利用火星时代现有的课程体系以及师资力量，与合作方共同探索校企合作办学的新模式，有利于充分发挥企校双方的资源优势，扩大公司在业内的知名度及品牌影响力，并且为公司提供了新的盈利增长点。
- **盈利预测与评级。**由于公司前三季度业绩略超我们此前预期，我们上调公司盈利预测，预计2018-2020年EPS分别为0.88元、1.29元、1.5元，未来三年归母净利润将保持30%的复合增长率。考虑到公司较高的成长性和外延预期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，食品安全风险，汇率风险，火星时代、楷模视觉招生不及预期风险、合作办学推进不及预期风险，业务整合或不及预期的风险。

关键假设：

假设 1：传统主业饲料及饲料原料制造今年略有复苏，产品需求稳步回升，预计订单有所保障，传统主业业绩有所支撑；

假设 2：公司收购标的火星时代、楷模视觉经营情况良好，2018 年业绩承诺 1.08 亿元、3600 万元预计能够兑现，2018-2020 年保持业务较快增长；

假设 3：资产利用率提升、控费增效有序实施，公司毛利率稳步增长至 27.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率情况

| 百万元 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 合计 | | | | |
| 营业收入 | 2,394.1 | 3,177.9 | 3,492.5 | 3,812.5 |
| yoy | 15.7% | 32.7% | 9.9% | 9.2% |
| 营业成本 | 1,997.6 | 2,391.7 | 2,565.1 | 2,759.9 |
| 毛利率 | 16.6% | 24.7% | 26.6% | 27.6% |
| 饲料及饲料原料制造 | | | | |
| 收入 | 1171.0 | 1288.1 | 1391.1 | 1502.4 |
| yoy | 13.7% | 10.0% | 8.0% | 8.0% |
| 成本 | 1,004.65 | 1,107.73 | 1,196.35 | 1,292.05 |
| 毛利率 | 14.2% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 食品加工 | | | | |
| 收入 | 812.7 | 796.5 | 820.4 | 861.4 |
| yoy | -13.9% | -2.0% | 3.0% | 5.0% |
| 成本 | 763.69 | 748.70 | 771.17 | 809.72 |
| 毛利率 | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| 其他 | | | | |
| 收入 | 202.7 | 304.1 | 349.7 | 377.7 |
| yoy | 116.9% | 50.0% | 15.0% | 8.0% |
| 成本 | 152.86 | 243.27 | 262.28 | 283.26 |
| 毛利率 | 24.6% | 20.0% | 25.0% | 25.0% |
| 教育 | | | | |
| 收入 | 207.7 | 789.2 | 931.3 | 1,071.0 |
| yoy | | 280.0% | 18.0% | 15.0% |
| 成本 | 76.42 | 292.02 | 335.27 | 374.85 |
| 毛利率 | 63.2% | 63.0% | 64.0% | 65.0% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 现金流量表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 2394.13 | 3177.88 | 3492.49 | 3812.47 | 净利润 | 125.07 | 220.05 | 323.48 | 375.39 |
| 营业成本 | 1997.63 | 2391.72 | 2565.06 | 2759.88 | 折旧与摊销 | 79.79 | 119.15 | 119.15 | 119.15 |
| 营业税金及附加 | 8.78 | 15.89 | 17.46 | 19.06 | 财务费用 | 31.72 | 15.89 | 34.92 | 38.12 |
| 销售费用 | 112.59 | 254.23 | 251.46 | 282.12 | 资产减值损失 | 7.16 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 管理费用 | 124.44 | 254.23 | 261.94 | 293.56 | 经营营运资本变动 | 315.97 | -288.69 | -9.62 | -45.65 |
| 财务费用 | 31.72 | 15.89 | 34.92 | 38.12 | 其他 | -239.89 | -8.00 | -8.00 | -8.00 |
| 资产减值损失 | 7.16 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | 经营活动现金流净额 | 319.83 | 66.40 | 467.94 | 487.02 |
| 投资收益 | 15.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -824.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 640.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -184.89 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 131.72 | 237.92 | 353.65 | 411.72 | 短期借款 | 93.47 | -622.11 | -37.71 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 8.20 | 8.27 | 8.24 | 8.25 | 长期借款 | | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 139.92 | 246.18 | 361.89 | 419.97 | 股权融资 | 1082.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 14.85 | 26.13 | 38.42 | 44.58 | 支付股利 | -17.60 | -33.62 | -60.78 | -89.35 |
| 净利润 | 125.07 | 220.05 | 323.48 | 375.39 | 其他 | -546.31 | -15.89 | -34.92 | -38.12 |
| 少数股东损益 | 11.87 | 15.40 | 22.64 | 26.28 | 筹资活动现金流净额 | 611.98 | -671.62 | -133.42 | -127.48 |
| 归属母公司股东净利润 | 113.20 | 204.65 | 300.84 | 349.11 | 现金流量净额 | 746.65 | -605.23 | 334.52 | 359.54 |
| 资产负债表（百万元） | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 923.01 | 317.79 | 652.31 | 1011.85 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 484.50 | 625.11 | 689.06 | 749.82 | 销售收入增长率 | 15.74% | 32.74% | 9.90% | 9.16% |
| 存货 | 273.03 | 326.89 | 350.58 | 377.21 | 营业利润增长率 | 107.97% | 80.62% | 48.65% | 16.42% |
| 其他流动资产 | 30.19 | 39.26 | 43.44 | 47.32 | 净利润增长率 | 86.01% | 75.94% | 47.00% | 16.05% |
| 长期股权投资 | 110.29 | 110.29 | 110.29 | 110.29 | EBITDA 增长率 | 82.86% | 53.33% | 36.14% | 12.07% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 742.01 | 637.86 | 533.71 | 429.56 | 毛利率 | 16.56% | 24.74% | 26.56% | 27.61% |
| 无形资产和开发支出 | 963.28 | 950.56 | 937.84 | 925.12 | 三费率 | 11.23% | 16.50% | 15.70% | 16.10% |
| 其他非流动资产 | 54.35 | 52.07 | 49.79 | 47.50 | 净利率 | 5.22% | 6.92% | 9.26% | 9.85% |
| 资产总计 | 3580.68 | 3059.84 | 3367.03 | 3698.68 | ROE | 5.43% | 8.85% | 11.76% | 12.36% |
| 短期借款 | 659.82 | 37.71 | 0.00 | 0.00 | ROA | 3.49% | 7.19% | 9.61% | 10.15% |
| 应付和预收款项 | 371.17 | 329.84 | 367.41 | 407.18 | ROIC | 7.89% | 10.03% | 14.79% | 17.56% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 10.16% | 11.74% | 14.54% | 14.92% |
| 其他负债 | 248.43 | 204.61 | 249.25 | 255.09 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1279.43 | 572.16 | 616.66 | 662.27 | 总资产周转率 | 0.87 | 0.96 | 1.09 | 1.08 |
| 股本 | 232.54 | 232.54 | 232.54 | 232.54 | 固定资产周转率 | 3.28 | 4.64 | 6.02 | 8.01 |
| 资本公积 | 1494.09 | 1494.09 | 1494.09 | 1494.09 | 应收账款周转率 | 6.21 | 6.63 | 6.08 | 6.06 |
| 留存收益 | 474.39 | 645.42 | 885.47 | 1145.22 | 存货周转率 | 6.87 | 7.97 | 7.57 | 7.58 |
| 归属母公司股东权益 | 2201.02 | 2372.04 | 2612.10 | 2871.85 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.37% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 100.23 | 115.63 | 138.28 | 164.55 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2301.25 | 2487.68 | 2750.37 | 3036.41 | 资产负债率 | 35.73% | 18.70% | 18.31% | 17.91% |
| 负债和股东权益合计 | 3580.68 | 3059.84 | 3367.03 | 3698.68 | 带息债务/总负债 | 51.57% | 6.59% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 流动比率 | 1.36 | 2.39 | 2.93 | 3.42 |
| EBITDA | 243.23 | 372.96 | 507.73 | 568.99 | 速动比率 | 1.14 | 1.79 | 2.33 | 2.83 |
| PE | 15.92 | 8.81 | 5.99 | 5.16 | 股利支付率 | 15.55% | 16.43% | 20.20% | 25.59% |
| PB | 0.78 | 0.72 | 0.66 | 0.59 | 每股指标 | | | | |
| PS | 0.75 | 0.57 | 0.52 | 0.47 | 每股收益 | 0.49 | 0.88 | 1.29 | 1.50 |
| EV/EBITDA | 6.20 | 4.00 | 2.20 | 1.33 | 每股净资产 | 9.90 | 10.70 | 11.83 | 13.06 |
| 股息率 | 0.98% | 1.87% | 3.37% | 4.96% | 每股经营现金 | 1.38 | 0.29 | 2.01 | 2.09 |
| | | | | | 每股股利 | 0.08 | 0.14 | 0.26 | 0.38 |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 高级销售经理 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzhiy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyl@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |