

公司研究/年报点评

2019年05月05日

中小市值/中小市值II

投资评级：增持（维持评级）

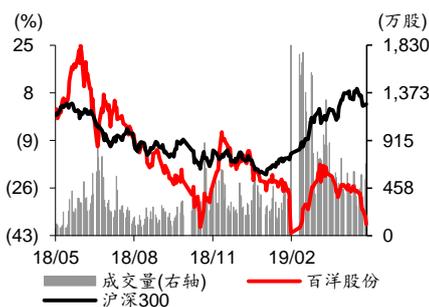
当前价格(元): 7.15
合理价格区间(元): 8.25~9.90

王莎莎 执业证书编号: S0570517090002
研究员 010-56793922
wangshasha@htsc.com

相关研究

- 1 《百洋股份(002696,增持): 三季报符合预期, 业绩加速释放》2018.10
- 2 《百洋股份(002696,增持): 中报符合预期, 内生外延相得益彰》2018.08
- 3 《百洋股份(002696,增持): 收购楷魔视觉, 内生外延相得益彰》2018.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

行业因素致火星时代拖累业绩

百洋股份(002696)

火星时代业绩下滑叠加商誉减值拖累业绩

4月30日公司发布2018年报,2018年实现营收31.34亿元, YoY+30.89%; 实现归母净利润5714万元, YoY-49.52%, 高于快报业绩(3088万元)。公司拟每10股派发0.5元现金红利(含税)。同时公司发布19年一季度报, 一季度实现营收5.52亿元, YoY+9.05%, 归母净利润733.6万元, YoY-45.52%。2018年业绩下滑主要受火星时代业绩下滑和商誉减值影响。预计公司2019-21年EPS为0.55/0.67/0.78元。维持“增持”评级。

教育板块未达预期, 饲料和水产加工板块收入增长

公司教育培训板块受游戏、影视行业环境不利影响, 业绩下滑明显。2018年火星时代实现营收5.47亿元, YoY+10%; 扣非后归母净利润4124万元(含楷魔视觉, 楷魔视觉18年归母净利润为3942万元, 火星时代持有其80%股权, 楷魔视觉7月起并表)。火星时代未完成业绩承诺, 上市公司因此计提商誉减值约2.22亿元, 应收业绩承诺补偿约1.38亿元。饲料和水产加工板块受益于产能释放收入增加, 其中饲料板块实现营收14.80亿元, YoY+26.36%; 水产加工板块营收9.34亿元, YoY+13.74%。

火星时代招生不理想, 费用增加导致盈利能力下降

2018年百洋股份毛利率20.85%, YoY+4.29pct; 净利率2.31%, YoY-2.91pct; 期间费用率14.82%(含研发费用), YoY+3.60pct。净利率下降主要受火星时代业绩下滑和商誉减值影响。游戏、影视行业不景气导致火星时代招生人数增速下滑, 而销售、管理费用增长较快。19年一季度百洋股份净利率为1.51%, 火星时代招生和盈利状况尚未有明显改善。

火星时代内容优势仍在, 持续进行新模式和新业务拓展

我们认为虽然受行业因素影响较大, 火星时代仍然保持着行业龙头地位和内容资源优势。2018年火星时代与广西信息职业技术学院联合开办数字艺术学院, 开始探索向职业院校内容输出的新模式。年报披露上市公司将以火星时代为核心, 开拓在线教育、高校合作、艺术留学等新业务, 并通过投资并购等方式持续布局艺术教育领域。

数字艺术职业教育龙头, 维持“增持”评级

前次预计百洋股份19-20年净利润为2.70/3.31亿元, 考虑到游戏、影视行业不景气, 我们下调火星时代业绩预测, 预计百洋股份2019-21年归母净利润为2.19/2.66/3.07亿元, EPS为0.55/0.67/0.78元。可比公司2019年平均PE为29.34倍。考虑到下游行业景气恢复具有不确定性, 我们认为可给予百洋股份2019年15-18倍PE, 对应合理股价8.25-9.9元。维持“增持”评级。

风险提示: 火星时代承诺业绩无法实现的风险; 商誉减值风险; 收购整合风险; 国家教育法律及政策风险; 教育培训行业竞争风险; 饲料及水产加工行业下游需求不景气风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	395.31
流通A股(百万股)	213.26
52周内股价区间(元)	6.78-25.23
总市值(百万元)	2,826
总资产(百万元)	3,797
每股净资产(元)	5.53

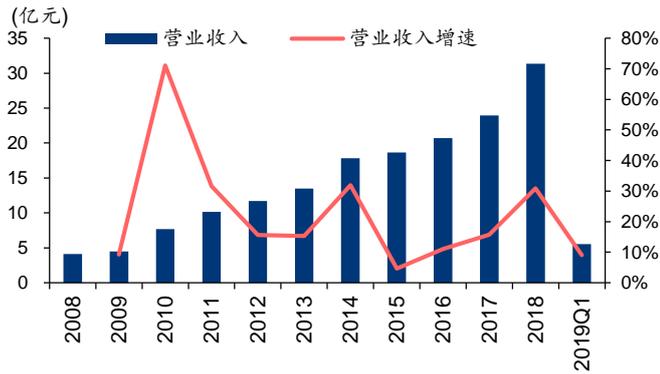
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,394	3,134	3,461	3,749	4,076
+/-%	15.74	30.89	10.46	8.31	8.72
归属母公司净利润(百万元)	113.20	57.14	218.72	266.20	307.28
+/-%	91.04	(49.52)	282.78	21.71	15.43
EPS(元, 最新摊薄)	0.29	0.14	0.55	0.67	0.78
PE(倍)	24.97	49.47	12.92	10.62	9.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：百洋股份营收（亿元）及增速



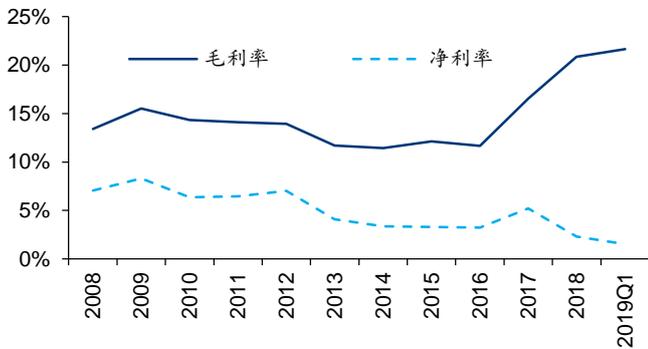
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：百洋股份归母净利润（万元）及增速



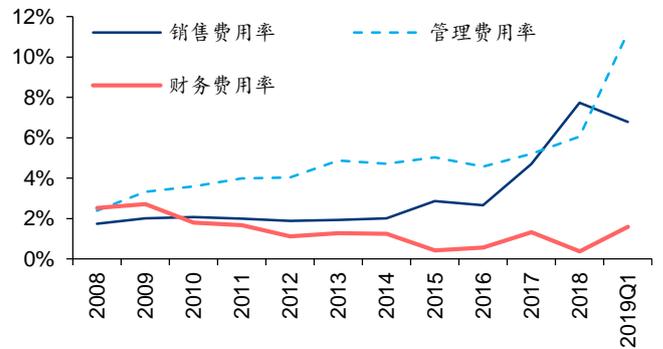
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：百洋股份毛利率及净利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：百洋股份销售、管理和财务费用率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：可比公司盈利预测表

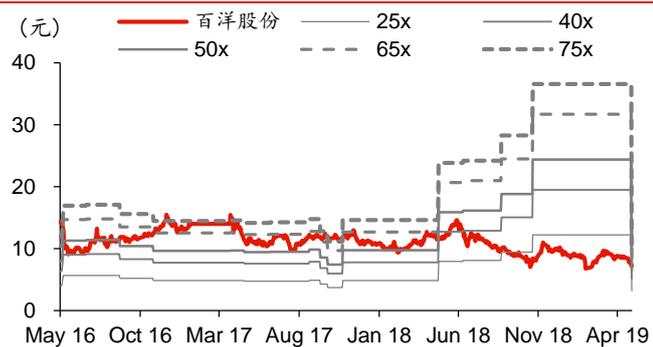
股票代码	股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300089	文化长城	5.47	0.43	0.71	0.96	0.00	12.85	7.67	5.72	—
300338	开元股份	12.33	0.29	0.56	0.71	0.89	43.17	22.19	17.25	13.83
603377	东方时尚	17.11	0.38	0.42	0.46	0.51	45.06	40.91	37.45	33.84
002607	中公教育	12.32	0.19	0.26	0.36	0.46	65.91	46.58	34.53	26.59
可比公司平均 PE							41.74	29.34	23.74	24.75
002696	百洋股份	7.15	0.14	0.55	0.67	0.78	49.47	12.92	10.62	9.20

注：表中股价为2019年4月30日收盘价。除百洋股份之外的EPS预测数据来源于Wind一致预期。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

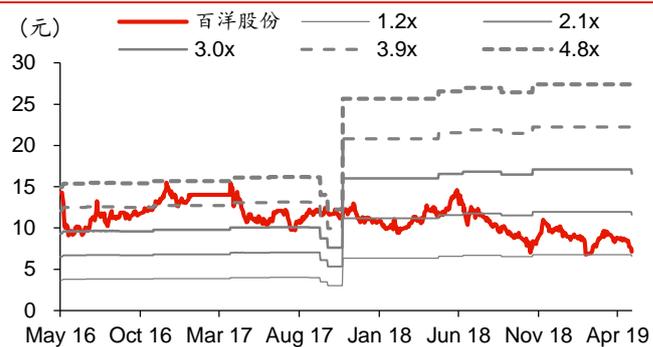
PE/PB - Bands

图表6: 百洋股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 百洋股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,711	1,745	1,691	2,083	2,525
现金	923.01	416.16	473.53	768.91	1,101
应收账款	410.38	588.55	657.67	712.32	774.40
其他应收账款	15.12	51.71	51.92	56.24	61.14
预付账款	59.00	107.87	117.71	126.95	137.51
存货	273.03	253.87	366.22	394.96	427.81
其他流动资产	30.19	326.42	23.84	23.45	22.93
非流动资产	1,870	1,973	1,876	1,826	1,776
长期投资	110.29	148.39	150.00	160.00	170.00
固定投资	736.33	654.71	612.75	563.83	511.44
无形资产	117.55	162.43	155.60	148.77	141.94
其他非流动资产	905.78	1,007	958.05	953.86	952.77
资产总计	3,581	3,717	3,567	3,909	4,301
流动负债	1,256	1,383	996.50	1,049	1,105
短期借款	659.82	762.30	300.00	300.00	300.00
应付账款	191.38	181.68	190.96	205.94	223.07
其他流动负债	404.64	438.68	505.54	542.68	582.41
非流动负债	23.59	27.52	25.43	25.51	26.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	23.59	27.52	25.43	25.51	26.15
负债合计	1,279	1,410	1,022	1,074	1,132
少数股东权益	100.23	130.49	149.87	173.46	200.69
股本	232.54	395.31	395.31	395.31	395.31
资本公积	1,494	1,331	1,331	1,331	1,331
留存公积	474.39	450.15	668.87	935.07	1,242
归属母公司股东权益	2,201	2,177	2,395	2,662	2,969
负债和股东权益	3,581	3,717	3,567	3,909	4,301

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	319.83	91.96	388.13	284.04	307.90
净利润	125.07	72.52	238.10	289.79	334.51
折旧摊销	79.79	93.74	63.17	63.94	64.32
财务费用	31.72	11.60	21.26	(3.31)	(16.30)
投资损失	(15.35)	(21.86)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	103.57	(198.48)	44.80	(46.46)	(55.26)
其他经营现金	(4.96)	134.44	40.79	0.08	0.64
投资活动现金	(184.89)	(609.11)	153.59	8.00	8.00
资本支出	50.63	82.94	4.00	0.00	0.00
长期投资	0.74	32.03	1.61	10.00	10.00
其他投资现金	(133.52)	(494.14)	159.21	18.00	18.00
筹资活动现金	611.98	(19.12)	(484.35)	3.34	16.55
短期借款	93.47	102.47	(462.30)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	56.54	162.78	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,026	(162.78)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(563.91)	(121.59)	(22.06)	3.34	16.55
现金净增加额	746.65	(536.75)	57.36	295.39	332.45

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,394	3,134	3,461	3,749	4,076
营业成本	1,998	2,480	2,616	2,821	3,056
营业税金及附加	8.78	9.21	8.65	9.37	10.19
营业费用	112.59	242.27	311.53	337.41	366.82
管理费用	115.98	190.02	242.30	262.43	285.30
财务费用	31.72	11.60	21.26	(3.31)	(16.30)
资产减值损失	7.17	258.27	11.00	11.00	11.00
公允价值变动收益	0.00	137.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.35	21.86	20.00	20.00	20.00
营业利润	131.72	90.23	270.86	330.97	382.96
营业外收入	9.33	6.95	7.00	7.00	7.00
营业外支出	1.13	11.22	1.00	1.00	1.00
利润总额	139.92	85.96	276.86	336.97	388.96
所得税	14.85	13.44	38.76	47.18	54.45
净利润	125.07	72.52	238.10	289.79	334.51
少数股东损益	11.87	15.38	19.38	23.59	27.23
归属母公司净利润	113.20	57.14	218.72	266.20	307.28
EBITDA	243.23	195.57	355.30	391.59	430.97
EPS (元, 基本)	0.49	0.14	0.55	0.67	0.78

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.74	30.89	10.46	8.31	8.72
营业利润	110.69	(31.50)	200.21	22.19	15.71
归属母公司净利润	91.04	(49.52)	282.78	21.71	15.43
获利能力 (%)					
毛利率	16.56	20.85	24.43	24.75	25.03
净利率	4.73	1.82	6.32	7.10	7.54
ROE	5.14	2.63	9.13	10.00	10.35
ROIC	7.50	3.66	11.16	12.60	14.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.73	37.93	28.65	27.48	26.31
净负债比率 (%)	51.57	54.06	29.36	27.93	26.51
流动比率	1.36	1.26	1.70	1.99	2.28
速动比率	1.14	1.08	1.33	1.61	1.90
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.86	0.95	1.00	0.99
应收账款周转率	5.16	5.77	5.56	5.47	5.48
应付账款周转率	12.23	13.30	14.04	14.22	14.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.14	0.55	0.67	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.23	0.98	0.72	0.78
每股净资产(最新摊薄)	5.57	5.51	6.06	6.73	7.51
估值比率					
PE (倍)	24.97	49.47	12.92	10.62	9.20
PB (倍)	1.28	1.30	1.18	1.06	0.95
EV_EBITDA (倍)	12.26	15.25	8.39	7.61	6.92

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com