

保龄宝 (002286)

留学教育稀缺性+全产业链布局+800 亿留学后端市场亟待开拓

投资评级: 买入 (维持)

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	911	1,331	1,871	2,542
同比 (%)	1.1%	46.2%	40.5%	35.9%
净利润 (百万元)	23	38	160	201
同比 (%)	-45.7%	64.8%	326.2%	25.6%
毛利率 (%)	11.5%	13.9%	20.6%	20.5%
ROE (%)	1.6%	2.6%	10.5%	12.5%
每股收益 (元)	0.06	0.10	0.43	0.54
P/E	235.06	142.56	33.45	26.64
P/B	3.70	3.66	3.52	3.34

2016年2月26日

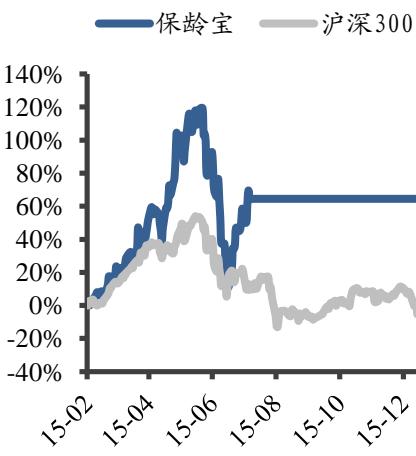
分析师 马浩博

职业资格证书编号: S0850513090003

联系电话: 18917609091

mahb@research.dwstock.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	14.50
一年最低价/最高价	20.37/6.52
市净率	3.63
流通 A股市值 (百万元)	3853.88

基础数据

每股净资产 (元)	3.99
资产负债率 (%)	2.22
总股本 (百万股)	369.26
流通 A股 (百万股)	265.79

相关研究

1、保龄宝: 出国服务第一股, 大健康主业迎来业绩拐点 2016.2.24

- **定增布局国际教育领域。**公司拟募集资金购买新通国际 100% 股权, 新通出入境 60% 股权和杭州夏恩 45% 股权, 交易对价 16.67 亿元, 发行价格为 11.59 元/股。同时拟向浙商聚金员工持股资管计划等 6 名特定对象募集不超过 7 亿元配套资金, 发行价格为 11.59 元/股, 主要用于支付本次交易现金对价以及投入 Learning Mall 建设项目和国际化教育在线服务平台项目。
- **国际教育市场规模巨大、发展迅速。**留学教育市场规模约 2500 亿, 其中语言培训 200 亿、出国游学 80 亿、国外教育消费 2250 亿以及留学中介服务 42 亿, 年均增速约 20%。2016 年教育法修订以及教育资产证券化两大主题推动行业快速发展; 预计 4 月将进行教育修法三次审议, 我们认为修法通过概率较大。
- **新通国际是国内最具影响力的语言培训和留学服务机构之一。**仅次于新东方和金吉列。公司在浙江地区具有显著的区域优势, 占据杭州市场 50% 以上份额。新通的盈利模式包括三方面: 第一是留学规划服务, 为留学生提供留学咨询。第二是语言培训业务, 也是公司未来业绩成长的主要空间。第三是海外游学, 包括办理签证及相关文书, 并组织陪同顾客赴海外知名院校参观访学来获取服务收入, 其中留学服务占比超过 50%。新通已在 33 个主要城市设立业务网点, 基本完成网点全国化布局。16-18 年新通承诺利润分别为 0.85、1.06、132 亿元。
- **新通出入境协同留学及移民服务。**作为特色因私出入境中介, 随着我国高净值人群的增长, 子女留学比例逐步提高、高净值人群移民意愿也在提升, 出入境中介服务得到快速发展。公司主业是为高净值客户提供海外定居规划、安家置业、海外投资咨询和商务考察等一站式解决方案。目前公司位列全国十强, 16-18 年承诺业绩分别为 4100 万元、5200 万元和 6500 万元。
- **实现双主业转动。**公司将从单一的以功能糖为主的制造业向生产制造与教育服务产业并行的双主业的转变。大健康主业迎来业绩拐点, 玉米和能源价格下降带来成本大幅下降, 我们预计 16-18 年利润分别为 3400/3900/4500 万元。
- **盈利预测和估值。**按照食品板块 30XPE, 对应 16 年糖主业市值为 10.2 亿, 教育行业 80XPE, 16 年新通净利 1.2 亿, 对应市值 96 亿, 总市值约 106 亿。目前上市公司市值为 58.9 亿元, 定增完成后市值约 76 亿元。有较大上升空间, 给予买入评级。
- **风险提示。**多糖销售低迷、食品安全、出国政策变化等。

1. 行业趋势：行业整合开始，跨境并购方兴未艾

1.1. 未来向着三个趋势发展

国内核心城市的培训类机构，基本都是区域型企业，具有整合预期，这类企业通常具有高现金流和高收益，但规模很难做大，容易遇到瓶颈，因此行业的一个趋势就是通过资本市场获取更好的平台和资源来做大业务。新通已经登录资本市场。

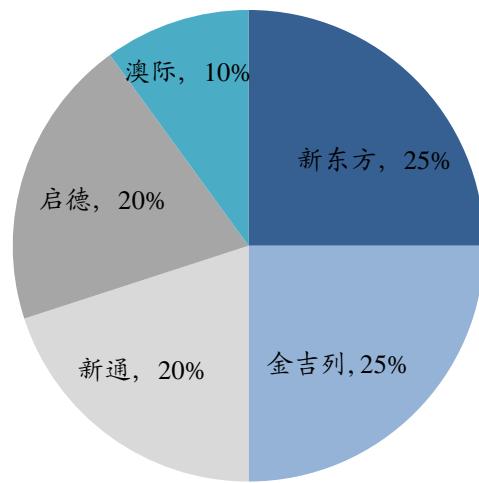
行业的第二个趋势是收购海外公司的股权，延伸海外平台的，例如参股海外中概股，并购海外优质学校和输出管理。预计 2017 和 2018 年行业外延并购会大量增加。

行业第三个趋势是客户年龄段降低，从小学到初中到高中包括出国以后的服务，产品设计多样，服务供应链延长。

1.2. 行业壁垒较高，呈现五家垄断的局面

目前行业已形成以新东方、新通、启德教育为第一梯队的竞争格局。全国五家大机构分别是新东方、金吉列 (25%)、新通 (20%)、启德 (20%) 以及澳际 (10%)。行业需要经过很长时间的培训和大使馆沟通才具备电子签证的能力，行业壁垒较高，小公司由于没有签证资源和人员很难瓜分市场。

图表 1：国内五家大机构市占率



资料来源：调研，东吴证券研究所

新通在浙江和江苏具有较深影响力，在杭州市的市占率超过 50%，在留学服务与语言培训方面都位列浙江省第一。

图表 2：国内排名前三的教育机构比较

教育机构	优势	劣势
新东方	成熟的营销模式，具有名师资源	大班教育，教师资源不均衡

启德	创始人在澳洲留学，资源较多，学生去澳洲的占较高，海外学校的收入比较高	学校资源集中在个别区域（澳洲）；公司的股权较分散，部分股权在财务投资者手中，对公司发展的帮助有限
新通	留学和语言培训较均衡，语言培训规模大	服务的客户多集中于江浙地区，北方地区较薄弱

资料来源：调研，东吴证券研究所

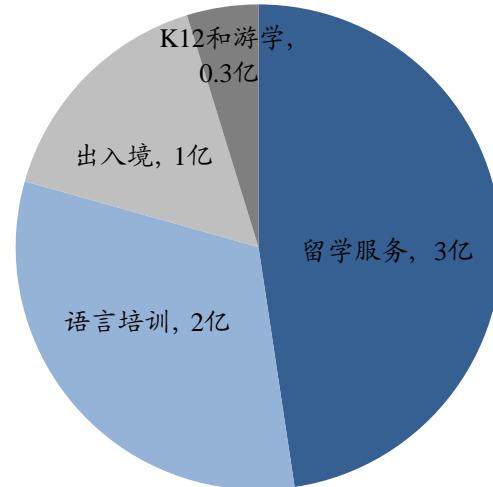
2. 新通教育三大业务有序推进

预计 2015 年新通的留学人数在 3 万左右，年复合增长率 15%-20%。浙江占据 20-30%，深圳和广州约 3000 人，其次是北京、天津。语言培训的人数 4 万，40% 的留学人数同时需要语言培训。

2.1. 收入规模仍有提升空间

公司 15 年收入在 6-7 亿左右，净利润 8000 万元，预计 16 年收入将达到 9 亿，净利 1.2 亿。公司收入主要来自三个方面，第一是留学规划服务，为留学生提供留学咨询。其中美国学校需求大，但申请难度高，因此公司的服务费收取标准较高。英国和澳大利亚的学校会给公司一定的返佣，因此向学生收取的费用相对低。第二块是语言培训业务，也是公司未来业绩成长的主要空间。第三块是海外游学，包括办理签证及相关文书，并组织陪同顾客赴海外知名院校游历学历来获取服务收入。

图表 3：2015 年新通业务收入情况（最终数据以年报为准）



资料来源：调研，东吴证券研究所

2.2. 留学服务向低龄学生延伸，加长服务链

公司的留学服务以中学为主，55%的学生是本科及以下，硕士比例更低，主要是由于公司深耕浙江地区，省内优秀大学较少，而学生素质较高，在高中阶段就出国深造的比例高于其他地区，并且公司与中学合作较多，海外资源也较多，公司在美国与英国的校园资源最多，其次是澳大利亚与加拿大，在澳大利亚与36所高校有合作关系。收入中有8000万来自这些合作学校的返佣。

公司的留学资源主要来自三个渠道，分别是口碑带来的老客户推荐、百度流量以及线下渠道（包括和中学合作以及抢考位APP流量来源），各占1/3。

目前公司的学生结构中，语言学习：留学人数在2:1-3:1之间，留学人数：后端服务约2:1，未来希望能达到1:1，服务链条更长，收费也更高。

2.3. 语言培训布局三四线城市、利用平台吸引用户

公司的语言培训主要是提供在线服务和学习的平台，把测试、教学和面试串联，增强学生对平台的依赖性，公司倾向于布局三四线城市，这些市场的优秀教师资源缺乏，公司的语言培训平台能减弱学生对优秀教师的依赖性，在家就能获得全国优秀教师的教导，提高学习效率。与新东方的名师与大班模式不同，公司更崇尚小班教育和督促制度，并且提供留学推荐，管理服务做得更好。

公司的培训资源也有三个渠道，分别是新市场、留学推荐以及续读。此外，公司还有抢考位APP、送分推送、考试信息的推送，主要针对雅思和托福。使用抢考位APP的学生占到了市场的45%，通过这个平台，学生可以获取每次考试的成绩、对学生的考试行为进行精准分析。

2.4. 出入境服务和游学逐步推出，打造完整的服务链

公司出入境服务是高端定制服务，主要为学生家长办理出国服务，也提供移民申请服务，属于留学业务的后端市场。其中移民申请服务收入过亿，每年保持15-30%的增长，尤其这两年美国市场需求量的提高，有利于公司扩大业务规模。

公司的游学服务属于前端市场，公司以K12作为切入点，为10岁以上学生办理游学服务，这块业务由13年收购的夏恩负责，14-15年公司成立游学事业部，15年规模达到3000人。

游学主要集中在暑假，通常为4-6周。相比旅行社，公司的产品价格更高、更注重教育元素，推出的项目包括马来西亚拯救海豚、哈佛游学等，对学生后续出国留学有帮助。根据统计，15岁以上参加完游学的学生，25%有强烈意向进入新通的语言培训和后续留学申请。

游学业务具有高毛利高转化率，价格在3.5万-4万，毛利率20%以上，目前公司的留学服务规模在3000万左右，未来有望继续扩大规模，

成为公司的盈利点。

2.5. 未来发力国际学校

公司未来将和政府、海外合作伙伴共同建设国际学校，形式可能是政府投资、海外合作伙伴参与建设、公司输出管理，学校将覆盖小学、初中、高中，打造完整的学习链，预计 2019 年第一届学生入学。我们认为目前的民办教育是一个好机遇，80 后的家长更偏好有国际元素的教育机构，公司拥有语言培训教育和留学背景，为开办国际学校奠定基础。

3. 估值有较大提升空间

估值方面，我们预计 16 年新通收入 9 亿元、净利润 1.2 亿，给予教育行业 80XPE，对应市值 96 亿；糖主业 16 年净利约 0.34 亿，给予食品饮料 30XPE，对应市值 10.2 亿；总市值约 106 亿。目前上市公司市值为 58.9 亿元，定增完成后市值约 76 亿元。有较大上升空间，给予买入评级。

资产负债表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	657.5	793.5	1152.9	1454.1	营业收入	910.7	1331.5	1870.7	2542.3
现金	123.3	205.0	230.0	185.0	营业成本	801.9	1138.4	1475.0	2006.9
应收款项	90.8	162.7	215.5	285.7	营业税金及附加	4.5	7.5	10.1	13.5
存货	130.5	165.8	222.5	307.2	营业费用	62.5	89.6	124.6	171.6
其他	312.9	260.0	484.9	676.2	管理费用	47.5	69.7	79.6	104.6
非流动资产	1107.5	1221.9	1353.8	1487.4	财务费用	-1.1	7.0	22.9	40.1
长期股权投资	50.9	50.9	50.9	50.9	投资净收益	15.5	7.2	9.6	10.8
固定资产	924.3	1042.4	1177.9	1315.2	其他	1.9	2.8	2.9	2.8
无形资产	110.3	106.6	103.0	99.3	营业利润	12.8	29.3	170.9	219.2
其他	22.0	22.0	22.0	22.0	营业外净收支	13.4	13.4	15.0	13.9
资产总计	1765.0	2015.4	2506.7	2941.5	利润总额	26.2	42.7	185.9	233.1
流动负债	280.5	509.4	940.0	1289.6	所得税费用	3.4	6.1	26.0	32.2
短期借款	76.2	297.9	653.0	864.7	少数股东损益	0.0	-1.0	0.0	0.0
应付账款	175.4	169.0	235.3	352.4	归属母公司净利润	22.8	37.5	160.0	200.9
其他	28.9	42.4	51.8	72.5	EBIT	-2.7	30.0	185.0	249.4
非流动负债	36.2	41.9	46.8	50.9	EBITDA	47.7	108.0	290.9	378.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	36.2	41.9	46.8	50.9					
负债总计	316.7	551.3	986.9	1340.5					
少数股东权益	0.0	-0.4	-0.4	-0.4					
归属母公司股东权益	1448.3	1464.5	1520.2	1601.5					
负债和股东权益总计	1765.0	2015.4	2506.7	2941.5					
现金流量表(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E					
经营活动现金流	101.8	73.4	12.8	126.6	毛利率(%)	11.5%	13.9%	20.6%	20.5%
投资活动现金流	-318.7	-192.2	-238.6	-263.7	EBIT Margin(%)	-0.3%	2.3%	9.9%	9.8%
筹资活动现金流	-33.5	200.5	250.7	92.1	销售净利率(%)	2.5%	2.8%	8.6%	7.9%
现金净增加额	-250.1	81.7	25.0	-45.0	资产负债率(%)	17.9%	27.4%	39.4%	45.6%
折旧和摊销	50.4	78.1	105.9	129.2	收入增长率(%)	1.1%	46.2%	40.5%	35.9%
资本开支	-268.8	-192.2	-238.6	-263.7	净利润增长率(%)	-45.7%	64.8%	326.2%	25.6%
营运资本变动	-11.4	-42.7	-253.8	-204.4	P/E	235.06	142.56	33.45	26.64
企业自由现金流	-232.5	-131.2	-227.3	-123.9	P/B	3.70	3.66	3.52	3.34
					EV/EBITDA	118.88	54.66	21.80	17.68

资料来源：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,并注明出自为东吴证券研究所,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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>