



Research and
Development Center

健康、教育双轮驱动 公司进入发展新阶段

—— 保龄宝（002286.sz）跟踪报告

2016 年 3 月 21 日

中小市值组

健康、教育双轮驱动 公司进入发展新阶段

2016年03月21日

本期内容提要：

- ◆ **并购新通教育 开启健康、教育双主业。**公司拟发行股份及支付现金购买新通国际 100% 股权，新通出入境 60% 股份，杭州夏恩 45% 股权。交易完成后，新通国际、新通出入境、杭州夏恩均将成为保龄宝的全资子公司，保龄宝正式启动“大健康+教育服务”双主业模式。
- ◆ **消费升级将打开功能糖产业发展空间。**功能糖目前尚未被市场广泛认知，但是我们判断，随着国内消费的逐步升级、人们疾病预防意识增强以及功能糖市场培育的逐渐完成，功能糖市场会呈现一个从增长到快速增长再到爆发式增长的发展历程，而我们认为目前处于增长到快速增长的过渡阶段。我们判断，功能糖市场一旦打开，保龄宝作为隐形冠军将是最大的受益者。
- ◆ **配料业务模式成熟、动物医保板块锦上添花：**公司目前定位功能性糖配料的提供方，长期的产业深耕已经建立了稳定而长期的大客户群，一方面，功能糖产品通过下游客户在食品行业得以全方位渗透，这本身也是一个借力培育市场的过程，为公司推广终端品创造环境。另外，公司与下游客户是一个互利共赢的关系，这也保证了公司能享受行业增长的红利。动物营养板块的切入点是低聚糖在饲料添加领域的应用，公司目前是该领域的先行者，占据绝对优势，也是低聚糖替代抗生素趋势形成后的最大受益者之一。
- ◆ **新通教育有业绩有空间：**一方面留学行业市场规模持续扩大，另外中国的家长更愿意为优质教育支付更高的价格，也推动了高品质、专业化的国际化教育快速增长，作为国内一线的留学服务机构，公司能享受到行业增长的红利。另外公司具有全产业链布局的优势，以及优先登陆 A 股市场的时机优势，另外公司已经构建出完善而长效的激励机制，未来有望在行业的整合过程中占据主导地位。
- ◆ **盈利预测：**不考虑并购标的，我们预测公司 2016-2018 年归属母公司股东的净利润分别为 0.49、0.59、0.73 亿元，同比增速分别为 20.10%、20.65%、22.39%；根据并购标的 16 到 18 年的对赌业绩分别为 1.15、1.44、1.79 亿元，所以预计 2016 年公司的业绩可达到 1.64 亿，对应 3 月 18 日收盘价 PE 为 59 倍，对应市值为 96.11 亿。考虑主业的处于成长期且短期内看不到天花板和新通教育存在超预期的可能，维持对公司“买入”的评级。
- ◆ **股价催化剂：**功能糖下游需求开始攀升、新通教育行业整合顺利推进。
- ◆ **风险因素：**功能糖被社会认知速度低于预期，教育板块市场开拓不力，并购进展不畅。

证券研究报告

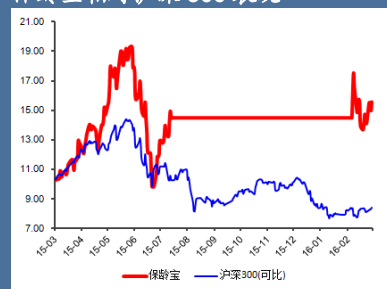
公司研究——跟踪报告

保龄宝（002286.sz）



上次评级：买入，2014.10.28

保龄宝相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2016.3.18）

收盘价（元）	17.14
52 周内股价波动区间(元)	7.71-20.37
最近一月涨跌幅（%）	18.2
总股本(亿股)	3.69
流通 A 股比例（%）	70.7
总市值(亿元)	63.29

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007
联系电话：+86 10 63081425
邮箱：hushen@cindasc.com

关健鑫 分析师

执业编号：S1500512050001
联系电话：+86 10 63081092
邮箱：guanjianxin@cindasc.com

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001
联系电话：+86 10 63081079
邮箱：shandan@cindasc.com

相关研究

《益生元隐形冠军 成长空间广阔》201407
《断奶仔猪饲料添加申请获批 低聚异麦芽糖需求市场打开》201407
《中报点评：公司业绩进入上升轨道，未来业绩贡献点明显》201408
《三季度受累与原料价格上涨，未来依然可期》201410

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	910.71	1,196.28	1,490.18	1,869.89	2,190.77
增长率 YoY %	1.10%	31.36%	24.57%	25.48%	17.16%
归属母公司净利润(百万元)	22.78	40.95	49.18	59.33	72.62
增长率 YoY%	-45.68%	79.76%	20.10%	20.65%	22.39%
毛利率%	11.95%	13.73%	14.52%	14.73%	15.08%
净资产收益率 ROE%	1.58%	2.80%	3.30%	3.87%	4.54%
每股收益 EPS(元)	0.06	0.11	0.13	0.16	0.20
市盈率 P/E(倍)	278	155	129	107	87
市净率 P/B(倍)	4.4	4.3	4.2	4.0	3.9

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2016 年 03 月 18 日收盘价 注: 盈利预测不考虑新通教育

目 录

投资聚焦	1
投资逻辑	1
关键假设、盈利预测与投资评级	1
保龄宝：功能糖行业的隐形冠军	2
主攻功能糖，深耕大健康产业	2
传统配料板块：健康消费升级将带来可持续增长	3
痛点驱动，功能糖终将被市场认可	3
动物营养板块预计会开启新的增长极	6
切入教育服务领域 打开新的增长极	9
收购新通教育，切入教育服务领域	9
留学行业市场规模持续扩大	10
留学行业未来发展趋势：大众化、低龄化、理性化、专业化	10
登陆资本市场为公司赢得整合优势	11
股权结构合理，团队凝聚力强	12

表 目 录

表 1：公司主要产品特点及产能情况	3
表 2：禁止在饲料中添加抗生素已经成为一种趋势	6
表 3：常见抗生素替代添加剂中低聚糖具有一定优势	7
表 4：低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料替代中的市场空间	7
表 5：低聚异麦芽糖在猪饲料替代中的市场空间	8
表 6：低聚异麦芽糖在抗生素替代中性价比较高	8
表 7：近几年登陆 A 股留学服务标的	12

图 目 录

图 1：公司主要产品结构	2
图 2：益生元具有改善肠道生态系统的作用	4
图 3：赤藓糖醇具有较好的低热量性能	5
图 4：交易完成后新通国际股权结构	9
图 5：新通 360° 成长规划体系	9
图 6：人民币汇率中间价	10
图 7：出国留学人数持续增长	10
图 8：赴美留学生人数	11
图 9：留学信息获取渠道	11

投资聚焦

投资逻辑

布局大健康、大教育两个产业，公司业绩和想象空间兼备。

从大健康产业角度看，功能糖目前尚未被市场广泛认知，但是我们判断，随着消费的逐步升级和人们疾病预防意识增强，以及功能糖市场培育的逐渐完成，功能糖市场会呈现一个从增长到快速增长、最后到爆发式增长的发展历程，而我们认为目前处于增长到快速增长的过渡阶段。我们判断，功能糖一旦市场打开，保龄宝作为隐形冠军将是最大的受益者。我们预计 16 年公司主业仍能保持 30% 左右的增长。

从教育产业角度看，公司并购标的新通教育本身已经具有较高的行业地位，和稳定的盈利能力，能为公司贡献稳定的业绩，而且公司目前依靠上市公司的平台优势或将进行行业上下游整合，不断完善自己全产业链条的布局。公司兼具业绩和成长性。

股价催化剂

功能糖下游需求开始攀升、新通教育行业整合顺利推进。

关键假设、盈利预测与投资评级

关键假设

主业进入成长期。综合考虑到公司功能糖良好的市场环境，我们假设功能糖产品保持稳步增长。

新通教育业务拓展顺利。新通教育业绩对赌顺利完成，行业扩张不断推进。

盈利预测与投资评级

不考虑并购标的，我们预测公司 2016-2018 年归属母公司股东的净利润分别为 0.49、0.59、0.73 亿元，同比增速分别为 20.10%、20.65%、22.39%；根据并购标的 16 到 18 年的对赌业绩分别为 1.15、1.44、1.79 亿元，所以预计 2016 年公司的业绩可达到 1.64 亿，对应 3 月 18 日收盘价 PE 为 59 倍，对应市值为 96.11 亿。

我们认为，保龄宝主业中短期有支撑、长期有空间的公司，具有较好的成长性；新通教育具有较好的盈利能力，对赌业绩有超预期的可能，另外还存在整合的预期。维持对公司“买入”评级。

风险因素

功能糖被社会认知速度低于预期，教育板块市场开拓不力，并购进展不畅。

保龄宝：功能糖行业的隐形冠军

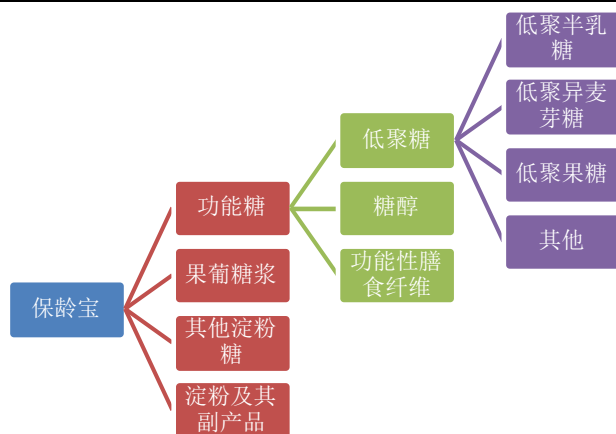
主攻功能糖，深耕大健康产业

低聚糖是公司主要产品

公司是一家以生物工程为主导的“国家级重点高新技术企业”、中国食品添加剂百强企业。低聚糖、高果糖、多元醇等系列产品全部通过国际采标认证。2007年保龄宝荣获功能糖领域唯一的“中国名牌产品”称号，与可口可乐、雀巢、强生、伊利、蒙牛等企业的结为战略合作伙伴。主要产品有功能糖（低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖、赤藓糖醇……）、果糖（果葡糖浆、结晶果糖……）等

与同行业相比，保龄宝具有产品系最丰富和产量最高的双重特点。目前保龄宝功能糖涉及的产品有低聚半乳糖、低聚异麦芽糖、低聚果糖、海藻糖、功能性膳食纤维和功能性糖醇等。公司作为国家标准化委员会成员单位，是低聚异麦芽糖、果葡糖浆、低聚果糖、赤藓糖醇等产品国家标准的起草单位之一，是国家公众营养与发展中心认可的低聚糖生产基地，设有国家糖工程技术研究分中心、国家功能糖地方联合工程实验室、国家博士后科研工作站等国家级研发机构。

图 1：公司主要产品结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 1：公司主要产品特点及产能情况

类别	产品	原料	特性	应用领域	产能	亮点
功能糖（益生元）	低聚异麦芽糖	玉米淀粉	性价比最高的益生元	液态奶、饮料、发酵食品、烘烤食品等大众食品以及畜禽饲料添加剂等	5 万吨	新饲料添加剂五年保护期，动物饲料添加性价比最高的低聚糖。
功能糖（益生元）	低聚半乳糖	乳糖	益菌能力最强的益生元	婴幼儿奶粉、液体乳制品、保健食品	5000 吨（定增）	婴幼儿奶粉市场
功能糖（益生元）	低聚果糖	蔗糖	效价比最高的益生元	婴幼儿奶粉、发酵食品、保健食品等	10000 吨	婴幼儿奶粉市场
功能糖（膳食纤维）	聚葡萄糖	玉米淀粉	促进肠道蠕动、防治便秘、降低血脂、预防冠心病、低热量、无糖	低能量、高纤维功能食品	5000 吨	适应了消费者消费理念的转变及消费升级
功能糖	果葡糖浆	玉米淀粉	可替代蔗糖、冷甜特性	食品、乳品、饮料与酒类、医药、保健食品、家庭调味品等	17 万吨	行业政策收紧、产能扩张受限；糖价触底反弹
功能糖	结晶果糖	玉米淀粉	可被糖尿病患者服用	广泛应用于高端功能食品、营养保健食品、医疗领域、冷饮食品以及低热值食品和运动型饮料配方中	5 万吨（定增）	全世界市场需求量约为 40 万吨/年，产量只有 20 万吨/年；产品附加值高
功能糖	赤藓糖醇	葡萄糖	热值低、结晶性好、口感好、无致龋性、对糖尿病人安全	糖果、饮料、医药、化工等	4000 吨	适应了消费者消费理念的转变及消费升级
功能糖	结晶海藻糖	淀粉	生命之糖，保湿型、防止蛋白质变性	在食品行业、日化用品、生物制品、医药工业等领域	5000 吨（定增）	广泛用于蛋白质药物、酶、疫苗和其他生物制品的优良活性保护剂

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

传统配料板块：健康消费升级将带来可持续增长

痛点驱动，功能糖终将被市场认可

随着经济水平的提高，人们的消费观念不断升级，健康消费意识会逐渐觉醒，肠道问题、心脑血管疾病、糖尿病、肥胖以及牙齿等问题是目前比较主流的健康或者健康隐患，随着人们健康观念从事后治疗到事前预防的转换，相关食疗解决方案或者功能性食品的需求预计会快速增长。这也必将带动公司功能糖产品的需求增长。

益生元（低聚糖等）：肠道生态系统的守护者

人体内存在着一个巨大的细菌生态群。有的细菌有益，有的细菌有害。有益菌在科学上被称为“益生菌”，而“益生元”就是益生菌的食物。按照科学松鼠会的一篇论文的描述，“补充益生菌的思路是直接吃进活的细菌，类似于空投一些好细菌来抑制坏细菌。而补充“益生元”的思路则是，通过提供好细菌喜欢的食物来扶持它们，从而压制坏细菌。”

益生元是能够选择性地促进肠道内原有的一种或多种有益细菌（益生菌）生长繁殖和增加碳水化合物代谢的物质。科学研究证实，双歧杆菌、乳酸菌和粪链球菌等益生菌在人体内能纠正肠道微生态失衡。**低聚糖**是各种益生菌的最佳天然培养基，可促进益生菌的大量繁殖。低聚糖与双歧杆菌等“益生菌”保健作用的发现被科学界誉为 20 世纪最重要的医学发现之一，这一发现还奠定了一项国际新产业——益生元与益生元类产品。

低聚糖是一类物质的名称，迄今已被科学界发现的低聚糖有几十种之多，但实际开发应用的低聚糖只有十来种，包括**低聚果糖**、**低聚木糖**、**低聚异麦芽糖**、**低聚半乳糖**、**海藻糖**等。

益生元对人与动物最重要的功能就是通过增殖肠胃里的益生菌来调节肠道微生态环境，从而达到实现肠胃健康的目的。

图 2：益生元具有改善肠道生态系统的作用



资料来源：保龄宝天猫旗舰店网站，信达证券研发中心

糖醇等：糖尿病、减肥等高糖不宜人群的福音

德勤《2020 年健康医疗预测报告》显示，在总人口为 13 亿多的中国人中，中国高血压人口有 1.6~1.7 亿人，高血脂的有将

1 亿多人，糖尿病患者达到 9240 万人，超重或者肥胖症 7000 万~2 亿人，血脂异常的 1.6 亿人，脂肪肝患者约 1.2 亿人。有研究数据显示：平均每 30 秒就有一个人罹患糖尿病，平均每 30 秒，至少有一人死于心脑血管疾病。

美国《保健事物》杂志报告，中国人的腰围增长速度将成为世界之最。肥胖人口将达到 3.25 亿，未来 20 年将会增长一倍，腰围只要增长一英寸（2.54 厘米），血管就会增长 4 英里，患癌风险高 8 倍！而且低龄化现象比较严重，2013~2014 年度，北京中小学肥胖检出率为 19.5%，其中 10% 出现脂肪肝，而全国肥胖儿中脂肪肝发生率 40~50%。

在中国人群中，糖尿病或许成为最为常见的慢性病，全球糖尿病患者将达到 3.82 亿，而每四个人中有一个是中国人。总患病人数将比德国和葡萄牙人群总数之和还要多，2 型糖尿病发病率 20 年间增长了 11~33 倍。

肥胖、心脑血管、糖尿病以及牙齿等问题的产生都跟过多糖的摄入有很大关系。而保龄宝产品中具有系列的低糖产品，以赤藓糖醇为例，该产品是中国官方唯一认定可作为“零能量”宣称的糖醇产品，其在防龋齿、低热量等领域的应用广泛。

图 3：赤藓糖醇具有较好的低热量性能

应用

产品分类	推荐用量	使用效果
饮料	1.7-30.0g/kg	口感均衡上口、清晰透亮、低热量、防龋齿
		风味增强、不产生絮状物、不沉降、色泽清亮、延长保存期、低热量
		良好的甜度、低热量化
		口感清凉、计量方便、防龋齿
冷饮	4-25g/kg	低热量、增强风味、口感清新、低温甜度增强
糖	根据需要	防龋齿、口感清新、甜味持久、不吸湿
		防龋齿、口感好、增加风味、不吸湿
焙烤	2-15g/kg	产生松软有湿润感、防龋齿、口感好、延长货架期
酒类	5-30g/kg	增醇、清除辛辣味、提高透明度、提高风味、降低粘度、口感清爽、增泡、使泡沫丰富洁白持久
口腔清洁	根据需要	防龋齿、口感清凉、有效遮盖其他成分的不良味道
药品		改善药品口感
桌上甜味剂		天然、低热量、使用方便、更贴近生活

理化指标

项目	指标
水分%，≤	0.2
灰分%，≤	0.01
赤藓糖醇（以干基计%）≥	99
pH 值	5.0-7.0
熔点℃	118-122

体重控制

- “0” 热量
- “0” 血糖指数
- 极低的胰岛素指数
- 降低糖含量

口腔健康

- 非致龋齿性
- 抑制病原菌增殖
- 非发酵性代糖品

资料来源：公司网站，信达证券研发中心

公司稳定而强大的下游客户，能保证享受到行业的增长红利

公司目前定位功能性糖配料的提供方，长期的产业深耕已经建立了稳定而长期的大客户群，我们认为其优势有两方面：

首先，功能糖产品通过下游客户在食品行业得以全方位渗透。通过与下游需求商的对接，公司的产品可以应用到食品、饮料、奶粉、甚至食盐等调味品等领域，形成全方位渗透。这本身也是一个市场培育的过程，当大家对功能糖具有较好的认知度以后也会带动公司自己终端品的爆发。

另外，稳定而强大的下游客户保证了公司能享受大健康行业的爆发。虽然目前公司已经开始涉足终端品，但是目前产品研发和推广还处于摸索阶段，在用户教育还处于萌芽状态时，很难出现爆发式成长，而配料提供商的定位能够有效的捆绑自身和客户的利益，在行业成长期，能更好的享受行业的成长红利，而且公司不但是配料的提供方，还提供客户产品的应用方案，一方面是提供更好的服务增加粘性，另一方面也为自己的终端产品设计和开发打下基础。

动物营养板块将会开启新的增长极

发掘抗生素替代品是必然趋势，低聚糖具有替代优势

自 20 世纪 50 年代发现饲料中低浓度的抗生素不但可以预防动物疾病还可以促进畜禽生长以来，各种抗生素就广泛添加于饲料中。但是其负面效应也逐渐凸显：抗生素随意添加或超量添加饲用抗生素导致养殖业食品安全事件的不断爆发；肉、蛋和奶等农畜产品中蓄积的抗生素，通过食物链进入人体内，使人们间接接触抗生素，导致人体患病时用抗生素治疗的效果消失。

伴随着人们对食品安全的关注程度越来越高，限制或禁止在饲料中添加抗生素已经成为大的趋势，对抗生素的使用必将逐渐减少。

表 2：禁止在饲料中添加抗生素已经成为一种趋势

国家	饲用抗生素使用规定
瑞典	1986 年开始在饲料中部分禁止使用抗生素，成为首个禁止抗生素的国家
丹麦	20 世纪九十年代禁止使用部分抗生素品种
荷兰	从 1998 年到 2006 年间，逐渐禁止了应用保健类抗生素
欧盟	欧盟 2006 年 1 月 1 日起全面禁用抗生素
日本	禁止抗生素在饲料中的使用
韩国	禁止抗生素在饲料中的使用
美国	从 2014 年起，用 3 年时间禁止在牲畜饲料中使用预防性抗生素

资料来源：信达证券研发中心整理

中国是抗生素使用大国，也是抗生素生产大国。据估计，我国每年生产的抗生素原料大约为 21 万吨，出口 3 万吨，其余自用

（包括医疗与农业使用），人均年消费量 138 克左右（美国仅 13 克）。我国抗生素一半用于临床，一半用于畜牧养殖业。中国每年生产的大约 21 万吨抗生素原料中，有 9.7 万吨用于畜牧养殖业，占年总产量的 46.1%。

随着国家对养殖业使用抗生素的规定趋于严格。特别是 H7N9 禽流感在个别地区大面积爆发以来，引发了社会公众的广泛关注。后期抗生素替代品的市场将逐渐开启。目前潜在替代对象有益生元（低聚异麦芽糖等）、益生菌、有机酸、植物提取物和抗生素等。**我们认为低聚糖在抗生素的替代领域具有一定的优势。**

表 3：常见抗生素替代添加剂中低聚糖具有一定优势

种类	作用机制	稳定性	加工性能	安全性
低聚糖	增殖有益菌、抑制有害菌	强	良好	组分明确，安全可靠
益生菌	发挥复合酶制剂、抗生素作用	弱	差	某些代谢产物是抗生素，安全性待观察
有机酸	抑制有害菌	一般	一般	安全可靠
植物提取物	促进食欲、增强抵抗力、同时杀灭有害菌和有益菌	一般	一般	某些提取物类似抗生素，组分不明确，安全性待观察
抗生素	同时杀灭有害菌和有益菌	弱	弱	残留严重，影响产品食用

资料来源：信达证券研发中心整理

政策放行，保龄宝占据先发优势

农业部于 2012 年第 1807 号公告，批准保龄宝生物股份有限公司申请的低聚异麦芽糖为新饲料添加剂，并准许在中华人民共和国境内生产、经营和使用，同时公司获得低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料中的添加许可，建议添加比例 0.2%-0.4%。根据《饲料和饲料添加剂管理条例》，新饲料、新饲料添加剂的监测期为 5 年，新饲料、新饲料添加剂处于监测期的，不受理其他就该新饲料、新饲料添加剂的生产申请和进口登记申请。

公司于 2014 年 7 月 28 日收到中华人民共和国农业部（以下简称“农业部”）公告（第 2134 号），批准低聚异麦芽糖新饲料添加剂的适用范围扩大至断奶仔猪。

动物饲料添加市场广阔

1807 号公文获得低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料中的添加许可，根据其建议添加比例 0.2%-0.4%，结合我国目前蛋鸡饲料的产量，以及替代率从 10%-40%，我们初步测算了蛋鸡饲料对低聚异麦芽糖潜在的需求规模。

表 4：低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料替代中的市场空间

蛋鸡饲料产量	3228	添加比例				
单位	万吨	0.20%	0.25%	0.30%	0.35%	0.40%
替代比例	10%	0.65	0.81	0.97	1.13	1.29

20%	1.29	1.61	1.94	2.26	2.58
30%	1.94	2.42	2.91	3.39	3.87
40%	2.58	3.23	3.87	4.52	5.16

资料来源: BRIC, 信达证券研发中心预测

猪饲料添加获打开广阔市场。与蛋鸡饲料市场相比,猪饲料具有规模大、添加比例高等特点(预计猪饲料的添加比例在0.4%-0.6%)。我们认为仔猪饲料为猪饲料要求较高的品种,仔猪饲料添加的获批在很大程度上意味着整个猪饲料市场的打开。

表 5: 低聚异麦芽糖在猪饲料替代中的市场空间

猪饲料产量 6830		添加比例				
单位	万吨	0.40%	0.45%	0.50%	0.55%	0.60%
替代比例	10%	2.7	3.1	3.4	3.8	4.1
	20%	5.5	6.1	6.8	7.5	8.2
	30%	8.2	9.2	10.2	11.3	12.3
	40%	10.9	12.3	13.7	15.0	16.4

资料来源: BRIC, 信达证券研发中心预测

低聚异麦芽糖用于动物饲料添加性价比较高

低聚异麦芽糖作为一种替代抗生素的新型饲料添加剂,生产工艺成熟,生制功能和作用机制明确,能明显增殖肠道有益菌并抑制有害菌,改善机体消化机能,提高饲料利用率;增强动物免疫功能,减少疾病发生,增加种用畜禽的生殖性能;提升畜禽及水产品品质。

对于不同品种、不同年龄及不同用途的动物,低聚异麦芽糖的最适添加量和添加方式的明确,以及与益生菌、有机酸、植物提取物和酶制剂能联合应用配方的建立与完善,安全、高效且经济的新型饲料添加剂。

另外,低聚异麦芽糖产量大,价格最低,成为最容易被饲料公司接受的饲料用低聚糖。

低聚异麦芽糖作为饲料添加剂在日本、中国、美国 and 欧洲等国家的家畜、家禽、水产及宠物保健等领域得到推广应用,展示了良好的应用前景。

表 6: 低聚异麦芽糖在抗生素替代中性价比较高

种类	作用机制	稳定性	适口性	性价比	安全性
低聚异麦芽糖	增殖有益菌、抑制有害菌	好	好	高	玉米淀粉深加工产品,属于“GRAS”和“新资源食品”
低聚木糖	增殖有益菌、抑制有害菌	好	一般	中	玉米芯深加工产品,属于“新资源食品”

低聚果糖	增殖有益菌、抑制有害菌	酸性条件不稳定	好	中	蔗糖深加工产品，属于“GRAS”和“新资源食品”
低聚甘露糖	增殖有益菌、截取病原菌	好	一般	中	微生物细胞壁或魔芋粉等深加工产品

资料来源：信达证券研发中心整理

我们认为公司在动物营养领域具有较大的发展空间，预计未来能成为公司重要的增长极。而且以低聚糖在饲料领域的应用作为切入口公司还能渗透到动物营养的其他产品。

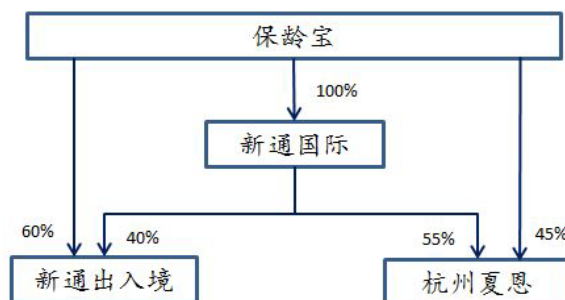
切入教育服务领域 打开新的增长极

收购新通教育，切入教育服务领域

2016年2月，保龄宝发布公告，拟发行股份及支付现金购买新通国际100%股权（交易价格123,150万元），新通出入境60%股份（交易价格36,650万元），杭州夏恩45%股权（交易价格6,750万元）。同时，拟向员工持股资管计划等六名认购对象非公开发行股份来募集配套资金，配套资金总额不超过7亿元，投入Learning Mall建设项目和国际化教育在线服务平台项目。交易完成后，新通国际、新通出入境、杭州夏恩均将成为保龄宝的全资子公司，保龄宝将正式启动“大健康+教育服务”双主业模式。

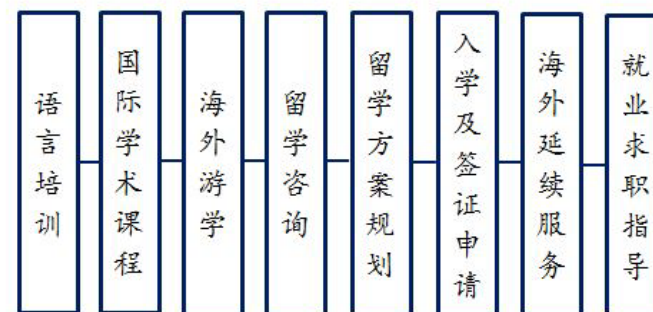
新通国际主要从事语言培训、国际学术课程、留学课程和留学规划等业务，具有完整的国际化教育和国际化服务产业链，覆盖留学整个产业链。新通出入境是全国首批通过认证的公安部资格认证的出入境机构，提供海外投资创业、海外置业安家、全球资产配置、以及税务规划及高端商旅等专业咨询服务。杭州夏恩主要从事英语、日语、K-12课程研发、设计、培训和教育咨询服务，围绕青少年的外语及K-12教育提供全方位的集课程研发设计、课程输出、师资培训、教辅教研支持等一体的综合服务。

图 4：交易完成后新通国际股权结构



资料来源：信达证券研发中心

图 5：新通 360° 成长规划体系



资料来源：信达证券研发中心

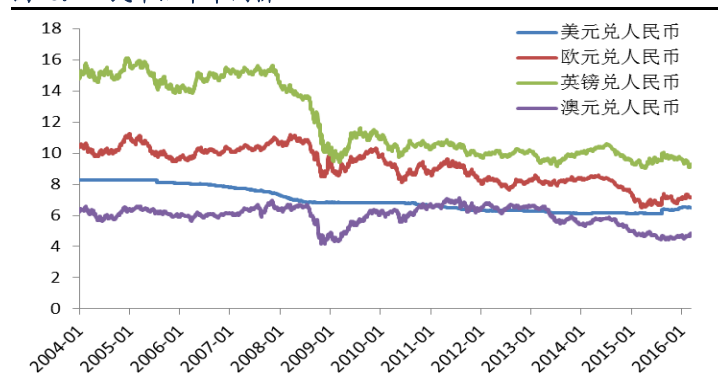
新通国际作为国际教育服务全案供应商，协同新通出入境，构建了完整的国际化教育、国际化服务产业链，各项业务发展均衡，业务间交叉销售，客户相互转化，打造了良好的业务生态系统，实现产业链闭环，形成独特的竞争优势。新通首创“360°成长规划”，为学生独家构建了一站式、系统化、全方位的国际教育服务体系，弥补了各个阶段的断层。

新通近年来积极布局互联网平台。仅 2015 年，新通投资了 K12 答疑服务云家教平台——答疑君，投资知名考试服务平台——抢考位，并搭建完成了新通专属互联网学习平台——XTeam。

留学行业市场规模持续扩大

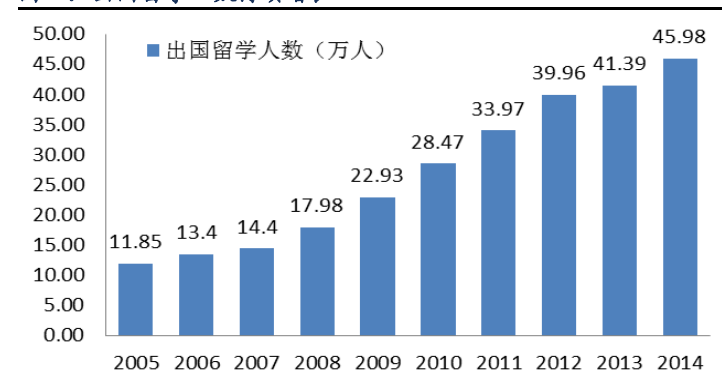
随着我国经济快速发展，人民生活水平不断提高，人均可支配收入同步增长，有能力出国的人群不断壮大。2000 年起，第一批独生子女开始步入大学，抚养一个孩子的父母负担较小，为了让子女受到最好的教育，选择让孩子出国留学的人越来越多。2008 年人民币大幅升值，让更多人的留学梦成为可能。2008 年和 2009 年，我国留学人数呈爆发式增长，增长率高达 24.86% 和 27.5%。自 2008 年起，除了 2013 年增速回调较为明显，增长率仅 3.58% 以外，其余几年留学生规模都以两位数增长率高速增长。2014 年出国留学人数达到 45.98 万人，比 2009 年留学人数翻了一番。出国留学人数的不断增加，留学行业的市场规模也不断扩大。与之相关的语言培训、国际学术课程、游学课程、留学规划、海外投资和定居服务业务的需求也逐渐被开发。

图 6：人民币汇率中间价



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：出国留学人数持续增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

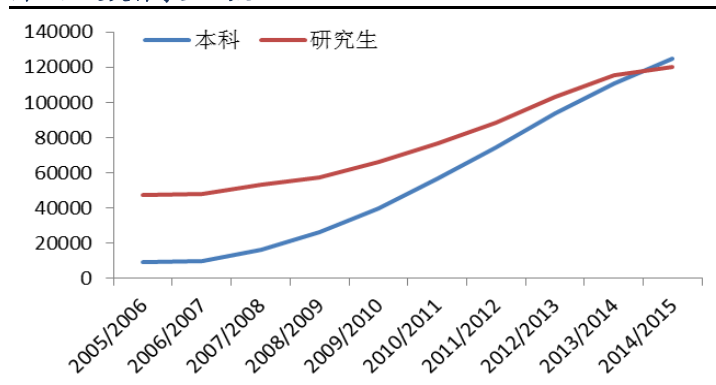
留学行业未来发展趋势：大众化、低龄化、理性化、专业化

中国正处于历史上最大规模的留学浪潮中，已成为世界上第一大留学生输出国。出国留学已经不再是少数精英才能享有的机会，已经逐渐成为普通民众的选择，越来越多工薪阶层的子女有机会走出国门。自 2001 年开始，自费留学比例一直高于 89%，近几年自费留学生占比一直保持在 92% 左右。留学向大众化发展，使人们对留学有更全面的认识和理解，是留学服务市场培

育的重要时机。

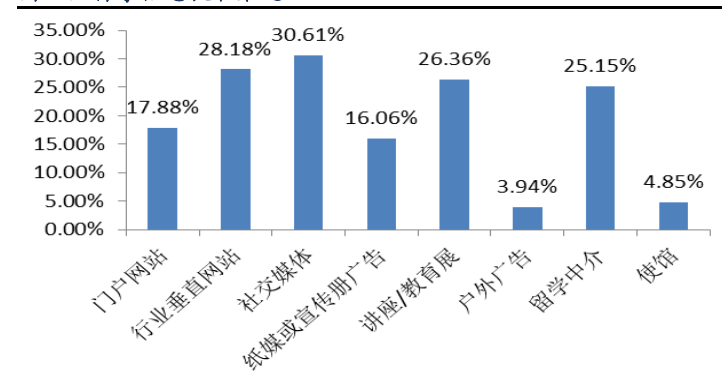
留学生越来越多，出国留学的年龄阶段范围也越来越大。10 年前，中国留学生攻读学位主要集中于硕士及博士，近几年，本科留学和高中留学人群也不断扩大，“低龄化”留学趋势明显。根据美国《开放报告》，2005/2006 学年留学美国攻读研究生学位的学生占大多数，本科留学和研究生留学的人数有较大差距。近年来，留学美国的本科人数激增，人数差距越来越小，2014/2015 学年本科留学人数首次超过了研究生留学人数。留学“低龄化”很大程度地推进了行业的发展和成熟，一是拓展了产业链，带动 K12 教育细分行业蓬勃发展；二是由于孩子年纪较小，家长会更加谨慎，更愿意选择留学教育行业龙头和高质量的服务，加速了行业整合。

图 8：赴美留学生人数



资料来源：美国《开放报告》，信达证券研发中心

图 9：留学信息获取渠道



资料来源：《2015 留学中介机构调查》，信达证券研发中心

互联网加速了留学信息的分享，留学信息渠道的多样化让留学信息变得更加透明，留学生和家长对于留学的认识也越来越清晰，逐渐走出了盲目跟风的误区，留学的选择也越来越趋于理性。不再单纯为了出国而出国，而是会根据学生的性格特点及特长，针对未来人生规划做留学决定。

目前，学生和家长的关注点已经从怎么跨出国门转变为如何高质量留学，这也给留学行业带来了机遇和挑战。同时，中国的家长更愿意为优质教育支付更高的价格，也推动了高品质、专业化的国际化教育快速增长。与国际化教育相关的留学规划、语言培训、国际学术课程、海外游学等业务均为客户自主付费模式，具有对价格不敏感、抗周期性特点。

登陆资本市场为公司赢得整合优势

目前留学服务行业较为碎片化，由于语言培训细分行业准入壁垒较低，互联网免费论坛及新媒体也使留学信息越来越透明，留学服务行业竞争越来越激烈，众多大型留学服务机构都在积极依托资本平台进行产业整合。

行业尚有较大的整合空间，新通借助保龄宝上市公司平台优势，以及自身的全牌照优势及品牌效应，继续向前向后拓展产业

链，开拓发展服务人群，有望在未来行业整合中占据主导地位。

表 7：近几年登陆 A 股留学服务标的

日期	进入 A 股市场
2013-11-23	华闻传媒收购太傻留学。
2016-01-31	芥末堆威久留学拟挂牌新三板；
2016-02-01	新东方在线发布将在国内 IPO
2016-02-02	保龄宝拟收购新通国际、新通出入境及杭州夏恩
2016-02-22	柳橙网挂牌新三板

资料来源：wind，信达证券研发中心

预计新通未来整合主要有两个方向：

一个是对上游的补足，前端的 K12、语培等领域是公司比较看重的获客途径，目前公司在杭州的布局已经比较完善，未来在其他核心城市还有整合的需求。

两外一个方式是后端的延伸：留学后市场也是公司比较看重的发力点，预计会在海外教育公司和财务管理领域有整合需求。

股权结构合理，团队凝聚力强

教育服务行业及具体开展业务的语言培训、国际学术课程、游学课程、留学规划服务、海外投资和定居服务细分领域均属于人才密集型行业，专业人才、尤其是核心管理团队是标的公司核心竞争力的重要组成部分。

新通于 2002 年进行了第一次股权优化，第二次实施合伙人制，将大的分子公司总经理成为新通事业合伙人加入到公司股权中，确保了核心团队的稳定性。同时，通过项目创业、管理轮岗、外派培养等一系列机制降低核心人才流失率，历年管理人员及高级专业人才流动性明显低于业内水平，管理团队近两年也未发生重大变化。

新通教育有业绩有空间

留学行业市场规模持续扩大，另外中国的家长更愿意为优质教育支付更高的价格，也推动了高品质、专业化的国际化教育快速增长，作为国内一线的留学服务机构，公司能享受到行业增长的红利。另外公司具有全产业链布局的优势，以及优先登陆 A 股市场的时机优势，另外公司已经构建出完善而长效的激励机制，未来有望在行业的整合过程中占据主导地位。根据并购标的 16 到 18 年的对赌业绩分别为 1.15、1.44、1.79 亿元，并购进展顺利的情况下，将对保龄宝的业绩有重大影响。

不考虑并购标的，我们预测保龄宝 2016-2018 年归属母公司股东的净利润分别为 0.49、0.59、0.73 亿元，同比增速分别为 20.10%、20.65%、22.39%；根据并购标的 16 到 18 年的对赌业绩分别为 1.15、1.44、1.79 亿元，所以预计 2016 年公司的

业绩可达到 1.64 亿，对应 3 月 18 日收盘价 PE 为 59 倍，对应市值为 96.11 亿。我们认为，保龄宝主业中短期有支撑、长期有空间的公司，具有较好的成长性；新通教育具有较好的盈利能力，对赌业绩有超预期的可能，另外还存在整合的预期。维持对公司“买入”评级。

风险因素

功能糖被社会认知速度低于预期；教育板块市场开拓不力；并购进展不畅。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	657.46	624.97	656.30	719.99	833.03
货币资金	123.27	274.33	208.08	182.54	220.97
应收票据	0.00	0.00	8.12	10.19	11.94
应收账款	89.55	114.38	148.89	186.83	218.89
预付账款	7.32	8.63	10.92	13.67	15.95
存货	130.51	131.94	184.59	231.07	269.59
其他	306.81	95.69	95.69	95.69	95.69
非流动资产	1,107.50	1,288.59	1,290.66	1,352.01	1,366.14
长期投资	50.86	56.59	56.59	56.59	56.59
固定资产	583.83	994.03	1,091.78	1,174.33	1,251.50
无形资产	110.32	133.00	137.22	141.20	144.93
其他	362.49	104.97	5.08	-20.10	-86.88
资产总计	1,764.95	1,913.55	1,946.96	2,072.00	2,199.17
流动负债	280.48	402.74	409.12	474.83	529.38
短期借款	76.16	131.66	131.66	131.66	131.66
应付账款	137.44	179.12	181.52	227.22	265.10
其他	66.89	91.96	95.95	115.95	132.63
非流动负债	36.21	32.70	32.70	32.70	32.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	36.21	32.70	32.70	32.70	32.70
负债合计	316.69	435.44	441.82	507.53	562.08
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,448.26	1,478.11	1,505.14	1,564.47	1,637.09
负债和股东权益	1764.95	1913.55	1946.96	2072.00	2199.17

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	910.71	1,196.28	1,490.18	1,869.89	2,190.77
同比(%)	1.10%	31.36%	24.57%	25.48%	17.16%
归属母公司净利润	22.78	40.95	49.18	59.33	72.62
同比(%)	-45.68%	79.76%	20.10%	20.65%	22.39%
毛利率(%)	11.95%	13.73%	14.52%	14.73%	15.08%
ROE(%)	1.58%	2.80%	3.30%	3.87%	4.54%
每股收益(元)	0.06	0.11	0.13	0.16	0.20
P/E	278	155	129	107	87
P/B	4.4	4.3	4.2	4.0	3.9
EV/EBITDA	80.2	59.3	39.9	34.8	30.3

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	910.71	1,196.28	1,490.18	1,869.89	2,190.77
营业成本	801.87	1,032.02	1,273.80	1,594.50	1,860.32
营业税金及附加	4.52	3.66	6.79	7.84	8.62
营业费用	62.55	89.11	102.89	129.10	151.26
管理费用	44.45	45.89	69.84	87.64	102.67
财务费用	-1.14	3.06	7.29	8.23	8.66
资产减值损失	1.15	3.52	2.33	3.53	4.74
公允价值变动收益	0.00	-0.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.49	17.96	15.65	15.65	15.65
营业利润	12.79	36.75	42.90	54.70	70.14
营业外收入	13.60	11.17	14.46	14.46	14.46
营业外支出	0.19	0.11	0.20	0.20	0.20
利润总额	26.21	47.81	57.16	68.96	84.41
所得税	3.43	6.86	7.98	9.63	11.79
净利润	22.78	40.95	49.18	59.33	72.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	22.78	40.95	49.18	59.33	72.62
EBITDA	79.84	108.95	161.74	185.70	213.41
EPS (摊薄)	0.06	0.11	0.13	0.16	0.20

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	101.77	77.49	46.58	136.40	165.26
净利润	23.92	40.95	49.18	59.33	72.62
折旧摊销	50.38	56.18	94.59	106.75	119.02
财务费用	3.25	4.96	9.98	9.98	9.98
投资损失	-16.63	-17.96	-15.65	-15.65	-15.65
营运资金变动	39.53	-5.54	-93.53	-27.05	-24.80
其它	1.32	-1.11	2.00	3.04	4.08
投资活动现金流	-318.71	15.96	-80.69	-151.96	-116.84
资本支出	-272.91	-199.40	-96.34	-167.61	-132.49
长期投资	1.77	2.40	15.65	15.65	15.65
其他	-47.56	212.95	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-33.46	36.60	-32.14	-9.98	-9.98
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-20.50	55.50	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	12.96	18.90	32.14	9.98	9.98
现金净增加额	-250.05	132.89	-66.25	-25.54	38.44

中小企业研究团队

关键鑫，经济学硕士，证券从业 8 年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过 2010 年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011 年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前从事中小企业研究。

单 丹，分析师，2012 年 5 月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014 年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6 年行业经验。

胡 申，分析师，经济硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

王光兵，研究助理，北京大学凝聚态物理硕士，2014 年 7 月加入信达证券研发中心，从事中小企业研究。

中小企业研究 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。