

勤上股份 (002638.SZ)

教育业务快速布局，业绩改善可期

● **盈利：16 年业绩受商誉减值 4.6 亿元拖累，17 年 1 季度同比有所改善**
16 年公司营业收入 8.4 亿元，同比下降 0.8%，归母净利润-4.3 亿元（15 年归母净利润 0.21 亿元），亏损主要由于对收购龙文教育产生的 20 亿元商誉进行了 4.6 亿元的减值计提所致。17 年 1 季度：业绩同比有所改善，实现营业收入 3.1 亿元，同比增加 14.8%，归母净利润 4387.7 万元，同比增加 38.35%。公司预计 17 年上半年将实现归母净利润 7000-9000 万元，同比增加 88.9%-142.9%。

● **分业务：半导体照明收入下滑 8.3%，龙文 12 月并表贡献 1761 万净利**
教育培训：16 年 12 月并表龙文教育，并表期营收 6052.3 万元，实现毛利 2694.2 万元，毛利率 44.5%，贡献营收占比 7.18%，实现净利润 1761.0 万元。其中龙文教育 16 全年实现扣非净利润 6642.5 万元。

半导体业务：(1) 户外照明：实现营业收入 3.4 亿元，同比减少 13.3%，毛利率 31.7%，全年贡献营收占比 40.0%，贡献毛利润占比 39.0%。(2) 景观产品：实现营业收入 1.1 亿元，同比减少 40.0%，毛利率 33.5%，毛利润占比 14.1%。(3) 显示屏及其他：实现营业收入 2.0 亿元，同比增加 74.2%，实现毛利率 33.2%，贡献毛利润占比 24.8%。

● **未来看点：教育版图快速扩张，资源整合有望助力业绩改善**
K12 课外辅导：龙文教育为全国性 K12 龙头，主营中小学 1 对 1 辅导，在全国 20 多个城市设有 400 余个网点，16 年实现扣非净利润 6642.5 万元，对赌承诺 15-18 年累计税后扣非净利润不低于 5.638 亿元。凹凸教育主营个性化辅导，侧重于发展加盟，目前在全国 31 个省市拥有 695 家分校，依靠轻资产管理输出模式实现快速复制。思齐教育主打小班教学，目前在湖南拥有 67 个校区，年培训学生人次逾 15 万。

民办学校：成都七中实验学校为民办公助全日制寄宿学校，小学部、初中部、高中部、国际部每年每生费用分别为 4.2 万元、3.82 万元、4.52 万元、9.6 万元，人数约为 2500、2200、1050、120 人，合计年收入约 2.48 亿。

幼儿教育：小红帽教育为连锁幼儿园，拥有 75 家直营校及 33 家加盟校，17-19 年度计划新建或收购幼儿园不低于 60 家，预计将贡献可观的利润增量。

职业教育：英伦教育为职业培训机构，主营职业资格认证、成人学历教育等，对赌承诺 17-19 年扣非净利润分别不低于 1300 万元、1690 万元、2197 万元。

国际教育：爱迪教育为国际教育集团，旗下拥有 7 所学校共 8 个学部，目前标的资产带有 VIE 架构，尚不能并表上市公司。深圳国际预科学院为全国仅有的三家国际预科学院之一，17 年计划招收 98 人次，收费 16.3 万元/人/年。

● **长期有望打造综合教育集团，业绩改善可期，给予“谨慎增持”评级**
16 年 12 月公司并表龙文教育，并表期营收和净利润分别为 6052.3 万元和 1761.0 万元。目前公司初步实现了在幼教、K12 课外辅导、民办学校、职业教育、国际教育等领域的多元布局，有望快速成长为综合教育集团。龙文教育承诺 15-18 年累计税后扣非净利润不低于 5.638 亿元，小红帽承诺 17-19 年 CAGR 不低于 15%，英伦、爱迪、凹凸、思齐、成都高达或将在 17-18 年逐步贡献利润，有望助推公司业绩改善。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.08、0.12 和 0.16 元，公司中长期业绩增长值得期待，给予“谨慎增持”评级。

● **风险提示：短期估值偏高；商誉减值风险；外延扩张带来成本上升。**

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	849.66	842.74	935.44	1,047.69	1,183.89
增长率(%)	-6.20%	-0.81%	11.00%	12.00%	13.00%
EBITDA(百万元)	159.32	180.73	206.74	306.73	394.63
净利润(百万元)	20.74	-427.48	115.55	175.56	242.27
增长率(%)	68.82%	-2,161%	127.03%	51.94%	38.00%
EPS（元/股）	0.055	-0.281	0.076	0.116	0.160
市盈率（P/E）	276.70		118.82	78.20	56.67
市净率（P/B）	2.57	2.75	2.64	2.55	2.43
EV/EBITDA	29.49	62.82	52.57	34.63	26.19

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

谨慎增持

当前价格

8.14 元

报告日期

2017-04-26

相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

勤上光电（002638.sz）：三 2012-10-29

季度业绩符合预期，未来高增

长逻辑清晰

勤上光电（002638.sz）：路 2012-08-29

灯订单释放及孵化计划显效，

公司未来业绩弹性很大

勤上光电（002638.sz）年报 2012-03-20

点评：户外与室内照明并驾齐

驱，将显著受益于政策蜜月期

到来

联系人：姚遥 18521722468

gyaoyao@gf.com.cn

目录索引

盈利：16 年业绩由盈转亏，主要系收购龙文教育计提商誉减值 4.6 亿元所致，17 年 1 季度业绩同比有所改善.....	4
分业务：半导体照明收入下滑 8.3%，龙文教育 12 月并表贡献 1761 万元利润	5
未来看点：教育版图快速扩张，资源整合有望助力业绩改善.....	7
短期业绩受商誉减值拖累，长期有望打造综合教育集团，业绩改善可期，首次覆盖给予“谨慎增持”评级.....	9
风险提示	9

图表索引

图 1: 16 年实现营业收入 8.4 亿元, 同比下降 0.8%	4
图 2: 16 年归母净利润-4.3 亿元, 同比由盈转亏	4
图 3: 16 全年实现毛利率 32.5%, 净利率-49.5%	5
图 4: 16 年期间费用率 15.9%, 同比上升 0.9 个百分点	5
图 5: 16 年 LED、教育收入占比分别为 92.4%、7.2%	6
图 6: 显示屏收入+76.1%, 室内照明收入-44.5%	6
图 7: 16 年 LED、教育毛利占比分别为 64.1%、24.8%	6
图 8: 教育培训毛利率 44.5%, LED 业务毛利率 31.2%	6
 表 1: 勤上股份分业务毛利率	6
表 2: 公司外延扩张进程回顾	8

盈利：16 年业绩由盈转亏，主要系收购龙文教育计提商誉减值 4.6 亿元所致，17 年 1 季度业绩同比有所改善

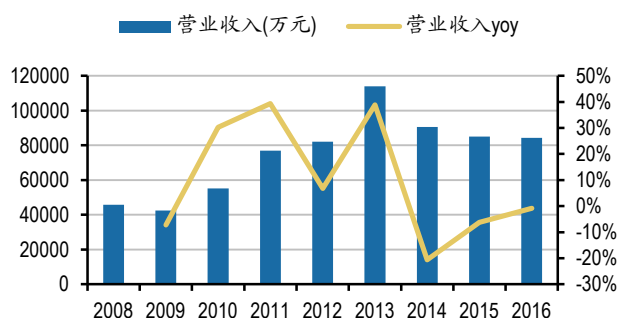
2016年公司实现营业收入8.4亿元，同比下降0.8%，归母净利润-4.3亿元，由盈转亏（15年归母净利0.21亿），同比下降2160.7%，扣非归母净利润-4.4亿元，16年每股收益-0.28元。其中单4季度营业收入为2.1亿元，同比下降3.2%，而归母净利为-4.8亿元，同比由盈转亏。公司16年业绩出现亏损，主要由于对收购龙文教育产生的20亿元商誉进行了4.6亿元的减值计提所致。

盈利能力方面，公司16年毛利率为32.5%，同比上升3.3个百分点。其中，单4季度毛利率为41.4%，同比上升5.5个百分点。

期间费用方面，公司16全年期间费用率为15.9%，同比上升0.9个百分点。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为8.4%、9.8%和-2.3%。**销售费用**：16全年销售费用7105.8万元，同比下降9.6%，主要由于费用管控得当，其他销售费用同比减少所致（3413.2万元，同比下降19.4%）。**管理费用**：16年管理费用为8252.9万元，同比增加3.63%，主要由于研发支出增加所致（2236.3万元，同比增加29.2%）。**财务费用**：16年财务费用为-1976.1万元，同比减少35.4%，其中利息支出与上年持平，利息收入2380.9万元，同比减少28.5%，汇兑收益1858.9万元，同比减少25.5%。

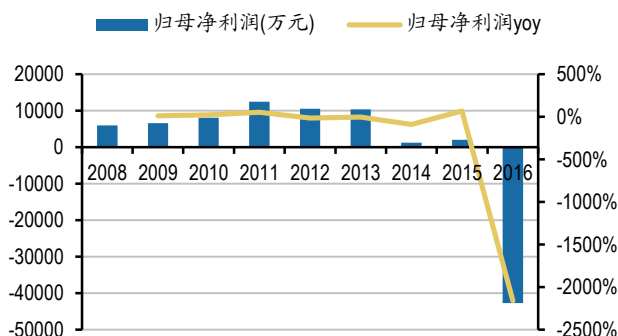
2017年1季度公司业绩同比有所改善，实现营业收入3.1亿元，同比增加14.8%，归母净利润4387.7万元，同比增加38.35%，扣非归母净利润4398.4万元，同比增加40.63%。公司预计17年上半年将实现归母净利润7000-9000万元，同比增加88.9%-142.9%。

图1：16年实现营业收入8.4亿元，同比下降0.8%



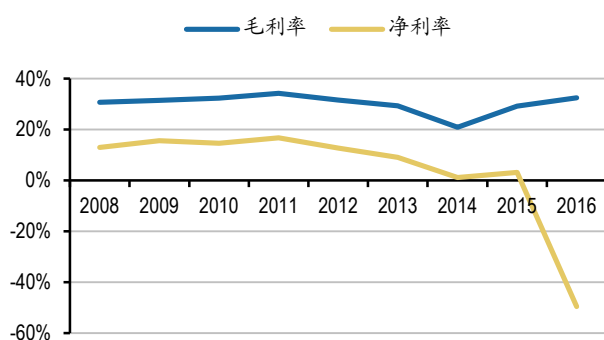
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：16年归母净利润-4.3亿元，同比由盈转亏



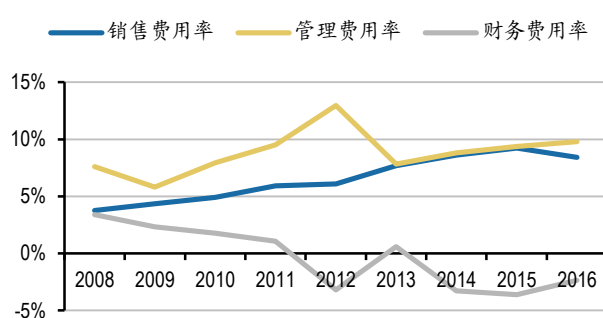
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：16全年实现毛利率32.5%，净利率-49.5%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：16年期间费用率15.9%，同比上升0.9个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

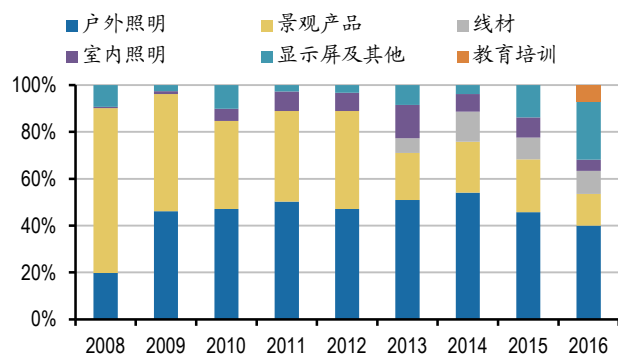
分业务：半导体照明收入下滑 8.3%，龙文教育 12 月并表贡献 1761 万元利润

公司原主营业务为LED照明，16年8月完成对龙文教育的收购，16年12月龙文教育业绩并表，“LED+教育”双主业格局初步奠定。分行业来看，16年公司半导体照明业务实现营业收入7.8亿元，同比下滑8.3%，实现毛利率31.2%，同比上升2.1个百分点；教育培训业务实现营业收入6052.3万元，实现毛利率44.5%。从细分业务来看，户外照明、景观产品、室内照明、显示屏及其他、线材业务分别实现营业收入3.4亿元、1.1亿元、4088.2万元、2.0亿元、8185.6万元，同比增幅分别为-13.3%、-40.0%、-44.5%、74.2%、4.7%，实现毛利率分别为31.7%、33.5%、22.5%、33.2%、25.6%，毛利率变动分别为0.61、0.3、7.1、-1.5、11.4个百分点。

- ◇ **教育培训：**16年12月并表龙文教育，并表期营收6052.3万元，实现毛利2694.2万元，毛利率44.5%，贡献营收占比7.18%，实现净利润1761.0万元。其中龙文教育16全年实现扣非净利润6642.5万元，低于预期，主要因公司淘汰落后教学点、升级改造软硬件、收购磨合期业务开拓滞后所致。
- ◇ **户外照明：**16年户外照明业务实现营业收入3.4亿元，同比减少13.3%，实现毛利率31.7%，同比上升0.61个百分点，全年贡献营收占比40.0%，贡献毛利润占比39.0%。
- ◇ **景观产品：**16年景观产品业务实现营业收入1.1亿元，同比减少40.0%，实现毛利率33.5%，同比上升0.3个百分点，全年贡献营收占比13.6%，贡献毛利润占比14.1%。
- ◇ **室内照明：**16年线材业务实现营业收入4088.2万元，同比减少44.5%，实现毛利率22.5%，同比上升7.1个百分点，全年贡献营收占比4.9%，贡献毛利润占比3.4%。
- ◇ **显示屏及其他：**16年室内照明业务实现营业收入2.0亿元，同比增加74.2%，实现毛利率33.2%，同比下降1.5个百分点，全年贡献营收占比24.7%，贡献毛利润占比24.8%。

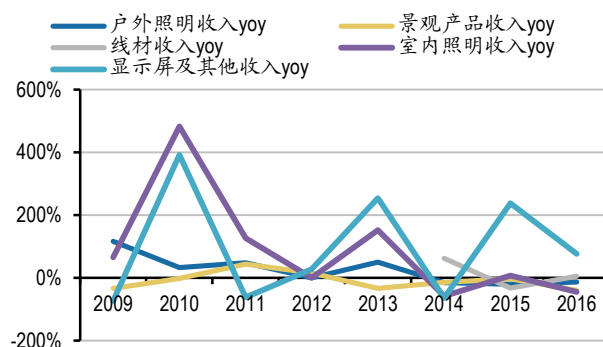
◇ **线材:** 16年显示屏及其他业务实现营业收入8185.6万元, 同比增加4.7%, 实现毛利率25.6%, 同比上升11.4个百分点, 全年贡献营收占比9.7%, 贡献毛利润占比7.7%。

图5: 16年LED、教育收入占比分别为92.4%、7.2%



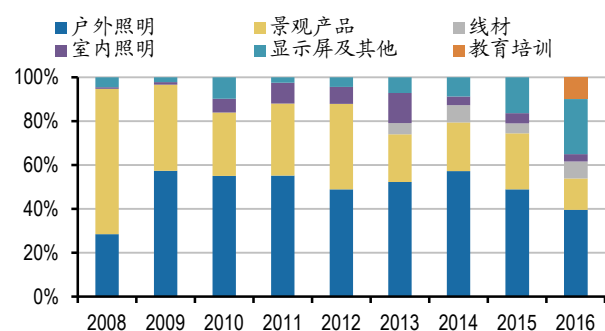
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图6: 显示屏收入+76.1%, 室内照明收入-44.5%



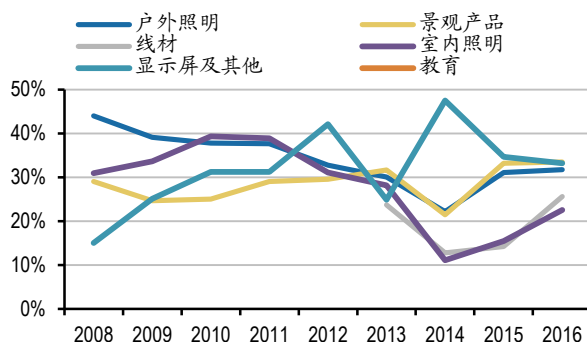
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图7: 16年LED、教育毛利占比分别为64.1%、24.8%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图8: 教育培训毛利率44.5%, LED业务毛利率31.2%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 勤上股份分业务毛利率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
户外照明	44.02%	39.13%	37.76%	37.62%	32.79%	30.04%	22.14%	31.10%	31.71%
景观亮化	29.02%	24.65%	25.00%	29.04%	29.53%	31.67%	21.47%	33.19%	33.52%
线材	-	-	-	-	-	23.72%	12.74%	14.20%	25.57%
室内照明	30.91%	33.63%	39.36%	38.86%	31.11%	28.15%	11.07%	15.43%	22.53%
显示屏及其他	15.05%	25.08%	31.24%	31.21%	42.08%	24.90%	47.51%	34.64%	33.17%
教育	-	-	-	-	-	-	-	-	44.51%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

未来看点：教育版图快速扩张，资源整合有望助力业绩改善

公司15年宣布转型教育产业，16年8月完成龙文教育100%股权的收购，此外有多项投资并购事宜正在推进，包括收购小红帽教育80%股权、英伦教育40%股权（同时间接持有深圳国际预科学院40%股权）、爱迪教育100%股权、凹凸教育10%股权、思齐教育10%股权、成都高达100%股权（同时间接持有成都七中实验学校100%股权）等。随着公司教育版图不断扩张，公司将在K12课外辅导、民办学校、幼教、职业教育、国际教育等领域实现全面布局，业绩提升预期较强。未来主要看点如下：

- **K12课外辅导：**龙文教育为全国性K12龙头，主营中小学1对1辅导，在全国20多个城市设有400余个营业网点，线上网校、O2O平台、工具类APP多点覆盖，16年实现扣非净利润6642.5万元，对赌承诺15-18年累计税后扣非净利润不低于5.638亿元。凹凸教育主营个性化辅导，侧重于发展加盟，目前在全国31个省市拥有695家分校，采用“三级支持”加盟模式，由总部提供核心产品，运营大区提供运营指导和市场支持，运营人员提供入校培训，依靠轻资产管理输出模式实现快速复制。思齐教育为区域性K12课外辅导机构，主打小班教学，目前在湖南区域拥有67个校区，年培训学生人次逾15万。以上三家K12标的业务领先、区域互补，为公司成长为全国性教育龙头奠定基础。
- **民办学校：**成都七中实验学校为民办全日制学校，集小、初、高为一体；学校办学成果突出，15年理科火箭班一本率93%、中考重点线上线人数359人，良好的办学口碑将带来稳定生源；该校定位为高端寄宿学校，小学部、初中部、高中部、国际部每年每生费用分别为4.2万元、3.82万元、4.52万元、9.6万元，人数分别约为2500人、2200人、1050人、120人，4个学部合计年收入约为2.48亿元。
- **幼儿教育：**小红帽教育为连锁幼儿园，拥有75家直营校及33家加盟校，线下网络、教学体系均较为成熟，17-19年度计划新建或收购幼儿园不低于60家，预计将贡献可观的利润增量，对赌承诺17-19年净利润复合增长率不低于15%。
- **职业教育：**英伦教育为区域性职业培训机构，前身为广州市天河区英伦科技培训学院，是广东省自考办、华南师范大学自考办正式批准的自考培训机构，主营职业资格认证、成人学历教育等，15年度及16年1-9月分别实现净利润551.1万元、429.0万元，对赌承诺16-19年扣非净利分别不低于1000万元、1300万元、1690万元、2197万元。
- **国际教育：**爱迪教育为国际教育集团，主营幼儿园至高中全科辅导、考试培训，留学辅导等，旗下拥有北京爱迪幼儿园、北京爱迪外国语学校、语言中心、爱迪学校大学部、爱迪美国高中、爱迪英国高中、澳大利亚高中等7所学校，共计8个学部；其中北京爱迪外国语学校小学、初中、国际高中部国内段收费分别为2.41万元、2.97万元、6.44万元，预计到17年秋季各学部人数分别为200人、150人、300人，预计北京爱迪外国语学校3个学部17年收入约2859.5万元。目前标的资产带有VIE架构，尚不能并表上市公司。深圳国际预科学院为全国仅有的三家国

际预科学院之一，也是广东省第一家专门从事海外留学和国际预科的国际学校，下设初中预备班、美国初中部、美国高中部，三个学部17年招生人数分别为10人、70人、18人，各年级收费均为16.3万元/人/年，17年满额招生情况下预计将实现1597.4万元的收入增量。

目前公司仍处于资源整合阶段，17年4月15日公司发布公告称重大资产重组相关方案及其他相关事项仍需进一步商讨和论证，同时审计和评估有部分工作仍在进行，目前仍处于停牌状态。预计后续公司将逐步整合教育资源，业绩有望逐步改善。

表 2：公司外延扩张进程回顾

日期	标的公司	类型	持股比例	事件概要
2016.1	龙文教育	K12 课外辅导	100%	公司以发行股份及支付现金的方式购买广州龙文 100%股权，交易作价 20 亿元。其中，公司向杨勇支付现金对价 5 亿元，剩余差额 15 亿元由公司发行股份的方式向 9 名交易对方支付对价。
2016.10	英伦教育/ 深圳国际预 科学院	职业培训 机构/国际 学校	40%	公司拟以增资及股权转让的方式收购英伦教育部分股权，交易总价为 8800 万元人民币。交易完成后，公司持有英伦教育 40%股权，并间接持有英伦教育 100%控股的深圳国际预科学院 40%股权。
2016.11	小红帽教育	连锁 幼儿园	80%	公司拟收购何志坚、刘东鸣持有的小红帽教育股权以及其实际控制或所有的幼儿园股权(包括但不限于对约 75 家直营幼儿园出资、管理和运营权益，对约 33 家托管及加盟幼儿园的管理和运营权益，幼儿园自有或租赁的资产等，最终视交易情况确定。)不低于 80%的比例。上述资产初步估值约为 8.7 亿元人民币。
2016.12	爱迪教育	国际学校	100%	子公司香港勤上拟以现金的形式收购 NIT Education Group（爱迪教育集团）100%股权，初步估值为 29 亿元人民币的等值美元。
2017.1	凹凸教育	K12 课外辅导	10%	公司拟以现金的方式增资及/或收购凹凸教育的方式持有不低于 10% 的股权，按照投前估值 2.6 亿元计算增资额或收购金额。公司在完成首次持股后，未来计划将通过发行股份购买资产及现金支付方式完成对凹凸教育剩余全部股权的收购。
2017.1	思齐教育	K12 课外辅导	10%	公司拟以现金的方式增资及/或收购思齐教育的方式持有不低于 10% 的股权，本次公司增资思齐教育及/或收购思齐教育原股东股权按照思齐教育投前估值 6 亿元人民币计算增资额或收购金额。公司在完成首次持股后，未来计划通过发行股份购买资产及现金支付方式完成对思齐教育剩余全部股权的收购。
2017.3	成都高达/ 成都七中实 验学校	民办学校	100%	公司拟收购成都高达投资发展有限公司 100%股权，进而间接收购成都高达持有的成都七中实验学校 100%股权。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

短期业绩受商誉减值拖累，长期有望打造综合教育集团， 业绩改善可期，首次覆盖给予“谨慎增持”评级

16年公司实现营收8.4亿元，归母净利润-4.3亿元，亏损主要由于对收购龙文教育产生的20亿元商誉进行了4.6元减值计提所致。16年12月公司并表龙文教育，并表期营收和净利润分别为6052.3万元和1761.0万元，16全年实现扣非净利润6642.5万元。

目前公司初步实现了在幼教、K12课外辅导、民办学校、职业教育、国际教育等领域的多元布局，有望快速成长为综合教育集团。据此前收购协议，龙文教育承诺15-18年累计税后扣非净利润不低于5.638亿元，小红帽承诺17-19年CAGR不低于15%，英伦、爱迪、凹凸、思齐、成都高达或将在17-18年逐步贡献利润，有望助推公司业绩改善。预计公司17-19年EPS分别为0.08、0.12和0.16元，公司中长期业绩增长值得期待，给予“谨慎增持”评级。

风险提示

短期估值偏高；商誉减值风险；外延扩张带来成本上升。

资产负债表		单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	2607	4900	5100	5318	5668	
货币资金	1446	3178	3421	3717	4054	
应收及预付	793	887	861	875	893	
存货	270	371	354	261	257	
其他流动资产	98	465	465	465	465	
非流动资产	634	2263	2141	2134	2146	
长期股权投资	35	34	34	34	34	
固定资产	343	302	282	275	279	
在建工程	30	50	63	78	94	
无形资产	165	1717	1695	1679	1672	
其他长期资产	61	159	67	67	67	
资产总计	3241	7163	7242	7452	7815	
流动负债	462	1534	1483	1497	1590	
短期借款	8	162	162	212	262	
应付及预收	455	1371	1321	1284	1328	
其他流动负债	0	1	0	0	0	
非流动负债	520	518	513	513	513	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	397	398	398	398	398	
其他非流动负债	123	121	115	115	115	
负债合计	983	2052	1996	2010	2103	
股本	375	1519	1519	1519	1519	
资本公积	1334	3461	3461	3461	3461	
留存收益	527	99	215	390	633	
归属母公司股东权	2235	5079	5200	5385	5642	
少数股东权益	23	33	46	57	70	
负债和股东权益	3241	7163	7242	7452	7815	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	850	843	935	1048	1184
营业成本	602	569	615	658	717
营业税金及附加	7	8	9	10	11
销售费用	79	71	80	73	71
管理费用	80	83	92	71	69
财务费用	-31	-20	-10	12	10
资产减值损失	99	555	6	10	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	-1	2	4	5
营业利润	19	-423	148	217	296
营业外收入	18	26	4	4	4
营业外支出	4	13	0	0	0
利润总额	33	-411	151	220	299
所得税	6	6	23	33	45
净利润	27	-417	128	187	254
少数股东损益	6	10	13	12	12
归属母公司净利润	21	-427	116	176	242
EBITDA	159	181	207	307	395
EPS（元）	0.06	-0.28	0.08	0.12	0.16

现金流量表	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-20	132	180	315	380
净利润	27	-417	128	187	254
折旧摊销	77	68	66	71	78
营运资金变动	-225	-75	-8	42	30
其它	101	556	-7	15	17
投资活动现金流	-50	-706	58	-57	-83
资本支出	-22	-28	56	-60	-88
投资变动	-28	-330	2	4	5
其他	0	-347	0	0	0
筹资活动现金流	6	1931	5	38	40
银行借款	89	201	0	50	50
债券融资	-85	-51	-5	0	0
股权融资	0	1790	0	0	0
其他	2	-8	10	-12	-10
现金净增加额	-64	1357	243	296	337
期初现金余额	1560	1446	3178	3421	3717
期末现金余额	1496	2803	3421	3717	4054

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-6.2	-0.8	11.0	12.0	13.0
营业利润增长	90.5	-2,276.	134.9	47.0	36.4
归属母公司净利润增长	68.8	-2,160.	127.0	51.9	38.0
获利能力(%)					
毛利率	29.2	32.5	34.3	37.2	39.5
净利率	3.2	-49.5	13.7	17.9	21.5
ROE	0.9	-8.4	2.2	3.3	4.3
ROIC	5.8	4.7	5.1	8.8	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	28.6	27.6	27.0	26.9
净负债比率	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
流动比率	5.64	3.19	3.44	3.55	3.56
速动比率	4.99	2.89	3.13	3.31	3.33
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.16	0.13	0.14	0.16
应收账款周转率	1.35	1.26	1.40	1.55	1.74
存货周转率	2.32	1.78	1.74	2.52	2.79
每股指标(元)					
每股收益	0.06	-0.28	0.08	0.12	0.16
每股经营现金流	-0.05	0.09	0.12	0.21	0.25
每股净资产	5.97	3.34	3.42	3.55	3.72
估值比率					
P/E	276.7	-32.7	118.8	78.2	56.7
P/B	2.6	2.8	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	29.5	62.8	52.6	34.6	26.2

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2016年社会服务行业新财富第五名，水晶球第五名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。