

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 园区服务标杆，多元业态拓展

### 投资要点:

#### 发行价及数量

发行价格(元)	18.78
发行数量(百万股)	25

#### 股本结构

总股本(百万股)	100
流通A股(百万股)	0
B股/H股(百万股)	0/0

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

- 立足大厂合作，拓展多元业态。**特发服务致力于成为中国高端综合服务运营商。近年来，公司在提供物业管理服务的同时，还陆续拓展了政务服务、资产经营等业务。2016年混改完成后，先后中标阿里巴巴、深圳大疆科技、华为、中国移动、腾讯、蚂蚁金服等大厂项目。服务业态涵盖园区物业、公共物业、商业物业、住宅物业等。公司高管团队具备多年物业相关经验，多维特发物业或集团老员工。管理层和核心骨干通过银坤投资持有发行后上市公司11.25%的股份，激励就位，有利于保障团队稳定，助力公司长期发展。
- 行业市场空间充足，产业园区未来可期。**公司主要业务收入贡献和利润贡献来自园区业务。目前我国已有国家级高新技术园区168个，主要分布在经济较为发达地区。高新区企业总收入2010-2015年收入年复合增速21.15%，2020-2017年利润年复合增速17.68%。从存量和增量看，园区服务均存在扩大市场化和综合服务水平提升的中长期需求。此外，百强企业中2019年涉足产业园区物业的数量占比仅为54.51%，大幅低于住宅物业、办公物业、商业物业，竞争相对较弱，特发服务具备先发优势。
- 经营成效和竞争实力分析。**1)基本盘稳定，计费面积和单价稳健上升。2017年至2020年6月底，公司加权平均计费面积从1494万平方米提升至2146万平方米，平均计费单价从2.23元/平方米/月提升至3.11元/平方米/月。2)政务服务发展迅速，成为新的利润增长点。公司积极拓展政务服务业务，2017年至2020年6月底，服务项目数量从37个增加到102个，服务内容从政务服务大厅审批业务扩展到配套的信息化产品及档案管理等，毛利贡献2020H1提升至14.2%。3)增值服务收入波动大，业务模式尚不完善。受到疫情和华为系对于小型整改需求下降的影响，公司增值服务收入历史波动大，2018年后开始呈现出下降趋势。4)储备项目较少，成长的确定性较弱。截至2020年6月末，公司已签约未交付部分共60.4万平方米，园区物业仅1个，住宅物业3个。但是，IPO之后公司手头现金充裕有望加强竞标和市场化收并购。5)毛利率虽然短期平稳，但长期受制于竞争格局和人工成本。人工成本占主营业务成本比重达到65%以上，公司各项目所在地员工工资随社会平均工资水平提升而提升，成本存在刚性上涨压力。收入端因为市场竞争激烈平均计费单价承压，毛利率空间有限。
- 盈利预测与估值。**预计公司2020-2022年归母净利润分别为90百万元、115百万元、136百万元，同比增长38.0%、27.7%、17.8%。给予公司2020年30-35倍PE，对应合理价值区间27.00-31.50元。我们给予公司优于大市的评级。**风险提示。**公司新项目拓展不及预期、人力成本不断上涨、专业人才稀缺。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	699	891	1003	1230	1509
(+/-)YoY(%)	37.7%	27.5%	12.5%	22.6%	22.7%
净利润(百万元)	52	65	90	115	136
(+/-)YoY(%)	48.9%	26.1%	38.0%	27.7%	17.8%
全面摊薄EPS(元)	0.52	0.65	0.90	1.15	1.36
毛利率(%)	21.1%	18.6%	20.6%	19.9%	19.4%
净资产收益率(%)	28.4%	25.7%	11.1%	12.4%	12.7%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 特发物业：源于深圳，服务中国 .....	6
1.1 发展历程 .....	6
1.2 股权结构 .....	7
1.3 募投项目 .....	7
1.4 高管团队 .....	8
2. 精准判断快速拓展，三大业务方向齐发力 .....	8
2.1 业务简介 .....	8
2.2 主营业务 .....	9
2.2.1 综合物业管理服务 .....	9
2.2.2 政务服务业务 .....	10
2.2.3 增值服务 .....	11
2.3 传统业务融合新技术 .....	11
2.4 市场拓展模式和盈利模式 .....	11
3. 行业市场化空间充足，产业园区未来可期 .....	13
3.1 行业规模稳步扩大，市场集中度持续提升 .....	13
3.2 园区物业市场化步伐不断加速 .....	13
3.3 国内主要竞争对手 .....	15
4. 经营成效分析 .....	16
4.1 项目面积和毛利率分析 .....	16
4.1.1 物业计费面积稳定增长，毛利率小幅下降 .....	16
4.1.2 储备项目 .....	18
4.2 合同到期情况及续约率 .....	19
4.3 主营业务收入结构分析 .....	20
4.3.1 综合物业管理收入增长稳定，主要收入来源园区物业 .....	21
4.3.2 大力发展政务服务，城市数量、服务内容双线拓宽 .....	22
4.3.3 增值服务收入波动大，业务模式有待完善 .....	22
4.4 主营成本分析及毛利率分析 .....	23
4.4.1 人工成本占比 65%以上，且人均薪酬持续上升 .....	23
4.4.2 毛利保持增长，毛利率相对稳健 .....	24
5. 盈利预测与估值：预计 2020-2022 年 EPS 各 0.90、1.15、1.38 元 .....	25
6. 风险提示 .....	28
财务报表分析和预测 .....	29

## 图目录

图 1	特发服务发展历程.....	6
图 2	IPO 前股权结构 .....	7
图 3	公司整体服务生态.....	9
图 4	华为全球总部物业服务项目 .....	10
图 5	阿里巴巴全球总部物业服务项目 .....	10
图 6	经营模式.....	12
图 7	主营收入分类占比.....	13
图 8	包干制综合物业管理服务收入按业态占比 .....	13
图 9	物业服务百强企业物管规模和市场占有率情况 .....	13
图 10	2018-2019 年百强企业住宅和非住宅业态占比 .....	14
图 11	2019 年不同业态的百强企业数量占比.....	14
图 12	2019 年百强企业各业态物业费收缴率情况.....	14
图 13	2019 年百强企业各业态平均物业费（元/平方米/月） .....	14
图 14	公司在管项目及面积情况.....	16
图 15	公司不同业态平均计费单价（元/平方米/月） .....	17
图 16	公司园区物业计费单价（元/平方米/月） .....	17
图 17	公司住宅、公共物业平均计费单价（元/平方米/月） .....	17
图 18	公司商业物业计费单价（元/平方米/月） .....	17
图 19	公司项目加权平均计费面积及同比增速 .....	18
图 20	公司平均计费单价及毛利率 .....	18
图 21	公司不同类型物业项目毛利率 .....	18
图 22	公司物业管理项目合同签订期限.....	19
图 23	公司合同续约情况.....	19
图 24	公司期末到期日的项目情况 .....	19
图 25	公司主营业务收入.....	21
图 26	公司主营业务收入构成 .....	21
图 27	公司综合物业管理服务收入 .....	21
图 28	公司综合物业管理服务收入结构 .....	21
图 29	公司包干制物业服务收入结构 .....	21
图 30	公司政务服务收入及项目数 .....	22

图 31	公司增值服务收入.....	23
图 32	公司增值服务收入结构 .....	23
图 33	公司主营业务成本构成按成本类型 .....	23
图 34	公司人工成本、人数及人均薪酬.....	24
图 35	公司主营业务毛利.....	24
图 36	公司主营业务毛利构成 .....	24
图 37	公司物业管理服务、政务服务、整体毛利率.....	25
图 38	公司增值服务毛利率.....	25

## 表目录

表 1	公司本次发行前后主要股东持股情况.....	7
表 2	本次发行募集资金用途 .....	8
表 3	公司核心管理团队及背景.....	8
表 4	园区物业服务内容.....	10
表 5	增值服务内容.....	11
表 6	高新区名录 .....	14
表 7	同业经营数据对比.....	15
表 8	公司已签约未交付物业项目 .....	18
表 9	公司 2020 年末前到期项目续签情况.....	20
表 10	公司综合物业管理服务收入预测（百万元、个、万平方米） .....	25
表 11	公司分业务收入预测（百万元） .....	26
表 12	公司损益表预测（百万元） .....	27
表 13	A 股市场可比物业股（股价为 2020 年 12 月 17 日收盘价） .....	28

## 1. 特发物业：源于深圳，服务中国

### 1.1 发展历程

特发服务股份有限公司成立于 1993 年，公司发展经历初创、布局拓展和业务突破三大阶段。

**初创阶段：**1993 年，特发物业管理有限公司正式成立。1999 年公司首次为华为总部提供物业管理服务，拉开了与华为公司多年合作历程的帷幕。2002 年公司先后承担华为行政总部等四个不同功能及类型物业的管理，开启了拓展大型高科技园区物业管理市场的发展道路。

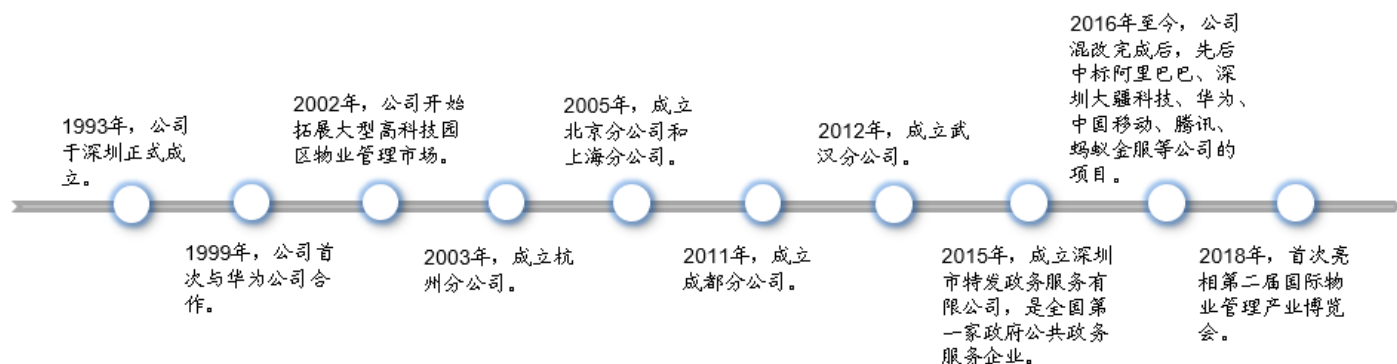
**布局拓展阶段：**2003 年，成立杭州分公司，是为外拓的第一站。2005 年，先后成立北京分公司和上海分公司。2008 年，成立廊坊分公司。2009 年，“特发物业”荣获国家物业管理一级资质。2011 年和 2012 年分别成立了成都分公司和武汉分公司，拓展了西南地区业务和华中地区业务。

**业务突破阶段：**2015 年，公司成立政府政务服务外包专业化公司——深圳特发政务服务有限公司，是全国第一家政府公共政务服务企业。同年 12 月，特发物业公司顺利签约混合所有制改革暨增资扩股协议。2016 年至今，公司混改完成后，先后中标阿里巴巴、深圳大疆科技、华为、中国移动、腾讯、蚂蚁金服等公司的项目。2018 年公司发布园区类、商写类、住宅类项目三大服务标准，并以此标准实现扩张。进入 2019 年，公司将创新技术融入传统业务，推进信息化建设项目与物业管理智能化升级。

特发服务一直以综合设施管理服务为核心业务，致力于成为中国高端综合服务运营商。服务内容包括综合设施管理、空间管理、安全保障、环境管理、高端接待、会议服务等，管理项目覆盖高新科技园区、甲级高档写字楼、大型住宅小区等多种类型。近年来，公司在提供物业管理服务的同时，还陆续拓展了政务服务、资产经营等业务，设立了特发楼宇、特发政务、特发商务、特发资产经营等子公司。凭借优质的服务质量，与主要客户建立了长期、稳定的服务关系。公司相关业务已从珠三角经济圈辐射至国内的环渤海经济圈、长三角经济圈、西南经济圈、华中经济圈等以及海外的非洲等地。

2014 年和 2015 年公司荣登“中国物业服务百强企业”榜，2015 年荣获“中国园区物业服务优秀企业”称号，2017 年再次荣膺“中国物业服务百强企业”，排名 39 位，2018 年公司首次亮相第二届国际物业管理产业博览会，品牌效应持续扩大。

图1 特发服务发展历程

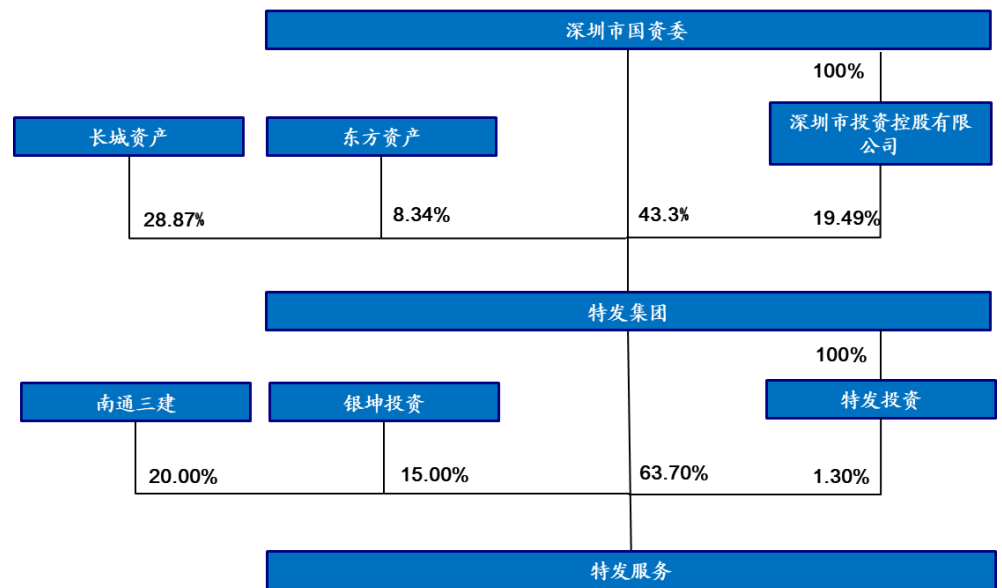


资料来源：特发服务公司官网，海通证券研究所

## 1.2 股权结构

公司 IPO 前总股本为 7500 万股，此次发行 2500 万份 A 股股份，占发行后总股本的比例为 25%。公司控制人为深圳市国资委，深圳市国资委直接持有特发集团 43.30% 股权，通过深投控间接持有特发集团 19.49% 股权，深圳市国资委合计持有本公司控股股东特发集团 62.79% 股权。公司控股股东特发集团发行前、后通过直接和间接的方式持有上市公司 65%、48.76% 的股份。南通三建为公司于 2015 年实施混合所有制改革引入的战略投资者，发行前、后持有上市公司 20%、15% 的股份。银坤投资系特发股份管理层和核心骨干持股平台，发行前、后持有上市公司 15%、11.25% 的股份。我们认为，公司通过员工持股实现利益共享，有利于保障团队稳定和公司长期发展。

图2 IPO 前股权结构



资料来源：特发服务创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿），海通证券研究所

表 1 公司本次发行前后主要股东持股情况

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
特发集团	4777.5	63.70	4777.5	47.78
南通三建	1500	20.00	1500	15.00
银坤投资	1125	15.00	1125	11.25
特发投资	97.5	1.30	97.5	0.98
社会公众	-	0	2500	25.00
合计	7500	100.00	10000	100.00

资料来源：特发服务创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿），海通证券研究所

## 1.3 募投项目

公司公开发行新股 2500 万股人民币普通股。此次发行募集资金扣除发行费用后，将投资于物业管理市场拓展项目、信息化建设项目、人力资源建设项目、物业管理智能化升级和节能改造项目和补充流动资金项目，总投资金额为 34519.77 万元。若实际募集资金不能满足上述全部项目投资需要，资金缺口由公司自筹解决。



**表 2 本次发行募集资金用途**

项目名称	投资金额 (万元)
物业管理市场拓展项目	19323.79
信息化建设项目	5008.50
人力资源建设项目	4548.00
物业管理智能化升级和节能改造项目	3689.48
补充流动资金	1950.00
合计	34519.77

资料来源：特发服务创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿），海通证券研究所

## 1.4 高管团队

公司高管团队具备多年物业相关经验，职业经历丰富，且多为特发物业或集团老员工。我们认为，多年稳定的公司管理层有利于未来长期发展。

**表 3 公司核心管理团队及背景**

姓名	职务	性别	出生年份	学历和职称	职业经历
陈宝杰	董事长、董事会秘书	男	1967	本科	曾任特发集团董事会秘书、职工董事，特发信息股份有限公司副总经理，深圳市特发地产有限公司总经理；2017.12-2018.10，任特发物业董事长；2018.10 至今任公司董事长、董事会秘书。
崔平	董事、总经理	男	1971	本科，注册物业管理师	曾任特发物业业华为项目管理总监，2010.3-2016.3，任特发物业副总经理；2016.3-2018.10，任特发物业董事兼总经理；2018.10 至今任公司董事兼总经理。
周初新	董事	男	1961	本科，注册物业管理师	曾任深圳市特发物业管理有限公司经营部经理、总经理助理兼办公室主任、副总经理；2010.12-2014.12，任特发物业管理部经理兼市场发展部经理；2015.1-2016.2，任特发物业工会主席兼市场发展部经理；2016.3-2018.10，任特发物业董事兼副总经理；2018.10 至今，任公司职工代表董事、工会主席
施晖	董事	男	1970	硕士，高级经济师	曾任江苏南通三建集团有限公司董事、副总裁，江苏南通三建集团有限公司副董事长、副总裁，特发物业董事；现任南通三建控股有限公司副董事长，江苏南通三建集团股份有限公司副董事长、总经理；2018.10 至今任公司董事。
吴锐楷	董事	男	1971	硕士，高级人力资源管理师	曾任特力集团人力资源部经理、董事会秘书处主任，特发物业董事，现任市特发集团经营管理部部长，特发信息监事，特发服务董事。
王捷	董事	男	1978	硕士	曾任深圳市特发地产有限公司董事会秘书、特发投资监事，现任特发地产副总经理，2018.10 至今任公司董事
张建军	独立董事	男	1964	博士	2001-2006，在深圳大学经济学院任职院长、教授；2007 年至今在深圳大学会计与财务研究所任职所长、教授。现任深圳大学会计与财务研究所所长、教授，兼任深圳市飞荣达科技股份有限公司独立董事、深圳市捷顺科技实业股份有限公司独立董事、佛山市燃气集团股份有限公司独立董事、深圳农村商业银行股份有限公司独立董事、欣旺达电子股份有限公司独立董事、深圳市汇创达科技股份有限公司独立董事；2019.4 至今任公司独立董事。
廖森林	独立董事	男	1981	博士	曾任广东圣方律师事务所律师，北京市中伦（深圳）律师事务所律师，上海市锦天城（深圳）律师事务所律师，现任广东科技学院管理系讲师，广东海埠律师事务所合伙人，特发服务独立董事。
曹阳	独立董事	男	1965	专科，经济师，工程师	曾任深圳市物业管理研究所所长、深圳市物业管理协会常务副会长兼秘书长。现任深圳中深南方物业管理研究院有限公司执行董事、深圳市物业管理行业协会会长、玉禾田环境发展集团股份有限公司独立董事和深圳市新一佳彩福商场有限公司董事，2019.4 至今任公司独立董事。

资料来源：特发服务创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿），海通证券研究所

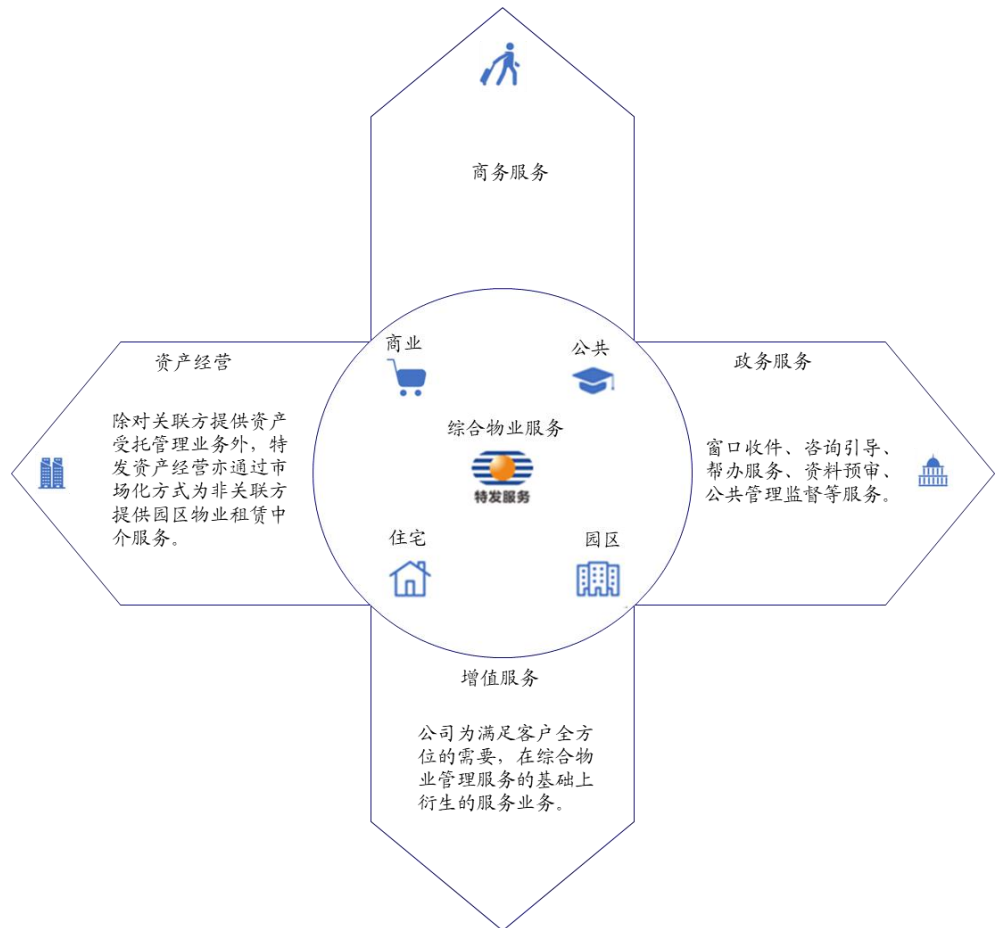
## 2. 精准判断快速拓展，三大业务方向齐发力

### 2.1 业务简介



特发服务的主营业务包括综合物业管理服务业务、政务服务业务、增值服务业务三大方向。公司愿景是成为中国高端综合服务运营商。特发服务以综合物业管理服务为中心，凭借对市场与行业的发展动向，以及对客户需求的精准判断，快速拓展政务服务、商务服务和资产经营等领域。截至 2020H1，政务服务业务已经成为公司新的利润增长点。

图3 公司整体服务生态



资料来源：特发服务创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿），海通证券研究所

## 2.2 主营业务

### 2.2.1 综合物业管理服务

公司综合物业管理服务的业态包括园区物业、公共物业、商业物业、住宅物业等。

#### 1) 园区物业

公司园区物业管理服务主要面向各类园区、商务办公楼宇等，提供的主要服务内容包括设施设备管理、安全消防管理、环境服务、综合服务、空间管理、分包商管理，代表项目包括华为全球总部物业服务项目、阿里巴巴全球总部物业服务项目。公司为华为提供服务时间长达 19 年，在管园区除深圳外，还包括成都、廊坊、武汉、上海、东莞等地。

**表 4 园区物业服务内容**

服务类别	服务内容
设施设备管理	设备设施运行管理、预防性维护保养、维修、配套设施完善、改造、数据平台的维护等。
安全消防管理	安全消防、突发事件管理、安全消防宣传与培训、内部事件调查、园区周边安全管理等。
环境服务	园区清洁、消杀、室外绿化养护、室内植物租摆养护等。
综合服务	品质管理、EHS 管理、会议室服务、邮件邮发、商务接待保障等。
空间管理	对场地、废旧物品等进行系统科学管理，制定调配及搬迁方案，宣传品、临时场地申请管理等。
分包商管理	各类分包商的选聘、日常工作监管、激励与考核等。

资料来源：特发服务创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿），海通证券研究所

**图 4 华为全球总部物业服务项目**


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

**图 5 阿里巴巴全球总部物业服务项目**


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

## 2) 公共物业

公司为学校、公共交通设施和政府公共服务场所等公共物业提供包括秩序维护、保洁绿化、设备设施管理、小型物业工程管理等服务。公司公共物业代表性项目包括人大附中深圳学校物业服务项目、武昌政务审批局项目等。

## 3) 商业物业

公司为商场商厦、酒店和儿童乐园等商业物业提供包括前期介入及接管验收、客户入住、装修管理、开业保障、环境管理、消防安全管理、停车场管理、建筑及设备设施管理、应急管理等服务。2018 年公司新拓展的阿里未来酒店项目进入商业化运营阶段，该项目为阿里巴巴打造的高端酒店，商业物业收入显著提高。

## 4) 住宅物业

公司为多层住宅、高层住宅等住宅物业提供包括前期介入及接管验收、案场管理、业主入伙管理、装修管理、客户管理、环境管理、设备设施维护、秩序维护、消防管理等服务。

## 2.2.2 政务服务业务

公司旗下子公司特发政务是国内首批专业化政务服务公司。依托内部高效的管  
理运作模式和优质的客户资源，在嫁接丰富的项目管理经验的基础上，公司逐步进

入政务服务市场。

公司提供的政务服务主要包括：工商行政管理与质量监督、社保、税务、不动产登记、公安出入境等相关配套政务服务大厅审批业务类的窗口收件、咨询引导、帮办服务；软件开发、系统建设与管理等政务服务支撑、配套的信息化产品服务；党委、政府职能部门的档案管理、大型会务接待等个性化服务。

公司通过武汉政务服务项目在服务专业化、标准化等方面形成较为成熟的业务模式。目前公司已在湖北恩施、黄石、荆门，广东深圳、汕头，山东东营以及天津等地承接同类政务服务项目。

### 2.2.3 增值服务

公司提供的增值服务主要包括小型整改、资产受托管理、公共资源委托管理服务、维修维护服务等。其中小型整改服务除 2018 年度北京设计院项目外，公司采购主要发生在华为成都项目。公司与多家当地公司建立了小型整改服务外包合作关系，与其中主要工程供应商合作关系稳定。

表 5 增值服务内容

服务类别	服务内容
小型整改	为产业园区内企业客户或住宅物业委托方提供的办公设施室内装修改造、辅助设施安装或改造、室外场地标识改造、水电暖通线路铺设或改造等小型物业工程项目的的需求评估、整改方案设计、费用预算、和实施管理等服务。
资产受托管理	为机构客户提供物业托管、租赁代理等服务。
公共资源管理服务	对住宅物业内的公共资源提供管理服务，如利用公共区域进行广告位出租等。所获收入按照约定提取一定比例作为公司报酬，不具有公益性。
维修维护服务	根据客户所使用重要设施设备的维保需求、修理需求所完成的维修维护服务。

资料来源：特发服务创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿），海通证券研究所

## 2.3 传统业务融合新技术

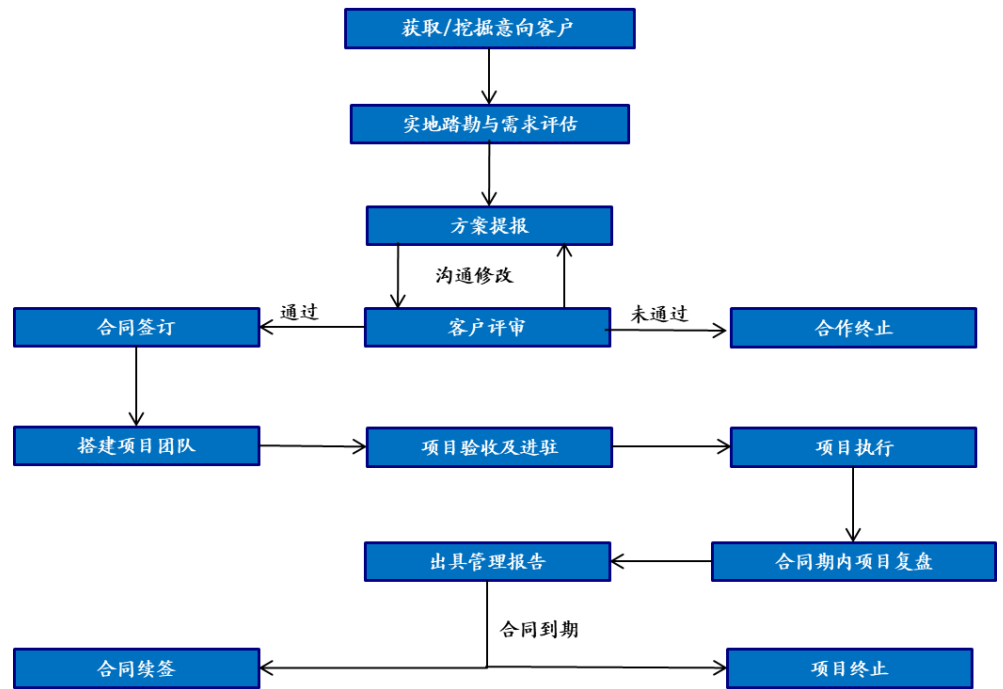
公司将信息化、智能化等新技术应用在物业管理服务中，能够有效提高服务质量与服务效率。以园区物业管理为例，公司在部分项目试点引入“智能机器人巡检系统”，填补了夜间人防、技防管控手段的盲区，该机器人融合多种导航技术和热成像技术，能够对周围环境进行实时感知，并将检测相关信息上传数据后台，实现了智慧、精准、高效的智能化安保服务。此外，公司作为综合设施管理服务提供商，通过引入成熟设施管理软件和合作开发相结合的方式，将设备设施进行数据化管理，实时监测设备状态和效益，为客户提供覆盖设备设施全生命周期管理的解决方案。

## 2.4 市场拓展模式和盈利模式

自设立以来，公司一直坚持为各类客户提供专业化、标准化的优质服务，与多个行业、领域的领军企业或政府单位建立长期合作关系，积累了一批标杆性项目，以此树立公司作为国内高端物业服务提供商的行业地位和品牌形象。对于大型企业类客户，大多数服务项目均系通过招投标方式取得；其他类客户如政府部门、事业单位、前期住宅物业，相关法律法规均强制要求服务采购履行招投标程序。

在市场拓展过程中，公司通过市场调查、信息收集，对潜在的目标客户和项目进行跟踪、商谈合作意向，对有意向的客户进行具体分析并确认最终的合作方式。此外，获取新增业务的途径还包括现有客户的业务需求延续与扩展、已有客户向其他潜在客户推荐、参与行业论坛及会议等方式。合同签订后，公司搭建项目团队，负责项目验收与执

行。在合同期内，公司进行项目复盘并出具管理报告。合同到期后由客户决定确定是否续签。

**图6 经营模式**


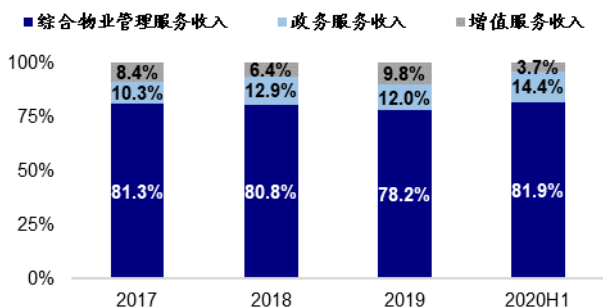
资料来源：特发服务创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿），海通证券研究所

服务模式方面，公司主要采用“总部-分支机构”二级管控体系实施管理服务，明确管理权责并规范工作流程，有效实现总部对全国各地项目的指导辅助和运营管控，推动公司业务快速发展。

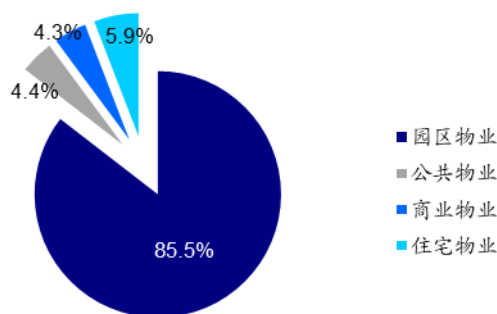
盈利模式方面，公司一般采用成本加成的定价方式，即根据客户提出的服务需求测算相应的项目成本，结合项目成本及预期利润，提出项目服务报价，经招投标流程或与客户协商确定最终收费水平。

从结算模式来看，公司采用包干制和酬金制两种结算模式。其中，仅有深圳特区发展中心大厦物业管理服务项目采用酬金制结算，其余项目均采用包干制结算。

公司最主要的主营业务收入来源于综合物业管理服务，2020H1 占主营业务收入的 81.90%。包干制综合物业管理服务收入中，按照物业业态来看，园区物业占比最高，2020H1 达到了 85.46%。

**图7 主营收入分类占比**


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

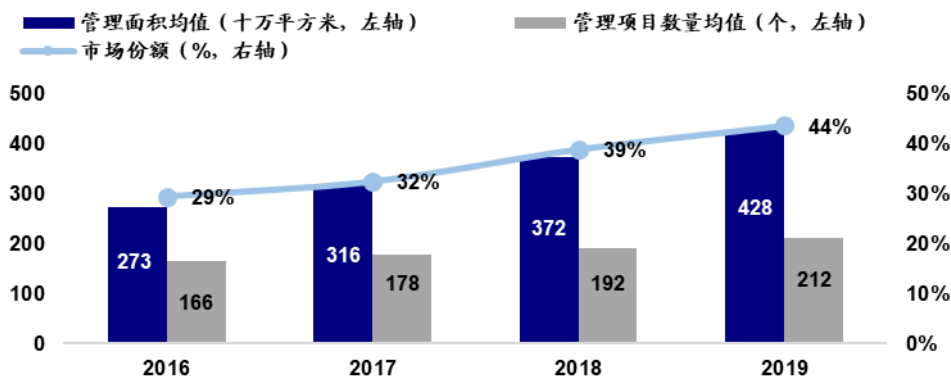
**图8 包干制综合物业管理服务收入按业态占比**


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

### 3. 行业市场化空间充足，产业园区未来可期

#### 3.1 行业规模稳步扩大，市场集中度持续提升

近年来，在城镇化持续推进、居民消费升级、鼓励性政策的推动下，叠加科技赋能与资本红利，物业管理行业迈入快速发展期。百强企业积极拥抱市场变化，实施多元化扩张策略，迎来管理规模的新一轮增长。2019年，百强企业管理项目数量均值为212个，同比增长10.4%，管理面积均值达4279万平方米，同比增速15.1%。百强企业市场份额从2016年的29%进一步扩大至2019年的44%，持续增长。

**图9 物业服务百强企业物管规模和市场占有率情况**


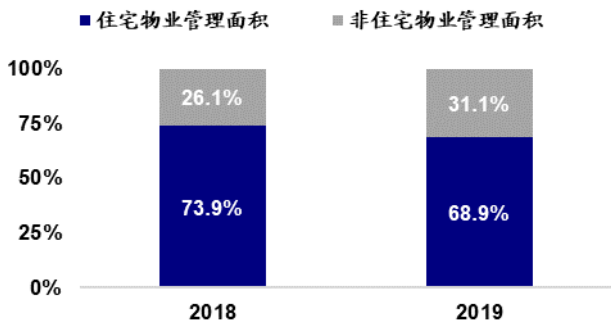
资料来源：《2020中国物业服务百强企业研究》，海通证券研究所

#### 3.2 园区物业市场化步伐不断加速

2019年，百强企业的在管项目中，非住宅业态的面积占比由2018年的26.06%上升至31.12%，实现进一步提升。因非住宅业态具有较高的门槛，企业想要步入相关领域需要一定的品牌与实力。目前百强企业中，涉足产业园区物业、其他类型物业的数量占比仅为54.51%、53.28%，大幅低于住宅物业、办公物业、商业物业。我们认为，特发服务在园区物业服务竞争中具备先发优势。

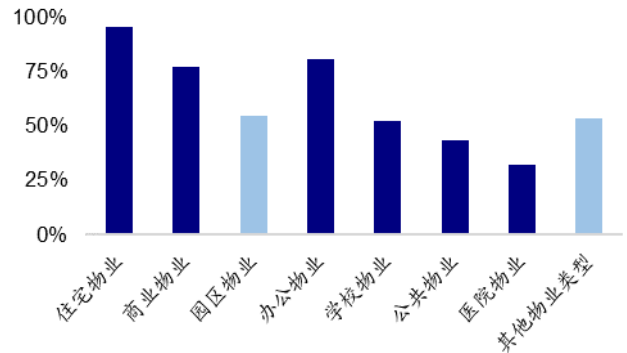


图10 2018-2019年百强企业住宅和非住宅业态占比



资料来源:《2020中国物业服务百强企业研究》,海通证券研究所

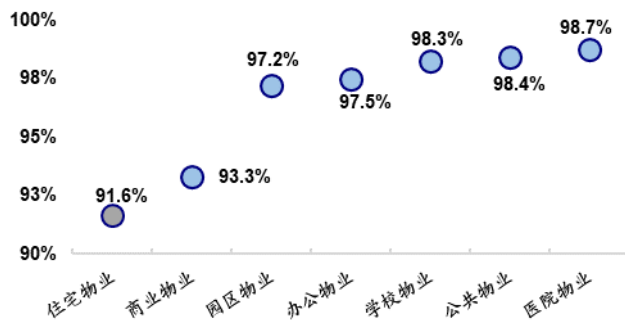
图11 2019年不同业态的百强企业数量占比



资料来源:《2020中国物业服务百强企业研究》,海通证券研究所

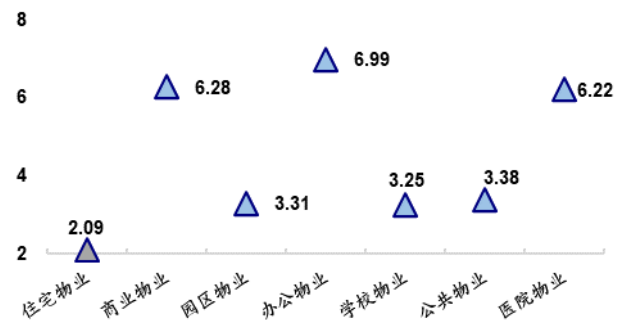
从项目平均物业服务费和收缴率来看,园区物业管理项目优于住宅物业管理项目。2019年园区物业收缴率为97.2%,远高于住宅物业的91.63%。2019年,百强企业管理项目中园区物业的平均物业费为3.31元/平方米/月,显著高于住宅的2.09元/平方米/月。

图12 2019年百强企业各业态物业费收缴率情况



资料来源:《2020中国物业服务百强企业研究》,海通证券研究所

图13 2019年百强企业各业态平均物业费(元/平方米/月)



资料来源:《2020中国物业服务百强企业研究》,海通证券研究所

现阶段,以高新技术产业园区、自主创新示范区等为代表的各类产业园区已成为我国各类产业成长的重要平台、新型城镇化建设的重要路径,同时也是我国经济发展的重要引擎和我国参与国际经济竞争的主战场。

与传统办公楼相比,产业园区拥有更加灵活的空间设置和更为完善的整体配套,便于功能集成和独立运营,在部分地区还可享有政策扶持。因此,现代产业园区这一物业形态既符合国民经济发展、产业转型升级的需要,也受到电子信息、互联网、生物科技等领域大型企业的青睐。

根据国家科技部公示的《高新区名录》,目前我国已有国家级高新技术园区168个,主要分布在经济较为发达的地区。

表6 高新区名录

地区	高新区数量(家)	地区	高新区数量(家)
江苏	17	广西	4
广东	14	重庆	4
山东	13	内蒙古	3
湖北	12	黑龙江	3
江西	9	新疆	3



辽宁	8	云南	3
浙江	8	山西	2
四川	8	上海	2
湖南	8	贵州	2
福建	7	甘肃	2
河南	7	宁夏	2
陕西	7	北京	1
安徽	6	天津	1
河北	5	海南	1
吉林	5	青海	1

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

近年来，产业园区内企业数量和企业效益不断提升，为专业化的产业园区物业管理服务提供了广阔的市场空间。2010年至2015年，高新区企业总收入由97181亿元增长至253663亿元，复合增长率为21.15%；2010年至2017年，高新区企业净利润由6855亿元增长至21420亿元，复合增长率为17.68%。从存量市场和增量市场看，园区服务均存在扩大市场化和综合服务水平提升的中长期需求。我们认为，本次特发服务上市后将为企业带来更充分现金。在后期市场竞争中公司在园区物业服务领域将具备更好资本市场先发优势。

### 3.3 国内主要竞争对手

#### 1) 万科物业：

截至2020年1月底，万科物业已布局中国94个最具发展潜力的大中城市（含香港），其中住宅服务合同项目2663个，商企服务合同项目1009个，合同面积突破6.4亿平方米，在职员工人数近10万名。除住宅物业管理项目之外，万科物业的代表性项目包括腾讯深圳滨海全球总部、腾讯微信总部、阿里北京绿地中国区总部、蚂蚁金服总部、华为全国代表处及全球培训中心等。

#### 2) 招商积余：

招商物业业务遍布全国40多个城市，服务范围覆盖居民生活、企业机构、城市公共共三大类、20多种业态，服务对象包括中央及地方公权机构、金融机构、国内知名企业、跨国集团。目前，员工规模18000余人，在管物业逾600个，服务面积超8500万平方米，服务客户人数超百万。招商物业代表性项目包括京东集团总部、深圳邮轮母港等。

截至2018年12月，中航物业管理面积超过6500万平方米，全委托管理项目600多个，服务的机构类客户超过400万人，流动用户数超过7500万人，服务的楼栋超过3.5万栋，业务分布于20个一级行政区，遍及北京、上海、广州、深圳等全国约70个主流城市。

#### 3) 卓越物业：

卓越物业在管项目300余个，项目管理面积超过3000万平米，员工总数约12000人。其中在一线城市核心区域在管的高端商办面积超过1500万平米，物业管理服务类型涉及高端商务写字楼、商务综合体、企业总部综合办公场所、高新产业园区、现代物流园区、数据中心、政府公共建筑、高尚人文住宅、酒店式服务公寓、高等院校、国际学校等不动产物业的咨询顾问、资产运营管理、综合设施管理、企业综合行政后勤一站式服务等综合物业管理服务。卓越物业代表性项目包括深圳百度国际大厦、深圳阿里云大厦等。

表7 同业经营数据对比

公司	布局城市数	在管物业项目	合同面积(万平方米)	在职员工数	代表性项目
万科物业	94	住宅服务合同项目 2663 个 商企服务合同项目 1009 个	64000+	100000+	腾讯深圳滨海全球总部、腾讯微信总部
招商物业	40+	20 多种业态, 在管物业 600+ 个	8500+	18000+	京东集团总部、深圳邮轮母港
中航物业	70	全委托项目 600+	6500+		
卓越物业	-	300+	3000+	12000	深圳百度国际大厦、深圳阿里云大厦
特发服务	-	160	2344	7466	阿里未来酒店

资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

截至 2020 年 6 月底, 特发服务业务已从珠三角经济圈辐射至国内的环渤海经济圈、长三角经济圈、西南经济圈、华中城市经济圈及海外的非洲等地。在管物业项目 160 个, 合同面积 2344 万平方米(在管+已签约未交付), 在职员工共 7466 人, 代表性项目包括阿里未来酒店等。与国内主要竞争对手相比, 特发服务各项经营数据与同业均有差距, 存在较大的上升空间。

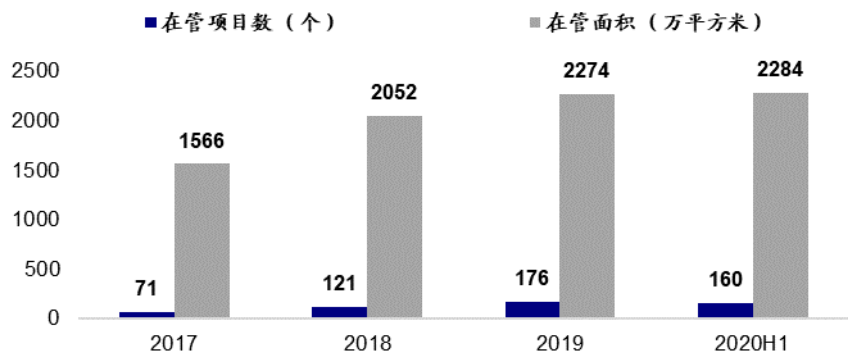
## 4. 经营成效分析

### 4.1 项目面积和毛利率分析

#### 4.1.1 物业计费面积稳定增长, 毛利率小幅下降

随着公司不断加大市场开拓力度, 公司在管面积保持增长 2017 年至 2020 年 6 月底, 公司在管项目数量分别为 71 个、121 个、176 个和 160 个, 在管项目面积分别为 1566 万平方米、2052 万平方米、2274 万平方米和 2284 万平方米。

图14 公司在管项目及面积情况



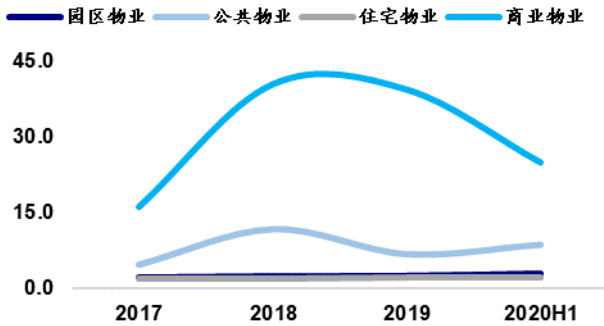
资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

2017 年至 2020 年 6 月底, 公司加权平均计费面积从 1494 万平方米提升至 2146 万平方米。2017 年至 2020 年 6 月底, 公司平均计费单价从 2.23 元/平方米/月提升至 3.11 元/平方米/月。

分业态来看, 园区物业 2017 年至 2020 年 6 月底的平均计费单价分别为 2.19 元/平方米/月、2.44/平方米/月、2.55/平方米/月、3.02/平方米/月。其中场地维护项目在管

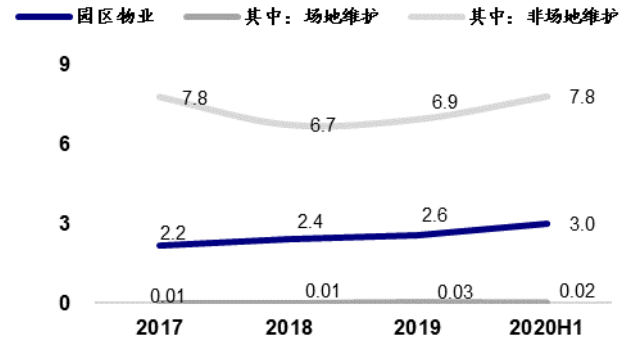
面积较大,但所在物业尚未开始完全商业化运营,公司提供的服务有限,合同金额相对较低,单位面积物业费较低,2020H1 仅为 0.02/平方米/月。非场地维护项目 2017-2019 年因为市场竞争激烈平均计费单价持续下行,2020H1 退出了华东区域单价较低的项目有所回升。商业物业受到阿里巴巴未来酒店项目进入退出的影响,平均计费单价波动较大。公共物业平均计费单价随着每年新增项目类型以及服务标准的变化而波动。

图15 公司不同业态平均计费单价 (元/平方米/月)



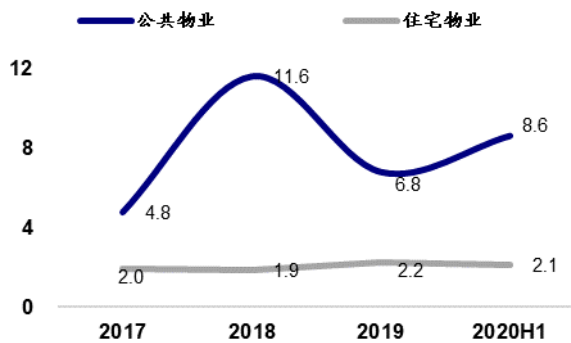
资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

图16 公司园区物业计费单价 (元/平方米/月)



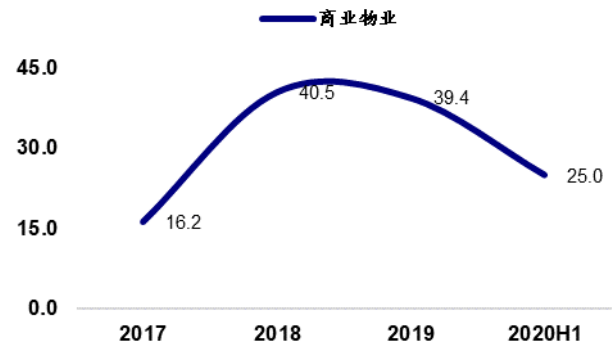
资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

图17 公司住宅、公共物业平均计费单价 (元/平方米/月)



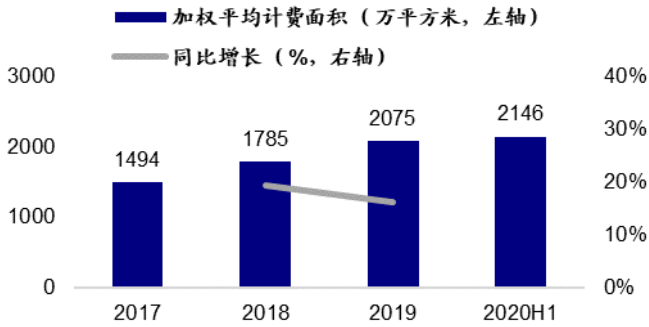
资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

图18 公司商业物业计费单价 (元/平方米/月)

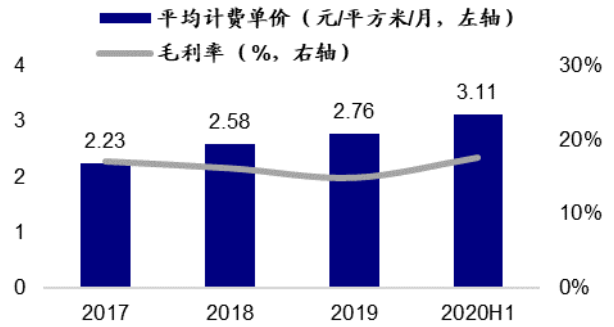


资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

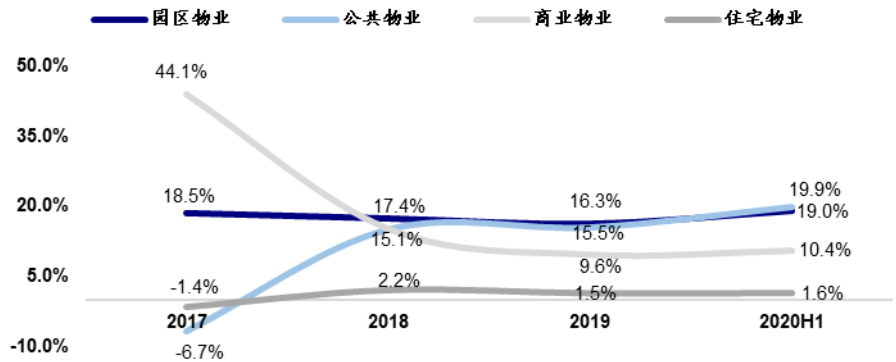
随着业务规模扩大,公司毛利率水平有所下降 2017 年至 2020 年 6 月底,公司的包干制物业整体毛利率分别为 17.1%、16.2%、14.9%、17.6%,毛利率水平有所下降。分业态来看,毛利率下降主要因为公司不断在园区物业领域进行业务开拓,园区物业管理服务项目主要通过招投标方式渠道,市场竞争较为激烈,公司主要服务项目布局所在的地区人工薪酬、物价水平持续上涨,带动成本端上涨。园区物业服务毛利率在 2018 年度和 2019 年度同比分别下降 1.15 和 1.12 个百分点。另一方面,公司政务服务业务快速发展,2017 年至 2020 年 6 月毛利率分别为 -6.7%、15.1%、15.5% 和 19.9%,总体呈上升趋势。住宅物业毛利率一直处于盈亏平衡线,2020H1 仅为 1.6%,主要系人工成本不断上涨且物业费难以调整。

**图19 公司项目加权平均计费面积及同比增速**


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

**图20 公司平均计费单价及毛利率**


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

**图21 公司不同类型物业项目毛利率**


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

#### 4.1.2 储备项目

2020年1-6月，公司共有4个物业项目已签约未交付。其中住宅物业项目3个，合同面积约56.32万平方米，预计合同单价为0.7-3.42元/平方米/月；园区物业项目1个，合同面积约4.08万平方米，暂未确定合同单价。公司已签约未交付项目主要为住宅项目，合同签订当年约定由公司在以后年度提供物业管理服务。

截至2020年6月末，公司已签约未交付部分共60.4万平方米，占总在管面积2.6%，我们认为公司储备项目数量和面积较小，对公司的业绩增长影响有限，公司未来物业服务业务的增长依赖于当年的招标以及收并购。

**表8 公司已签约未交付物业项目**

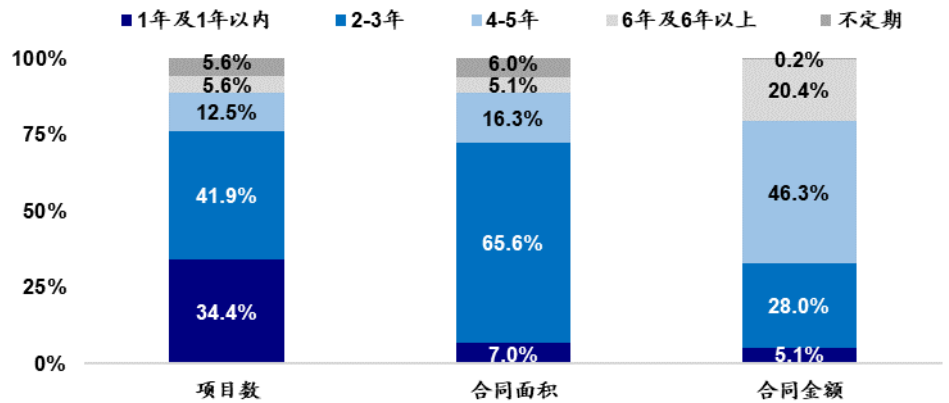
项目	数量(个)	合同面积(万平方米)	合同单价(元/平方米/月)
<b>2020年1-6月</b>			
园区物业	1	4.08	暂未确定单价
住宅物业	3	56.32	0.70-3.42
<b>2019年度</b>			
住宅物业	2	40.43	0.70-3.00
公共物业	1	3.1	1.58
<b>2018年度</b>			
住宅物业	1	35.77	1.49-2.00
<b>2017年度</b>			
住宅物业	2	54.41	1.49-2.00

资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

## 4.2 合同到期情况及续约率

从公司在管的物业管理项目所签订的合同来看, 截至 2020 年 6 月末, 公司已签订的合同以 2-5 年的中长期合同为主, 合同金额占所有在管项目合同金额的比例为 74.37%。

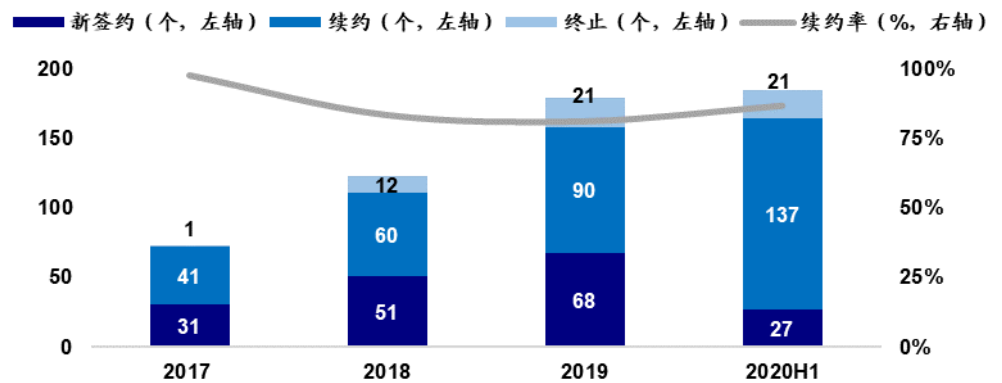
图22 公司物业管理项目合同签订期限



资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

2017 年至 2020 年 6 月底, 公司合同续签率分别为 97.62%、83.33%、81.08% 和 86.71%, 整体维持在较高水平。其中, 2018 年度、2019 年度和 2020 年 1-6 月, 由于公司业务规模持续扩大, 为保证公司盈利能力, 公司主动退出部分盈利能力一般的项目, 导致续约率有所下降。

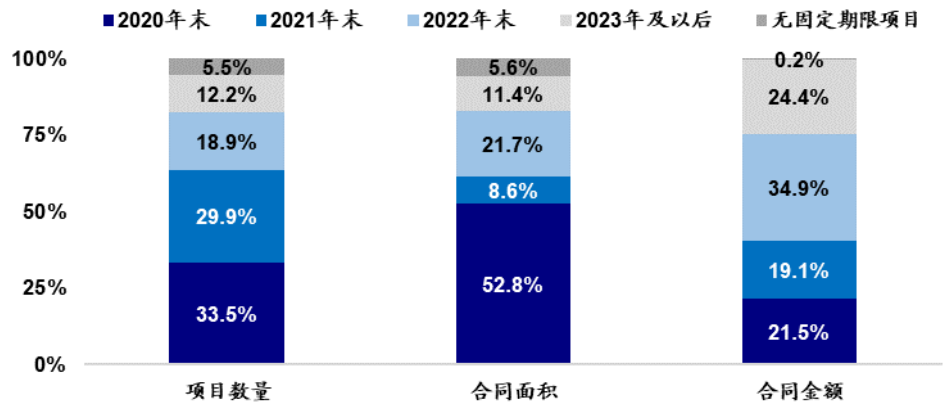
图23 公司合同续约情况



资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

公司 2020 年末到期项目的个数、合同面积和合同金额分别为 55 个、1237 万平方米、5.73 亿元, 分别占比 33.5%、52.8%、21.5%。公司短期内即将到期的项目数超过三分之一, 涉及的合同面积超过一半, 项目合同金额超过五分之一。

图24 公司期末到期日的项目情况



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

2019年末存续的158个项目中有86个项目合同将在2020年末前到期。截至2020年6月底，65个已到期的项目中，公司已完成47个项目的续签，退出18个项目，退出原因为项目合同到期时，公司积极维护规模较大、盈利能力较强的项目，退出了部分规模较小或盈利能力一般的项目，公司尚有21个项目将于2020年末之前到期。

表9 公司2020年末前到期项目续签情况

续签情况	项目数量（个）	合同面积（万平方米）	合同金额（万元）
已续签	47	177.1	23960.4
已退出	18	45.1	6673.3
尚未到期，仍在洽谈中	21	285.3	36786.9
合计	86	507.5	67420.6

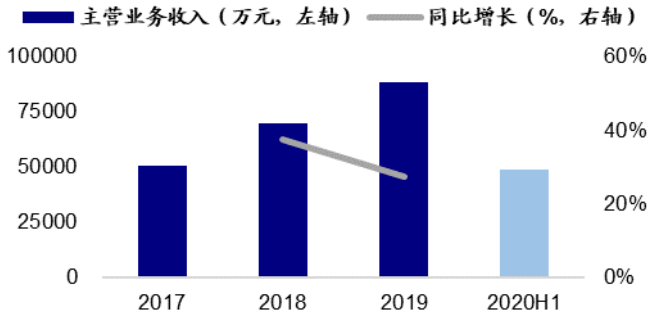
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

我们认为，公司短期内仍面临一定的合同项目到期续约压力，中长期来看项目到期续约率主要取决于项目盈利性。

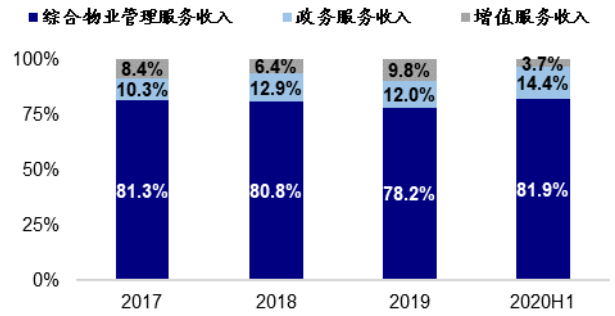
### 4.3 主营业务收入结构分析

公司的主营业务收入保持持续增长，2017年至2019年，公司营业收入从5.1亿元增至8.91亿元，年复合增长率达32.4%，2020年1-6月公司主营收入4.9亿元。增长原因主要是由于公司加大市场开拓力度，提高物业管理面积并丰富服务内容、增加政务服务项目数量，实现了主营业务收入的显著增加。公司主营业务收入包括综合物业管理服务收入、政务服务收入和增值服务收入。其中，综合物业管理服务是公司最主要的收入来源，2017至2020年6月底综合物业管理服务收入占主营收入的比例稳定在80%左右。近年来，公司大力发展政务服务，政府服务占比从10.3%增长至14.4%。由于政务服务部分的增长及小型整改项目的减少，增值服务的占比于2020年6月底下降至3.7%。



**图25 公司主营业务收入**


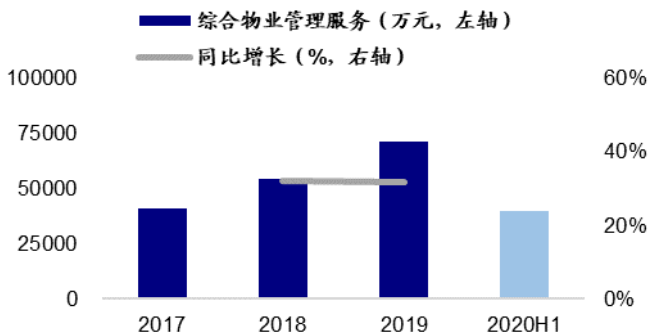
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

**图26 公司主营业务收入构成**


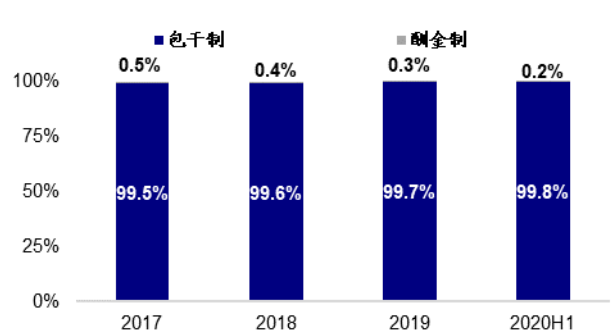
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

### 4.3.1 综合物业管理收入增长稳定，主要收入来源园区物业

2017年至2020年6月底，公司综合物业管理服务收入分别为4.1亿元、5.4亿元、7.2亿元和4.0亿元，该服务收入随着公司所管理物业面积和服务内容的增加而提升，年复合增长率32.0%。采用包干制核算的综合物业管理服务收入占综合物业管理服务收入的比例均超过99.5%。

**图27 公司综合物业管理服务收入**


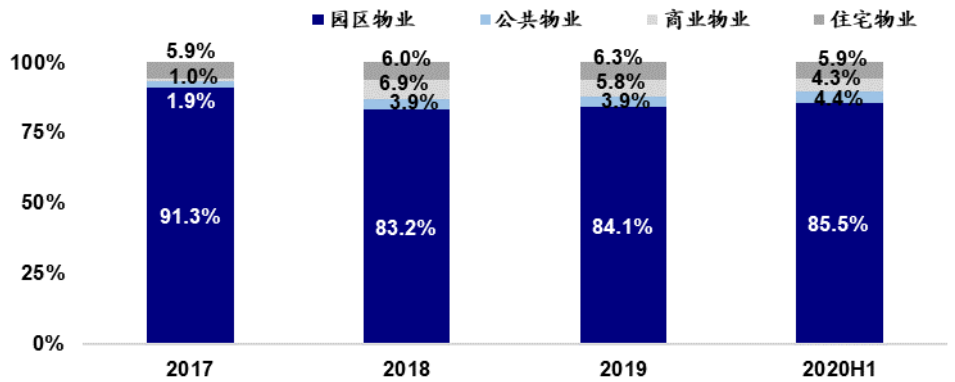
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

**图28 公司综合物业管理服务收入结构**


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

2017年至2020年6月底，园区物业是公司包干制物业服务的主要收入来源，收入占比均超过83%；截至2020年6月底，公共物业、商业物业、住宅物业收入分别占比4.4%、4.3%、5.9%。

**图29 公司包干制物业服务收入结构**



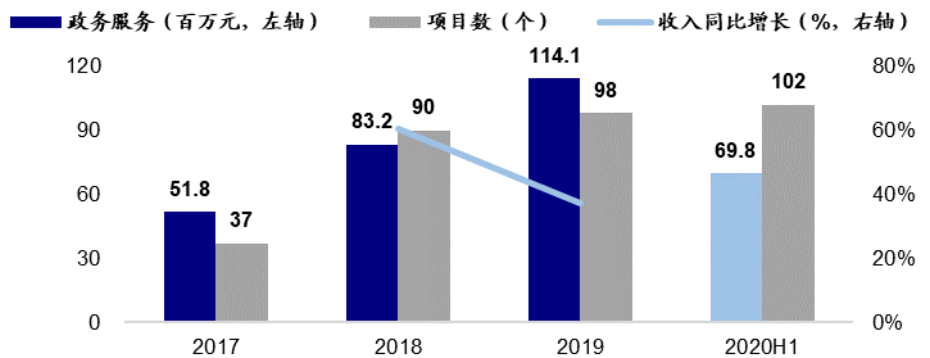
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

### 4.3.2 大力发展政务服务，城市数量、服务内容双线拓宽

公司积极拓展政务服务业务，2017年至2020年6月底，服务项目数量从37个增加到102个，服务项目区域在武汉之外增加了湖北恩施、黄石、荆门，广东深圳、汕头，山东东营以及天津等地；服务内容从政务服务大厅审批业务扩展到配套的信息化产品服务及档案管理、会务接待等方面。项目数量、服务内容的增加带动政务服务业务进入加速发展阶段，政务服务收入金额快速提升。

2017年至2020年6月底，公司的政务服务收入分别为51.8百万元、83.2百万元、114.1百万元和69.8百万元，其中，2018年度和2019年度分别同比增长60.5%和37.1%，2017年至2019年年复合增长率达48.3%。

图30 公司政务服务收入及项目数



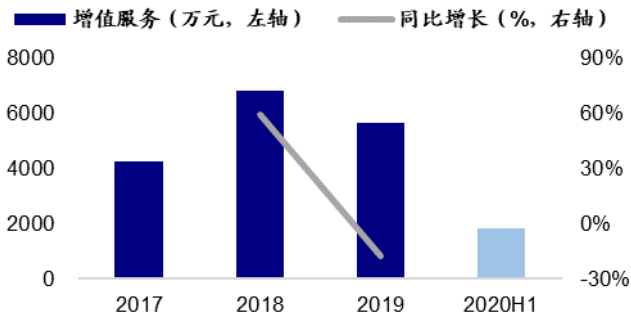
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

### 4.3.3 增值服务收入波动大，业务模式有待完善

公司增值服务收入历史波动大，2018年后开始呈现出下降趋势，2019年增值服务收入同比降低17.3%。增值服务收入主要包括小型整改、泊位费、专项维修维护、资产受托管理、公共收益、房屋中介等，其中小型整改和泊位费占比超过50%，收入结构每年变化较大。公司增值服务收入金额及结构的波动主要系由于小型整改服务需求的减少导致相关收入下降；同时受到疫情的影响，泊位费、公共收益等服务收入也有所减少；2020H1小型整改从总额法核算改为净额法核算。

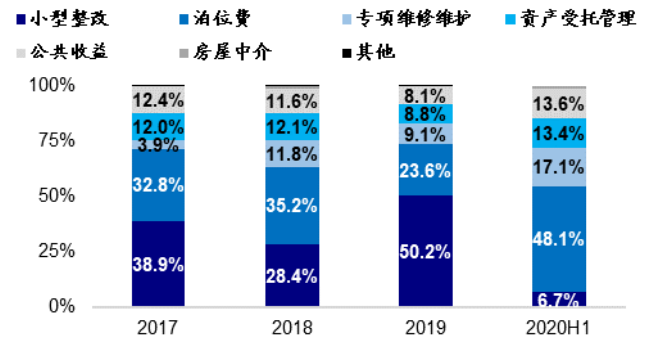
我们认为，公司的增值服务当前占主营业务收入比重很低，收入波动较大，部分业务的可持续性较弱，收入结构有待优化。

图31 公司增值服务收入



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图32 公司增值服务收入结构



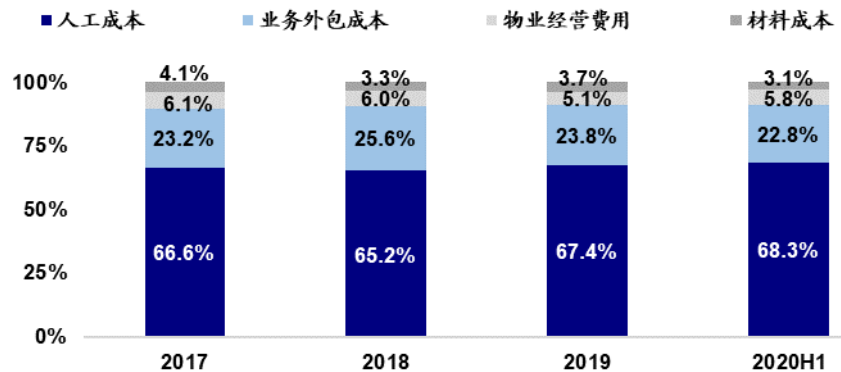
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

## 4.4 主营成本分析及毛利率分析

### 4.4.1 人工成本占比 65%以上，且人均薪酬持续上升

人工成本为主要成本，且占比提升。主营业务成本按成本类型可分为人工成本、业务外包成本、物业经营费用、材料成本。其中，人工成本占营业成本的比例最高，2017年至2020年6月底，公司人工成本占主营业务成本的比例均超过65%，且2018年至今逐年提升。业务外包成本2020H1占比为22.8%，2018年以来占比小幅下降。

图33 公司主营业务成本构成按成本类型

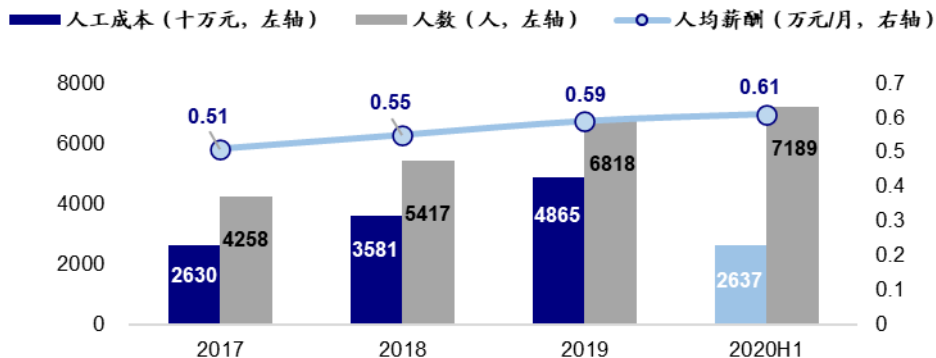


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

人工成本主要包括公司自有员工的工资、福利费、社会保险费、住房公积金等职工薪酬，涉及项目管理人员、维护维修人员、保安人员、保洁绿化人员、礼宾人员等。随着公司的服务项目数量和管理面积的增加而逐步增加，公司计入主营业务成本的员工人数于2020年6月底增加至7189人。

同时，各主要服务项目所在地员工的工资均随着各地社会平均工资水平的提高而有所提高。截至2020年6月底，公司生产人员月平均薪酬从2017年的0.51万元增加至0.61万元，较2019年度增长2.87%，主要系项目所在地基本工资水平上涨导致。我们认为，随着CPI的上涨以及人口老龄化的持续，单位人工成本未来会持续提升，进而影响毛利率。

图34 公司人工成本、人数及人均薪酬

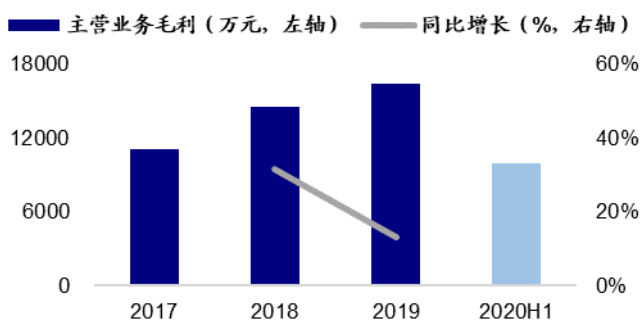


资料来源：公司招股书，海通证券研究所

#### 4.4.2 毛利保持增长，毛利率相对稳健

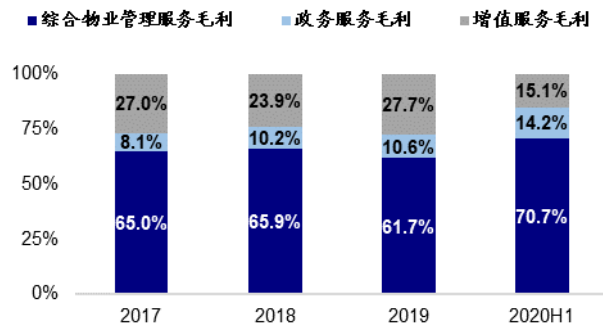
2017年至2019年，公司毛利由1.1亿元增长至1.6亿元，2020年1-6月毛利1.0亿元。其中综合物业管理服务由于收入占比最高，毛利润贡献也超过六成，2020H1达到70.7%。政务服务的毛利贡献随着业务扩展逐年提升，2020H1升至14.2%。增值服务虽然收入占比低，但由于其毛利率较高，2017至2019年贡献毛利均超过20%，2020H1降至15.1%。

图35 公司主营业务毛利



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

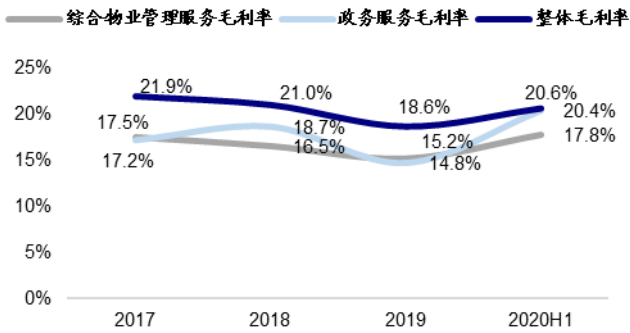
图36 公司主营业务毛利构成



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

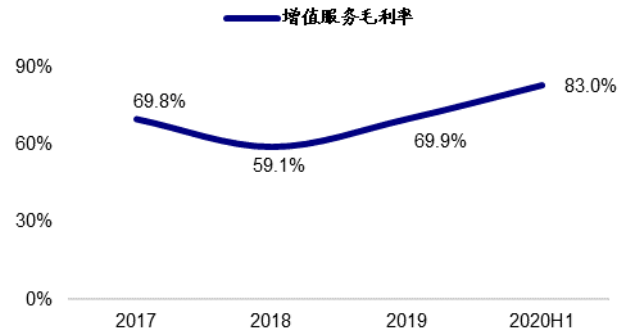
公司整体毛利率在2017-2019年逐年下滑，2020H1回升至20.6%。政务服务进入加速发展阶段，规模化效应显现，毛利率有所提升，2019年下滑主要因为增加了服务员工数量，同时人工成本进一步上涨。增值服务毛利率较高，主要是由于增值服务主要由综合物管人员实施，人工成本低。毛利率的小幅波动主要系因为：1) 人工成本受到政策影响而变化。2) 综合物管服务受毛利率受到未来酒店项目进入退出的影响。3) 增值服务毛利受到小型整改服务收入变化的影响；4) 小型整改服务业务模式改变，收入计法改变。

图37 公司物业管理服务、政务服务、整体毛利率



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图38 公司增值服务毛利率



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

## 5. 盈利预测与估值：预计 2020-2022 年 EPS 各 0.90、1.15、1.38 元

基于以上对公司业务经营及财务指标的分析与判断，我们进一步作出如下假设：

1) **综合物业管理服务**。我们认为，疫情期间物业公司享受国家社保减免等政策优惠，这些优惠措施将在疫情消退后逐渐退出舞台，进而导致公司毛利率下滑。但同时，考虑到公司上市融资后部分资金用于信息化建设项目、人力资源建设项目、物业管理智能化升级和节能改造项目，有利于成本节约，故假设 2020-2022 年各业态包干制物业毛利率相对稳定，较 2020H1 略有下滑。我们预计，2020 年-2022 年综合物业管理服务收入各增长 16.08%，21.02%，20.86%，毛利率分别为 17.53%，17.08%，16.71%。

表 10 公司综合物业管理服务收入预测（百万元、个、万平方米）

		2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
<b>综合物业管理</b>								
	收入	373.39	450.49	600.16	339.54	708.19	849.83	1019.79
	增速		20.65%	33.23%		18%	20%	20%
园区物业	在管项目数量	60	99	140	119			
	在管项目面积	14.62	18.80	20.63	20.50			
	毛利率	18.52%	17.37%	16.25%	18.99%	18.70%	18.30%	18.00%
公共物业	收入	7.72	21.00	27.73	17.46	37.44	48.67	60.83
	增速		172.09%	32.05%		35%	30%	25%
	在管项目数量	2.00	6.00	13.00	15.00			
	在管项目面积	0.02	0.14	0.38	0.46			
	毛利率	-6.71%	15.07%	15.51%	19.88%	19.30%	19.00%	18.50%
商业物业	收入	4.02	37.47	41.35	17.06	34.73	41.68	50.02
	增速		831.18%	10.34%		-16%	20%	20%
	在管项目数量	1.00	4.00	5.00	6.00			
	在管项目面积	0.01	0.06	0.10	0.10			
	毛利率	44.05%	15.12%	9.57%	10.41%	10.40%	10.00%	10.00%
住宅物业	收入	24.01	32.60	44.66	23.27	49.12	63.86	83.02
	增速		35.76%	36.98%		10%	30%	30%
	在管项目数量	8.00	12.00	18.00	20.00			
	在管项目面积	1.01	1.52	1.63	1.78			
	毛利率	-1.42%	2.17%	1.50%	1.55%	1.55%	1.55%	1.50%
<b>包干制合计</b>	收入	409.15	541.56	713.90	397.33	829.48	1004.04	1213.66

	收入	1.96	2.14	2.13	0.68	1.70	1.88	2.06
<b>酬金制合计</b>	酬金制增速		9.13%	-0.47%		-20%	10%	10%
	毛利率					100%	100%	100%
	收入	411.11	543.70	716.03	398.01	831.19	1005.91	1215.73
<b>综合物业管理服务合计</b>	毛利	72.03	89.93	108.59	70.77	145.74	171.80	203.13
	毛利率	17.52%	16.54%	15.16%	17.78%	17.53%	17.08%	16.71%
	成本	339.08	453.77	607.45	327.24	685.45	834.11	1012.60

资料来源: wind, 公司招股书, 海通证券研究所

**2) 政务服务。**我们认为, 政务服务已经成为公司新的利润增长点, 公司会持续加大开拓力度, 预计 2020-2022 年收入增长分别为 15%, 35%, 35%, 毛利率各为 20.39%, 19.50%, 19.00%。

**3) 增值服务。**我们认为, 公司 2019 增值服务收入降低是由于小型整改大幅下滑, 主要是北京设计院小区改造项目已完工, 承接的新入驻项目有限, 华为因外部环境变化导致小型整改需求减少, 而 2020H1 增值服务收入大幅下行主要系业务模式改为净额法, 公共收益因为减免租金, 泊位费受疫情影响。我们预计, 未来疫情影响退去, 公司增值服务将重新进入复苏阶段, 预计 2020 年-2022 年收入增速分别为-28%、15%、15%, 毛利率均维持在 82.80%的水平。

表 11 公司分业务收入预测 (百万元)

		2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
<b>综合物业管理</b>	收入	411.11	543.70	716.03	398.01	831.19	1005.91	1215.73
	增速		32.25%	31.70%		16.08%	21.02%	20.86%
	占比	81.30%	78.21%	80.77%	81.90%			
	成本	339.06	453.79	607.43	327.25	685.45	834.11	1012.60
	毛利率	17.52%	16.54%	15.17%	17.78%	17.53%	17.08%	16.71%
<b>政务服务</b>	收入	51.83	83.19	114.07	69.79	131.18	177.09	239.07
	增速	135.99%	60.50%	37.11%		15%	35%	35%
	占比	10.25%	11.97%	12.87%	14.36%			
	成本	42.91	67.67	97.22	55.56	104.43	142.55	193.64
	毛利率	17.21%	18.65%	14.77%	20.39%	20.39%	19.50%	19.00%
<b>增值服务</b>	收入合计	42.76	68.30	56.46	18.19	40.65	46.75	53.76
	增速		59.74%	-17.34%		-28%	15%	15%
	占比	8.46%	9.82%	6.37%	3.74%			
	成本	12.89	27.93	17.00	3.10	6.99	8.04	9.25
	毛利率	69.85%	59.10%	69.90%	82.97%	82.80%	82.80%	82.80%
<b>增值服务分项</b>	小型整改	16.65	34.29	16.03	1.21			
	泊位费	14.00	16.15	19.84	8.76			
	专项维修维护	1.65	6.18	6.67	3.12			
	资产受托管理	5.15	6.02	6.83	2.44			
	公共收益	5.30	5.56	6.55	2.48			
	房屋中介	0.00	0.00	0.50	0.19			
	其他	0.00	0.11	0.03	0.00			
<b>主营业务合计</b>	收入	505.69	695.19	886.55	486.00	1003.01	1229.75	1508.55
	增速		37.47%	27.53%				
	成本	394.87	549.39	721.65	385.90	796.87	984.71	1215.49
	毛利率	21.92%	20.97%	18.60%	20.60%	20.55%	19.93%	19.43%

资料来源: wind, 公司招股书, 海通证券研究所



**4) 费用率。**随着公司业务的发展,规模逐渐扩大,规模效应逐渐明显,各项费用率降保持下降趋势。我们预计 2020-2022 年销售费用率各为 1.3%, 0.9%, 0.9%, 管理费用率各为 7.3%, 6.6%, 6.5%。考虑到公司共募资 4.7 亿元,从而进一步节约财务费用,预计 2020 年-2022 年财务收益各为 4 百万元、6 百万元、6 百万元。

**5) 有效税率。**我们预计公司有效所得税率保持稳定,2020 年-2022 年有效税率分别为 24.4%, 25%, 25%。

综上,我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 10.03 亿元、12.30 亿元、15.09 亿元,同比增长 12.5%、22.6%、22.7%,归母净利润分别为 90 百万元、115 百万元、136 百万元,同比增长 38.0%、27.7%、17.8%,对应 EPS 分别为 0.90 元,1.15 元,1.36 元。

**表 12 公司损益表预测 (百万元)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	699	891	1003	1230	1509
yoy (%)	37.7%	27.5%	12.5%	22.6%	22.7%
<b>营业总成本</b>					
营业成本	552	725	797	985	1215
毛利率 (%)	21.1%	18.6%	20.6%	19.9%	19.4%
营业税金及附加	5	6	6	7	9
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	7	10	13	11	14
销售费用率 (%)	1.0%	1.1%	1.3%	0.9%	0.9%
管理费用	58	65	73	81	98
管理费用率 (%)	8.3%	7.3%	7.3%	6.6%	6.5%
财务费用	0	0	-4	-6	-6
财务费用率 (%)	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	2	2	3
营业利润	75	89	128	164	193
yoy (%)	42.2%	18.3%	43.4%	28.5%	18.0%
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	75	91	128	164	193
yoy (%)	49.6%	21.4%	40.1%	28.5%	17.9%
所得税费用	20	24	31	41	48
有效所得税率 (%)	26.4%	25.8%	24.4%	25.0%	25.0%
净利润	55	68	97	123	145
少数股东损益	3	2	6	8	9
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	52	65	90	115	136
同比增长 (%)	48.9%	26.1%	38.0%	27.7%	17.8%
净利润率 (%)	7.4%	7.3%	9.0%	9.4%	9.0%
摊薄每股收益 (元)	0.52	0.65	0.90	1.15	1.36
扣除非经常损益后的净利润	55	66	96	123	145

资料来源: wind, 公司招股书, 海通证券研究所

**估值与投资建议。**参照 A 股物业可比公司 2020 年估值, 可比公司平均 PE 为 33.85 倍。公司在综合物业管理服务的基础上, 积极拓展商务、政务、资产经营和增值服务, 且政务服务已经成为公司新的利润增长点。我们认为, 此次上市融资获取的资金有助于公司开拓新项目以及优化经营管理。我们给予公司 2020 年 30-35 倍 PE, 对应合理价值区间 27.00-31.50 元。我们给与特发服务优于大市的评级。

**表 13 A 股市场可比物业股 (股价为 2020 年 12 月 17 日收盘价)**

公司	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
新大正	52.36	1.46	1.25	1.64	35.86	41.89	31.93	7.00
南都物业	20.93	0.85	1.07	1.33	24.62	19.56	15.74	0.78
招商积余	22.85	0.27	0.57	0.78	84.63	40.09	29.29	0.57
均值					48.37	33.85	25.65	2.78

资料来源: Wind 数据, 特发服务 EPS 为海通预测数据, 其余 EPS 为 Wind 一致预期, 海通证券研究所

## 6. 风险提示

**1) 公司新项目拓展不及预期。**公司的未来酒店项目于 2018 年进入, 2020 年 4 月项目合同到期后未续约, 商业物业收入大幅下降; 公司的增值服务收入由于华为系对小型整改的需求下降而大幅缩减。且公司有超过三分之一的项目将在 2020 年年末到期, 若是公司不能积极拓展新项目, 则公司未来的经营业绩会有较大的负面影响。

**2) 人力成本不断上涨。**近三年公司在人数和平均月薪的增长使得公司人力成本不断上涨, 2019 年公司人力成本同比增长 35.8%。若是公司收入增长不能覆盖人力成本的增长, 则会对公司的经营业绩产生不利影响。

**3) 专业人才稀缺。**公司对于高端物业项目经理、高级设备设施工程师、软件类工程师、商务多语种专业人才的需求仍存在缺口, 新的从业人员需要较长的适应和学习过程, 人员流动性也可能会影响服务质量和客户体验。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>891</b>	<b>1003</b>	<b>1230</b>	<b>1509</b>
每股收益	0.65	0.90	1.15	1.36	营业成本	725	797	985	1215
每股净资产	2.55	8.14	9.29	10.65	毛利率%	18.6%	20.6%	19.9%	19.4%
每股经营现金流	0.57	0.56	1.05	1.28	营业税金及附加	6	6	7	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	10	13	11	14
P/E	—	—	—	—	营业费用率%	1.1%	1.3%	0.9%	0.9%
P/B	—	—	—	—	管理费用	65	73	81	98
P/S	—	—	—	—	管理费用率%	7.3%	7.3%	6.6%	6.5%
EV/EBITDA	—	—	—	—	EBIT	86	114	146	172
股息率%	—	—	—	—	财务费用	0	-4	-6	-6
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
毛利率	18.6%	20.6%	19.9%	19.4%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	7.3%	9.0%	9.4%	9.0%	投资收益	4	2	2	3
净资产收益率	25.7%	11.1%	12.4%	12.7%	<b>营业利润</b>	<b>89</b>	<b>128</b>	<b>164</b>	<b>193</b>
资产回报率	13.5%	8.7%	9.6%	9.7%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	23.8%	10.3%	11.4%	11.7%	<b>利润总额</b>	<b>91</b>	<b>128</b>	<b>164</b>	<b>193</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	92	113	145	172
营业收入增长率	27.5%	12.5%	22.6%	22.7%	所得税	24	31	41	48
EBIT 增长率	11.5%	32.4%	28.0%	18.1%	有效所得税率%	25.8%	24.4%	25.0%	25.0%
净利润增长率	26.1%	38.0%	27.7%	17.8%	少数股东损益	2	6	8	9
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>65</b>	<b>90</b>	<b>115</b>	<b>136</b>
资产负债率	44.8%	19.3%	20.3%	21.4%					
流动比率	1.91	4.88	4.28	3.83	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.88	4.84	4.24	3.79	货币资金	179	701	716	752
现金比率	0.85	3.61	3.00	2.56	应收账款及应收票据	216	235	291	356
<b>经营效率指标</b>					存货	3	3	4	5
应收帐款周转天数	88.43	85.36	86.38	86.04	其它流动资产	6	8	11	14
存货周转天数	1.54	1.50	1.50	1.50	流动资产合计	404	947	1022	1126
总资产周转率	1.84	0.97	1.02	1.08	长期股权投资	10	13	103	196
固定资产周转率	114.06	134.74	163.01	194.81	固定资产	8	7	8	8
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	0	0	0	0
					非流动资产合计	80	86	179	275
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>485</b>	<b>1033</b>	<b>1201</b>	<b>1401</b>
净利润	65	90	115	136	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	2	6	8	9	应付票据及应付账款	57	59	73	90
非现金支出	9	-1	0	0	预收账款	10	11	13	16
非经营收益	-4	-2	-3	-3	其它流动负债	144	124	152	188
营运资金变动	-15	-38	-15	-13	流动负债合计	212	194	239	294
<b>经营活动现金流</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>105</b>	<b>128</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-3	-2	-2	-2	其它长期负债	6	6	6	6
投资	3	-4	-90	-93	非流动负债合计	6	6	6	6
其他	0	2	2	3	<b>负债总计</b>	<b>217</b>	<b>200</b>	<b>244</b>	<b>300</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-90</b>	<b>-93</b>	实收资本	75	100	100	100
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	255	814	929	1065
股权募资	4	25	0	0	少数股东权益	13	19	27	37
其他	-1	445	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>485</b>	<b>1033</b>	<b>1201</b>	<b>1401</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>3</b>	<b>470</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>61</b>	<b>522</b>	<b>15</b>	<b>36</b>					

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
金晶 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 城建发展,光大嘉宝,浦东金桥,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,中国恒大,华润置地,保利物业,大悦城,中华企业,光明地产,金科股份,雅生活服务,三湘印象,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,金地集团,金融街,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,北辰实业,外高桥,电子城

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 z zr13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
联系人  
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com



<b>电子行业</b> 尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 周旭辉 zXH12382@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维睿(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zXj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfH12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lw113065@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 张钧博 zjb13446@htsec.com



海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: [www.htsec.com](http://www.htsec.com)