

首次覆盖  
投资评级 优于大市

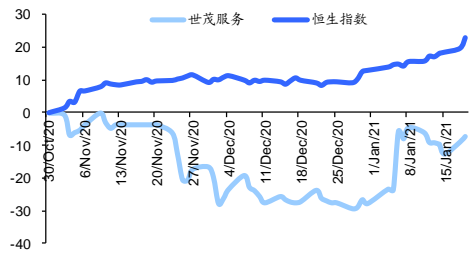
## 深蓝战略，引领社区新服务

### 股票数据

01月19日收盘价(港元)	15.4
52周股价波动(港元)	11.42-16.60
总股本/流通A股(百万股)	2363.97
总市值/流通市值(亿港元)	364/364

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	27.69	-3.75	—
相对涨幅(%)	15.83	-16.21	—

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

分析师: 谢益

Tel: (021) 23219436

Email: xiey@htsec.com

证书: S0850511010019

### 投资要点:

- **公司业务多元化，是全国领先的综合物管服务供货商。**公司业务类型包括物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务三类。其中，物业管理服务类型包括了住宅物业和非住宅物业。世茂服务于2019年按综合实力计获中指院评为中国物业服务百强企业第12位，而于2018年至2019年按收入增长率计，在中国物业服务二十强企业中排名第3位。
- **公司归母净利润快速上升，在管建面升至8572万平。**2020年上半年，公司实现营业总收入和归母净利润分别为15.71亿元、2.45亿元，分别同比增加85.6%、125.4%。同期，公司物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务收入占比分别为52.39%、26.67%、20.94%。截止2020年上半年底，公司总物业管理建面8572万平，在管项目数量293个，同比分别增长80.6%、222.0%。同期，公司长三角、中西部地区、华南地区以及环渤海经济圈的在管物业建面分别为3207万平、2283万平、2215万平、867万平。同期，公司在管住宅、非住宅物业建面分别为8168万平、404万平。
- **公司特点:** 1) 依靠世茂集团和外部收购，公司成长迅速。截止2020年6月30日，世茂集团土地储备8393万平，同比增长31.0%，世茂集团及其合营联营公司交付公司物业建面占比为62.1%。第三方交付物业建面所占百分比由截至2018年12月31日0.8%攀升至截至2020年6月30日37.9%。2) 推广发展多元化服务，搭建一站式服务平台。公司计划通过与红杉资本中国基金和腾讯的深度合作，使得公司能为业主及居民提供更完善的生活体验服务。3) 网格化管理机制和内部市场化，帮助公司降本增效。
- **公司各业务类型呈互动促进关系。**我们认为，公司的物管服务属于基础性业务，公司据此获得的管理经验积累和母公司的资源有助于其进一步向上获得非业主增值服务，向下进一步围绕“场地、车位、家装、智慧社区”要素外延多元化社区增值服务，从而提高客户的获得感。上述衍生的非业主增值服务和社区增值服务都对公司的物管服务提供了利润反哺。
- **合理价值区间为14.12-17.65港元，“优于大市”评级。**我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.32元、0.50元、0.65元。参考同类可比公司估值，给予公司2021年24-30倍的动态市盈率，对应合理价值区间为14.12-17.65港元(12.0-15.0元人民币，港币汇率中间价为0.84997人民币/港元)，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**物业项目拓展不及预期；人工成本上升风险；增值业务拓展不及预期风险。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1330.58	2496.14	5305.35	8435.85	10941.35
(+/-)YoY(%)	27.51%	87.24%	111.23%	59.00%	29.70%
净利润(百万元)	146.20	384.53	757.29	1192.19	1538.71
(+/-)YoY(%)	34.39%	163.02%	96.94%	57.43%	29.07%
全面摊薄EPS(元)	0.06	0.16	0.32	0.50	0.65
毛利率(%)	29.36%	33.67%	33.08%	33.07%	33.06%
净资产收益率(%)	11.72%	164.47%	8.02%	11.21%	12.64%

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。2018-2022年EPS按照最新总股本23.64亿股计算。

## 目 录

1. 领先的综合物管及生活服务提供商.....	6
1.1 公司业务拓展迅速, 战略投资者多元.....	6
1.2 公司的发展历程.....	6
1.3 公司的深蓝战略助力企业成长.....	6
1.4 公司总体业务情况.....	7
2. 公司主要特点分析.....	8
2.1 依靠世茂集团和外部收购, 公司成长迅速.....	8
2.2 推广发展多元化服务, 搭建一站式服务平台.....	10
2.3 网格化管理机制和内部市场化, 帮助公司降本增效.....	11
3. 公司各主营业务情况.....	11
3.1 公司各业务间的互动关系.....	11
3.2 物业管理服务.....	12
3.3 社区增值服务.....	15
3.4 非业主增值服务.....	15
4. 公司财务特点分析.....	16
4.1 近年来公司营收、净利润快速增加, 业务多元化且毛利率上升.....	16
4.2 公司费用水平稳定, 现金流良好, 回报率上升.....	17
5. 公司业绩预测和估值建议.....	18
6. 公司投资建议.....	19
7. 风险提示.....	20
财务报表分析和预测.....	21

## 图目录

图 1	公司的多元化业务板块和物业管理项目类型.....	6
图 2	截止 2020 年 10 月 22 日公司股权结构.....	6
图 3	公司的“深蓝战略”.....	7
图 4	公司营业总收入及归母净利润情况.....	7
图 5	公司总资产和归母净资产情况.....	7
图 6	公司主营业务收入构成情况.....	8
图 7	公司在管物业面积.....	8
图 8	公司在管物业项目分布.....	8
图 9	公司住宅和非住宅类物业在管面积占比.....	8
图 10	世茂集团与独立第三方交付公司物业在管建面占比.....	9
图 11	世茂集团与独立第三方交付公司物业物管服务收入占比.....	9
图 12	世茂集团土储和销售建面情况.....	9
图 13	独立第三方交付公司物业建面情况.....	9
图 14	公司的多元化服务内容.....	10
图 15	公司的各类型业务收入情况.....	10
图 16	红杉资本和腾讯为公司带来的策略性利益.....	10
图 17	公司网格化管理机制和内部市场化措施.....	11
图 18	公司物业管理服务收入成本及毛利率情况.....	11
图 19	2019 年公司雇员人均收入贡献情况与行业均值对比.....	11
图 20	公司三项业务之间的互动促进关系.....	12
图 21	公司分项业务收入及增速.....	12
图 22	公司管理及订约管理的物业项目分布.....	13
图 23	公司住宅物业在管建面情况.....	13
图 24	公司住宅物业收入情况.....	13
图 25	宁波世茂天境花园区位图.....	14
图 26	杭州世茂智慧之门实景图.....	14
图 27	福州世茂云上鼓岭区位图.....	14
图 28	福州世茂云上鼓岭实景图.....	14
图 29	公司非住宅物业在管建面情况.....	15
图 30	公司非住宅物业收入情况.....	15

图 31	社区增值服务收入情况 .....	15
图 32	非业主增值服务收入情况 .....	16
图 33	近年来公司营业总收入快速上行 .....	16
图 34	近年来公司归母净利润上行 .....	16
图 35	2020 年上半年公司主营业务收入构成 .....	17
图 36	2020 年上半年公司主营业务毛利润构成 .....	17
图 37	近年来公司毛利率和净利率震荡上行 .....	17
图 38	近年来公司分项业务毛利率情况 .....	17
图 39	近年来公司三项费用率保持基本稳定 .....	17
图 40	近年来公司资产负债率稳中趋降 .....	17
图 41	近年来公司流动比率有所回升 .....	18
图 42	近年来公司现金流状况良好 .....	18
图 43	近年来公司 ROE 和 ROA 回升 .....	18
图 44	近年来公司 ROIC 回升 .....	18

## 表目录

表 1	世茂集团未来可能交付给公司物业建面的分析 .....	9
表 2	公司社区增值服务主要类型介绍 .....	15
表 3	公司非业主增值服务主要类型介绍 .....	16
表 4	2020-2022 年公司各业务收入增速假设表 .....	18
表 5	2020-2022 年公司各业务毛利率假设表 .....	19
表 6	2019-2021 年公司各业务收入预测表（百万元） .....	19
表 7	公司盈利预测表（百万元） .....	19
表 8	相关上市地产公司估值表（收盘价日期为 2021.1.19） .....	20

# 1. 领先的综合物管及生活服务提供商

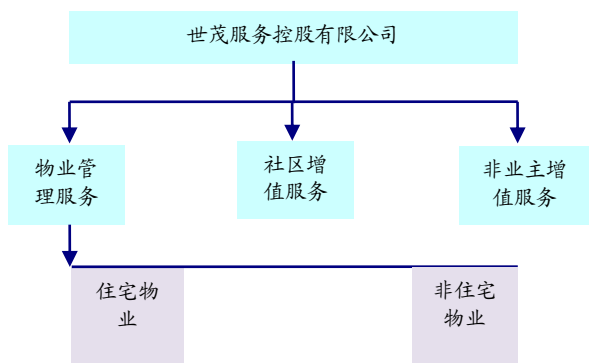
## 1.1 公司业务拓展迅速，战略投资者多元

世茂服务为中国领先的综合物业管理及社区生活服务提供商。世茂服务于 2019 年按综合实力计获中指院评为中国物业服务百强企业第 12 位，而于 2018 年至 2019 年按收入增长率计，在中国物业服务二十强企业中排名第 3 位。近几年，公司市场扩张力度不断增强。截至 2019 年 12 月 31 日，世茂服务在管总建筑面积从 2017 年 12 月 31 日的 42.6 百万平方米增加至 68.2 百万平方米。由于公司在管建筑面积、收入及利润迅速扩大及提升，公司于 2019 年获中指院认可为中国物业服务百强成长性领先企业之一。世茂服务品牌于 2019 年获认可为中国物业服务专业化运营领先品牌企业。

公司业务类型包括物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务三类。其中，物业管理服务类型包括住宅物业和非住宅物业。

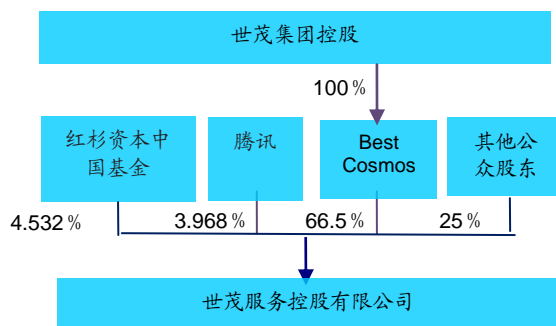
公司的股权结构如下：

图1 公司的多元化业务板块和物业管理项目类型



资料来源：世茂服务(00873)IPO 招股书、海通证券研究所

图2 截止 2020 年 10 月 22 日公司股权结构



资料来源：《世茂服务(00873)IPO 招股书》、海通证券研究所

## 1.2 公司的发展历程

公司经历五个发展阶段：

**第一阶段 (2005-2010)：公司起航。**世茂天成成立且开始提供物业管理服务，亦开始提供社区增值服务及向非业主提供增值服务。

**第二阶段 (2011-2018)：公司取得物业管理资质。**公司取得一级物业管理企业资质，开始管理由独立第三方房地产开发商开发的物业。

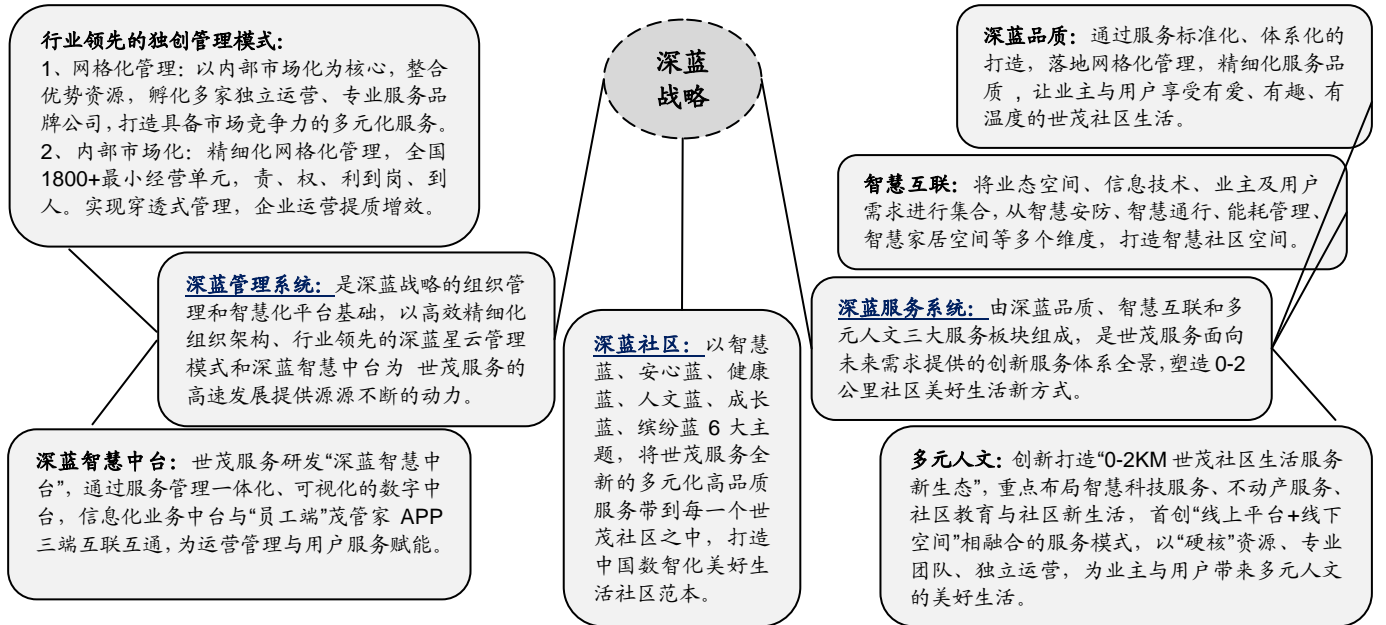
**第三阶段 (2019-2020)：公司快速发展，获得行业地位。**公司合约建筑面积超过 100 百万平方米；收购物业管理公司海亮物业管理，其在安徽省及中国其他 12 个省份拥有在管物业；收购福建省物业管理公司泉州三远 51% 股权。

按综合实力计，公司获中指院评为 2019 年“中国物业服务百强企业”第 12 位；按总收入及利润计，公司获中指院评为总部位于长三角地区的 2019 年“中国物业服务百强企业”第 2 位；按收入增长率计，公司获中指院评为 2018 年至 2019 年“中国物业服务二十强企业”第 3 位。

## 1.3 公司的深蓝战略助力企业成长

公司推出了“深蓝战略”，从深蓝管理系统和深蓝服务系统两个维度打造深蓝社区。其中，深蓝管理系统是深蓝战略的组织管理和智慧化平台基础，以高效精细化组织架构、行业领先的深蓝星云管理模式和深蓝智慧中台为世茂服务的高速发展提供源源不断的动力。深蓝服务系统是由深蓝品质、智慧互联和多元人文三大服务板块组成，是世茂服务

面向未来需求提供的创新服务体系全景，塑造 0-2 公里社区美好生活新方式。公司的深蓝战略的目标是打造深蓝社区，即以智慧蓝、安心蓝、健康蓝、人文蓝、成长蓝、缤纷蓝 6 大主题，将世茂服务全新的多元化高品质服务带到每一个世茂社区之中，打造中国数智化美好生活社区范本。

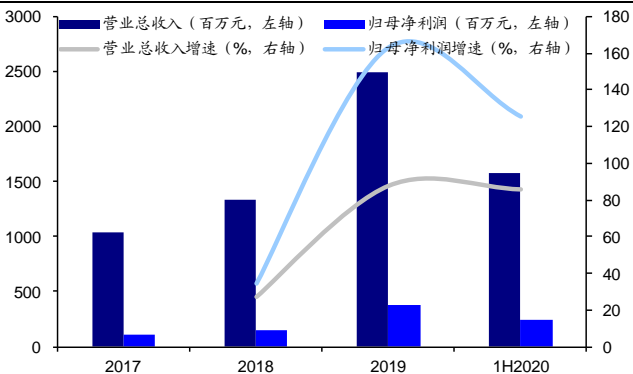
**图3 公司的“深蓝战略”**


资料来源: 公司官网、海通证券研究所

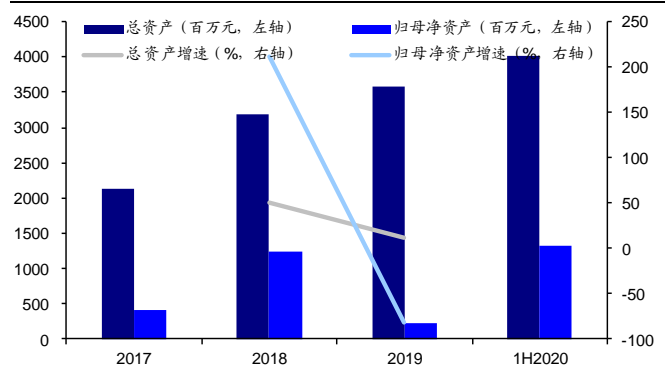
### 1.4 公司总体业务情况

近年来, 公司营业总收入和归母净利润保持较快增长。2020 年上半年, 公司实现营业收入 15.71 亿元, 同比增加 85.6%。2020 年上半年, 公司实现归母净利润 2.45 亿元, 同比增加 125.4%。

受益于此, 公司总资产规模总体上行。截止 2020 年上半年, 公司总资产为 40.23 亿元, 归母净资产为 13.23 亿元。

**图4 公司营业总收入及归母净利润情况**


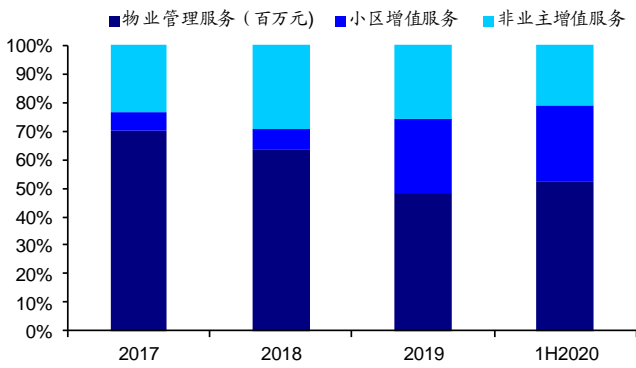
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

**图5 公司总资产和归母净资产情况**


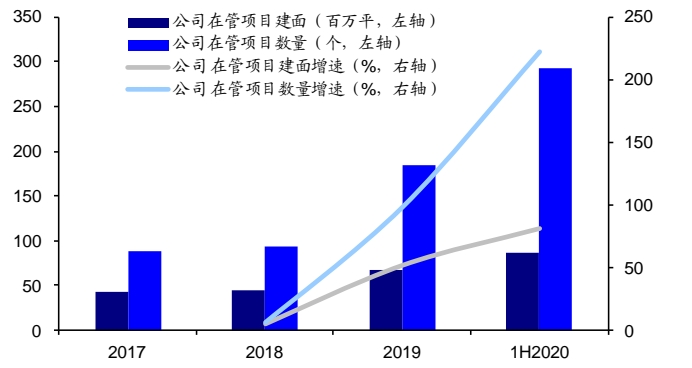
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

目前, 公司业务类型丰富, 而物管服务收入占比最大。2020 年上半年, 公司物业管理服务、社区增值服务及非业主增值服务收入分别为 8.20 亿元、4.17 亿元、3.28 亿元, 占比分别为 52.39%、26.67%、20.94%。

近年来, 公司的物业管理项目数量和总建面保持持续快速增长。截止 2020 年上半年, 公司总物业管理建面 8572 万平, 在管项目数量 293 个, 同比分别增长 80.6%、222.0%。

**图6 公司主营业务收入构成情况**


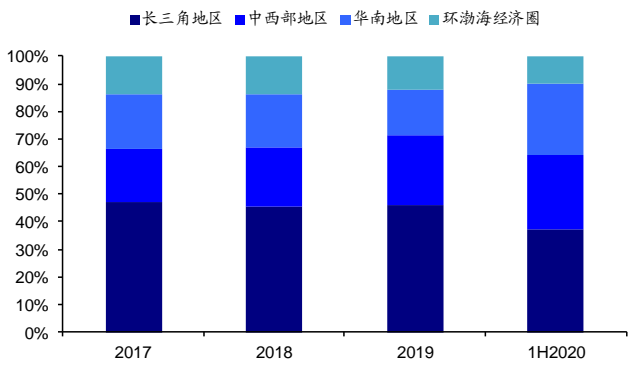
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

**图7 公司在管物业面积**


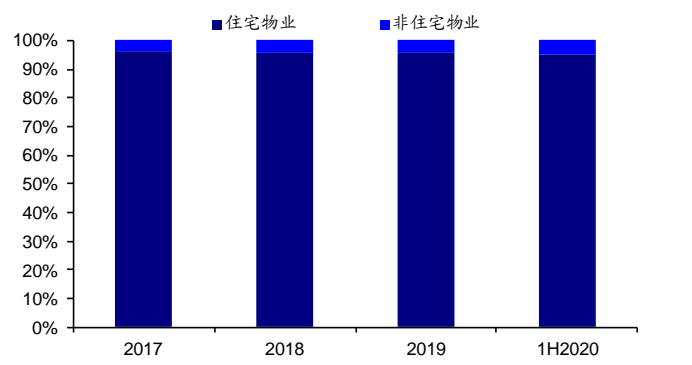
资料来源: 《世茂服务 IPO 招股书》, 海通证券研究所

截止 2020 年上半年底, 公司在长三角、中西部地区、华南地区以及环渤海经济圈的在管物业建面分别为 3207 万平、2283 万平、2215 万平、867 万平。

同时, 近年来公司在非住宅物业方面持续拓展, 目前非住宅物业在管建面处于良性增长趋势。截止 2020 年上半年底, 公司在管住宅、非住宅物业建面分别为 8168 万平、404 万平, 占比分别为 95.3%、4.72%。

**图8 公司在管物业项目分布**


资料来源: 《世茂服务 IPO 招股书》, 海通证券研究所

**图9 公司住宅和非住宅类物业在管面积占比**


资料来源: 《世茂服务 IPO 招股书》, 海通证券研究所

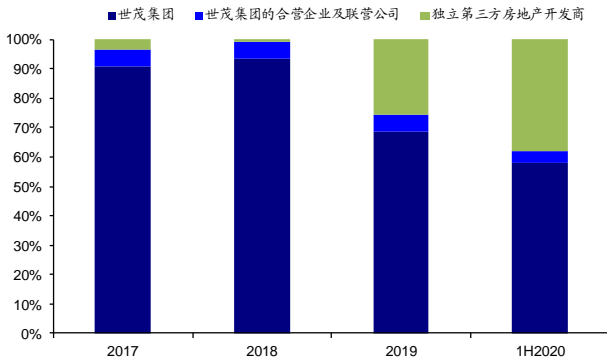
## 2. 公司主要特点分析

### 2.1 依靠世茂集团和外部收购, 公司成长迅速

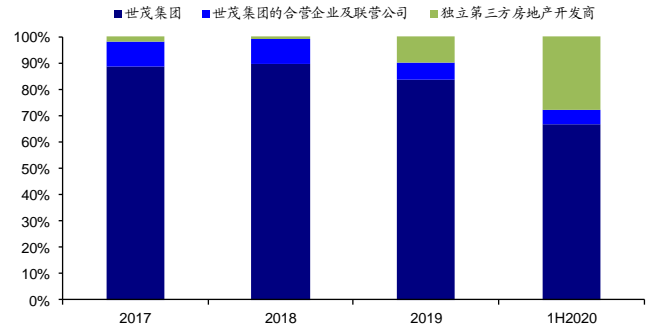
近年来, 公司成长性在行业内领先, 被认可为“中国物业服务百强成长性领先企业”之一。我们认为公司不仅是凭借与母公司世茂集团长期稳定合作, 同时收购其他物业管理公司也在不断扩大其物业管理服务业务规模。

首先, 公司大部分物业管理服务与世茂集团开发的物业有关。截止 2020 年 6 月 30 日, 世茂集团及其合营联营公司交付公司物业建面占比为 62.1%, 且相关物业管理服务所得收入占比为 72.3%。可见, 与母公司的稳定合作是公司保持增速必不可少的重要原因之一。



**图10 世茂集团与独立第三方交付公司物业在管建面占比**


资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》,海通证券研究所

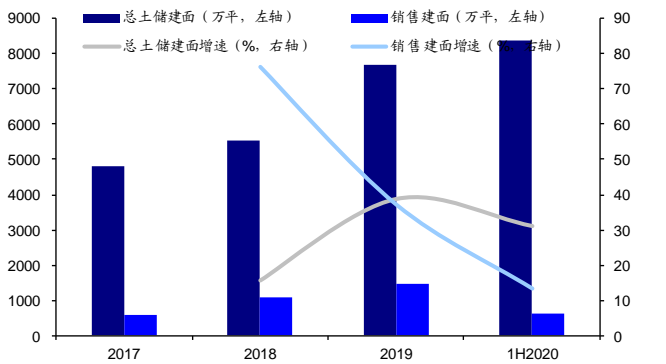
**图11 世茂集团与独立第三方交付公司物业物管服务收入占比**


资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》,海通证券研究所

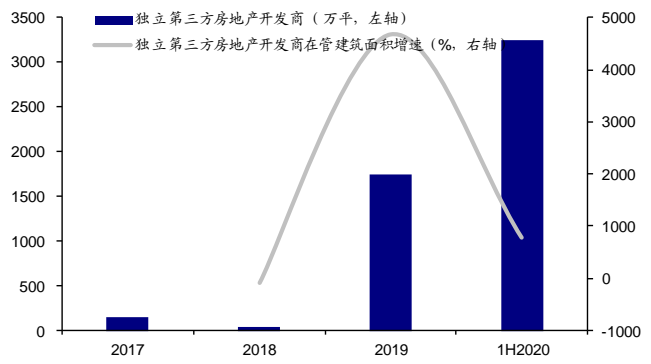
世茂集团紧随国家发展步伐,计划在国家战略重点区域:京津冀、长江中下游、海峡西岸、珠三角等核心城市群持续深耕,重点布局经济发展水平较高及需求旺盛的一二线及强三四线城市。截止 2020 年 6 月 30 日,世茂集团已遍布全国 135 个城市,旗下拥有 423 个项目。

目前世茂集团土地储备和销售建面增速强劲。截止 2020 年 6 月 30 日,世茂集团土地储备 8393 万平,同比增长 31.0%。2020 年上半年,公司实现商品房销售建面 629.8 万平,同比上升 13.30%。公司与世茂集团的长期稳定合作,有助于公司巩固市场地位,扩大全国业务,持续提升服务质量。

其次,公司于 2019 年 7 月收购海量物业的全部股权,新增在管建面 1480 万平,于 2019 年 12 月收购泉州三远的 51% 股权,新增在管建面 130 万平。可以看出,公司在不断扩宽第三方交付物业来源,截止 2020 年 6 月 30 日,公司独立第三方开发商交付物业建面高达 3247 万平,同比增长 792.1%。第三方收购同样也是公司获得较快物业管理规模增长的另一重要因素。

**图12 世茂集团土储和销售建面情况**


资料来源: Wind 资讯,海通证券研究所

**图13 独立第三方交付公司物业建面情况**


资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》,海通证券研究所

如果假设世茂集团未来三年 (2020-2022 年) 销售建面均速、竣工建面均速,以及交付给公司的在管物业建面增量占其竣工建面的比例等于 2017-2019 年的相应数值的均值,则我们可以判断未来三年世茂集团交付给公司管理的物业建面将分别是 701 万平、1021 万平、1486 万平。

**表 1 世茂集团未来可能交付给公司物业建面的分析**

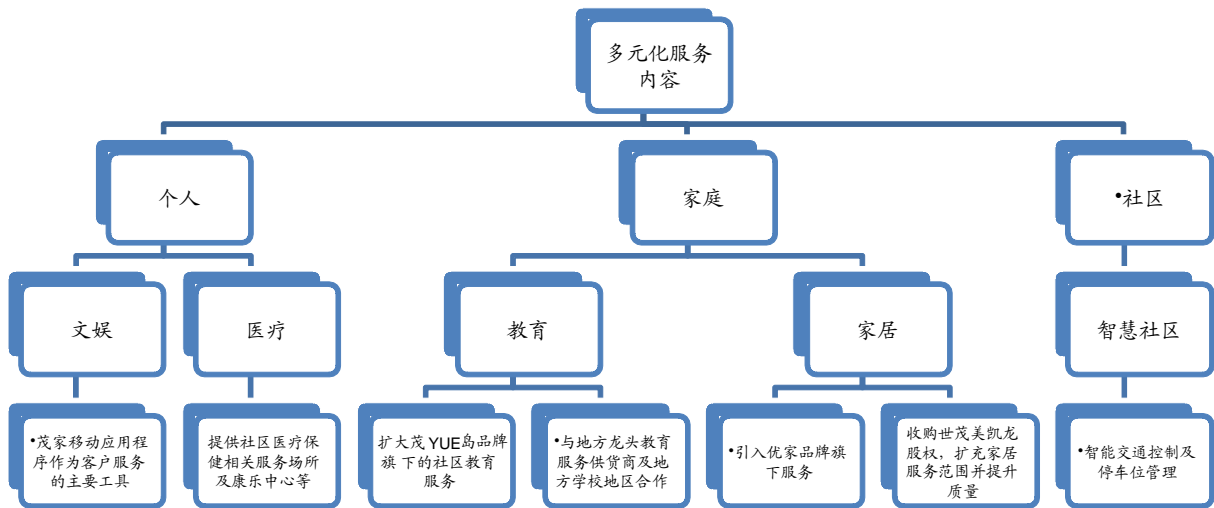
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
世茂集团销售建面 (万平)	606	1069	1466	2133	3105	4520
世茂集团销售建面增速 (%)	23	76	37	46	46	46
世茂集团竣工建面 (万平)	765	892	951	1582	2304	3353
世茂集团竣工建面/销售建面比例 (%)	—	83	65	74	74	74
世茂集团交付公司在管物业建面增量 (万平)	—	327	494	701	1021	1486
世茂集团交付公司在管物业建面增量/竣工建面比例 (%)	—	37	52	44	44	44

资料来源: Wind 资讯,《世茂服务 IPO 招股书》,海通证券研究所测算

## 2.2 推广发展多元化服务，搭建一站式服务平台

公司目前致力于透过优质物业管理及传统增值服务与客户建立的关系进而推广多元化服务，从而建立由个人、家庭、社区组成的生态系统。例如，公司计划以经营图书馆、社区医疗保健相关服务场所等社区空间，满足客户在文化、医疗及娱乐方面的需要；公司也计划依托世茂集团的智慧平台，针对 12 岁以下的儿童开展托育、早教、小学学段的相关教育服务等等。

图14 公司的多元化服务内容



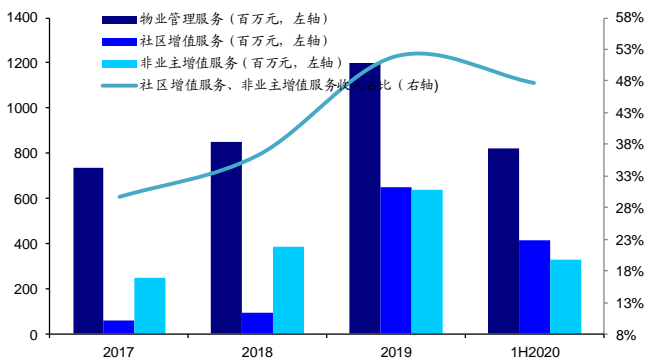
资料来源：《世茂服务 IPO 招股书》，海通证券研究所

近年来，公司的增值服务取得快速增长，2020 年上半年增值服务所得收入为 7.45 亿元，占总收入的百分比高达 47.61%，其中社区增值服务收入和非业主增值服务收入分别为 4.17 亿元和 3.28 亿元。

2020 年 5 月，红杉资本中国基金与腾讯已完成对公司的战略投资。我们认为，红杉资本中国基金的生态系统与公司的社区业务资源方面会产生协同效益，并通过应用物联网、云计算及大数据等技术促使公司运营效益及管理实力改进与优化；同时，腾讯凭借其可融合的线上线下平台，以及其支持的新业务生态系统来增加公司数字升级的实力。

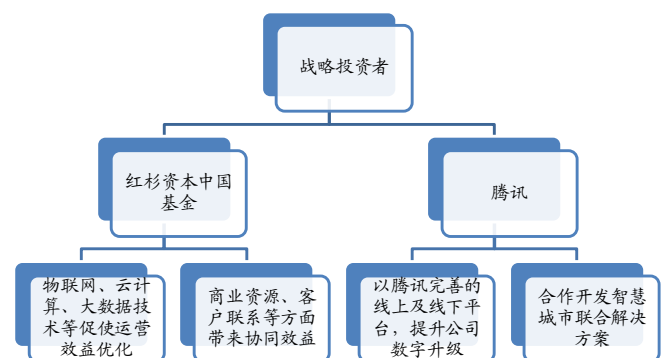
公司计划通过与战略投资者的深度合作，利用其在社区零售、新零售等行业上的商业联系与资源，使得公司能为业主及居民提供更完善的生活体验服务。例如，公司拟与专营汽车维修的红杉资本中国基金投资对象合作作为业主引入以订购为基础的维修及保养服务。

图15 公司的各类型业务收入情况



资料来源：《世茂服务 IPO 招股书》，海通证券研究所

图16 红杉资本和腾讯为公司带来的策略性利益



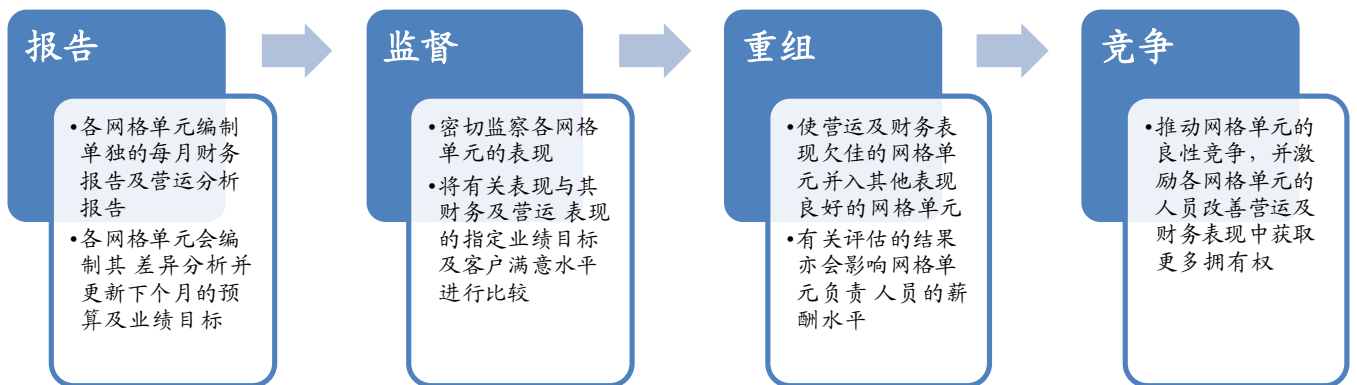
资料来源：《世茂服务 IPO 招股书》，海通证券研究所

## 2.3 网格化管理机制和内部市场化，帮助公司降本增效

公司实行网格化管理机制及内部市场化政策，将物业分为约 1800 个网格单元，由住宅楼宇网格单元及公共区域网格单元组成。通过实行该机制，公司已成功提高运营效率，降低运营成本，使得公司物业管理服务毛利率逐步增长。公司物管服务毛利率从 2017 年的 25.06%，逐年增长至 2019 年的 29.04%。

具体来说，公司根据各网格每月编制的财务、运营分析报告，并密切监察各网格单元的表现，对各网格单元进行评估，同时作出结构变动，使表现欠佳的网格单元并入表现良好的网格单元。由于评估结果会影响各网格单元负责人的薪酬水平，从而推动网格单元的良性竞争，达到改善整体运营效率的目的。

图17 公司网格化管理机制和内部市场化措施

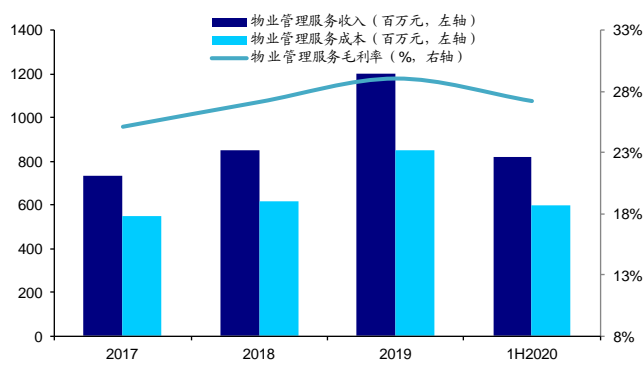


资料来源：《世茂服务 IPO 招股书》，海通证券研究所

公司运营效率不仅在不断优化提升，而且在行业内领先。根据《世茂服务 IPO 招股书》援引中指院的资料，2019 年公司雇员人均收入贡献达 22.33 万元，相比而言，中国物业服务百强企业的均值为 19.89 万元。同年，雇员人均毛利及净利润贡献分别为 7.52 万元及 3.45 万元，而中国物业服务百强企业的均值分别为 4.78 万元及 1.74 万元。

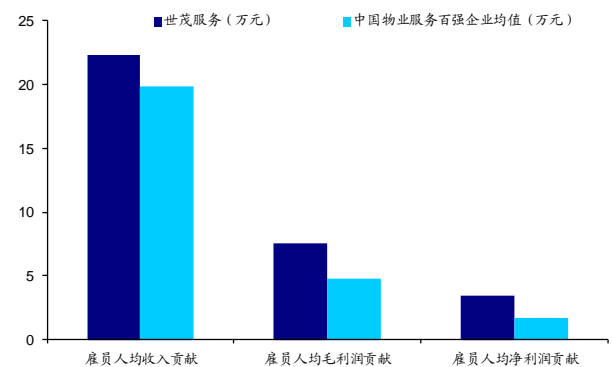
可见，网格化管理机制及内部市场化政策，帮助公司形成了强大的运营能力和高效的运营效率，并预计将推动公司的未来可持续增长。

图18 公司物业管理服务收入成本及毛利率情况



资料来源：《世茂服务 IPO 招股书》，海通证券研究所

图19 2019 年公司雇员人均收入贡献情况与行业均值对比



资料来源：《世茂服务 IPO 招股书》，海通证券研究所

## 3. 公司各主营业务情况

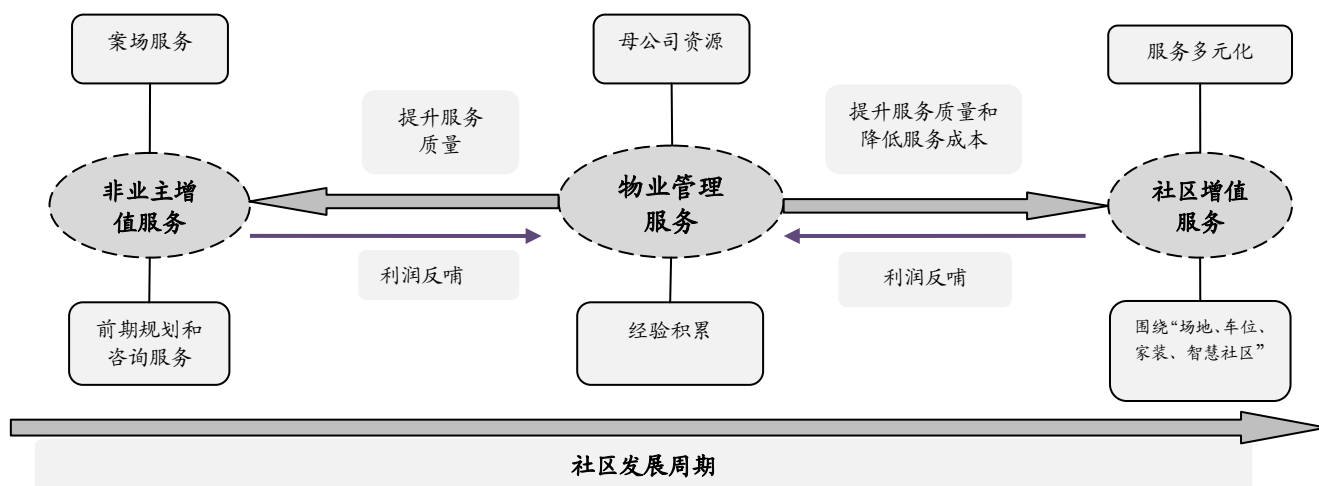
### 3.1 公司各业务间的互动关系

从公司三大业态类型对应的社区发展周期看，非业主增值服务属于物业前期规划和咨询服务以及案场服务，物业管理服务属于物业竣工交付后的物业服务需求，社区增值

服务属于围绕社区“场地、车位、家装、智慧社区”的外延服务需求。

公司的物管服务属于基础性业务，公司据此获得的管理经验积累和母公司的资源有助于其进一步向上获得非业主增值服务，向下进一步围绕“场地、车位、家装、智慧社区”要素外延多元化社区增值服务，从而提高客户的获得感。上述衍生的非业主增值服务和社区增值服务都对公司的物管服务提供了利润反哺。

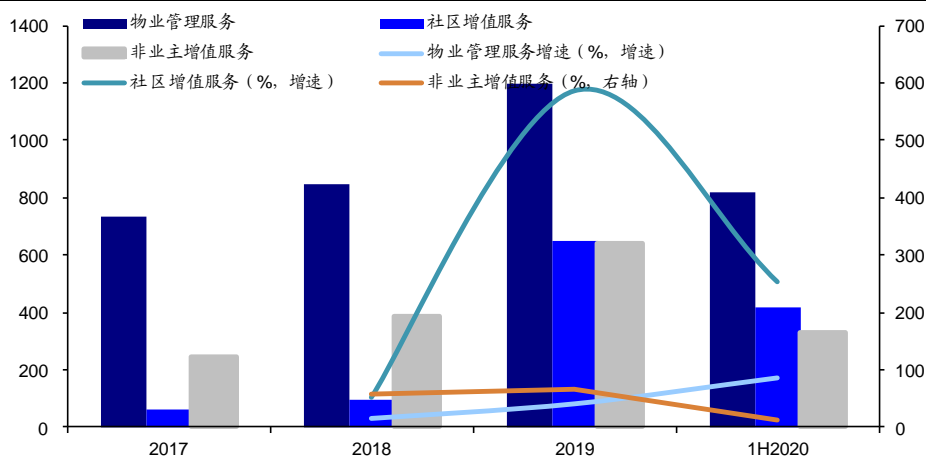
图20 公司三项业务之间的互动促进关系



资料来源：海通证券研究所

近年来，公司各项业务收入保持较快增长。2020年上半年，公司实现物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务收入分别为 8.20 亿元、4.17 亿元和 3.28 亿元，同比增速分别为 87.1%、252.6%、13.4%。

图21 公司分项业务收入及增速

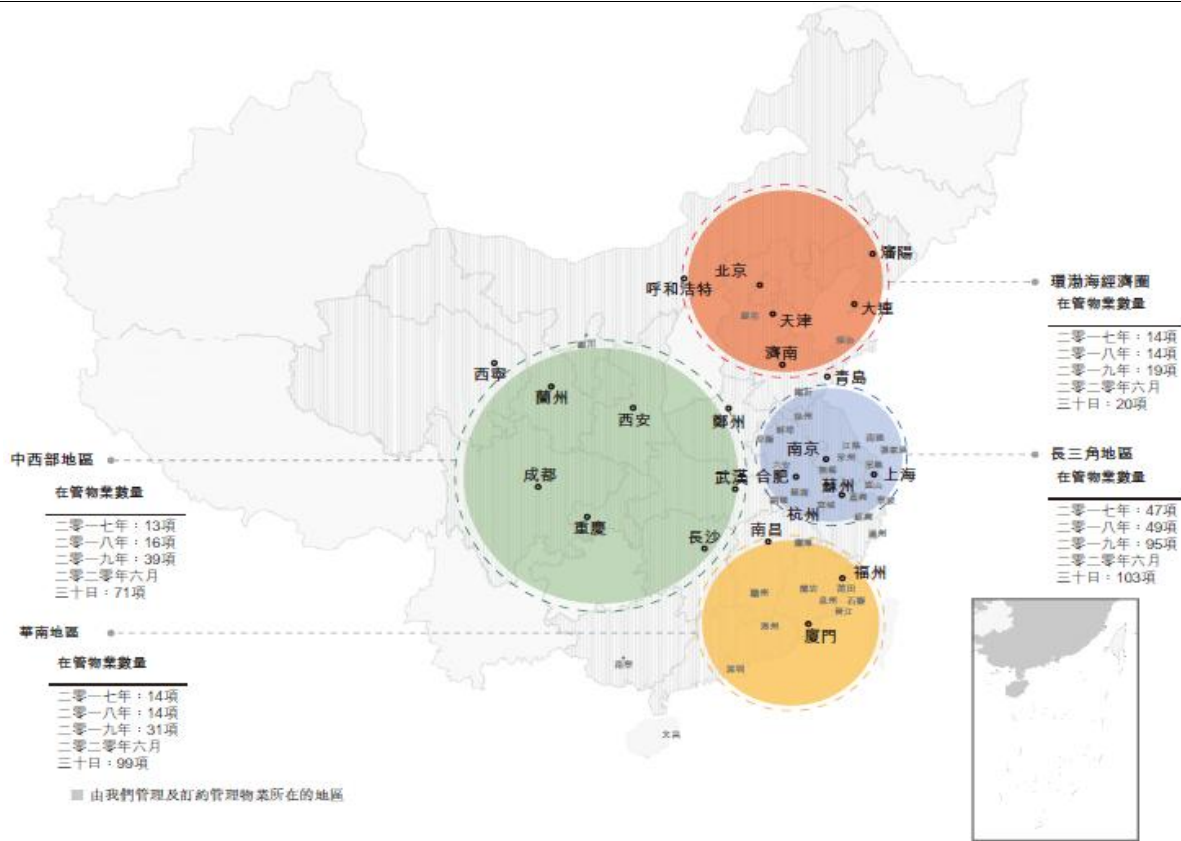


资料来源：《世茂服务 IPO 招股书》，海通证券研究所

### 3.2 物业管理服务

公司物业管理服务包括住宅和非住宅两种物业类型。公司已将业务扩展至全国各地。截止至 2020 年 6 月 30 日，公司的合约总建筑面积达 125.5 百万平方米，覆盖中国 26 个省 108 个城市。具体而言，截至 2020 年 6 月 30 日，公司管理 293 项物业，总在管建筑面积为 85.7 百万平方米。

图22 公司管理及订约管理的物业项目分布

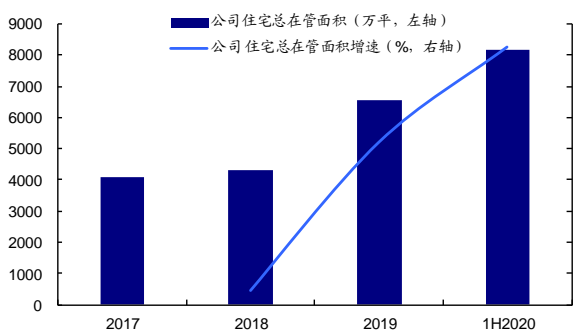


资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》, 海通证券研究所

(一) 住宅物业

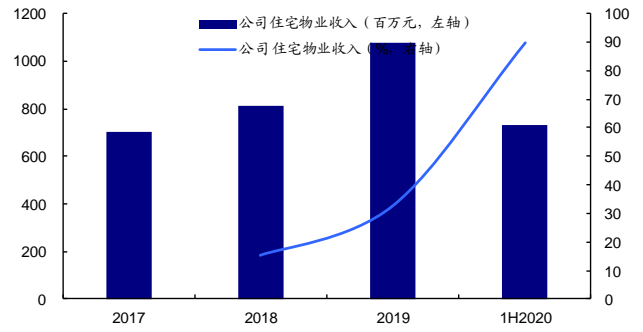
近年来公司住宅物业在管建面持续增长。截止 2020 年上半年底, 公司住宅总在管建面为 8168 万平, 同比增加 82.7%。2020 年上半年, 公司住宅物业管理收入为 7.31 亿元, 同比增加 89.8%。

图23 公司住宅物业在管建面情况



资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》, 海通证券研究所

图24 公司住宅物业收入情况



资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》, 海通证券研究所

项目一: 精品商业物业之宁波世茂天境花园

宁波世茂天境花园位居宁波主城核心, 北邻环城北路、东邻清江路, 毗邻湾头休闲商务区, 家门口即是江北实验中、小学优质学区, 周边日湖公园、绿岛公园、宁波大剧院环聚。成熟的生活配套和一流的生态环境, 深研表里如一的全功能精工住区, 基于世茂服务对当地人居需求的第一洞察, 以及对物联网、大数据、云计算、人工智能等技术创新的运用, 为用户带来线上线下一体化智慧服务体验, 鼎礼而成宁波华宅标杆之作, 赋予甬城全新生活价值观。该项目的开发商为世茂集团, 业主数为 614 户, 占地面积为 110460 平方米, 绿化率为 30%, 在岗人员为 30 余人, 满意度达到 95% 以上。

**图25 宁波世茂天境花园区位图**


资料来源：百度地图，海通证券研究所

**图26 杭州世茂智慧之门实景图**


资料来源：公司官网，海通证券研究所

### 项目二：精品住宅物业之福州世茂云上鼓岭

世茂云上鼓岭位于鼓岭国家风景区内，中国四大避暑胜地之一，周边旅游、休闲、娱乐配套齐全，坐拥尘外另一番风景。多为周边城市业主购置的避暑度假别墅，周末及每年夏季是业主上山入住最密集的时刻。结合社区特点，项目物业用心投入生活便利服务，让业主享受舒心的山上时光，定期开展运动、音乐、艺术等文化活动，让山居旅游文化、故宫国潮文化注入社区生活。该项目的开发商为福州世茂新领域置业有限公司，业主数为 452 户，占地面积为 99712 平米，绿化率为 58%，在岗人员为 11 人，物业管理的满意度达 95% 以上。

**图27 福州世茂云上鼓岭区位图**

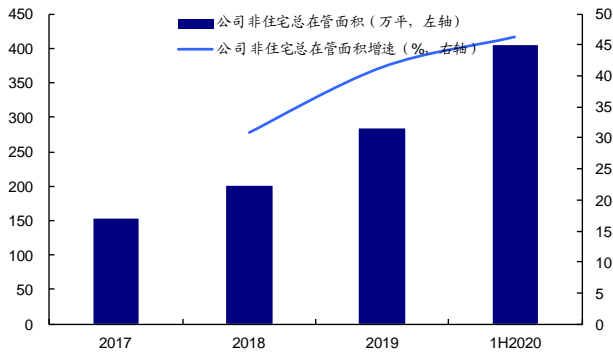

资料来源：百度地图，海通证券研究所

**图28 福州世茂云上鼓岭实景图**

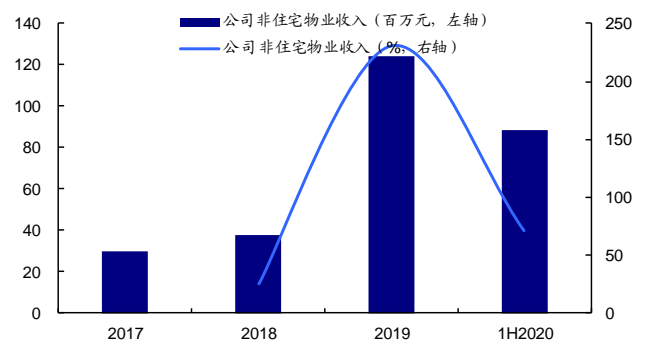

资料来源：公司官网，海通证券研究所

### (二) 非住宅物业

公司所管理的非住宅物业包括政府及公共设施、教育机构、候机楼贵宾厅、康养中心、医院、博物馆及产业园。近年来公司非住宅物业在管建面快速增长。2020 年上半年，公司非住宅总在管建面为 404 万平，同比增加 46.2%。2020 年上半年，公司非住宅物业管理收入为 8874 万元，同比增加 70.9%。

**图29 公司非住宅物业在管建面情况**


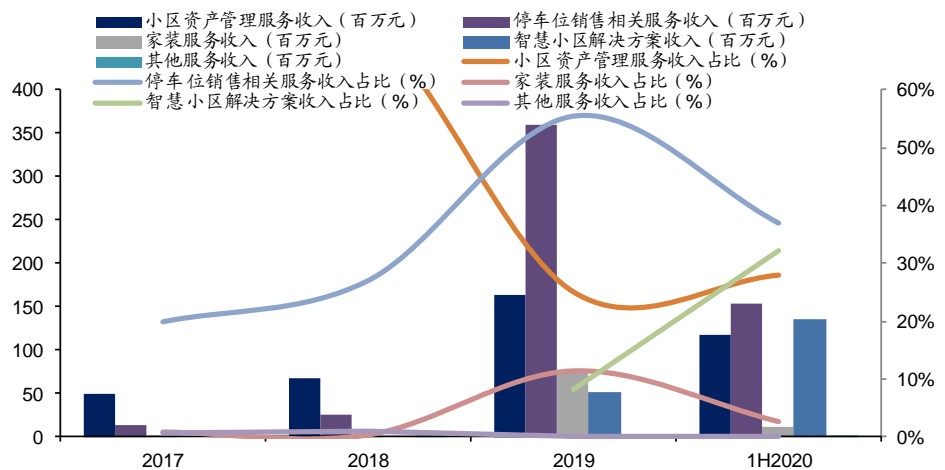
资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》,海通证券研究所

**图30 公司非住宅物业收入情况**


资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》,海通证券研究所

### 3.3 社区增值服务

企业向业主及住户提供社区增值服务,包括 (i)社区资产管理服务,由公司协助业主出租公共空间予第三方以换取预定百分比的租金作为佣金; (ii) 停车位销售相关服务,由公司收取一定比例的销售所得款项作为佣金,或自销售停车位差价产生利润; (iii) 家装服务; (iv) 智慧社区解决方案; 及 (v) 其他服务,主要包括向业主及住户提供的家务及家居电器维修保养服务等服务。近年来公司各项社区增值服务收入持续增长。

**图31 社区增值服务收入情况**


资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》,海通证券研究所

2020 年上半年,公司社区资产管理服务收入、停车位销售相关服务收入、家装服务收入、智慧社区解决方案收入、其他服务收入分别为 1.16 亿元、1.54 亿元、1103 万元、1.35 亿元和 62 万元。

**表 2 公司社区增值服务主要类型介绍**

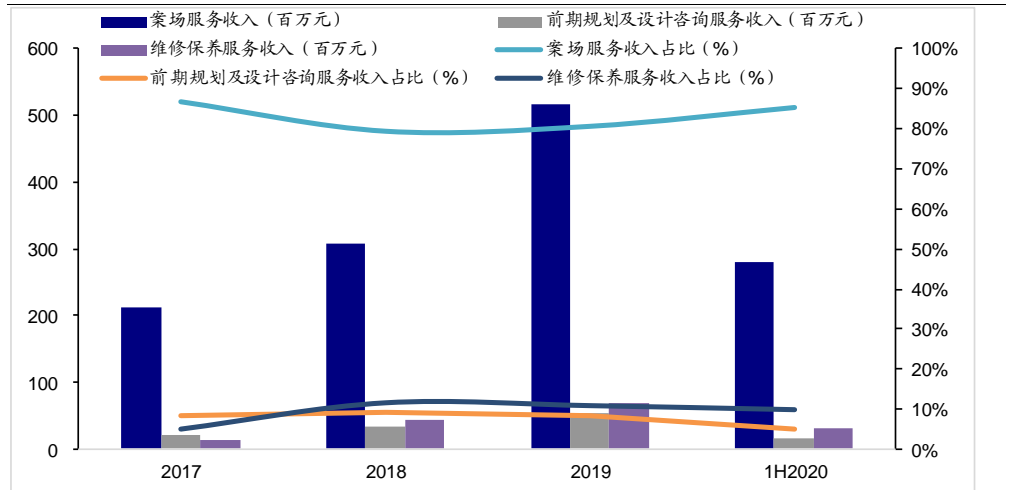
项目	项目
社区资产管理服务	公司协助业主向第三方租用公共空间及公共设施以换取预先厘定比例的租金作为公司的佣金,或就该等公共空间及公共设施提供维修保养服务及就若干小区设施提供租用服务以换取固定服务费。
停车位销售相关服务	停车位销售相关服务包括停车位经纪服务及停车位销售服务
家装服务	2019 年,公司开始向第三方家居服务供货商提供营销及推广服务,透过 More+ 平台展示该等供货商的数据及服务种类,其于公司的在管案场进行线下营销及推广活动。公司正将 More+ 平台纳入茂家移动应用程序。
智慧社区解决方案	借助物联网技术提供家居自动化解决方案,提升业主及住户的家居体验。智慧家居解决方案与日常生活息息相关,包括遥控照明系统、人脸识别门锁、气象感应窗户及声控个人助理设备。

资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》,海通证券研究所

### 3.4 非业主增值服务

公司提供一系列非业主(主要包括房地产开发商)增值服务。该等服务包括 (i) 案

场服务；(ii) 前期规划及设计咨询服务；及 (iii) 维修保养服务。

**图32 非业主增值服务收入情况**


资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》, 海通证券研究所

2020 年上半年, 公司实现案场服务收入、前期规划及设计咨询服务收入、维修保养服务收入分别为 2.80 亿元、1584 万元和 3223 万元, 占比分别为 85.3%、4.8%和 9.8%,

**表 3 公司非业主增值服务主要类型介绍**

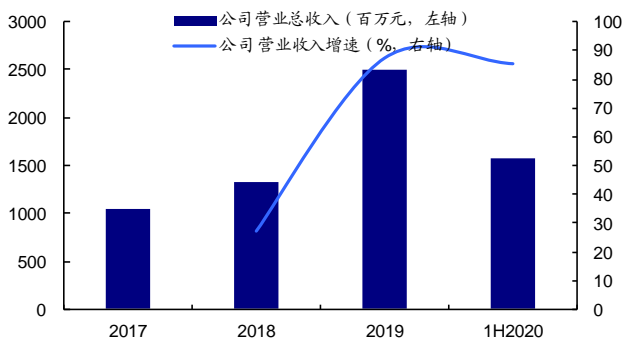
项目	项目
案场服务	公司向房地产开发商的案场及样板房提供物业管理服务, 例如保安及清洁服务。公司并无参与客户的销售交易, 所提供专为确保案场及样板房安全及运作顺畅。
前期规划及设计	公司提供各类前期规划及设计咨询服务, 以满足房地产开发商不同业务营运阶段的需求。公司于施工规划阶段审阅开发商的施工图及从物业管理角度提供建议 (例如节能、消防安全及整体保安意见)。公司亦审查施工过程的主要节点, 确保符合原定设计及相关施工规定。公司于交付后维保期内向房地产开发商提供维修保养服务, 通常持续两年。于保修期内, 房地产开发商委聘公司履行其根据保修的责任。
维修保养服务	

资料来源:《世茂服务 IPO 招股书》, 海通证券研究所

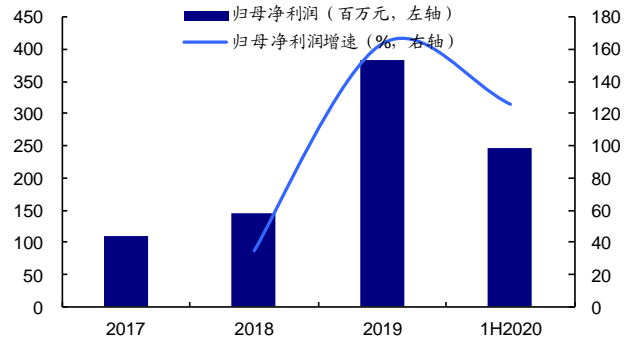
## 4. 公司财务特点分析

### 4.1 近年来公司营收、净利润快速增加, 业务多元化且毛利率上升

近年来, 公司营业总收入和归母净利润快速上行。2020 年上半年, 公司实现营业总收入 15.7 亿元, 同比增加 85.6%。2020 年上半年, 公司实现归母净利润 2.45 亿元, 同比大幅度增加 125.4%。

**图33 近年来公司营业总收入快速上行**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

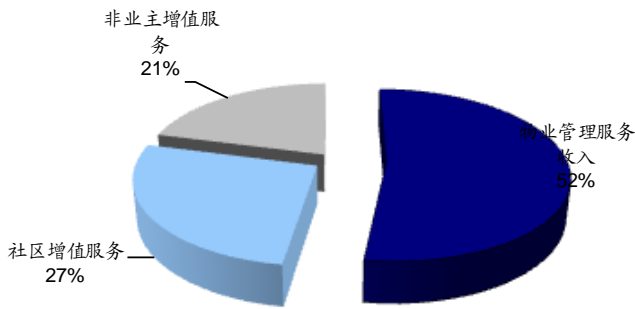
**图34 近年来公司归母净利润上行**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

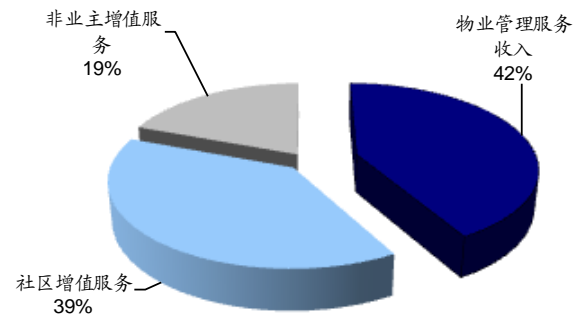
目前, 公司主营业务包括物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务。2020 年上半年, 公司分别实现上述分项主营业务收入为 8.20 亿元、4.17 亿元、3.28 亿元, 占比分别为 52%、27%、21%。2020 年上半年, 公司分别实现上述分项主营业务毛利



润为 2.23 亿元、2.06 亿元、1.03 亿元，占比分别为 42%、39%、19%。

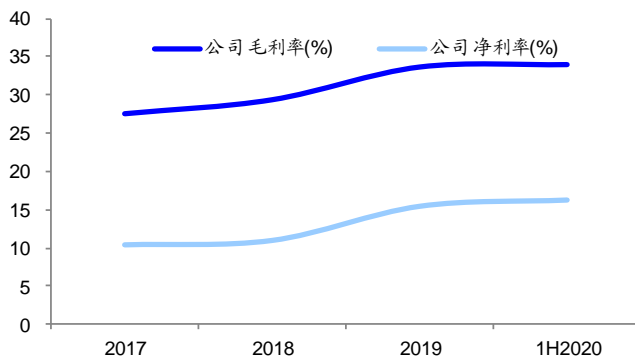
**图35 2020 年上半年公司主营业务收入构成**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

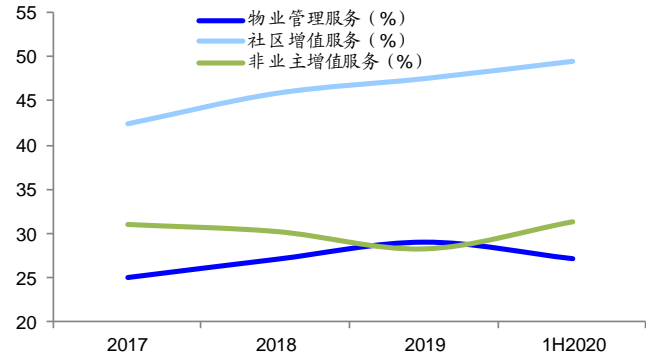
**图36 2020 年上半年公司主营业务毛利润构成**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

近年来公司主营业务毛利率和净利率震荡上行，分项业务毛利率总体稳定，其中社区增值服务的毛利率上行。2020 年上半年，公司主营业务毛利率和净利率分别为 34.0% 和 16.2%。同期，公司物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务毛利率分别为 27.2%、49.4%、31.4%。

**图37 近年来公司毛利率和净利率震荡上行**


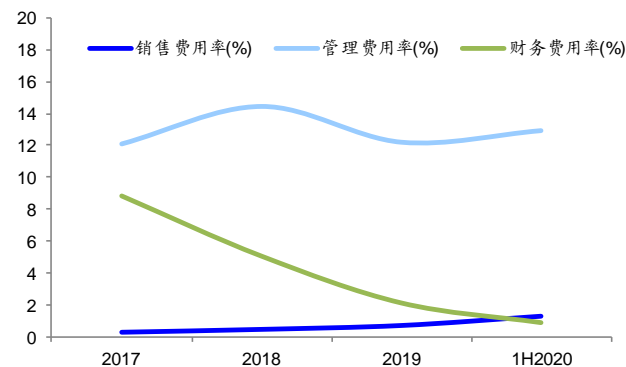
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

**图38 近年来公司分项业务毛利率情况**


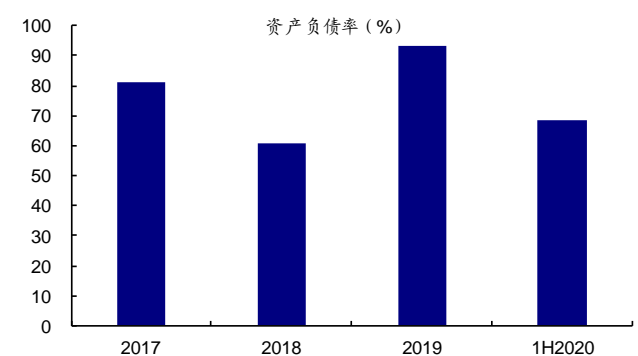
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

## 4.2 公司费用水平稳定，现金流良好，回报率上升

近年来，公司三项费用率保持基本稳定。2020 年上半年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.26%、12.9%、0.84%，三项费用率合计为 15.0%。近年来，公司负债水平稳中趋降。2020 年上半年底，公司资产负债率为 68.2%，有所回落。

**图39 近年来公司三项费用率保持基本稳定**


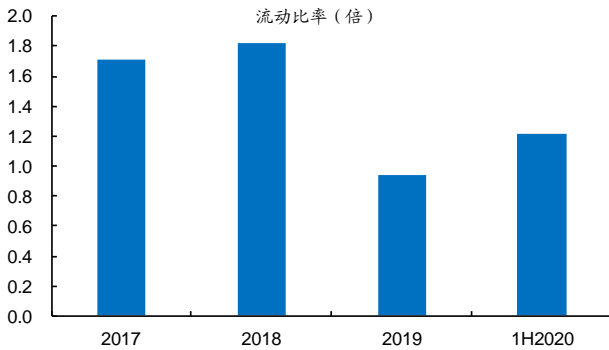
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

**图40 近年来公司资产负债率稳中趋降**


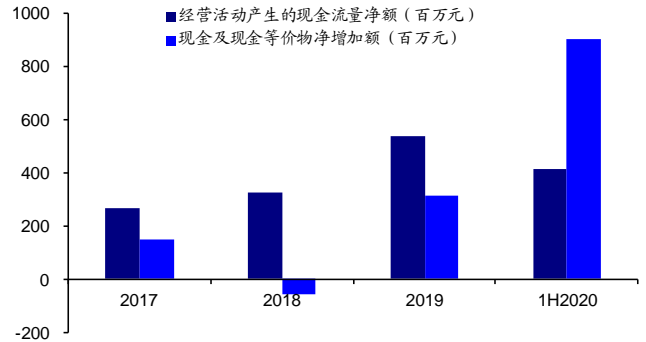
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

近年来，公司短期偿债能力有所回升，现金流总体良好。2020 年上半年，公司流

动比率为 1.21 倍。同期，公司经营活动产生的现金流量净额、现金及现金等价物净增加额分别为 4.16 亿元和 9.04 亿元。

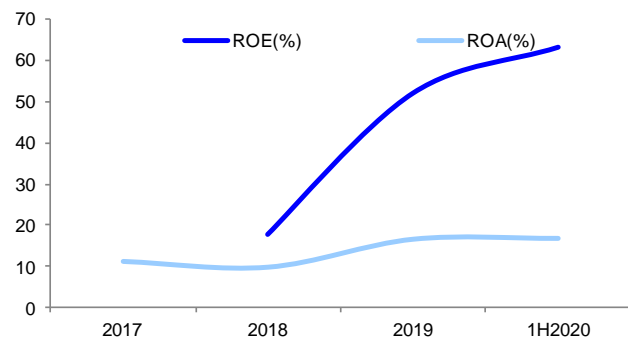
**图41 近年来公司流动比率有所回升**


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

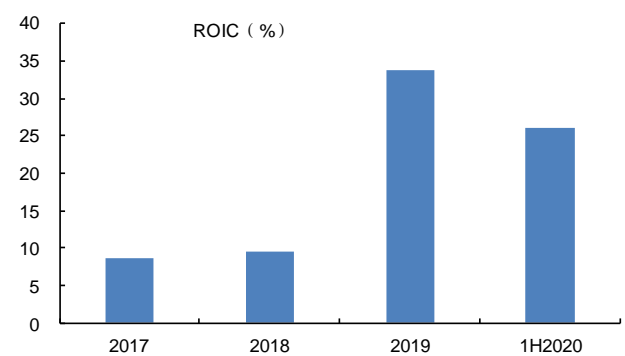
**图42 近年来公司现金流状况良好**


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

近年来，公司资产回报率总体回升，呈现较高水平。2020 年上半年，公司实现年化 ROE 和 ROA 分别为 63.1% 和 16.7%。同期，公司实现 ROIC 为 26.2%。

**图43 近年来公司 ROE 和 ROA 回升**


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

**图44 近年来公司 ROIC 回升**


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

## 5. 公司业绩预测和估值建议

根据公司 IPO 招股书披露：“倘发生下列其中一项或两项：(i) 本公司于截至二零二一年十二月三十一日止财政年度的经审核综合净利润少于人民币 11.7 亿元；及/或(ii) 本公司于截至二零二一年十二月三十一日止财政年度的经审核综合收入少于人民币 81 亿元，则各首次公开发售前投资者有权按其酌情决定（该权利将于上市后存续）……”，我们假设公司 2020 年全年各项业务收入增速为 1H2020 年各项业务收入增速不变，同时假设公司 2021-2022 年各项业务收入增速如下表所示（其中假设公司 2021 年物业管理服务收入和非业主增值服务收入的增速为 2019-2020 年对应增速的均值；从谨慎角度出发，假设社区增值服务收入和其他营业收入增速为 60%，以及 2022 年四项分业务收入增速为 2021 年对应增速的一半）：

**表 4 2020-2022 年公司各业务收入增速假设表**

收入增速假设	2017	2018	2019	1H2020	2020E	2021E	2022E
物业管理服务收入	—	15.65%	41.34%	87.09%	87.09%	64.22%	32.11%
社区增值服务收入	—	51.34%	585.11%	252.57%	252.57%	60.00%	30.00%
非业主增值服务收入	—	56.81%	66.06%	13.41%	13.41%	39.74%	19.87%
其他营业收入	—	-11.63%	462.44%	575.34%	575.34%	60.00%	30.00%

资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

其次，从谨慎角度出发，我们假设公司 2020-2022 年公司各项业务毛利率为 2017-1H2020 年对应业务毛利率的最小值。

**表 5 2020-2022 年公司各业务毛利率假设表**

毛利率假设	2017	2018	2019	1H2020	2020E	2021E	2022E
物业管理服务收入	25.06%	27.11%	29.04%	27.18%	25.06%	25.06%	25.06%
社区增值服务收入	42.45%	45.85%	47.50%	49.43%	42.45%	42.45%	42.45%
非业主增值服务收入	31.05%	30.27%	28.34%	31.35%	28.34%	28.34%	28.34%
其他营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

由此, 公司预计 2020-2022 年公司合计营业总收入分别为 53.05 亿元、84.36 亿元、109.41 亿元。

**表 6 2019-2021 年公司各业务收入预测表 (百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1043.95	1330.58	2496.14	5305.35	8435.85	10941.35
主营业务收入	1042.53	1329.32	2489.09	5257.72	8359.64	10842.28
物业管理服务收入	733.77	848.58	1199.40	2243.97	3684.96	4868.14
社区增值服务	62.55	94.67	648.56	2286.62	3658.60	4756.18
非业主增值服务	246.20	386.08	641.13	727.13	1016.07	1217.96
其他营业收入	1.42	1.25	7.05	47.63	76.21	99.07

资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

综上, 公司预计 2020-2022 年公司将分别实现归母净利润 7.57 亿元、11.92 亿元、15.39 亿元, 则公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.32 元、0.50 元、0.65 元。

**表 7 公司盈利预测表 (百万元)**

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	1043.95	1330.58	2496.14	5305.35	8435.85	10941.35
主营业务收入	1042.53	1329.32	2489.09	5257.72	8359.64	10842.28
二、营业总成本	904.77	1147.10	1979.71	4296.58	6829.96	8858.74
营业成本	755.63	939.03	1651.01	3518.58	5595.05	7258.02
三、营业利润	139.18	183.47	516.43	1008.77	1605.89	2082.61
四、利润总额	145.88	195.19	506.05	1037.95	1634.03	2108.97
减: 所得税	37.10	48.99	121.52	249.11	392.17	506.15
五、净利润	108.78	146.20	384.53	788.84	1241.86	1602.82
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	31.55	49.67	64.11
六、归属母公司所有者净利润	108.78	146.20	384.53	757.29	1192.19	1538.71
总股本 (百万股)	2363.97	2363.97	2363.97	2363.97	2363.97	2363.97
全面摊薄每股收益 (元/股)	0.05	0.06	0.16	0.32	0.50	0.65

注: 2017-2022 年全面摊薄每股收益按照公司最新总股本 23.64 亿股测算。

资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

## 6. 公司投资建议

合理价值区间为 14.12-17.65 港元, “优于大市”评级。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.32 元、0.50 元、0.65 元。参考同类可比公司估值, 给予公司 2021 年 24-30 倍的动态市盈率, 对应合理价值区间为 14.12-17.65 港元 (12.0-15.0 元人民币, 港币汇率中间价为 0.84997 人民币/港元), 给予“优于大市”评级。

表 8 相关上市地产公司估值表(收盘价日期为 2021.1.19)

序号	项目	2020 年 EPS 预测(元/股)	2021 年 EPS 预测(元/股)	2020 年 PE(倍)	2021 年 PE(倍)
02869.HK	绿城服务	0.21	0.27	39.28	30.34
02669.HK	中海物业	0.17	0.22	27.49	21.33
03319.HK	雅生活服务	1.29	1.71	24.24	18.35
06098.HK	碧桂园服务	0.85	1.20	66.75	47.36
01755.HK	新城悦	0.52	0.78	38.67	25.58
01995.HK	永升生活服务	0.23	0.36	90.46	57.80
	均值			47.82	33.46

注:表中的 EPS 预测来自 wind 一致预期,港币汇率中间价为 1 港元=0.84997 人民币。  
资料来源:Wind 资讯,海通证券研究所

## 7. 风险提示

物业项目拓展不及预期;人工成本上升风险;增值业务拓展不及预期风险。

## 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>2496.14</b>	<b>5305.35</b>	<b>8435.85</b>	<b>10941.35</b>
全面摊薄每股收益	0.16	0.32	0.50	0.65	<b>营业成本</b>	<b>1651.01</b>	<b>3518.58</b>	<b>5595.05</b>	<b>7258.02</b>
每股净资产	0.10	4.00	4.50	5.15	毛利率%	33.67%	33.08%	33.07%	33.06%
每股经营现金流	0.23	0.36	0.59	0.73	营业费用	17.82	37.65	59.86	77.64
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业费用率%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
<b>价值评估 (倍)</b>					管理费用	303.91	736.08	1170.35	1517.92
P/E	80.47	40.86	25.96	20.11	管理费用率%	12.21%	14.00%	14.00%	14.00%
P/B	132.35	3.28	2.91	2.54	EBIT	516.35	965.41	1534.38	1988.71
P/S	12.43	5.89	3.70	2.85	财务费用	13.90	-23.98	-22.42	-20.07
EV/EBITDA	56.86	24.09	15.75	12.44	财务费用率%	0.56%	-0.46%	-0.27%	-0.19%
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	资产减值损失	4.73	5.20	5.72	6.29
<b>盈利能力指标 (%)</b>					投资收益	-1.21	0.00	0.00	0.00
毛利率	33.67%	33.08%	33.07%	33.06%	营业利润	516.43	1008.77	1605.89	2082.61
净利率	15.45%	15.00%	14.86%	14.78%	除税前利润	506.05	1037.95	1634.03	2108.97
净资产收益率	164.47%	8.02%	11.21%	12.64%	EBITDA	533.45	969.62	1544.22	2004.13
资产回报率	10.76%	0.20%	0.25%	0.26%	所得税	121.52	249.11	392.17	506.15
投资回报率	-103.33%	38.92%	28.49%	23.96%	有效所得税率%	24.01%	24.00%	24.00%	24.00%
<b>盈利增长 (%)</b>					少数股东损益	0.00	31.55	49.67	64.11
营业收入增长率	87.24%	111.23%	59.00%	29.70%	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>384.53</b>	<b>757.29</b>	<b>1192.19</b>	<b>1538.71</b>
EBIT 增长率	169.95%	86.97%	58.94%	29.61%					
净利润增长率	163.02%	96.94%	57.43%	29.07%					
<b>偿债能力指标</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资产负债率	93.5%	40.4%	47.0%	49.5%	货币资金	849.59	8086.23	7091.90	6414.49
流动比率	0.94	2.16	1.65	1.44	应收款项	2004.07	4456.02	7229.54	9666.56
速动比率	0.86	2.06	1.56	1.37	存货	276.78	589.86	765.68	794.60
现金比率	3.54	40.43	35.46	32.07	其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营效率指标</b>					流动资产合计	3130.44	13132.10	15087.12	16875.66
应收帐款周转天数	337.65	224.24	255.11	284.40	长期股权投资	3.69	6.65	9.60	12.55
存货周转天数	30.59	44.95	44.21	39.23	固定资产	14.03	18.06	22.05	26.00
总资产周转率	0.74	0.54	0.46	0.49	无形资产	122.83	682.48	1236.53	1785.03
固定资产周转率	1.78	1.11	0.88	0.81	非流动资产合计	444.50	2766.54	5139.11	7514.26
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	资产总计	3574.93	15898.65	20226.23	24389.92
净利润	384.53	757.29	1192.19	1538.71	短期借款	239.79	200.00	200.00	200.00
非现金支出	17.10	4.21	9.84	15.43	应付账款	259.29	552.59	878.69	1139.86
非经营收益	107.44	46.05	73.96	84.32	其它流动负债	2665.51	5011.04	7569.05	9718.73
营运资金变动	27.99	41.29	122.42	95.09	流动负债合计	3315.16	6081.69	9153.46	11714.49
经营活动现金流	537.06	848.84	1398.41	1733.54	长期借款	0.00	150.00	225.00	262.50
<b>资产</b>	<b>-21.93</b>	<b>-2394.68</b>	<b>-2394.16</b>	<b>-2393.59</b>	其它长期负债	25.97	188.96	127.92	90.26
投资	-103.90	-2.95	-2.95	-2.95	非流动负债合计	25.97	338.96	352.92	352.76
其他	753.81	89.56	59.38	74.59	负债总计	3341.14	6420.65	9506.38	12067.25
投资活动现金流	627.98	-2308.07	-2337.73	-2321.95	实收资本	0.00	5.09	5.09	5.09
<b>债权募资</b>	<b>-319.13</b>	<b>300.00</b>	<b>-25.00</b>	<b>-62.50</b>	普通股股东权益	233.80	9446.44	10638.63	12177.33
股权募资	0.00	8455.36	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	31.55	81.23	145.34
其他	-534.03	-59.49	-30.00	-26.50	负债和所有者权益合计	3574.93	15898.65	20226.23	24389.92
融资活动现金流	-853.16	8695.87	-55.00	-89.00					
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>311.88</b>	<b>7236.64</b>	<b>-994.32</b>	<b>-677.41</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 19 日; (2) 以上各表均为简表。2018-2022 年 EPS 按照最新总股本 23.64 亿股计算。

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

### 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  
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  
姜珊珊(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 zzz13186@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  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zzw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勤(021)23219733 zzz12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748 ly12337@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  
相姜(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  
郝蕾 23963569 hl12742@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

## 电子行业

尹苓(021)23154119 yll11569@htsec.com  
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
联系人  
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

## 煤炭行业

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

## 电力设备及新能源行业

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 xbq6583@htsec.com

## 基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

## 计算机行业

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

## 通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com  
联系人  
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

## 非银行金融行业

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

## 交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
罗月江(010)56760091 lryj12399@htsec.com  
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

## 纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com

## 建筑建材行业

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

## 机械行业

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

## 钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

## 建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

## 农林牧渔行业

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

## 食品饮料行业

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

## 军工行业

张恒晖 zhx10170@htsec.com  
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
联系人  
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

## 银行行业

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

## 社会服务行业

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

## 家电行业

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

## 造纸轻工行业

赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
联系人  
柳文韬(021)23219389 lwt13065@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  
季唯佳(021)23219384 jiwj@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 010-58067936 gn12384@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
郭金垚(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