

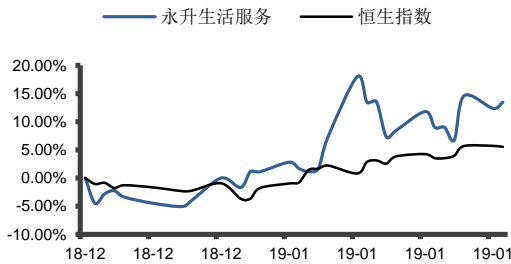
研究所

证券分析师：张蕾 S0350516070002
021-58980267 zhangl06@ghzq.com.cn

实力背景+高效团队，物管新龙头整装待发

——永升生活服务（1995.HK）深度报告

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
永升生活服务	16.96	12.36	12.36
恒生指数	8.39	10.66	-16.15

市场数据

	2019/1/30
当前价格（港元）	2.00
52周价格区间（港元）	1.59-2.19
总市值（百万港元）	3072.80
流通市值（百万港元）	3072.80
总股本（万股）	153640.00
流通股（万股）	153640.00
日均成交额（百万港元）	5.40
近一月换手（%）	2.26

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 背靠旭辉集团，快速成长的高品质物业管理服务商。**永升生活服务为旭辉控股集团同一控制人下的物业管理公司，主要业务为向中高端住宅、办公楼、商业园区、政府、学校、医院等提供物业管理服务以及相应的增值服务。截止2018H1，公司于全国35个城市签约项目264个，签约面积4235万平方米，服务家庭超过17.8万户，在中指院发布的2018年物业百强企业中排名第20位。2017年公司营收、净利润分别为人民币7.26亿元、7644万元，物业管理服务收入占比65%，为当前公司收入主要来源。
- 规模增长+综合毛利率提升，促进收入、利润快速双升。**1) 公司2015-2018H1综合毛利率水平提升明显，一方面社区智能化设备引入、人员管理和预算制度优化、结构调整等措施提升运营效率，从而导致包干制物业管理服务毛利率显著提升；另一方面来自于高附加值社区增值服务业务的迅速发展。2) 2015-2017年公司签约面积、在管面积CAGR分别为48%、65%，其中非住宅在管面积占比19%，2015-2017年CAGR为81%。3) 2015-2017年公司营业收入、净利润CAGR分别为47%、122%，其中物业管理服务、社区增值服务收入CAGR分别为50%、113%。
- 三驾马车驱动业务快速增长，社区增值服务成效显著，激励机制富有竞争力。**1) 公司与旭辉集团长期保持合作关系，未来将继续受益于其快速增长红利。2) 基于多业态管理经验和严格品控下的口碑效应，配以高效的一线人员配置和激励机制，独立外拓+合资合作相结合模式将促进公司第三方拓展继续快速推进。3) 增值业务方面，公司单位在管面积效率在可比上市公司中处于领先地位，在业主规模增长和产品不断丰富创新下，预计未来公司社区增值服务将继续以较快速度增长，从规模和毛利率的两个角度共同促进公司收入的多元化和盈利的高质量化。4) 公司引入高效管理团队和核心业务人员，激励机制在上市物业管理公司中具备明显竞争力。
- 盈利预测和投资评级：**首次覆盖买入评级。我们认为公司未来成长逻辑清晰，业绩增长确定性较强，主要来自于：1) 基础物业管理服务规模增长：旭辉集团每年销售面积输入+第三方拓展强劲态势+并购预期；2) 增值服务规模增长：产品创新丰富+用户规模增长推动。预计公司2018-2020年归属上市公司股东净利润分别为人民币113百万元、203百万元、310百万元，对应动态PE分别为23.4倍、

13.0 倍、8.5 倍。中长期视角，我们看好公司清晰的成长逻辑下未来规模的增长空间，平台价值将逐渐体现，同时增值业务所带来的结构也将不断优化，公司有望同时进入盈利增长和估值修复期。首次覆盖给予买入评级。

- **风险提示：** 1) 上游房地产周期风险； 2) 人力成本持续上涨风险； 3) 业务拓展进度不达预期风险； 4) 业绩不达预期风险； 5) 股价波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	726	1,040	1,581	2,420
增长率(%)	51.1%	43.3%	52.0%	53.1%
归母净利润（百万元）	76	113	203	310
增长率(%)	127.5%	47.4%	80.2%	52.6%
摊薄每股收益（元）	0.05	0.07	0.13	0.20
ROE(%)	31.2%	11.7%	18.4%	23.5%

注：表中盈利预测数据为人民币。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 公司介绍：背靠旭辉集团，耕耘物业服务十六年.....	5
1.1、 发展历程：十六年耕耘，多业态经营.....	5
1.2、 股权结构：林氏家族为实际控制人.....	5
2、 享旭辉控股销售增长红利，独立品牌影响力已形成.....	6
2.1、 物业管理服务：坚持高品质服务，管理业态多元化，管理规模增速快.....	6
2.2、 增值服务：社区增值服务坚守匠心，规模快速增长.....	9
3、 财务情况：收入利润快速增长，多元业务均衡发展.....	10
4、 公司看点：由集团支持到独立运营，多元化业务齐头并进.....	13
4.1、 看点之一：三驾马车驱动，规模增长前景良好.....	13
4.2、 看点之二：坚守匠心，增值服务增效显著.....	16
4.3、 看点之三：高效管理团队引入，富有竞争力的激励机制.....	18
5、 盈利预测与评级.....	19
6、 风险提示.....	21

图表目录

图 1: 永升生活服务公司发展历程	5
图 2: 永升生活服务股权结构	6
图 3: 永升生活服务地理分布	7
图 4: 永升生活服务物业管理费单价 (单位: 元 RMB/月*平米)	8
图 5: 永升生活服务物业管理合同续约率 (单位: %)	8
图 6: 永升生活服务社区增值服务收入及占比 (单位: 万元 RMB、%)	10
图 7: 永升生活服务社区增值服务收入构成 (单位: 万元 RMB)	10
图 8: 永升生活服务非业主增值服务收入及增速 (单位: 万元 RMB、%)	10
图 9: 永升生活服务非业主增值服务收入构成 (单位: 万元 RMB)	10
图 10: 基础物业服务收入占比横向比较 (单位: %)	11
图 11: 永升生活服务三大业务毛利率水平 (单位: %)	12
图 12: 永升生活服务利润和现金流状况 (单位: 万元 RMB)	13
图 13: 旭辉控股集团的“3+X”全国化布局	14
图 14: 2016-2017 年百强企业管理项目各业态面积及收入占比情况 (单位: %)	15
图 15: 2017 年百强企业管理项目各业态平均物业费单价及收缴率 (单位: 元 RMB/月*平方米、%)	15
图 16: 公司单位面积社区增值服务收入 (单位: 元 RMB/平米*年)	18
图 17: 2017 年单位面积社区增值服务收入横向比较 (单位: 元 RMB/平米*年)	18
图 18: 绿城服务 PE (ttm) 估值区间 (单位: 倍)	20
图 19: 碧桂园服务 PE (ttm) 估值区间 (单位: 倍)	20
表 1: 永升生活服务管理规模和收费制	7
表 2: 永升生活服务项目来源	7
表 3: 永升生活服务包干制物业管理服务毛利率水平测算 (单位: 万元 RMB、%)	8
表 4: 永升生活服务管理项目类型	9
表 5: 永升生活服务非住宅项目来源	9
表 6: 永升生活服务收入构成及净利润 (单位: 万元 RMB、%)	11
表 7: 永升生活服务销售成本构成 (单位: 万元 RMB、%)	12
表 8: 永升生活服务货币资金规模和带息债务规模 (单位: 万元 RMB、%)	13
表 9: 旭辉控股集团 (0884.HK) 销售面积和新增土地储备 (单位: 万平方米、%)	14
表 10: 永升生活服务部分战略合作方基本情况举例	16
表 11: 永升生活服务家居生活服务在不同业态的暖心服务	17
表 12: 上市物业公司激励方案案例	19
表 13: 永升生活服务盈利预测结果 (单位: 万元 RMB、%)	19
表 14: 港股上市社区服务类公司估值比较	21

1、公司介绍：背靠旭辉集团，耕耘物业服务十六年

1.1、发展历程：十六年耕耘，多业态经营

永升生活服务为旭辉控股集团旗下的物业管理服务商，成立于2002年，公司的主要业务为中高端住宅、办公楼、商业园区、政府、学校、医院等提供物业管理服务，以及对房屋资产的全生命周期管理和为广大业主提供的社区增值服务。公司于2016年改制成功，挂牌新三板，独立于旭辉集团运作。2018年12月正式于香港联交所上市，代码1995.HK。截止2018年6月底，公司合约建筑面积为4235万平方米，签约项目数量264个，服务家庭超过17.8万户，已进驻全国35个城市。根据中国指数研究院发布的2018年中国物业服务百强企业研究报告，永升生活服务排名第20位。

图 1：永升生活服务公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

永升物业于2003年开始为旭辉集团在北京开发的物业提供物业管理服务，2013年开始管理由独立第三方物业开发商开发的物业，2016年起独立于旭辉集团运作。截止目前，上市公司与旭辉控股集团拥有同一实际控制人——林氏家族。

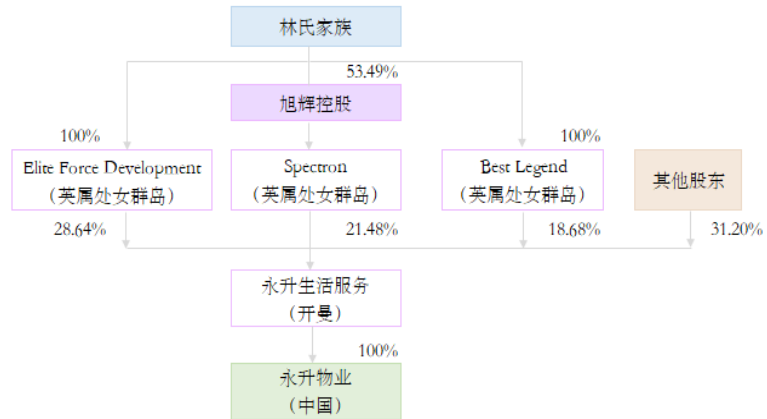
1.2、股权结构：林氏家族为实际控制人

本次IPO最终发行价1.78港元/股，共计发行股份数（含超额配售股）41640万股，扣除佣金等费用最终募集资金净额74119.2万港元。根据招股说明书公告，公司募集资金用途包括：约55%用于全球战略性收购及投资机会、约26%用于社区的智能化改造、9%用于开发一站式服务社区平台及“悦生活”在线服务平台

台、约 10%作为营运资金补充。

公司实际控制人为林氏家族。本次 IPO 后，林氏家族分别通过第一大股东 Elite Force Development、旭辉控股、Best Legend 分别持股 28.64%、21.48%和 18.68%，合计持有上市公司股份比例为 58.81%，为上市公司实际控制人。

图 2: 永升生活服务股权结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、享旭辉控股销售增长红利，独立品牌影响力已形成

2.1、物业管理服务：坚持高品质服务，管理业态多元化，管理规模增速快

1) 背靠旭辉集团，过去几年管理规模快速增长，区域以东部沿海为主

截止 2018H1，公司合约建筑面积为 4235 万平方米，在管面积为 3212 万平方米，2015-2017 年签约建筑面积和在管面积 CAGR 分别为 47.9%、64.6%。增量签约面积中目前以全权委托方式获取为主，2015-2017 年新增签约项目中除 2017 年有大约 34%的并购面积外（宁波永达），其余均来自于全权委托。

公司在管项目以包干制为主，其中 86%的在管建筑面积面积和 99%的收入为包干制。目前项目主要位于东部沿海发达地区和中西部重要城市，截止 2018H1 东部区域在管面积占比 73%，收益占比 67%。

表 1: 永升生活服务管理规模和收费制

管理项目规模 (单位: 万平方米)						包干制 VS 酬金制 (在管项目, 单位: 万平方米)					
	2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	2018H1		2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	2018H1
在管面积	978	1,614	2,650	64.6%	3,212	包干制	945	1,574	2,575	65.1%	2,767
同比	40.9%	65.1%	64.2%	-	-	占比	96.7%	97.6%	97.2%	-	86.2%
合约面积	1,525	2,264	3,337	47.9%	4,235	酬金制	32.6	38.3	73.3	49.9%	443
同比	31.3%	48.5%	47.4%	-	-	占比	3.3%	2.4%	2.8%	-	13.8%

资料来源: 永升生活服务招股书, 国海证券研究所

图 3: 永升生活服务地理分布



资料来源: 永升生活服务招股书, 国海证券研究所

公司项目来源包括旭辉控股集团开发的物业项目和来自于第三方拓展的物业项目。按在管建筑面积口径看, 来自旭辉控股集团开发的物业项目占比 42.2%, 第三方来源占比 57.8%; 按收入口径看, 来自旭辉控股集团开发的物业项目占比 67.6%, 第三方来源占比 32.4%。

表 2: 永升生活服务项目来源

在管建筑面积口径 (单位: 万平方米、%)						收入口径 (单位: 万元 RMB、%)					
	2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	2018H1		2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	2018H1
开发商	873	1,157	1,320	23.0%	1,354	开发商	20,111	26,525	33,731	29.5%	20,292
占比	89.3%	71.8%	49.9%	-	42.2%	占比	96.2%	89.6%	71.4%	-	67.6%
第三方	105	455	1,328	256.0%	1,856	第三方	784	3,089	13,496	314.9%	9,721
占比	10.7%	28.2%	50.1%	-	57.8%	占比	3.8%	10.4%	28.6%	-	32.4%

注: 第三方物业指独立于旭辉集团的第三方和旭辉集团非控股权益的物业。资料来源: 永升生活服务招股书, 国海证券研究所

2) 坚持高品质服务, 续约情况良好

公司 2018H1 来自旭辉集团的项目平均物业服务费单价为 2.92 元 RMB/月*平米, 高于百强物业平均水平, 在上市公司中亦处于较高水平。来自于第三方的项目物

业管理费单价由于 2017 年并购原因有所下滑，但随着更多优质项目的拓展 2018H1 已呈回升趋势。

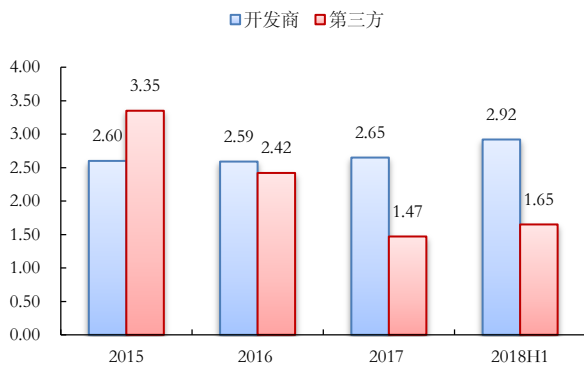
永升生活服务包干制物业管理服务毛利率水平由 2015 年的 9.6% 提升至 2018H1 的 22.8%，主要原因在于：1) 社区智能化设备引入、人员管理增效及采购预算制度优化等带来的运营效率提升；2) 新项目承接拉动作用；3) 多元化项目所带来的结构优化。日常服务的内容、人员数量和相对较高素质服务人员的配置等方面仍然是公司坚持高品质服务的重要内容，因此公司经营层面将兼顾服务质量和盈利能力，战略上维持住宅基础物业管理服务 20% 左右的毛利率水平，略低于同类可比上市公司（绿城服务除外），以保障基础服务的品质和在管项目的持续性。2015-2018H1 公司在管项目历史续约率均超过 96%，总体来看优于百强物业平均水平（图 5）。

表 3: 永升生活服务包干制物业管理服务毛利率水平测算(单位: 万元 RMB、%)

	2015	2016	2017	2018H1
物业管理服务收入①	20895	29613	47227	30,013
包干制收入②	20,839	29,082	46,844	29,686
酬金制收入③	55.8	532	383	327
物业管理服务收入毛利④	2,057	4,350	8,524	7105.7
酬金制毛利⑤=③*100%	56	532	383	327
包干制毛利⑥=④-⑤	2,001	3,818	8,141	6,779
包干制毛利率⑦=⑥/②	9.60%	13.13%	17.38%	22.83%

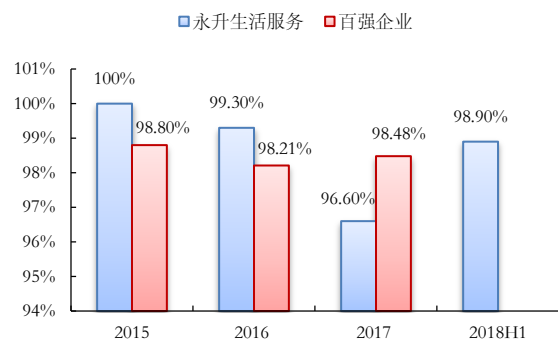
注：酬金制毛利率为 100%。资料来源：公司招股书，国海证券研究所测算

图 4: 永升生活服务物业管理费单价(单位: 元 RMB/月*平米)



资料来源：公司招股书，国海证券研究所

图 5: 永升生活服务物业管理合同续约率(单位: %)



资料来源：公司招股书、中国指数研究院，国海证券研究所

3) 管理项目业态多元化，第三方拓展为非住宅项目增长重要动力

公司目前在管和签约项目包括中高端住宅、商业、办公楼、公众物业、工业园区、医院及学校等多种业态。其中，2018H1 住宅、非住宅项目分别占在管建筑面积的比例为 81%、19%，住宅、非住宅项目分别占物业管理收入的比例为 73%、27%。其中，公司来自于非住宅物业的收益由 2015 年的人民币 6186 万元提升至 2017 年 12615 万元，CAGR 达到 42.8%。

表 4: 永升生活服务管理项目类型

在管面积项目类型 (单位: 万平方米、%)						在管项目类型 (按收入) (单位: 万元 RMB、%)					
	2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	2018H1		2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	2018H1
住宅	850.2	129%	2230.8	62.0%	2599.9	住宅	14708.6	21329.4	34612	53.4%	21900.4
占比	87.0%	80.4%	84.2%	-	81.0%	占比	70.4%	72.0%	73.3%	-	73.0%
非住宅	127.4	316.2	417.1	80.9%	610	非住宅	6186.2	8283.9	12614.8	42.8%	8112.9
占比	13.0%	19.6%	15.8%	-	19.0%	占比	29.6%	28.0%	26.7%	-	27.0%

资料来源: 永升生活服务招股书, 国海证券研究所

从项目来源角度看, 不论是旭辉集团、还是第三方来源的项目均符合公司多元化结构特点。值得关注的是, 来自于第三方拓展的非住宅项目在管面积和收入 2015-2017 年 CAGR 分别达到 245%、341%, 且占公司在管非住宅物业总建筑面积和总收入比例分别由 2015 年的 15.4%、2.7% 提升至 2018H1 的 68.3%、28.7%, 表明第三方拓展为公司非住宅物业管理项目增长重要动力。

表 5: 永升生活服务非住宅项目来源

在管面积项目类型 (单位: 万平方米、%)						在管项目类型 (按收入) (单位: 万元 RMB、%)					
	2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	2018H1		2015	2016	2017	2015-2017 CAGR	2018H1
开发商	107.8	138.2	183.1	30.3%	193.4	开发商	6019.2	7215.3	9372.8	24.8%	5784.5
占比	84.6%	43.7%	43.9%	-	31.7%	占比	97.3%	87.1%	74.3%	-	71.3%
第三方	19.6	178.0	234.0	245.3%	416.6	第三方	167.0	1068.6	3242.0	340.6%	2328.4
占比	15.4%	56.3%	56.1%	-	68.3%	占比	2.7%	12.9%	25.7%	-	28.7%

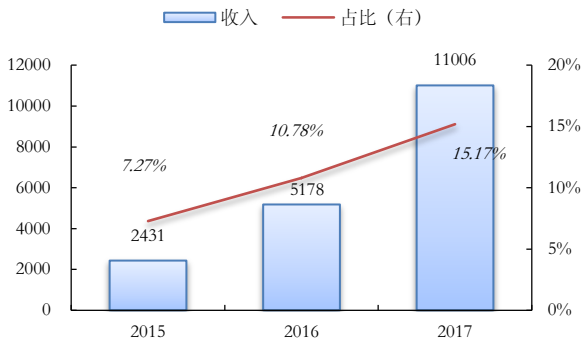
注: 本表中占比为占非住宅总在管面积比例、占非住宅收益比例。资料来源: 永升生活服务招股书, 国海证券研究所

2.2、增值服务: 社区增值服务坚守匠心, 规模快速增长

社区增值服务: 社区增值服务主要为公司针对业主及住户提供的、围绕社区生活和客户资产保值增值相关的服务内容, 包括: 1) 家居生活服务, 如废物清洁、团购、拎包入住、房修、能源费用和代收代缴服务等; 2) 停车位管理、租赁和销售服务; 3) 房屋经纪服务; 4) 公共区域增值服务。

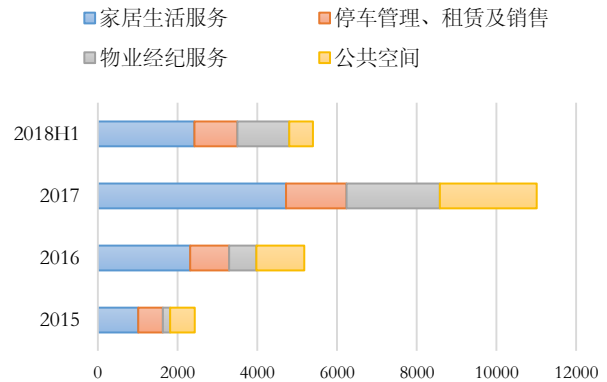
规模和增速来看, 公司 2017 年社区增值服务收入人民币 11006 万元, 2015-2017 年 CAGR 为 113%, 收入占比由 2015 年的 7.3% 提升至 2017 年的 15.2%。结构来看, 社区增值服务中占比最高的为附加价值较高的家居生活服务 (内容见表 11), 其次为公共空间租赁和房屋中介服务。

图 6: 永升生活服务社区增值服务收入及占比 (单位: 万元 RMB、%)



资料来源: 公司招股书, 国海证券研究所

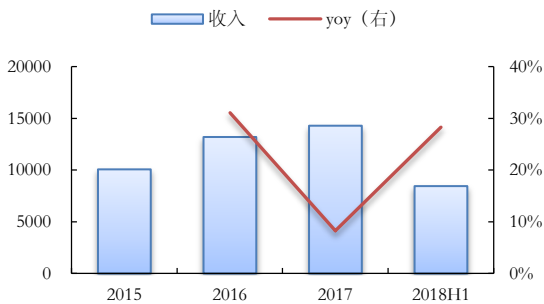
图 7: 永升生活服务社区增值服务收入构成 (单位: 万元 RMB)



资料来源: 公司招股书, 国海证券研究所

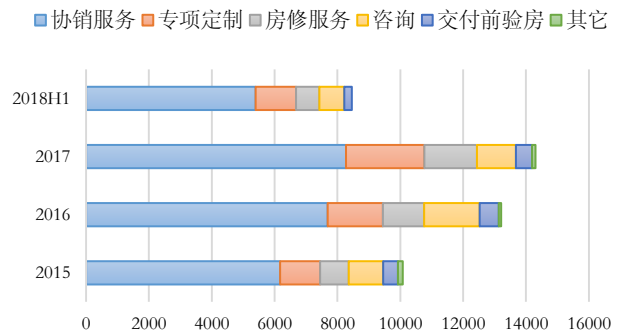
非业主增值服务: 主要针对物业开发商和需要永升生活服务提供额外专项定制服务的非开发商客户, 比如其它物业管理服务商等。其中, 面向地产商开展的非业主增值服务, 包括介入前期开发阶段提供的基于物业管理视角的咨询方案、协销服务、以及房屋交付前后的相关服务 (验房检房房修) 等等。2017 年公司非业主增值服务收入为人民币 14299 万元, 2015-2017 年同比增速分别为 31%、8%。协销服务收入占比 60% 以上, 为非业主增值服务主要来源。

图 8: 永升生活服务非业主增值服务收入及增速 (单位: 万元 RMB、%)



资料来源: 公司招股书, 国海证券研究所

图 9: 永升生活服务非业主增值服务收入构成 (单位: 万元 RMB)



资料来源: 公司招股书, 国海证券研究所

3、财务情况: 收入利润快速增长, 多元业务均衡发展

1) 三大业务板块结构均衡, 社区增值服务加速增长

公司 2017 年营业收入、净利润分别为人民币 7.26 亿元、7644 万元, 2015-2017 年 CAGR 分别为 47.4%、121.6%。其中 2018H1 物业管理服务、非业主增值服

务、社区增值服务收入占比分别为 68.4%、19.3%和 12.3%，2015-2017 年物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务收入 CAGR 分别为 50.3%、19.1%和 112.8%。

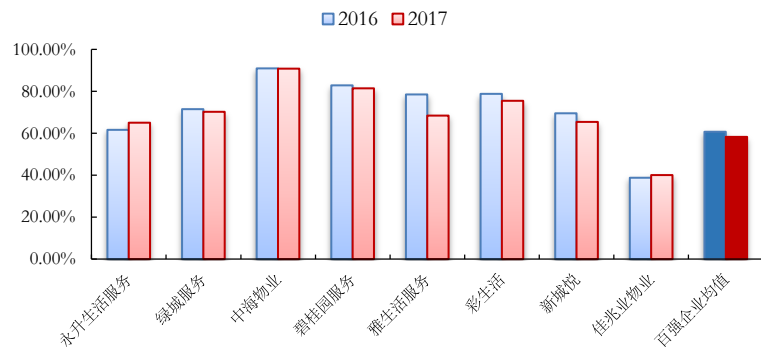
表 6: 永升生活服务收入构成及净利润 (单位: 万元 RMB、%)

	2015	2016	2017	2015-2017CAGR	2018H1
营业收入	33,421	48,021	72,567	47.4%	43,863
物业管理服务收入	20,895	29,613	47,227	50.3%	30,013
%占比	62.5%	61.7%	65.1%	-	68.4%
非业主增值服务收入	10,075	13,206	14,299	19.1%	8,455
%占比	30.1%	27.5%	19.7%	-	19.3%
社区增值服务收入	2,431	5,178	11,006	112.8%	5,395
%占比	7.3%	10.8%	15.2%	-	12.3%
净利润	1,556	3,360	7,644	121.6%	4,118
净利润率	4.66%	7.00%	10.53%	-	9.39%
ROE	11.6%	20.0%	31.2%	-	15.7%

资料来源: 永升生活服务招股书, 国海证券研究所

横向比较来看, 永升生活服务的基础物业服务占总营业收入比例在上市公司中处于较低水平, 与百强企业均值水平相当 (图 10)。多种经营方面, 公司非业主增值服务占比 2015-2017 年呈现下降趋势, 同时社区增值服务逐渐发力、收入占比有较为明显的提升, 表明公司整体业务结构趋于均衡, ToC 端的社区增值服务快速发展有利于减少对上游开发商环节增长的依赖、降低公司整体经营风险。

图 10: 基础物业服务收入占比横向比较 (单位: %)



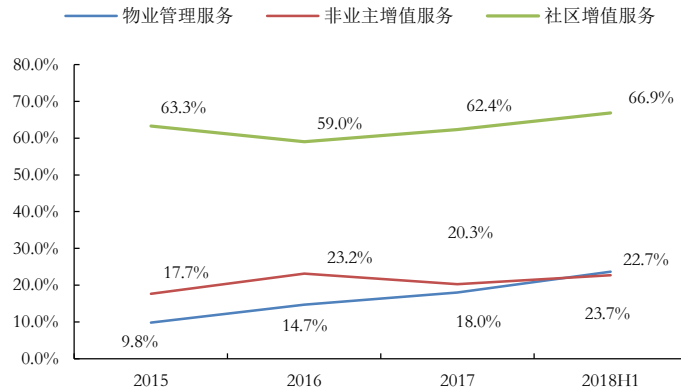
资料来源: 各公司公告, 中国指数研究院, 国海证券研究所

2) 多元化促进毛利率水平提升, 费用管控良好

公司 2015-2018H1 综合毛利率水平分别为 16.1%、21.8%、25.3%和 28.8%，呈现逐年提升态势，主要的原因在于：1) 分业务角度，除非业主增值服务毛利率维持稳定外，物业管理服务（包干制物业管理服务毛利率提升原因见 2.1）和社区增值服务毛利率提升（社区增值服务来自产品结构调整）；2) 结构角度，基

础物业服务 and 社区增值服务收入占比提升，尤其是社区增值服务附加值较高，2017年平均毛利率水平大约为62%，远高于基础物业管理服务和非业主增值服务毛利率水平。

图 11: 永升生活服务三大业务毛利率水平 (单位: %)



资料来源: 公司招股书, 国海证券研究所

公司销售成本包括人工、委外(外包服务)、办公、物料、能源等等, 其中人力成本占比约 55-60%、委外成本占比 20-29%, 两者合计占比 78-86%, 为影响销售成本的主要因素。公司通过全面预算机制和有效成本管理, 如集中采购、人员管理效率提升(部分工种外包、自动化设备替代人工、优化轮班、引入全能管家等)等方式进行成本管控, 提升运营效率。2015-2018H1, 公司销售成本占营业收入比例从 84%下降至 71%。

表 7: 永升生活服务销售成本构成 (单位: 万元 RMB、%)

	2015	2016	2017	2018H1
人工成本	16,194	21,709	30,381	18,738
占比 (%) / 销售成本	58%	58%	56%	60%
委外(外包服务)	5,607	9,098	15,473	8,226
占比 (%) / 销售成本	20%	24%	29%	26%
销售成本	28,024	37,532	54,239	31,227
销售成本/营业收入 (%)	84%	78%	75%	71%

资料来源: 永升生活服务招股书, 国海证券研究所

3) 资产质量良好, 现金流优异

公司资产以现金及现金等价物为主, 截止 2018H1 公司账面现金及现金等价物约为人民币 4.05 亿元, 本次 IPO 融资净额 7.41 亿港元(按汇率 1 港元兑 0.8585 元人民币计算, 约人民币 6.36 亿元), 账面现金及现金等价物将超过人民币 10 亿元, 为将来的业务规模扩张奠定坚实基础。

截止 2018H1 公司账面无短期有息负债和长期负债, 因此无付息的财务压力。2015-2018H1 资产负债率维持在 66%左右, 上市后随着公司权益资产的增加, 资产负债率将有所降低。

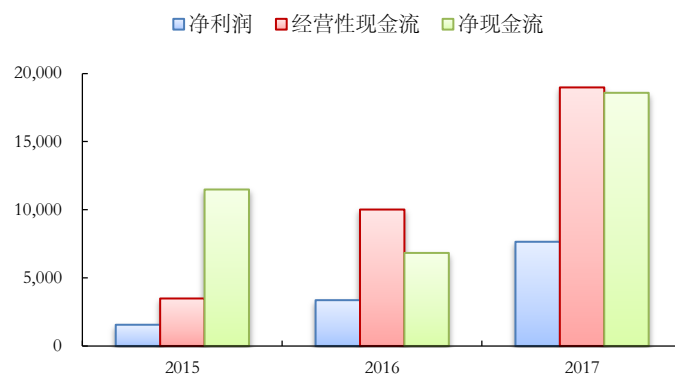
表 8: 永升生活服务货币资金规模和带息债务规模 (单位: 万元 RMB、%)

	2015	2016	2017	2018H1
现金及现金等价物	18,422	25,248	43,822	40,498
短期带息债务规模	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0
资产负债率 (%)	65.0%	66.2%	65.2%	66.5%

资料来源: 永升生活服务招股书, 国海证券研究所

公司 2016、2017 年应收账款周转天数分别为 12.0 天、14.2 天, 经营现金流量净额为人民币 3483 万元、10010 万元和 18970 万元, 净现金流为人民币 11480 万元、6826 万元、18574 万元, 现金流状况良好。

图 12: 永升生活服务利润和现金流状况 (单位: 万元 RMB)



资料来源: 公司招股书, 国海证券研究所

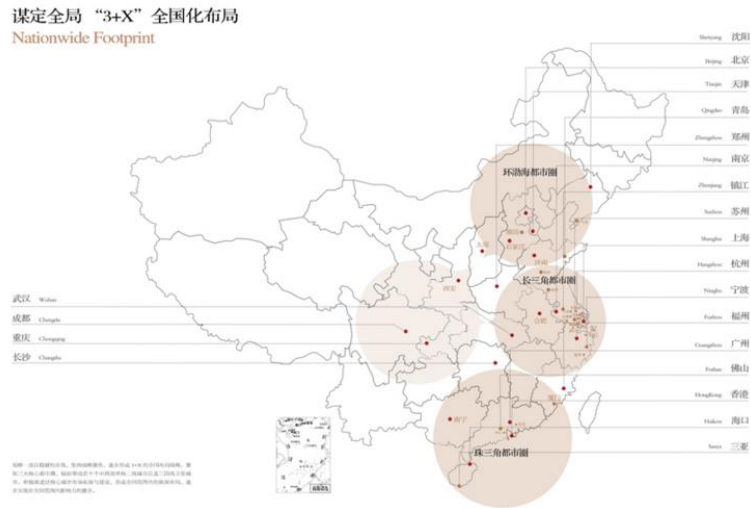
4、公司看点: 由集团支持到独立运营, 多元化业务齐头并进

4.1、看点之一: 三驾马车驱动, 规模增长前景良好

4.1.1、集团支持: 受益于旭辉集团近年来增长红利, 长期业务合作关系稳定

根据旭辉控股集团公告(0884.HK), 公司 2015-2018 年累计销售面积分别为 206 万平方米、292 万平方米、629 万平方米、957 万平方米, CAGR 达到 67%, 截止 2018H1 旭辉控股集团土地储备合计建筑面积口径 4040 万平方米、应占建筑面积口径 2110 万平方米。根据中国指数研究院统计数据, 2018 年销售面积排名行业第 22 位。旭辉集团战略布局全国主要一线、二线、三线城市, 截止 2018H1 公司已于长三角、环渤海、中西部及华南地区布局 53 个城市。

图 13: 旭辉控股集团的“3+X”全国化布局



资料来源: 旭辉集团官网, 国海证券研究所

表 9: 旭辉控股集团 (0884.HK) 销售面积和新增土地储备 (单位: 万平方米、%)

	2015	2016	2017	2018
累计销售面积	205.6	291.6	629.2	956.9
同比%	18.6%	41.8%	115.8%	52.1%
行业排名 (按销售面积)	32	24	21	22
	2015	2016	2017	2018H1
土地储备 (合计建筑面积)	1250	1750	3100	4040
土地储备 (权益建筑面积)	850	1050	1600	2110

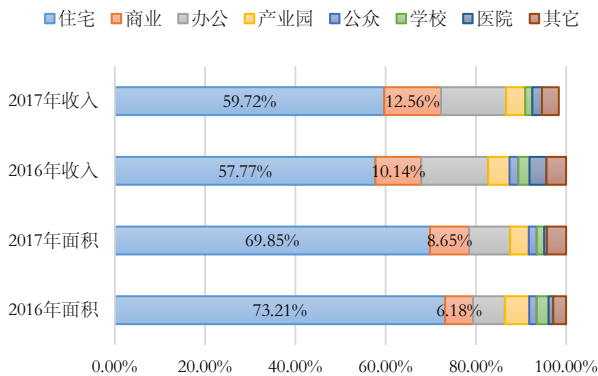
资料来源: 旭辉控股集团 (0884.HK) 公司公告, 中国指数研究院, 国海证券研究所

永升生活服务和旭辉控股集团为同一实际控制人林氏家族。永升物业 2003 年开始为由旭辉集团在北京开发的物业提供物业管理服务, 目前旭辉集团开发的物业 (有控股权), 包括住宅、商业、写字楼等全部由永升生活服务提供物业管理服务, 与旭辉有业务战略合作关系的第三方开发的物业 (包括旭辉非控制权参与), 永升生活服务在项目获取上也具备被优先考虑的优势。

4.1.2、第三方拓展: 多业态管理经验+品牌影响力形成, 独立外拓+合资合作模式共同促进第三方拓展快速增长

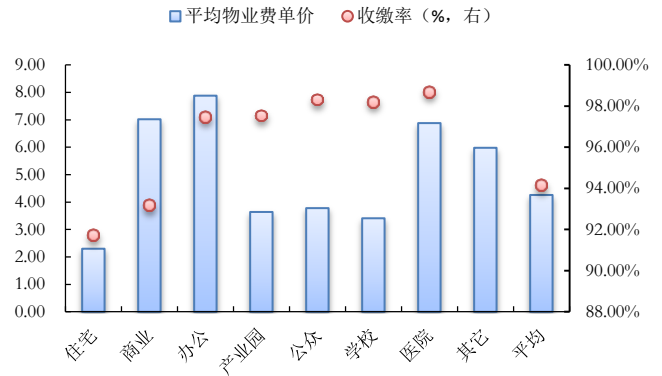
中国指数研究院报告显示, 目前百强物业项目类型仍然以住宅为主 (面积占比大约 69.9%、收入占比约 59.7%), 商办、产业园区、学校以及对专业性要求更高的医院物业等, 在收费水平及收缴率上相对更优 (图 15)。不考虑增值服务, 仅考虑物业管理服务的情况下, 在同等规模面积拓展下, 多业态拓展可带来的收入增长相对更加可观, 且非住宅物业毛利率水平高于住宅。

图 14: 2016-2017 年百强企业管理项目各业态面积及收入占比情况 (单位: %)



资料来源: 中国指数研究院, 国海证券研究所

图 15: 2017 年百强企业管理项目各业态平均物业费单价及收缴率 (单位: 元 RMB/月*平方米、%)



资料来源: 中国指数研究院, 国海证券研究所

近年来, 行业龙头均有意识往非住宅领域拓展, 一方面平滑住宅物业上游周期波动影响, 另一方面布局竞争相对缓和的非住宅物业 (一线龙头优势相对不那么明显), 尤其是对于二线龙头企业而言可能是弯道超车可选的赛道。最后从区域战略角度来看, 对非住宅项目 (比如城市综合体、商业等) 的服务可在当地树立标杆、有助于快速建立品牌形象, 从而有利于推进对当地其它类型业态项目的获取。

1) 标杆项目扩大区域品牌影响力: 如北京的空港中心、上海的置汇旭辉 LCM 商办、宁波的海运大厦、武汉的旭辉大厦、长沙的旭辉国际广场等, 都是永升生活服务在当地比较有代表性的项目。公司在管商业物业旭辉虹桥国际广场被上海物业管理协会授予“上海市物业管理优秀示范项目”, 在管住宅项目美澜花园及香澜雅苑荣获江苏省住房和城乡建设部授予的“2017 年度江苏省级示范物业管理项目”等荣誉。永升生活服务近两年在非住宅业务拓展上积累了丰富的经验, 且具备良好的多业态管理能力, 为未来多业态项目的市场拓展打下基础, 提升了整体的竞争力。

2) 优秀业务拓展团队领袖引入: 除了拥有多业态管理经验为获取项目的基础保障, 考虑到地区差异性, 公司在区域项目拓展人员方面采用了较为合理高效的配置方式, 如公司聘请纯市场化物业管理公司区域龙头企业的项目外拓团队领袖加盟, 助力公司在当地项目拓展的顺利推进。

3) B 端入手、项目获取模式创新: 除了传统竞标方式外拓外, 公司采取成立合资公司方式、以及与第三方建立战略合作安排方式获得在法律允许范围内的优先项目获取权。比如, 目前以合资方式合作的企业包括山东金鲁班集团、重庆东原房地产开发集团, 以建立战略合作安排方式合作的企业包括山东福汉集团、苏高新集团、美江地产、山东银盛泰等等。采用成立合资子公司和建立战略合作安排等 B 端入手获取项目的方式, 相比针对个体项目分散竞标获取的模式在成功率、规模和持续稳定性的角度来看均更具优势。

表 10: 永升生活服务部分战略合作方基本情况举例

名称	所属地区	主营业务
山东金鲁班集团	山东德州	路桥、园区开发、地产开发、物业管理等等
重庆东原房地产开发	重庆、成都、武汉等中西部地区	房地产开发(住宅、城市综合体等)、物业管理
山东福汉集团	山东菏泽	建筑装饰
苏高新集团	苏州	园区开发、房产开发、自持产业园等
美江地产	湖南湘潭	房地产开发
山东银盛泰	青岛、济南等	房地产开发

资料来源: 公司公告, 相关合作方官网, 国海证券研究所

从效果的角度, 永升生活服务 2015-2018H1 来自于第三方外拓的在管建筑面积由 105 万平方米增长至 1856 万平方米, 2015-2017 年 CAGR 为 256%, 占比由 10.7%提升至 57.8%。

总结来看, 我们认为公司已经具备多业态管理经验和高品质服务口碑, 加上一线业务拓展团队高效的人员配置和合理的激励机制, 配合 ToB 端合资及战略协议合作模式的加成, 公司在第三方项目拓展的潜力刚刚打开, 未来空间值得期待。

4.1.3、收并购计划: 强调高质量、互补性的稳健收购策略

收并购方式为公司拓展项目、扩大规模、丰富社区服务产品及服务等的重要手段。扣除佣金本次 IPO 募集资金约 7.4 亿港元, 其中 55%用于全球性战略收购及投资机会, 包括高质量的物业管理公司、收购补充增值服务的产品及服务对象、与业务合作伙伴共同投资物业管理产业基金等等几个方向。

目标选择的标准, 1) 区位上侧重在原有布局范围内增加规模优势, 避免单纯为做大规模的频繁、小型收购(根据招股书披露, 规模上要求在管建筑面积不低于 300 万平方米、最近财务年度纯利不低于人民币 300 万元、纯利率超过 8%); 2) 业态上强调多元化和互补性, 希望目标对象为除住宅以外还涉及医院、学校、商办等非住宅物业提供服务; 3) 可以补充公司社区产品及服务的对象, 如社区教育、社区零售服务、社区老人护理等等。

截止 2018H1, 公司在管建筑面积中 426 万平方米来自于收购, 占期末在管建筑面积的 12.6%。

4.2、看点之二: 坚守匠心, 增值服务增效显著

4.2.1、物业管理公司的增值服务有所亲为、有所合作

从内容来分, 增值服务包括针对非业主的增值服务和社区增值服务, 前者服务内

容为针对开发商或者第三方物业管理公司的服务、后者为社区相关服务，包括：1) 针对房屋资产的装修、验房、房屋中介服务等；2) 针对社区空间的停车管理、车位租赁及公共空间租赁；3) 针对业主家庭的居家服务、社区金融、社区教育、社区养老、社区零售等等服务。

从商业模式来分，目前行业内在增值业务方面有自营模式（典型如绿城服务）和平台模式（如彩生活）两种。永升生活服务的战略倾向于有所亲为、有所合作，即根据业务的具体内容来选择自营和平台运营方式。自营业务选择：1) 从专业的角度来看，与物业管理主业相匹配、协同性较好的业务。比如以上社区服务中针对房屋资产的装修、验房和房屋中介服务等等，以及不需要额外投入较多人力物力资源的、针对社区空间的停车管理和公共空间租赁业务等。2) 有利于提升业主满意度的、别具匠心的业务，比如针对业主的个性化服务。

而对于不符合以上两种情况的社区生活服务类业务，比如教育、养老、金融等等，将倾向于采取选取或投资高品质产品、服务供应商进行合作的模式，以避免与垂直领域龙头的正面竞争、分散管理精力或增加管理难度的不利情形出现。

4.2.2、规模驱动+产品丰富创新，社区增值服务增效显著

社区增值服务主要是围绕业主的家生活服务展开，与业主高频互动和强粘性为抓手，通过不断丰富创新的产品内容来挖掘业主价值和提升单位面积产出。如，公司社区暖心服务在上海地区整个冬季的交易额、上海 LCM 单项目的交易额都取得了不错的成绩。

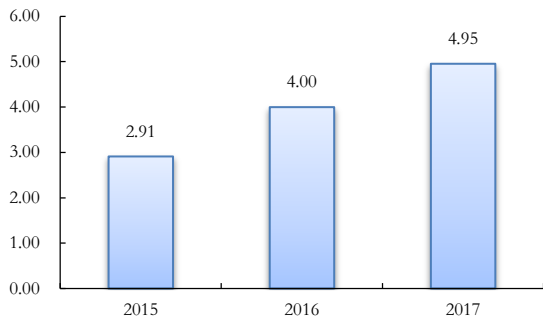
表 11：永升生活服务家居生活服务在不同业态的暖心服务

业态	服务内容	品牌
住宅暖心服务	钟点工、深度保洁、家电清洗、家政服务、居家养老、母婴护理	悦享生活(社区关照体系、37℃社区)
高端住宅暖心服务	钟点工、深度保洁、家电清洗、家政服务、居家养老、母婴护理、宴会服务、人员委托	铂悦管家 UP 增值服务体系
商办暖心服务	消防改造、风机排管安装、装修防护、开荒保洁、办公家具、建材销售、垃圾清运、装修改造、入室维修、入室保洁、空气治理、订水服务、外包服务、智能联动、绿植摆租、营养配餐、净水服务、车辆服务等等	悦泽商办 悦泽公众

资料来源：公司公告、官网，国海证券研究所

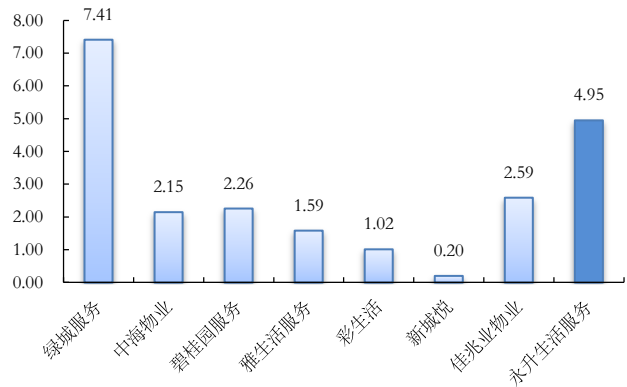
近几年公司社区增值服务单位面积增效明显，公司 2015-2017 年单位在管面积社区增值服务收入由人民币 2.91 元/平米*年增加至 4.95 元/平米*年，同比增长 37.4%、23.9%。横向比较来看，公司单位在管面积的社区增值服务收入，在港股可比上市物业公司中仅次于绿城服务，相比其它家处于较高水平。

图 16: 公司单位面积社区增值服务收入 (单位: 元
RMB/平米*年)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 17: 2017 年单位面积社区增值服务收入横向比较 (单
位: 元 RMB/平米*年)



注: 中海物业数据币种为港元。资料来源: 各上市公司年报, 国海证券研究所

公司管理层和核心业务人员具备丰富的社区服务经验,除了自身注重对业主家庭需求相关产品的开发外,1)公司有意向通过收购方式丰富社区产品和服务,包括如社区教育、社区零售服务、社区老人护理等等方向(见4.1.3);2)同时注重社区服务平台建设,本次募集资金中约26%用于社区的智能化改造、9%用于开发一站式服务社区平台及“悦生活”在线服务平台。

随着公司在管面积和服务业主数量的增加,产品不断的丰富创新,预计未来公司的社区增值服务将更加以较快的速度增长,从规模和毛利率的两个角度促进公司收入的多元化和盈利的高质量化,从而推动永升生活服务从物业管理公司向现代化社区服务公司进化。

4.3、看点之三: 高效管理团队引入, 富有竞争力的激励机制

高效管理团队组合。永升生活服务引入具有深厚背景、多年经验和丰富行业资源的管理团队加盟。如 CEO 周洪斌先生在物业开发及物业管理行业拥有超过 20 年的经验,担任中国物业管理协会副会长、中国物业管理协会行业发展研究中心副主任等职务,曾担任龙湖物业董事长(龙湖物业在行业内和业主中均具备良好声誉)、千丁互联(业内知名本地化社区生活服务平台开发商)副总裁等。除周总以外,其余核心管理团队均具备多年专业或者行业经验。

富有竞争力的激励机制。除引入高效管理团队和核心业务人员外,永升生活服务的激励机制在上市物业管理公司中具备较强的竞争力。1)公司采用股权而非期权,避免激励所带来的股权稀释;2)从比例上来看,公司高管激励比例占发行后股本的 18.68%,高于可比公司。

表 12: 上市物业公司激励方案案例

公司名称	激励类型	激励比例 (占发行后股本)	激励对象
永升生活服务	股权	18.68%	高管
绿城服务	股权	10.8%	56 名核心管理层
雅生活服务	股权	6.0%	核心管理层
碧桂园服务	期权	5.04%	高管
彩生活	期权	10.0%	中高层

资料来源: 相关公司公告, 国海证券研究所

5、盈利预测与评级

盈利预测假设条件:

- 1) 假设公司未来 3 年合约面积规模可维持快速增长, 项目转化为收费面积的周期大约 2-3 年; 非住宅项目拓展加速和新项目纳入可收费范围带来整体物业管理费单价未来 3 年呈小幅上升趋势。
- 2) 假设社区增值服务单位面积效率继续稳中有升, 新增社区项目渗透率处于爬坡阶段; 非业主增值服务保持稳定增长。
- 3) 基础物业服务毛利率、社区增值服务毛利率、非业主增值服务毛利率维持稳定, 未来 3 年收入结构调整带来公司整体综合毛利率水平稳中有升, 费用率保持稳定。

盈利预测结果:

我们认为公司未来成长逻辑清晰, 业绩增长确定性较强, 主要来自于以下几个方面: 1) 基础物业管理方面: 旭辉集团每年销售面积输入+第三方拓展强劲发展态势+并购预期; 2) 增值服务方面: 产品创新丰富+用户规模增长共同推动。根据我们对公司业务的假设, 预计公司 2018-2020 年营业收入分别为人民币 1040 百万元、1581 百万元、2420 百万元, 归属上市公司股东净利润分别为人民币 113 百万元、203 百万元、310 百万元, 摊薄 EPS 分别为人民币 0.07 元、0.13 元、0.20 元, 对应动态 PE 分别为 23.4 倍、13.0 倍、8.5 倍。

表 13: 永升生活服务盈利预测结果 (单位: 万元 RMB、%)

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	72,567	104,002	158,100	242,037
营业成本	63,126	89,002	131,021	200,708
营业利润	9,892	15,000	27,079	41,329
净利润	7,644	11,270	20,309	30,997
毛利率 (%)	25.3%	28.4%	29.1%	29.1%
净利润率 (%)	10.5%	10.8%	12.8%	12.8%
ROE (%)	31.2%	11.7%	18.4%	23.5%
资产负债率 (%)	65.2%	36.2%	37.7%	38.1%

摊薄 EPS (元 RMB/股)	0.05	0.07	0.13	0.20
摊薄 BPS (元 RMB/股)	0.16	0.63	0.72	0.86
估值指标:				
P/E	34.5	23.4	13.0	8.5
P/B	10.8	2.7	2.4	2.0
PEG	0.27	0.49	0.16	0.16
P/S	3.6	2.5	1.7	1.1
EV/EBITDA	29.0	20.5	12.1	8.3

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

估值比较:

从单位合约面积估值/单位在管面积利润口径来看, 永升生活服务当前大约是 21.6 倍 (对应 2017 年净利润), 在可比港股上市公司中处于较高水平, 主要原因在于公司储备面积目前相对较少, 但公司单位在管面积盈利能力、尤其是单位在管面积的社区增值服务盈利能力较强 (图 17), 因此我们认为仍在合理区间内。

从 PE、PS 等口径来看, 永升生活服务 PE、PS 估值处于可比上市物业管理公司中较低水平, 我们认为原因主要在于在管面积总量相对较低, 规模效应和平台价值尚未凸显, 加上次新股流动性折价等。

我们认为物业管理服务项目的获取从技术层面来看壁垒不算高, 关键在于服务品质把控、组织架构、团队激励和市场策略的选择。中长期视角, 我们看好公司清晰的成长逻辑下未来规模的增长空间, 平台价值将逐渐体现, 同时增值业务所带来的结构也将不断优化, 公司有望同时进入盈利增长和估值修复期。首次覆盖给予买入评级。

图 18: 绿城服务 PE (ttm) 估值区间 (单位: 倍)

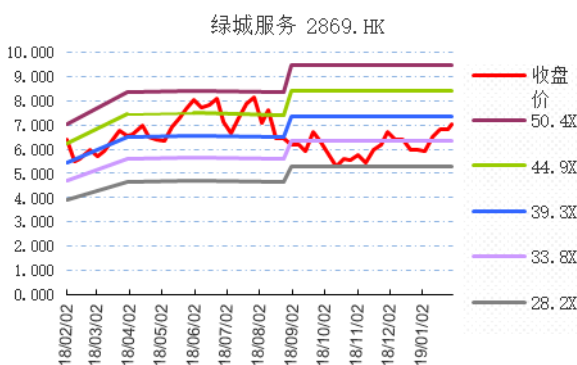
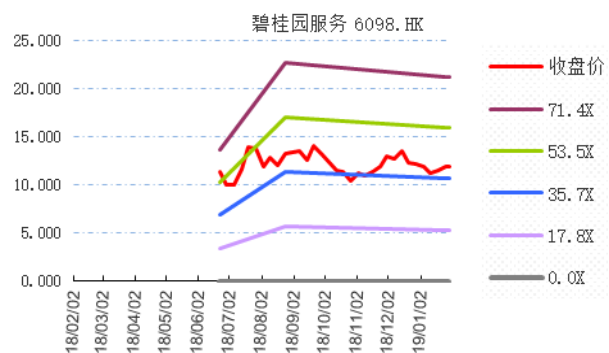


图 19: 碧桂园服务 PE (ttm) 估值区间 (单位: 倍)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

表 14: 港股上市社区服务类公司估值比较

	永升生活服务 (1995.HK)	新城悦 (1755.HK)	绿城服务 (2869.HK)	碧桂园服务 (6098.HK)	雅生活服务 (3319.HK)	彩生活 (1778.HK)	中海物业 (2669.HK)
P/E (2018E)	23.4	28.7	35.3	34.4	20.3	9.9	19.5
P/S (2018E)	2.54	2.88	2.47	6.72	3.76	1.32	2.05
P/B (2018E)	2.75	19.81	8.33	15.42	2.39	1.79	8.68
P/E (2019E)	13.0	22.3	27.6	25.7	13.1	7.6	17.0
P/S (2019E)	1.67	2.31	1.91	5.08	2.41	1.12	1.85
P/B (2019E)	2.39	2.86	6.61	8.37	1.81	1.75	4.49
2017 净利润 (万元 RMB)	7,644	7,341	38,748	40,174	28,973	32,066	25,642
2017 在管面积 (万平方米)	2,650	3,628	13,780	12,276	7,834	29,400	12,830
单位在管面积净利润 (元 RMB/平米*年)	2.88	2.02	2.81	3.27	3.7	1.09	2
总市值 (百万港元)	3,073	3,551	19,500	32,185	13,787	5,873	8,842
签约面积 (万平方米)	4,235	8,380	31,110	38,600	18,563	48,400	未公告
单位签约面积市值 (港元/平米)	62.29	36.37	53.81	71.58	63.76	10.42	n.a
单位签约面积市值/单位在管面积利润 (倍)	21.6	18.0	19.1	21.9	17.2	9.6	n.a

注: 1) 新城悦签约面积为 20180731 数据, 其它公司为截止 20180630 数据, 中海物业未公告合约面积; 2) 市值按 20190130 收盘价计算; 3) 汇率按 1 港元兑 0.8585 元人民币计算。资料来源: 相关公司公告, Wind 资讯, 国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 上游房地产周期风险;
- 2) 人力成本持续上涨风险;
- 3) 业务拓展进度不达预期风险;
- 4) 业绩不达预期风险;
- 5) 股价波动风险。

附表：永升生活服务盈利预测表

证券代码:	2.00				投资评级:	买入	日期:	2019/1/30	
财务指标	1995.HK	股价:	港元	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力				每股指标					
ROE	31%	12%	18%	EPS	0.05	0.07	0.13	0.20	
毛利率	25%	28%	29%	BVPS	0.16	0.62	0.72	0.86	
期间费率	12%	14%	12%	估值					
销售净利率	11%	11%	13%	P/E	34.5	23.4	13.0	8.5	
成长能力				P/B	10.8	2.7	2.4	2.0	
收入增长率	51%	43%	52%	P/S	3.6	2.5	1.7	1.1	
利润增长率	128%	47%	80%						
营运能力				利润表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	1.03	0.69	0.89	营业收入	72,567	104,002	158,100	242,037	
应收账款周转率	4.06	4.06	4.06	营业成本	54,239	74,441	112,049	171,664	
存货周转率	2031	2364	2364	营业税金及附加	0	0	0	0	
偿债能力				销售费用	0	0	0	0	
资产负债率	65%	36%	38%	管理费用	8,794	14,560	18,972	29,044	
流动比	1.39	2.66	2.57	财务费用	0	0	0	0	
速动比	1.39	2.66	2.57	其他费用/(-收入)	0	0	0	0	
资产负债表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	9,892	15,000	27,079	41,329
现金及现金等价物	43,822	115,681	128,892	144,715	营业外净收支	599	334	0	0
应收款项	17,868	25,609	38,929	59,597	利润总额	10,491	15,334	27,079	41,329
存货净额	27	31	47	73	所得税费用	2,847	4,063	6,770	10,332
其他流动资产	0	0	0	0	净利润	7,644	11,270	20,309	30,997
流动资产合计	61,717	141,321	167,869	204,384	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	1,458	1,665	1,456	1,274	归属于母公司净利润	7,644	11,270	20,309	30,997
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (万元)	2017	2018E	2019E	2020E
无形资产及其他	6,845	7,186	7,186	7,186	经营活动现金流	18,970	12,326	19,278	25,098
长期股权投资	216	328	328	328	净利润	7,644	11,270	20,309	30,997
资产总计	70,236	150,499	176,839	213,172	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	194	208	182	159
应付款项	3,673	4,331	6,520	9,988	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	11,132	848	(1,213)	(6,057)
其他流动负债	40,862	48,796	58,731	69,898	投资活动现金流	(624)	(660)	208	182
流动负债合计	44,535	53,127	65,251	79,886	资本支出	(1,115)	(206)	208	182
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(216)	(112)	0	0
其他长期负债	1,234	1,384	1,384	1,384	其他	707	(341)	0	0
长期负债合计	1,234	1,384	1,384	1,384	筹资活动现金流	228	60,192	(6,275)	(9,458)
负债合计	45,769	54,511	66,635	81,270	债务融资	0	0	0	0
普通股股本	0	0	0	0	权益融资	1,036	63,631	0	0
股东权益	24,467	95,988	110,204	131,902	其它	228	(3,439)	(6,275)	(9,458)
负债和股东权益总计	70,236	150,499	176,839	213,172	现金净增加额	18,574	71,859	13,211	15,822

注：用于计算 EPS、BPS 的加权平均股本数为 153,640 万股，表中盈利预测数据币种为人民币，汇率 1 港元兑换 0.8585 元人民币计算。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【社会服务业组介绍】

张蕾，复旦大学金融学硕士，南京理工大学经济学学士，5年券商研究所行业研究从业经历，聚焦消费升级相关的现代服务领域研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

【分析师承诺】

张蕾，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先恒生指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随恒生指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后恒生指数。

股票投资评级

买入：相对恒生指数涨幅 20%以上；
增持：相对恒生指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对恒生指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对恒生指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。