

## 新大正 (002968.SZ)

## 专业服务，多元业态发展，城市公共物业服务先驱者

2021年06月01日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

陈鹏（分析师）

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

证书编号：S0790520100001

日期	2021/6/1
当前股价(元)	49.94
一年最高最低(元)	76.50/40.23
总市值(亿元)	81.29
流通市值(亿元)	34.80
总股本(亿股)	1.63
流通股本(亿股)	0.70
近3个月换手率(%)	73.5

### ● 外拓历经考验，收并购进程开启，公共物业服务行业先驱者

新大正作为国内唯一一家专注于智慧城市公共建筑与设施的运营和管理的独立第三方物业公司；凭借多年专业化服务深耕五大业态，在公共物业、学校物业、航空物业等领域处于市场领先地位，上市后完成第一单收并购；同时股权激励到位利于上下一心提升管理层积极性。我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.80、2.53、3.33 亿元，EPS 分别为 1.11、1.56、2.04 元/股，当前股价对应 PE 为 45.1、32.1、24.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 专业化服务，五大业态齐发力，完成全国化布局

**(1) 专业化服务：**相较于住宅物业，公共物业所需服务更为专业化，公司设立保洁、保安、设施、餐饮、商管五大专业子公司，独立运营。公司在学校物业、航空物业等领域均有成功的“异地复制”和单项目管理半径的增加，彰显市场对公司服务品质的认可。**(2) 管理业态丰富：**建立学校物业、公共物业、航空物业、办公物业、商住物业五大业态。**(3) 全国化布局初有成效，西南市场以外进展飞速。**截至 2020 年，公司在管项目达 369 个，签约面积约 8000 万方；近三年区域收入从 1.55 亿元提升至 4.50 亿元，复合增速达 70.5%。

### ● 核心看点：直拓+收并购，高激励彰显发展信心

**(1) 多年直拓经验，**公司绝大多数综合物业项目均以公开招投标的方式获得；**(2) 开启收并购进程：**2020 年 10 月，公司收购四川民兴物业 100% 股权，开启上市后第一单收并购；**(3) 管理层执行力强劲，股权激励到位。**2021 年 2 月，发布股权激励方案，考核年度为 2021-2025 年，以 2020 年度营业收入、净利润为基数，未来 5 年公司营收、业绩端复合增速分别为 36%、31%；远高于前 5 年营收、业绩端复合增速水平（分别为 20.2%、21.5%），公司发展处于持续提速阶段。**(4) 涉足城市运营，**实现军队后勤、交通枢纽等场景的规模突破。

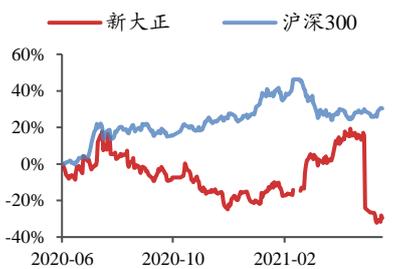
● **风险提示：**行业销售规模波动加大，外拓业务不及预期，人工成本上行压力大。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,055	1,318	1,923	2,782	3,977
YOY(%)	19.1	25.0	45.9	44.7	42.9
归母净利润(百万元)	104	131	180	253	333
YOY(%)	18.6	25.6	37.5	40.3	31.4
毛利率(%)	21.1	21.4	21.3	21.3	20.9
净利率(%)	9.9	10.0	9.4	9.1	8.4
ROE(%)	13.9	15.5	18.6	22.9	25.2
EPS(摊薄/元)	0.64	0.81	1.11	1.56	2.04
P/E(倍)	77.8	62.0	45.1	32.1	24.4
P/B(倍)	10.8	9.6	8.4	7.3	6.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

## 目 录

1、 外拓历经考验，专注公共运营的独立第三方物管标杆.....	4
1.1、 专业化服务，五大业态持续发力 .....	4
1.2、 深耕重庆，完成全国化布局 .....	7
2、 学校物业：后勤化水平提升可期，学校物业稳中有进.....	8
3、 航空物业：从 1 至 N，管理经验获市场认可 .....	11
4、 核心看点：直拓+收并购，股权激励彰显高成长信心 .....	13
4.1、 多年直拓模式，历经时间考验 .....	13
4.2、 上市后开启第一单收并购进程 .....	14
4.3、 股权集中，股权激励力度到位 .....	15
4.4、 嫁接城市运营 .....	17
5、 盈利预测与投资建议 .....	17
5.1、 盈利预测 .....	17
5.2、 投资建议 .....	19
6、 风险提示 .....	19
附： 财务预测摘要 .....	20

## 图表目录

图 1： 公司市场化拓展经验丰富 .....	4
图 2： 2020 年新大正营收增速 25.0% .....	5
图 3： 2020 年新大正营收中综合物业项目收入占比 75% .....	5
图 4： 2020 年新大正毛利率水平相对稳定.....	6
图 5： 2020 年新大正归母净利润增速 25.6% .....	6
图 6： 公司服务包含十大专业产品 .....	7
图 7： 新大正 2020 年管理项目中学校物业达 68 个.....	7
图 8： 新大正 2020 年管理项目中学校物业占比 19% .....	7
图 9： 新大正 2020 年签约面积约 8000 万方.....	8
图 10： 新大正重庆区域在管项目及收入占比持续下行.....	8
图 11： 新大正重庆以外市场收入规模增长迅猛.....	8
图 12： 截至 2019 年末我国高等学校数目 2956 个.....	9
图 13： 学校物业提供的物业服务内容众多.....	10
图 14： 2020 年新大正学校物业营收增速 8% .....	11
图 15： 2020 年新大正学校物业在管项目 68 个.....	11
图 16： 学校物业的物业服务毛利率维持在 20% 左右 .....	11
图 17： 2019 年我国民用航空通航机场数 238 个.....	12
图 18： 2020 年新大正航空物业收入增速 56% .....	12
图 19： 2020 年新大正机场在管 16 个 .....	12
图 20： 全自动洗地机、尘推车、手推车等机场作业机具.....	13
图 21： 新大正物业员工驾驶全自动洗地吸干机在大兴机场进行地面清洁保洁 .....	13
图 22： 公司主营业务收入中来自公开招投标占比超九成（2019H1） .....	14
图 23： 截至 2020 年王宣及一致行动人直接持股占比高达 39.31% .....	15
图 24： 股权激励计划中未来 5 年业绩复合增速 31% .....	17

表 1: 公司专业化公司服务内容众多 .....	4
表 2: 新大正管理项目业态丰富 .....	6
表 3: 新大正 2012 年后持续进行全国化布局.....	7
表 4: 各地方政府关于高校后勤社会化政策梳理.....	9
表 5: 学校物业后勤社会化程度依然不高 .....	10
表 6: 单项目管理半径提升彰显业主对公司服务品质的满意度.....	13
表 7: 2020 年 12 月收购四川民兴物业管理有限公司 100% 股权 .....	14
表 8: 管理团队持续加强市场化拓展 .....	15
表 9: 公司股权激励覆盖 17 位人才 .....	16
表 10: 股权激励计划提出高业绩考核目标.....	16
表 11: 新大正未来 3 年营收增长可观.....	18
表 12: 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 19 倍 .....	18

## 1、外拓历经考验，专注公共运营的独立第三方物管标杆

### 1.1、专业化服务，五大业态持续发力

新大正是国内唯一一家专注于智慧城市公共建筑与设施的运营和管理的独立第三方物业公司。公司发家于重庆，成立于1998年；随后承接重庆广璐大厦进入市场化发展进程；2004年承接九龙坡区机关物业进入公共物业；2012年公司拿下贵州高级人民法院物业，正式走出重庆开启全国化布局；2016年承接重庆江北国际机场进入航空物业领域；2019年成功于深交所上市。公司经过20多年的发展，目前业务布局贵州、四川、湖北、湖南、江苏、河南、陕西、江西、北京、上海、广东、安徽等21个省市。截至2020年末，公司在管面积369个，签约面积8000万方。

图1：公司市场化拓展经验丰富



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

从公司服务内容看，公司提供服务主要分为综合物业管理服务、专业管理服务和增值服务。综合物业服务主要指提供包含保安、保洁、绿化、工程维修、客户服务等内容服务。专业管理服务方面，有别于住宅物管公司提供的基础服务，公共物业所需服务更为专业化，公司为提升自身专业化技能，设立保洁、保安、设施、餐饮、商管五大专业子公司，独立运营。公共类物业的专业保洁服务内容包括大楼外墙和玻璃清洗，花岗石、大理石等处理，地面打蜡、抛光、石材翻新，地毯、布艺、真皮沙发清洗和保养，新建大楼开荒式清洁等，需要专业保洁公司操作。此外，专业保安服务也指的是为高端商场、明星演出提供的特殊安保服务。公司通过划分专业、深入运营，持续为主营业务提供服务标准、技术支持。

表1：公司专业化公司服务内容众多

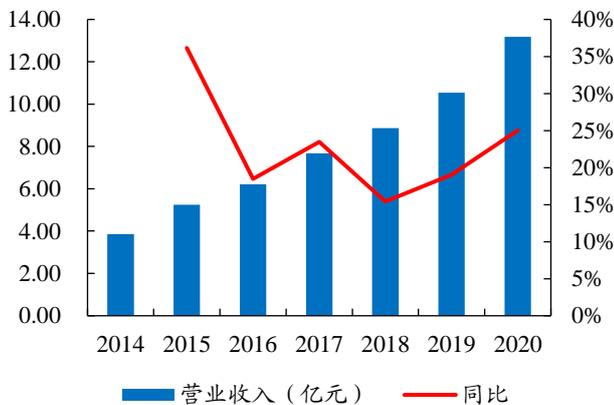
服务项目	服务内容
专业保洁服务	通过控股子公司来提供专业化保洁服务，服务内容包括商场、酒店、写字楼、公共场馆、住宅小区等常年保洁；

服务项目	服务内容
	大楼外墙和玻璃清洗；花岗石、大理石、晶面处理；地面打蜡、抛光、石材翻新；地毯、布艺、真皮沙发的清洗和保养；新建大楼开荒式清洁等。
设施管理服务	控股一家设备子公司，负责公司在管项目主要设施的维修保养以及技术支撑。公司具有特种设备安装改造修理资质，可独立对外承接电梯维保、门禁系统、监控系统、空调系统等设施设备管理及维修服务
专业保安服务	通过拥有保安许可资质的控股子公司为高端商场、明星演出、特殊安保等物业及活动提供专业的安保服务
餐饮服务	为所承接的写字楼、工业园区等物业项目提供团体工作餐服务，具有为超过万人提供餐饮服务的能力。
商业运营管理专业服务	为客户提供商业咨询、规划、整合、招商、运营等全程服务。对于其附属商业资产，采取委托经营、联合经营、租赁经营以及投资经营等多种方式，导入空间规划与资产管理内容

资料来源：公司公告、开源证券研究所

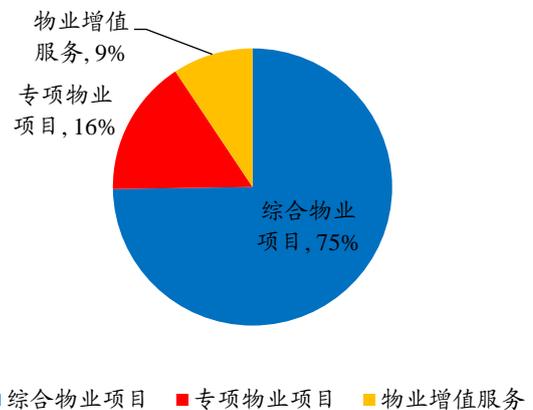
**综合物业项目收入占比 75%，成本加成模式导致毛利率相对稳定。**单从收入结构看，2020 年公司营收 13.18 亿元，同比增长 25.0%，其中综合物业项目收入占比 75%，自 2015 年以来较为稳定。从毛利率水平看，公司综合物业服务毛利率基本维持不变，主要源于公司通过公开招投标方式获取客户，服务报价采用成本加成模式展开，物业服务报价=(人工成本+材料成本+维修维保成本+水电能源成本+绿化保洁成本+办公成本等相关支出)\*(1+管理费计提比例+利润计提比例)\*(1+税金计提比例)。公司通过收入挂钩成本方式可以有效缓冲成本端上涨对公司盈利的压力。同时，较为透明的收费方式助力公司在市场化外拓时有效提升客户对自身的信任度。

图2：2020 年新大正营收增速 25.0%



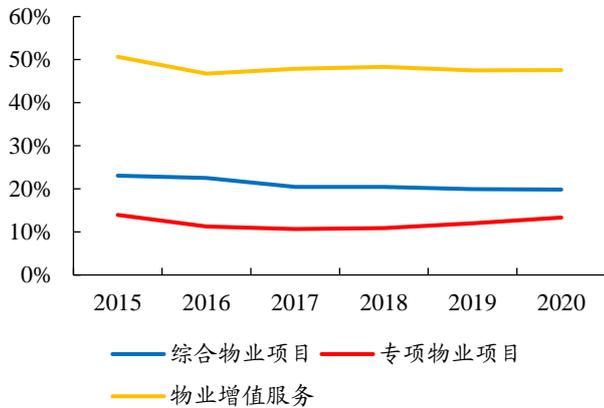
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年新大正营收中综合物业项目收入占比 75%



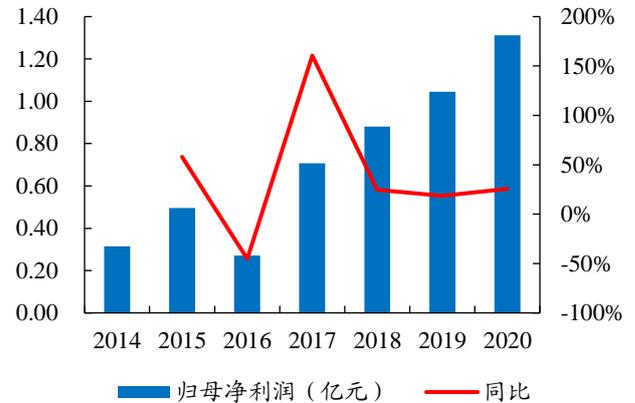
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4: 2020年新大正毛利率水平相对稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2020年新大正归母净利润增速 25.6%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

目前公司管理业态丰富, 建立了学校物业、公共物业、航空物业、办公物业、商住物业五大业态, 细分有航空、园区、场馆、医养、市政等十大系列。公司在学校、航空、办公物业领域发展态势迅猛, 在各自细分领域都是市场的佼佼者。

表2: 新大正管理项目业态丰富

业态	服务内容	典型项目
学校物业	面向全国学校提供综合一体化后勤服务, 提供客户服务、安保管理、工程维保、保洁服务、绿化管理、教学管理、场馆管理、公寓管理、教师公寓管理、会议服务、接待礼仪等全套后勤服务, 并提供学生创业励志服务、勤工俭学基地、学生实习基地等	广西大学、西藏民族大学、重庆医科大学、贵阳职业技术学院、南京航空航天大学、阜阳师范大学等
公共物业	涉及城市多种功能体, 包含集产业、科技、仓储、物流等功能为一体的园区物业, 以文化中心、博物馆、体育馆、综合会议展览中心等为主体的场馆物业, 以医院及其医疗机构、福利院、新型养老产业等为主体的医养物业, 包括道路、公园、景点景区及旅游区物业等各类城市公共市政设施的市政物业等	重庆轨道交通6号线、重庆市大足区人民医院、江苏江阴长江港口物流园、重庆科技博物馆、重庆国际博览中心
航空物业	涵盖机场航站楼、办公楼、地勤公司、贵宾楼、航空公司食品基地、停机坪、停车场等范围; 除为机场提供日常物业服务外, 还提供停机坪瞭望、手推车管理、停车场管理、高空清洁等特色客户服务	昆明长水国际机场、杭州萧山国际机场、广州白云国际机场、南京禄口国际机场、青岛胶东机场
办公物业	主要为党、政、军机关、企(事)业单位和商用写字楼等的主体提供物业管理及服务。在政务会议服务, 礼仪接待, 安保应急服务, 大型活动的策划及实施方面制定特色服务、管理规范。	贵州省高级人民法院、璧山区公共服务中心、中国农业银行西南客服中心、中国联通重庆市分公司、永川区人民政府大楼
商住物业	包含商业和住宅两大物业类型: 一是以购物中心、百货商场、商业街等以商业使用为主体的商业物业	城南家园、康居西城、上海城购物中心、亿象城、义渡古镇、

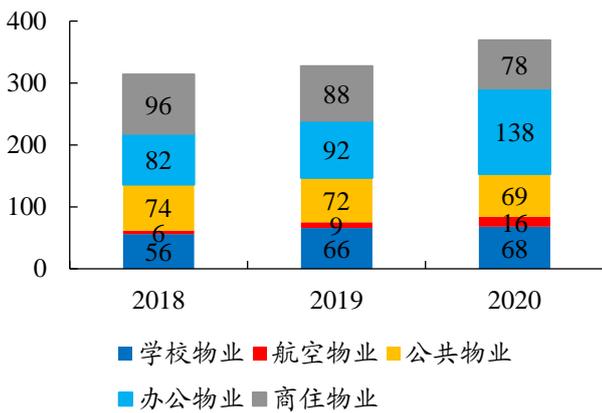
资料来源: 公司公告、公司官网、开源证券研究所

图6: 公司服务包含十大专业产品



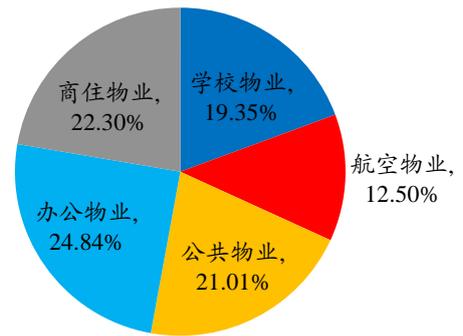
资料来源: 公司官网

图7: 新大正 2020 年管理项目中学校物业达 68 个



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 新大正 2020 年管理项目中学校物业占比 19%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、深耕重庆，完成全国化布局

**全国化布局初有成效，西南市场以外进展飞速。**公司发家于重庆，自 2012 年开始走出重庆，开启全国化布局；2016 年后基本保持每年新拓展 3-4 个省份。截至 2020 年，公司在管项目达 369 个，签约面积约 8000 万方。目前公司形成以西南区域为主，逐渐拓展至长三角、中西部、华北等地区。重庆地区在收入和项目占比上仍占据绝对份额，2020 年重庆在管项目 209 个，收入 8.68 亿元，重庆市场贡献收入占比高达 66%，但占比呈现下降态势。同时，公司在重庆以外区域市场持续发力，在管项目从 2016 年的 50 个持续提升至 2020 年的 160 个，近三年重庆以外的市场收入规模从 1.55 亿元持续提升至 4.50 亿元，复合增速高达 70.5%。

表3: 新大正 2012 年后持续进行全国化布局

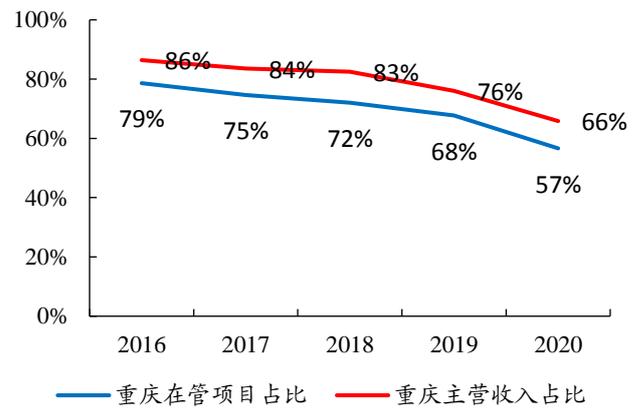
时间	新进省份
2012	贵州
2015	云南

时间	新进省份
2016	湖北、广西、湖南
2017	陕西、江苏、河南
2018	江西、浙江、福建、北京
2019	河北、天津、广东
2020	上海、甘肃、山东、安徽

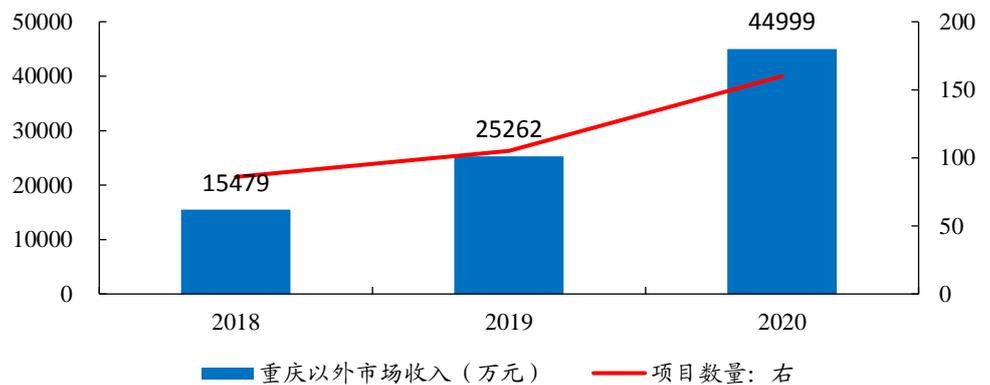
资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图9：新大正 2020 年签约面积约 8000 万方**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：新大正重庆区域在管项目及收入占比持续下行**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

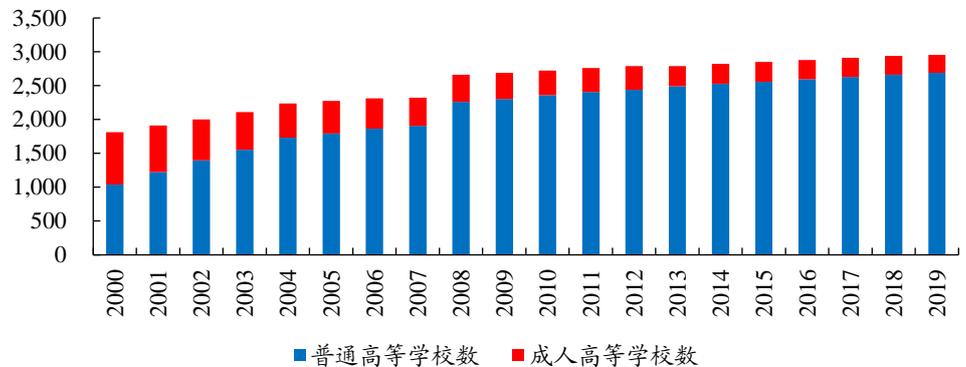
**图11：新大正重庆以外市场收入规模增长迅猛**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、学校物业：后勤化水平提升可期，学校物业稳中有进

根据公司招股说明书资料，尽管我国学校后勤化改制于 2000 年启动至今，真正实现社会化的学校仅占全国学校 36% 的覆盖率。因此，全国学校后勤化这块市场空间还比较大。截至 2019 年末，我国高等学校数目 2956 个，其中普通高等学校、成人高等学校分别 2688、268 个；此外中等教育学校 7.67 万个（2018）、初等教育学校

16.01 万个。

**图12: 截至 2019 年末我国高等学校数目 2956 个**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**表4: 各地方政府关于高校后勤社会化政策梳理**

时间	机构	内容
2020 年 12 月	内蒙古自治区编委	提出幼儿园后勤服务实行社会化, 可将公办园中安保、厨师等服务纳入政府购买服务范围, 所需资金从地方财政预算中统筹安排
2020 年 10 月	湖南省教育厅	提出要深化大中小幼后勤服务社会化改革, 压缩非教学人员编制, 对适合社会力量提供的工勤和教学辅助等服务纳入政府购买服务范围
2020 年 9 月	陕西省教育厅	提出要深化中小学后勤服务社会化改革, 鼓励采取政府购买服务的方式, 逐步压缩非教学人员编制
2018 年 3 月	教育部	各地要继续深化中小学校后勤服务社会化改革, 鼓励探索采取政府购买服务方式, 纳入当地政府购买服务指导目录, 所需资金要通过合理渠道和方式妥善解决
2018 年 2 月	陕西省人民政府	继续深化中小学校后勤服务社会化改革, 逐步压缩非教学人员编制
2017 年 12 月	天津市编委办公室	将市属本科院校和未核定过人员编制的高等学校纳入人员总量管理试点。人员总量主要用于教师、科研人员、教育辅助人员和综合管理人员, 后勤和其他服务人员则通过政府购买服务的方式解决
2017 年 11 月	教育部发展规划司	提出要进一步提高学校基本建设管理水平, 深化高等学校后勤社会化改革。
2017 年 8 月	教育部	各地深化后勤服务社会化改革, 对适合社会力量提供的岗位, 探索采取政府购买服务方式解决人员配备问题
2017 年 7 月	教育部办公厅	一些省份继续深化后勤服务社会化改革, 对适合社会力量提供的岗位, 探索采取政府购买服务方式解决人员配备问题
2017 年 4 月	西藏自治区人民政府	支持各地(市)采取市场化、政府购买社会服务方式, 推动学校后勤社会化改革
2017 年 3 月	青海省人民政府	以县为主推进寄宿制学校后勤社会化管理改革, 通过政府购买服务、公益性岗位等方式提供工勤和教学辅助服务, 提升义务教育学校后勤保障能力
2017 年 3 月	山东省编委	出台特殊教育学校教职工编制标准, 提出保育、后勤服务采取购买社会化服务方式解决
2017 年 2 月	浙江省人民政府	探索高校后勤服务社会化、市场化, 可试行自主合理收费

资料来源: 政府网站、开源证券研究所

**表5: 学校物业后勤社会化程度依然不高**

城市区域	学校物业		备注
	本地物业	外来物业	
湖北地区（武汉）	60%	40%	全省高校 160 多所，武汉 98 所
陕西地区（西安）	95%	5%	全省高校 160 多所，西安 63 所
河南地区（郑州）	85%	15%	全省高校 80 多所，郑州 30 所
江西地区（南昌）	80%	20%	全省高校 160 多所，南昌 53 所
广西地区（南宁）	90%	10%	本科 26 所、专科 43 所、独立 9 所、民办 15 所（93 所）
云南地区（昆明）	80%	20%	本科 23 所、专科 45 所、独立 7 所、民办 14 所（85 所）
贵州地区（贵阳）	60%	40%	本科 19 所、专科 33 所、独立 8 所、民办 6 所（66 所）
四川地区（成都）	80%	20%	本科 42 所、专科 60 所、独立 12 所、民办 24 所（138 所）

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

公司学校物业主要面向各类高校、专科学校及中小学，提供基础物业管理及与校园生活配套的公寓、安全、学习辅助及师生生活服务等。截至 2020 年，公司学校物业在管项目达 68 个，营收达 2.55 亿元，同比增长 8.2%，增速放缓主要受疫情影响，在疫情恢复阶段的学校开学、重启招投标时间均较其他业态晚。2020 年公司新拓展广西大学、西藏民族大学、重庆医科大学、贵阳职业技术学院、南京航空航天大学、阜阳师范大学等重要项目。

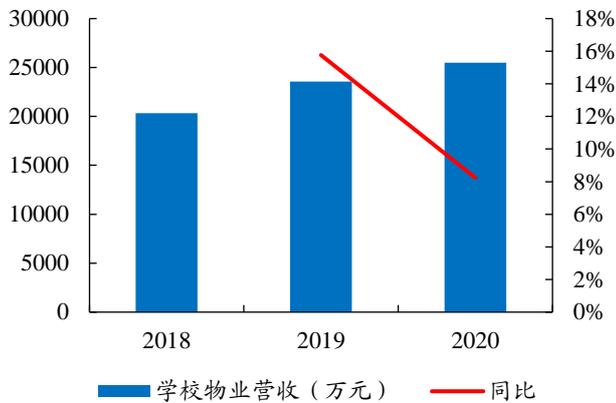
**图13: 学校物业提供的物业服务内容众多**
**基础物业服务**

- 学校安全保卫、消防安全
- 绿化养护
- 日常设施设备、教学设备保养维修及维护
- 各类楼宇、场馆、室外道路及周边环境的卫生保洁管理

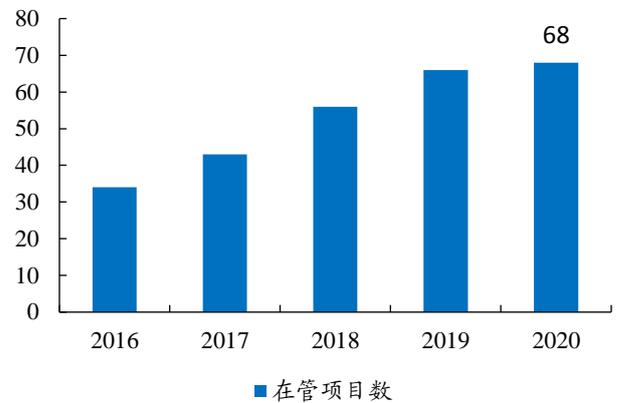
- **商务服务**: 提供打印、复印、传真、装订、票务、物业管理档案资料管理服务等
- **行政会务服务**: 针对学校行政办公、学术交流等会议功能，提供会务接待、绿植摆放等会务支持
- **维修服务**: 为师生提供电脑、空调、小家电的维修服务
- **个性化生活服务**: 为师生提供洗衣、送餐、保洁、快递等个性化支持服务
- **其他服务**: 班车服务、活动策划、协助消防开展校园特色文化活动等

**多元化增值服务**

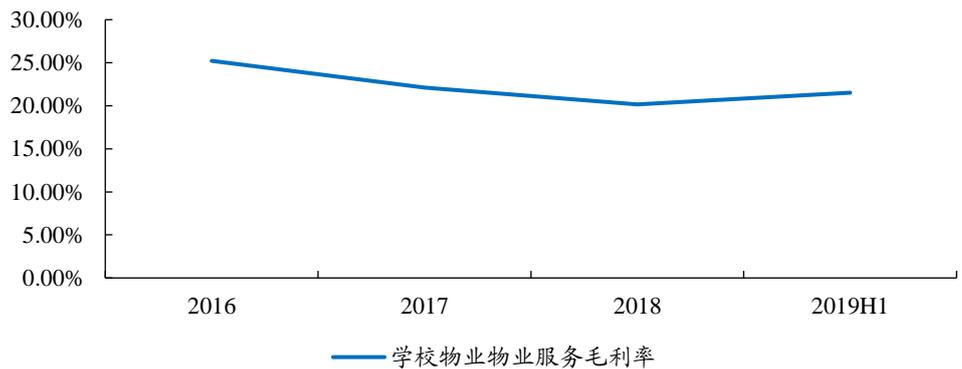
资料来源：中物研协、开源证券研究所

**图14: 2020年新大正学校物业营收增速8%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图15: 2020年新大正学校物业在管项目68个**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图16: 学校物业的物业服务毛利率维持在20%左右**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

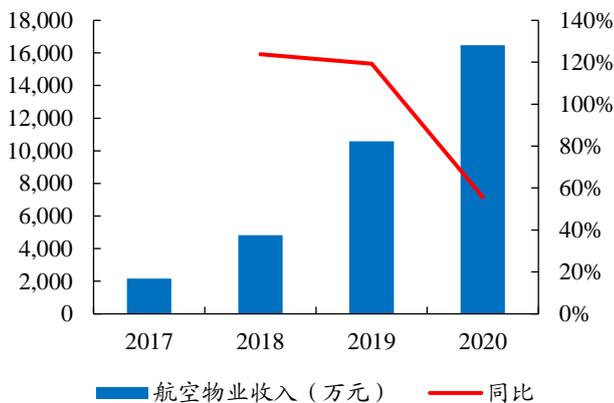
### 3、航空物业: 从1至N, 管理经验获市场认可

**民航强国正在持续显现。**根据中国民用航空局网站, 2019年我国民用航空通航机场数达238个。在2018年民航局发布的《新时代民航强国建设行动纲要》中, 指出在2021-2035年这一阶段, 预计我国人均航空出行次数超过1次, 运输机场数量达450座左右, 是2019年规模的1.89倍。

**图17: 2019年我国民用航空通航机场数 238 个**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从 1 至 N, 公司航空物业管理规模提升迅猛。公司从 2017 年承接重庆江北国际机场物业, 正式进入航空物业; 2019 年公司对在管项目类型重新划分, 将原来隶属于公共物业的航空物业单独拆开, 表现出公司对航空物业的重视程度。经过短短 4 年时间, 2020 年公司在管机场数量已增长至 16 个。公司 2020 年航空物业贡献收入 1.65 亿元, 2017 年以来复合增速高达 97.0%, 目前占据公司主营业务收入的 12.5%。

**图18: 2020年新大正航空物业收入增速 56%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图19: 2020年新大正机场在管 16 个**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**成功的“异地复制”彰显市场对管理经验的认可。**航空物业涵盖机场航站楼、办公楼、地勤公司、贵宾楼、航空公司食品基地、停机坪、停车场等范围。有别于其他公共物业, 航空物业需要一定个性化服务内容, 除为机场提供日常物业服务外, 还提供停机坪瞭望、手推车管理、停车场管理、高空清洁等特色客户服务。从管理项目看, 公司航空物业管理已经打破空间限制, 从 2017 年的重庆江北机场到 2018 年的福州长乐机场, 至 2019 年北京大兴机场, 2020 年又新拿下广州、南京、青岛等多个商场。考虑到航空物业均由招投标方式获取, 公司成功的“异地复制”也间接说明了市场对公司航空物业领域的管理经验的认可。

**单项目管理半径的提升, 彰显业主对公司服务品质的满意度。**单个航空物业体量较大, 且服务内容较为广泛; 因此机场通常会按照分标段/项目拆分成几个管理区

域，分别进行招投标。难能可贵的是，公司在管理过程中，单项目的管理半径、内容持续增加。以重庆江北国际机场为例，2017年7-8月，公司获取T3A航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务采购合同、停车场服务项目合同；2018年6月公司获取T2航站楼保洁及旅客手推车服务外包合同；2019年7月，公司再次获取飞行区安全哨巡场业务外包项目合同。合同的层层递进，体现出机场对公司专业服务素质的认可，公司在单项目上的合同收入也在持续提升。此外，昆明长水国际机场合同也体现出这一特点。

**表6: 单项目管理半径提升彰显业主对公司服务品质的满意度**

合同名称	业主（甲方）	合同金额	合同期限
重庆江北国际机场停车场服务项目合同	重庆机场集团	1,463.80 万元	2017.8.29-2019.8.28
重庆江北国际机场 T2 航站楼保洁及旅客手推车服务外包合同	重庆机场集团	3,443.44 万元	2018.6.1-2020.5.31
重庆江北国际机场 T3A 航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务采购合同	重庆机场集团	4,293.37 万元	2017.7.20-2019.7.19
重庆江北国际机场 T3A 航站楼保洁一标段及旅客行李手推车服务采购合同补充协议	重庆机场集团	2,146.68 万元	2019.7.19-2020.7.19
重庆江北国际机场飞行区安全哨巡场业务外包项目合同	重庆机场集团	873 万元	2019.7.1-2022.6.30
昆明长水国际机场航站楼地面保洁、卫生间保洁和高空保洁服务项目（三标段：航站楼高空保洁）合同	昆明长水国际机场	1,970.88 万元	2018.12.1-2021.11.30
昆明长水国际机场保洁服务项目合同	昆明长水国际机场	309.02 万元/年	全部人员到岗后 36 个月

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**图20: 全自动洗地机、尘推车、手推车等机场作业机具**


资料来源：搜狐网

**图21: 新大正物业员工驾驶全自动洗地吸干机在大兴机场进行地面清洁保洁**

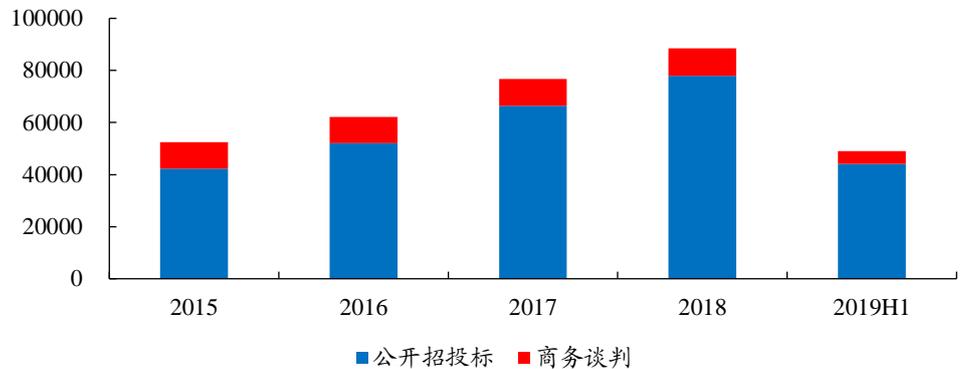

资料来源：搜狐网

## 4、核心看点：直拓+收并购，股权激励彰显高成长信心

### 4.1、多年直拓模式，历经时间考验

公司是一个独立第三方运营的专注城市公共服务与设施管理的物管公司，从诞生初期主要采用直销模式获取客户。有别于其他有开发商背景的物管公司，公司凭

借自身专业化服务能力，持续增强与客户的黏性。公司绝大多数综合物业项目均以公开招投标的方式获得；对于在管项目，公司通常通过与甲方进行商务谈判的方式进行续签；以商务谈判方式获取的新业务主要是专项保洁、保安项目。

**图22：公司主营业务收入中来自公开招投标占比超九成（2019H1）**


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

#### 4.2、上市后开启第一单收购进程

公司在 IPO 募集说明书中提及，公司在上市前不存在并购整合物业公司的情形，同时制定全国化布局的战略规划，以做大做强优势业态为目标，快速扩大管理规模，在适当的时刻择机进行并购合作。2020 年 10 月，公司灵活进行资金调配，从原募投项目“停车场改造及投资建设”中调出募集资金 9700 万元，用于收购四川民兴物业管理有限公司 100% 股权，开启上市后的第一单收购。

民兴物业成立于 2002 年，以国企总部办公楼、政府行政办公楼、综合写字楼的专业物业管理为核心业务，延伸至为商业银行各支行及营业网点、大型商场、三级甲等医院、别墅、电梯公寓及多层住宅提供规范的物业管理服务，服务项目 100 余个。公司服务区域以成都市区为中心，辐射至郊县和省内 12 个地市州，以及重庆、云南、安徽、甘肃等省市。

**表7：2020 年 12 月收购四川民兴物业管理有限公司 100% 股权**

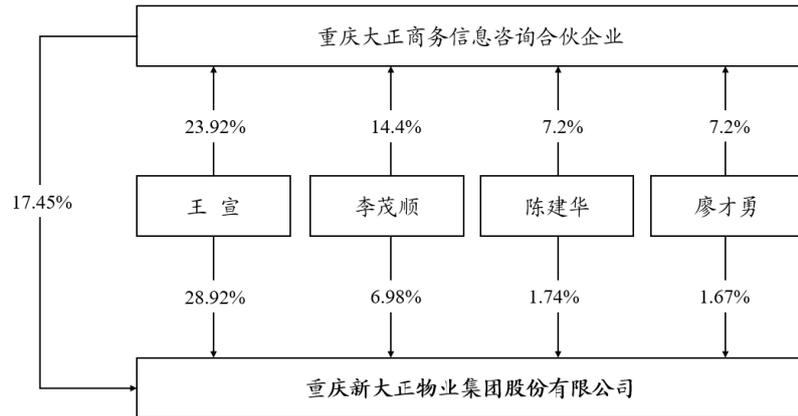
承诺投资项目和超募资金投向	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额 (1)	期末累计投入金额 (2)	投资进度 (3) = (2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期
企业信息化建设项目	9,271.04	9,271.04	1,797.94	19%	2022 年 12 月 3 日
物业业务拓展项目	5,940	5,940	2,761.68	46%	2022 年 12 月 3 日
人力资源及企业文化建设项目	3,643.29	3,643.29	1,470.09	40%	2022 年 12 月 31 日
市政环卫业务拓展项目	10,364	10,364	0	0%	2022 年 12 月 3 日
停车场改造及投资建设项目	11,248.97	1,548.97	51.28	3%	2022 年 12 月 3 日
偿还银行贷款	3,000	3,000	3,000	100%	2020 年 12 月 31 日
<b>收购四川民兴物业 100% 股权</b>		<b>9,700</b>	<b>9,700</b>	<b>100%</b>	<b>2020 年 12 月 31 日</b>
承诺投资项目小计	43,467.30	43,467.30	18,780.99	43%	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 4.3、股权集中，股权激励力度到位

**股权集中，管理层执行力强劲。**目前公司控股股东和实际控制人均为王宣，李茂顺、廖才勇、陈建华均为一致行动人，截至 2020 年，王宣及一致行动人直接持股占比高达 39.31%，此外通过控股重庆大正商务信息咨询合伙企业间接持股占比达 17.45%。股权较为集中，推动管理层执行力强劲。公司 2020 年顺利完成董事会、监事会换届工作，聘任了总裁及高管团队；加大对优秀人才特别是综合型高级管理人才的引进力度，集团总部及业务条线引进中高层人才 16 人。

**图23：截至 2020 年王宣及一致行动人直接持股占比高达 39.31%**



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**管理团队持续加强市场化拓展。**公司通过市场化机制从外部引入同行优秀人才。2020 年 4 月公司聘任刘文波担任公司董事兼总裁，2021 年 3 月聘其兼任财务负责人，刘文波先生具有丰富的财务知识和管理经验，早在 1998 年就开始陆续在中航物业担任财务部会计、总会计师、董事、总经理等要职，2015-2019 年，兼任中航善达（后改名招商积余）副总经理要职。此外公司近几年还从金科物业、华润物业等优秀同行获取优秀的职业经理人，比如目前担任公司副总裁职务的徐杏东、王江江、高文田，担任总裁助理职务的田维正先生等人。

**表8：管理团队持续加强市场化拓展**

人员	公司职务	入职公司年份	过往背景
刘文波	董事兼总裁、兼任财务负责人	2020	早在 1998 年就开始陆续在中航物业担任财务部会计、总会计师、董事、总经理等要职，2015-2019 年，兼任中航善达（后改名招商积余）副总经理要职
徐杏东	副总裁	2021	2001-2020 年，先后担任中航物业经理部经理助理/秘书、北京公司总经理、中航物业副总经理兼北京公司总经理
王江江	副总裁	2021	2018 年至 2019 年，担任仁恒物业服务管理（中国）总裁；2019 年 9 月至 2020 年 3 月，担任华润物业科技服务有限公司副总经理（分管华东区域）、上海中心城市总经理。
高文田	副总裁、学校物业事业部总经理	2021	1997 年至 2006 年，先后担任中航生活服务公司经理部经理、总助、副总、总经理；2006 年至 2021 年 1 月，担任中航物业管理有限公司副总经理。
田维正	助理总裁	2017	2010 年至 2014 年，担任上海高地物业重庆分公司总经理助理；2015 年至 2016 年，担任金科物业服务重庆分公司区域副总监、合资物业公司总经理

资料来源：公司公告、开源证券研究所

股权激励到位，上下一心充分提升管理层积极性。2021年2月，公司发布《2021年限制性股票激励计划》，公司拟向激励对象授予125.33万股股份，占总股本的1.17%，首次授予价格为26.92元/股；计划覆盖董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干等17位人才。

**表9：公司股权激励覆盖17位人才**

姓名	职务	限制性股票 (万股)	占本激励计划 比例	占公司总股本 比例
刘文波	董事、总裁	30	23.94%	0.28%
高文田	副总裁	11	8.78%	0.10%
吴云	副总裁	9	7.18%	0.08%
田维正	助理总裁	10	7.98%	0.09%
翁家林	助理总裁、董事会秘书	5	3.99%	0.05%
罗东秋	审计内控中心总经理	3.5	2.79%	0.03%
预留部分		20.03	15.98%	0.19%
其他人员(共11人)		36.8	29.36%	0.34%
<b>合计(17人)</b>		<b>125.33</b>	<b>100%</b>	<b>1.17%</b>

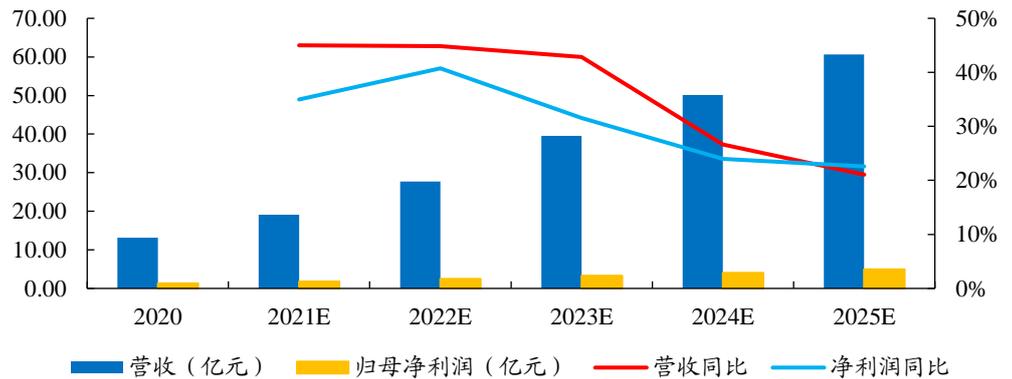
资料来源：公司公告、开源证券研究所

“新五年”提出更高成长目标，公司处于持续提速阶段。此次激励计划考核年度为2021-2025年五个会计年度，以2020年度营业收入、净利润值为基数，对各考核年度的营业收入增长率、净利润增长率进行考核。按照公司考核要求，未来5年公司营收、业绩端复合增速分别为36%、31%；远高于前5年营收、业绩端复合增速水平（分别为20.2%、21.5%），公司发展处于持续提速阶段。

**表10：股权激励计划提出高业绩考核目标**

归属安排	对应考核 年度	解除限售 比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	2021年	30%	营收同比2020年增长不低于45%(即19.12亿元),归母净利润同比2020年增长不低于35%(即1.77亿元)
第二个解除限售期	2022年	30%	营收同比2020年增长不低于110%(即27.69亿元),归母净利润同比2020年增长不低于90%(即2.49亿元)
第三个解除限售期	2023年	20%	营收同比2020年增长不低于200%(即39.55亿元),归母净利润同比2020年增长不低于150%(即3.28亿元)
第四个解除限售期	2024年	10%	营收同比2020年增长不低于280%(即50.10亿元),归母净利润同比2020年增长不低于210%(即4.07亿元)
第五个解除限售期	2025年	10%	营收同比2020年增长不低于360%(即60.64亿元),归母净利润同比2020年增长不低于280%(即4.99亿元)

资料来源：公司公告、开源证券研究所（此处归母净利润是指已剔除股份支付费用影响）

**图24：股权激励计划中未来5年业绩复合增速31%**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

#### 4.4、嫁接城市运营

公司2020年7月与青岛融源共同投资成立青岛大正融源智慧城市运营服务公司，开始布局城市服务的战略。2020年公司实现军队后勤、交通枢纽等场景的规模突破，进一步优化业态产品结构，同时对多个老旧小区改造项目进行实地踏勘，助力公司未来城市运营业务快速发展。

### 5、盈利预测与投资建议

#### 5.1、盈利预测

新大正营收主要分为综合物业项目收入、专项物业项目收入、物业增值服务三大类，考虑到2018年后公司根据不同业态对收入进行划分，我们使用不同业态公司在管项目、单项目营收增加来预测未来公司营收增长趋势。

(1) 预计未来3年学校物业在管项目数复合增速为30%，航空物业复合增速50%，公共物业及商住物业复合增速19%，办公物业增速38%；单项目营收增长方面，预计未来3年学校物业、航空物业、公共物业、办公物业、商住物业复合增速分别为10.0%、9.3%、15.0%、6.0%、15.0%；

(2) 公司主要通过公开招投标方式获取客户，服务报价采用成本加成模式展开；因此未来物业服务毛利率基本维持不变，进而推动公司总体毛利率维持稳定，预计未来3年分别为21.3%、21.3%、20.9%；

(3) 公司未来三年销售管理费率均为11.09%，所得税率为15.0%。

最终我们测算出，2021-2023年公司营收分别为19.23、27.82、39.77亿元，同比增速分别为45.9%、44.7%、42.9%；归母净利润分别为1.80、2.53、3.33亿元。

**表11: 新大正未来3年营收增长可观**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	10.55	13.18	19.23	27.82	39.77
同比	19%	25.0%	45.9%	44.7%	42.9%
其中: 学校物业	2.36	2.55	3.65	5.22	7.46
同比	15.8%	8.2%	43.0%	43.0%	43.0%
航空物业	1.06	1.65	2.72	4.40	7.27
同比	119.3%	55.6%	65.0%	62.0%	65.0%
公共物业	2.20	2.77	3.82	5.27	7.16
同比	16.7%	25.7%	38.0%	38.0%	35.7%
办公物业	2.25	3.27	4.99	7.33	10.29
同比	10.0%	45.9%	52.3%	47.0%	40.4%
商住物业	2.68	2.94	4.06	5.60	7.60
同比	11.2%	9.6%	38.0%	38.0%	35.7%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**表12: 主流物管公司对应2022年PE均值19倍**

代码	公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6098.HK	碧桂园服务	2009	26.9	42.2	65.6	100.4	48	31	20
6666.HK	恒大物业	990	26.5	45.3	67.8	98.0	22	15	10
1516.HK	融创服务	608	6.0	12.5	20.0	28.1	49	30	22
9666.HK	金科服务	380	6.2	9.9	15.9	25.4	38	24	15
3319.HK	雅生活服务	408	17.5	23.0	30.4	40.5	18	13	10
0873.HK	世茂服务	419	6.9	13.0	21.2	32.3	32	20	13
1995.HK	永升生活服务	290	3.9	6.1	9.1	13.3	48	32	22
2869.HK	绿城服务	327	7.1	9.4	13.0	18.6	35	25	18
6049.HK	保利物业	278	6.7	8.6	10.8	13.5	32	26	21
001914.SZ	招商积余	225	4.4	6.8	9.1	11.7	33	25	19
1755.HK	新城悦服务	173	4.5	6.8	9.9	13.7	25	17	13
2669.HK	中海物业	223	5.9	7.5	9.9	13.1	30	23	17
9983.HK	建业新生活	75	4.3	6.1	8.8	12.7	12	9	6
9928.HK	时代邻里	49	2.3	4.1	6.2	8.5	12	8	6
6677.HK	远洋服务	60	2.6	4.1	5.9	8.2	15	10	7
6958.HK	正荣服务	45	1.7	2.8	4.0	5.5	16	11	8
3316.HK	滨江服务	65	2.2	3.4	5.3	8.0	19	12	8
3662.HK	奥园健康	35	2.5	3.7	5.5	7.8	9	6	4
2168.HK	佳兆业美好	39	2.2	3.2	5.0	7.7	12	8	5
1209.HK	华润万象生活	854	8.2	14.4	19.9	26.8	59	43	32
9909.HK	宝龙商业	159	3.1	4.4	6.1	8.6	36	26	18
3913.HK	合景悠活	137	3.2	6.7	11.1	21.0	20	12	6

代码	公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
均值							28	19	14
002968.SZ	新大正	81	1.3	1.8	2.5	3.3	45	32	24

数据来源: Wind、开源证券研究所(备注: 灰色为使用 Wind 一致预期, 日期截至 2021 年 6 月 1 日, 汇率为: 1 港币=0.83 人民币)

## 5.2、投资建议

新大正作为国内唯一一家专注于智慧城市公共建筑与设施的运营和管理的独立第三方物业公司; 凭借多年专业化服务深耕五大业态, 在公共物业、学校物业、航空物业等领域处于市场领先地位, 上市后完成第一单收并购; 同时股权激励到位利于上下一心提升管理层积极性。我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.80、2.53、3.33 亿元, EPS 分别为 1.11、1.56、2.04 元/股, 当前股价对应 PE 为 45.1、32.1、24.4 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险提示

(1) 宏观环境风险: 宏观经济不景气, 居民可支配收入低迷, 支付能力有所下降, 影响行业收缴率水平;

(2) 行业盈利恶化风险: 人工成本持续上行, 物管费提价较难, 行业毛利空间持续压缩;

(3) 行业成长性下滑风险: 市场竣工持续处于低位, 物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长;

(4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动; 企业收并购存在误判风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	826	974	1128	1317	1558
现金	618	677	686	793	863
应收票据及应收账款	139	203	296	322	401
其他应收款	66	86	135	185	273
预付账款	3	6	7	12	15
存货	1	2	3	5	6
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	169	259	274	341	434
长期投资	0	0	-0	-0	-0
固定资产	123	129	162	217	310
无形资产	2	5	6	6	6
其他非流动资产	44	124	107	119	118
<b>资产总计</b>	995	1233	1401	1658	1992
<b>流动负债</b>	232	369	414	531	643
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	37	83	92	160	202
其他流动负债	195	287	321	370	440
<b>非流动负债</b>	8	10	11	14	20
长期借款	0	0	1	4	9
其他非流动负债	8	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	240	379	424	545	662
少数股东权益	1	3	4	6	8
股本	72	107	163	163	163
资本公积	497	462	408	408	408
留存收益	184	271	371	511	695
<b>归属母公司股东权益</b>	754	850	973	1108	1322
负债和股东权益	995	1233	1401	1658	1992

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	51	173	81	291	284
净利润	105	132	181	255	335
折旧摊销	8	11	13	18	26
财务费用	1	-5	-7	-8	-9
投资损失	-1	-6	-6	-7	-6
营运资金变动	-66	33	-100	34	-61
其他经营现金流	4	9	0	-0	0
<b>投资活动现金流</b>	-26	-76	-22	-78	-112
资本支出	27	22	16	68	93
长期投资	0	4	0	0	0
其他投资现金流	2	-50	-6	-10	-20
<b>筹资活动现金流</b>	344	-44	-50	-106	-103
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-31	0	1	4	5
普通股增加	18	36	55	0	0
资本公积增加	417	-36	-54	0	0
其他筹资现金流	-60	-44	-52	-109	-108
<b>现金净增加额</b>	369	53	10	107	70

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1055	1318	1923	2782	3977
营业成本	832	1036	1514	2190	3145
营业税金及附加	7	9	13	19	28
营业费用	17	23	38	56	80
管理费用	80	120	175	253	361
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1	-5	-7	-8	-9
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	10	17	19	21	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	6	6	7	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	124	155	215	300	395
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	2	1	1
<b>利润总额</b>	122	155	213	300	394
所得税	17	23	32	45	59
<b>净利润</b>	105	132	181	255	335
少数股东损益	1	1	1	2	2
<b>归母净利润</b>	104	131	180	253	333
EBITDA	112	146	206	295	394
EPS(元)	0.64	0.81	1.11	1.56	2.04

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.1	25.0	45.9	44.7	42.9
营业利润(%)	19.4	25.6	38.2	39.9	31.4
归属于母公司净利润(%)	18.6	25.6	37.5	40.3	31.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.1	21.4	21.3	21.3	20.9
净利率(%)	9.9	10.0	9.4	9.1	8.4
ROE(%)	13.9	15.5	18.6	22.9	25.2
ROIC(%)	11.7	13.4	16.7	21.1	23.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.2	30.8	30.3	32.9	33.2
净负债比率(%)	-80.7	-78.3	-69.4	-70.1	-63.4
流动比率	3.6	2.6	2.7	2.5	2.4
速动比率	3.5	2.6	2.7	2.5	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.2	1.5	1.8	2.2
应收账款周转率	10.1	7.7	7.7	9.0	11.0
应付账款周转率	35.3	17.3	17.3	17.3	17.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.8	1.1	1.6	2.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	1.1	0.5	1.8	1.7
每股净资产(最新摊薄)	4.6	5.2	6.0	6.8	8.1
<b>估值比率</b>					
P/E	77.8	62.0	45.1	32.1	24.4
P/B	10.8	9.6	8.4	7.3	6.2
EV/EBITDA	67.2	51.3	36.2	24.9	18.5

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn