

房地产

2021年06月20日

增值服务再思考，消费类业务增长最为可观

——行业周报

投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

陈鹏（分析师）

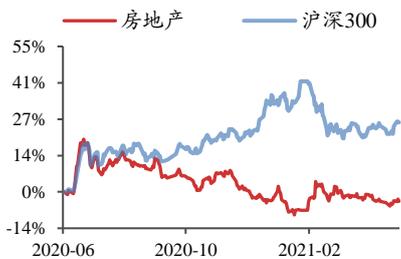
qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

证书编号：S0790520100001

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-新开工意愿下滑，竣工修复进行时》-2021.6.16

《行业周报-稳房价预期不变，单周成交继续回落》-2021.6.13

《行业周报-多地完善物业服务标准，部分公司港股通持股比例提升明显》-2021.6.6

● 市场空间大，进阶版物管对技术、能力需求更为迫切，维持“看好”评级

物管公司短期看点仍在于成长性，但其背后的内在驱动因素开始转变，未来市场化竞争能力强的公司将享受更高溢价；同时外拓时代来临将对物管公司精细化运营提出更高要求，也将加快不同质地标的之间的分化速度。此外，大物管时代开启，物业公司服务场景不断拓展，具备一体化运营管理的物管公司将历久弥坚。重点推荐行业龙头标的碧桂园服务，成长性标的金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括世茂服务、宝龙商业、华润万象生活；维持“看好”评级。

● 周内物管板块表现一般，建业新生活港股通比例提升明显

2021年第25周，物业板块总市值单周涨跌幅-1.80%，同期恒生指数、恒生地产类、沪深300涨跌幅分别为-0.14%、-2.22%、-2.34%，弱于港股大盘指数；月初至今板块涨跌幅-4.96%，表现略显一般，主要系3月业绩后涨幅较快，及行业较多物业公司陆续高额限售股解禁，近期市场高位盘整。从周内数据看，建业新生活、金科服务、融创服务南下资金表现活跃，港股通持股占比分别提升0.34%、0.27%、0.19%。

● 多地持续推进物管条例进程，健全纠纷调解渠道

多地持续推进物业管理条例进程。海南省新闻办于6月15日召开发布会，新修订的《海南经济特区物业管理条例》围绕业主大会成立难、业主委员会监管难、提升物业服务质量难、住宅专项维修资金交存使用难等问题进行创新和改进，并将于2021年11月1日起施行。**养老服务方面**，《广州市养老服务条例》将于2021年10月1日起施行，构建居家社区机构相协调，医养康养相结合，养老事业和养老产业相协同，全覆盖、多层次、多支撑、多主体的养老服务体系。**物业服务治理方面**，湖北省住房和城乡建设厅联合省司法厅出台意见，通过建立健全物业管理纠纷人民调解组织，畅通群众利益诉求渠道。

● 增值服务再思考：消费类增长迅猛，做难而正确的事

社区增值服务可分为社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务三大类。我们梳理了6个物管公司增值服务概况，发现2020年这三大类业务中社区消费类业务增长最为可观，同比增速达80%，空间资源运营、地产后周期业务分别为62%、16%；从各业务占总收入情况看，6家公司社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务占总收入比例分别为7.1%、2.6%、5.0%，其中社区消费类业务改善幅度最为明显，地产后周期业务受疫情波动最大，主要和地产公司交付节奏放缓相关。消费类业务涉及方向众多，未来想象空间最为可观，但面临的外部挑战也最大（比如需要和外部电商、团购、教育平台等竞争），该业务得以顺利开展的前提是物管公司与业主之间存在较强的客户黏性；空间资源运营类业务中长期看存在一定瓶颈；地产后周期类主要与地产平台开发体量相关，这类业务当前得以快速发展仍然依赖于新房市场的持续拓展。

● **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。

目 录

1、 周内物管板块表现一般，建业新生活港股通提升明显.....	3
1.1、 板块表现：周内物管板块表现一般.....	3
1.2、 个股表现：融创服务领涨，建业新生活港股通提升明显.....	3
2、 多地持续推进物管条例进程，健全纠纷调解渠道.....	5
3、 增值服务再思考：消费类增长迅猛，做难而正确的事.....	6
4、 投资建议.....	8
5、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 2021 年 6 月初至今物业板块指数涨跌幅-4.96%.....	3
图 2： 周内融创服务涨幅迅猛（2021W25）.....	4
图 3： 保利物业港股通持股占比最高（截至 2021W25）.....	4
图 4： 6 家公司 2018 年以来社区增值服务占收入比例持续提升.....	7
图 5： 6 家公司社区增值服务中消费类业务占收入比例提升最为明显.....	8
表 1： 周内板块表现一般（2021W25）.....	3
表 2： 年初至今看，金科服务、新城悦服务、永升生活服务南下资金表现活跃.....	4
表 3： 多地发布政策促进物管市场平稳健康运行.....	5
表 4： 重点公司周内公告一览（2021 年第 24-25 周）.....	6
表 5： 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 19 倍.....	8

1、周内物管板块表现一般，建业新生活港股通提升明显

1.1、板块表现：周内物管板块表现一般

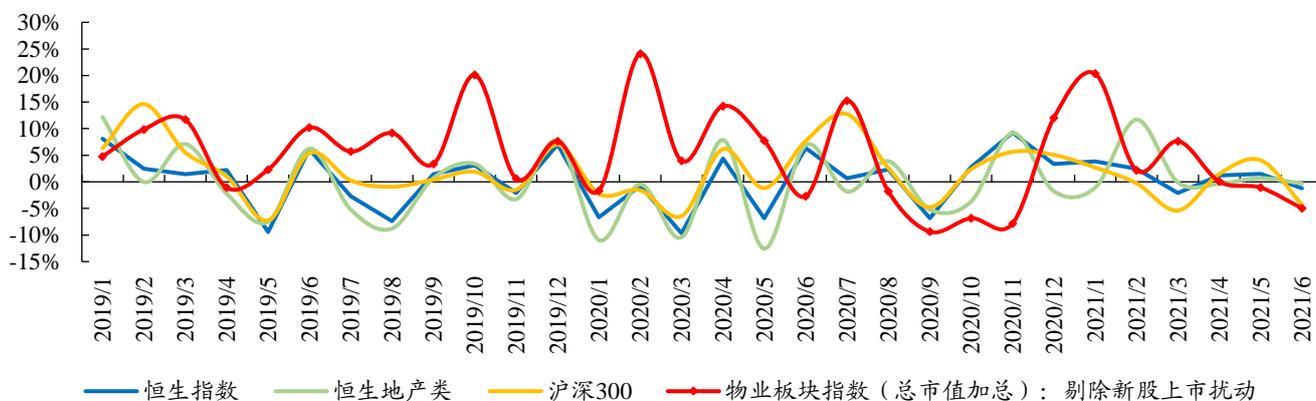
2021年第25周，物业板块总市值单周涨跌幅-1.80%，同期恒生指数、恒生地产类、沪深300涨跌幅分别为-0.14%、-2.22%、-2.34%，弱于港股大盘指数；月初至今板块涨跌幅-4.96%，表现略显一般，主要系3月业绩后涨幅较快，及行业较多物业公司陆续高额限售股解禁，近期市场高位盘整。

表1：周内板块表现一般（2021W25）

代码	指数	单周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
HSI.HI	恒生指数	-0.14%	-1.20%	5.77%
HSPI.HI	恒生地产类	-2.22%	-0.31%	10.39%
399300.SZ	沪深300	-2.34%	-4.30%	-2.09%
	物业板块总市值	-1.80%	-4.96%	24.35%

数据来源：Wind、开源证券研究所（物业板块总市值的涨跌幅计算方法，已剔除新股上市带来标的数量变化导致的市值变动，下同）

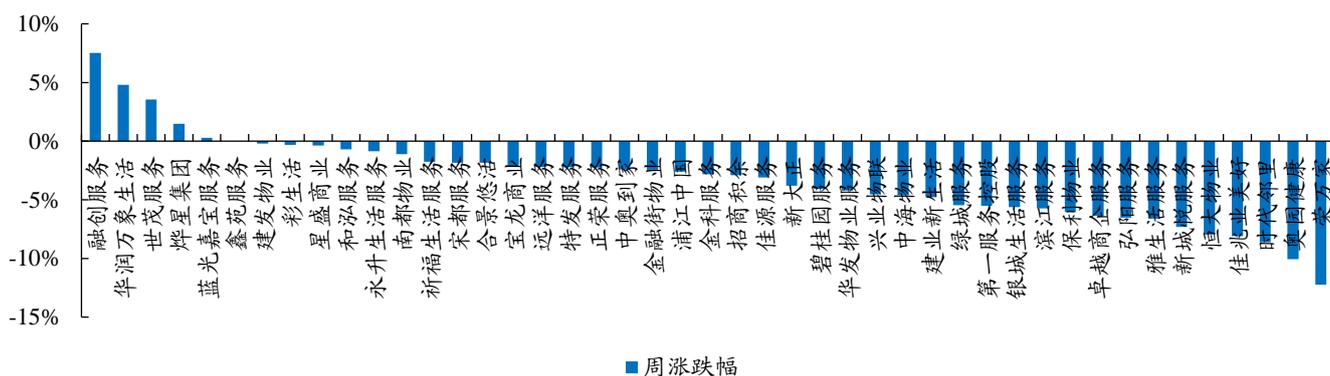
图1：2021年6月初至今物业板块指数涨跌幅-4.96%



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：2021年6月为截至18日数据）

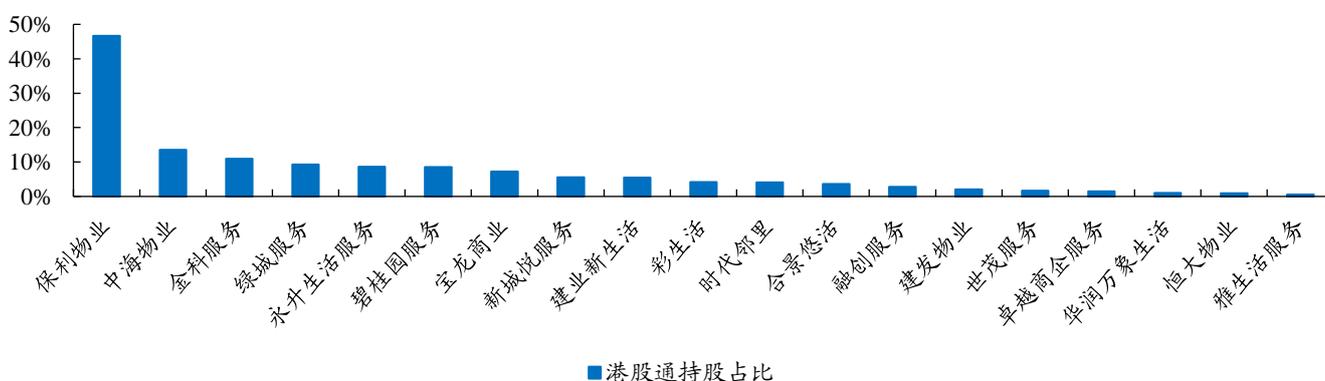
1.2、个股表现：融创服务领涨，建业新生活港股通提升明显

周内涨幅前五的标的有融创服务（+7.51%）、华润万象生活（+4.81%）、世茂服务（+3.55%）、烨星集团（+1.47%）、蓝光嘉宝服务（+0.29%）。跌幅前五的标的有荣万家（-12.24%）、奥园健康（-10.06%）、时代邻里（-8.62%）、佳兆业美好（-8.10%）、恒大物业（-7.98%）。

图2: 周内融创服务涨幅迅猛 (2021W25)


数据来源: Wind、开源证券研究所

从港股通持股占比看,截至2021年第25周,保利物业港股通持股占比46.7%,此外中海物业、金科服务、绿城服务、永升生活服务港股通持股比例居前。从周内数据看,建业新生活、金科服务、融创服务南下资金表现活跃,港股通持股占比分别提升0.34%、0.27%、0.19%。

图3: 保利物业港股通持股占比最高 (截至2021W25)


数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 年初至今看, 金科服务、新城悦服务、永升生活服务南下资金表现活跃

代码	公司	系统持股量 (万股)	持股市值 (亿元 RMB)	港股通持股占比	持股占比周内变动	持股占比年内变动
6049.HK	保利物业	7,154	33.2	46.66%	0.09%	-1.85%
2669.HK	中海物业	44,599	28.2	13.57%	-0.06%	1.80%
2869.HK	绿城服务	29,973	30.2	9.24%	0.05%	-1.49%
1995.HK	永升生活服务	14,445	22.4	8.65%	-0.09%	3.81%
6098.HK	碧桂园服务	27,435	173.5	8.53%	0.00%	0.08%
9909.HK	宝龙商业	4,663	10.7	7.24%	-0.02%	1.72%
9666.HK	金科服务	1,669	8.8	10.92%	0.27%	10.92%

代码	公司	系统持股量 (万股)	持股市值 (亿元 RMB)	港股通持股占 比	持股占比 周内变动	持股占比 年内变动
1755.HK	新城悦服务	4,815	8.4	5.52%	-0.15%	5.52%
1778.HK	彩生活	6,034	1.6	4.15%	0.00%	-0.13%
9983.HK	建业新生活	6,828	4.3	5.43%	0.34%	3.34%
3913.HK	合景悠活	7,270	4.8	3.60%	0.08%	1.19%
2156.HK	建发物业	2,364	0.9	2.01%	-0.01%	-3.35%
9928.HK	时代邻里	4,009	1.9	4.07%	0.17%	1.38%
0873.HK	世茂服务	3,909	7.1	1.65%	0.04%	1.65%
1516.HK	融创服务	8,639	17.9	2.78%	0.19%	2.30%
3319.HK	雅生活服务	747	2.1	0.52%	-0.03%	0.26%
6989.HK	卓越商企服务	1,850	1.4	1.51%	0.00%	1.51%
1209.HK	华润万象生活	2,256	8.8	0.98%	0.09%	0.98%
6666.HK	恒大物业	10,306	7.0	0.95%	0.12%	0.95%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (日期截至 2021 年 6 月 18 日, 汇率为: 1 港币=0.83 人民币)

2、多地持续推进物管条例进程, 健全纠纷调解渠道

多地持续推进物业管理条例进程。海南省新闻办于 6 月 15 日召开发布会, 新修订的《海南经济特区物业管理条例》围绕业主大会成立难、业主委员会监管难、提升物业服务质量难、住宅专项维修资金交存使用难等问题进行创新和改进, 并将于 2021 年 11 月 1 日起施行。6 月 10 日, 吉林省人民代表大会常务委员会通过《吉林省物业管理条例》, 将于 2021 年 8 月 1 日起施行。而德州住房和城乡建设局发布关于公开征《德州市物业管理条例》立法建议的公告, 旨在完善物业服务制度。**养老服务方面**, 《广州市养老服务条例》将于 2021 年 10 月 1 日起施行, 明确养老服务发展应当坚持政府主导、家庭尽责、社会参与、市场运作、保障基本、适度普惠的原则, 构建居家社区机构相协调, 医养康养相结合, 养老事业和养老产业相协同, 全覆盖、多层次、多支撑、多主体的养老服务体系。**物业服务治理方面**, 舟山市普陀区出台《普陀区居民小区物业服务提质全覆盖考核及奖励办法》, 多元化推进小区物业管理。湖北省住房和城乡建设厅联合省司法厅出台《关于加强物业管理纠纷人民调解工作的意见》, 通过建立健全物业管理纠纷人民调解组织, 畅通群众利益诉求渠道。

表3: 多地发布政策促进物管市场平稳健康运行

时间	地区/部门	事件
6 月 8 日	厦门	建设局等部门联合开展物业管理区域电动车安全管理专项检查。
6 月 8 日	广州	《广州市养老服务条例》经广州市人民代表大会常务委员会正式公布, 指出养老服务设施人均用地不少于 0.25 平方米, 居家社区养老优先发展社区嵌入式养老机构, 机构养老以护理型床位为主, 推动养老机构引进医疗资源。
6 月 8 日	德州	住房和城乡建设局发布关于公开征《德州市物业管理条例》立法建议的公告, 《德州市物业管理条例》已列入市人大常委会 2021 年立法调研项目。
6 月 8 日	宜昌	宜昌市召开老旧小区改造、物业管理及垃圾分类工作推进会, 进一步部署推进全市老旧小区改造、物业管理、垃圾分类工作。

时间	地区/部门	事件
6月10日	吉林	吉林省人民代表大会常务委员会通过《吉林省物业管理条例》，条例将于2021年8月1日起施行。
6月10日	乌鲁木齐	乌鲁木齐人民政府新闻办公室召开新闻发布会，强调将组织自治区物业管理工作专题询问，开展物业执法检查，推进问题整改落实，适时启动《新疆维吾尔自治区物业管理条例》修改工作等多措施提升物业服务管理水平。
6月10日	江西	省人大常委会召开检查《江西省物业管理条例》实施情况的报告及审议意见交办会。会议指出，办理工作要“全过程发力”，严格依法履职，坚持分类办理，提高办理质量，不断提升工作实效。
6月11日	舟山	普陀区出台《普陀区居民小区物业服务提质全覆盖考核及奖励办法》，对相关小区的进行考核。住房保障服务中心每年将根据考核结果，对等级良好及以上的物业小区根据分数排名高低予以奖励。
6月13日	天津	天津市住房城乡建设委等16部门制定了《天津市城市居住社区建设补短板行动方案》。方案提出，到2025年，全市各区将基本补齐既有居住社区设施短板，新建居住社区同步配建各类设施。
6月15日	湖北	住房和城乡建设厅、司法厅联合出台《关于加强物业管理纠纷人民调解工作的意见》，建立健全物业管理纠纷人民调解组织，畅通群众利益诉求渠道，依法、及时、有效地将物业管理纠纷化解在基层，力争“小事不出社区，大事不出街道”。
6月15日	海南	省人大常委会公布修订通过后的《海南经济特区物业管理条例》，通过降低首次业主大会召开的条件、增加业主大会的表决形式、明确召开业主大会流程等推动业主大会成立并加强物业服务人的监管，进一步规范住宅专项维修基金交存和使用管理。

资料来源：中国物业协会、开源证券研究所

表4: 重点公司周内公告一览 (2021年第24-25周)

时间	公司	公告
6月9日	新大正	公司五位高管已合计减持公司股份43.08万股，占公司总股本0.26%。
6月10日	新大正	公司股东罗渝陵女士计划减持不超过120万股，占公司总股本0.74%。
6月10日	特发服务	公司股东南通三建所持公司股份被司法冻结780万股，占公司总股本6%。
6月11日	融创服务	公司采纳股份奖励计划，该计划以信托方式持有4.62亿股股份，占公司已发行股份14.89%。
6月11日	荣万家	公司H股全流通计划申请获中国证监会受理。
6月15日	浦江中国	公司拟出售上海新市北企业管理服务27.5%股权，代价为人民币4075.5万元。
6月16日	合景悠活	公司全资子公司广东合景悠活控股有限公司收购雪松智联科技集团有限公司的80%股权，代价为13.16亿元。
6月17日	特发服务	公司151.70万股限售股将于2021年6月21日解禁并上市流通，占公司总股本1.17%。
6月18日	特发服务	公司与华为系公司签订日常经营合同金额累计已达10.67亿元，超过公司最近一个会计年度经审计主营业务收入的50%。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3、增值服务再思考：消费类增长迅猛，做难而正确的事

物管公司的社区增值服务在持续探索中，业务类型多元化，同时不同公司具备个性化特点，比如碧桂园服务的社区传媒业务、金科服务的旅游业务、绿城服务的养老教育业务、新城悦的云柜业务等。从各业务背后依赖的资源属性看，我们大致将增值服务分为社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务三大类。

社区消费类：在三类业务中消费属性最强，物管公司可以切入到业主生活场景中，衣食住行等多方面满足业主需求，主要业务包括零售、养老、教育、家政等

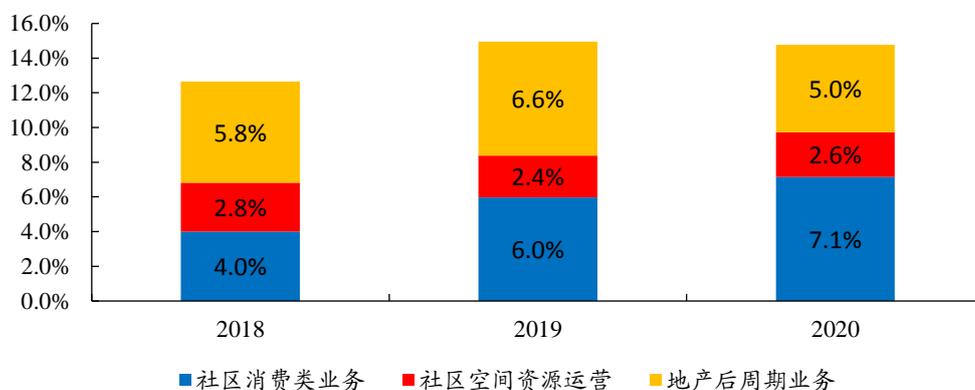
方面。这类业务涉及方向众多，未来想象空间最为可观，但面临的外部挑战也最大（比如需要和外部电商、团购、教育平台等竞争），该业务得以顺利开展的前提是物管公司与业主之间存在较强的客户黏性。

空间资源运营类：主要是依赖公共空间形成的收入，主要包括园区空间服务、社区传媒服务等，该业务随着在管面积的提升稳步提升，但单位面积产生的坪效短期难以提升，且中高档小区业主处于对生活品质的追求，对社区空间资源的利用有一定的排斥，因此该业务中长期看存在一定瓶颈。

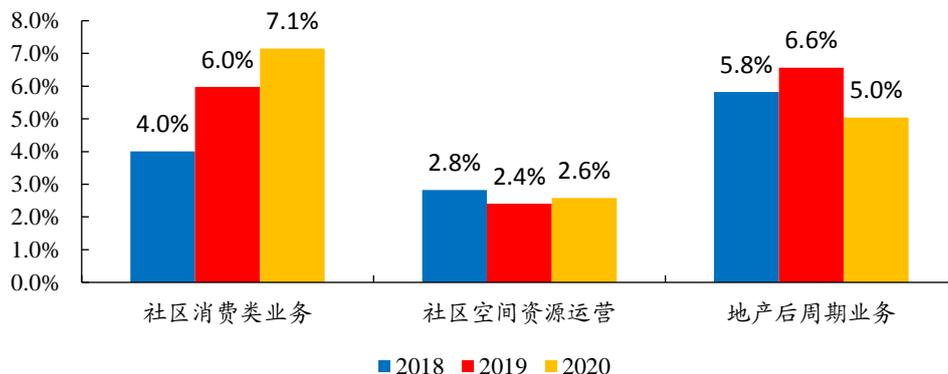
地产后周期类：主要与地产平台开发体量相关，主要业务包括美居、房屋经纪、社区资产管理等业务，这类业务当前得以快速发展仍然依赖于新房市场的持续拓展，比如未来大量新房交付后可以提供拎包入住业务，提高美居渗透率是当前物管公司发展重点之一。此外，存量市场也会给后周期业务带来部分动力，比如车位管理、存量房屋买卖等。

我们梳理了 6 个物管公司（碧桂园服务、金科服务、世茂服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务）的增值服务概况，发现 2020 年这三大类业务中，6 家公司社区消费类业务增长最为可观，同比增速达 80%，空间资源运营、地产后周期业务分别为 62%、16%；从各业务占总收入情况看，6 家公司社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务占总收入比例分别为 7.1%、2.6%、5.0%，其中社区消费类业务改善幅度最为明显，地产后周期业务受疫情波动最大，主要和地产公司交付节奏放缓相关。

图4：6家公司2018年以来社区增值服务占收入比例持续提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图5：6家公司社区增值服务中消费类业务占收入比例提升最为明显


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、投资建议

物管公司短期看点仍在于成长性，但其背后的内在驱动因素开始转变，未来市场化竞争能力强的公司将享受更高溢价；同时外拓时代来临将对物管公司精细化运营提出更高要求，也将加快不同质地标的之间的分化速度。此外，大物管时代开启，物业公司服务场景不断拓展，具备一体化运营管理的物管公司将历久弥坚。重点推荐行业龙头标的碧桂园服务，成长性标的金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括世茂服务、宝龙商业、华润万象生活；维持“看好”评级。

表5：主流物管公司对应2022年PE均值19倍

代码	公司	市值 (亿元)	评级	归母净利润(亿元)				PE		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6098.HK	碧桂园服务	2036	买入	26.9	42.2	65.6	100.4	48	31	20
6666.HK	恒大物业	734	未评级	26.5	45.3	67.8	98.0	16	11	7
1516.HK	融创服务	644	未评级	6.0	12.5	20.0	28.1	52	32	23
9666.HK	金科服务	343	买入	6.2	9.9	15.9	25.4	35	22	14
3319.HK	雅生活服务	400	未评级	17.5	23.0	30.4	40.5	17	13	10
0873.HK	世茂服务	428	买入	6.9	12.5	22.4	34.2	34	19	13
1995.HK	永升生活	259	买入	3.9	6.1	9.1	13.3	43	28	19
2869.HK	绿城服务	326	未评级	7.1	9.6	13.0	18.6	34	25	18
6049.HK	保利物业	257	买入	6.7	8.6	10.8	13.5	30	24	19
001914.SZ	招商积余	212	买入	4.4	6.8	9.0	11.9	31	24	18
1755.HK	新城悦服务	151	买入	4.5	6.8	9.9	13.7	22	15	11
2669.HK	中海物业	208	未评级	5.9	7.6	10.0	13.3	27	21	16
002968.SZ	新大正	73	买入	1.3	1.8	2.5	3.3	41	29	22
9983.HK	建业新生活	79	未评级	4.3	6.1	8.8	12.7	13	9	6
9928.HK	时代邻里	48	未评级	2.3	4.1	6.2	8.5	12	8	6

代码	公司	市值 (亿元)	评级	归母净利润 (亿元)				PE		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6677.HK	远洋服务	57	未评级	2.6	4.3	6.3	8.2	13	9	7
6958.HK	正荣服务	41	未评级	1.7	2.8	4.0	5.5	15	10	8
3316.HK	滨江服务	73	未评级	2.2	3.4	5.3	8.0	21	14	9
3662.HK	奥园健康	36	未评级	2.5	3.7	5.5	7.8	9	6	5
2168.HK	佳兆业美好	38	未评级	2.2	3.2	5.0	7.7	12	8	5
1209.HK	华润万象	889	未评级	8.2	14.5	19.9	26.5	61	45	34
9909.HK	宝龙商业	148	未评级	3.1	4.4	6.1	8.6	34	24	17
3913.HK	合景悠活	134	未评级	3.2	6.7	11.5	21.0	20	12	6
均值								28	19	14

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 18 日, 汇率为: 1 港币=0.83 人民币)

5、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。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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