而今迈步从头越：金科服务减值后再出发

——物业管理行业研究周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

每周一谈：而今迈步从头越：金科服务减值后再出发

事件：3 月 13 日，金科服务发布业绩预告，公告称预计公司 2022 年全年亏损约 18-23 亿元，但同期经营性净现金流入约 3.5-4.5 亿元。公司 2022 年录得亏损的原因主要为应收账款及其他应收款的减值计提、主动收缩非业主增值业务以及商誉合理减值。

- **受关联方及部分第三方大业主流动性危机影响，公司对应收账款及其他应收款进行减值计提，**截至 22H1，公司应收账款为 24.57 亿元，其中关联方款项约占 24.57%，为 6 亿元，公司其他应收款为 18.85 亿元，其中关联方款项约占 78.06%，为 14.7 亿元。关联方款项合计达 20.7 亿元，由于关联方金科股份为已出险房企，故此部分款项预计将全部计提减值拨备。
- **受地产行业整体下行影响，公司主动收缩了部分回款保障较差的非业主增值服务业务，**预计主要收缩了部分地产销售情况较差的案场服务。
- **公司对历史期间的并购商誉计提了合理减值，**截至 22H1，金科服务商誉达 6.31 亿元，就目前上市物企商誉来看，金科服务的商誉并不算高，在 A+H63 名物企中排名第 11。

预计公司本次减值约为 25-30 亿元，2021 年全年，金科服务归母净利润达 10.57 亿元，同期经营性净现金流达 4.45 亿元，2022 年公司预计经营性净现金流为 3.5-4.5 亿元，考虑到 2022 年公司非业主增值服务业务收缩，对公司归母净利润影响约为 3 亿元，我们参考 2021 年公司归母净利润-非业主增值业务预计减少利润，公司本次减值合理区间约为 25.57-30.57 亿元。公司公司关联方应收账款+关联方其他应收款+商誉合计 27.01 亿元，我们预计金科服务关联方风险敞口已基本全部计提减值拨备。

展望 2023 年，公司在管面积在关联方交付逐渐减弱的前提下仍有望保持增长，基础物管作为公司的固本之源，仍能为公司带来高确定的收入，此外，公司业主增值服务中超过 50%为旅居+餐饮类业务收入，2023 年此类业务有望迎来较大回升，公司目前控股股东已非金科股份，关联方借款及利益输送等风险减弱，**目前民营物企估值仍在历史低位，仍然看好公司 2023 年盈利回归及估值修复。**

数据追踪（3 月 13 日-3 月 17 日）：

资金及交易追踪：

- **沪（深）股通：**A 股物业公司中仅招商积余在沪（深）股通中有持股，截至 2023 年 3 月 17 日，持有 825.26 万股，较上周下跌 4.74%，持股市值 1.26 亿元。。
- **港股通：**港股中港股通持股共 18 家（剔除停牌物企），自 2023 年 3 月 13 日至 3 月 17 日，增幅最大的是绿城服务，本周增幅 7.32%。降幅最大的是碧桂园服务，降 2.17%。持股比例最高为保利物业，为 67.78%。持股数量最多为融创服务，为 5.18 亿股。

投资策略：我们认为目前物业板块已进入最佳配置期，头部物企规模将持续扩大，物企寻求独立扩张能力将持续加强。建议关注物管商管并行且控股股东为央企背景的华润万象生活、关注受母公司拖累风险较小的保利物业、招商积余，关注独立发展能力较高的全国性物企绿城服务、金科服务，关注高弹性标的碧桂园服务。

风险提示：地产周期性业务下行带来的短期业绩下滑，外拓增速不及预期，关联方应收账款及其他应收款坏账风险。

评级 增持

2023 年 3 月 19 日

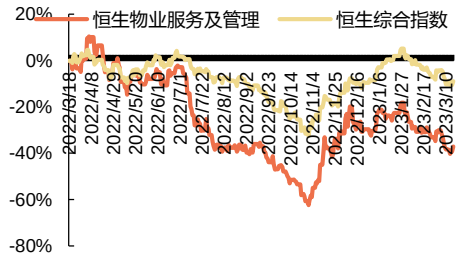
曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	63
行业平均市盈率（TTM）	14.02
港股市场平均市盈率（TTM）	9.22

行业表现走势图



资料来源：wind 申港证券研究所

相关报告

1、《金科服务公司深度研究——雪暖金花立及时宜自强》2023-2-21

2、《碧桂园服务公司深度研究——历经凄风之寒 不坠碧霄之志》2022-12-9

3、《华润万象生活公司深度研究——风起万象升》2022-10-31

4、《物业管理行业研究周报——曙光已现 估值修复有望持续》2023-1-2

5、《物业管理行业研究周报——物企参与城市服务空间广阔》2022-11-27

6、《物业管理行业研究周报——物企规模效应何在》2022-11-6

7、《物业管理行业研究周报——从“物业+”看物业服务边界扩张》2022-9-26

8、《物业管理行业研究周报——物企估值回归理性 国企凸显价值韧性》2022-9-19

内容目录

1. 每周一谈：而今迈步从头越：金科服务减值后再出发 3
1.1 重整旗鼓：关联方风险敞口基本已全部计提 3
1.2 投资策略 4
2. 本周行情回顾 5
3. 行业动态 6
4. 数据追踪 10
4.1 沪（深）股通资金及交易追踪 10
4.2 港股通资金及交易追踪 11
5. 风险提示 12

图表目录

图 1： 金科服务上市以来营收、归母净利润及经营性净现金流净额情况 3
图 2： 金科服务应收账款关联方与第三方比例 3
图 3： 金科服务其他应收款关联方与第三方比例 3
图 4： 金科股份销售额、销售面积及同比增速 3
图 5： 金科服务非业主增值收入（万元）及同比增速（%） 3
图 6： 22H1 上市物企商誉前 15 名物企 4
图 7： 近一年恒生物业服务及管理 vs 恒生指数 5
图 8： 各板块周涨跌幅对比 5
图 9： 本周涨跌幅前五位（%） 6
图 10： 本周涨跌幅后五位（%） 6
图 11： 港股物业（931744.CSI）近一年 PE（TTM） 6
图 12： 招商积余沪（深）股通持股数量变化及持股市值 10

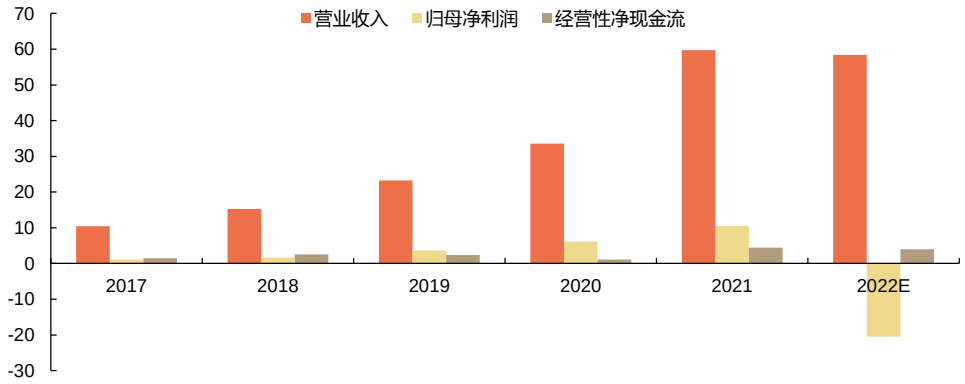
表 1： 港股通持股数量及总市值 11

1. 每周一谈：而今迈步从头越：金科服务减值后再出发

1.1 重整旗鼓：关联方风险敞口基本已全部计提

3 月 13 日，金科服务发布业绩预告，公告称预计公司 2022 年全年亏损约 18-23 亿元，但同期经营性净现金流入约 3.5-4.5 亿元。公司 2022 年录得亏损的原因主要为应收账款及其他应收款的减值计提、主动收缩非业主增值业务以及商誉合理减值。

图1：金科服务上市以来营收、归母净利润及经营性净现金流净额情况

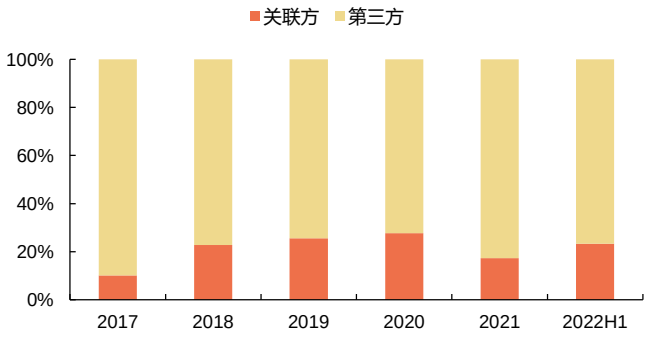


资料来源：iFinD，公司公告，申港证券研究所

2022E 营收预计来源于 2023-2-21 发布的《金科服务公司深度研究——雪暖金花立 及时宜自强》，归母净利润及经营性净现金流净额数据则取公司公告区间平均值

- **受关联方及部分第三方大业主流动性危机影响，公司对应收账款及其他应收款进行减值计提，**截至 22H1，公司应收账款为 24.57 亿元，其中关联方款项约占 24.57%，为 6 亿元，公司其他应收款为 18.85 亿元，其中关联方款项约占 78.06%，为 14.7 亿元。关联方款项合计达 20.7 亿元，由于关联方金科股份为已出险房企，故此部分款项预计将全部计提减值拨备。

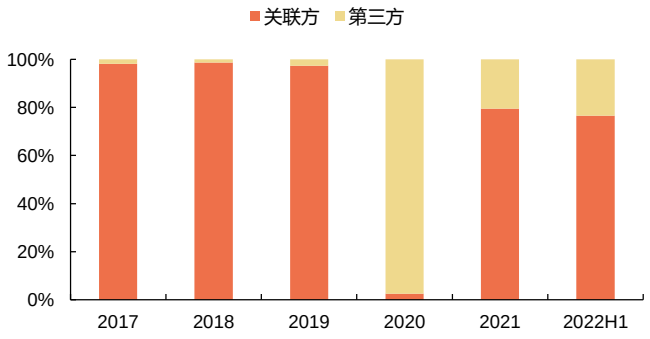
图2：金科服务应收账款关联方与第三方比例



资料来源：公司招股说明书，公司年报，公司公告，申港证券研究所

注：未计提减值拨备前结构

图3：金科服务其他应收款关联方与第三方比例



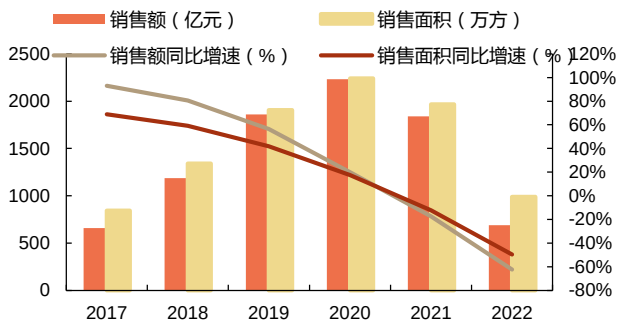
资料来源：公司招股说明书，公司年报，公司公告，申港证券研究所

注：未计提减值拨备前结构

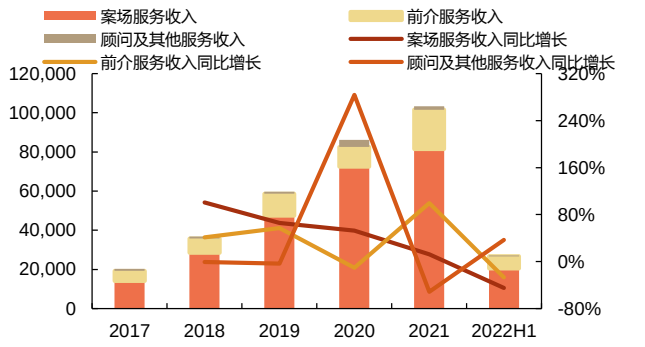
- **受地产行业整体下行影响，公司主动收缩了部分回款保障较差的非业主增值服务业务，**预计主要收缩了部分地产销售情况较差的案场服务。

图4：金科股份销售额、销售面积及同比增速

图5：金科服务非业主增值收入（万元）及同比增速（%）



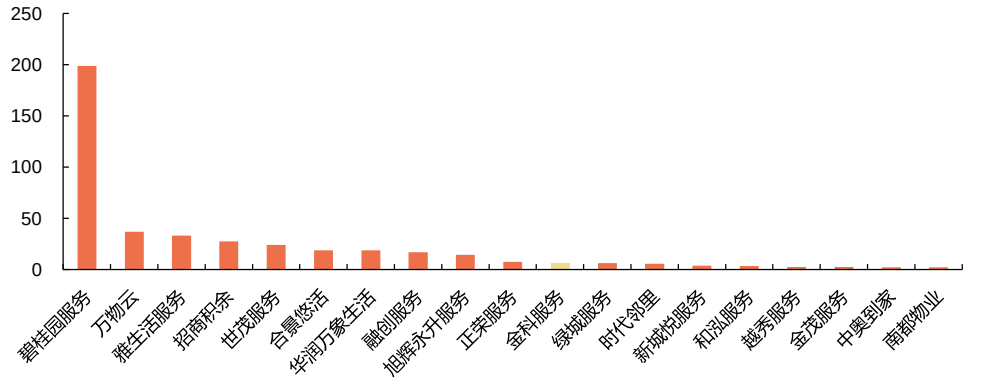
资料来源：公司年报，中指数据，申港证券研究所



资料来源：公司招股说明书，公司年报，公司公告，申港证券研究所

- **公司对历史期间的并购商誉计提了合理减值，截至 22H1，金科服务商誉达 6.31 亿元，**就目前上市物企商誉来看，金科服务的商誉并不算高，在 A+H63 名物企中排名第 11。

图6：22H1 上市物企商誉前 15 名物企



资料来源：iFinD，申港证券研究所

预计公司本次减值约为 25-30 亿元，2021 年全年，金科服务归母净利润达 10.57 亿元，同期经营性净现金流达 4.45 亿元，2022 年公司预计经营性净现金流为 3.5-4.5 亿元，考虑到 2022 年公司非业主增值服务业务收缩，对公司归母净利润影响约为 3 亿元，我们参考 2021 年公司归母净利润-非业主增值业务预计减少利润，**公司本次减值合理区间约为 25.57-30.57 亿元。公司公司关联方应收账款+关联方其他应收款+商誉合计 27.01 亿元，我们预计金科服务关联方风险敞口已基本全部计提减值拨备。**

展望 2023 年，公司在管面积在关联方交付逐渐减弱的前提下仍有望保持增长，基础物管作为公司的固本之源，仍能为公司带来高确定的收入，此外，公司业主增值服务中超过 50%为旅居+餐饮类业务收入，2023 年此类业务有望迎来较大回升，公司目前控股股东已非金科股份，关联方借款及利益输送等风险减弱，**目前民营物企估值仍在历史低位，仍然看好公司 2023 年盈利回归及估值修复。**

1.2 投资策略

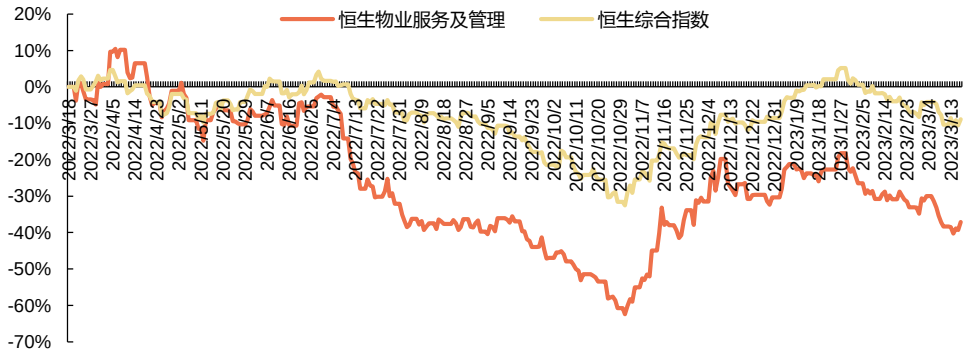
我们认为目前物业板块已进入最佳配置期，头部物企规模将持续扩大，物企寻求独立扩张能力将持续加强。建议关注物管商管并行且控股股东为央企背景的华润万象生活、关注受母公司拖累风险较小的保利物业、招商积余，关注独立发展能力较高

的全国性物企绿城服务、金科服务，关注高弹性标的碧桂园服务。

2. 本周行情回顾

自 2023 年 3 月 13 日至 2023 年 3 月 17 日收盘，恒生物业板块上涨 2.02%，恒生综合指数上涨 1.60%，恒生物业板块跑赢恒生综合指数 0.42pct。

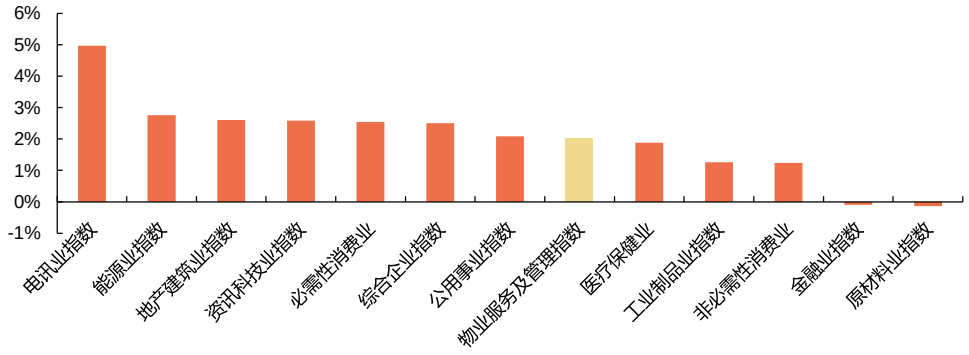
图7：近一年恒生物业服务及管理 vs 恒生指数



资料来源：iFinD，申港证券研究所

从板块排名来看，与其他板块相比，在恒生综合行业 13 个板块中排名第 8。

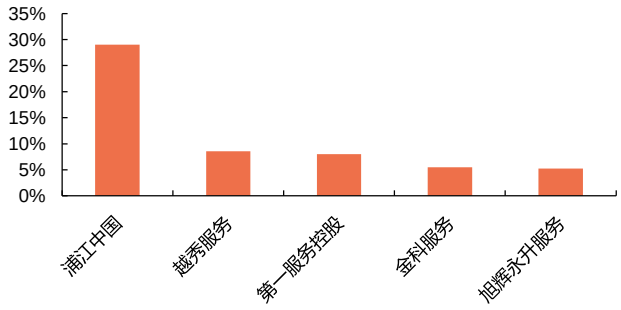
图8：各板块周涨跌幅对比



资料来源：iFinD，申港证券研究所

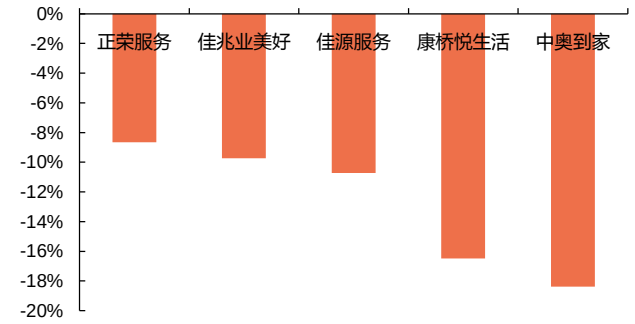
A+H63 名个股统计涨跌幅前五名为：股价涨幅前五名分别为浦江中国（29.03%）、越秀服务（8.56%）、第一服务控股（8%）、金科服务（5.48%）、旭辉永升服务（5.23%）。股价跌幅后五名分别为中奥到家（-18.37%）、康桥悦生活（-16.47%）、佳源服务（-10.71%）、佳兆业美好（-9.72%）、正荣服务（-8.65%）。

图9：本周涨跌幅前五位（%）



资料来源：iFinD，申港证券研究所

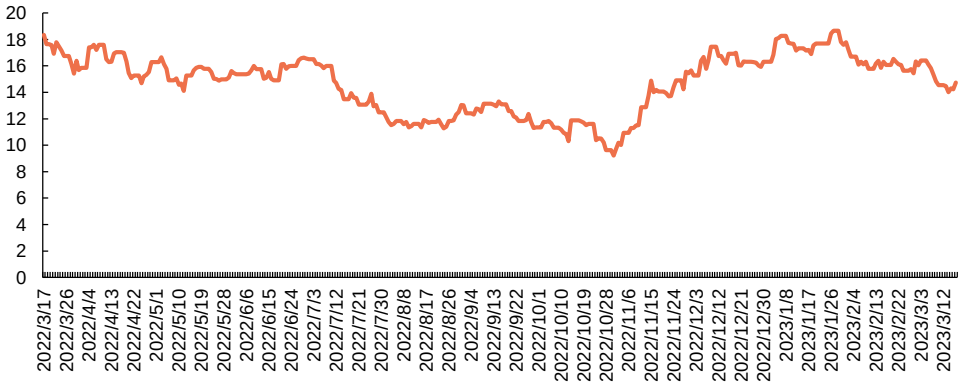
图10：本周涨跌幅后五位（%）



资料来源：iFinD，申港证券研究所

截止 2023/3/17 港股物业（931744.CSI）PE（TTM）为 14.75 倍，较前一周下跌 0.21，近一年均值为 14.7 倍，周内行业估值呈现波动态势。

图11：港股物业（931744.CSI）近一年 PE（TTM）



资料来源：iFinD，申港证券研究所

3. 行业动态

发改委：加快城中村等区域生活污水收集管网建设

3 月 16 日，国家发展改革委环资司司长刘德春介绍，下一步将大力推进环境基础设施建设，其中要加快城中村等区域生活污水收集管网建设。

一是补齐生活污水收集处理设施短板。加快城镇老旧城区、城中村、城乡结合部等区域生活污水收集管网建设，推进城市、县城污水处理设施提标改造，提升建制镇污水处理设施建设和运营水平。积极推进污水资源化利用。二是提升生活垃圾分类和处理能力。加快完善垃圾分类设施体系，补齐县级地区生活垃圾焚烧处理能力短板，鼓励推动设施覆盖范围向建制镇和乡村延伸。三是加快医废危废等处置能力建设。加快健全医疗废物收集转运体系，支持现有医疗废物集中处置设施提标改造，确保医疗废物应收尽收和应处尽处。科学布局建设与产废情况总体匹配的危险废物集中处置设施，提升危险废物环境监管和风险防范能力。

北京物协：未来行业的发展趋势是在党建引领下的社区治理模式

3 月 15 日，北京物业管理行业协会副会长、秘书长宋宝程表示，物业企业与业主之间的根本矛盾：一是物业费的问题，二是物业企业与业主缺少信任感。随着物业企业服务成本的上升，物业费涨不上来，物业服务质量就没有跟上去，而业主对物业服务要求的也越来越高，在没有及时得到回应的情况下，双方的矛盾悬而未决。

未来物业行业的发展趋势是在党建引领下的社区治理模式：一是物业企业要回归本源，搞好基础服务。二是关于物业费是否调整要在社区指导下双方协商确定，真正实现共建共享共治。三是在街道社区的参与下，成立业委会或者物管会。四是政府执法要进小区。

深交所：3 月 18 日深市全面实行股票发行注册制改革发行业务通关测试

3 月 14 日，深交所发布通知，深交所联合中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司、中国证券金融股份有限公司定于 2023 年 3 月 18 日组织全网测试。

本次测试主要通过模拟深市股票及存托凭证交易、非交易等业务的委托申报、成交回报、行情接收、清算交收和投资者适当性管理、市场化转融通等业务处理过程，检验市场参与各方技术系统的正确性。同时，为配合香港联合交易所启用“领航星中央交易网关-证券市场”，通过模拟港股通证券的委托申报及成交回报、行情接收与展示等业务处理过程，检验市场参与各方技术系统的正确性。

武汉：加强数字基础设施建设，大力发展数字经济

3 月 14 日，武汉市委召开领导干部会议，市委书记郭元强强调，要高标准推进智慧城市建设，加强数字基础设施建设，加快建设数字政府，大力发展数字经济，开辟新领域、制胜新赛道。

要加大中小企业培育发展力度，加强产业链招商，提供良好政策、服务、环境，让中小微企业不断成长壮大；要打好城市更新攻坚战，统筹推动民生改善、城市功能提升、产业升级。

江苏：加强对房地产开发、交易、租赁、物业管理中的价格监管

3 月 14 日，据微讯江苏官微，江苏以省市场价格调控联席会议名义印发 2023 年价格调控目标责任制实施意见。

努力促进房地产市场平稳发展。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，多措并举落实“稳地价、稳房价、稳预期”要求。因城施策，优化新建普通商品住房售价格备案制度，并纳入“一城一策”修订方案，按规定履行报备程序。切实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，防范化解房地产领域重大风险。加强对房地产开发、交易、租赁、物业管理中的价格监管。

青岛：推进历史城区保护更新、专项工程建设，年度投资 28.3 亿元

3 月 13 日，青岛将于今年围绕“三位一体”统筹推进历史城区保护更新、5A 景区创建和老城区申遗工作，计划实施项目 31 个，完成保护修缮 15.6 万平方米，年度

投资 28.3 亿元。积极推进历史城区和邮轮港区交通标识、旅游标识、绿化景观、亮化工程、停车配套、游憩设施、公共厕所等专项工程建设。

项目围绕文旅全产业链，聚焦网红潮牌，完成产业招引、业态提升 10 万平方米，实现李村路、即墨路、四方路、黄岛路、劈柴院开街，推动三江里、太兴里、裕德里等重点里院开业运营，打造宜居、宜业、宜游的历史城区。

佛山：以“工改工”为主加快推进老旧低效工业园升级改造

3 月 13 日，佛山发布《关于高质量推进制造业当家的行动方案》。按照“中部强核、东西两带、南北两圈”的产业布局，向中重点发展带动型经济，向东重点发展商流型经济，向西重点发展复合型经济，向南重点发展智能型经济，向北重点发展先导型经济；加快推进建设创新引领型特色产业园；实行一个园区一个扶持办法、一个主导产业、若干个配套产业的“1+1+N”发展模式。

根据《方案》，佛山将继续推进工业园区改造升级，以“工改工”为主加快推进老旧低效工业园升级改造，确保一个区范围内“工改工”比例不低于 70%。

上海浦东：塘桥街道推出业委会规范化运作指导手册

3 月 10 日，上海浦东区塘桥街道正式发布《塘桥街道业主委员会规范化运作指导手册》，手册围绕塘桥街道业委会规范化运作的程序、规则、制度和方法展开，分为“业主大会成立与业主委员会组建”“业主委员会换届”“业主委员会日常运作”“业主委员会监督与评价”四个部分。

郑州：2023 年将在主城区建 200 块体育场地，打造主城区“10 分钟健身圈”

3 月 9 日，据郑州官微，郑州市 2023 年将在主城区完成首批 200 块体育场地建设任务；到 2024 年底，在主城区全面完成 400 块体育场地建设任务，打造主城区“10 分钟健身圈”。

新建的体育场地还将建立统一的智能管理平台，运用“智能设施+智慧管理+大数据”等模块，实现对健身中心的设施、客流、安全、环境等状况的实时监管。强化信息服务，通过 APP、微信小程序等提高市民查看、预约、使用等的便利程度，并推行市民健身一卡通服务，方便群众就近就便健身。

2022 年财报披露情况

截至 3 月 13 日，金茂服务发布盈喜预告，碧桂园服务、绿城服务、佳兆业美好、融创服务和金科服务等 6 家企业发布盈警预告，越秀服务首发 2022 年年报，京城佳业、招商积余、中天服务、融创服务、新希望服务、中海物业、弘阳服务、金融街物业、万物云、新大正、特发服务、南都物业 12 家物企公告年度业绩预计披露日期。

京城佳业：陈爽获委任为联席公司秘书

3 月 15 日，京城佳业公告，公司董事会欣然宣布陈爽先生已获委任为公司联席公司秘书，自 2023 年 3 月 15 日起生效。陈先生将与公司另一位联席公司秘书莫明

慧女士合作，担任公司联席公司秘书。

德信服务集团：注销 810 万股，总股本变为 9.71 亿股

3 月 15 日，德信服务集团公布，于 2023 年 3 月 15 日注销 810 万股已回购股份。此次注销前，德信服务集团总股本为 9.79 亿股，注销的 810 万股占比为 8.3%；此次注销后，德信服务总股本变为 9.71 亿股。

融创服务：10 亿美金，传融创服务或被股权抵债

3 月 14 日，市场消息传融创中国将和债权人签订美元债解决方案：10 亿美元以 20 港币价格转为融创中国股票；10 亿美元以 17 港币价格交换为融创中国持有的融创服务股票；17 亿美元在三到五年内转换为融创中国股票，转股价参照当时股价。

预计目前已经有三分之一的债权人同意，最近就要签订协议。按照市场消息，10 亿美元债，债转股价格是 17 港元。折算成股权是 4.04 亿股，占总股本 13.22%。

雅生活服务：推出城市公司总经理人才发展专项赋能体系—躬行计划

3 月 14 日，聚焦 2023 年集团战略规划，雅生活集团组织定位中的“塔腰”力量——城市公司负责人，推出城市公司总经理人才发展专项赋能体系-躬行计划。

基于行业趋势、组织特性及团队现状需求，共创提炼出城市公司总经理 “懂管理、会经营、能发展、带队伍、建体系”的五大使命维度，细化关键技能 17 项，以从领导力向组织力打通的底层逻辑为基础，设计专项赋能体系——“躬行计划-城市公司负责人 Mini MBA 学习训练营”。

万物云：总市值首超碧桂园服务

3 月 13 日，截至收盘，万物云以总市值 449.6 亿港元力压碧桂园服务的 439.9 亿港元总市值，历史性的超越了后者，跃居板块市值第二位。

3 月 14 日，双方股价继续下跌，由于碧桂园服务跌幅较大，双方的市值差异进一步拉大。截至收盘，万物云总市值 440.7 亿港元，碧桂园服务总市值 416.2 亿港元。

鲁商服务：王品退任职工监事，潘萌接替

3 月 14 日，鲁商生活服务股份有限公司高管变动，王品退任职工监事，潘萌接替。鲁商服务成立于 2006 年，注册资本约 1.33 亿元，法人代表为王忠武，经营范围含物业管理；停车场服务；房地产咨询等。

世茂服务：许伟文获委任为董事

3 月 13 日，世茂服务公告，根据公司经修订及重列之组织章程细则第 113 条，许伟文先生于上届股东周年大会后获委任为董事，任期直至股东特别大会为止，而彼符合资格并愿意于股东特别大会上膺选连任董事。

金科服务：旗下金辰酒管圣嘉酒店、瑞晶酒店、ONEHOTEL 签约合作

3 月 10 日，金科服务旗下金辰酒管圣嘉酒店、瑞晶酒店、ONEHOTEL 合作签约仪式举行，在重庆核心都市区单日落地三家中高端酒店、人文景观民宿。

作为中西部区域领先的酒店管理集团，金辰酒管拥有近 20 年高星级酒店运营经验，以星级服务、星级供应链、轻资产运营模式，深耕布局本地生活生态圈，并将金科服务的“服务+生态”战略进一步深化落地。

卓越商企服务：变更全球发售所得用途

3 月 10 日，卓越商企服务公告：董事会决定减少对“业务扩展”主要类别的分配百分比，并重新分配至“吸纳及培养人才”及“一般公司用途”该等主要类别。董事会决定缩减用于“开发信息技术系统”主要类别的未动用所得款项净额分配百分比。

卓越商企服务于 2022 年 12 月 29 日决定同步缩减用于“本集团在管物业的设施升级”主要类别的未动用所得款项净额的分配，并重新分配至“吸纳及培养人才”及“一般公司用途”该等主要类别。

招商积余：获深股通增持 16.76 万股

3 月 10 日，招商积余获深股通增持 16.76 万股，最新持股量为 866.35 万股，占公司 A 股总股本的 0.82%。

万物云：获摩根大通增持 7.76 万股

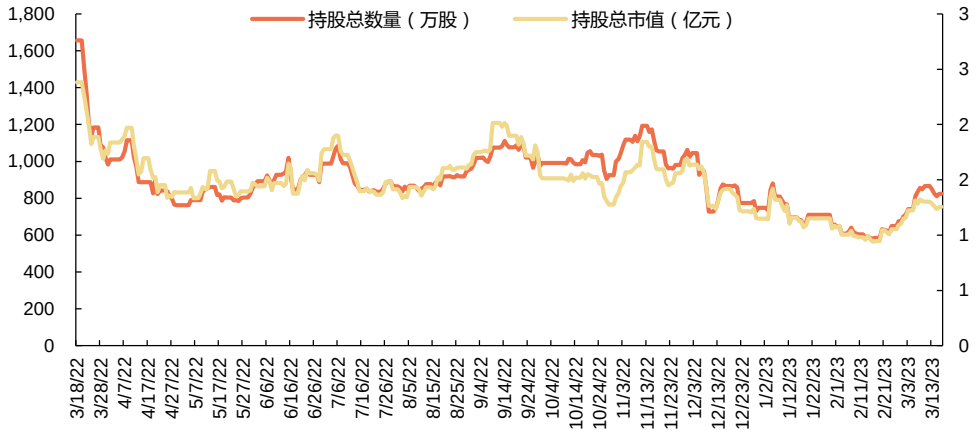
3 月 8 日，根据联交所最新权益披露资料显示，万物云获 JPMorgan Chase & Co. 以每股均价 38.973 港元增持好仓 7.76 万股，涉资约 302.43 万港元。增持后，JPMorgan Chase & Co.最新持好仓数目为 1413.01 万股，持好仓比例由 10.97%上升至 11.03%。

4. 数据追踪

4.1 沪（深）股通资金及交易追踪

A 股物业公司中仅招商积余在沪（深）股通中有持股，截至 2023 年 3 月 17 日，持有 825.26 万股，较上周下跌 4.74%，持股市值 1.26 亿元。

图12：招商积余沪（深）股通持股数量变化及持股市值



资料来源：iFinD，申港证券研究所

4.2 港股通资金及交易追踪

港股中港股通持股共 18 家（剔除停牌物企），自 2023 年 3 月 13 日至 3 月 17 日，增幅最大的是绿城服务，本周增幅 7.32%。降幅最大的是碧桂园服务，降 2.17%。持股比例最高为保利物业，为 67.78%。持股数量最多为融创服务，为 5.18 亿股。

表1：港股通持股数量及总市值

证券代码	证券简称	港股通持股数量(万股)	港股通持股周变化率（%）	港股通持股占比（%）	港股通持股总市值(亿港元)	收盘价（港元）	周初港股通持股数量(万股)	年初港股通持股数量（万股）
1516.HK	融创服务	51833	0.42	51.71	15.86	3.06	51618	54310
2669.HK	中海物业	49313	-0.62	38.65	44.04	8.93	49623	49183
0873.HK	世茂服务	44936	2.67	51.91	9.93	2.21	43768	40523
1995.HK	旭辉永升服务	36714	0.70	54.23	11.09	3.02	36458	36347
6098.HK	碧桂园服务	35166	-2.17	18.42	47.12	13.40	35948	43408
2869.HK	绿城服务	30656	7.32	20.29	15.45	5.04	28565	24843
3319.HK	雅生活服务	27997	3.67	40.87	22.23	7.94	27006	25886
3913.HK	合景悠活	19864	0.14	20.85	2.86	1.44	19837	23896
9666.HK	金科服务	10578	0.15	16.20	13.03	12.32	10562	9917
6049.HK	保利物业	8784	0.27	67.78	38.61	43.95	8761	9044
1755.HK	新城悦服务	8491	1.47	31.76	5.03	5.92	8368	7543
9909.HK	宝龙商业	7572	1.98	42.05	4.07	5.38	7425	6746
6989.HK	卓越商企服务	6644	-0.09	20.99	2.29	3.44	6649	6991
9983.HK	建业新生活	6472	0.69	21.80	1.83	2.82	6428	5645
1209.HK	华润万象生活	5207	1.33	8.68	21.71	41.70	5139	4703
9928.HK	时代邻里	2814	-0.10	5.74	0.20	0.72	2817	2840
2156.HK	建发物业	1175	0.00	3.35	0.54	4.59	1175	1181
0816.HK	金茂服务	769	-0.15	5.16	0.31	4.01	770	814

资料来源：iFinD，剔除停牌的恒大物业、彩生活，申港证券研究所

5. 风险提示

地产周期性业务下行带来的短期业绩下滑，外拓增速不及预期，关联方应收账款及其他应收款坏账风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持	
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持	
买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上