投资评级 优于大市 首次覆盖

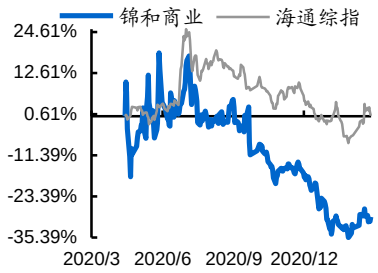
服务城市升级，打造全价值链商业运营商

股票数据

03 月 05 日收盘价(元)	7.75
52 周股价波动（元）	7.02-14.63
总股本/流通 A 股（百万股）	473/95
总市值/流通市值（百万元）	3662/732

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	8.9	-5.0	-16.6
相对涨幅（%）	12.9	-3.1	-20.5

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:谢盐
Tel:(021)23219436
Email:xiey@htsec.com
证书:S0850511010019

投资要点:

- **领先的商业物业全价值链集成服务商。**作为商业物业运营商，公司的主营业务包括产业园区、创意产业园区的物业管理及其他服务和租赁服务。其中，物业管理及其他服务包括物业管理服务、能源服务、停车服务、公共服务和其他服务。截止 2020 年三季度末，公司总股本为 47250 万股。郁敏珺女士通过控股 90%的锦和投资间接控制公司 58%的股份，为公司实际控制人。

- **城市更新领域商用物业运营服务业未来市场广阔，公司的竞争优势显现。**随着城市化进程的不断推进，既有建筑存量正在不断增加，大量老旧建筑需要改造和重新定位，城市更新方兴未艾。国家政府相继颁布了一系列重要法律法规和产业政策，鼓励文化创意产业发展。成熟的全价值链一站式服务体系，较高的品牌认可度以及领先的业务规模使得公司的竞争优势进一步显现。

- **公司毛利率稳定，负债水平趋降，短期偿债能力快速回升。**2020 年前三季度，公司主营业务毛利率和净利率分别为 33.4%和 21.3%。2020 年三季度末，公司资产负债率为 25.2%，逐步回落。2020 年三季度末，公司流动比率为 2.08 倍。

- **募资用于企业建设和项目拓展，打造基础物业管理及创新一体化的服务提供商。**公司 IPO 募集资金主要用于企业信息化建设、物业业务拓展、人力资源企业文化建设、市政环卫业务拓展、停车场及投资建设和偿还银行贷款。该项目的顺利实施，将有利于提高公司的整体综合实力，促进公司未来业务的快速发展。

- **合理价值区间为 8.5 元-10.2 元，“优于大市”评级。**我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.34 元、0.41 元、0.49 元。参考同类可比公司并考虑公司属于新股，给予公司 2020 年 25-30 倍的动态市盈率，对应合理价值区间为 8.5 元-10.2 元，首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。

- **风险提示。**出租率和租金差下降风险；区域过度集中风险；项目拓展不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	800	822	741	861	1000
(+/-)YoY(%)	24.2%	2.8%	-9.8%	16.2%	16.2%
净利润(百万元)	177	179	162	195	231
(+/-)YoY(%)	49.7%	1.2%	-9.6%	20.6%	18.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.37	0.38	0.34	0.41	0.49
毛利率(%)	39.3%	37.4%	37.2%	37.2%	37.2%
净资产收益率(%)	25.2%	20.3%	9.0%	9.8%	10.4%

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 年全面摊薄 EPS 按最新总股本 4.73 亿股测算。

目 录

1. 领先的商业物业全价值链集成服务商 5
1.1 延续城市文脉，服务中国城市升级 5
1.2 公司的发展历程 5
1.3 公司的股权结构及实际控制人 6
1.4 公司的主营业务基础情况 6
2. 产业园区管理行业和公司竞争力分析 7
2.1 行业现状 7
2.2 创意产业园区业务模式 8
2.3 政策鼓励文化创意产业发展 9
2.4 公司主要竞争优势分析 9
3. 公司财务特点分析 10
3.1 2020 年受疫情影响营收短暂下行，业务以租赁收入为主 10
3.2 公司毛利率稳定，负债水平趋降，短期偿债能力快速回升 11
4. IPO 主要募投项目分析 12
4.1 IPO 募投项目概况 12
4.2 IPO 募集资金投资项目具体情况 13
5. 近期公司重大股权收购分析 14
6. 盈利预测 15
7. 公司投资建议 15
8. 风险提示 16
财务报表分析和预测 17

图目录

图 1 公司业务类型 5
图 2 公司资产增长情况 5
图 3 锦和商业经营管理股份有限公司发展历程 5
图 4 锦和商业股权结构 6
图 5 公司收入及利润增长情况 7
图 6 公司主营业务收入构成情况 7
图 7 1H2020 公司项目区域分布情况 7
图 8 1H2020 公司项目运作模式情况 7
图 9 全国文化产业增加值情况 8
图 10 上海文化创意产业增加值预测情况 8
图 11 锦和商业股权结构 8
图 12 近年来公司营收短暂下行 11
图 13 近年来公司归母净利润短暂下行 11
图 14 2019 年公司主营业务收入构成 11
图 15 2019 年前三季度公司细分项目收入构成 11
图 16 近年来公司毛利率和净利率保持稳定 11
图 17 近年来公司毛利率保持基本稳定 11
图 18 近年来公司三项费用率保持基本稳定 12
图 19 近年来公司资产负债率趋降 12
图 20 近年来公司流动比率快速回升 12
图 21 近年来公司 ROE 和 ROA 受到 IPO 融资的影响 12
图 22 越界金都路项目区位图 13
图 23 越界金都路项目改造前后对比示意图 13
图 24 园区运营管理平台 14
图 25 园区智能监控平台 14

表目录

表 1　产业园区管理业务模式 9
表 2　创意行业相关政策发展 9
表 3　成熟的全价值链一站式服务体系 10
表 4　公司有息负债水平极低 12
表 5　IPO 募集资金投资项目 13
表 6　公司收购资产情况 14
表 7　2020-2022 年公司各业务收入增速假设表 15
表 8　2020-2022 年公司各业务毛利率假设表 15
表 9　2020-2022 年公司各业务收入预测表（百万元） 15
表 10　公司盈利预测表（百万元） 15
表 11　相关上市地产公司估值表（收盘价日期为 2021.3.5） 16

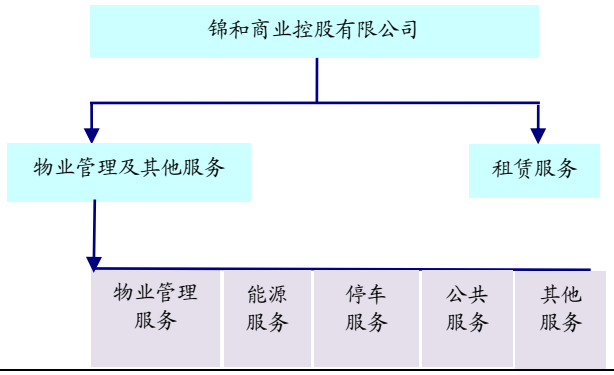
1. 领先的商业物业全价值链集成服务商

1.1 延续城市文脉，服务中国城市升级

上海锦和商业经营管理股份有限公司成立于 2007 年，是上海锦和集团旗下的四大板块业务之一。公司致力于城市既有物业的改造、运营管理服务，通过对城市既有商用物业提供全价值链一站式服务，延续城市文脉，挖掘并提升城市商用物业价值，使资产得到稳定持续的增值，赢得了合作伙伴和社会各界的一片赞誉。近年来公司获“上海市文化企业十强”、“十大城市更新资产运营机构”等奖项和称号，多个项目被认定为“国家文化产业示范基地”、“国家级文化产业试验园区”等，越界商标连续被上海市工商行政管理局认定为上海市著名商标。公司 2020 年前三季度资产总计 20.17 亿元，营业收入 5.59 亿元。

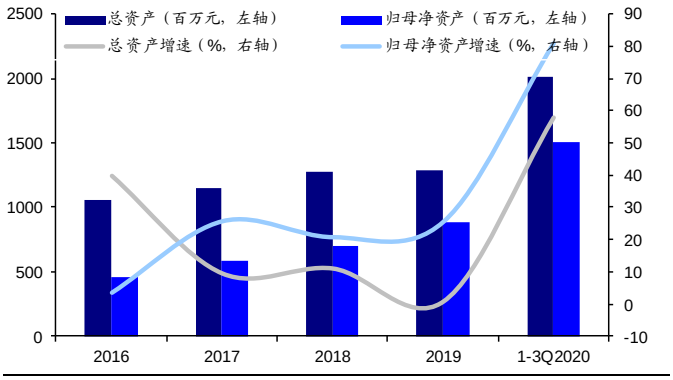
公司业务类型包括物业管理及其他服务和租赁服务两类。其中，物业管理及其他服务类型包括物业管理服务、能源服务、停车服务、公共服务和其他服务。2020 年公司总资产增长迅速。2016-2019 年公司持有资产总计分别为 10.53 亿元、11.51 亿元、12.76 亿元和 12.83 亿元。截止 2020 年第三季度，公司总资产为 20.17 亿元，同比增长 57.62%，归母净资产为 15.08 亿元，同比增长 80.70%。

图1 公司业务类型



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 公司资产增长情况



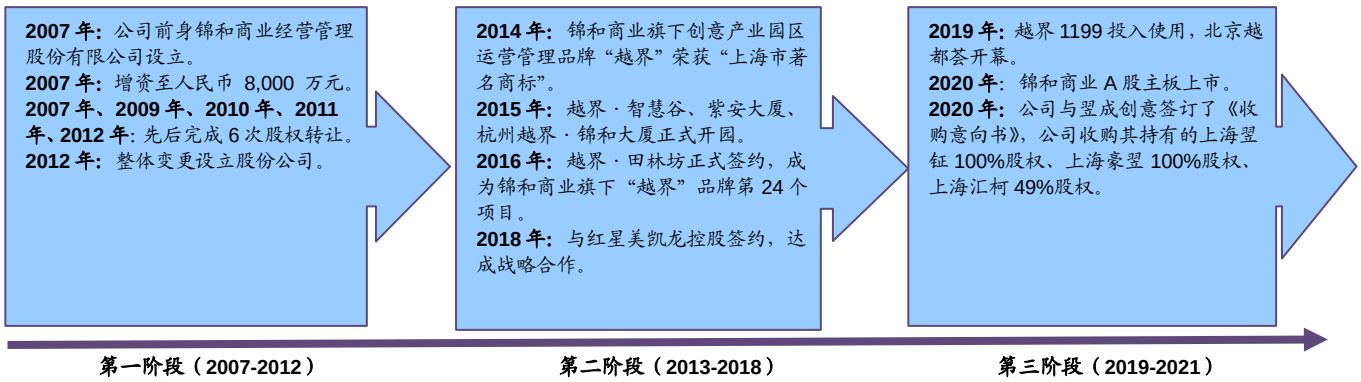
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 公司的发展历程

公司经历三个发展阶段：

第一阶段（2007-2012）：设立组建。2007 年 5 月，公司前身锦和商业经营管理股份有限公司设立，经过六次股权转让，2012 年 5 月，上海锦和商业经营管理股份有限公司成立。

图3 锦和商业经营管理股份有限公司发展历程



资料来源：公司招股说明书、锦和商业集团官网、海通证券研究所

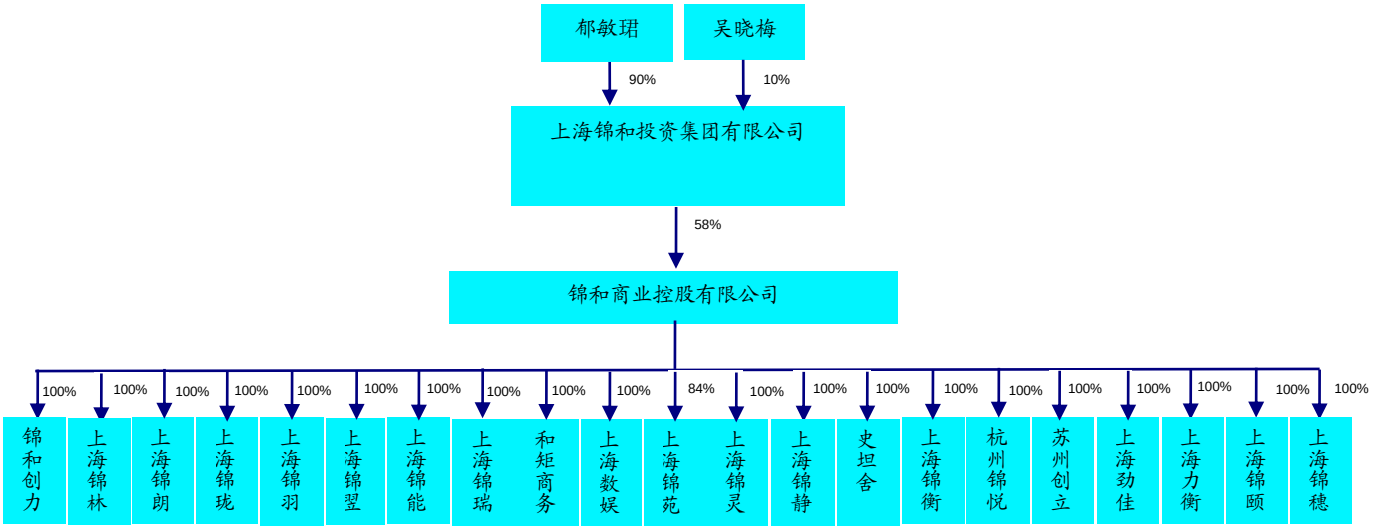
第二阶段（2013-2018）：项目拓展。公司先后承租运营的项目共 24 个,包括越界创意园、航天大厦、越界•田林坊等，参股了越界•梦幻城和越界•丝腾光华酷项目，受托运营了明园商务中心和北京越都荟项目。公司项目已遍及上海、北京、杭州、南京、苏州，并将持续在中国一线城市及长三角地区开拓与发展。

第三阶段（2019-2021）：高速发展。2020 年 4 月，锦和商业 A 股主板上市；同年收购上海翌钲、上海豪翌、上海汇柯 3 家公司股权；可供出租运营的物业面积约 53 万平方米。

1.3 公司的股权结构及实际控制人

截止 2020 年上半年末，公司总股本为 47250 万股。郁敏珺女士通过控股 90%的锦和投资间接控制公司 58%的股份，为公司实际控制人。郁敏珺担任公司董事长、总经理，邵秀凤担任监事会主席，李虹担任董事和副总经理。

图4 锦和商业股权结构



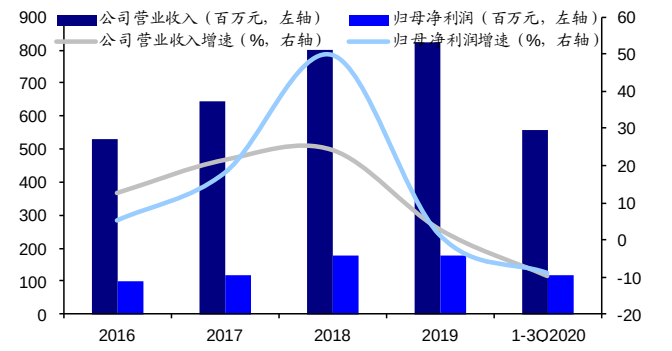
资料来源：公司招股说明书、公司 2020 年半年报、海通证券研究所

1.4 公司的主营业务基础情况

公司业绩较为稳定。2017-2018 年，公司营业总收入和归母净利润增长较快，2018 年公司营业收入同比上升 24.16%，归母净利润同比增长 49.71%；2019 年增长放缓，公司营业收入同比上升 2.75%，归母净利润同比增长 1.17%；受疫情影响，2020 年前三季度，公司实现营业总收入 5.59 亿元，同比下降 9.81%，2020 年前三季度，公司实现归母净利润 1.19 亿元，同比下降 9.06%。

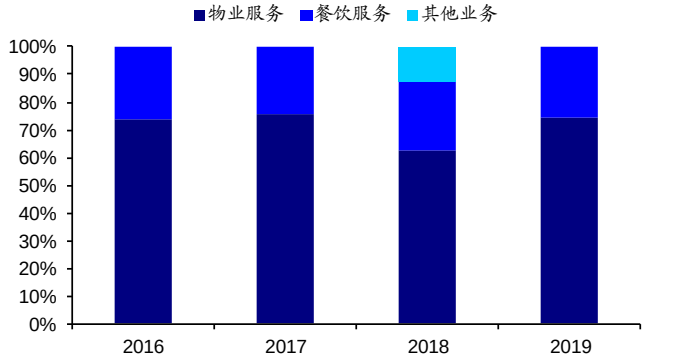
租赁服务为公司利润的主要来源。目前，公司主营业务包括租赁服务、物业管理及其他服务， 2016-2019 年，公司租赁服务收入金额分别为 3.91 亿元、4.87 亿元、5.02 亿元和 6.10 亿元，占当期营业收入的比例分别为 73.76%、75.52%、62.76%和 74.27%。

图5 公司收入及利润增长情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

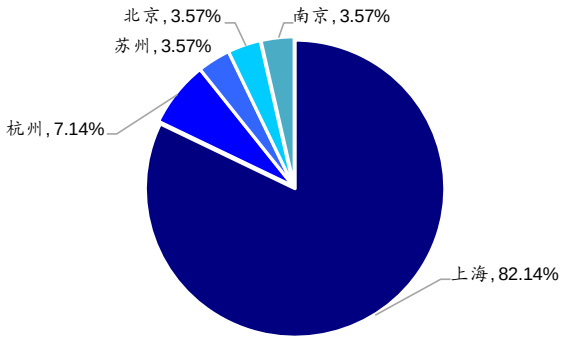
图6 公司主营业务收入构成情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

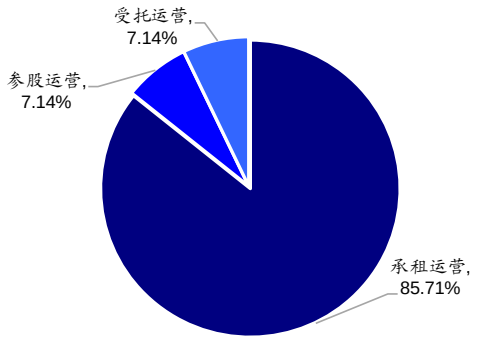
公司立足上海本地，以长三角地区为重点。截止 2020 年上半年，公司共有 28 个项目，其中 23 个坐标上海，杭州有 2 个，北京、苏州和南京分别有 1 个。公司主要经营模式为“承租经营”。公司共有三种经营模式：“承租运营”、“参股运营”和“受托运营”，在这三种经营模式下项目个数分别为 24 个、2 个、2 个。

图7 1H2020 公司项目区域分布情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图8 1H2020 公司项目运作模式情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

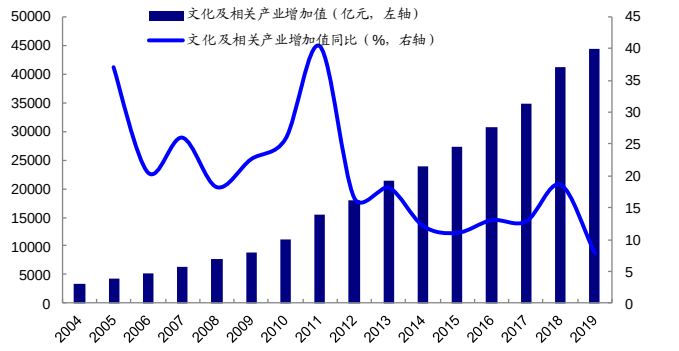
2. 产业园区管理行业和公司竞争力分析

2.1 行业现状

根据证监会《上市公司行业分类指引》，公司所从事的业务属于租赁及商务服务业，具体说是城市更新领域商用物业运营服务业。随着城市化进程的不断推进，既有建筑存量正在不断增加，大量老旧建筑需要改造和重新定位。根据国家统计局数据，截至 2019 年末，我国的城市化率为 60.60%，但远远低于发达国家平均水平。因此，随着国民经济的持续快速发展，我国城市化进程还将持续相当长的时间，也将在相当长的时间内为本行业提供可供改造的既有建筑（群），城市更新方兴未艾。

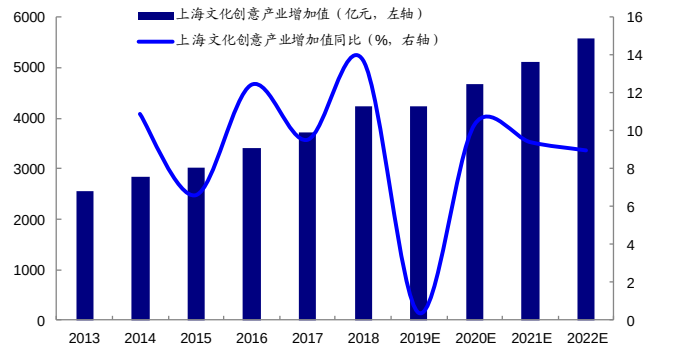
文化创意产业发展迅速。以上海为例，2013 年、2014 年、2015 年、2016 年、2017 年及 2018 年，上海文化创意产业总产出增加值分别为 2555 亿元、2833 亿元、3020 亿元、3395 亿元、3718 亿元及 4228 亿元，保持持续快速增长的趋势。2018 年，上海文化创意产业的增加值占地区生产总值的比重达 12.9%。

图9 全国文化产业增加值情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 上海文化创意产业增加值预测情况



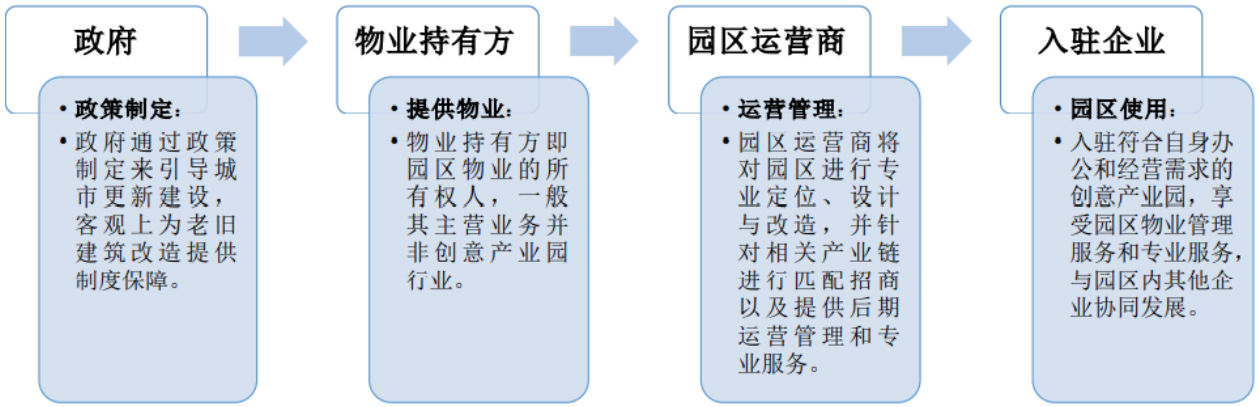
资料来源：Wind，公司招股说明书，海通证券研究所

2.2 创意产业园区业务模式

（1）产业链模式分析

创意产业园产业链的主要参与方包括政府、物业持有方、园区运营商和入驻企业。具体如下：

图11 锦和商业股权结构



资料来源：锦和商业集团官网、海通证券研究所

（一）政府

政府通过政策制定来引导城市更新建设与老旧建筑改造，在土地性质、土地用途等事项上给予政策支持，客观上为老旧建筑（群）改造为创意产业园提供了制度基础和保障。

（二）物业持有方

即园区物业建筑的所有权人，一般其主营业务并非运营创意产业园，不具备园区运营经验。

（三）园区运营商

园区运营商是专业的园区运营机构，对园区进行专业定位与规划、设计与改造、招商以及后期运营管理。

（四）入驻企业

入驻企业是园区终端使用者，他们将入驻符合自身办公和经营需求的创意产业园，享受园区物业管理服务和其他专业服务。

公司的产业园区管理业务模式分为以下三种模式:（1）承租运营;（2）参股运营;（3）受托管理运营。

表 1 产业园区管理业务模式

类型	特点
承租运营	承租具有商业价值提升空间的城市老旧物业、低效存量商用物业，对该物业整体进行重新市场定位和设计，通过改造配套硬件设施、重塑建筑风格和形象以及完善内外部功能，将其打造成为符合以文化创意类企业为重要目标客户群的文创园区、办公楼宇或社区商业，从而提升该物业的商业价值，通过招商和后续运营、服务获得租金收入、物业管理收入、专业服务收入等。
独立第三方物业企业	公司与物业持有方或有物业资源、在当地有影响力的合作方共同出资设立项目运营公司，公司不控股。该模式下，由合资公司负责所承租物业的定位设计、改造、招商和运营管理，公司主要获取投资收益和物业管理收入等。
其他物业企业	公司依托自身商用物业全价值链管理方面的优势，为委托方提供定位设计、工程管理、招商、运营管理等服务，公司获得相关业务收入。

资料来源：海通证券研究所

2.3 政策鼓励文化创意产业发展

目前，我国已颁布的涉及创意产业园的行业政策和指导意见主要如下:

表 2 创意行业相关政策发展

条例	时间	内容
《国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》（国发[2014]10 号）	2014.2	文化创意和设计服务的先导产业作用更加强化，与相关产业全方位、深层次、宽领域的融合发展格局基本建立，相关产业文化含量显著提升，培养一批高素质人才，培育一批具有核心竞争力的企业，形成一批拥有自主知识产权的产品，打造一批具有国际影响力的品牌，建设一批特色鲜明的融合发展城市、集聚区和新型城镇。文化创意和设计服务增加值占文化产业增加值的比重明显提高，相关产业产品和服务的附加值明显提高，为推动文化产业成为国民经济支柱性产业和促进经济持续健康发展发挥重要作用。
《国务院办公厅关于推进城区老工业区搬迁改造的指导意见》（国办发〔2014〕9 号）	2014.3	培育发展新产业。以提升城市服务功能为导向，充分利用腾退土地，重点发展现代服务业。依托城区老工业区产业基础，积极发展设计咨询、科技、金融、电子商务、现代物流、节能环保等生产性服务业。鼓励改造利用老厂区老厂房老设施，积极发展文化创意、工业旅游、演艺、会展等产业。大力发展商贸、健康、家庭、养老服务等生活性服务业，满足居民日益提高的生活需求。
《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	2016.2	优化街区路网结构，加强街区的规划和建设，分梯级明确新建街区面积，推动发展开放便捷、尺度适宜、配套完善、邻里和谐的生活街区。新建住宅要推广街区制，原则上不再建设封闭住宅小区。已建成的住宅小区和单位大院要逐步打开，实现内部道路公共化，解决交通路网布局问题，促进土地节约利用。
《"十三五"时期文化发展改革规划》	2017.2	"十三五"期间，以文化产业成为国民经济支柱性产业为目标，支持实施一批具有示范带动效应的重点文化产业项目，培育一批集聚功能和辐射作用明显的国家级文化产业园区，打造 3 至 5 个市场化、专业化、国际化的重点文化产业展会。
上海市《关于加快本市文化创意产业创新发展的若干意见》	2017.12	形成一批主业突出、具有核心竞争力的骨干文化创意企业，推进一批创新示范、辐射带动能力强的文化创意重大项目，建成一批业态集聚、功能提升的文化创意园区，集聚一批创新引领、创意丰富的文化创意人才，构建要素集聚、竞争有序的现代文化市场体系，夯实国际文化大都市的产业基础，使文化创意产业成为本市构建新型产业体系的新的增长点、提升城市竞争力的重要增长极。未来五年，本市文化创意产业增加值占全市生产总值比重达到 15%左右，基本建成现代文化创意产业重镇；到 2030 年，本市文化创意产业增加值占全市生产总值比重达到 18%左右，基本建成具有国际影响力的文化创意产业中心；到 2035 年，全面建成具有国际影响力的文化创意产业中心。
北京市《关于推进文化创意产业创新发展的意见》（京发[2018]14 号）	2018.6	加快建设文化创意产业功能区专业化服务平台，面向文化艺术、影视传媒、动漫游戏、数字出版、设计服务等领域，提供创意研发、设备共用、标准研制、检验检测、信息共享、技术示范服务，发挥平台共享要素资源、降低企业成本、提高效率效益等作用。

资料来源：中国政府网、新华网两会授权发布、上海市文化和旅游局、北京市人民政府、海通证券研究所

上述关于创意产业园区的行业政策和指导意见，体现出各级政府对于发展文化创意产业、提升城市品质的重视程度，为公司利用现有品牌、规模、管理等方面的优势继续增强核心竞争力，保持在创意产业园行业的开发、建设及营运的优势地位提供了政策和制度保障。

2.4 公司主要竞争优势分析

（一）成熟的全价值链一站式服务体系

公司经过十余年的发展，在产业园区的定位、设计与改造、招商和运营管理方面积累了丰富的经验，尤其是在对园区物业价值的发现、挖掘和提炼上，具有独特的优势。

表 3 成熟的全价值链一站式服务体系

优势	内容
园区定位优势	公司承接项目时，首先需要根据市场调研情况确定园区的定位，从而确定目标客户的类型和范围并对园区的盈利能力进行评估预测。园区的定位不仅对园区的改造方案设计具有至关重要的作用，更加会影响未来园区的出租率、租金情况、物业费水平等，进而影响园区未来的盈利水平。公司对园区定位工作非常重视，先期调研阶段对物业相关方做系统调研与访谈，听取所在城区的政府相关职能部门、业主、合作开发方（如有）、部分潜在商户、租户以及居民的建议和意见。园区定位阶段工作由高管团队、招商部、投资部、法务部、运管部、设计管理部、工程部、商务部等集体决策、共同参与完成，从而降低项目投资风险。
园区设计与改造能力	公司经过多个园区项目的设计与改造，已经积累了相当丰富的园区设计与改造经验，形成了一套完备的园区设计与改造的工作流程和体系，在充分了解市场 的基础上，针对不同定位的项目进行差异化、定制化的设计。公司已与多家设计公司和施工单位建立了稳定的合作关系，通过对改造更新工程进行有效的监督和指导，使得园区的办公环境、建筑风格、基础设施配套能够充分满足创意产业园区运营的要求；同时公司在控制改造成本和追求改造进度之间有较强的协调能力，在项目的改造成本和改造进度方面具有优势。
招商优势	公司拥有专业的招商团队，对所有项目的招商工作进行统一协调。招商团队的核心成员均拥有丰富的物业租赁业务工作经验，特别是对文化创意产业客户的认知程度较高，能够准确把握此类客户的个性化需求。经过近几年园区数量的增加，招商团队已经逐步建立了目标客户数据库，并与诸多中介咨询机构建立了稳定的合作关系，从而能够在项目取得后，根据园区定位，快速寻找潜在客户，完成招商工作；同时通过各个项目客户资源共享，能够向客户提供多重选择的招商服务。
运营管理优势	经过十余年的发展，截至 2020 年 4 月 8 日，公司承租运营的项目共 24 个，可供出租运营的物业面积约 53 万平方米，参股运营项目 2 个，受托运营项目 2 个。因此，公司具有丰富的园区运营管理经验。公司不仅为园区提供基本的物业服务，还为园区内的企业提供产业链专业服务，如办公运营、会议展览、信息系统、业务开拓相关服务等。而成熟的运营管理和有价值的专业服务是提升入驻企业粘性的关键因素。

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

（二）品牌优势

随着文化创意产业的不断发展，文化创意产业客户的集群性亦逐步显现，由于该类客户对于办公环境、配套设施以及园区氛围要求较高，因此园区的品牌对于引入客户的品质、出租率、租金价格以及物业费等均具有较大的影响。公司自 2007 年即开始从事创意产业园区的经营，经过多年发展，公司以“越界”品牌为代表的创意产业园区已经逐步得到了政府、文化创意产业类客户等各方的认可，近年来公司陆续获“上海市产业园区品牌开发建设运营机构”、“上海市文化企业十强”、“十大城市更新资产运营机构”等奖项和称号，多个项目被认定为“上海市文化创意产业园区”、“国家文化产业示范基地”、“国家级文化产业试验园区”等。未来，随着公司新项目的投入运营以及客户对创意产业园区品牌关注度的逐步提升，公司的品牌优势将进一步显现，从而为园区盈利水平的提高奠定坚实的基础。

（三）规模优势

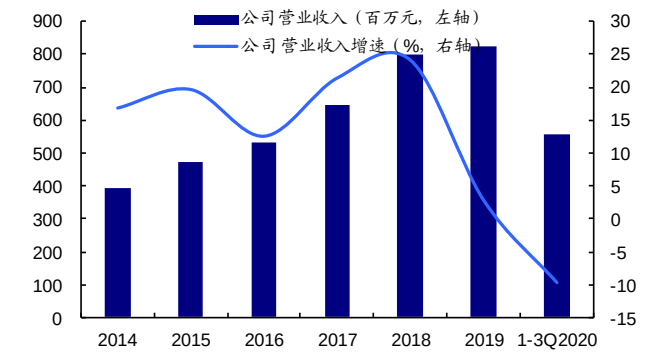
经过多年的经营及国家鼓励政策的支持，公司积累了大量的创意园区经营成功案例，规模优势明显，在业内具有较强的影响力。截至 2020 年 4 月，公司承租运营的项目共 24 个，可供出租运营的物业面积约 53 万平方米，参股运营项目 2 个，受托运营项目 2 个。整体项目数量、面积均处于行业领先地位。在园区运营方面的规模优势，有助于公司拓展新的项目，吸引品牌客户入驻，同时提升公司对供应商及客户的议价能力，加强公司园区公共服务平台的规模效应，从而提高公司在行业内的竞争力。综上所述，随着公司运营管理的园区规模进一步扩张，园区运营服务能力不断提升，盈利能力进一步增强，市场影响力得到提高，不断发挥规模效应，日益扩大的规模优势将有助于公司经营业绩的增长。

3. 公司财务特点分析

3.1 2020 年受疫情影响营收短暂下行，业务以租赁收入为主

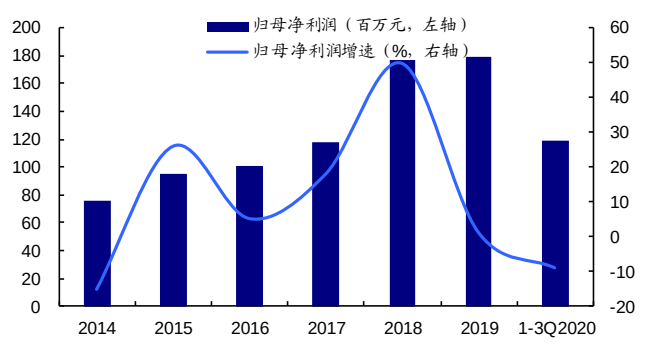
2020 年受突发疫情的影响，公司营业收入和归母净利润短暂下行。2019 年和 2020 年前三季度，公司分别实现营业收入 8.22 亿元和 5.59 亿元，同比分别增加 2.75%和下滑 9.81%。2019 年和 2020 年前三季度，公司分别实现归母净利润 1.79 亿元和 1.19 亿元，同比分别增加 1.17%和下滑 9.06%。

图12 近年来公司营收短暂下行



资料来源：Wind，海通证券研究所

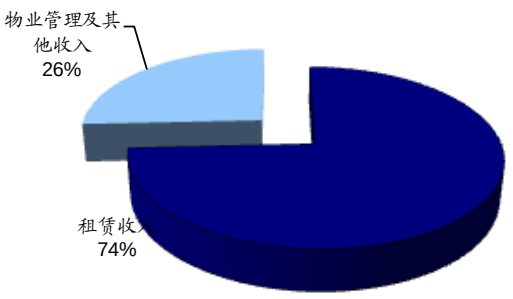
图13 近年来公司归母净利润短暂下行



资料来源：Wind，海通证券研究所

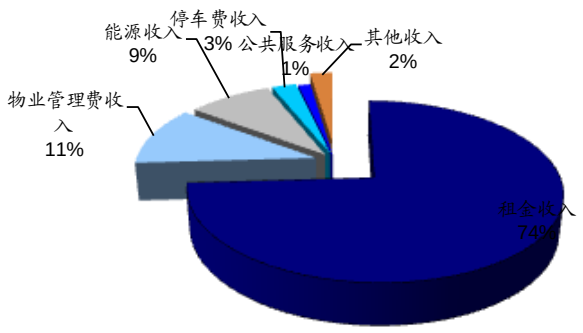
目前，公司主营业务收入以租赁收入为主，辅以物业管理及其他收入。2019 年，公司分别实现上述分项主营业务收入为 6.10 亿元、2.11 亿元，占比分别为 74%、26%。从细项业务类型看，包括租金收入、物业管理费收入、能源收入、停车费收入、公共服务收入、其他收入。2019 年前三季度，公司上述各细项收入占比分别为 74%、11%、9%、3%、1%、2%。

图14 2019 年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 2019 年前三季度公司细分项目收入构成

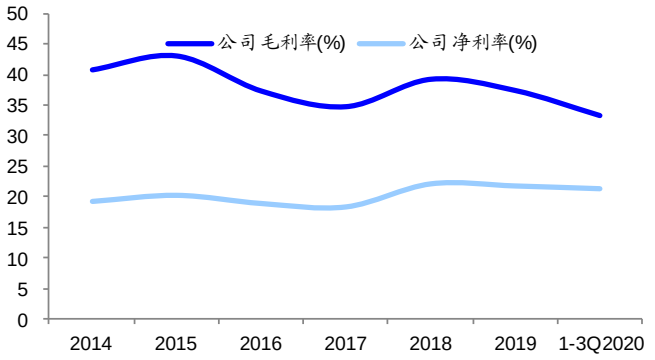


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3.2 公司毛利率稳定，负债水平趋降，短期偿债能力快速回升

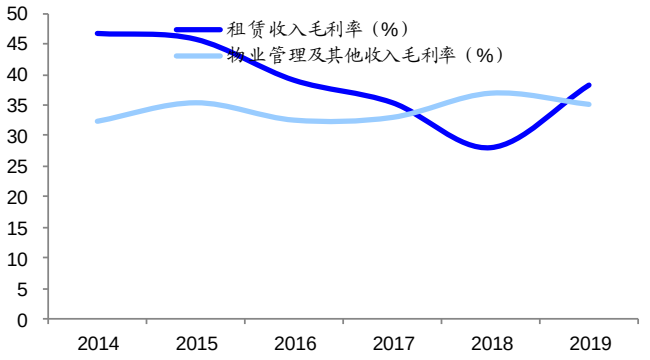
近年来公司主营业务毛利率和净利率保持相对稳定。2020 年前三季度，公司主营业务毛利率和净利率分别为 33.4%和 21.3%。2019 年，公司租赁收入和物业管理及其他收入毛利率分别为 38.3%和 35.1%。

图16 近年来公司毛利率和净利率保持稳定



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 近年来公司毛利率保持基本稳定

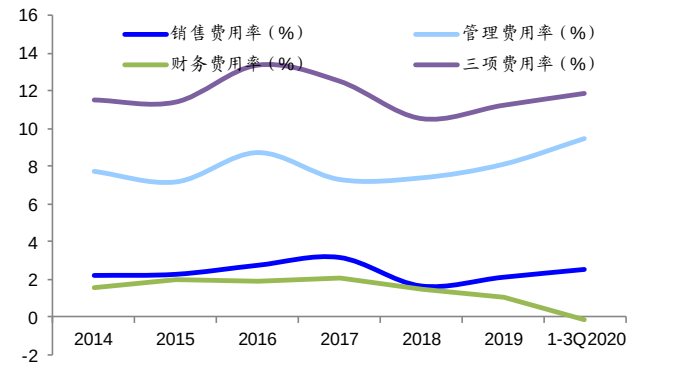


资料来源：Wind，海通证券研究所

近年来公司三项费用率保持基本稳定。2020 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.53%、9.46%、-0.11%，三项费用率为 11.88%。近年来

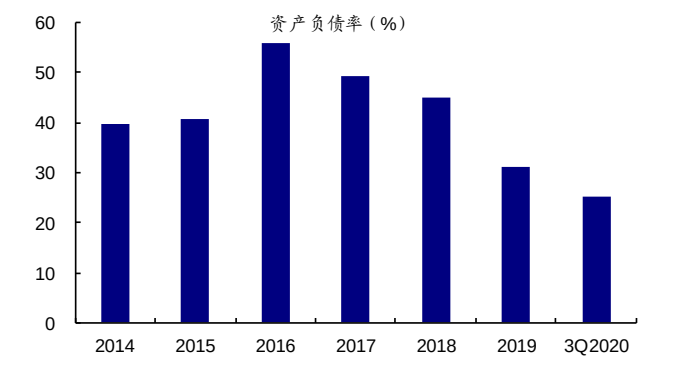
公司负债水平趋降。2020 年三季度末，公司资产负债率为 25.2%，逐步回落。

图18 近年来公司三项费用率保持基本稳定



资料来源：Wind，海通证券研究所

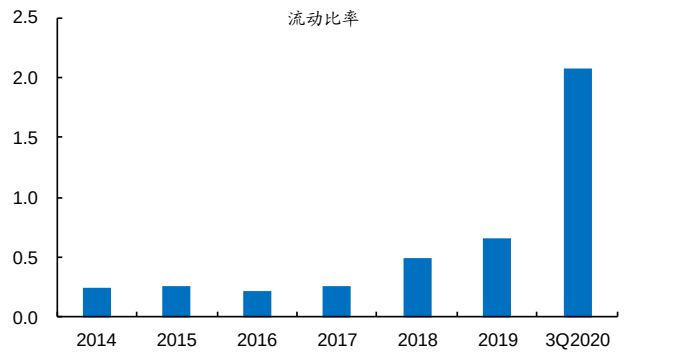
图19 近年来公司资产负债率趋降



资料来源：Wind、海通证券研究所

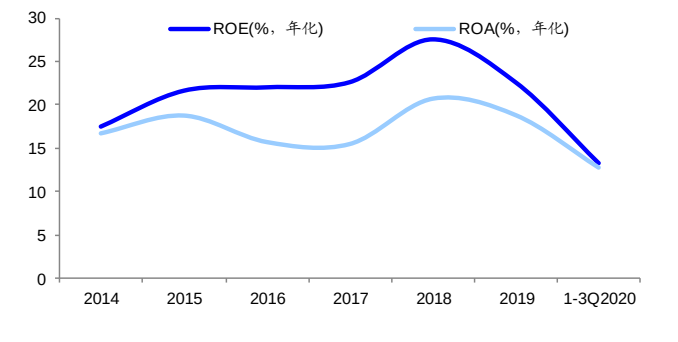
受益于 IPO 融资，2020 年来公司短期偿债能力快速回升。2020 年三季度末，公司流动比率为 2.08 倍。受 IPO 融资的影响，2020 年来公司资产回报率高位回落。2020 年前三季度，公司实现年化 ROE 和年化 ROA 分别为 13.3 %和 12.77%。

图20 近年来公司流动比率快速回升



资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 近年来公司 ROE 和 ROA 受到 IPO 融资的影响



资料来源：Wind，海通证券研究所

公司的有息负债水平极低，未来公司举债空间大，发展受到的资金限制小。2019 年底，公司有息负债（短期借款、中长期借款等）为 5597 万元，有息负债率为 4.36%；2020 年三季度末，公司有息负债降低至 0。

表 4 公司有息负债水平极低

	短期借款（百万元）	一年内到期的非流动负债（百万元）	长期借款（百万元）	有息负债合计（百万元）	有息负债率（%）
2014	57.56	15.00	42.00	114.56	15.88
2015	39.80	50.04	37.85	127.69	16.92
2016	103.07	129.98	63.49	296.55	28.16
2017	146.10	58.59	23.21	227.90	19.80
2018	146.00	57.21	26.75	229.96	18.02
2019	0.00	36.87	19.10	55.97	4.36
3Q2020	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：Wind，海通证券研究所

4. IPO 主要募投项目分析

4.1 IPO 募投项目概况

公司 IPO 公开发行股份 9450 万股，发行价格为 7.91 元/股。公司 IPO 实际募集资金扣除发行费用后的净额全部投于以下项目：

表 5 IPO 募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	使用集资金投资金额（万元）	项目审批情况
1	越界金都路项目	11007.84	9400.00	备案证项目编码: 2018-310112-72-03-009584
2	智慧园区信息服务平台建设项目	5917.80	5900.00	备案证项目编码: 2018-310104-65-03-008880
3	偿还银行贷款及补充流动资金	55590.30	55590.30	——
	合计	72515.94	70890.30	——

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

4.2 IPO 募集资金投资项目具体情况

（一）越界金都路项目

越界金都路项目定位于文化创意产业园区，打造以文化创意原生内容的研发生产基地，以及梅陇镇板块创新、创业、文创、科创新领地。

本项目位于上海市闵行区金都路 1199 号，房屋所有人及土地使用人为上海优生婴儿用品有限公司，由 1 栋厂房及食堂、配电间等组成，锦和商业向业主上海优生承租以上物业，租赁期限为 20 年。

本项目为改造工程，通过对建筑外立面修复改造、内部功能增强以及平面设计实现园区人车分流，充分挖掘项目自身优势，将特色建筑重新改造包装，打造符合现代城市发展与更新的服务与功能一体化的文化创意产业园。

图22 越界金都路项目区位图

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图23 越界金都路项目改造前后对比示意图

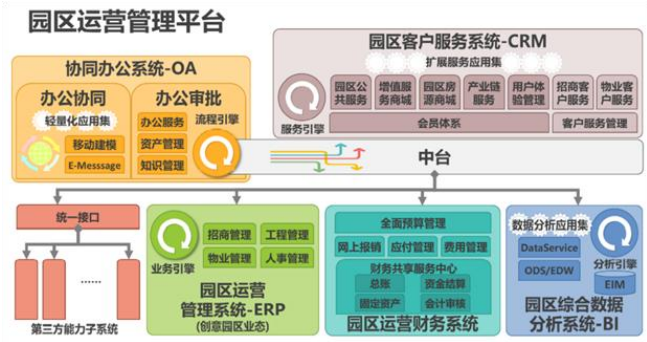
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

（二）智慧园区信息服务平台建设项目

（1）建设园区运营管理平台，实现对公司园区的日常运营管理工作的支持。实现对园区客户服务的统一入口、面向园区工程改造环节及运营关节的招商、物业等工作的综合运营管理、园区运营财务系统的优化以及运营管理平台内部的数据资源整合与共享。

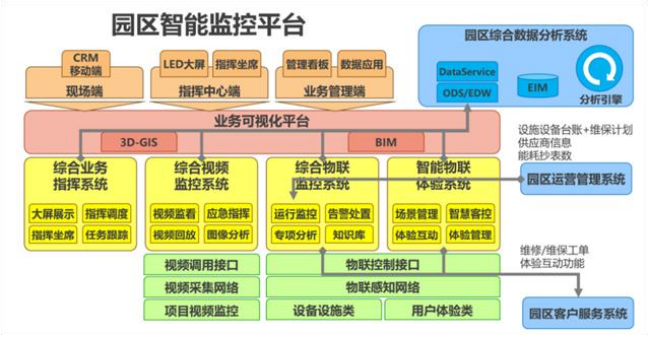
（2）建设园区智能监控平台，实现对公司项目现场的园区日常运行管理的智能化采集和管控。实现分级的综合业务指挥体系、对各项目视频监控的整合与综合展示、实现对各项目设施设备运行情况的智能物联监控采集以及对园区典型业务场景的客户智能化体验的运营管控。

图24 园区运营管理平台



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图25 园区智能监控平台



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

（三）偿还银行贷款及补充流动资金

目前公司流动比率较低，未来随着公司经营规模进一步扩大，公司对营运资金的需求将大幅增长，对银行借款的还款压力将进一步增加。公司在结合 IPO 前负债情况及对未来资金需求情况进行慎重分析的基础上，决定将 IPO 募投中的 55590.30 万元用于偿还银行贷款及补充流动资金。

我们认为，（1）IPO 募集资金的到位会对公司资产结构产生较大幅度的影响。公司的净资产和全面摊薄的每股净资产将大幅增长，资产流动性将显著提高，资产负债将显著降低，改善公司的财务状况，直接增强公司运营稳定性和抗风险能力。

（2）IPO 募投项目的实施将增加公司的可供租赁面积及营业收入，提升公司的市场定位能力、营销管理能力、市场运作能力、园区管理能力及服务管理能力，进一步巩固公司的行业领先地位和加强公司的市场影响力，提高公司的市占率。

（3）IPO 募投项目的实施能起到实现产业上下游延伸、业务协同的作用。募投项目的实施可以使得公司进一步增加公司园区改造方面的相关经验及加强公司营销渠道的拓展，能进一步扩大公司园区的覆盖区域及加强公司的规模优势，同也能吸引更多大型优质客户的进驻，提高公司的营销质量和整体盈利能力。

5. 近期公司重大股权收购分析

根据公司 2020 年 12 月 29 日《关于签署股权收购意向书的公告》披露，2020 年 12 月 28 日，公司与翌成创意签订了《收购意向书》，公司收购其持有的上海翌钰 100%股权、上海豪翌 100%股权、上海汇柯 49%股权（翌成创意持有上海汇柯 49%股权实质享有上海汇柯 70%的股东权益，包括但不限于股东收益权等）。

IPO 收购事项不构成关联交易，预计交易金额 1 亿至 1.2 亿元人民币，不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

表 6 公司收购资产情况

标的资产	运营管理租赁项目（个数）	运营管理租赁项目（平方米）
上海翌钰众创空间经营管理有限公司	15	80000
上海豪翌企业管理有限公司	2	5000
上海汇柯企业发展有限公司	1	10000
合计	18	95000

资料来源：公司 2020 年 12 月 29 日《关于签署股权收购意向书的公告》，海通证券研究所

我们认为，标的公司作为资产运营管理公司，截至目前，运营管理租赁项目 18 个，面积约 95000 平方米，均位于上海市。IPO 收购事项属于同行业并购，有利于公司扩大运营及收入规模，有利于提高公司持续经营能力和盈利能力，促进公司持续发展。

6. 盈利预测

考虑到 2020 年疫情的影响，我们假设 2020 年公司租赁收入、物业管理及其他收入增速等于公司 2020 年前三季度的营收增速-9.81%；同时，假设 2021-2022 年公司租赁收入、物业管理及其他收入增速等于公司 2017-2019 年相应业务收入增速的均值。

表 7 2020-2022 年公司各业务收入增速假设表

收入增速假设	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
租赁	24.36%	23.72%	1.41%	-9.81%	16.50%	16.50%
物业管理及其他	13.30%	25.51%	6.85%	-9.81%	15.22%	15.22%

资料来源：Wind，海通证券研究所

同时，我们假设 2020-2022 年公司租赁、物业管理及其他业务收入毛利率为过去三年对应业务毛利率的均值。

表 8 2020-2022 年公司各业务毛利率假设表

毛利率假设	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
租赁	35.40%	40.03%	38.25%	37.89%	37.89%	37.89%
物业管理及其他	33.02%	36.94%	35.13%	35.03%	35.03%	35.03%

资料来源：Wind，海通证券研究所

由此，我们预计 2020-2022 年公司合计营业总收入分别为 7.41 亿元、8.61 亿元、10.0 亿元。

表 9 2020-2022 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	644.28	799.94	821.96	741.34	861.20	1000.46
租赁	486.58	602.01	610.48	550.60	641.43	747.24
物业管理及其他	157.70	197.93	211.48	190.74	219.77	253.22

资料来源：Wind，海通证券研究所

综上，我们预计 2020-2022 年公司将分别实现归母净利润 1.62 亿元、1.95 亿元、2.31 亿元，则公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.34 元、0.41 元、0.49 元。

表 10 公司盈利预测表（百万元）

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	644.28	799.94	821.96	741.34	861.20	1000.46
二、营业总成本	505.76	575.38	611.47	552.63	638.09	737.91
三、营业利润	154.68	240.00	234.68	215.40	252.47	294.84
四、利润总额	158.00	240.27	232.91	213.45	250.32	292.49
减：所得税	39.61	63.06	53.49	51.23	55.07	61.42
五、净利润	118.40	177.21	179.42	162.22	195.25	231.06
减：少数股东损益	0.20	0.27	0.41	0.37	0.00	0.00
六、归属母公司所有者净利润	118.19	176.94	179.01	161.85	195.25	231.06
总股本	472.50	472.50	472.50	472.50	472.50	472.50
全面摊薄每股收益（元/股）	0.25	0.37	0.38	0.34	0.41	0.49

注：2017-2022 年全面摊薄每股收益按照公司最新总股本 4.73 亿股测算。
资料来源：Wind，海通证券研究所

7. 公司投资建议

合理价值区间为 8.5 元-10.2 元，“优于大市”评级。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.34 元、0.41 元、0.49 元。参考同类可比公司并考虑公司属于新股，给予公司 2020 年 25-30 倍的动态市盈率，对应合理价值区间为 8.5 元-10.2 元，首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。

表 11　相关上市地产公司估值表（收盘价日期为 2021.3.5）

序号	项目	2019 年 EPS（元/股）	2020 年 EPS 预测（元/股）	2021 年 EPS 预测（元/股）	2019 年静态 PE（倍）	2020 年动态 PE（倍）	2021 年动态 PE（倍）
300947.SZ	德必集团	2.82	—	—	22.73	—	—
6989.HK	卓越商企服务	0.15	0.26	0.42	54.23	30.99	18.94
9909.HK	宝龙商业	0.44	0.49	0.69	49.24	44.23	31.41
	均值				51.73	37.61	25.18

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=0.8335 人民币。
资料来源：Wind，海通证券研究所

8. 风险提示

出租率和租金差下降风险；区域过度集中风险；项目拓展不及预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	0.38	0.34	0.41	0.49
每股净资产	1.87	3.79	4.21	4.69
每股经营现金流	0.56	0.28	0.52	0.62
每股股利	0.62	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	20.46	22.62	18.75	15.85
P/B	4.15	2.04	1.84	1.65
P/S	3.56	4.94	4.25	3.66
EV/EBITDA	-0.42	16.56	12.97	10.20
股息率%	—	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	37.4%	37.2%	37.2%	37.2%
净利润率	21.8%	21.8%	22.7%	23.1%
净资产收益率	20.3%	9.0%	9.8%	10.4%
资产回报率	14.0%	7.1%	7.6%	8.0%
投资回报率	22.3%	18.3%	22.1%	25.8%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	2.8%	-9.8%	16.2%	16.2%
EBIT 增长率	-7.4%	-10.8%	19.1%	18.3%
净利润增长率	1.2%	-9.6%	20.6%	18.3%
偿债能力指标				
资产负债率	31.2%	21.5%	23.0%	23.5%
流动比率	0.7	3.6	4.0	4.4
速动比率	0.6	3.5	3.9	4.3
现金比率	0.5	2.0	2.5	2.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.7	8.2	7.4	6.7
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	85.8	61.3	51.3	51.4

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	179	162	195	231
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	83	14	21	26
非经营收益	9	-2	0	2
营运资金变动	-6	-43	28	32
经营活动现金流	**265**	**132**	**244**	**292**
资产	-103	-30	-61	-82
投资	0	-507	0	0
其他	4	11	12	14
投资活动现金流	**-100**	**-526**	**-48**	**-68**
债权募资	-174	40	20	50
股权募资	0	747	0	0
其他	-13	93	40	-14
融资活动现金流	**-187**	**880**	**60**	**36**
现金净流量	**-21**	**486**	**255**	**260**

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**822**	**741**	**861**	**1000**
营业成本	514	466	541	629
毛利率%	37.4%	37.2%	37.2%	37.2%
营业税金及附加	5	4	4	5
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	17	16	17	20
营业费用率%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
管理费用	65	59	65	70
管理费用率%	7.9%	7.9%	7.5%	7.0%
EBIT	219	195	233	275
财务费用	8	7	10	13
财务费用率%	1.0%	0.9%	1.1%	1.3%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	10	11	12	14
营业利润	**235**	**215**	**252**	**295**
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	**233**	**213**	**250**	**292**
EBITDA	302	210	253	302
所得税	53	51	55	61
有效所得税率%	23.0%	24.0%	22.0%	21.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	**179**	**162**	**195**	**231**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	183	670	925	1185
应收账款及应收票据	21	17	18	18
存货	0	0	0	0
其它流动资产	43	546	551	557
流动资产合计	247	1233	1494	1760
长期股权投资	46	46	46	46
固定资产	9	15	19	20
在建工程	2	10	19	29
无形资产	88	88	113	155
非流动资产合计	1036	1049	1087	1141
资产总计	**1283**	**2282**	**2581**	**2901**
短期借款	0	20	20	10
应付票据及应付账款	83	62	65	67
预收账款	57	46	48	51
其它流动负债	233	214	243	276
流动负债合计	373	342	376	404
长期借款	19	119	169	209
其它长期负债	9	29	49	69
非流动负债合计	28	148	218	278
负债总计	**400**	**490**	**593**	**682**
实收资本	378	473	473	473
归属于母公司所有者权益	882	1792	1987	2218
少数股东权益	0	1	1	1
负债和所有者权益合计	**1283**	**2282**	**2581**	**2901**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 05 日；（2）以上各表均为简表
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
谢盐　　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：　城建发展,光大嘉宝,浦东金桥,我爱我家,世茂股份,华侨城 A,中国国贸,新湖中宝,碧桂园,中国恒大,华润置地,保利物业,大悦城,中华企业,光明地产,金科股份,雅生活服务,融创服务,三湘印象,旭辉控股集团,世茂服务,中骏集团控股,华发股份,金地集团,金融街,融创中国,龙湖集团,中国海外发展,招商蛇口,特发服务

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类　别	评　级	说　明
	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。
	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

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
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820　lzh13508@htsec.com
联系人
应镓娴(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
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
张耿宇(021)23212231　zgy13303@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
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com
张紫睿 021-23154484　zzr13186@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
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
联系人
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(021)23154120　zzm12569@htsec.com
彭　娉(010)68067998　pp13606@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
郑　蕾 23963569　zl12742@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　fyf11758@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
于鸿光(021)23219646　yhg13617@htsec.com

批发和零售贸易行业
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399　wanglt@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
周旭辉　zxh12382@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(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(021)23154174　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　zzq11650@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　lyj12399@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
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
联系人
赵靖博　zjb13572@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　lfh12225@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
张恒晅　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　ljl12245@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
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
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 010-5806 7936　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
高　瑞　gr13547@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