

中信证券研究部



**陈聪**  
基础设施和现代服务  
产业首席分析师  
S1010510120047



**张全国**  
房地产和物业服务行业  
联席首席分析师  
S1010517050001



## 核心观点

我们认为，2023 年是资本市场重新认识物业管理行业的一年，是物管行业告别“流量入口”和资本驱动迷思，重归稳健增长，夯实运营效率的一年。商管龙头的护城河有望继续拓宽，管理运营在购物中心供给不均衡增长背景下更加重要。预计房屋交易市场的复苏按照先二手后一手，先高线后低线的顺序开展，房屋经纪龙头受益于政策保护改善置业需求，预计贝壳市占率缓慢上升，佣金率和利润率平稳。物管、家装和经纪三大领域互相渗透，商管和物管的会员体系建设、长租和经纪的天然协同都将进一步深化。

- **2022 年，物业管理板块大幅调整。**物业管理是当前空间运营服务行业上市企业最为密集的子领域，2022 年物管上市公司调整幅度巨大，年初至今市值排名靠前的 10 家公司股价下跌 46%。投资者担心在地产出险背景之下，物业管理公司的独立运营能力和资金封闭管理的可信度；担心增值服务遇到发展瓶颈；也担心新拓项目越来越难，存量项目盈利越来越薄。
- **更新对物管行业的基本认知，坚守格局调整之下的持续稳健成长。**物业服务合同是伴随不动产而始终，往往致力于提升建筑物共有收益权，聚合群体意见，兼具服务和管理属性的特殊商业合同。因此，物业管理行业是稳定可持续的，不是高盈利能力和高业绩增速的，是效率和满意度驱动的，不是资本驱动的。2022 年之前的资本市场夸大了物业管理行业流量入口的属性，过分强调了资本扩张的意义，却又低估了其合同的稳定性，也低估了企业发展的长期可持续性。我们相信，物业管理行业的品牌化趋势将日益明显，增值服务将主要聚焦和不动产/邻里关系相关的低频大额服务（家装等）。央企龙头受益于产业结构调整，行业格局持续变化。
- **期待局部疫情对商管的影响减弱，预计商管龙头优势进一步扩大。**商管子行业在 2022 年上半年受到局部疫情反复影响，包括租金减免影响和偶发闭店影响。但我们认为，购物中心作为同城社交最重要的场所，其销售额、人流量和租金都有持续上行的空间。在供给存在结构性矛盾的情况下，管理运营公司的重要性日益显著。现有商管品牌都是依赖长期的重资产沉淀所培育的，我们相信商管行业的护城河十分宽广。
- **预计房地产经纪龙头将受益于房屋交易市场逐渐复苏。**当前政策重视改善性需求，保护卖旧买新，卖小买大，促成流转。预计受需求刺激政策影响，房地产市场复苏按照先二手后一手，先高线后低线的顺序开展，则更有利于房地产经纪龙头。我们预计贝壳的市占率缓慢提升，佣金率和利润率较为平稳，新业务有序开展。
- **不同空间服务赛道的协同合流。**家装、物管、经纪三个行业正在互相渗透，各自领域龙头公司都经常将其他两个赛道视为重要的第二成长曲线。商管和物业管理的会员体系打造，经纪和长租的天然协同，也都在改变空间运营服务行业的面貌。
- **风险因素：**物业管理公司不独立，资金不安全的风险；局部疫情反复可能对商管和存量房交易产生影响。
- **投资建议：深挖空间价值，重视品牌积累。**看好市占率有望持续提升的招商积余和保利物业，看好品牌护城河宽广的贝壳和华润万象生活。我们认为，空间运营和服务相比营建和开发而言，整体有更加广阔的需求空间。我们相信，解决消费者痛点的盈利模型搭建，日常运营的科技赋能和效率提升，专业品牌和消费者美誉度所构筑的护城河，都事关企业的相对竞争力。我们相信，空间运营服务行业是成长性行业，其中的优秀企业，有能力在 2023 年兑现稳定可持续成长。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
华润万象生活	01209.HK	25.90	0.76	1.00	1.35	1.72	32	24	18	14	买入
绿城服务	02869.HK	3.75	0.26	0.29	0.35	0.44	13	12	10	8	买入
招商积余	001914.SZ	14.21	0.48	0.61	0.79	1.03	29	21	16	13	买入
保利物业	06049.HK	31.30	1.53	2.03	2.71	3.67	19	14	11	8	买入
中海物业	02669.HK	5.64	0.30	0.42	0.59	0.81	17	13	10	7	买入
滨江服务	03316.HK	13.30	1.16	1.54	2.10	2.98	11	9	6	4	买入
贝壳-W	02423.HK	27.05	0.61	0.28	1.71	2.23	41	88	15	11	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价（收盘价为交易币种，中海物业 EPS 为港元，其他企业 EPS 为人民币）

## 目录

<b>物管：2022 的调整和疑虑</b> .....	<b>7</b>
公司运营的独立性问题 .....	7
增值服务发展的瓶颈 .....	9
规模瓶颈和可持续性的质疑 .....	10
并购的意义问题 .....	10
<b>物管：更新对行业的基本认知</b> .....	<b>11</b>
物业管理服务是伴随不动产产权存在的特殊服务 .....	11
物业管理是解决共同管理难题的通行方案 .....	11
高持续性，合理利润率，品牌化趋势 .....	12
<b>物管：政策推动行业发展，积极承担社会责任</b> .....	<b>13</b>
政策支持稳岗稳就业 .....	13
政策支持推进智慧化服务发展 .....	16
<b>物管：格局迅速调整，抓住时代机遇</b> .....	<b>16</b>
增值服务，从多赛道并发到个别赛道精进、 .....	16
效率真提升，业绩真可持续增长 .....	17
并购真进展——合理对价和有效整合 .....	18
竞争格局剧变，央企全面崛起 .....	19
<b>商管：走出疫情阴霾，龙头优势扩大</b> .....	<b>20</b>
<b>房地产经纪：受益二手率先复苏</b> .....	<b>21</b>
二手复苏先于一手，高线复苏先于低线 .....	21
佣金率和利润率预计平稳 .....	22
开发商信用问题倒逼行业集中度提高 .....	23
<b>空间运营和服务的进一步合流</b> .....	<b>24</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>重视基本盘提效和品牌护城河的力量</b> .....	<b>25</b>
基本盘提效和品牌护城河 .....	25
估值吸引力 .....	25
招商积余：经营向好，优势巩固 .....	27
贝壳：在周期中持续成长，和服务者坚定同行 .....	29
保利物业：乘国企之风，大物业战略加速 .....	31
华润万象生活：在大空间服务方面持续领先 .....	32

## 插图目录

图 1: 地产信用表现和物业管理板块的关系	7
图 2: 各企业基础物管毛利率	8
图 3: 样本企业基础物管业务平均毛利率	8
图 4: 关联方出险企业的毛利率变化	8
图 5: 关联方出险企业的业绩增速变化	8
图 6: 2016 年以来企业再融资净额汇总	9
图 7: 样本企业平均 VAS 收入及增速	10
图 8: 各企业 VAS 毛利占比	10
图 9: 样本企业在管面积同比增速	10
图 10: 各企业在管面积中非住宅的比例提升。	10
图 11: 个体利益最大化和共有权收益最大化	12
图 12: 物业管理行业的特征	13
图 13: 上海市物业管理从业人员数量	14
图 14: 保利物业退役军人就业孵化站	14
图 15: 百强企业社区增值服务收入占比情况	17
图 16: 品质物业管理企业的业绩可持续增长	18
图 17: 上市物管企业披露收并购交易额	19
图 18: 收并购中央国企和民企占比	19
图 19: 2022H1 新增在管面积占 2021 年末在管面积比例	20
图 20: 样本企业净利率	20
图 21: 全国规模以上购物中心开业存量	21
图 22: 购物中心场场均日客流情况	21
图 23: 贝壳新房 GTV 及同比	22
图 24: 贝壳二手房 GTV 及同比	22
图 25: 贝壳各季度新房业务的佣金率	22
图 26: 贝壳各季度新房业务市场份额	22
图 27: 北京不同中介公司的要价	23
图 28: 链家二手中介费率	23
图 29: 空间运营和服务行业	24
图 30: 贝壳的单店经纪人规模和活跃经纪人占比	25
图 31: 贝壳二手房业务收入及毛利率	25
图 32: 贝壳市值及在手现金	26

## 表格目录

表 1: 2022 年至今物管板块表现	7
表 2: 民法典对于业主权利的表述	12
表 3: 物业管理行业不同于一般服务业, 要应对“众口难调”的问题	12
表 4: 2020 年各项对物管企业的补贴	14
表 5: 广西《关于做好失业保险稳岗位提技能防失业工作的通知》节选	15
表 6: 百万就业见习计划内容	15

表 7: 科技应用直接替代人工的应用案例 .....	18
表 8: 华润万象生活今年收购的三单物业公司 .....	19
表 9: 各公司公告的租金减免详情 .....	21
表 10: 上市地产服务业企业的收入和利润情况 .....	23
表 11: 部分公司的毛利率走势预期.....	25
表 12: 重点企业盈利预测及估值表 .....	26
表 13: 物管公司的股息率预期.....	26
表 14: 招商积余 (001914.SZ) 盈利预测及估值 .....	27
表 15: 贝壳-W (02423.HK) 盈利预测及估值 .....	29
表 16: 保利物业 (06049.HK) 盈利预测及估值.....	31
表 17: 华润万象生活 (01209.HK) 盈利预测及估值 .....	32

## ■ 物管：2022 的调整和疑虑

物业管理板块在 2022 年经历了巨大的挑战。按照总成交量排序前 10 的公司，自 2022 年年初至今，平均跌幅达到 52.2%；按年初市值前十大公司，自 2022 年年初至今，平均跌幅达到 46.3%。除了资本市场本身调整的原因，这个初生的板块在业务独立性，发展可持续性和成长性受到了不同程度的怀疑。

表 1：2022 年至今物管板块表现

年初至今成交量排名前十的股票涨跌幅			年初总市值排名前十的股票涨跌幅		
证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅 (%)
1516.HK	融创服务	-81.3	6098.HK	碧桂园服务	-84.0
6098.HK	碧桂园服务	-84.0	1209.HK	华润万象生活	-33.9
0873.HK	世茂服务	-74.9	6049.HK	保利物业	-49.1
1995.HK	旭辉永升服务	-84.6	6666.HK	恒大物业	-12.9
6666.HK	恒大物业	-12.9	2669.HK	中海物业	-37.1
001914.SZ	招商积余	-31.5	001914.SZ	招商积余	-31.5
3913.HK	合景悠活	-73.6	1516.HK	融创服务	-81.3
2869.HK	绿城服务	-50.3	2869.HK	绿城服务	-50.3
3319.HK	雅生活服务	-63.9	9666.HK	金科服务	-64.5
300917.SZ	特发服务	-25.6	1995.HK	旭辉永升服务	-84.6
<b>平均</b>		<b>-58.2</b>	<b>平均</b>		<b>-52.9</b>

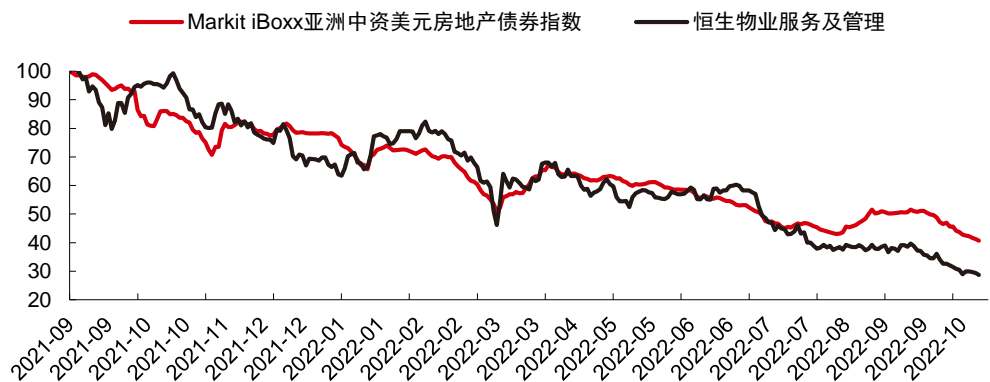
资料来源：Wind，中信证券研究部，股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

我们要展望 2023 年的物业管理板块，就需要首先认清 2022 年板块调整的根本原因，再综合分析各项因素，以观察市场是否会走出低谷。

### 公司运营的独立性问题

2021 年四季度以来，关联方的问题，是导致物管板块估值调整，且幅度如此之大的关键导火索和直接原因。一些民企物业管理公司的股价，是和债券的二级市场波动高度同步的。

图 1：地产信用表现和物业管理板块的关系



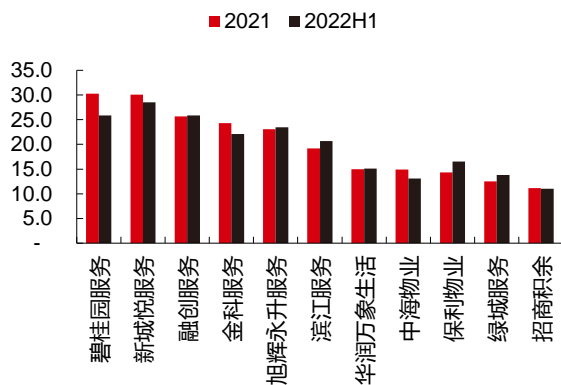
资料来源：Wind，中信证券研究部



公司运营独立性问题，从根本上是公司治理问题。这个问题，包含了资金可能被挪用和利益可能被转移，在财务报表上，则集中表现为毛利率问题和应收款问题。

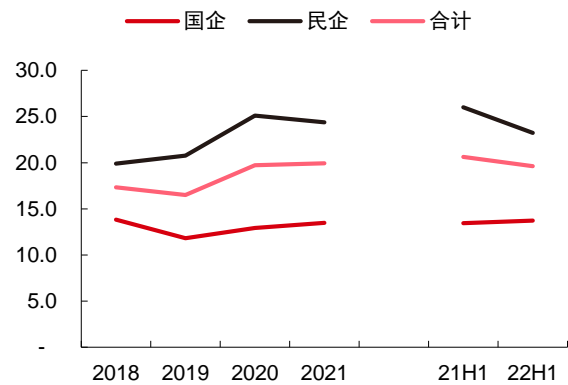
毛利率问题也就是权责确认问题。小区运维养护开支，在缺乏其他来源的情况下，视为开发企业一种营销活动，或视为物业管理公司的持续投入，都有一定的道理。但历史上确实也存在一个集团旗下尽可能把管理员工的薪水等尽量安排在开发企业，而不是物业管理公司支付的原因。民营物管企业的利润率显著大幅超过国有企业，这里固然有一些企业经营效率较高的因素，但更有民企在权责划分过程中一度尽可能向物管公司倾斜的因素。2022 年的问题在于，民企关联方出险不仅使得这种高毛利看上去可能不可持续，更使得投资者怀疑民营物业管理公司账面的货币资金，是否会用于接济他们的关联方。民企毛利率的确随着关联方出险而下降，不符合一个稳定行业的特征。投资者有一些理由怀疑，剩下的民营物业管理公司，其毛利率是真实的吗？

图 2：各企业基础物管毛利率（%）



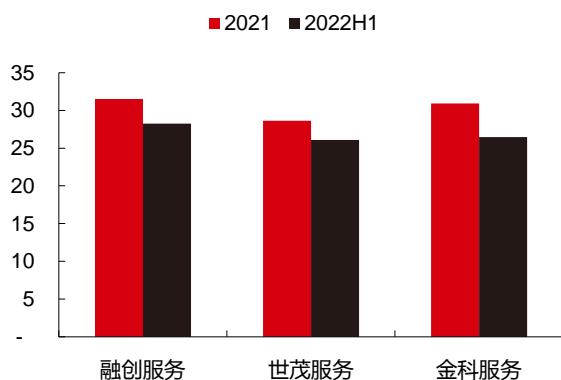
资料来源：各公司公告，中信证券研究部。

图 3：样本企业基础物管业务平均毛利率



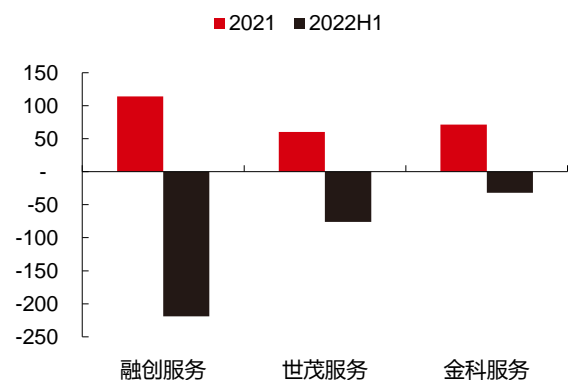
资料来源：各公司公告，中信证券研究部（样本企业见图 2）

图 4：关联方出险企业的毛利率变化



资料来源：各公司公告，中信证券研究部。

图 5：关联方出险企业的业绩增速变化



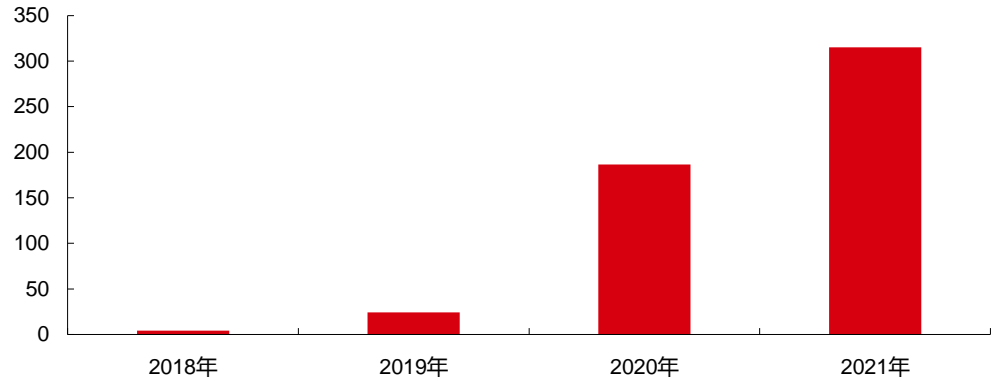
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

从 2016 年到 2022 年迄今，民营物业管理公司总计向资本市场再融资达到 525 亿港元，分红则只有 157 亿港元；国有物业管理公司总计向资本市场再融资仅 5.5 亿港元（建发物业 1 笔再融资），但分红达到 40 亿港元。我们没有计算 IPO 募资，是因为 IPO 是上



市的必要条件。民企在没有证明自身经营的情况下，过快向资本市场索取资金，也是市场对民企，国企认知分化的重要原因。（这是物业管理行业所独有的）

图 6：2016 年以来企业再融资净额汇总（亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

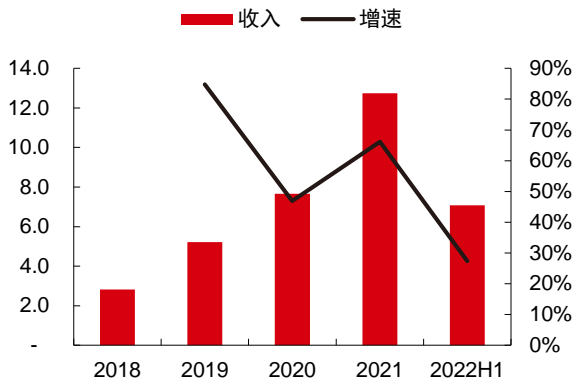
物管企业与开发企业资金长期保持密切往来。开发企业一方面为物管企业提供了稳定的管理面积和非业主增值服务业务增量，同时也在业务往来过程中，存在物业管理企业资金单向往来现象。物业管理企业的发展战略和人事安排，也往往和关联方不完全分割。

### 增值服务发展的瓶颈

物业管理行业的一大看点是增值服务发展空间。增值服务的发展，意味着单一客户的收入贡献增加，也意味着企业发展规模效应的强化。物业管理公司作为社区流量的入口，投资者一度对于增值服务的发展寄予厚望。

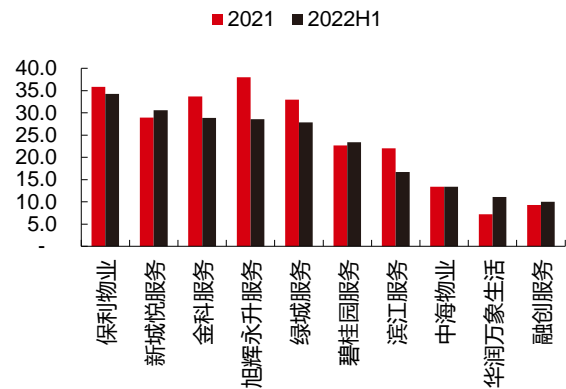
但实际上，过去几年物业管理公司的增值服务虽然布局很广，单户家庭的增值服务消费虽然有增长，但物业管理公司的增值服务仍然没有打破机会主义的边界。没有哪家物业管理公司真正转型为生活服务公司，没有哪一门类的增值服务，产生了全国范围的影响力，并明显领先于专业服务提供商。总而言之，增值服务的确取得了长足的进步，但这种进步仍然显得低于市场乐观者的预期。

图 7：样本企业平均 VAS 收入及增速（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部。

图 8：各企业 VAS 毛利占比 (%)

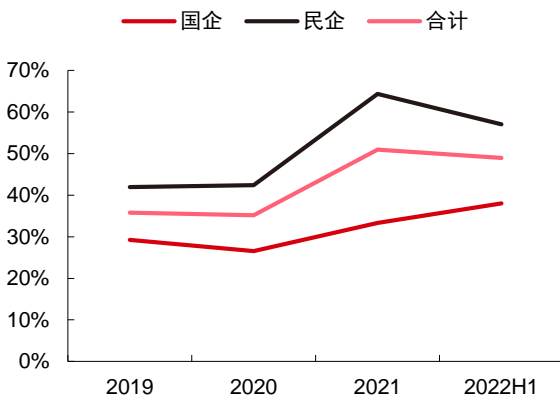


资料来源：各公司公告，中信证券研究部。

## 规模瓶颈和可持续性的质疑

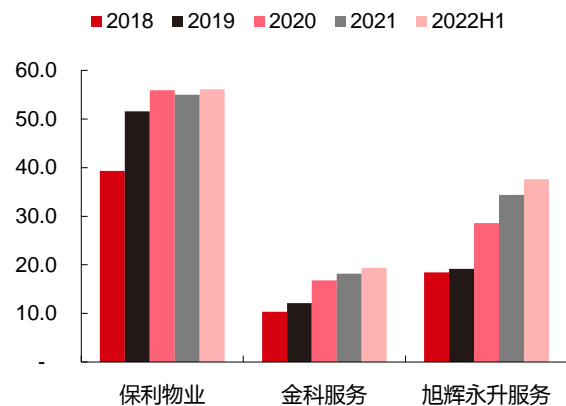
市场越来越相信一点，即随着楼龄的变老，物业管理公司要么失去利润率，要么失去满意度。一方面，相比拓展二手盘，物业管理公司的确更愿意拓展新盘，这岂不是说明确实楼龄和盈利能力相关。另一方面，很多企业拓展非住宅项目越来越多，说明竞争激烈的住宅外拓市场发展持续性存疑。科技应用的有效性仍然有待证实。

图 9：样本企业在管面积同比增速



资料来源：各公司公告，中信证券研究部。

图 10：各企业在管面积中非住宅的比例提升。



资料来源：各公司公告，中信证券研究部。

## 并购的意义问题

2022 年迄今市场并购热度明显下降，但 2020-2021 年各家物业管理公司的并购整合的有效性却有待证明。一些企业并购之后在单一区域长期多品牌，多团队运营，并没有实现最基本的区域整合，也没有构建起品牌矩阵。企业以简单的融资和并购做大规模，形成商誉，不免令投资者担心未来行业发展的可持续性。

## ■ 物管：更新对行业的基本认知

物业服务合同伴随不动产产权存在，因共有权和共同管理权而兴，和建筑物内外空间相伴。我们认为，物业管理行业的合同可持续性和稳定性，远远超越了一般的服务合同。我们认为，市场过分夸大了物业管理的所谓“流量入口”属性，却忽视了物业服务合同，尤其是住宅的物业服务合同极高的稳定性和长期的成长性。

### 物业管理服务是伴随不动产产权存在的特殊服务

物业管理公司是不动产的设施设备运维服务活动的组织者，也是业主行使物业共有权和共同管理权的专业受托人（除单甲方建筑外）。只要不动产本身存在，物业管理的需求就不会消失。且我们很难想象一个原本聘用物业管理公司的不动产选择不聘用。所以，随着社会不动产面积的增加，物业管理行业的规模空间在持续增长。建筑物不会大规模损毁，集合决策的物业管理合同很难轻易变更，建筑物运维的需求不会消失，物业管理行业是稳定成长的行业。

### 物业管理是解决共同管理难题的通行方案

在绝大多数建筑物里，业主享有所有权，共有权和共同管理权，后两者需要业主与其他业主相互协调，规范自身行为。物业管理公司是解决共同管理难题的通行方案，是市场化机制之下约束个人行为，实现共有收益最大化的通行途径。

物业管理公司追求共有权收益最大化，故而天然带有“管理”属性，约束消费者行为。物业服务公司不仅会服务，也会管理，例如打击高空抛物，干预违章建筑建设，再如规范停车秩序。前者需要配合公权力，后者则利用业主规约约束个别业主。

追求共有权收益最大化，不止于“管理”，还包括品质和付费的平衡。例如，假设 25% 的业主非常希望聘用单元入户的大堂管家，并愿意为此付费，25% 的业主觉得无所谓，但勉强可以接受付费，剩下 50% 的业主认为大堂管家并没有用，也不愿意因此付费。在这种情景之下，好的物业管理公司大概率选择由一个管家管理多个大堂，或增设成本更低的机器人管家，线上服务——但这种做法又会使部分业主不满。

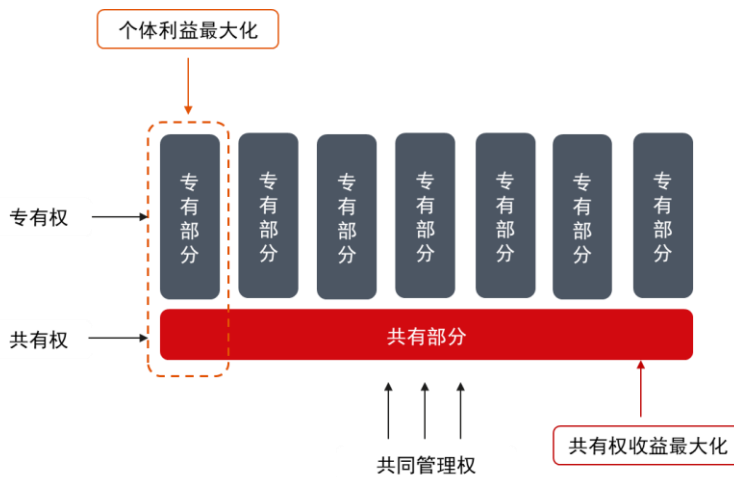
总而言之，物业追求社区共有收益最大化的属性，决定了物业管理公司在很多问题上都会让消费者不同程度不满。一个最优秀的物业服务公司，也不可能所有事情上让所有业主满意，这是行业属性决定的，不是企业没做好。这个特征往往被忽视了，这个特征决定了一些高频低价大众性的增值服务不适合物业管理公司，也决定了物业管理公司最适合开展关于邻里关系和不动产生命周期的多种经营。这个特征也决定了，物业管理公司在基础服务上不应取得高利润率，品牌运营美誉度很重要。

表 2：民法典对于业主权利的表述

权利	项目	详情
共有权	民法典 273 条	业主对建筑物专有部分以外的共有部分，享有权利，承担义务；不得以放弃权利为由不履行义务。 业主转让建筑物内的住宅、经营性用房，其对共有部分享有的共有和共同管理的权利一并转让。
专有权	民法典 272 条	业主对其建筑物专有部分享有占有、使用、收益和处分的权利。业主行使权利不得危及建筑物的安全，不得损害其他业主的合法权益。
共同管理权	民法典 271 条	业主对建筑物内的住宅、经营性用房等专有部分享有所有权，对专有部分以外的共有部分享有共有和共同管理的权利。

资料来源：中华人民共和国民法典，中信证券研究部

图 11：个体利益最大化和共有权收益最大化



资料来源：中信证券研究部绘制

### 高持续性，合理利润率，品牌化趋势

其他服务行业（例如饭店，理发店等）经常出现好口碑之上，但也经常见到消费者偏好变化，因为其他消费服务业只负责分析研判消费者需求并针对性提供服务。

物业管理行业的日常工作界面则是聚合意见，说服客户，替换成本合理的服务供给方案，凝聚社区共识。这种工作界面，在根本上不同于一般服务业。再加上整个物业管理的服务界面内涵十分丰富，这使得整个行业的消费者偏好短期很难发生改变，服务合同特别稳定。

表 3：物业管理行业不同于一般服务业，要应对“众口难调”的问题

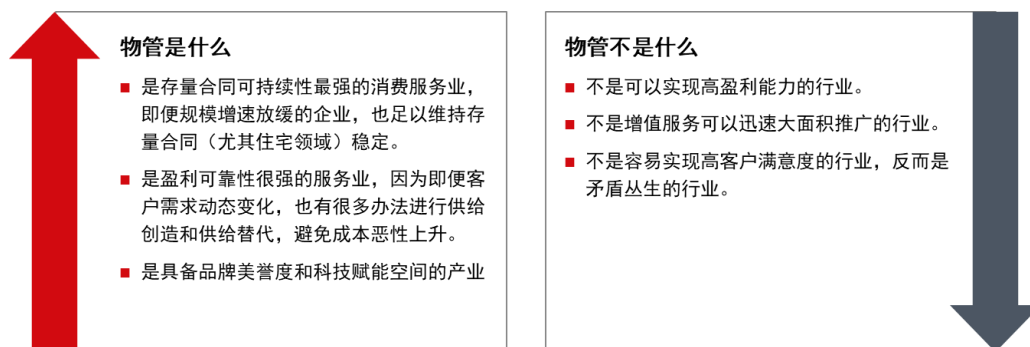
情况	分类	应对	结果
遇到不当行为（乱停车，违章搭建）	如果这种行为是极少数的	管理规范说服，必要时向有关部门举报	一小部分业主高度不满，可能和物管公司长期对抗
	如果这种行为是广泛的	退盘	在管面积下降
遇到成本上无法承担的服务诉求（例如增设大堂管家，要求多设人工门岗，要求代取快递）	如果绝大多数业主愿意增加物业费（很少见）	提价	营收和利润可能增加
	无法就提价进行谈判	解释说明，但更常见的是供给替代，即用线上化的解决方案，既节约成本还提高满意度	好公司的满意度会上升，缺乏解决问题能力的公司满意度下降

资料来源：行业调研，中信证券研究部

但反过来讲，这种特征也限制了物业管理基础服务毛利率的提升，更限制了增值服务的广泛开展。既然对具体事务的不满意是常见的（哪怕整体满意的业主，总会遇到对物业个别事务不满意）所以物业管理公司的增值服务推进只能是渐进而低调的，基础服务只能追求合理利润率，不能追求高毛利率。

物业管理公司必然呈现品牌化特征。物业管理公司的核心能力是说服沟通和供给创造。背靠品牌美誉度的说服沟通更为容易。供给创造是指将客户的某种需求翻译成成本可负担的需求，或发掘出对客户日常生活有利的服务方案，这往往需要中后台系统搭建和科技化应用，也和品牌规模运营相关。

图 12：物业管理行业的特征



资料来源：中信证券研究部绘制

总而言之，物业管理行业的关键词应该是稳定，长期，可持续，而不是高盈利能力和高增速。这是一个天花板足够高，盈利模式足够好的行业，但资本市场前期对于增速的认知太过于激进，部分企业对行业的看法也和实际情况产生了偏差。

## ■ 物管：政策推动行业发展，积极承担社会责任

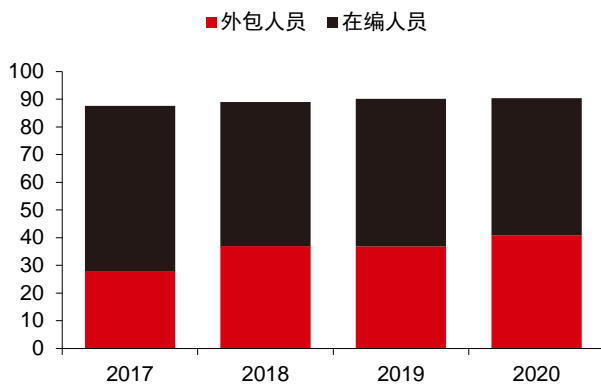
### 政策支持稳岗稳就业

党的二十大报告指出，“就业是最基本的民生。强化就业优先政策，健全就业促进机制，促进高质量充分就业。健全就业公共服务体系，完善重点群体就业支持体系，加强困难群体就业兜底帮扶。……健全劳动法律法规，完善劳动关系协商协调机制，完善劳动者权益保障制度，加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障。”

物业管理行业是大量吸纳就业的行业，我们测算从业人员将近千万。根据中指研究院的统计，2021 年，百强企业提供就业岗位 150.06 万个，员工数量均值为 5908 个，另提供外包岗位约 60 万个，共提供了超过 200 万个就业岗位。当然，长尾的中小企业也提供了大量的就业机会，如根据 2021 年上海市物业管理行业发展报告，仅在上海物业企业就提供了约 90 万个就业岗位，其中在编人员 50 万人，外包人员 40 万人。我们测算，物业管理行业可向全国提供约 1000 万人的就业岗位。



图 13: 上海市物业管理从业人员数量 (万人)



资料来源: 上海市物业管理协会, 中信证券研究部

图 14: 保利物业退役军人就业孵化站



资料来源: 保利物业微信公众号

回看 2020 年, 新冠肺炎疫情的突然冲击对用工造成了巨大压力。在这期间, 政策积极引导物业管理企业稳就业保民生, 各企业参与社区疫情防控的同时, 也为稳岗就业做出了巨大贡献。根据中国物业协会统计, 2021 年, 有 800 多家物业服务企业反馈稳定就业岗位 1,532,457 人, 其中 710 家新增就业人员 305,182 人, 用工缺口人员 73,472 人, 外包用工人员 622,096 人, 多为保洁员、秩序维护员等一线务工人员。

表 4: 2020 年各项对物管企业的补贴

区域	发布时间	文件	内容
全国	2020 年 2 月	《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》	(除湖北) 对大型企业等其他参保单位(不含机关事业单位)三项社会保险单位缴费部分可减半征收, 减征期限不超过 3 个月。自 2020 年 2 月起, 湖北省可免征各类参保单位(不含机关事业单位)三项社会保险单位缴费部分, 免征期限不超过 5 个月。
株洲	2020 年 4 月	《株洲市城区物业服务企业疫情防控专项补助实施细则》	对 2020 年 1 月 23 日起至疫情结束期间, 城区住宅小区参与疫情防控的物业服务企业发放专项补助。按实际服务住户数量, 每户每月 10 元的标准给予两个月补助, 计 20 元/户。
湖北	2020 年 5 月	《关于做好对参与疫情防控物业服务企业财政补助工作的通知》	物业服务企业财政补助资金由属地财政全额落实, 补助标准和期限在鄂防指发〔2020〕111 号文件规定的范围内执行。省级按照市县财政补助额度的 50% 给予一次性补助, 依据实际审核数从现有住建领域中央和省级相关专项资金中调剂安排, 补助资金实行总额控制, 通过 2020 年财政年终决算办理。
荆门	2020 年 3 月	《关于应对新型冠状病毒肺炎疫情支持商贸流通在营保企业和物业服务企业共渡难关的实施细则》	对参与属地疫情防控的物业服务企业给予财务补助, 按在管户数每月每户 15 元的标准给予 3 个月(2020 年 2-4 月)财政补助。
深圳	2020 年 2 月	《深圳市应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情支持企业共渡难关的若干措施》	对辖区物业服务企业的疫情防控服务, 按在管面积每平方米 0.5 元的标准实施两个月财政补助。
重庆	2020 年 3 月	《关于进一步落实疫情防控期间物业行业帮扶政策的通知》	一是要将我市中小微物业服务企业, 纳入免征单位缴纳的养老、失业及工伤保险的范围, 时间为 5 个月(2 月至 6 月); 二是将大型物业服务企业纳入减半征收范围, 时间为 3 个月(2 月至 4 月); 三是 6 月底前物业服务企业可缓交住房公积金, 不视为逾期; 四是受疫情影响生产经营出现严重困难的物业服务企业, 可申请缓缴社会保险费, 缓缴期限原则上不超过 6 个月。此外, 要视物业服务企业参与疫情防控的额外投入, 积极向区县政府争取给予适当资金补贴。
浙江	2020 年 3 月	《关于全力做好疫情防控支持企业发展的通知》	各地要积极帮助能与疫情防控的物业服务企业向当地政府争取相应补助, 争取按照生活服务类标准享受税收优惠政策。
杭州	2020 年 2 月	《关于严格做好疫情防控帮助企业复工复产的若干政策》	对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业, 政府可按照在管面积每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助。

区域	发布时间	文件	内容
上海青浦	2020 年 12 月	《关于青浦区相关物业服务企业应对新冠肺炎疫情防控工作的补贴方案》	一次性防疫物资补贴为 0.1 元/月·平方米，日常防疫易耗物资补贴为 0.2 元/月·平方米，两者合计 0.3 元/月·平方米。补贴时限 2020 年 2 月起至 2020 年 3 月底，为期 2 个月。
大庆	2020 年 5 月	《关于给予物业服务企业疫情防控相关支持政策的通知》	一是减免社会保险费，二是减免部分房产税、土地使用税，三是减免个人所得税，四是缓缴税款，五是享受以工代训政策，六是财政资金奖励，七是开展评优表彰活动，八是支持物业服务费收取。 其中财政补贴部分，对根据疫情防控落实情况的列入第一、第二档次住宅小区的物业服务企业进行奖励，第一档次奖励标准为 0.1 元/平方米，第二档次奖励标准为 0.03 元/平方米，

资料来源：各地方政府官网，中信证券研究部

展望 2023 年，我们预计，物业管理企业将受惠于稳就业政策，积极践行社会责任，在自身实现发展的同时，助力社会稳定。

稳岗政策将进一步帮助物业管理企业吸纳就业。政策通过返还企业上缴失业保险费、发放留工补助、阶段性降低失业保险、工伤保险费率等方式鼓励企业不裁员或少裁员。在疫情期间，企业单位用工成本可能有所下降，员工稳定程度可能有所上升。

表 5：广西《关于做好失业保险稳岗位提技能防失业工作的通知》节选

方向	内容摘要
继续实施失业保险稳岗返还政策	适用范围和条件。参保企业上年度未裁员或裁员率不高于 5.5%，30 人（含）以下的参保企业裁员率不高于参保职工总数 20%的，可以申请失业保险稳岗返还。 大型企业按本企业及其职工上年度实际缴纳失业保险费的 30%返还，中小微企业按本企业及其职工上年度实际缴纳失业保险费的 90%返还。
拓宽技能提升补贴受益范围	企业参保职工取得职业资格证书或职业技能等级证书的，可按规定申请技能提升补贴
继续实施职业培训补贴政策	对领取失业保险金期间接受职业培训的失业人员，按规定发放职业培训补贴。
发放一次性留工培训补助	2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，累计出现 1 个（含）以上中高风险疫情地区的县（市、区），可对本地区因新冠肺炎疫情严重影响暂时无法正常生产经营的参保中小微企业发放一次性留工培训补助。
大力支持职业技能培训	2021 年末失业保险基金滚存结余备付期限在 2 年以上，且职业技能提升专账资金不足的设区市，在各项保生活稳岗位政策落实到位的基础上，可以提取累计结余 4%左右的失业保险基金至职业技能提升专账资金中，统筹用于职业技能培训。
实施降费率和缓缴社会保险费政策	延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策 1 年，执行期限至 2023 年 4 月 30 日。

资料来源：广西壮族自治区人力资源和社会保障厅网站，中信证券研究部

灵活就业政策，既方便了劳动者，也推动了物业管理公司的发展，这适合需要经过一定培养的岗位，也适合为新业务储备人才。例如，2022 年 3 月，人社部等十部门联合印发《关于实施百万就业见习岗位募集计划的通知》，要求全年募集不少于 100 万个就业见习岗位。随后，国务院在 4 月常务会议上要求推进高校毕业生“百万就业见习”计划。计划中提出，将给予适当的补贴、以及税费支持。

表 6：百万就业见习计划内容

要点	具体内容
计划目标	全年募集不少于 100 万个就业见习岗位，为高校毕业生等青年提供充足见习机会。
支持政策	补贴支持。见习对象为离校 2 年内未就业高校毕业生和 16-24 岁失业青年。见习期间，由见习单位为见习人员提供基本生活费、办理人身意外伤害保险，并承担对见习人员的指导管理费用。对见习期满留用率达到 50%以上的见习单位，可适当提高见习补贴标准。
	税费支持。见习单位支出的见习补贴相关费用，不计入社会保险缴费基数。符合税收法律及其有关规定的支出，可以在计算企业所得税应纳税所得额时扣除。
	激励推动。按照国家有关规定开展国家级就业见习示范单位评选，优先激励参加本次计划并表现突出的各类单位。



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

物业管理行业（乃至泛空间服务行业）明显提升效率和大量创造就业可能同时出现。这是因为，一方面较多物业管理公司的日常展业界面极为低效，工人的大量时间闲置，工作流程并未进行合理规划。另一方面，物业管理的增值服务内容扩张空间极广，居民尚有大量社区相关的需求未得到满足。企业可以创造新的业务线，提供新的岗位，也可以提升旧岗位的工作效率，从而提升劳动产出和劳动报酬。

## 政策支持推进智慧化服务发展

2022 年 10 月 31 日，住房和城乡建设部办公厅和民政部办公厅发布了《关于开展完整社区建设试点工作的通知》，表示要开展完整社区建设试点，进一步健全完善城市社区服务功能，试点工作自 2022 年 10 月开始，为期 2 年。

通知中强调，要“推进智能化服务。引入物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，促进线上线下服务融合发展。推进智慧物业管理服务平台与城市运行管理服务平台、智能家庭终端互联互通和融合应用，提供一体化管理和服务。整合家政保洁、养老托育等社区到家服务，链接社区周边生活性服务业资源，建设便民惠民智慧生活服务圈。推进社区智能感知设施建设，提高社区治理数字化、智能化水平。”

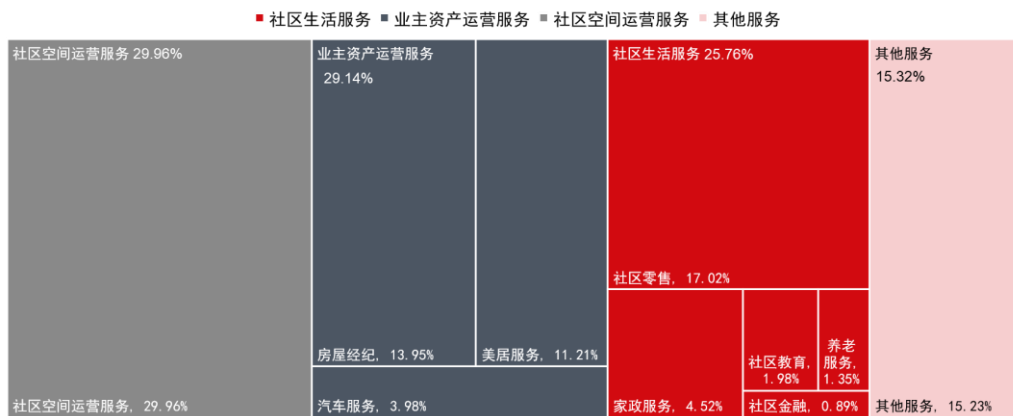
我们认为，推进智慧化服务发展，有利于具备能力的大型物业管理企业进一步深化物业管理的智慧化升级，一些已经具备科技能力输出的物业管理企业的科技服务将进一步开展第三方外拓，科技业务具备成为物业管理企业第二成长赛道的潜力。

## ■ 物管：格局迅速调整，抓住时代机遇

### 增值服务，从多赛道并发到个别赛道精进、

物业管理公司在过去一段时间开展了丰富多彩的增值服务，但又在很多领域遇到的发展瓶颈。我们认为，这不仅是因为任何一家物业管理公司的客户数量都是有限的，也是因为任何一家物业管理公司都扮演了协调说服的角色，感觉服务“差强人意”的用户很多，对服务不满意的业主也个别存在。

图 15：百强企业社区增值服务收入占比情况（2021 年）



资料来源：中指数据，中信证券研究部

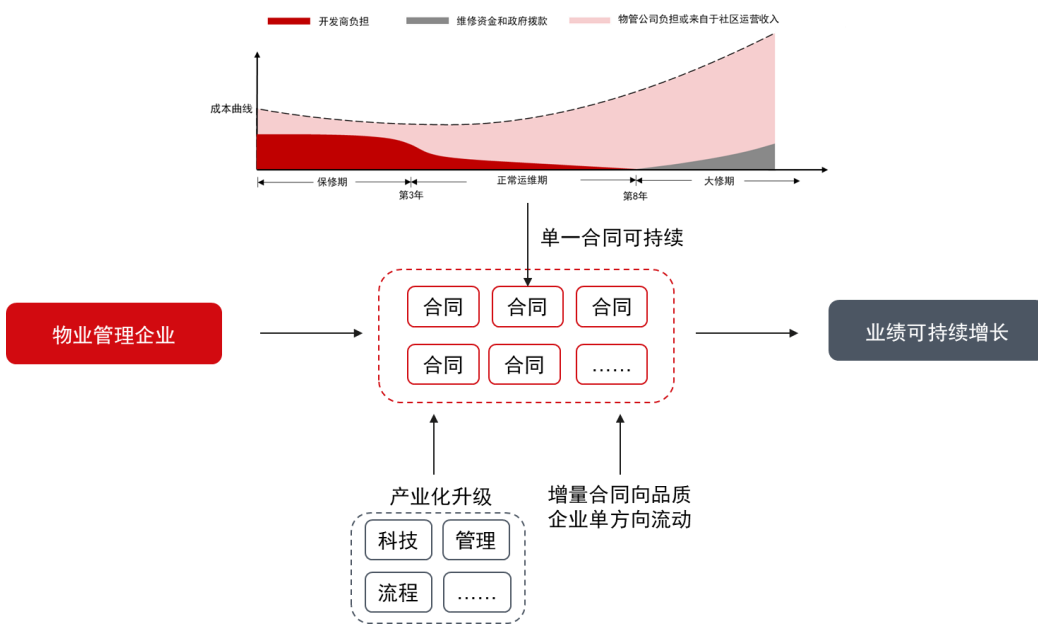
所以我认为，物业管理公司想要取得增值服务的成功，要么就要聚焦于不动产领域，针对不动产本身，和物业共有权直接相关，要么就要提供一种牵涉邻里关系的服务，即这种服务本身用得上物业管理公司协调说服的特点。前者例如代业委会处理公区收益所获得的佣金（广告等），如在社区边界内不可移动的设施服务（例如洗车，充电桩），后者的最典型例子就是家装，尤其是局装。

我们认为，2023 年是各家企业增值服务布局更为清晰的年份，企业将在更窄的范围取得更确定的发展。

### 效率真提升，业绩真可持续增长

我们认为龙头品质物业管理企业的业绩可持续增长，物管合同将向龙头企业单方向流动，中后台打造、科技应用、服务流程化不仅提高效率，也不断扩大物管公司的管理半径。基础服务尚处产业化初期，有巨大的服务效率提升空间，服务的内容和形式可以不断变更。

图 16：品质物业管理企业的业绩可持续增长



资料来源：中信证券研究部

科技系统的应用并非伪命题，这种效率的提升也可能是以科技系统自身的外拓来实现，而不是通过物业品牌的外拓来实现，空间科技服务仍然是一个真话题，也是物管公司新的增长点。大物业管理公司开发的科技系统，在效率上进展到一定程度时，会形成对中小物业管理公司巨大的吸引力。我们相信，科技服务可能成为基础服务、业主增值服务和非业主增值服务之外，物业管理公司的第四项收入；外拓不仅会带来新的业务收入，也会增加科技系统的底层用户，从而进一步强化科技系统的效率。

表 7：科技应用直接替代人工的应用案例

案例场景	技术基础	节省成本
智能巡更	图像识别（AI），物联网，安防摄像硬件	节省巡逻保安的人工成本
高空抛物管理	图像识别（AI），物联网，安防摄像硬件	解决高空抛物管理的痛点
案场防飞单系统	图像识别（AI），物联网，安防摄像硬件	解决案场佣金分配问题
车场保洁	自动化，物联网，扫地车或扫地机器人	实现劳动机械化，提高劳动效率
能耗管理	智能传感器，物联网，后台管理系统	节约巡检工序，优化能耗使用

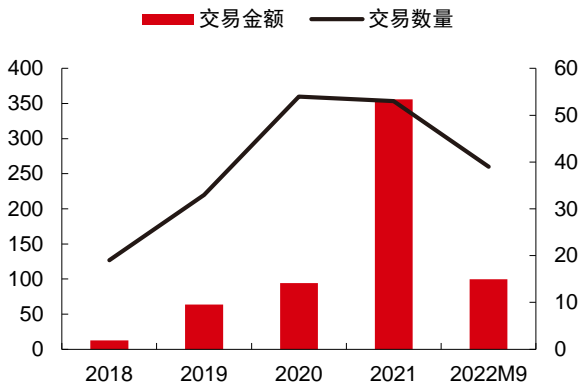
资料来源：行业调研，中信证券研究部

建立可靠中后台，具备品牌力的物业管理公司，服务边界仍有明显扩张空间。传统的项目制物业管理组织架构高度依赖项目经理的管理能力，物业合同的规模边界有限。但通过中后台的打造重塑后台管理，通过 AIoT 设备触达一线管控，可以明显扩大物业管理的服务边界。

## 并购真进展——合理对价和有效整合

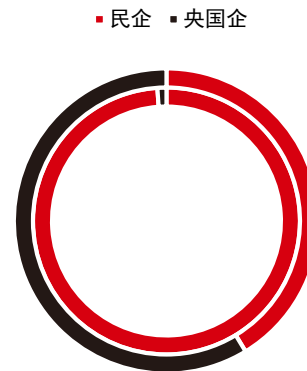
并购市场大幅降温。2022 年迄今，收并购市场大幅降温，但国企参与的收并购金额却大幅增加。以华润万象为首的国有物企龙头企业开始在收并购市场破冰，并取得了较为积极的成果，国企在收并购市场中的占比明显增加

图 17: 上市物管企业披露收并购交易额 (亿元)



资料来源: 克尔瑞, 中信证券研究部 (2022M9 指 2022 年前九月)

图 18: 收并购中央国企和民企占比 (外环: 2022M9; 内环: 2021)



资料来源: 克尔瑞, 中信证券研究部 (2022M9 指 2022 年前九月)

并购对价更加合理。今年以来, 由于收并购市场买方意愿降低, 估值也随之下降。华润万象生活收购的三家大型物业管理企业, 估值也从年初的 14 倍回落到下半年的 10 倍。一级市场收并购价值明显更加合理。

表 8: 华润万象生活今年收购的三单物业公司

时间	项目	在管面积	2021 年利润	2021 PE
2022 年 1 月	禹州物业	2100 万方	0.76 亿	14
2022 年 1 月	中南服务	5174 万方	1.76 亿	14
2022 年 9 月	祥生物业	2350 万方	1.05 亿	10

资料来源: 华润万象生活公告, 中信证券研究部

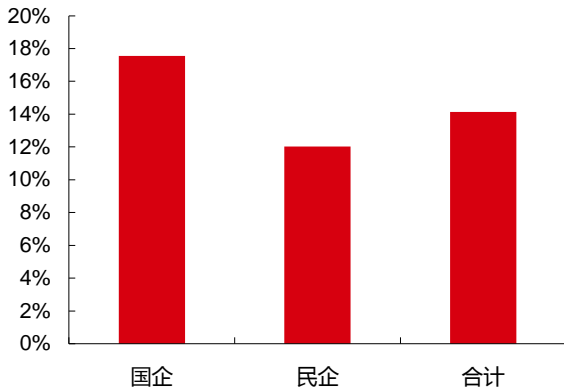
整合经验更加成熟。2023 年开始, 企业进入全面的投后整合期, 一些企业可能需要处理收并购资产中的负面因素, 另一些企业可能通过提升被收并购企业的效率和满意度, 实现更高质量的规模增长。

总体来看, 2022 年是并购整合的低谷, 2023 年行业并购行为可能逐渐从低谷中爬坡, 但以华润万象生活等为代表的并购整合可能初显成效, 利润表有稳步增厚。历史上有并购成功经验的保利物业可能在更合理的市况重启并购, 从而助力成长。

## 竞争格局剧变, 央企全面崛起

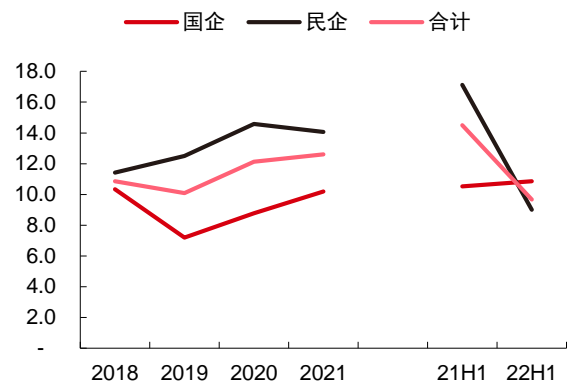
物业管理行业是存量行业, 物业管理服务是刚性付费的服务。物业管理合同永续可持续, 物业管理企业规模和效率都有广阔的提升空间, 增值服务可能由广向精, 物业管理行业依然属于产业化初期和头部市占提升的阶段。央企物管公司既适应了市场化的运营机制, 也在过去几年打造了更富市场竞争力的队伍, 更迎来一个良性竞争的时代。

图 19: 2022H1 新增在管面积占 2021 年末在管面积比例



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部。

图 20: 样本企业净利率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

## ■ 商管：走出疫情阴霾，龙头优势扩大

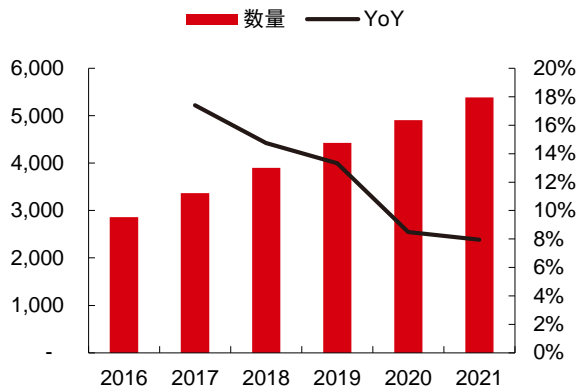
商管行业在 2022 年上半年再度遭受局部疫情反复的冲击，但下半年开始复苏。我们认为，在 2023 年，商管行业将展现以下发展特征：

第一、商业进一步复苏。居民线下消费和社交需求是刚需，精细化疫情防控体系日益成熟，竞品购物中心的租金、销售额、人流量将进一步恢复。

第二、会员体系不断升级，业务协同持续深入。华润万象生活、龙湖智创等公司，都可能不断探索物管+商管的协同体系，以一套会员体系促进不动产经营效率和客户满意度提高。

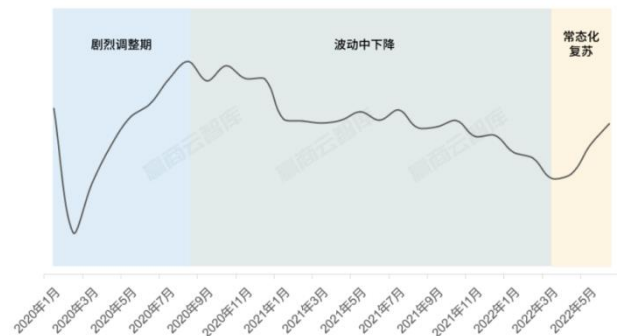
第三、龙头公司的壁垒得到进一步巩固。消费基本面的压力可能传导到购物中心的经营，唯有龙头商管企业有能力穿越下行周期，有外拓需求的项目可能进一步增加，轻资产商管企业的外拓合同和合同质量都有可能得到提升。此外，开发行业的剧烈变化预计也使未来很难再有新的市场进入者，因为轻资产商管需要从重资产持有沉淀而来，但重资产持有需要沉淀大量资金，预计现存商管龙头地位将得到进一步巩固。

图 21：全国规模以上购物中心开业存量



资料来源：赢商网，中信证券研究部

图 22：购物中心商场日均客流情况



资料来源：赢商网

表 9：各公司公告的租金减免详情

企业	公告时间	详情
大悦城	5月26日	根据疫情影响程度的不同，经初步测算，本次租金减免安排预计涉及公司营业收入 9.66 亿元-13.49 亿元，以 2021 年经审计的营业收入计算比例为 2.27%-3.17%。以上预估数未经审计，仅作为投资者了解本次减免租金安排对公司经营业绩影响所用。
招商蛇口	8月29日	截至 6 月 30 日，公司经营管理的持有物业中已签约减免租金约为 6 亿元，其中报告期内实际减免金额 3.7 亿元，减免租政策惠及租户 4000 余家。
招商积余	8月26日	面对疫情多点散发的情况，公司积极承担社会责任，落实国家政策要求，助力租户纾困解难，上半年对受影响的服务业小微企业、个体工商户和社团组织减免房产租金 4,530 万元，影响归属于上市公司所有者净利润 4,310 万元。
华润置地	7月29日	根据初步估计（仅供说明用途），本集团提供的租金减免总额介乎约人民币 22 亿元至人民币 25 亿元（两者均含增值税），占本公司截至 2021 年 12 月 31 日止年度的收益（经营收入）约 1%。截至 9 月末，投资物业累计确认租金减免金额约为人民币 20.4 亿元。

资料来源：各公司公告（含测算、估计或预测），中信证券研究部

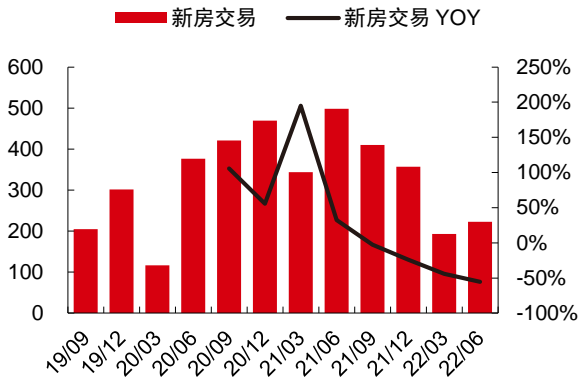
## ■ 房地产经纪：受益二手率先复苏

### 二手复苏先于一手，高线复苏先于低线

房地产政策推动新房和二手房市场弱复苏。市场复苏呈现两个特征：1) 高线城市好于低线城市。高线城市需求旺盛，政策边际改善明显，率先出现销售增长。2) 二手房市场好于新房市场。二手房市场所见即所得，不存在交付问题，表现明显更好。我们预计三季度开始，贝壳新房销售同比降幅有望明显收敛，二手房销售额同比开始增长。

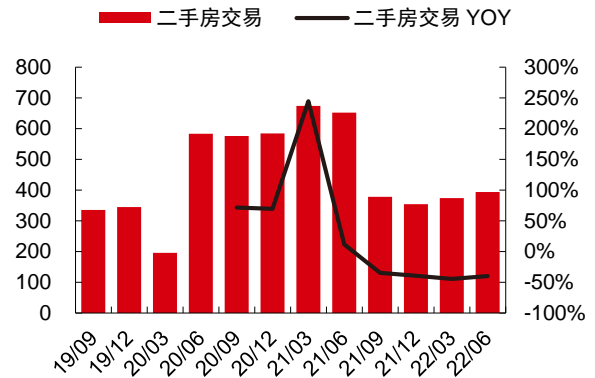
此外，本轮房地产政策也有大量推动二手交易复苏，鼓励流转的内容，这意味着政策重视改善性需求的释放，卖旧买新，卖小买大，成为了更核心的，主流的需求，顺应时代需要。

图 23: 贝壳新房 GTV 及同比: 亿元



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 24: 贝壳二手房 GTV 及同比: 亿元



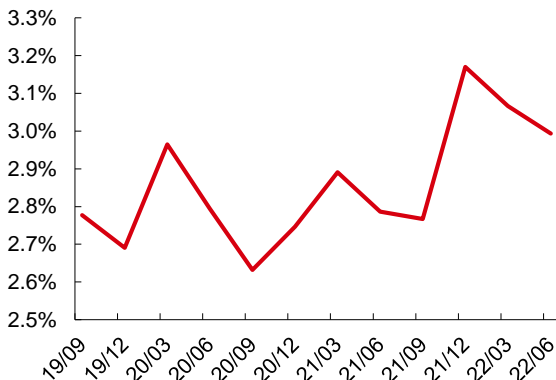
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 佣金率和利润率预计平稳

历史上，佣金率水平区域差异大，企业差异大，但历史波动很小。2014 年，发改委和住建部对二手房中介费率推行市场化定价，取消了最高 3% 的限价。随着市场发展，各区域和各企业形成了分层定价，优质优价的格局。贝壳的自营部分（链家），有真实可靠房源，成交效率高，成交风险低，开展实时赔付，佣金率达到并保持在 2.55% 左右的水平。中型中介公司服务水准参差不齐，房源不丰富，可靠性低，中介费率在 1.7% 上下分布。但无论哪个档次的房产经纪公司，其存量房中介费率的历史波动都较低。

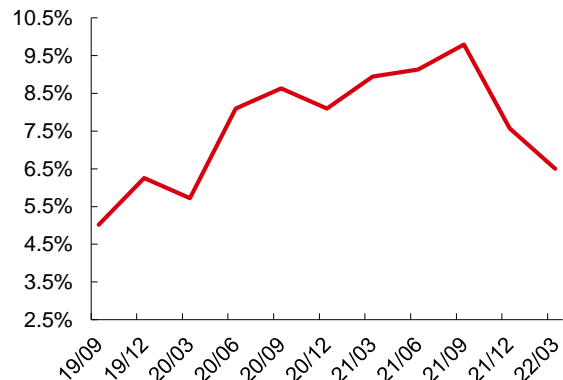
政策角度，房地产经纪行业的监管重心，主要是提升行业服务素质，打击违法违规行为，提升经纪人的服务水平，促进相关服务质价相符。从政策节奏来看，当房地产调控重在遏制房价上涨时，对经纪行业的整顿和规范措施更加常见。当房价下行压力明显时，政策则更多鼓励市场信心恢复，促进流转。

图 25: 贝壳各季度新房业务的佣金率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

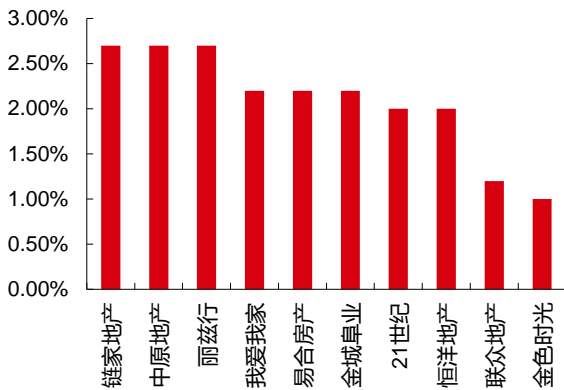
图 26: 贝壳各季度新房业务市场份额



资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部

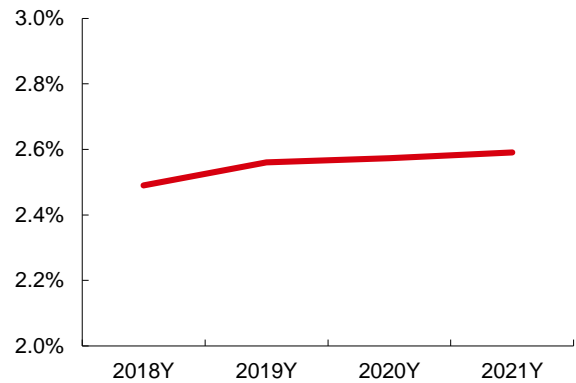


图 27：北京不同中介公司的要价



资料来源：诸葛找房网站，中信证券研究部

图 28：链家二手中介费率



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算；注：2018年、2019年为公司披露数据，2020、2021年的数据为我们根据存量业务收入中佣金收入/链家成交 GTV 测算。

经纪行业在长期的发展过程中，已经形成了以提成制为主的稳定的薪酬结构。这种薪酬体系既筛选了经纪行业的人员结构，也对经纪人的作业动作做出足够激励。提成制意味着行业的毛利率保持平稳，如果经纪公司的费用（及时裁员止损、降低无效投资等）及固定成本（比如门店规模等）能够因时而变，灵活调整，则经纪行业即使市场变差，亏损压力可控。

### 开发商信用问题倒逼行业集中度提高

房地产市场基本面下行和开发企业风险暴露带来房地产经纪行业供给侧改革。受行业景气下行影响，从事新房经纪的公司很多出现了经营困难。相比同业，由于经营模型聚焦经纪人，聚焦客源，不聚焦盘源，贝壳的应收压降到位。

此外，行业的规模效应始终存在，在特定区域占据优势的经纪平台，在二手领域的优势很难被瓦解。

表 10：上市地产服务业企业的收入和利润情况：亿元

公司	净利润						收入					
	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1
贝壳	-14	-24	-41	7	-5	-25	255	286	460	705	808	263
我爱我家	1	6	8	3	2	-4	13	106	111	95	119	60
合富辉煌	3	3	4	2	-4	-4	39	48	55	52	59	26
世联行	-2	-1	-13	-2	-12	-2	18	23	36	25	9	1
美联物业	2	1	-1	1	1	-2	44	44	44	42	49	15
国创高新	0	3	3	-30	-11	-2	26	45	51	44	38	10
房多多	-2	-1	-13	-2	-12	-2	18	23	36	25	9	1
易居企业控股	4	10	9	3	-89		46	59	91	81	89	
合计	-10	-4	-42	-18	-131	-41	459	635	884	1,068	1,180	377

资料来源：Wind, 中信证券研究部

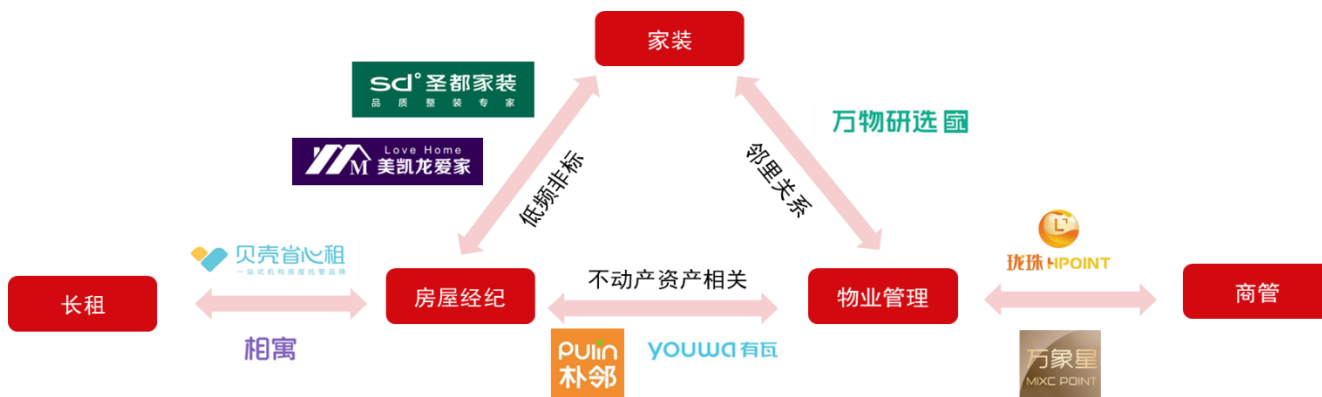
## 空间运营和服务的进一步合流

我们认为，空间运营和服务的各细分行业存在合流的趋势。尤其是家装、物管和房屋经纪这三个行业，其参与者正在积极谋求互相渗透。家装和物管都聚焦社区，都和邻里关系相关。家装和房屋经纪都高度非标和低频，依赖于劳动者技能的提升。经纪和物管都聚焦不动产价值属性。这些领域的大公司都在积极协同，都视其他两个领域为自己的增值服务或第二（第三）赛道。

此外，房屋经纪公司在长租领域的布局，商管和物管的系统，尤其是会员体系的打造，也在提升各自业务的效率。

我们相信，市场竞争将改变空间运营和服务行业的面貌，掌握核心能力和品牌资源的公司有望崛起。

图 29：空间运营和服务行业



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

## 风险提示

物业管理公司不独立，资金不安全的风险。部分物业管理企业关联方出险，或现金流紧张，可能由于物业管理企业的股权、人员、管理等方面不具备独立性，而引发工具人风险。物业管理企业的资金安全性可能收到考验。

局部疫情反复对商管和存量房交易的可能影响。局部疫情反复可能导致购物中心进一步减免租，从而影响到商管企业的收入。此外，局部疫情反复可能影响购房者的交易热情，从而影响倒存量房交易的复苏进程。

## 重视基本盘提效和品牌护城河的力量

### 基本盘提效和品牌护城河

相比“流量入口”和资本驱动的时代，预计 2023 年的物业管理行业更加重视业绩的兑现和基础服务效率的提升。我们相信，凭借科技赋能和发展增值服务，优秀企业的毛利率水平仍将呈现缓慢上行趋势。动态可持续的基本盘提效能力，是我们选择企业的重要标准。

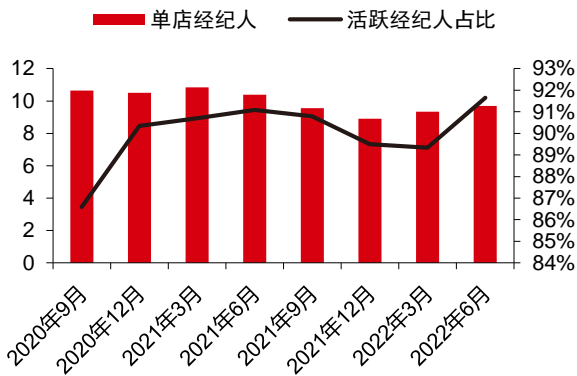
表 11：部分公司的毛利率走势预期

毛利率	21	22E	23E	24E
保利物业	18.70%	18.70%	18.90%	19.20%
中海物业	17.40%	17.10%	17.20%	17.60%
华润万象生活	31.10%	28.70%	30.30%	31.00%
招商积余	13.80%	12.70%	12.90%	13.20%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

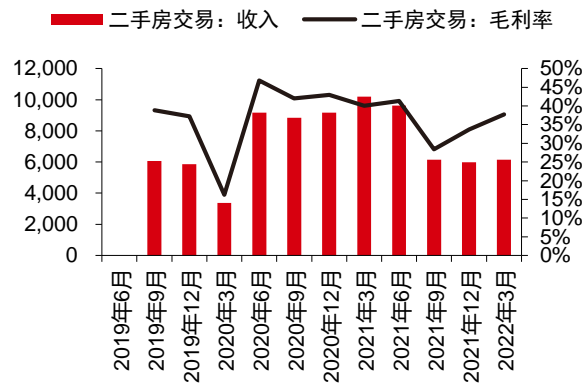
我们预计 2023 年的贝壳，在第一赛道也重视盈利胜过重视规模；这将表现为单店经纪人规模增加（即分担单店成本下降，亏损门店数量下降），也将表现为非活跃经纪人相对比例的下降（即经纪人效率的提高）。贝壳的作业基本面，能保持对同行业的明显领先优势。

图 30：贝壳的单店经纪人规模和活跃经纪人占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：贝壳二手房业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

品牌是轻资产服务行业重要的资产，也是逐渐拉开企业差异度，拓宽护城河，增强竞争力的保障。尤其在关联地产企业出险的背景之下，物业管理行业的品牌进一步分化，强势品牌数量明显下降，格局调整也对坚持长期主义的公司有利。我们看好品牌具备竞争力的空间服务公司。

### 估值吸引力

由于资本市场的调整，在企业能保证稳定运营的情况下，当前估值已经处于历史上很有吸引力的位置。部分公司的市值甚至贴近净现金价值。

表 12: 重点企业盈利预测及估值表

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
华润万象生活	01209.HK	25.90	0.76	1.00	1.35	1.72	32	24	18	14	买入
绿城服务	02869.HK	3.75	0.26	0.29	0.35	0.44	13	12	10	8	买入
招商积余	001914.SZ	14.21	0.48	0.61	0.79	1.03	29	21	16	13	买入
保利物业	06049.HK	31.30	1.53	2.03	2.71	3.67	19	14	11	8	买入
中海物业	02669.HK	5.64	0.30	0.42	0.59	0.81	17	13	10	7	买入
滨江服务	03316.HK	13.30	1.16	1.54	2.10	2.98	11	9	6	4	买入
贝壳-W	02423.HK	27.05	0.61	0.28	1.71	2.23	41	88	15	11	买入

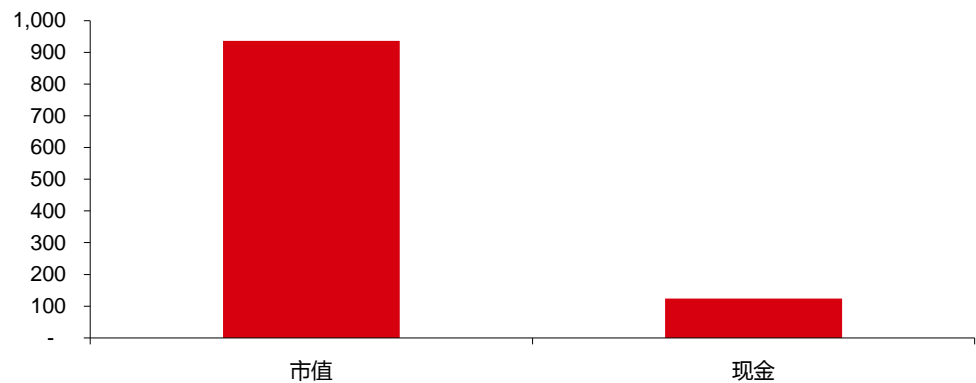
资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价(收盘价为交易币种, 中海物业 EPS 为港元, 其他企业 EPS 为人民币)

表 13: 物管公司的股息率预期

	分红率		股息率	
	21A	21A	22E	23E
华润万象生活	38%	1.3%	1.6%	2.1%
绿城服务	65%	5.3%	5.4%	6.6%
招商积余	21%	0.7%	1.0%	1.3%
保利物业	20%	1.1%	1.4%	1.8%
中海物业	25%	1.6%	2.0%	2.8%
滨江服务	62%	5.9%	7.1%	9.8%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

图 32: 贝壳市值及在手现金(亿人民币)



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

## 招商积余：经营向好，优势巩固

**核心业务实现快速成长。**2022 前三季度，公司实现营业收入 91.8 亿元，较上年同期增长 20.9%，实现归母净利润 4.7 亿元，较上年同期增长 23.6%，实现扣非归母净利润 3.8 亿元，同比去年增长 10.8%。公司积极履行社会责任，2022 年前三季度减免房租 0.7 亿元，影响归母净利润 0.68 亿元，剔除免租影响后，公司前三季度扣非归母净利比去年同期增长 30.3%，核心业务实现了快速成长。

**非住优势巩固，经营效率提升。**2022 年 1—9 月，公司物业管理业务实现营业收入 88.6 亿元，较上年同期增长 25.0%。前三季度，公司物业管理业务实现新签年度合同额 24.3 亿元，较上年同期增长 17%。截至 2022 年 9 月，公司在管面积 3.04 亿平方米。2022 年前三季度，公司非住宅基础物业收入 50.1 亿元，同比增长 26.0%，非住业态占基础服务收入的比重达到 69%，公司在非住领域的优势得到进一步巩固。前三季度，公司物业管理板块毛利率比去年同期提升 0.59 个百分点，其中基础物业管理毛利率提升 0.52 个百分点，即便在局部疫情反复等因素影响之下，公司在物业管理板块也实现了经营效率的提升。

**再融资放开，打开成长路径。**公司为涉房企业，此前 A 股再融资受限。10 月 20 日中国证券报消息称证监会允许部分存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资。新规发布打开了公司的再融资通道。截至 2022 年三季度，公司有货币资金 30.0 亿元，有息负债 29.4 亿元，净现金 0.6 亿元。此次政策放开，为公司的潜在收并购提供了一种新的资金渠道，抬升了公司的成长天花板。

**国企长期优势，市占有望提升。**物业管理行业是存量行业，依然属于产业化初期和头部市占提升的阶段。央企物管公司既适应了市场化的运营机制，也在过去几年打造了更富市场竞争力的队伍，更迎来一个良性竞争的时代。公司利用央企身份，通过收并购和外拓等多种方式充分把握后勤服务社会化的机遇，我们相信公司的市占有望继续提升。

**风险因素：**全年减免租超预期额风险。公司盈利能力下滑的风险。非住业态应收款账期拉长的风险。

**投资建议：**公司是 A 股的稀缺规模化物管标的，有望充分受益于央企在行业变局中的相对优势，进一步巩固其在公建领域的优势。根据公司的减免租情况，我们调整公司 2022/2023/2024 年 EPS 预测至 0.61/0.79/1.03 元（原预测 0.66/0.86/1.12 元），参考公司历史估值水平（公司 PE-TTM 目前位于重组以来 0.3%的百分位），结合华润万象生活等可比公司的市场估值，给予公司 2022 年 35 倍 PE 和 21.2 元/股的目标价，维持“买入”的投资评级。

表 14：招商积余（001914.SZ）盈利预测及估值

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,635	10,591	12,880	16,148	20,187
营业收入增长率 YoY	42%	23%	22%	25%	25%
净利润(百万元)	435	513	642	843	1,089
净利润增长率 YoY	52.0%	17.9%	25.1%	31.3%	29.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.41	0.48	0.61	0.79	1.03
毛利率	13.6%	13.8%	12.7%	12.9%	13.2%
净资产收益率 ROE	5.24%	5.92%	6.98%	8.56%	10.19%

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股净资产（元）	7.83	8.17	8.67	9.29	10.07
PE	34.6	29.5	23.2	17.9	13.8
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
PS	1.7	1.4	1.2	0.9	0.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价

## 贝壳：在周期中持续成长，和服务者坚定同行

**在周期波动中成长的赛道，和服务者同行的组织。**2022 年二季度公司新房 GTV2,227 亿元，同比下降 55.3%，存量房 GTV3,935 亿元，同比下降 39.6%。身处交易服务赛道，必受房屋销售市况影响。但这又是一条成长的赛道，中国的房屋换手率分城市趋势向上，新房业务快佣比例和回款质量趋势性上升，整装家居业务蓝海广阔，同“一体”高度协同。每一次房地产市况调整都令贝壳组织更加强韧。2022 年二季度起公司管理层悉数深入一线，和服务者同行，为平台持续赋能服务者积累经验。

**竞争格局进一步改善，新房业务应收可控。**地产周期基本见底，销售复苏存量房领先于新房。2022 年 10 月至今（10.01-10.24），我们跟踪的样本城市二手房成交 3.9 万套，同比增长 53.7%。受开发企业信用风险拖累，新房渠道业务中大量服务商快速出清，公司竞争实力更为稳固。公司应收坏账跌价准备计提充分，上半年也有效精简组织，压实一体业务管理和营销费用。我们认为，公司从 2022 年三季度起会重新回到单季盈利，单季度营收和盈利能力将趋势性上升。

**存量房佣金率可能保持长期稳定。**作为非标，大额和复杂的交易，经纪人的从业年限和执行水平往往能保证交易安全有序开展。楼盘字典的持续动态投入，分工协作机制，也是交易不可或缺的基础设施。稳定的佣金率，是保证经纪人收入和系统投入的前提。2014 年，发改委和住建部对二手房中介费率推行市场化定价，取消了最高 3%的限价。随着市场发展，各区域和各企业形成了分层定价，优质优价的格局。

**风险因素：**部分城市疫情反复，部分城市门店经营不能恢复正常的风险。公司两翼业务实现净盈利尚需时日。

**对服务者好的平台日新月异。**在二手房领域，公司强调盈利更胜规模、持续优化组织架构，做精细化管理，推动店效提升和区域布局更趋合理；在新房领域，公司进一步压缩应收规模，充分计提坏账，增加快佣，持续狠抓回款；在新业务领域，公司战略重视业务稳定性更好的整装大家居板块。更重要的是，公司管理层真正深入一线，听服务者的声音，提升贝壳作为赋能服务者尊严平台的独特竞争力。我们看好公司在 2022 年三季度开始单季扭亏为盈，此后收入和业绩持续提升。我们维持公司 2022/23/24 年 EPS 预测为 0.28/1.71/2.23 元，参考美团等中国重要的产业互联网平台企业服务劳动者数量和市值的比例，给予公司美股每 ADS28.0 美元及港股每股 73.0 港元的目标价，维持公司港股和美股“买入”的投资评级。

表 15：贝壳-W（02423.HK）盈利预测及估值

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
GTV（十亿元）	3,323	3,667	3,044	3,814	4,394
GTV YoY	62.5%	10.3%	-17.0%	25.3%	15.2%
营业收入（百万元）	70,481	80,752	68,035	90,385	105,894
营业收入 YoY	53.2%	14.6%	-15.7%	32.8%	17.2%
净利润（百万元）	2,778	-524	-1,304	3,369	5,022
净利润 YoY			148.7%	-358.4%	49.1%
Non-GAAP 净利润（百万元）	5,717	2,296	1,071	6,492	8,668
Non-GAAP 净利润 YoY	245.2%	-59.8%	-53.4%	506.2%	33.5%
每股 Non-GAAP 净利润（基本）（元）	1.51	0.61	0.28	1.71	2.23



项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	23.9%	19.6%	20.4%	22.7%	22.8%
经调整净利润率	8.1%	2.8%	1.6%	7.2%	8.2%
PE	16.7	41.6	89.2	14.7	11.0
PS	1.5	1.3	1.5	1.1	1.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价

## 保利物业：乘国企之风，大物业战略加速

**少数实现股权激励的国有物企。**物管是存量行业，比地产开发的行业格局变化更慢。但诸多民企品牌关联开发，人员和财务难言完全独立，物管行业又和基层治理密切相关，我们相信物管行业国企市占率将在很长时间内持续提升。不过，由于物管对管理精细化，服务生态化，科技后台化的要求远胜于资源型行业，又只有少数市场化，规模化的国企有望持续壮大。公司受益于国企平台在公建城服领域拓展的信用优势和在整个大物业方面的先发卡位优势，又是所有国企大公司中，少数实现员工股权激励的大公司之一，市场化管理能力优势明显。

**大物业战略加速落地。**截至 2022 年中期，公司在管面积 5.2 亿平米，相较于去年底增加 5778 万平方米；合同面积达到 7.3 亿平方米，较去年底达到 7529 万平方米。上半年公司新中标第三方合同 12.4 亿元，新中标合同与上半年基础物管比值为 31%，表明公司长期增速不低。同期，非居发展快速，物管业务收入中非居业态占比 39%，非居部分同比收入增速为 37.3%，明显快于住宅部分增速，大物业战略加速落地。

**盈利能力稳中有升，效率改善显著。**公司 2022 年上半年综合毛利率 20.2%，比去年同期上升 0.2 个百分点，公司在行业利润率有较大压力的情况之下实现了效率的提升。其中住宅物业管理毛利率 16.5%，相较去年同期提升 0.1 个百分点。公司在非住项目占比增加、住宅物业盘龄提升以及上半年局部疫情反复、（疫情）社保补贴退坡的影响之下，实现了基础物业管理毛利率的不降反升。从人效看，2022H1 公司的人均在管面积和人均创收分别较去年同期增长了 26%和 25%，提效显著。此外，公司 2022 年上半年管理费用率 8.0%，比去年同期下降 0.5 个百分点，也带动了净利润率的提升。

**风险因素：**公司应收款科目有所增长，如果经济形势走软，部分单位和个人可能继续拖欠，导致公司账龄进一步拉长或坏账损失的风险。

**盈利预测、估值与评级：**公司是更加具备市场化能力的国有企业，正在实现稳健的规模扩张和效率提升。我们维持企业 2022/23/24 年 EPS 预测 2.03/2.71/3.67 元，我们参考关联方信用优质物管企业华润万象生活、招商积余和中海物业的平均估值(中信证券研究部预测)，鉴于公司较大的管理面积以及领先的市场化激励制度，我们给予公司 2022 年 24 倍的目标 PE，对应目标价 59 港元，维持“买入”评级。

表 16：保利物业（06049.HK）盈利预测及估值

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,037	10,783	14,037	18,215	24,083
营业收入增长率 YoY	34.7%	34.2%	30.2%	29.8%	32.2%
净利润(百万元)	674	846	1,124	1,502	2,030
净利润增长率 YoY	37.3%	25.6%	32.9%	33.6%	35.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.22	1.53	2.03	2.71	3.67
毛利率	18.7%	18.7%	18.7%	18.9%	19.2%
净利率	8.4%	7.8%	8.0%	8.2%	8.4%
PE	23.0	17.3	12.6	9.4	7.0
PS	1.9	1.4	1.0	0.8	0.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价

## 华润万象生活：在大空间服务方面持续领先

**购物中心在管规模扩大，免租影响程度可控。**2022 年上半年，公司新开 6 座购物中心，其中包括 3 座重奢定位项目，公司商业在管组合进一步扩大，高端壁垒进一步巩固。由于上半年局部疫情影响，公司购物中心零售额和客流受到短暂打击，但 6 月有所恢复，我们判断上半年公司在管购物中心整体零售额同比小幅增长，个别因为局部疫情反复延期开业的项目也将望在下半年顺利开业。免租方面，最大业主方华润置地表示将为租户提供 22-25 亿元的租金减免（包括购物中心、写字楼及体育中心等），其中购物中心的租金减免对华润万象生活的全年业绩整体影响程度可控。

**合同外拓进展顺利，市场化程度更近一步。**住宅与非商业物管方面，我们测算公司上半年实现市拓在管面积新增超过 2000 万平方米，在局部疫情反复背景下成绩优秀。除市场拓展以外，公司年初收购的两家物业管理公司都在上半年完成并表，两单新增第三方在管面积 7200 万方，目前整合情况良好。在外拓和收并购的共同支撑之下，公司今年住宅和非商业物管业务的第三方面积占比已经超过一半。商管方面，公司上半年新拓展 7 个第三方合同，7 月份另拓展 3 个第三方合同，合同项目质量良好，包括多个 8 万平以上项目、TOD 项目等。公司自 2021 年今年迄今一共拓展了 22 个商业运营合同，商管业务第三方规模占比进一步提升。

**市场竞争格局不断变化，公司品牌红利有望持续释放。**2022 年以来，一些雄心勃勃的民企商管品牌遭遇关联方资金压力，关联方交付和品牌外拓声誉都受到冲击。公司本就是商管业务第三方外拓的先行者，未来发展之路可能更为平顺。住宅物管市场的起落，客观上也为公司未来的项目外拓和并购提供了更好的环境。当然，商管和物管业务都是存量业务，市场份额调整速度会显著慢于开发业务——但依托会员体系的轻资产服务更具规模效应，故而我们相信最终公司在商管领域的市占率，应该会超过华润置地本身在综合体开发的市场份额。

**风险因素：**消费下行的风险；局部疫情反复带来部分业主进一步免租的风险；合约面积交付延迟的风险。

**盈利预测、估值与评级：**我们认为，物管的市场份额变化速度虽然不及开发，但变化程度甚至超过开发行业。公司凭借品牌优势和市场化运营能力，不仅有望巩固商管业务优势，更有可能在大空间服务方面持续领先。我们维持公司 2022/2023/2024 年 EPS 预测 1.00/1.35/1.72 元。我们参照公司过去一年的估值水平，考虑最新的市场环境变化和公司商管品牌在行业独一无二的优势，给予公司 2022 年 40 倍的 PE 目标价，对应 49 港元/股，维持“买入”的投资评级。

表 17：华润万象生活（01209.HK）盈利预测及估值

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,779	8,875	12,773	16,548	20,686
营业收入增长率 YoY	15.5%	30.9%	43.9%	29.6%	25.0%
净利润(百万元)	818	1,725	2,293	3,091	3,924
净利润增长率 YoY	124.1%	110.9%	32.9%	34.8%	26.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.36	0.76	1.00	1.35	1.72
毛利率	27.0%	31.1%	28.7%	30.3%	31.0%

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利率	12.1%	19.4%	18.0%	18.7%	19.0%
净资产收益率 ROE	6.6%	12.4%	14.7%	17.4%	19.0%
PE	64.8	28.8	23.8	17.6	13.9
PS	7.8	5.6	4.3	3.3	2.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。