

中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席基地产业分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



联系人：李金哲

物业管理行业

评级 **强于大市（维持）**

物业管理是房地产产业链政策支持力度最大的细分领域，在 2020 年上半年疫情冲击之下，交出了一份满意的业绩答卷。板块营收高速增长，盈利能力稳步攀升，社会对行业满意度也有所提升。

■ 物业管理板块交易活跃，不断壮大。板块最新总市值超过 4000 亿元，8 月交易换手率达到 9.6%，同期恒生指数换手率 6.3%。而且，近期有大量物业管理公司即将登陆资本市场，我们预计现在起 3 年内板块总市值有望达到万亿。

■ 宽广赛道：业务收入增长的内与外。2020 年上半年，样本公司营业收入达到 535 亿元，同比增长 31.5%，受疫情冲击略低于去年全年 36.5% 的增速，但仍属强劲。这一方面和新房交付入伙高峰到来有关，另一方面也和大公司积极拓展第三方面积，新进入商写、公建、城市服务等赛道有关。目前大多数上市物企合管比超过 1.5。外延并购方面，物业管理公司资金人才优势更加巩固，上市物企总在手资金接近 600 亿，但并购对价也水涨船高，横向扩面积和纵向扩版图都隐含风险。

■ 夯实质量：盈利能力提升的实与虚。2020 年，样本公司毛利率达到 25.1%，明显高于 2019 年上半年 23.9% 和 2019 年全年 24.5% 水平。管理费用率趋势下降，净利润率提升则更为明显，从 2019 年 12.8% 提升了 2020 年上半年的 14.6%。基础服务盈利水平小幅上升，这和各大公司科技赋能，提高运营效率有关，也和国家出台社保减免，财政补贴有关。但我们认为综合盈利能力上升，长期需依赖于社区增值服务收入占比上升。目前业主增值服务半年度 ARPU 值达到 181 元/户，估计部分项目的增值服务 GTV 已和物业管理费相当。我们相信，社区增值服务仍有广阔成长空间。当然，我们认为分化较大的毛利率仍存在关联开发企业支持因素。

■ 未定的竞争格局：满意度评价的光与影。我们认为，行业目前的估值水平，反映的主要是广阔赛道之下企业可能发展机遇，而不是稳定的竞争格局下龙头物企的高壁垒。我们相信，行业供给侧有大幅提升空间，科技投入仍严重不足，品牌内核差异度仍明显不够。这并不是哪家公司的的问题，而是整个行业的问题。不过，我们也观察到样本上市公司应收款相对营业收入的比例从 2017 年的 32% 下降到 2020 年上半年的 27%，暗示企业整体的社会满意度有上升。

■ 风险提示：并购市场估值过高风险，企业在拓宽赛道过程中“交学费”的风险。

■ 看好行业，把握估值结构分化和竞争实力分化中错配机遇。我们认为，市场股票供给持续增加，板块估值分化不可避免。当前的估值分化中，市场可能过多考虑了关联方支持下的业绩增速，过少地考虑了品牌竞争力等因素。这种错配意味着现在可能是长期投资者布局品质龙头的好时机。我们看好物业管理板块，推荐绿城服务、保利物业、招商积余、永升生活服务、新大正和碧桂园服务。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价		EPS (元)				PE			
		(元)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
绿城服务	买入	8.84	0.15	0.23	0.31	0.39	58.9	38.4	28.5	22.7	
招商积余	买入	28.61	0.27	0.61	0.84	1.10	106.0	46.9	34.1	26.0	
保利物业	买入	58.96	0.92	1.45	2.11	3.02	64.1	40.7	27.9	19.5	
中海物业	买入	6.85	0.16	0.22	0.30	0.41	42.8	31.1	22.8	16.7	
新大正	买入	58.88	0.97	1.19	1.62	2.20	60.7	49.5	36.3	26.8	
永升生活服务	买入	14.89	0.13	0.24	0.36	0.53	111.1	63.0	41.0	28.3	
新城悦服务	买入	20.66	0.34	0.48	0.71	0.99	60.8	43.0	29.1	20.9	
碧桂园服务	买入	48.11	0.61	0.89	1.22	1.61	78.9	54.1	39.4	29.9	

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
港币已换算为人民币

注：股价为 2020 年 9 月 3 日收盘价，除中海物业外，

目录

上市热潮加速，板块交易活跃.....	1
论规模：业务收入增长的内与外	2
收入增长一定程度受到疫情影响	2
宽广赛道，加速奔跑	4
外延并购——挑战和机遇并存	7
论盈利：盈利能力提高的实与虚	10
管理费用率小幅下降	14
论能力：满意度评价的光与影.....	16
风险提示	17
把握估值结构分化和竞争实力分化的错配机遇	17

插图目录

图 1: 样本公司历年营业收入总和及增速	3
图 2: 中国物业管理行业总营业收入及增速	3
图 3: 24 家上市公司样本在管面积及新增在管	4
图 4: 24 家上市公司样本市场占有率	4
图 5: 龙头公司在管面积（横轴）与合约/在管比率（纵轴）	5
图 6: 保利物业非住宅业态贡献收入比例	5
图 7: 绿城服务非住宅业态贡献收入比例	5
图 8: 万科物业在横琴新区的具体服务内容与升级路径	6
图 9: 特发服务的政务服务业务示意图	7
图 10: 益中亘泰提供的医疗领域专业后勤服务	7
图 11: 各企业剔除应收、存货后的流动资产占总资产比	8
图 12: 行业重点公司 2020 年上半年营业收入（纵轴）及增速（横轴）	10
图 13: 样本公司毛利率走势单位：%	11
图 14: 19 家披露细项的龙头公司各业态毛利率结构	11
图 15: 19 家上市公司各子项业务贡献营业收入构成	11
图 16: 19 家上市公司各子项业务增速	11
图 17: 19 家上市公司的营业收入构成	12
图 18: 2020 年上半年上市公司业主增值服务 ARPU 值估算，即单位家庭所创造的营业收入	13
图 19: 上市公司业主平均增值服务 ARPU 值走势	13
图 20: 永升生活服务业主增值服务 ARPU 值	13
图 21: 上市物业管理公司 2020 年上半年毛利率排名	14
图 22: 管理费用率的比较	14
图 23: 各公司营业成本率（纵轴）与管理费用率（横轴）对比	15
图 24: 各公司归母净利率情况	15
图 25: 23 家上市公司应收账款合计/营业收入稳中有降	16
图 26: 23 家上市公司管理费用率走势	16
图 27: 2020 年上半年，各公司应收账款合计/营业收入的比率	17

表格目录

表 1: 物业管理板块公司构成和基本估值情况（按总市值排序）	1
表 2: 即将登陆资本市场的物业管理公司	2
表 3: 重点公司历年营业收入及毛利率情况表	3
表 4: 龙头物业管理合约面积和在管面积走势	4
表 5: 万科物业、碧桂园服务和保利物业的一些城市（镇）服务项目举例	6
表 6: 23 家已上市物业管理公司货币资金愈发充裕	7
表 7: 物业管理领域历次并购及对价比较	9
表 8: 2020 年 19 家上市公司各项服务收入及毛利率对比	12
表 9: 重点公司盈利预测与估值表	18

■ 上市热潮加速，板块交易活跃

目前，已有 28 家内地物管公司登陆资本市场。截至 2020 年 9 月 2 日，物业管理板块总市值已达 4218.3 亿元，其中市值 100 亿以上的中大型公司 10 家，总市值 3573.4 亿元，占比 84.71%。

由于行业具备高成长性等诸多优点，龙头公司均享有较高估值，加权平均 PE (TTM) 高达 44.6 倍。板块的交投活跃，8 月交易额达到 406.2 亿人民币，换手率约为 9.6%，而恒生指数的月换手率仅为 6.28%。

表 1：物业管理板块公司构成和基本估值情况（按总市值排序）单位：亿元

证券简称	总市值	市盈率 PE(TTM)	上市/重组日期	8 月成交额
碧桂园服务	1319.5	63.0	2018 年 6 月 19 日	63.1
雅生活服务	454.7	32.5	2018 年 2 月 9 日	37.9
保利物业	332.2	59.7	2019 年 12 月 19 日	33.6
招商积余	313.4	约 60	2019 年 11 月 20 日	53.9
绿城服务	286.1	48.0	2016 年 7 月 12 日	23.2
永升生活服务	242.9	82.6	2018 年 12 月 17 日	23.0
中海物业	201.8	40.3	2015 年 10 月 23 日	26.3
新城悦服务	173.2	50.7	2018 年 11 月 6 日	8.3
宝龙商业	137.1	60.0	2019 年 12 月 30 日	7.9
建业新生活	112.5	37.6	2020 年 5 月 15 日	14.8
时代邻里	98.3	73.6	2019 年 12 月 19 日	15.7
蓝光嘉宝服务	80.4	17.2	2019 年 10 月 18 日	9.9
新大正	64.2	57.9	2019 年 12 月 3 日	8.3
正荣服务	57.2	43.5	2020 年 7 月 10 日	8.7
彩生活	49.8	9.9	2014 年 6 月 30 日	4.5
奥园健康	45.4	25.6	2019 年 3 月 18 日	11.1
滨江服务	40.0	24.6	2019 年 3 月 15 日	6.7
佳兆业美好	38.0	20.5	2018 年 12 月 6 日	8.7
金融街物业	36.1	35.5	2020 年 7 月 6 日	7.4
南都物业	34.3	27.2	2018 年 2 月 1 日	10.7
弘阳服务	23.4	40.5	2020 年 7 月 7 日	6.4
鑫苑服务	17.2	15.1	2019 年 10 月 11 日	8.4
银城生活服务	17.1	34.0	2019 年 11 月 6 日	2.4
和泓服务	10.3	33.6	2019 年 7 月 12 日	1.2
中奥到家	9.1	7.9	2015 年 11 月 25 日	1.2
浦江中国	8.5	45.2	2017 年 12 月 11 日	0.0
兴业物联	5.8	17.1	2020 年 3 月 9 日	1.6
祈福生活服务	5.1	6.0	2016 年 11 月 8 日	0.1
烨星集团	4.9	11.9	2020 年 3 月 13 日	1.1
合计	4218.3	44.6		406.2

资料来源：Wind，中信证券研究部注：股价为 2020 年 9 月 2 日收盘价

大量公司正等待登陆资本市场。到 2021 年后，大物业管理公司中可能只有龙湖、万

科和金地物业尚未上市。预计到 2022 年，板块总市值有望达到 10000 亿以上，物业管理将成为中国消费服务大产业中举足轻重的板块。

表 2：即将登陆资本市场的物业管理公司

公司名称	拟上市地点	关联地产商	2019 年营业收入	2019 年归母净利润
特发服务	深交所	无	8.91	0.65
益中亘泰	深交所	无	10.42	0.58
世茂服务	联交所	世茂集团	24.89	3.85
华润万象生活	联交所	华润置地	58.68	3.65
融创服务控股	联交所	融创中国	28.27	2.70
荣万家生活服务	联交所	荣盛发展	12.51	1.10
合景悠活	联交所	合景泰富	11.25	1.85
卓越商企	联交所	无	18.36	1.79
星盛商业	联交所	无	3.87	0.96
宋都服务	联交所	宋都股份	2.22	0.35
第一服务	联交所	当代置业	6.25	0.77
佳源服务	联交所	佳源地产	4.55	0.50

资料来源：香港联交所，深圳证券交易所，中信证券研究部

■ 论规模：业务收入增长的内与外

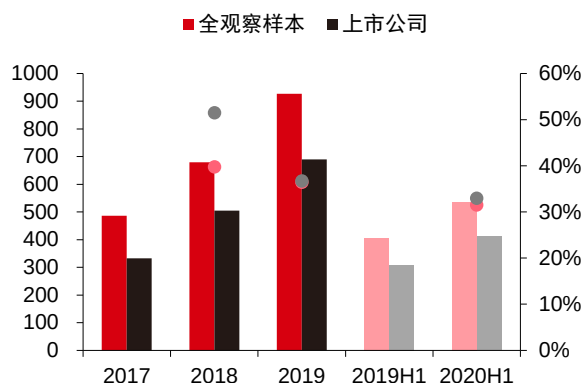
关于本次中报总评的样本说明：我们剔除上市公司中规模较小的银城生活服务、和泓服务、浦江中国、兴业物联、祈福生活服务、烨星集团，加上拟上市的华润万象生活，以 24 家上市公司（含拟上市）作为上市公司的基础观察样本（下称基础样本）。在论证总收入趋势的时候，我们亦加入行业中另有规模体量较大的万科物业、龙湖智慧服务、恒大金碧服务，即为全观察样本（下称全样本，万科等有母公司抵扣因素，可能略有低估，但历史口径一致），共计 27 家。

收入增长一定程度受到疫情影响

2020 年上半年，我们全样本公司营收达到 534.9 亿元，同比增长 31.5%。增速较 2019 年全年的 36.5% 降低。上市公司基础观察样本营收达到 411.3 亿元，增速相对全样本更快，达到 33.0%，但也低于 2019 年全年的 36.7%。

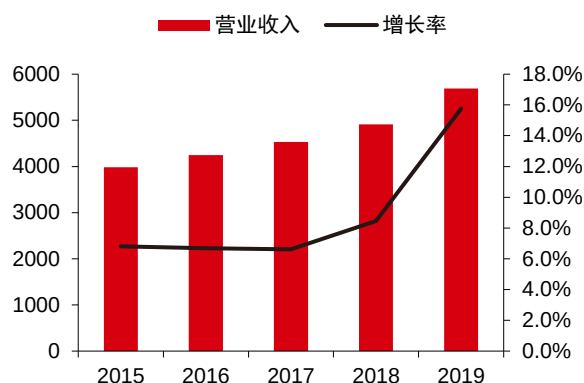
疫情对项目交付存在影响。社保减免和补贴等利润增项，不能构成收入增项。当然，上市公司的平均增速远高于行业总营业收入增速，行业向龙头集中趋势明显。

图 1：样本公司历年营业收入总和及增速单位：亿元



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 2：中国物业管理行业总营业收入及增速单位：亿元



资料来源：中国物业管理协会，中国指数研究院，中信证券研究部

表 3：全样本公司历年营业收入及毛利率情况表单位：百万元，%

公司名称	2017		2018		2019		2019H1		2020H1	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
万科物业	7126.6	18.7	9795.7	18.6	12700.2	18.0	5282.5	14.5	6698.4	14.4
碧桂园服务	3121.9	33.2	4675.3	37.7	9644.9	31.6	3515.7	39.2	6271.3	37.2
绿城服务	5140.1	18.4	6709.9	17.8	8581.9	19.3	3663.1	19.3	4400.1	20.6
雅生活服务	1760.8	33.5	3376.7	38.2	5127.3	36.7	2241.2	37.0	4001.6	31.9
保利物业	3236.7	19.4	4229.4	20.1	5966.8	20.3	2822.0	23.6	3600.9	20.4
招商积余	5447.8	8.3	6848.0	8.9	6077.9	9.8	3609.4	9.0	3586.9	11.2
华润万象生活	3129.4	13.0	4431.7	15.0	5868.1	16.1	2640.6	18.0	3134.0	24.1
恒大金碧	3024.0	18.5	4067.0	17.5	4375.0	35.3	2322.0		2967.0	
中海物业	2887.7	23.9	3573.0	20.4	5465.5	20.0	2400.4	20.1	2850.1	18.0
龙湖物业	2019.4	22.5	3264.0	24.5	5159.2	26.2	1827.6		2532.6	
彩生活	1628.7	44.9	3613.7	35.9	3845.0	32.6	1811.5	32.7	1778.9	32.6
永升生活服务	725.3	25.2	1075.8	28.7	1877.8	29.6	707.8	29.7	1344.9	30.7
新城悦服务	865.9	28.0	1149.9	29.5	2024.0	29.6	856.3	29.2	1221.6	29.8
蓝光嘉宝服务	923.3	36.4	1464.5	33.2	2100.2	36.2	933.3	33.9	1166.2	35.0
建业新生活	460.5	22.9	694.0	23.2	1754.4	32.8	680.0	35.6	1061.2	34.6
宝龙商业	973.0	26.0	1200.4	27.1	1620.5	26.4	749.1	26.4	868.6	29.3
中奥到家	977.6	30.4	1023.0	27.6	1519.5	26.6	655.6	30.7	839.1	27.9
佳兆业美好	669.2	30.5	895.8	30.9	1261.9	30.0	558.4	34.3	741.0	33.8
时代邻里	519.0	25.0	695.8	27.4	1081.3	28.2	455.7	26.9	702.0	28.4
南都物业	817.8	24.4	1056.1	22.0	1230.0	22.3	584.9	22.1	660.0	23.2
新大正	767.5	21.4	885.8	21.2	1054.6	21.3	489.9	21.1	567.3	21.5
奥园健康	436.0	34.1	618.8	33.7	900.8	37.4	392.0	39.6	546.9	40.1
金融街物业	756.7	19.2	875.2	18.5	997.0	19.2	428.5	19.9	508.8	20.7
正荣服务	272.9	25.8	456.3	26.5	716.2	34.1	295.6	29.9	443.7	35.0
滨江服务	349.3	25.8	509.5	26.5	701.9	28.1	317.3	28.9	416.0	32.9
弘阳服务	257.1	22.6	349.0	20.0	503.0	25.3	201.5	25.2	323.2	26.3
鑫苑服务	296.7	34.1	393.3	34.0	534.0	37.8	236.0	32.5	260.8	39.7
总计	48590.7	21.7	67927.5	22.6	92689.0	24.5	40677.9	23.9	53493.0	25.1

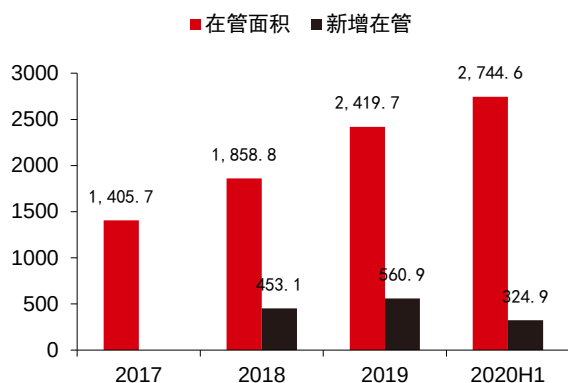
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

宽广赛道，加速奔跑

物业管理行业赛道宽广。一方面，主要大公司储备面积充足，尤其是未来几年新房交付高峰，为企业的业绩增长奠定了基础。另一方面，住宅为主龙头公司纷纷进入商写、公建和城市服务等领域，发布新细分品牌，增加收入来源多样性。

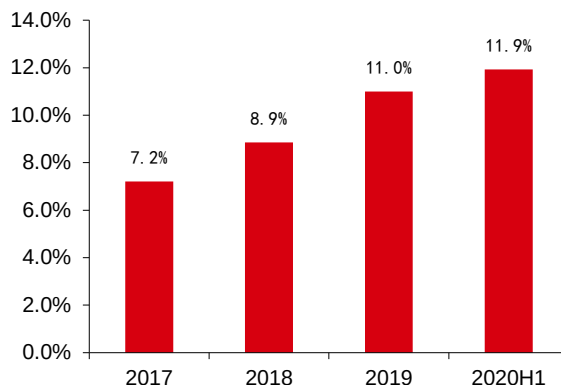
上市公司的在管面积持续保持高速增长，2020 年 6 月末，24 家上市公司在管面积达到 27.45 亿平，较 2019 年末增长 13.4%，市场占有率达到 12% 左右。上市公司在管面积增速远远快于行业面积增速。

图 3：24 家上市公司样本在管面积及新增在管单位：亿平米



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 4：24 家上市公司样本市场占有率



资料来源：各公司公告，中国物业管理协会，中信证券研究部

表 4：全样本公司物业管理合约面积和在管面积走势单位：百万平方米

公司名称	2017		2018		2019		2020H1	
	合约面积	在管面积	合约面积	在管面积	合约面积	在管面积	合约面积	在管面积
万科物业					640.0	450.0	690.0	520.0
彩生活	404.3	276.2	553.7	363.2	562.0	359.7	563.7	363.7
雅生活服务	126.1	78.3	229.8	138.1	356.2	234.0	491.3	353.4
碧桂园服务	329.5	122.8	505.0	181.5	684.7	276.1	745.8	319.5
保利物业	184.5	106.2	361.5	190.5	498.1	287.0	493.4	316.8
绿城服务	287.8	137.8	362.5	170.4	445.6	212.4	478.3	225.9
招商积余		106.5		119.5		152.7		171.9
中海物业		128.3		140.9		151.4		157.5
华润万象生活	66.9	61.2	97.3	77.7	118.1	92.1	131.8	97.5
蓝光嘉宝服务		44.0	73.6	60.6	116.9	71.7	140.7	89.9
永升生活服务	33.4	26.5	65.6	40.2	110.6	65.2	142.8	77.2
新城悦服务	67.8	36.3	112.2	42.9	152.8	60.2	167.0	71.2
建业新生活	0.0	20.4	0.0	25.7	114.7	57.0	144.4	70.1
新大正	60.1		62.7		70.0		70.0	
中奥到家	66.7		70.5	56.9	72.0	65.4	71.8	65.1
南都物业	38.8		55.4		60.6		63.1	
佳兆业美好	29.7	24.0	32.2	26.9	53.8	46.2	59.2	48.8
时代邻里		16.0		18.8	49.3	38.4	75.3	48.4
正荣服务	16.2	9.4	24.9	12.6	37.0	22.9	43.0	27.8

请务必阅读正文之后的免责条款部分

4

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

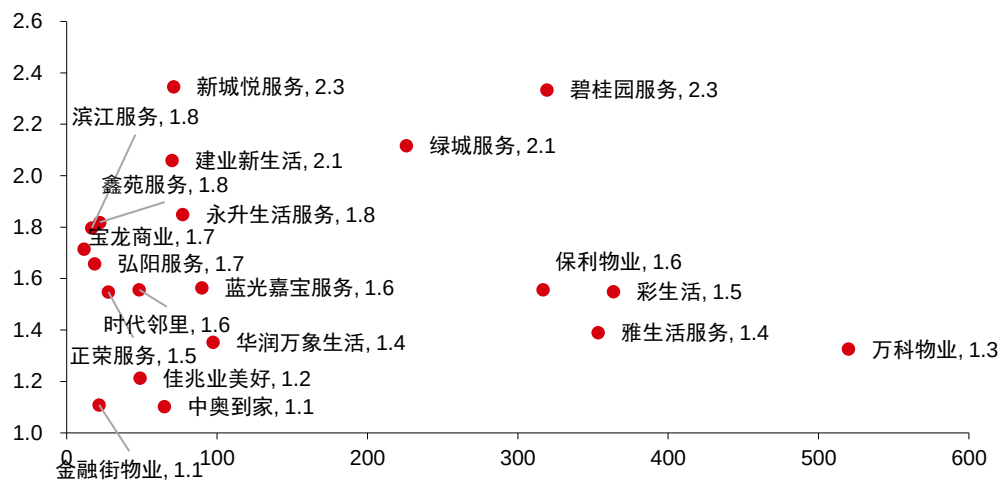
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

公司名称	2017		2018		2019		2020H1	
鑫苑服务	22.0	13.7	26.3	15.7	37.0	20.1	40.2	22.1
金融街物业	14.1	13.2	17.5	16.4	21.4	19.9	23.9	21.6
弘阳服务	12.2	9.1	15.8	9.9	27.6	15.8	31.0	18.7
滨江服务	13.7	8.6	20.8	11.6	26.8	14.4	30.2	16.8
奥园健康		8.6		10.4		15.1		16.1
宝龙商业	12.0	9.7	14.8	10.2	19.5	11.5	19.9	11.6
总计						2869.7	3264.6	

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

就全样本公司而言，目前合约面积/在管比例普遍都还大于 1.5，企业在广阔的赛道奔跑向前。

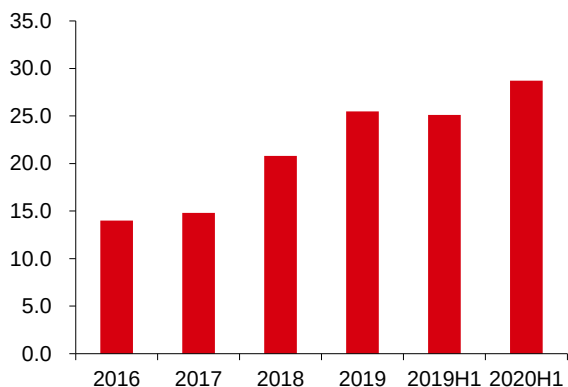
图 5：全样本公司在管面积（横轴）与合约/在管比率（纵轴）单位：百万平方米



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

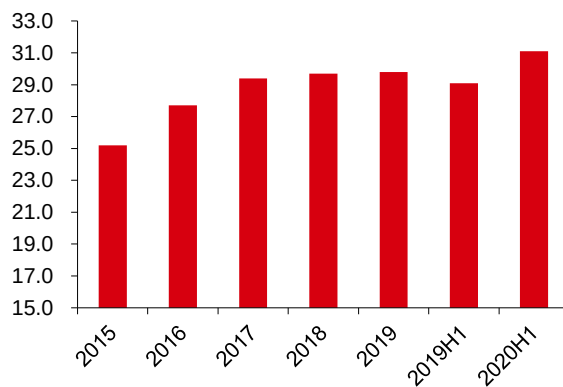
龙头企业纷纷加大非住宅领域投入，新增赛道。一些细分赛道的优秀公司也纷纷上市，开辟垂直整合的新可能。

图 6：保利物业非住宅业态贡献收入比例单位：%



资料来源：保利物业公司公告，中信证券研究部

图 7：绿城服务非住宅业态贡献收入比例单位：%



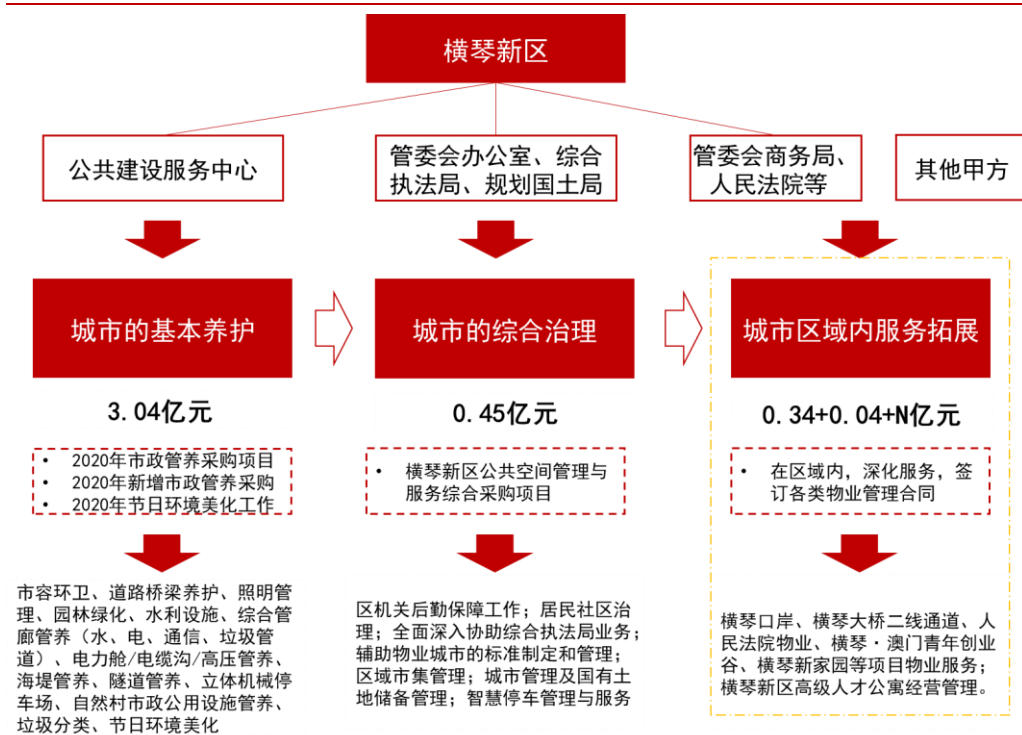
资料来源：绿城服务公告，中信证券研究部

表 5：万科物业、碧桂园服务和保利物业的一些城市（镇）服务项目举例

公司名称	城市服务品牌	典型案例
万科物业	城市空间整合服务	珠海横琴新区、雄安新区、广州白云、成都高新区、青岛动车小镇、厦门鼓浪屿等
碧桂园服务	城市共生计划	遵义、衡水、西昌、大连金普新区等
保利物业	镇兴中国	浙江嘉善县天凝镇、西塘古镇、大云镇，上海宝山区罗店镇、杨行镇，重庆谭嗣镇、永城镇、羊角镇，辽宁孤山镇

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

图 8：万科物业在横琴新区的具体服务内容与服务升级路径



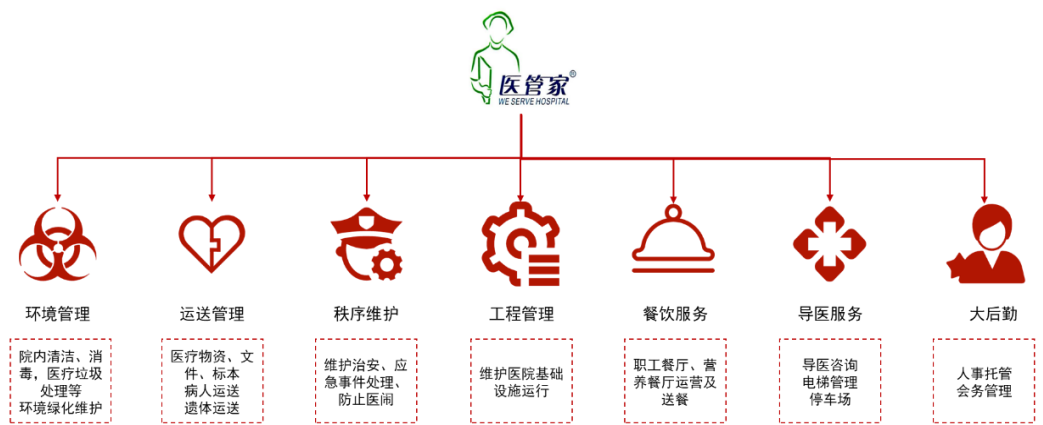
资料来源：中国政府采购网，中信证券研究部

图 9：特发服务的政务服务业务



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 10：益中巨泰提供的医疗领域专业后勤服务



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

外延并购——挑战和机遇并存

外延并购是物企重要的拓展方式。

从机遇来看，IPO 和再融资为上市物业企业提供了充裕的资金。截至 2020 年 6 月底，23 家已上市物业管理公司总货币资金高达 508 亿元。如果把剔除了应收账款、存货后的流动资产作为企业所能利用的“广义现金”达到 578 亿元，达到 23 家上市公司总资产的 50.47%。物业管理企业也积极储备了一批优秀的人才，一些人才是从关联房地产开发企业引入，经验丰富，因此企业具备了很强的并购能力。

表 6：23 家已上市物业管理公司货币资金愈发充裕（单位：亿元）

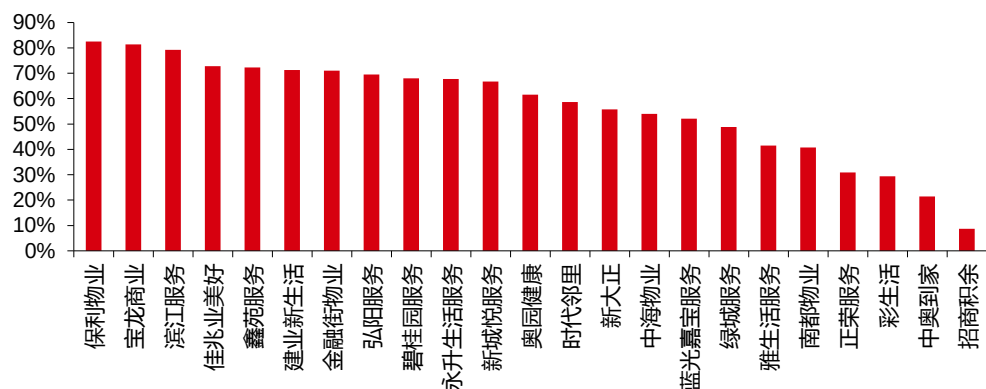
证券简称	2017	2018	2019	2020H1
碧桂园服务	26.3	38.7	69.1	99.3

证券简称	2017	2018	2019	2020H1
保利物业	16.0	17.9	65.1	72.5
绿城服务	18.4	21.8	26.4	55.1
雅生活服务	8.8	48.1	42.1	48.8
宝龙商业	1.1	5.5	26.2	29.5
永升生活服务	4.4	11.6	12.8	28.3
建业新生活	1.2	1.3	5.8	27.3
中海物业	20.5	17.3	14.5	22.4
蓝光嘉宝服务	1.9	3.1	19.6	18.8
彩生活	8.6	26.7	17.2	14.5
新城悦服务	6.3	12.8	13.4	12.7
招商积余	20.0	21.8	23.7	12.1
佳兆业美好	1.1	7.1	7.5	11.9
奥园健康	1.6	2.0	8.2	9.9
时代邻里	0.9	11.8	9.7	9.8
鑫苑服务	1.0	3.5	6.1	7.1
滨江服务	3.0	4.6	5.2	6.8
金融街物业	4.2	3.9	6.7	5.7
中奥到家	4.8	4.2	4.6	4.23
弘阳服务	0.7	0.4	1.8	3.8
南都物业	4.8	4.0	3.3	3.2
新大正	2.0	2.5	6.2	2.4
正荣服务	1.0	0.5	2.2	2.0
总体	158.6	271.1	397.3	508.0

资料来源: Wind, 中信证券研究部

部分龙头企业甚至总资产的 80%以上均是“广义现金”。(该科目在资产负债表主要的构成包括现金、定期存款、银行理财、交易性金融资产等)

图 11: 各企业剔除应收、存货后的流动资产占总资产比



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 招商积余由于地产开发业务和投资性房地产的存在, 致使该指标失真

从挑战的角度来看, 由于参与并购的主体越来越多, 物业管理行业的横向并购价格越来越高。作为一种合同期限短的轻资产业务, 并购的风险也越来越高。产业链的纵向并购

（如并购教育公司、广告公司、环卫公司等）则在业务协同方面提出很高要求。物业管理公司增值服务能力有待提升，区域密度不足，看起来顺理成章的产业协同亦存在隐忧。

表 7：物业管理领域历次并购及对价比较

时间	标的公司	上市公司	上年度营业	上年度净利	在管面积	静态 PE	次年 PE
2018 年 4 月 9 日	南京紫竹物业	雅生活服务	-	0.34	-	11.9	10.7
2018 年 7 月 11 日	兰州城关物业	雅生活服务	-	0.22	1700	13.1	9.7
2018 年 11 月 16 日	物业资产包	碧桂园服务	-	0.15	-	约 46.9	约 8.5
2019 年 1 月 23 日	哈尔滨景阳	雅生活服务	-	0.18	-	10.5	-
2019 年 1 月 23 日	青岛华仁物业	雅生活服务	-	0.12	-	12.3	11.2
2019 年 3 月 28 日	某公建物业	雅生活服务	-	0.38	3000	10	-
2019 年 3 月 29 日	嘉兴中力物业	蓝光嘉宝服务	-	0.06	-	12.96	-
2019 年 5 月 10 日	招商物业	招商积余	31.3	1.5	6,913	20	18.8
2019 年 6 月 18 日	青岛雅园	永升生活服务	1.99	0.33	140	25.2	14
2019 年 7 月 10 日	港联不动产服务	碧桂园服务	-	0.33	1347	11.4	-
2019 年 9 月 25 日	中民物业	雅生活服务	31.26	2	15400	13	12.5
2019 年 12 月 12 日	新中民物业	雅生活服务	9.57	0.834	3600	-	12.5
2020 年 2 月 27 日	银盛泰物业	永升生活服务	0.92	0.037	-	4.7*	-
2020 年 4 月 22 日	乐生活	奥园健康	4.7	0.23	2263	13.4	-
2020 年 5 月 7 日	开元物业	融创中国	约 8.1	约 0.73	5500	-	-
2020 年 5 月 7 日	成都诚悦物业	新城悦服务	2.17	0.16	522	10.4	-
估值						14.92	14.32

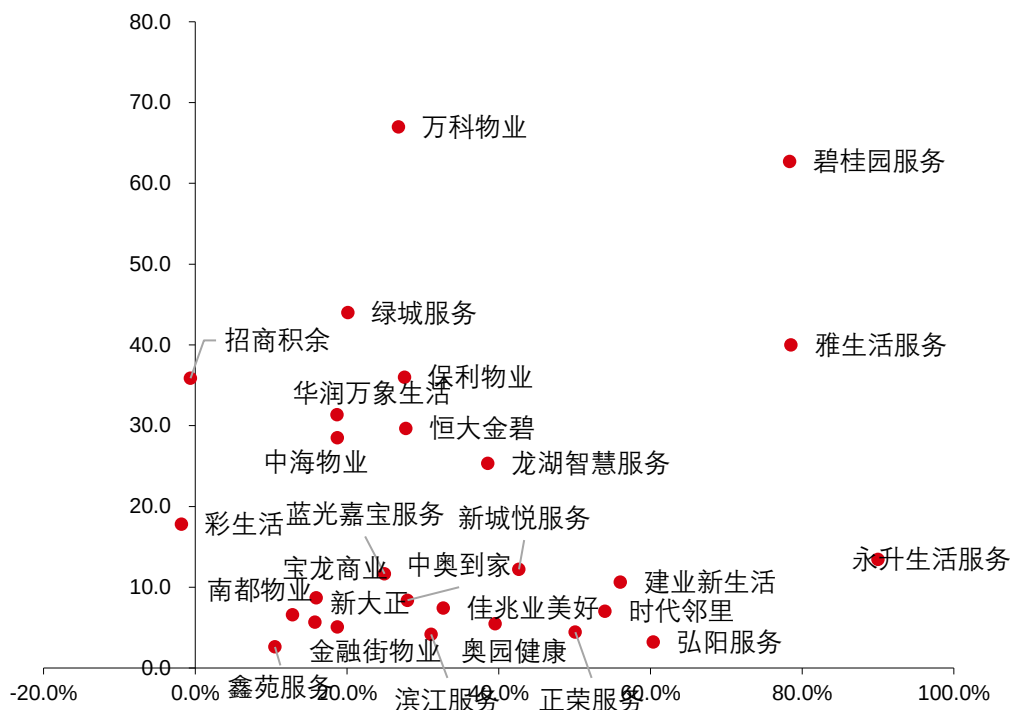
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

并购市场的火热也带来另外一种问题，即小物业管理公司的并购价值使得第三方拓展的产业逻辑生变。现在，如果小开发企业成立物业管理公司，未来再将物业管理公司转卖，其获得的利益可能已经高于委托第三方物业管理公司所带来楼盘加速销售的利益。

除非物业管理行业的并购热潮停止（目前看不会），否则企业的第三方拓盘可能出现如下变化。1、缺乏关联方支持的独立物业管理公司，分品牌影响力高低，先后面临转型压力。目前阶段可能是中奥到家、长城物业等公司，长此以往绿城服务也可能面临拓盘转型压力。2、物业管理公司可以改变拓盘思路，例如和小开发企业战略合作，甚至成立合资公司，力促小开发企业未来可以分享物业管理行业成长的红利，将拓盘关键时间点前移，将机会主义的单项目拓盘转为规模化拓盘。3、物管品牌的重要性仍然显著，并购热潮带来的小公司不让渡物业管理权给品质公司，只会使得品质公司进场期后移。优秀的龙头物业管理企业可以透过说服业委会拓存量盘。我们预计，3-5 年内，部分优秀公司的主流拓盘模式可能转为存量拓盘。

总而言之，企业内生和外延共同发力，使得行业克服疫情的冲击，营业收入持续稳步增长。

图 12：行业重点公司 2020 年上半年营业收入（纵轴）及增速（横轴）单位：亿元



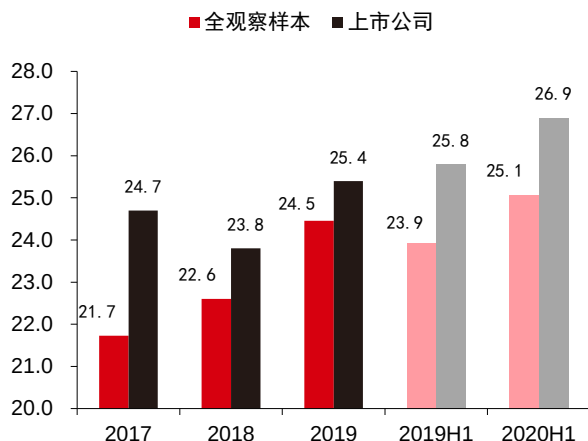
资料来源：各公司公告，中信证券研究部注：招商积余存在包干制转酬金制影响，收入增长很低，但是从利润端反应的增长在 35%~46% 增长，万科等未丧失公司是母公司报表中一部分，存在低估

论盈利：盈利能力提高的实与虚

样本公司盈利能力稳步提高，2020 年上半年 27 家全样本公司毛利率达到 25.1%，创下近几年新高，2017/2018/2019/2019H1 年分别为 21.7%、22.6%、24.5%、23.9%。其中，24 家独立上市公司的毛利率 2017/2018/2019/2019H1/2020H1 分别为 24.7%、23.8%、25.4%、25.8%、26.9%，盈利水平相对更高。

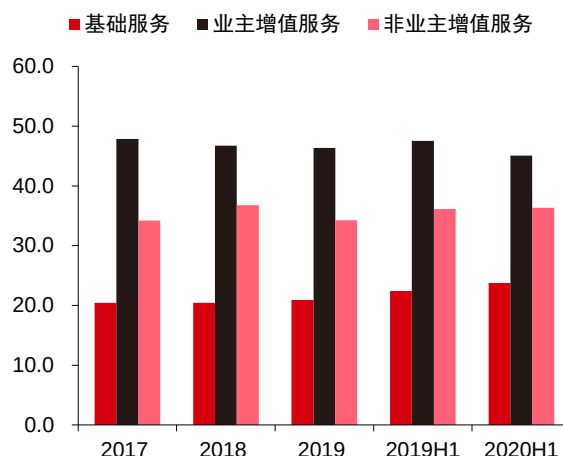
行业毛利率提升，主要原因是高毛利的增值服务收入占比增加。增值服务收入占比增加，一方面是企业深挖既有客户价值的结果，另一方面也是周期性业务繁荣，开发企业支持的结果。当然，今年上半年社保减免和财政补贴，也对于各企业的盈利能力有不同程度的影响。

图 13: 样本公司毛利率走势单位: %



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 14: 19 家披露细项的龙头公司各业态毛利率结构



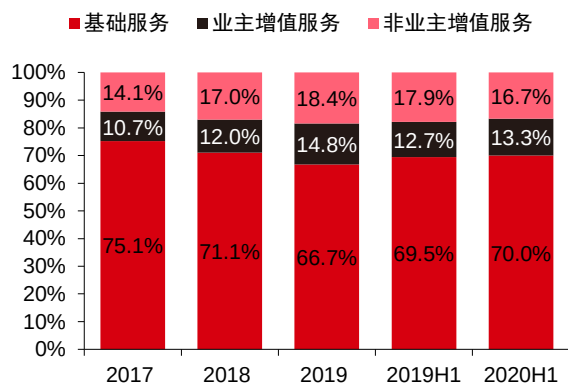
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

物业管理行业的盈利能力提升, 从总体来说是企业经营能力提升的结果, 是企业深挖用户价值、增加增值服务内容、科技赋能、管理优化、节约成本的结果, 更是企业不断挖掘用户价值, 积极开展社区增值服务的结果。

从各细分业务毛利率的变化来看, 基础服务毛利率随着管理的精细化, 有比较缓慢的提升。非业主增值服务毛利率基本保持稳定, 而业主增值服务毛利率持续下降, 但业主增值服务的毛利率本身比较高。

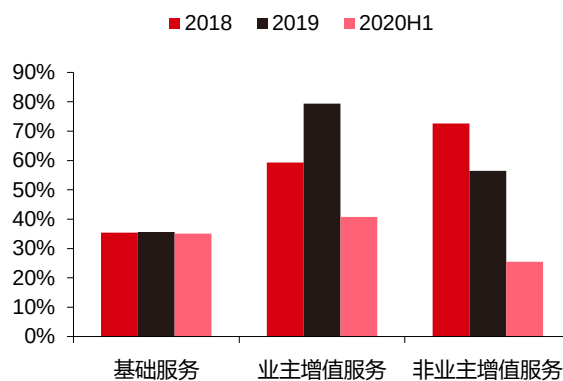
2020 年上半年, 增值服务占龙头公司的收入比重创历史新高, 达到 30.0%。这个数字在 2016 年仅为 24.9%。其中, 业主增值服务的收入占比, 从 10%左右, 上升到 13.3%。业主增值服务在 2020 年上半年的增速, 要明显快于基础服务和非业主增值服务。

图 15: 19 家上市公司各子项业务贡献营业收入构成



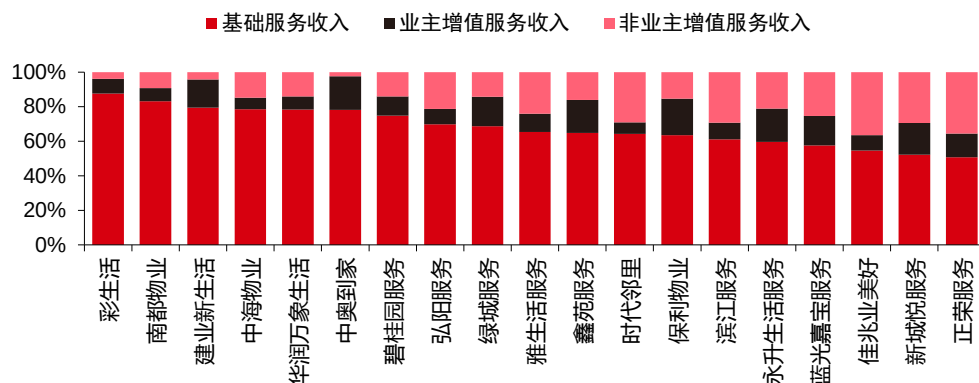
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 16: 19 家上市公司各子项业务增速



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 17：19 家上市公司的营业收入构成



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

具体来看，基础服务毛利率保持稳定，未来可能小幅上升。科技系统会逐渐提升单位面积的运营效率，减少单位面积的员工配置，而单位员工的薪资水平近几年也上升不快（因为各地最低工资标准上调速度比较慢）。这都是物管公司基础服务毛利率稳步上升的基础。但小区设备存在老化，存量项目的设施维修保养支出面临扩大，单盘盈利模型长期跑通的项目估计不到一半。而且行业的服务供给并不是过度，而是水平不够高。这种情况下，我们认为基础服务毛利率虽有可能小幅上升，但上升空间不大。

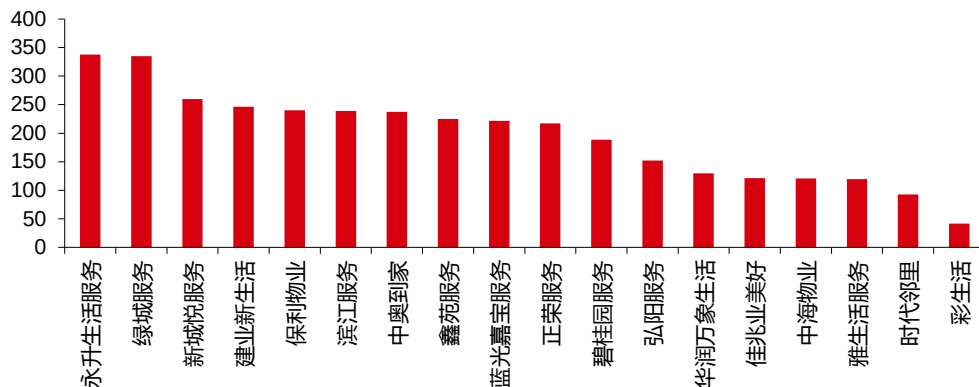
表 8：2020 年 19 家上市公司各项服务收入及毛利率对比

行标签	基础服务收入	基础服务毛利率	业主增值服务收入	业主增值服务毛利率	非业主增值服务收入	非业主毛利率
碧桂园服务	3999.4	38.1	602.6	65.9	746.2	46.3
绿城服务	3021.1	14.3	757.2	32.0	621.9	37.0
雅生活服务	2619.6	21.9	422.7	55.0	959.3	48.9
保利物业	2285.9	17.0	761.1	30.2	553.9	20.7
中海物业	2230.0	16.2	190.2	33.8	421.0	20.1
彩生活	1559.7	26.8	151.9	94.4	67.3	59.9
华润万象生活	1317.1	10.9	126.5	33.2	237.2	20.9
建业新生活	843.8	31.7	172.8	40.1	44.6	69.8
永升生活服务	801.4	24.8	260.8	53.8	282.7	25.8
蓝光嘉宝服务	672.5	28.6	199.1	32.8	294.5	50.8
中奥到家	617.1	28.6	154.6	27.6	17.9	11.9
南都物业	546.3	20.0	49.5	67.4	60.3	11.9
新城悦服务	529.8	32.0	185.1	42.7	298.3	28.3
时代邻里	424.6	26.3	44.7	55.5	191.6	28.3
佳兆业美好	364.8	31.1	59.3	49.8	243.9	34.2
滨江服务	254.5	22.0	40.1	52.5	121.4	49.2
弘阳服务	225.8	25.3	28.4	46.8	69.0	21.1
正荣服务	225.4	24.7	60.4	69.0	157.8	36.8
鑫苑服务	169.0	28.2	49.8	65.9	42.0	55.0

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

社区增值服务则是目前增速最快、毛利率最高的业务。我们认为社区增值服务在收入结构中占比持续提升，是未来物业管理行业盈利持续提升的重点。物业管理行业不会停留在依靠物业管理费壮大利润表的阶段，未来重要的业绩增长点深挖业主消费潜力，提升 ARPU 值。

图 18：2020 年上半年上市公司业主增值服务 ARPU 值估算，即单位家庭所创造的营业收入，单位：元



资料来源：各公司公告，中信证券研究部估算（假设家庭户均居住面积为 100 平，我们在此呼吁各大公司披露服务业主户数）

我们以 100 平方米为一户作为假设基准，业主增值服务目前增速较快，但是平均 ARPU 值仍低，单位家庭创造营业收入相对物业费仍相对较低。2020 年上半年，业主增值服务 ARPU 值仅为 181.3 元/户，而以 2 元/平·月的普通小区计算，单户半年度的物业费为 1200 元，深挖业主潜力仍有明显空间。当然，业主增值服务的总收入不等于物业管理公司业主增值服务的 GTV，部分项目增值服务 GTV 已经接近甚至达到物业管理费的水平，物业管理公司常常扮演推介角色，在利润表只计入佣金收入。

业主增值服务本身毛利率略有下降，可能和业主增值服务的结构变动有关。例如，各大物业管理公司大力发展美居业务，中国新房市场的硬装交付习惯，可能逐渐向硬装交付，软装选配转变。家居家电的采购可能从 C 端走向 B 端。但目前阶段，美居业务的利润率不高。

图 19：上市公司业主平均增值服务 ARPU 值走势

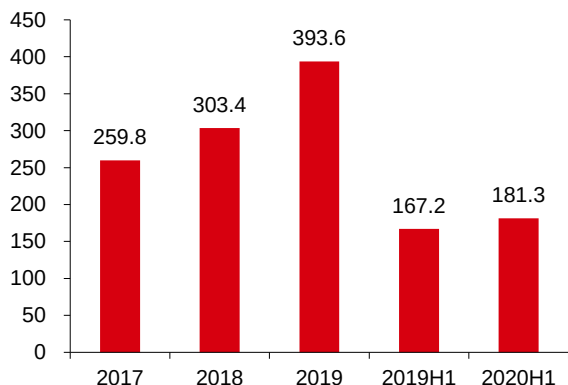
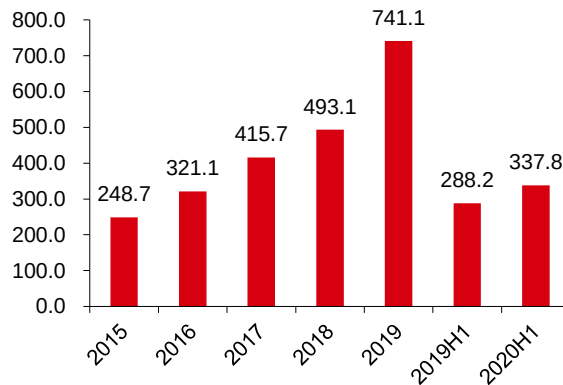


图 20：永升生活服务业主增值服务 ARPU 值



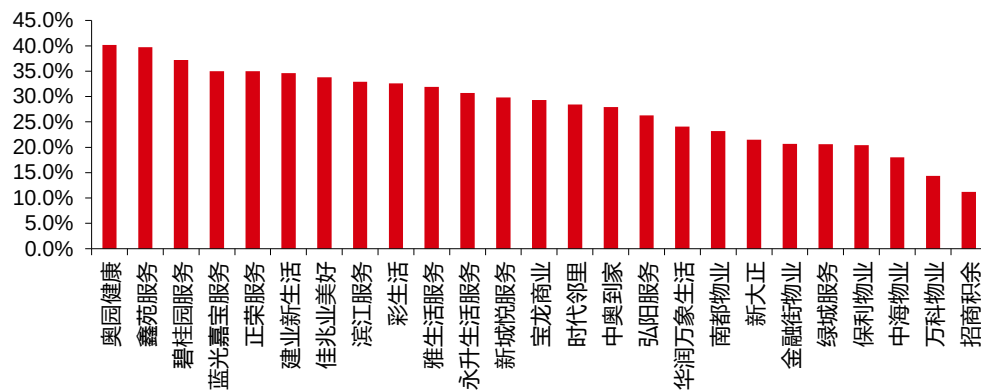
资料来源：各公司公告，中信证券研究部估算

资料来源：公司公告，中信证券研究部

企业之间毛利率差距仍然很大。非上市物业管理公司的毛利率仍普遍低于上市物业管理公司，这说明非上市公司的定位仍不够独立，尚处于开发企业成本中心和售后中心。独立品牌的物业管理公司毛利率普遍低于有关联开发企业的物管公司。我们认为，关联开发企业主动承担一些房修运维责任，推高了部分物业管理公司的基础服务毛利率。这种责任的分担从长期来看是合理的（因为品牌物业管理公司长期也能实现），但短期而言是物管板块和开发业务资本市场估值差越发拉大的结果。如果考虑非业主增值服务这一因素，则关联方的支持更为显著。

尽管当前市场的主流观点并不太在意毛利率的高低，但正因为我们相信存在“开发企业补贴”这一因素，故而我们认为相对低毛利率的物业管理公司值得有更高的估值。

图 21：上市物业管理公司 2020 年上半年毛利率排名单位：%

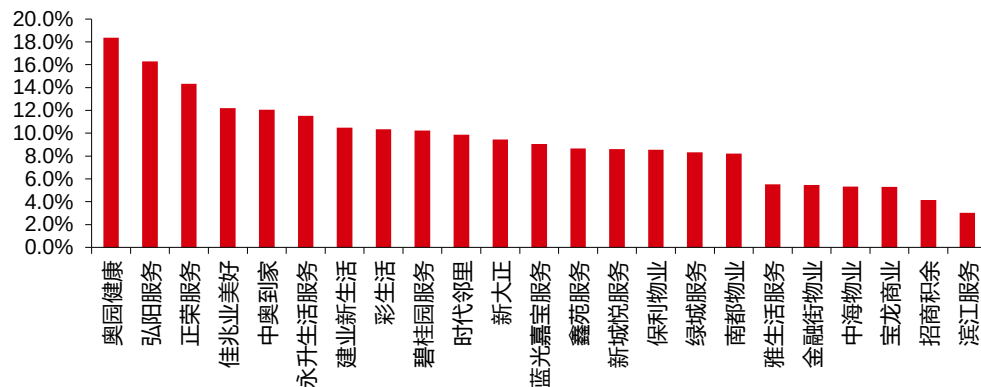


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

管理费用率小幅下降

企业在优化管理层级，做强做大基层的过程中，管理费用率也略有下降。伴随毛利率上升，管理费用率也在小幅下降，推动净利润率提升。2017/2018/2019/2020H1，样本公司平均管理费用率分别为 10.77%、10.16%、9.68%、8.37%。

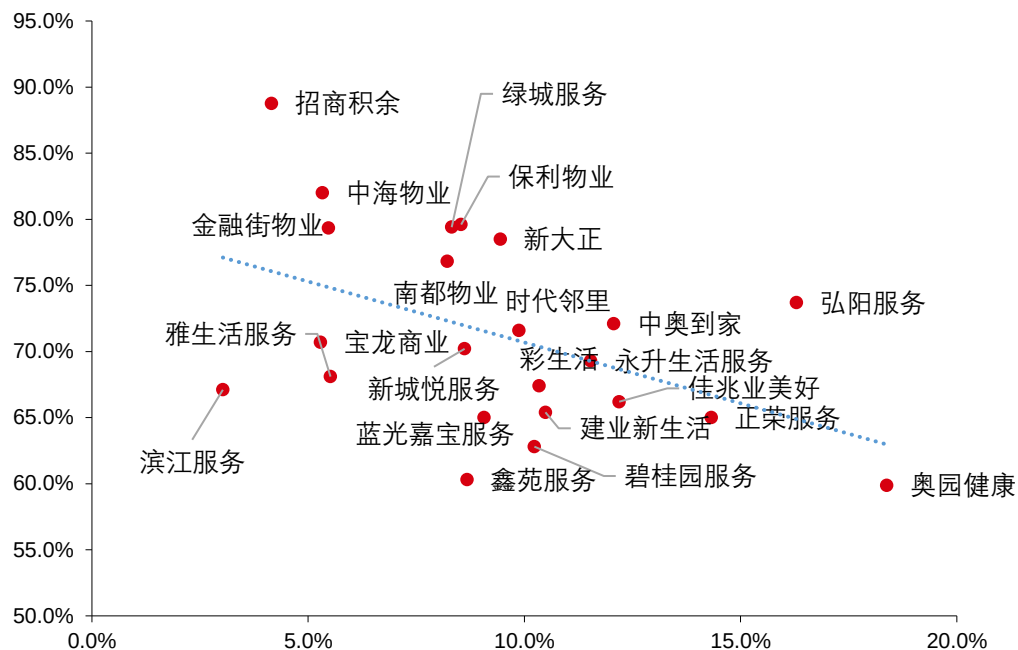
图 22：管理费用率的比较



资料来源：Wind，中信证券研究部

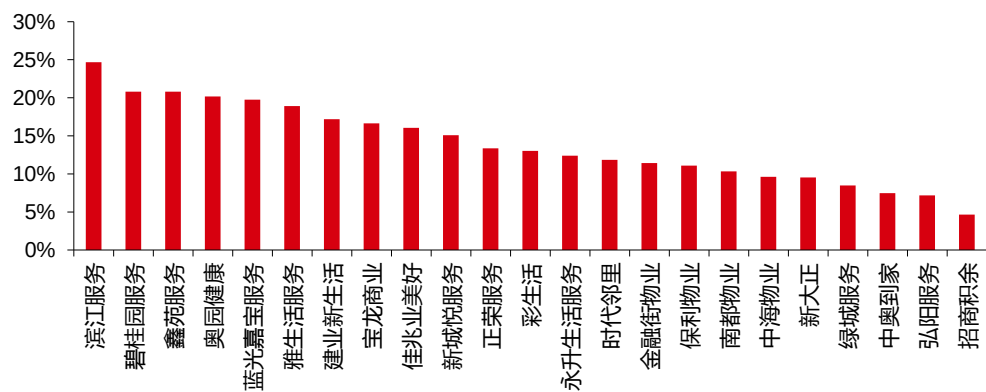
具体来看，各公司之间的管理费用率相差较大，部分毛利率很高的公司，如奥园健康毛利率高达 40.1%，管理费用率却高达 18.4%，这应是与会计确认标准有关。例如，一些员工的薪水在某些公司可能被确认为成本，在另一些公司可能被确认为管理费用。

图 23：各公司营业成本率（纵轴）与管理费用率（横轴）对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：各公司归母净利率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

总而言之，我们认为随着企业不断提升能力，扩充和调整在管组合，养成单盘普遍持续盈利是可能的。从利润表特征来看，那将意味着业主增值服务在收入的占比继续大幅提升。行业的盈利能力在未来一个阶段仍有提升空间，但幅度并不会太大。我们建议投资者，比起期待报表盈利能力的提升，不如关注企业能力的提升。

■ 论能力：满意度评价的光与影

物业管理是一个供给侧服务水平有待提升的行业。与其说物业管理行业的高估值是对企业核心竞争力的认可，倒不如说是在一条成长空间广阔的赛道中，在龙头公司市占率尚低、成长空间十分广阔背景下，资本市场给予的期许。我们认为，目前业内所有上市公司，都不具备独特且宽广的护城河，行业竞争格局尚未尘埃落定。从微观角度看，这表现为消费者对物业管理的满意度还有提升空间，付费意愿还需培养。

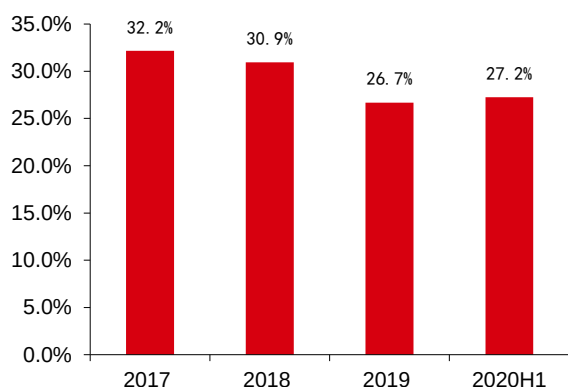
不过，行业行进在正确的轨道上。

评估每个物业管理公司的品牌价值也是一件很困难的事情。我们认为，单位周期的提价项目个数，存量楼盘接管占全部接管面积的比例，公司接管存量盘的接管前后项目提价幅度，公司参与项目投标的中标率，公司在管项目相比较周边项目房价的溢价比例，这都是可以作为企业满意度的评价标准。我们历史上也进行了大量尝试，甚至自制问卷去洞察不同品牌之间的真实差距。

在财报层面，我们建议观察应收账款的情况。

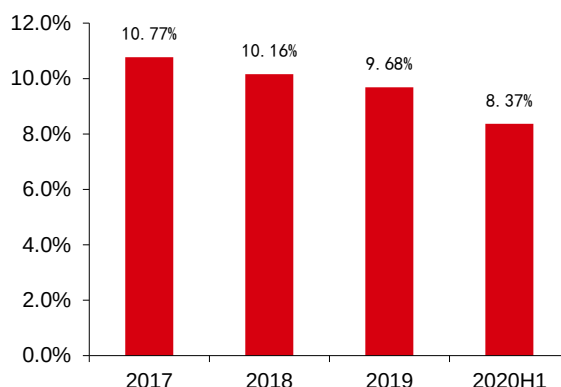
物业管理公司的应收账款主要来自于业主欠缴的物业管理费，应收账款/营业收入可以衡量当期物业费及增值服务费的欠缴情况。一般来讲，业主对于物业服务的满意度越高，拖缴、欠缴物业费的比例越低。自 2017 年，23 家上市公司的应收账款/营业收入的比例连续下降，分别为 32.2%、30.9%、26.7%、27.2%（2020H1），这暗示公司的经营能力或有明显提升。

图 25：23 家上市公司应收账款合计/营业收入稳中有降



资料来源：Wind，中信证券研究部注：假设行业上半年营收占全年的 45%，进而估算半年度的应收账款合计占营业收入比例

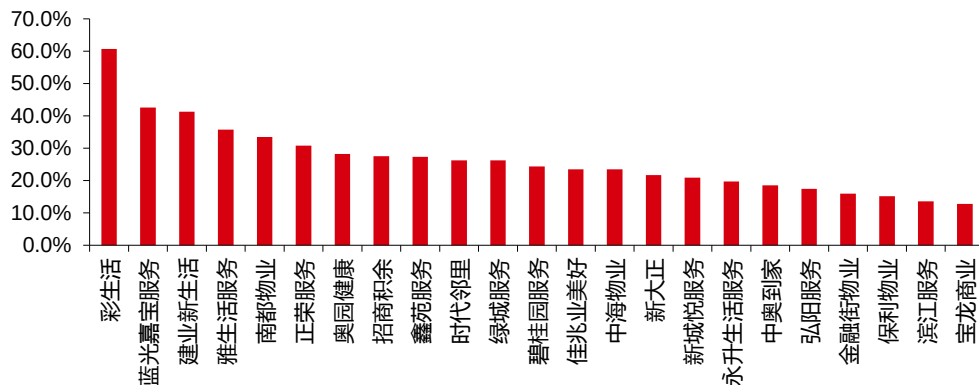
图 26：23 家上市公司管理费用率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

有些物业管理公司的应收账款规模较高，其服务满意度可能需要慎重观察。当然，只用一个财务指标去分析满意度并不完全合理，但我们建议投资者不妨视应收账款相对规模为重要的参考指标。

图 27：2020 年上半年，各公司应收账款合计/营业收入的比率



资料来源：Wind，中信证券研究部

风险提示

并购市场估值过高，企业很难有效配置资金的风险。

部分企业在拓赛道和发展增值服务的过程中经验不足，阶段性“交学费”的风险。

把握估值结构分化和竞争实力分化的错配机遇

我们认为，物业管理行业赛道广阔，企业不断增加基础业态细分领域经营范围，承接关联方项目，拓展第三方资源，积极看待并购机遇，营收持续稳定成长。样本企业依托科技赋能和管理优化，稳步小幅提升基础服务盈利，不断深挖业主潜力，优化增值服务组合，提升综合毛利率。整体来看，物业管理行业整体的成长性和稳定性值得投资者信任。

我们并不认为现阶段物业管理公司最重要的使命是创造利润——相比之下，构建一套真正能够提升效率的科技系统、最大限度解决业主的问题、避免小概率恶性事件的发生、规范物业管理员工的操作流程、清晰定义每个员工的职责、提升工作效率，这可能都比一时的盈利更加重要。

当然，盈利是好事，高盈利增速主要是优秀物业管理企业努力的结果。但我们建议，在这个竞争格局未定的行业，长期价值投资者既需要关注盈利增速，也需要关注盈利增速之外的指标，例如增值服务的收入占比、应收款的规模、项目提价的可能性、科技团队的打造和投入规模等。

我们看好物业管理板块，推荐绿城服务、保利物业、招商积余、永升生活服务、新大正和碧桂园服务。

表 9：重点公司盈利预测与估值表

公司名称	评级	股价	EPS (元)				PE			
		(元)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
绿城服务	买入	8.84	0.15	0.23	0.31	0.39	58.9	38.4	28.5	22.7
招商积余	买入	28.61	0.27	0.61	0.84	1.10	106.0	46.9	34.1	26.0
保利物业	买入	58.96	0.92	1.45	2.11	3.02	64.1	40.7	27.9	19.5
中海物业	买入	6.85	0.16	0.22	0.30	0.41	42.8	31.1	22.8	16.7
新大正	买入	58.88	0.97	1.19	1.62	2.20	60.7	49.5	36.3	26.8
永升生活服务	买入	14.89	0.13	0.24	0.36	0.53	111.1	63.0	41.0	28.3
新城悦服务	买入	20.66	0.34	0.48	0.71	0.99	60.8	43.0	29.1	20.9
碧桂园服务	买入	48.11	0.61	0.89	1.22	1.61	78.9	54.1	39.4	29.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测注：股价为 2020 年 9 月 3 日收盘价，除中海物业外，港币已换算为人民币

■ 相关研究

房地产行业 2020 年中报总评--去杠杆的全产业链影响	(2020-09-02)
房地产行业 2020 年 8 月销售数据点评--热销不是狂欢，监管不是打压	(2020-09-02)
房地产行业重大事项点评—房地产金融审慎管理顺应行业内生需求	(2020-08-23)
房地产经纪行业系列专题之三—物管 or 经纪？跨界竞争，谁主沉浮	(2020-08-14)
房地产行业深度专题报告--地产开发和产业链会继续冰火两重天吗？	(2020-08-12)
基础设施与房地产行业重大事项点评—好规则匹配好产品，新工具料将盘活大周期	(2020-08-04)
房地产行业 7 月销售数据点评--推货大幅上升可能伴随销售增速小幅下行	(2020-08-03)
房地产经纪行业专题报告之一：水大鱼大，期待混业品牌龙头崛起	(2020-07-27)
房地产行业专题研究—限价起落的产业链影响	(2020-07-24)
房地产行业专题：顺租赁住房之势，“人行版”REITs 步入正轨	(2020-07-10)
房地产行业跟踪报告--今夕何夕？地产处于什么历史位置？	(2020-07-08)
物业管理行业深度报告—要担心股票供给高峰吗？	(2020-07-04)
房地产行业深度报告—行稳致远，一专多能	(2020-07-02)
房地产行业专题报告—区域分化取代能级分化，开发记录超越拿地能力	(2020-07-01)
物业管理行业专题研究报告—城市服务灵魂三问	(2020-06-25)
房地产行业重大事项点评--公积金继续发挥积极作用	(2020-06-25)
物业管理行业专题报告—走出误区，寻找合适的非住宅物管研究指标	(2020-06-17)
房地产行业 2020 年 5 月运行数据点评—双向波动风险增大，唯能力可穿越周期	(2020-06-16)
中信证券 REITs 专题研究—REITs 观点交流，基础设施 REITs 破冰	(2020-06-15)
REITs 专题研究报告--坚持基础设施本位是 REITs 的生命线	(2020-06-15)
基础设施与房地产产业 2020 年下半年投资策略—REITs 破冰，平台降世（PPT）	(2020-06-10)
物业管理行业专题研究报告--走向品牌联盟时代	(2020-06-09)
房地产行业政策专题研究之三--户籍制度改革对地产市场影响	(2020-06-01)
房地产行业 2020 年 5 月销售数据点评--销售持续恢复	(2020-06-01)
物业管理行业专题研究报告--探究物管龙头的潜能营收和达产目标	(2020-05-25)
房地产行业政策专题研究之二—城乡统一建设用地市场的具体内涵	(2020-05-25)
房地产行业专题研究报告—地产龙头长期投资逻辑：迎接平台化	(2020-05-24)
房地产行业政策专题研究之一—公积金制度会怎么改？	(2020-05-22)
物业管理行业专题研究报告—维修资金统一会计核算，可持续运维迈出关键一步	(2020-05-10)
房地产行业 2019 年年报总评—理性的实干者	(2020-05-07)
基础设施与房地产产业专题研究报告——REITs 来了：聚焦运营价值，拉动增量投资	(2020-05-04)
物业管理行业 2019 年年报总评—成长再加速，能力更巩固	(2020-05-04)

物业管理行业专题研究报告—物管公司可能透过外延扩张走向不动产管理服务市场	(2020-04-30)
房地产行业专题研究报告—劲松模式商业思考	(2020-04-30)
基础设施与房地产行业专题研究报告--老旧小区改造带来什么需求?	(2020-04-28)
房地产行业专题研究报告--居民负债的结构性问题, 存量时代的结构性机遇	(2020-04-26)
物业管理行业专题研究报告—探究物管龙头的长期天花板	(2020-04-20)
物业管理行业跟踪—来自未来的回望并购大年和政策东风	(2020-04-07)
中信证券地产行业研究—疫情直接冲击基本结束, 估值优势明显	(2020-04-07)
房地产行业 3 月房企销售数据点评—销售明显恢复, 产业资本入场	(2020-04-01)
房地产行业 3 月月报--疫情直接冲击基本结束	(2020-03-30)
物业管理行业重大事项点评—市场化方向明确, 政策支持参与老旧小区改造	(2020-03-30)
物业管理行业专题研究报告—问卷调查消费者评价	(2020-03-24)
房地产行业专题报告—宏观不确定性如何影响购房需求?	(2020-03-20)
房地产行业重大事项点评—部分境外高收益地产债的投资窗口	(2020-03-19)
房地产行业 2020 年 1-2 月数据点评--基本面探底, 产业链有望在二季度稳住	(2020-03-17)
物业管理新起点—政策、科技和管理	(2020-03-17)
房地产行业专题报告—以史为鉴: 海外冲击和地产政策	(2020-03-14)
物业管理行业专题研究报告—大考之后: 非住宅品牌规模弹性, 住宅单盘盈利跑通	(2020-03-11)

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。

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

其他声明

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”。

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 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.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；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：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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 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载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 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。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告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，且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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

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。

一般性声明

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。

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所包含的材料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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2020 版权所有。保留一切权利。