

中信证券研究部



陈聪
首席基地产业分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



李金哲
地产分析师
S1010520090001

核心观点

物业管理行业专业能力不足，效率偏低，可能成为迫在眉睫的挑战。我们相信，优秀的企业将致力于引入算法，预测和识别需求，指引基层工作，提高基层员工工资收入，培育产业链专业化能力，扩张服务覆盖面。在板块估值结构分化浪潮中，我们相信规模化和差异化的优质企业将获得投资者持续青睐。

物业管理的本质是识别特定空间人和房的共同服务需求，对大量机器和人员所付出的劳动进行有效整合。人工成本占物业管理公司成本近 60%。和其它劳动密集型行业一样，如何在“四保一服”的日常工作中识别客户需求，专业高效配置人员，是物业管理公司成功的关键。

中国的物业管理行业何以成长？我国物业管理行业是在住房供给商品化浪潮中，凭借围合式小区形态，基于大量公共服务预算不足的现实，在三十年实践中发展起来的。我国物业管理公司，在业务广度要显著好于境外同行。但优秀物业管理公司的品牌常常不来自于具体的某项服务，而来自于历史上好产品的营建，并经常和开发企业共享同一品牌标识。优秀物业管理公司能力有历史积累，擅长整合各类服务和沟通甲方。

效率较低可能成为行业迫在眉睫的挑战。物业管理公司普遍缺乏算法，无法有效预测需求，甚至不能及时响应需求——这就造成行业一直面临员工效率低，工资低，服务水平低的困扰。低效率，加上好品牌依赖于好产品的特殊历史渊源，实际上造成社区服务差异度低，长期被替换风险大。来自第三方的在管面积比例上升，进一步加剧了物管公司服务素质可能下降的风险。

服务高效化、专业化可能成为优秀公司战略选择。主张人员复用本身可能源自员工效率过低，但解决低效的办法不可能是多业务人员复用，而只能是凭借科技系统进一步优化人员配置。将小区的公共区域用益直接变现成为物业管理公司佣金，可能面临越来越大的法律和道德挑战。无论从人员还是空间角度看，优秀的物业管理公司可能都会加大产业链上专业能力的投入，增强专业化水平。

风险提示：一些物业管理公司缺乏护城河，长期而言可能遭遇空心化危机。

估值或进一步分化，品质龙头成长可期。短期市场股票供给增加，我们认为唯有规模化及差异化的优质企业方能持续赢得投资者青睐。我们认为，差异化和规模化，将主要来源于科技系统推动效率提高，产业链孵化（并购）带来专业团队培养。我们坚定看好物业管理行业优质企业持续成长，最看好在科技提效和能力培育方面业内领先的万科物业和龙湖智慧服务（当然也是我们推荐万科 A 和龙湖集团的重要理由），在现有物业管理上市公司中，我们推荐绿城服务、招商积余、保利物业、永升生活服务、碧桂园服务和新大正。

物业管理行业

评级 **强于大市（维持）**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
绿城服务	买入	8.52	0.15	0.22	0.29	0.40	56.8	38.7	29.4	21.3
招商积余	买入	27.01	0.27	0.61	0.84	1.10	100.0	44.3	32.2	24.6
保利物业	买入	54.71	0.92	1.45	2.11	3.02	59.5	37.7	25.9	18.1
中海物业	买入	6.38	0.16	0.22	0.30	0.41	39.9	29.0	21.3	15.6
新大正	买入	57.99	0.97	1.19	1.62	2.20	59.8	48.7	35.8	26.4
永升生活服务	买入	13.82	0.13	0.24	0.36	0.53	103.1	58.4	38.0	26.2
新城悦服务	买入	16.72	0.34	0.48	0.71	0.99	49.2	34.8	23.5	16.9
碧桂园服务	买入	46.46	0.61	0.89	1.22	1.61	76.2	52.2	38.1	28.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：收盘价为 2020 年 10 月 12 日收盘价，除中海物业外港币已换算为人民币

目录

物业的本质：面向人和房，密集劳动的整合者	1
物业管理公司为何存在?	3
明显的短板——物业管理公司的效率	6
没有算法支撑的服务体系	6
缺乏差异的服务	8
重视社区和基层，不等于无条件支持物业管理公司	9
服务专业化可能成为优秀公司共同选择	10
人员复用真的有效吗?	10
继续地上捡钱真的可能吗?	11
增值服务和基础服务边界在哪里?	12
估值或继续分化，但品质龙头成长可期	14
短期的问题：股票供给增加	14
真正的问题：提高效率和差异化产品打造	14
估值可能继续分化，看好优质公司的持续成长	15
风险提示	17

插图目录

图 1: 2018 年百强企业成本构成	2
图 2: 我国社会服务业平均工资及同比增速	2
图 3: 中美物业增值服务发展思路差异	4
图 4: 龙湖智慧服务管理的 15 年楼龄龙湖·水晶骊城	5
图 5: 绿城服务品牌已与小区生活质量相关联	5
图 6: 美团点评的“超脑”系统	7
图 7: 便利蜂的自助收银系统	7
图 8: 劳动密集型产业岗位平均月薪比较 单位: 元/月	7
图 9: 23 家上市公司应收账款合计/营业收入稳中有降	8
图 10: 23 家上市公司管理费用率走势	8
图 11: 部分龙头公司来自第三方的收入占比	9
图 12: 益中巨泰的专业化服务种类	13
图 13: 物业管理的形成源于多业权、多租户情形下公共空间的运维管理责任	13
图 14: 人脸识别门禁系统	14
图 15: 物业智慧中心	14
图 16: 美团点评历年交易用户与营业收入构成	17
图 17: 物业管理龙头公司和美团点评的营业收入与用户比较	17

表格目录

表 1: 住宅物业管理的基础服务: 四保一服	1
表 2: 各大公司总开支中员工成本比例	2
表 3: 各企业 2019 年营业收入与归母净利润及人均效能	2
表 4: 各公司历年在管面积与人均在管面积	3
表 5: 2019 年下半年统计, 不同城市不同类型物业费 (元/平米/月) 档位占比: 按户数	4
表 6: 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 7: 物业管理公司环卫领域收购、合作案例	9
表 8: 各地支持物业管理行业的补贴政策 (部分)	9
表 9: 绿城服务业主增值服务一览	11
表 10: 北京市物业管理条例对公共部位收费的规定—— (进一步明确收入属于业主)	11
表 11: 物业管理公司横向收购案例	12
表 12: 即将登陆资本市场的物业管理公司	14
表 13: 物业管理公司 PE 估值的历史变化 (小公司 vs 大公司)	15
表 14: 重点公司盈利预测与估值表	17

我们认为，物业管理行业面临效率提升，竞争力夯实重大机遇，却也面临门外的强劲对手的挑战，和业务空心化的巨大风险。行业中龙头企业的竞争对手根本并非彼此，庞大的市场空间等待企业去填补，人民群众对社区生活服务的广阔需求等待企业去行动。如果企业不去行动，没有从根本上提高效率，增强满意度，重塑社区服务的办法，则将会有其他的垂直服务提供者“有效拆解”社区服务，而物业管理行业只会停留在少部分“房屋运维”职能，而将庞大的“对人的服务”拱手让给强大的、非物业管理行业出身的社区服务提供者。

物业管理行业的估值体现的是庞大的需求，是一些优质企业成长的万千可能性，但并不是企业的护城河，不是企业的既有效率和能力。如果企业能够重塑中国社区服务的生态，在资金和品牌加持的过程中补上效率短板，提高服务水平，则目前的估值可以说严重低估。但如果企业满足于简单扩大再生产，以为物业管理行业本身具备宽广护城河，则可能连基础服务部分都会遭遇颠覆，其高估值就完全没有合理性。

行业面临短期股票供给扩容，但这也是投资者进一步考察企业，适应分化新常态，寻求规模化、高效率、有壁垒的优质物业管理公司的好时机。

■ 物业的本质：面向人和房，密集劳动的整合者

物业管理是同时针对人和房的服务，一方面追求业主满意，一方面保证房屋得到必要养护。物业管理的基础服务，通常是纳入物业管理服务合同的基本条款，包括保安、保洁、保修、保绿等内容。物业管理是劳动密集型行业，企业招聘大量员工，将这些员工配置到不同的岗位（大堂管家、保安员、工程部等）。

表 1：住宅物业管理的基础服务：四保一服

服务类型	服务内容
保安	公共区域秩序维护。1、全面负责小区内安全管理工作，每天定期对小区现场进行巡视，发现问题解决问题；2、负责日常防盗、防火、预防交通事故的组织与实施；3、定期夜查并详细记录；4、负责突发事件的组织指挥，结合实际情况和季节特性等进行演练并详细记录；5、负责本区域内消防工作，发生火情及时组织、报警、疏散人员、灭火、救伤员和维护小区秩序；6、交通疏导，车辆有序停放引导。
保洁	公共区域清洁卫生。1、保洁岗前培训，2、楼内保洁每日清洁，3、公共区域的保洁每日清洁，4、边沟、水池等定期清洁，5、生活垃圾每天不低于四次清理。
保绿	绿化养护。1、针对各区域特点，合理制订清洁、绿化养护、消杀工作计划，计划制订完整、及时、合理。2、定期巡检小区，检查树木花草的养护、浇水、施肥杀虫、修剪和清理枯枝叶、除杂草的工作情况。
保修	共用部位、共用设施设备日常运行、保养、维修。1、负责服务区域内的房屋本体及公用设施（如道路等）系统、各类设备系统台账建立和维护，并制定年度、月度养护计划及费用预算。2、负责确定公共设施设备巡检要求，明确设施设备责任人；定期对设备系统进行巡查；发现并消除故障隐患，保证公共设施设备正常运行。3、对公共设施设备的故障排除和事故处理，提高处理故障效率，迅速排除设施设备故障，确保公共设施设备的正常运行。4、负责家居维修服务。
客服	综合管理。1、前台接待服务、报修；2、档案管理、台账管理；3、负责处理突发事件、业户投诉及走访等工作，并对业户投诉跟踪、回访、收集汇总；4、拟定社区文化年度工作计划，并组织实施及做好相关的活动记录，与业主建立良好的工作关系；5、负责物业管理相关费用的收缴工作。

资料来源：中信证券研究部整理

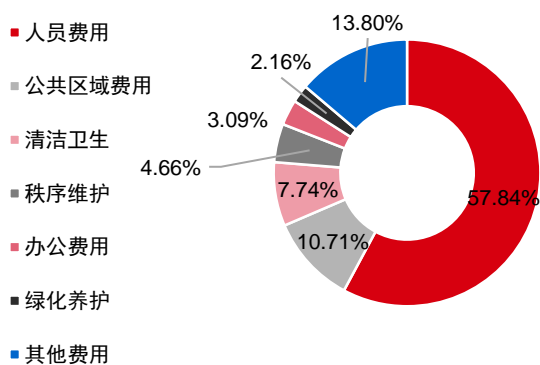
人工成本一般占据物业管理公司绝大多数成本，在样本公司中直接的员工成本根据外包比例不同约在 30%-70%之间，而加上外包成本，直接计算广义人工成本在样本公司中均占据 80%以上比例。但实际上由于分包成本中亦包含原材料和设备费用，80%有偏高，而据中国指数研究院统计，2018 年百强物业管理企业人员费用占比为 57.84%。总体来说，人工成本在物业管理成本中应占据绝大部分比例。

表 2：各大公司总开支中员工成本比例

科目	保利物业	新城悦服务	碧桂园服务	永升生活服务	恒大物业	融创服务	金科智慧服务	世茂服务
员工成本	55.60%	32.80%	66.30%	56.00%	67.40%	45.60%	54.79%	51.36%
分包成本	24.40%	47.70%	15.20%	28.50%	14.20%	40.70%	29.56%	27.76%
广义人工成本	80.00%	80.50%	81.50%	84.50%	81.60%	86.30%	84.35%	79.12%
公共区域设施成本	9.30%	5.50%	11.70%	6.30%	7.10%	-	2.59%	6.56%
原材料成本	2.20%	9.30%	3.90%	2.90%	-	-	1.09%	-
折旧及摊销	0.60%	0.40%	0.70%	-	-	-	0.03%	0.71%
税及附加费	0.60%	1.10%	0.90%	0.80%	-	-	0.68%	0.72%
其他成本	7.30%	3.20%	1.30%	5.50%	10.00%	13.70%	11.26%	12.89%

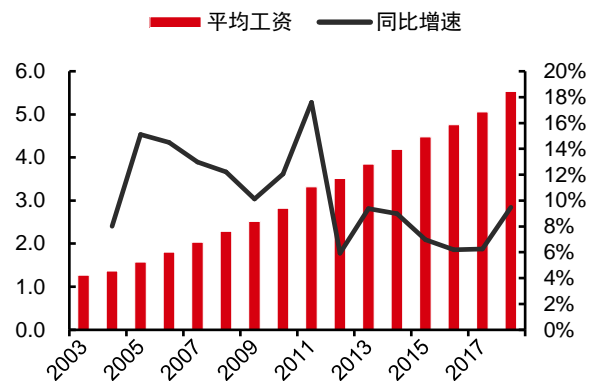
资料来源：各公司招股说明书，中信证券研究部。注：因成本明细仅在招股说明书中披露，恒大物业、融创服务、金科智慧服务、世茂服务为 2019 年数据，保利物业为 2018 年数据，新城悦服务、碧桂园服务、永升生活服务数据为 2017 年

图 1：2018 年百强企业成本构成



资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部。

图 2：我国社会服务业平均工资及同比增速（左轴：万元/年）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部。

表 3：各企业 2019 年营业收入与归母净利润及人均效能 单位：亿元，人，万元/人

企业名称	营业收入	归母净利润	员工数量	人均创收	人均创利
万科物业	127.00		100575	12.6	
碧桂园服务	96.45	16.71	54085	17.8	3.1
绿城服务	85.82	4.77	29152	29.4	1.6
招商积余	60.78	3.92	39242	15.5	1.0
保利物业	59.67	4.91	38774	15.4	1.3
中海物业	54.66	4.82	41244	13.3	1.2
雅生活服务	51.27	12.31	28771	17.8	4.3
彩生活	38.45	4.99	53060	7.2	0.9
融创服务	28.27	2.70	19740	14.3	1.4
世茂服务	24.89	3.85	11149	22.3	3.4

企业名称	营业收入	归母净利润	员工数量	人均创收	人均创利
金科智慧服务	23.28	3.66	10479	22.2	3.5
蓝光嘉宝服务	21.00	4.30	11494	18.3	3.7
建业新生活	17.54	2.34	4213	41.6	5.6
宝龙商业	16.21	1.79	5019	32.3	3.6
中奥到家	15.19	1.09	9065	16.8	1.2
佳兆业美好	12.62	1.64	8137	15.5	2.0
万荣家	12.51	1.10	8164	15.3	1.4
南都物业	12.30	1.14	8488	14.5	1.3
金融街物业	9.97	1.05	4048	24.6	2.6
奥园健康	9.01	1.62	4548	19.8	3.6
正荣服务	7.16	1.05	4496	15.9	2.3
滨江服务	7.02	1.15	4033	17.4	2.8
鑫苑服务	5.34	0.83	1343	39.8	6.2
弘阳服务	5.03	0.59	3628	13.9	1.6

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：由于员工数量口径不一且外包比例不同，故而人均效能存在较大差别

表 4：各公司历年在管面积与人均在管面积 单位：百万平方米，人，平方米/人

公司名称	2017 年			2018 年			2019 年		
	在管面积	员工数量	人均在管	在管面积	员工数量	人均在管	在管面积	员工数量	人均在管
保利物业	106.18	26204	4052	190.52	33490	5689	287.00	38774	7402
碧桂园服务	122.76	23961	5123	181.50	33609	5400	276.10	54085	5105
滨江服务	8.60	3199	2690	11.63	3776	3081	14.40	4033	3571
佳兆业美好	24.01	4600	5219	26.90	5000	5380	46.21	8137	5679
绿城服务	137.80	20639	6677	170.40	24975	6823	212.40	29152	7286
南都物业	38.85	6276	6190	55.43	7515	7375	60.61	8488	7140
雅生活服务	78.34	12192	6426	138.12	18859	7324	234.00	28771	8133
中海物业	128.30	30014	4275	140.90	36115	3901	151.40	41244	3671

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：由于员工数量口径不一且外包比例不同，故而人均效能存在较大差别，仅供纵向比较

在物业管理行业登陆资本市场的这几年，行业出现专业化的特征。这一方面表现为企业的人数增长跟不上在管面积的增长，大量的专业工作被外包；另一方面表现为企业的品牌形象并不依赖于具体的某项服务，物业管理品牌作为社区服务的整合者被消费者所认同。绝大多数消费者无需辨别某项服务是否外包，且外包也一般不影响服务的品质。

■ 物业管理公司为何存在？

为什么从小区到写字楼，从商场到城市空间，服务需要以整合模式，由物业管理公司来提供呢？如果我们观察海外的经验，则海外的物业管理公司不仅服务内容和国内有别，且专业化的社区垂直服务提供商也确实更多。物管行业在中国更广泛的服务覆盖面和更处社区服务 C 位的事实，和我国的监管环境、品牌美誉度以及物业管理公司的核心能力有关系。

图 3：中美物业增值服务发展思路差异



资料来源：中信证券研究部制图

居住形态和监管要求

我国在 1990 年代之后经历了一波新房建设的高潮，三十年来新建的房屋已经占存量房屋的主体部分，1990 年以前建设的房屋占比很小。商品化房改之后的房屋，区别于老旧小区的一个重要特点，就是在销售时普遍指定前期物业管理服务提供方。尽管物业管理公司并非一个社区的强制存在的机构，但约定俗称的“房屋+物业管理”的捆绑，使得业主选聘物业管理公司成为主流。不断修订的《物业管理条例》也在规范物业管理公司的运作。

围合式小区的居住形态，公共服务预算不足的历史现实，使得小区业主有必要发起聘用物业管理公司维护小区公共权益。由此出发，物业管理公司也开始涉足社区生活服务。

表 5：2019 年下半年统计，不同城市不同类型物业费（元/平米/月）档位占比：按户数

行标签	无物业	0-2	2-4	>4
北京	33.11%	46.47%	16.14%	4.28%
成都	17.09%	61.26%	19.14%	2.52%
东莞	6.15%	34.28%	58.32%	1.25%
广州	24.88%	48.31%	24.33%	2.48%
杭州	24.51%	47.80%	22.26%	5.43%
合肥	22.27%	71.62%	5.07%	1.04%
济南	37.73%	51.06%	10.06%	1.15%
廊坊	13.84%	68.99%	16.89%	0.27%
南京	14.65%	77.04%	6.23%	2.08%
青岛	26.14%	57.96%	13.66%	2.24%
厦门	16.18%	56.55%	23.11%	4.17%
上海	10.85%	75.32%	10.17%	3.65%
深圳	21.29%	23.31%	47.80%	7.61%

行标签	无物业	0-2	2-4	>4
沈阳	25.58%	57.87%	14.94%	1.61%
石家庄	35.31%	60.62%	3.97%	0.11%
天津	10.53%	71.65%	15.29%	2.54%
武汉	16.07%	59.06%	23.83%	1.04%
西安	16.28%	80.79%	2.32%	0.62%
烟台	40.21%	49.76%	9.26%	0.78%
长春	23.00%	66.79%	9.80%	0.41%
长沙	13.16%	74.36%	11.81%	0.68%
郑州	20.61%	60.56%	16.44%	2.39%
中山	20.01%	46.29%	33.07%	0.63%
重庆	28.24%	51.64%	18.43%	1.69%
总计	21.17%	59.81%	16.52%	2.49%

资料来源：贝壳找房，中信证券研究部

品牌声誉的长期积累

由于绝大多数住宅小区还没有换过物业公司，消费者经常将房地产开发品牌和物业管理品牌混为一谈。中国最优秀的物业管理品牌的确也都脱胎于房地产开发企业，开发商也十分乐于消费者将开发品牌和物业管理品牌结合在一起。所以说，龙湖、绿城、金地等名声显赫的物业管理公司，其服务满意度本身和小区营建质量有关系。

这既是优势，也是风险，物业管理是一个品牌声誉不是经由服务创造的，而是经由营建创造的特殊服务业。物业管理公司去服务第三方项目时品质能否如一（实际上当服务从关联方走向第三方，服务水平是有下降趋势）？企业的服务行为是否会在长期损害（而不是优化）公司的品牌？

图 4：龙湖智慧服务管理的 15 年楼龄龙湖·水晶骊城



资料来源：公司微信公众号

图 5：绿城服务品牌已与小区生活质量相关联



资料来源：公司微信公众号

响应需求，协调统筹专业服务方的能力

物业管理公司的地位也不仅仅是历史赋予的。业主没有能力识别和反馈复杂的需求，也没有能力实时监控楼宇运维的投入需要。在精细复杂的诸多需求之中，业主方需要依赖于专业化的服务整合者，识别需求，满足需求。

城市服务是最近几年才兴起的，并不存在住宅社区服务的历史渊源，何以物业管理公司也能进入这个领域，并取得大量的订单？因为政府针对城市片区有诸多复杂多元的需求（保洁保安、车场管理、信访接待、活动组织、秩序维护等），政府固然可以通过选聘很多家专业公司来解决问题，但通过一家物业管理公司来分包则更为简便，且方便问责。

表 6：万科物业、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	城市共生效应	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

物业管理公司确实有对接诸多外包方，解决细致问题的能力。

■ 明显的短板——物业管理公司的效率

整个物业管理行业都没有太宽的护城河。以传统模式线性发展的行业，至今为止没有经历过外来力量的挑战。存量物业管理权切换的过程未必只是物业管理行业内部优胜劣汰的过程，可能也是物业管理行业迎接外部冲击的时机。由于科技的进步，这种挑战可能已经迫在眉睫。

没有算法支撑的服务体系

劳动密集型行业，从快递到外卖，从便利店到房产经纪，数据中后台的线上算法优化都极大提升了服务的效率，提高了消费者的满意度，节约了人工的投入。例如，美团的后台可以高效率分派订单，并激励外卖骑手高效完成订单。便利蜂能够用算法来节约运营成本，识别消费者需求，优化品类，高效去化库存。

图 6：美团点评的“超脑”系统



资料来源：新华网

图 7：便利蜂的自助收银系统



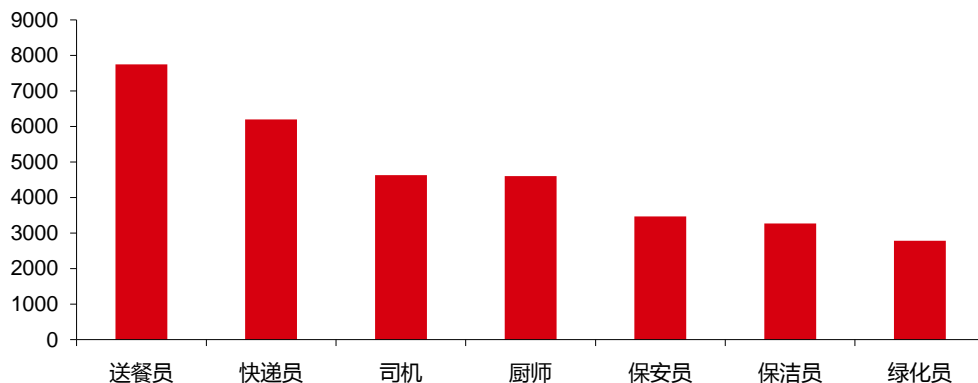
资料来源：中国经济网

至今为止，绝大多数物业管理公司的服务方式，都是“用户提出需求，公司分配任务，员工努力满足需求”。物业管理行业普遍缺乏庞大的中后台体系，缺乏技术赋能，鲜有对社区需求的预测，也没有基于这种预测的人力资源排布，更没有针对预测所开展的前瞻性业务布局。整个物业管理行业对科技的应用，还只是停留在用一些新设备，去提高服务满意度，适度替代人工的层次。但人才是物业管理公司成本中最重要的组成部分。物业管理公司的前台员工工作状态，很多时候和十年前毫无区别。

物业管理行业的效率之低，最直观的表现就是物业管理公司的员工收入较低。最近几年，物业管理公司经常抱怨无法招募优秀的员工，员工的整体素质有所下降，但实际上则是物业管理公司员工的工资，较之一些灵活就业岗位，例如快递小哥、外卖小哥、网约车司机等，都有明显的差距。物业管理行业基层岗位越来越成为“逃避忙碌生活”的职业选择。

不是年轻人的素质变差了，是整个行业由于效率低下，对年轻人的吸引力进一步下降了。

图 8：劳动密集型产业岗位平均月薪比较 单位：元/月



资料来源：五八同城，物业观察，中信证券研究部 注：保安、保洁、绿化员为 2019 年数据，其余为 2018 年数据

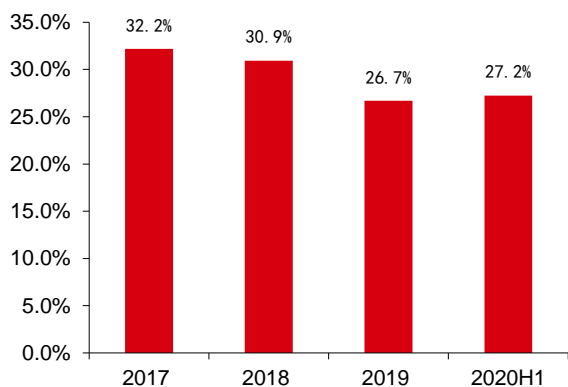
www.767stock.com

我们认为，造成这种现象的主要原因是科技投入严重不足，物业管理公司动辄为几千万元的科技投入而沾沾自喜，而在快递、外卖、网约车、餐饮甚至房产经纪等领域，龙头公司的科技系统投入以十亿量级计算。一些企业对短期业绩的过分关注，只关注来自同行的竞争，使得科技赋能成为宣传口号。我们相信，中长期而言，以科技驱动算法，以算法构建生态，以生态提高效率，以效率推动满意度的品牌策略将在根本上改变物业管理行业——中高层从业人员的专业能力将明显提升，基层从业人员的工资会提升，客户满意度将显著提升。

缺乏差异的服务

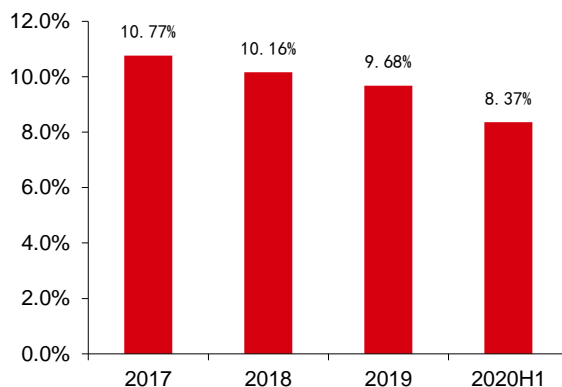
我们曾经在《物业管理行业 2020 年中报总评——内外、虚实、光影》(2020-9-4)中提到，评价消费者的满意度是很困难的。这种困难从另外一个层面，也说明不同公司之间服务差异度较低。如果今天物业管理公司的服务差异度是比较大的，或许我们根本不需要财务指标，能一下子就说出 XX 物业和其它物业管理公司之间的根本不同。

图 9：23 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

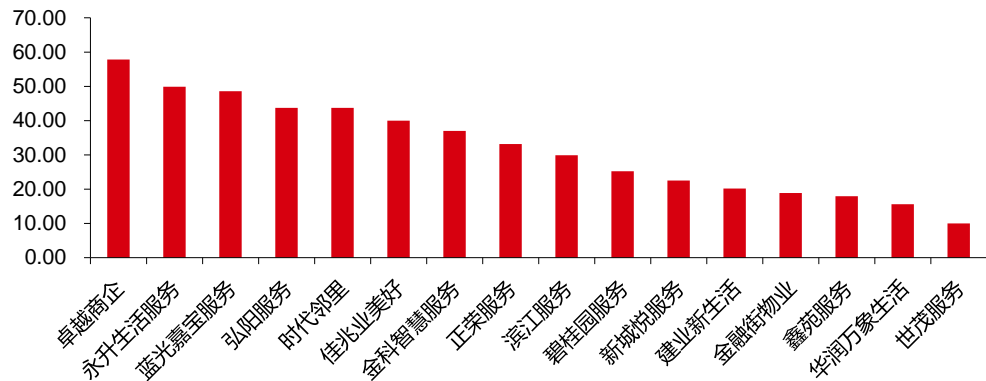
图 10：23 家上市公司管理费用率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

很多公司的服务满意度是和小区营建相关联的。不可否认的是，一些业主对于万科、绿城、龙湖等一线品牌的认可，本身是和万科、绿城、龙湖的房屋相关联的。这就使品牌物业的第三方承接项目服务品质，未必能和关联方开发的项目服务品质等同。这也使得来自第三方在管面积上升时，品牌的服务满意度未必能够持续提升。

图 11：部分龙头公司来自第三方的收入占比（非独立第三方公司）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

服务缺乏差异化，使得服务的被替换风险较大，服务方陷入价格战的可能性较大。城市服务等单一甲方的业务最容易被替换，故而城市服务的提供方纷纷努力寻求更差异化的解决办法。我们预计诸多城市服务的提供方致力于并购环卫公司，以提高专业化的能力。

表 7：物业管理公司环卫领域收购、合作案例

时间	物管公司	收购/合作标的	简要介绍
2020 年 6 月 11 日	雅生活服务	玉禾田	双方签署了《环卫一体化项目战略合作协议》。双方就环卫一体化项目开发和运营事宜达成合作意向，建立战略合作伙伴关系。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

重视社区和基层，不等于无条件支持物业管理公司

物业管理公司最近扮演了极为重要的角色，配合了社区治理，为疫情防控作出了重大贡献，因此也赢得了监管的认可。例如，在疫情期间很多地方出台了对物业管理公司的补贴，直接增厚了物业管理公司 2020 年上半年的业绩。

表 8：各地支持物业管理行业的补贴政策（部分）

地方	时间	支持方式	对于物业管理行业的支持内容
杭州市西湖区	2 月 7 日	资金补助	对物业服务企业在疫情中工作进行考核，分级予以奖励： 项目考核“优秀”的，按照该项目因防控工作而发生的经审核后的实际投入资金总额的 90%且不低于 10 万元进行补助。 项目考核“合格”的，按照该项目因防控工作而发生的经审核后的实际投入资金总额的 70%且不低于 5 万元进行补助。
深圳市	2 月 8 日	资金补助	深圳各区政府（包括新区管委会、深汕特别合作区管委会）对辖区物业管理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。
杭州市	2 月 10 日	资金补助	按照在管面积每月每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助。
绍兴市上虞区	2 月 11 日	资金补助	对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，政府可按照在管住宅面积每平方米 0.2 元的标准给予 2 个月补助（由业主委员会自治的参照执行）
湖州市	2 月 11 日	费用减免	全额减免物管小区垃圾清运费 3 个月（2 月-4 月）
青岛市	2 月 12 日	资金补助	自 2020 年 2 月 1 日起，对全区的物业服务企业按照所负责小区实际入

地方	时间	支持方式	对于物业管理行业的支持内容
市即墨区			住户数，结合老旧小区现状等情况进行财政补助，补助标准分别为 50、40、35、30 元/月·户，补助期限为 2 个月。
金华市	2 月 13 日	协助采购；费用减免；费用缓缴；	所需防疫物资纳入采购平台；对参与属地疫情防控工作的住宅小区服务企业，全额减免垃圾填埋场的进厂（场）垃圾填埋费 3 个月，即 2 月-4 月；受疫情影响未能及时缴物业维修资金、住宅物业保修金的企业，说明情况后允许在疫情结束后 3 个月内进行补缴。
湖州市	2 月 14 日	税费减免；	疫情期间物业管理服务取得的收入，免征增值税。
陕西省	2 月 14 日	资金补助	对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，各地政府要按照适当标准给予两个月补助。
浙江省	2 月 14 日	资金补助；计税优惠；	各地要积极帮助参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。
宁波市	2 月 17 日	资金补助；计税优惠；协助采购；	物业服务企业因疫情防控新增的各类支出，可在管理项目公共收益中列支，也可由项目委托单位予以相应奖补。疫情期间物业服务合同到期的可以适当顺延。争取防控物资得到优先保障，争取按照生活服务类标准享受税收优惠政策，争取参照甬政发〔2020〕2 号文件享中小企业相关扶持政策以及其他财政补助。
盐城市	2 月 17 日	催缴物业费；	市级机关党员干部要主动履约带头缴纳 2020 年全年物业费，以往有欠缴物业费的要一并交清，2020 年 2 月底之前全部交纳到位。
山东省	2 月 18 日	资金补贴	各市可对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业给予适当补贴。
海南省	2 月 19 日	资金补贴	对参与属地疫情防控工作的物业服务企业，按照在管户数每户 10 元/月的标准补助给企业。
河南省	2 月 19 日	资金补贴	在财政补贴上，明确对积极参与疫情防控的物业服务企业，各市县财政可结合当地实际情况出台相应财政补助政策。

资料来源：各地政府官网，中信证券研究部

但是，政策对于物业管理公司的支持从来并不是天经地义的。政策重视市场化的力量来参与社区治理，来提升群众的满意度，但这种市场化的力量未必就是物业管理公司。如果物业管理公司的服务是没有效率的，不能令人满意的，物业管理企业长期来看也是不会受益于政策趋势的。

■ 服务专业化可能成为优秀公司共同选择

人员复用真的有效吗？

在过去几年，物业管理公司强调“增值服务”，实际上把增值服务想象成一种“地上捡钱”的业务。这种增值服务比较强调人员的复用，例如大堂管家应该利用闲暇时间卖产品；工程部人员应该利用闲暇时间开展装修业务；保安应该利用闲暇时间协助经纪业务带看；保洁员可以考虑利用闲暇时间干家政。

之所以企业总会追求人员的复用，本质的原因是，企业观察到员工的日常工作效率太低。但追求人员复用本身说明企业缺乏提高效率的必要手段。我们相信，未来企业能够突

破瓶颈，打造优质生活服务体系的关键，在于研究如何细化分工，将服务人员的角色进行更准确的定义，为服务人员的日常工作提供更精细化的指引，而不是要求物业管理公司的基层员工成为“百晓生”。

表 9：绿城服务业主增值服务一览 单位：百万元

科目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总营业收入	1,672	2,205	2,919	3,722	5,140	6,710	8,582
园区产品及服务	34	41	105	113	186	242	542
家居生活服务	69	85	146	65	71	84	116
园区空间服务	14	16	26	59	121	229	204
物业资产管理服务	0	0	0	236	501	719	860
文化教育服务	0	0	0	11	20	36	192
园区产品及服务占比	2.06%	1.85%	3.60%	3.05%	3.63%	3.61%	6.31%
家居生活服务占比	4.13%	3.83%	4.99%	1.74%	1.38%	1.26%	1.35%
园区空间服务占比	0.84%	0.73%	0.90%	1.58%	2.36%	3.41%	2.37%
物业资产管理服务占比	0.00%	0.00%	0.00%	6.35%	9.75%	10.72%	10.02%
文化教育服务占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	0.39%	0.53%	2.23%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们相信，物业管理公司扩大服务的版图是合理的，打造增值服务能力是有可能成功的，但认为基础服务的成功有赖于员工复用，则未免南辕北辙。如果一个大堂管家真的学会了销售商品，他或许可以换个工作，从事产品销售。

专业的人干专业的事，物业管理公司至今为止在增值服务方面雷声大，雨点小，或许就和增值服务的专业度不够有关。我们认为，如果企业的增值服务不能引入专业人员，则这种蜻蜓点水式的增值服务可能是无法成功的。

继续地上捡钱真的可能吗？

和人员复用同时出现的，是行业对轻资产的迷恋。有投资者（也有企业）既希望见到服务收入来源多元化，又拒绝投入必要的资金。我们认为，物业管理公司在社区的存在从长期看并不是理所当然的，物业管理公司不能仅凭借在社区的存在就试图对各类生活服务“雁过拔毛”。中长期而言，只有发展专业能力的企业（无论这种专业能力是在对人还是在对房方面，无论其属于基础服务还是增值服务领域）才有可能在竞争中胜出。

历史上一些增值服务在起步时之所以大获成功，除了企业业务基数比较低，也是因为物业管理公司对公共空间的利用有很强的话语权。广告、充电桩等业务，需要物业管理公司同意才能进入社区，物业管理用房也供物业管理公司优先使用。长期来看，这种对公共空间的利用仍具价值，因为物业管理公司作为社区业主集体代言人的地位仍然稳固（总需要有人为整个社区集体代言）。但如果企业追求直接变现这种“集体代言”，将这种代言视为一种收入来源，则共有部分收益在法律上毕竟归业主共同所有，针对这种共有收益提取佣金虽然合法，却容易引发争议。究竟怎样的佣金比例是合理合法的？物业管理公司为佣金究竟付出了何种劳动？

表 10：北京市物业管理条例对公共部位收费的规定——（进一步明确收入属于业主）

科目	2010 年《北京市物业管理条例》	2020 年《北京市物业管理条例》
----	-------------------	-------------------

科目	2010年《北京市物业管理办法》	2020年《北京市物业管理条例》
关于公共收益	未明确规定	第七十四条 物业服务人利用共用部分从事经营活动的，应当将公共收益单独列账。 公共收益归全体业主所有。专项维修资金余额不足首期应筹金额百分之三十的，百分之五十以上的公共收益金额应当优先用于补充专项维修资金，剩余部分的使用由业主共同决定。

资料来源：《北京市物业管理办法》、《北京市物业管理条例》，中信证券研究部

我们相信，物业管理公司解决问题的出路在于增强专业能力，通过并购或者自身能力的积累，来优化对公共空间的利用。物业管理公司需要一定的重资产投入，需要聘用一定的人员，纯贩卖通道是不可持续的。

表 11：物业管理公司横向收购案例

时间	物管公司	收购标的	简要介绍
2020年7月31日	碧桂园服务	城市纵横传媒	城市纵横成立于2010年，主要业务为城市楼宇电梯海报媒体的开发、运营和广告发布服务，没有涉猎电视媒体。 截至今年6月30日，城市纵横在全国245个城市拥有214万块广告版位，面向写字楼、商住公寓等场景。是电梯广告领域第三大公司。
2019年7月5日	绿城服务	Montessori Academy	公司是澳洲的一家早教公司，主要按照蒙特梭利课程及体系，向婴儿（0-2岁）、幼儿（2-3岁）及学龄前儿童（3-6岁）提供教育及托儿服务、日常教学，并在澳洲经营超过20家幼儿园。

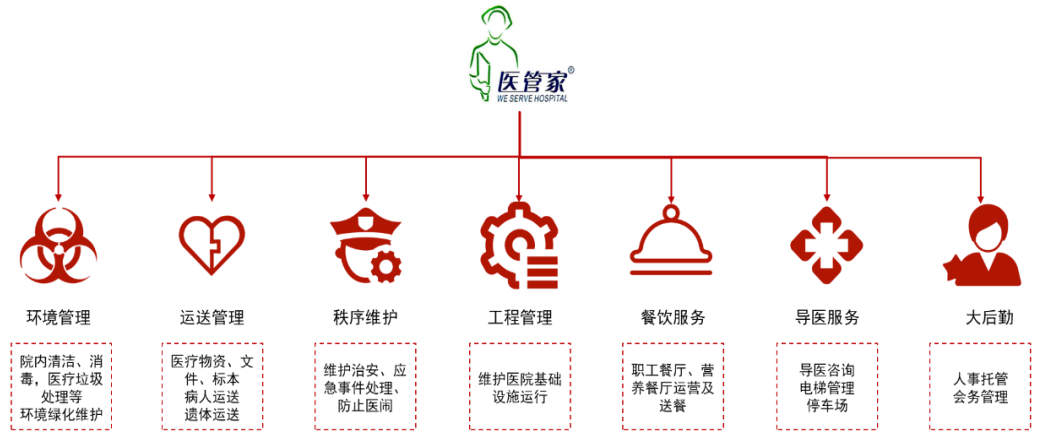
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

增值服务和基础服务边界在哪里？

所谓的增值服务，一般是说不纳入物业管理合同服务内容，并在物业费之外单独收费的服务种类。由于物业管理费是刚性面对全体业主的，增值服务实现了个性化收费。

不过，在单甲方物业管理合同中，其实就没有增值服务和基础服务的边界，故而对新大正、招商积余、益中巨泰等非住宅物业管理为主的公司而言，其实没有增值服务的概念。如果某项业务业主需要，这项业务就会进入物业管理合同中。

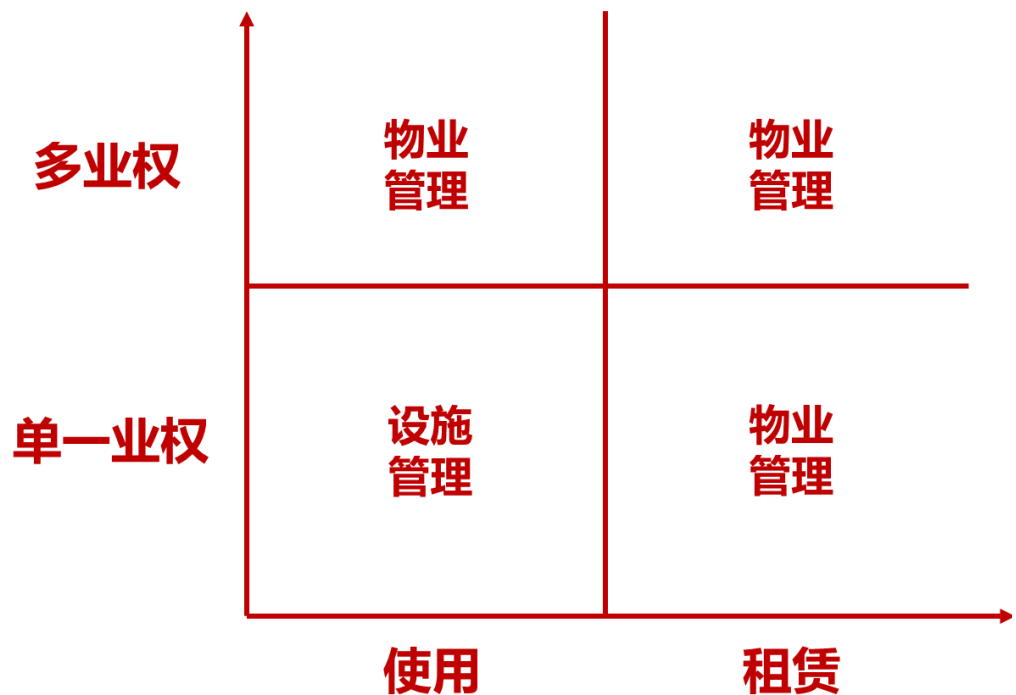
图 12：益中巨泰的专业化服务种类



资料来源：公司公告，中信证券研究部

多甲方的住宅物业管理合同更为复杂。长期而言，我们认为全体业主所应该承担的义务，绝大多数应该是“公共物理空间运维的责任”，而个别业主所购买的，则应该是“个人需求得到的满足”。无论是哪一种，物业管理公司都可以进行专业化外包，也都有可能面临垂直领域的挑战。

图 13：物业管理的形成源于多业权、多租户情形下公共空间的运维管理责任



资料来源：万科物业，中信证券研究部

■ 估值或继续分化，但品质龙头成长可期

短期的问题：股票供给增加

短期，我们即将迎来高达逾 250 亿元的新股发行高峰，大量新上市公司的出现，也给整个板块带来的资金分流，压制了板块的短期估值。不过表面而言，这种供给高峰很快就会过去，物业管理行业并未表现为一个资金饥渴型的行业，2020 年四季度的问题是暂时的。

表 12：即将登陆资本市场的物业管理公司 单位：亿元

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
金科服务	联交所	金科股份	23.28	3.66
远洋服务	联交所	远洋集团	18.30	2.07
恒大物业	联交所	中国恒大	73.32	9.30
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 统计截至日期：2020 年 10 月 12 日

真正的问题：提高效率和差异化产品打造

市场并不担心企业的短期业绩问题。尤其是在物管企业上市之初，庞大的合管比，确实保障了业绩的高确定性。但缺乏特色的服务和没有效率的工作机制，都使得物业管理公司在劳动密集型企业中整体落于下风——市场确实会担心整个行业未来在社区中的存在问题。

图 14：人脸识别门禁系统

图 15：物业智慧中心



资料来源：万科物业微信公众号



资料来源：万科物业微信公众号

我们相信，效率的提升既是挑战也是机遇，低效率的现实意味着科技赋能对企业还大有帮助，企业的成长空间还很大。物业管理行业尽管面临巨大的挑战，但确实是光芒万丈的朝阳产业，因为物业管理行业对应的是中国亿万家庭的日常生活服务需求，和几百亿平米存量物业的运维需求。一些公司具备实现质变和破局的条件，首先是规模，只有规模排名前列的公司才有可能以较大的在管面积摊薄研发投入的成本；其次是密度，企业是否经营了一个极具密度的区域，以孵化相关的业务，试点必要的科技。在杭州、重庆等地，都有市占率较高的企业；最后是管理层对创新的重视程度，以及能否招募到团队来站上创新的起点（大多数公司甚至都没有起步）。

估值可能继续分化，看好优质公司的持续成长

长期而言，行业不可能诞生为数众多的差异化企业，不可能出现数量众多的提升效率的平台，不可能出现数量众多的社区服务体系。在规模化基础上的差异化巨头竞争是可能的，联盟化也是可能的，但百花齐放是不可能的。我们认为，没有细分赛道优势的中小物业管理公司估值可能继续下降。

表 13：物业管理公司 PE 价值的历史变化（小公司 vs 大公司） 营收单位：亿元

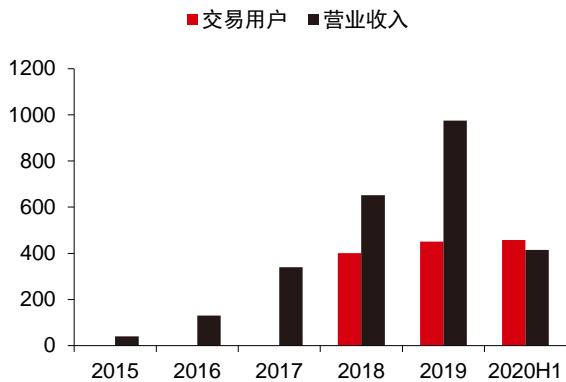
证券简称	2019 年营业收入	当前 PE (TTM)	3 月前 PE (TTM)	6 月前 PE (TTM)	12 月前 PE (TTM)
碧桂园服务	96.4	60.9	60.5	47.5	45.0
绿城服务	85.8	46.9	55.0	46.5	38.5
保利物业	59.7	55.7	82.0	70.5	
中海物业	54.7	37.2	54.9	48.9	30.9
雅生活服务	51.3	32.9	39.9	37.9	26.3
彩生活	38.5	9.7	9.6	8.5	9.8
蓝光嘉宝服务	21.0	14.2	20.1	16.4	
新城悦服务	20.2	41.7	63.9	48.1	26.4
永升生活服务	18.8	79.9	95.9	59.6	37.6
建业新生活	17.5	32.3	44.2		
宝龙商业	16.2	66.8	59.4	41.0	
中奥到家	15.2	6.4	10.6	3.6	4.8
佳兆业美好	12.6	17.1	29.8	22.0	16.1

证券简称	2019 年营业收入	当前 PE (TTM)	3 月前 PE (TTM)	6 月前 PE (TTM)	12 月前 PE (TTM)
南都物业	12.4	24.8	34.7	22.9	23.0
时代邻里	10.8	64.4	104.1	56.6	
新大正	10.5	55.7	70.6	50.4	
金融街物业	10.0	27.4	31.4		
奥园健康	9.0	22.4	35.1	28.6	26.5
正荣服务	7.2	37.2	47.6		
滨江服务	7.0	23.7	33.7	24.6	20.0
银城生活服务	7.0	34.3	60.6	13.4	
鑫苑服务	5.3	13.1	18.3	9.7	19.0
弘阳服务	5.0	37.8	25.9		
浦江中国	4.8	41.4	41.8	32.4	33.5
祈福生活服务	4.0	5.7	5.5	4.9	7.0
烨星集团	2.7	10.6	20.1	21.2	
和泓服务	2.5	29.9	40.2	35.8	48.3
兴业物联	1.8	14.4	14.8	15.8	

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 标红的为 PE (TTM) 大于 50 的企业

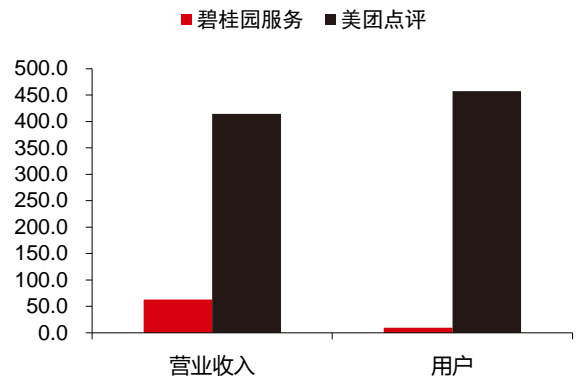
但是, 行业的空间的确广阔, 万科物业等优秀公司确实在技术运用, 效率提升等领域走在前列, 龙头企业的确有参与甚至主导行业质变的可能性。尽管行业面临外部巨头可能参与竞争的压力, 但大物业管理公司凭借沉淀已久的品牌, 比较稳固的在管服务合同, 上市平台优势, 确实也有相当把握维持高速增长。

图 16: 美团点评历年交易用户与营业收入构成 单位: 百万人, 亿元



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17: 物业管理龙头公司和美团点评的营业收入与用户比较 单位: 亿元, 百万人



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部 注: 碧桂园服务用户假设以在管面积为基础, 以 33.3 平方米/人。

我们坚定看好物业管理行业优质企业的持续成长, 最看好在科技提效和能力培育方面业内领先的万科物业和龙湖智慧服务 (也成为了我们推荐万科 A 和龙湖集团的理由), 在现有物业管理上市公司中则推荐绿城服务、招商积余、保利物业、永升生活服务、碧桂园服务和新大正

表 14: 重点公司盈利预测与估值表 单位: 元/股

公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
绿城服务	买入	8.52	0.15	0.22	0.29	0.40	56.8	38.7	29.4	21.3
招商积余	买入	27.01	0.27	0.61	0.84	1.10	100.0	44.3	32.2	24.6
保利物业	买入	54.71	0.92	1.45	2.11	3.02	59.5	37.7	25.9	18.1
中海物业	买入	6.38	0.16	0.22	0.30	0.41	39.9	29.0	21.3	15.6
新大正	买入	57.99	0.97	1.19	1.62	2.20	59.8	48.7	35.8	26.4
永升生活服务	买入	13.82	0.13	0.24	0.36	0.53	103.1	58.4	38.0	26.2
新城悦服务	买入	16.72	0.34	0.48	0.71	0.99	49.2	34.8	23.5	16.9
碧桂园服务	买入	46.46	0.61	0.89	1.22	1.61	76.2	52.2	38.1	28.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 10 月 12 日收盘价, 除中海物业外, 港币已换算为人民币

风险提示

一些物业管理公司缺乏护城河, 长期而言可能遭遇空心化危机。

■ 相关研究

房地产行业 2020 年 9 月销售数据点评—决胜四季度销售，结束内卷化竞争	(2020-10-08)
房地产行业专题报告—终结行业内卷化的力量	(2020-09-21)
房地产行业政策专题研究之四--租赁保护政策全球观察	(2020-09-18)
房地产行业 2020 年 8 月运行数据点评--良好基本面助力房企走向长期主义	(2020-09-16)
房地产行业重大事项点评--金融审慎监管下的估值拐点，长线资金入场	(2020-09-10)
房地产行业观点交流—难而正确，科技重塑地产之路（PPT）	(2020-09-09)
物业管理行业专题研究—赛道宽广，盈利提升，格局未定	(2020-09-04)
物业管理行业 2020 年中报总评--内外，虚实，光影	(2020-09-04)
中信证券房地产行业观点交流——去杠杆的全产业链影响	(2020-09-04)
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	
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二—贝壳初见	(2020-07-27)
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	
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-	
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(2020-0	
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(20	
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	
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)

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Dalal 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。