

## 物业管理行业跟踪报告

---

# 时代机遇，重塑初心

陈聪、张全国  
中信证券研究部  
房地产和物业服务组

2022年12月7日

# 1.2022年以来的走势反复

---

# 物业管理板块在2022年经历了巨大挑战

- 自2022年年初至今，物业管理板块：1) 按照总成交量排序前10的公司，市值平均跌幅达到35.9%；2) 按年初市值前十大公司，市值平均跌幅达到35.7%。
- 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。

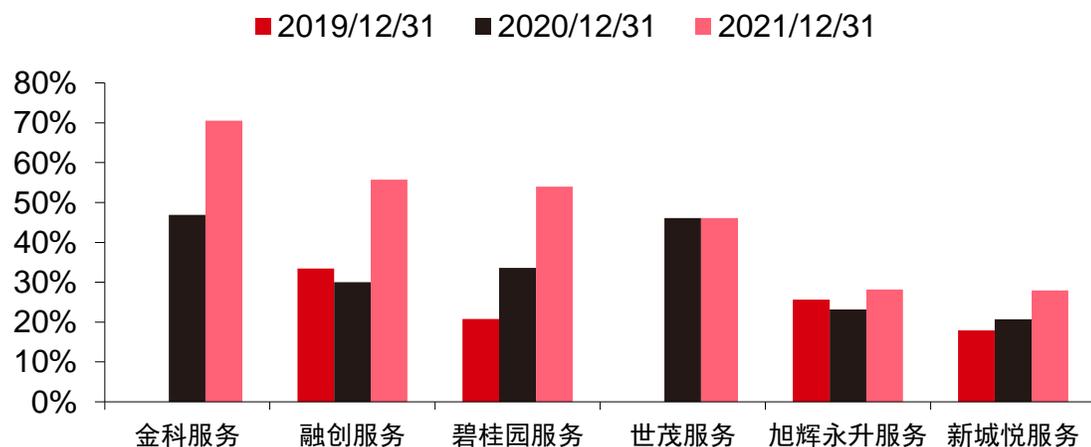
## 2022年至今物管板块表现

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	-55.9	6098. HK	碧桂园服务	-62.6
6098. HK	碧桂园服务	-55.7	1209. HK	华润万象生活	-4.1
0873. HK	世茂服务	-48.4	6049. HK	保利物业	-27.5
1995. HK	旭辉永升服务	-56.2	6666. HK	恒大物业	-12.2
6666. HK	恒大物业	-12.2	2669. HK	中海物业	-1.5
001914. SZ	招商积余	-24.3	001914. SZ	招商积余	-24.3
3913. HK	合景悠活	-39.1	1516. HK	融创服务	-67.8
2869. HK	绿城服务	-25.9	2869. HK	绿城服务	-30.8
3319. HK	雅生活服务	-23.7	9666. HK	金科服务	-61.1
300917. SZ	特发服务	-17.3	1995. HK	旭辉永升服务	-65.4
平均		-35.9	平均		-35.7

资料来源：Wind，中信证券研究部，股价截至2022年11月15日

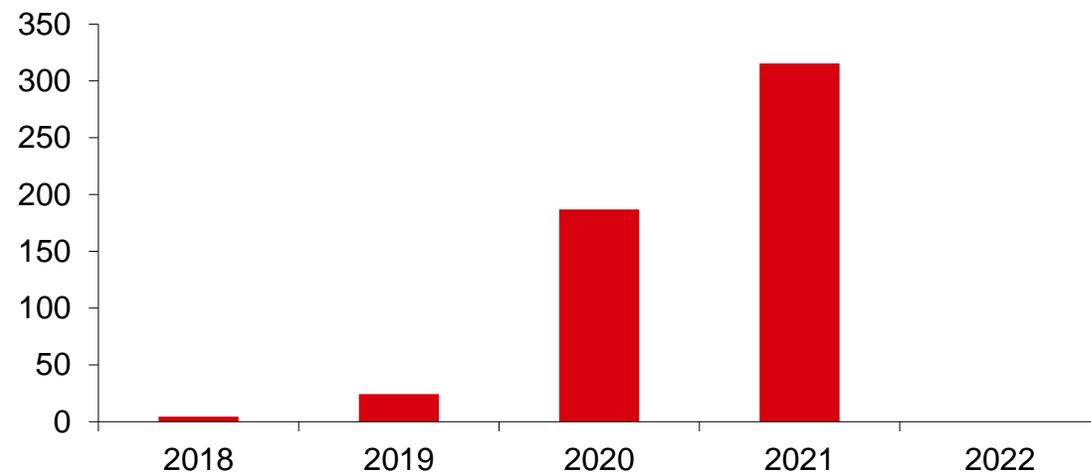
- 资本市场质疑物业管理行业业务、人员、资金的独立性，融资的必要性和毛利率的可靠性。物业管理公司应收款科目的显著增加，加剧了这一质疑。
- 从2016年到2022年迄今，民营物业管理公司总计向资本市场再融资达到525亿港元，分红则只有157亿港元。国有物业管理公司总计向资本市场再融资仅5.5亿港元（建发物业1笔再融资），但分红达到40亿港元。

### 部分民企物业管理公司应收账款（含贸易及其他等）占收入比重



资料来源：各企业公告，中信证券研究部

### 2016年以来企业再融资净额汇总（亿港元）

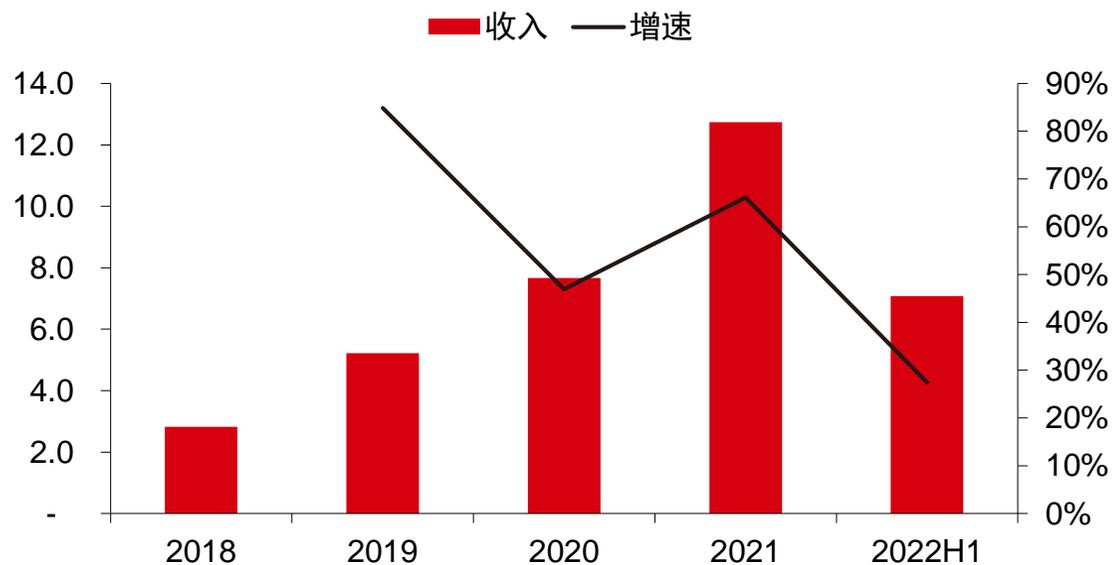


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2022年截至10月

# 增值服务发展的瓶颈

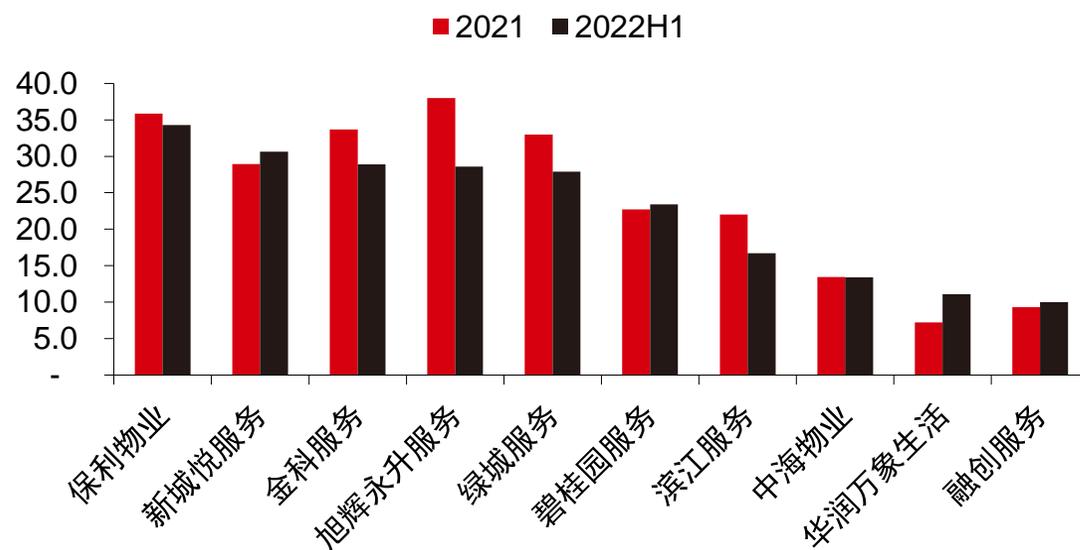
- 单户家庭的增值服务消费虽然有增长，但物业管理公司的增值服务仍然没有打破机会主义的边界：
  - 没有哪家物业管理公司真正转型为生活服务公司；
  - 没有哪一门类的增值服务，产生了全国范围的影响力，并明显领先于专业服务提供商。
- 增值服务的确取得了长足的进步，但这种进步仍然显得低于市场乐观者的预期。

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

各企业VAS毛利占比（%）

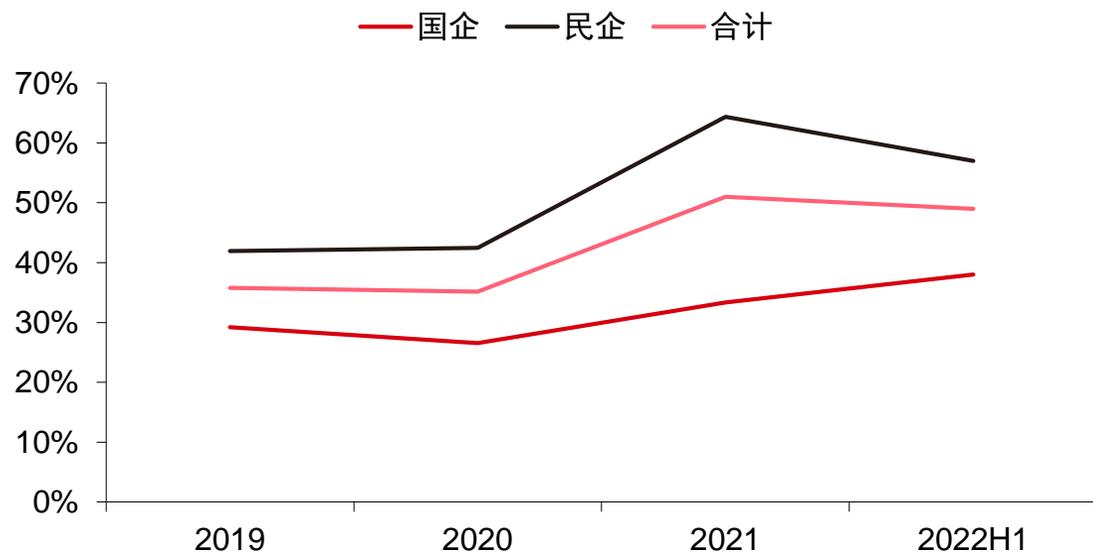


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

# 盈利可持续性的质疑

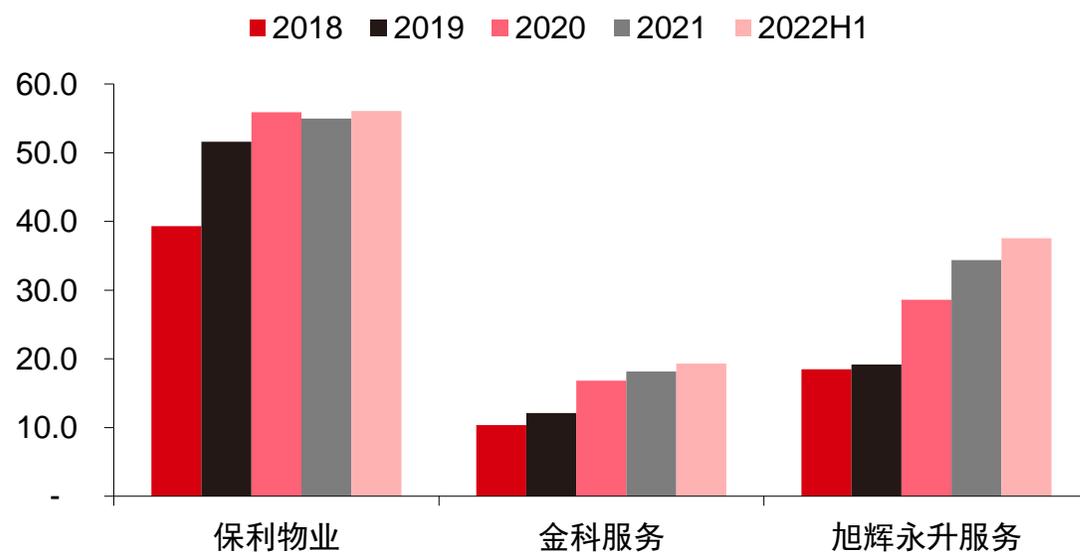
- 市场顾虑随着楼龄变老，物业管理公司在满意度和盈利能力方面难以两全。
- 市场担心此前的并购整合缺乏成效。
- 市场担心住宅市场外拓的竞争日趋激烈，存量盘外拓空间虽大，但盈利能力较低。

### 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。

### 各企业在管面积中非住宅的比例提升 (%)



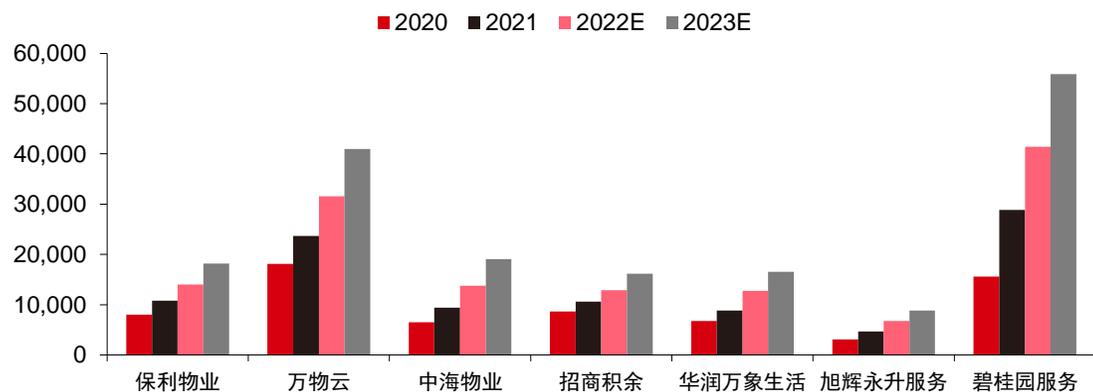
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## 2.更新行业认知， 重塑独立成长形象

---

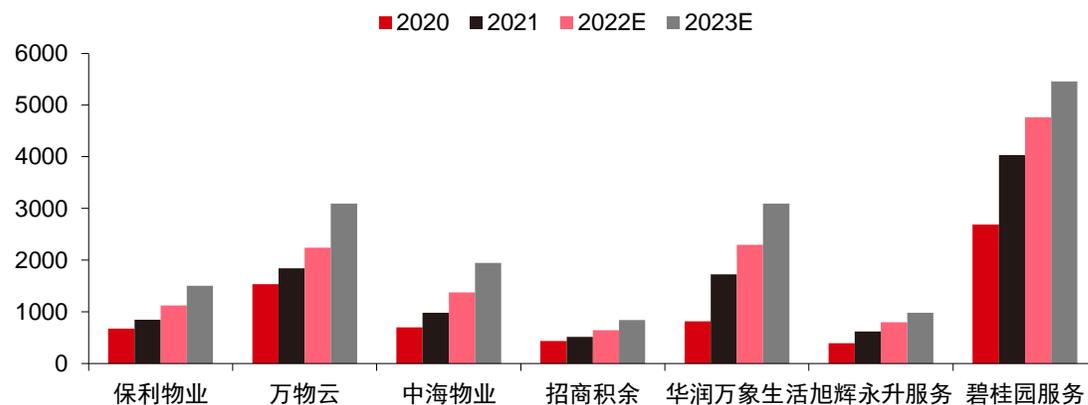
- 物业管理是一个年营收金额超过1.4万亿元的行业（算法详见《物业服务行业2021年年报总评——奇花初胎，袅袅皇皇（2022-04-05）》），是一个经营基本不受房价波动影响，且基本面受开发投资影响轻微的行业（如坚持独立运营）

### 部分物业管理企业年营业收入及预测（百万元）



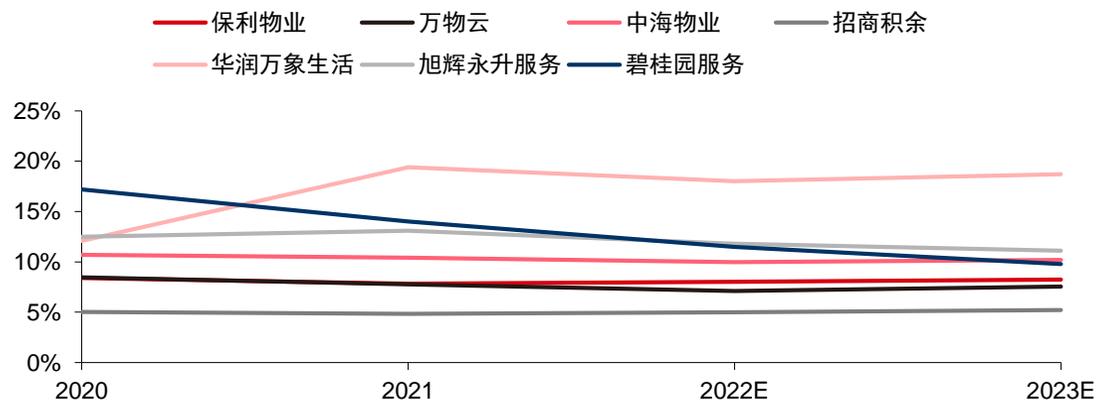
资料来源：Wind，各公司公告，中信证券研究部预测

### 部分物业管理企业年净利润及预测（百万元）



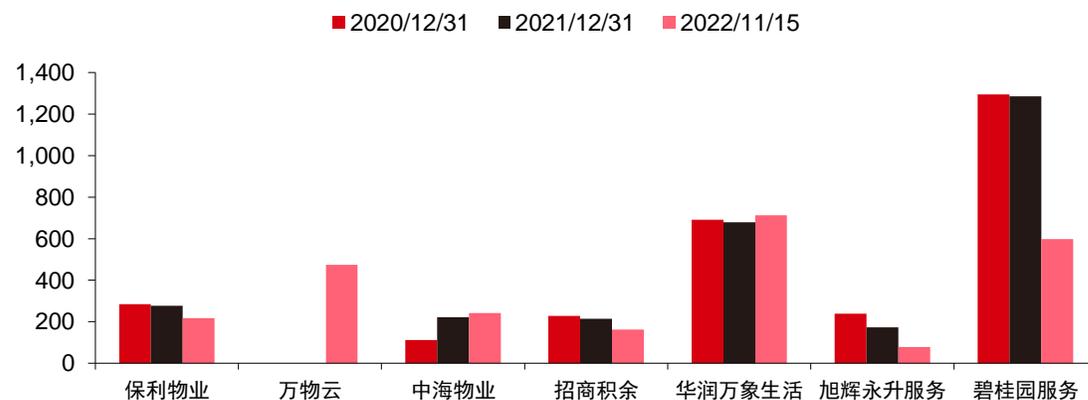
资料来源：Wind，各公司公告，中信证券研究部预测；注：万物云净利润为核心净利润

### 部分物业管理企业净利润率及预测



资料来源：Wind，各公司公告，中信证券研究部预测；注：万物云净利润率由核心净利润计算得来

### 部分物业管理企业市值（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 政策可能对物业管理公司的收入增长，盈利水平改善和头部企业的壮大起助推作用。
  - 建立“党委领导，政府组织，居民参与，企业服务”的管理机制，推进城市管理进社区，提高物业管理覆盖率。试试社区公共设施数字化、网络化、智能化改造和管理，鼓励物业企业建立物业管理服务平台，大力推进线上线下社区生活服务。——《打造宜居韧性智慧城市——党的二十大报告，辅导读本》
  - 住房和城乡建设部办公厅，民政部办公厅2022年10月31日下发《关于开展完整社区建设试点工作的通知》

### 物业管理行业2022年收入测算

项目	取值	单位	解释
住宅物管面积	370	亿平米	测算理由详见2019年11月4日报告《房地产行业专题研究——中国房屋存量可能存在明显低估》。考虑到物业管理全覆盖的目标，我们不再假设有部分项目无物业管理公司。
住宅物业费全国定价水平	1.7	元/月/平方米	测算理由详见2019年2月26日报告《物业管理行业专题研究报告——7100万套住房物业费的秘密》
全国全年住宅物业管理费规模	7,548	亿元	面积乘以费率*12个月
商办建筑面积估计	80	亿平米	根据年竣工面积估计
商办建筑物业费均价估计	2	元/月/平方米	商办物管费率一般更高
全年商办物管收费总计	1,920	亿元	
增值服务加成估算	1,136	亿元	预计全行业增值服务的规模低于上市公司水平，社区增值服务收入占行业总收入（不算城市服务）的12%
公建和城市服务年订单规模	3,800	亿元	根据招标统计的总体规模估算
<b>行业总体收入规模预测</b>	<b>14,404</b>	<b>亿元</b>	<b>住宅+商办+公建和城市服务</b>

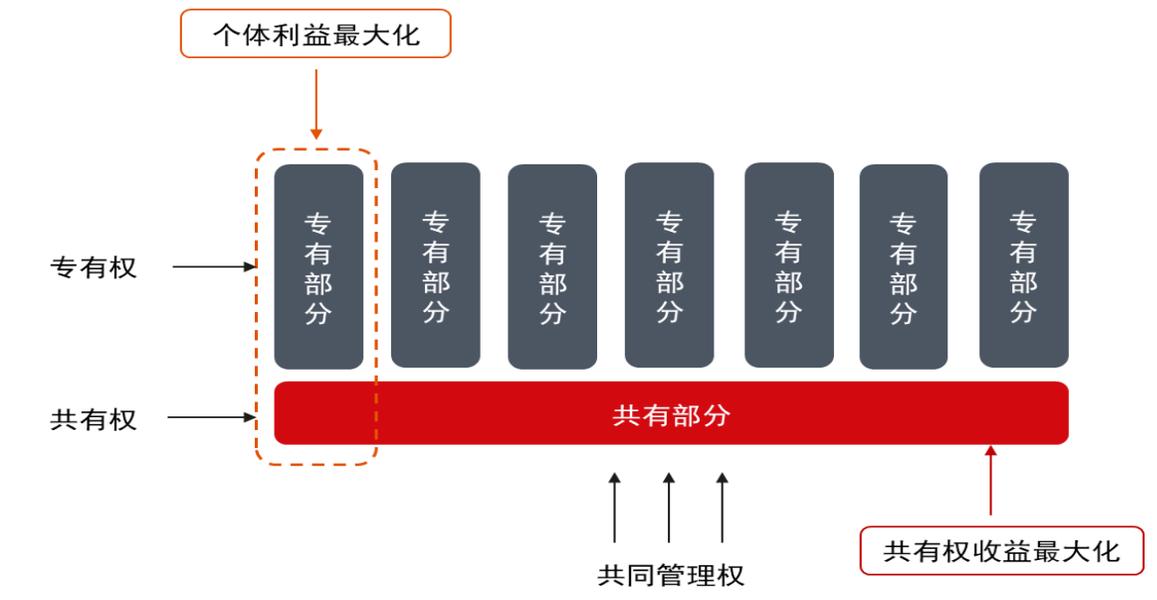
- 物业管理服务是伴随不动产产权存在的特殊服务
  - 物业管理公司是不动产的设施设备运维服务活动的组织者，也是业主行使物业共有权和共同管理权的专业受托人。
  - 随着社会不动产面积的增加，物业管理行业的规模空间在持续增长。
- 在绝大多数建筑物里，业主享有所有权，共有权和共同管理权，后两者需要业主与其他业主相互协调，规范自身行为。
- 物业管理公司追求共有权收益最大化，天然带有“管理”属性，约束消费者行为。
- 追求共有权收益最大化，不止于“管理”，还包括品质和付费的平衡。

## 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

## 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

- 物业管理行业的关键词是稳定、长期和可持续。这是一个天花板足够高，盈利模型足够稳健的行业。
  - 物业管理的日常工作界面是聚合意见，说服客户，提供成本合理的服务解决方案。这使得物业管理合同异常稳定（远超其他服务业），却也一定程度增加增值服务的推广难度（因为众口难调）
- 物业管理公司是品牌为本的行业，依托品牌美誉度推动行业发展。

## 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：中信证券研究部

## 物业管理行业的特征

**物管是什么**

- 是存量合同可持续性最强的消费服务业，即便规模增速放缓的企业，也足以维持存量合同（尤其住宅领域）稳定。
- 是盈利可靠性很强的服务业，因为即便客户需求动态变化，也有很多办法进行供给创造和供给替代，避免成本恶性上升。
- 是具备品牌美誉度和科技赋能空间的产业

**物管不是什么**

- 不是可以实现高盈利能力的行业。
- 不是增值服务可以迅速大面积推广的行业。
- 不是容易实现高客户满意度的行业，反而是矛盾丛生的行业。

资料来源：中信证券研究部绘制

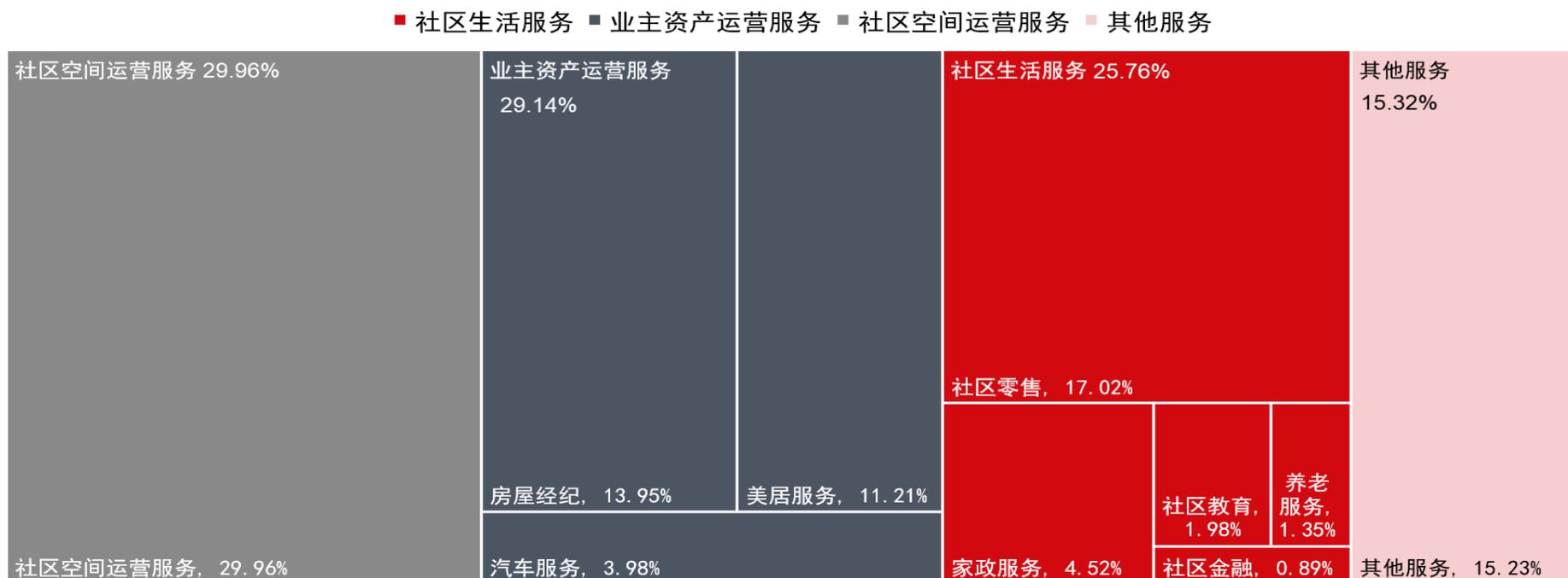
## 3.时代机遇和重归初心

---

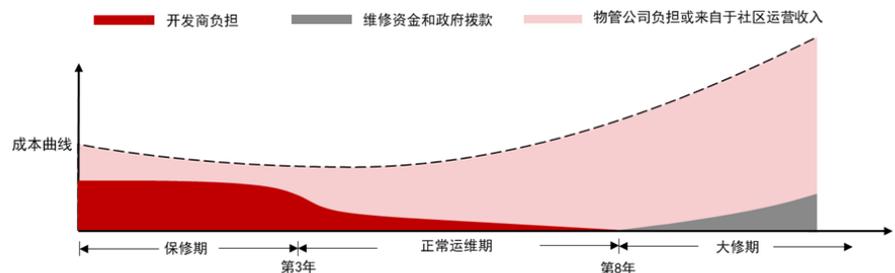
# 增值服务，从多赛道并发到个别赛道精进

- 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，但在很多领域遇到的发展瓶颈。
  - 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。
- 物业管理公司想要取得增值服务的成功，要么聚焦于不动产领域，要么提供一种牵涉邻里关系的服务，即这种服务本身需要物业管理公司协调说服的特点。

2021年百强企业社区增值服务收入占比情况

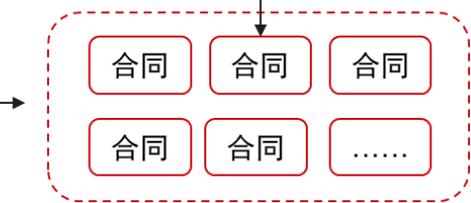


## 品质物业管理企业的业绩可持续增长



单一合同可持续

物业管理企业



业绩可持续增长

产业化升级



增量合同向品质企业单方向流动

- 物管合同将向龙头企业单方向流动。
  - 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。
  - 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。

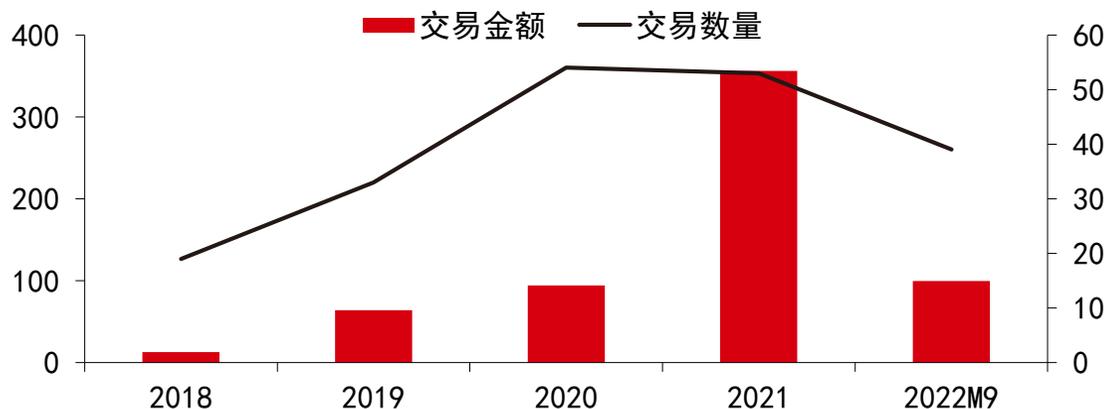
## 科技应用直接替代人工的应用案例

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

# 并购真进展——合理对价和有效整合

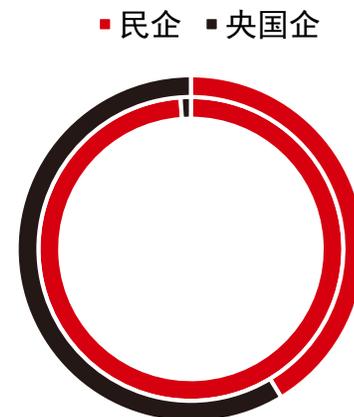
- 并购市场大幅降温，但国企参与的收并购金额却大幅增加。
- 并购对价更加合理，整合经验更加成熟。

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

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

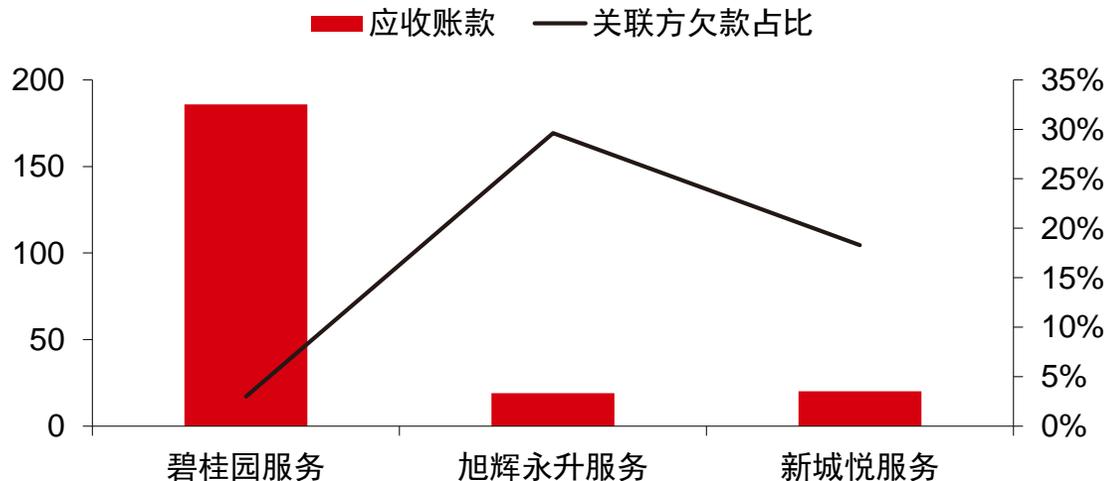
华润万象生活今年收购的三单物业公司

时间	项目	在管面积	2021年利润	2021PE
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

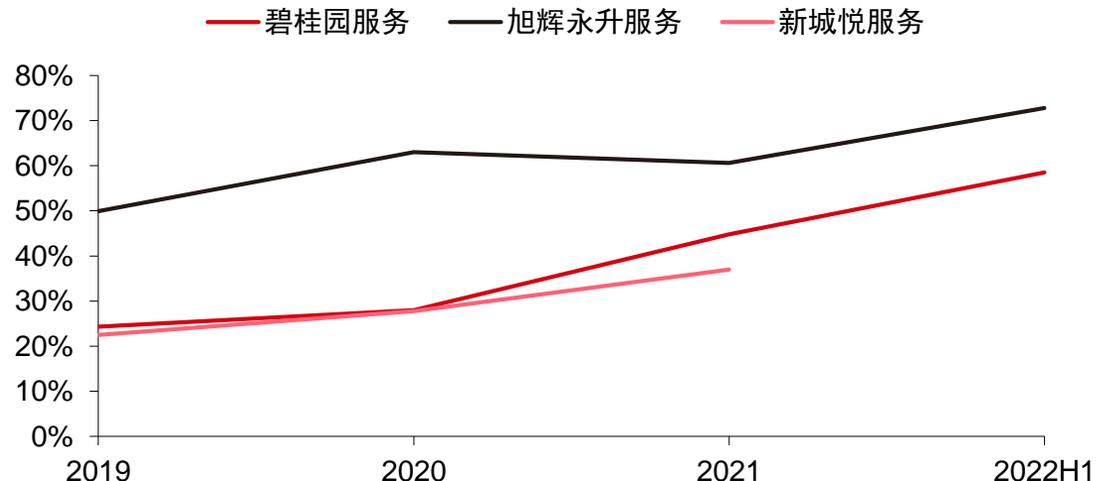
- 民企物管公司和民企地产公司情况迥异，物业管理公司的资产负债表负担很轻，应收款问题可能得到化解，存量在管面积贡献稳定盈利。
- 未来一年，我们认为民营物业管理公司中的优秀企业可能进一步和关联开发企业脱钩。
  - 虽然企业的增量关联在管面积预计将会因为竣工交付延迟而明显下降，虽然脱钩可能意味着盈利能力略有下降(非业主增值服务贡献下降)但脱钩也可能意味着重塑资产负债表，企业重归稳健本色。

部分民企物管公司应收账款（亿元）及关联方欠款占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部；注：截止2022年6月

部分民企物管公司物业管理服务第三方收入占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## 4.行业投资策略和重点公司推荐

---

# 边际改善在即，估值吸引力强

- 物业管理行业作为高天花板，低资本开支的稳定现金流行业，当前主流国企的2023年PE仅14-16倍，主流民企仅6-11倍（基于中信证券研究部预测）。
- 我们重点推荐业绩持续稳健增长，品牌独具优势的国企和国资背景物管公司，主要包括保利物业、万物云、华润万象生活、招商积余等。
- 我们认为部分民营物管公司的生产经营情况也已在边际改善的前夜，独立前景可期。

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	
保利物业	06049.HK	43.75	1.53	2.03	2.71	3.67	26	20	16	11	买入
招商积余	001914.SZ	15.34	0.48	0.61	0.79	1.03	32	25	19	15	买入
万物云	02602.HK	44.80	1.56	1.90	2.62	3.88	26	22	16	11	买入
华润万象生活	01209.HK	34.75	0.76	1.00	1.35	1.72	42	32	24	19	买入
中海物业	02669.HK	8.17	0.30	0.42	0.59	0.81	25	20	14	10	买入
绿城服务	02869.HK	5.29	0.26	0.29	0.35	0.44	19	17	14	11	买入
贝壳W	02423.HK	39.65	0.61	0.28	1.71	2.23	60	129	21	16	买入
旭辉永升服务	01995.HK	4.93	0.35	0.46	0.56	0.67	13	10	8	7	买入
新城悦服务	01755.HK	8.15	0.52	0.80	1.17	1.62	14	9	6	5	买入
碧桂园服务	06098.HK	19.74	1.20	1.41	1.62	1.81	15	13	11	10	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价为2022年11月15日收盘价（收盘价为交易币种，中海物业EPS为港币，其他企业EPS为人民币，万物云EPS为核心EPS）

# 万物云：对于物业本质的五点回答

- **规模领先，布局合理。**公司全业态管理面积8.4亿平米，一二线城市收入占比92%。
- **独一无二的三空间服务能力和具备广泛美誉度的核心品牌。**2021年公司全口径第三方外拓面积7300万平米，位居行业第一。第三方住宅和非住宅合同留存率达到97%。我们预计公司商企服务的营收和毛利2021-2024年CAGR可分别达到38%和42%。公司也是最早进入城市空间服务的物业管理公司之一。
- **会并购但不盲目依赖资本驱动。**公司通过资本运作，扩大了业态服务专业能力，尤其是补上了商企服务的能力短板，也增加了区域布局。但公司不主张以并购主导规模扩张，其IPO的募集资金用途中只有20%的资金用于并购。
- **重视科技的力量。**公司建立了基于AIoT的DOC，并利用EBA系统等物联网设备提高人效。公司的科技方案也成为一条独立的业务线，在2022年上半年实现科技服务收入11.6亿元，并有可能在2021-2024年实现接近40%CAGR的高速增长。
- **坚持初心，面对最大挑战，重视服务提效。**公司努力通过蝶城改造供应链，提升效率。我们预计，公司到2025年有望完成改造蝶城300个，带动公司整体收入和利润增长。

万物云（02602.HK）盈利预测及估值

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,145	23,705	31,562	40,951	53,683
营业收入增长率YoY	30.3%	30.6%	33.1%	29.7%	31.1%
核心净利润(百万元)	1,537	1,842	2,243	3,092	4,573
核心净利润增长率YoY	37.1%	19.8%	21.8%	37.8%	47.9%
核心净利润每股收益EPS(基本)(元)	1.30	1.56	1.90	2.62	3.88
毛利率	18.5%	17.0%	16.0%	16.7%	17.6%
核心净利润率	8.5%	7.8%	7.1%	7.6%	8.5%
净资产收益率ROE	23.4%	16.9%	12.6%	15.6%	20.0%
PE*	31.5	26.3	21.6	15.7	10.6
PS	2.7	2.0	1.5	1.2	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价为2022年11月15日收盘价,PE\*由核心净利润计算得到

# 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。**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；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。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。
- **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%，同比提升0.1个百分点。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。

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	33.0	26.2	19.8	14.8	10.9
PS	2.8	2.1	1.6	1.2	0.9

# 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。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2000万平米。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。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。
- **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。

## 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%
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	88.9	42.2	31.7	23.5	18.5
PS	10.7	8.2	5.7	4.4	3.5

# 招商积余：轻重分离兑现在望，主业发展有望进入快车道

- **公司公告筹划资产出售的提示性公告。**12月4日，公司公告筹划转让部分子公司的股权，并妥善解决上市公司对标的公司的股东借款。本次公司共计出让7家子公司。根据2022年中报，本次出让均为主业持有物业性质的公司。
- **轻重分离有望兑现，资产负债表预计显著优化。**截至2022年三季报，公司有56亿元投资性房地产，13亿存货，6亿固定资产。轻重分离是公司既定的目标，如能兑现将大幅改善公司资产负债表质量，显著提升公司可用的资金。
- **物管主业增速强劲，并购预期可能增强。**公司如果剔除租金减免等影响，物业管理主业在2022年前三季度的业绩增速达到30%。公司历史上从未实现股权融资，因此公司始终不具备并购整合大型物业管理公司的资金基础。如果公司能够有效盘活存量资产，则公司可能以庞大的现金储备发起较大规模的并购，以推动公司主业较快发展。
- **物业管理行业空间广阔，聚焦主业有助于股东长期价值。**2022年前三季度，公司自持物业收入及毛利分别占公司收入和毛利的3%和13%。虽然疫情以后，公司持有性资产仍是优质资产，但是物业管理显然是一个空间更为广阔的行业，比起历史形成的混业经营格局而言，专注主业显然更符合股东的利益。

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%
每股净资产(元)	7.83	8.17	8.67	9.29	10.07
PE	38.2	32.6	25.7	19.8	15.2
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
PS	1.9	1.6	1.3	1.0	0.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价为2022年12月2日收盘价

## 5.风险提示

---

- I. 物业管理公司不独立，资金不安全的风险；
- II. 局部疫情对商管和存量房交易的可能影响。



# 感谢您的信任与支持！

## THANKYOU

陈聪（首席基础设施和现代服务产业分析师）

执业证书编号：S1010510120047

张全国（房地产和物业服务联席首席分析师）

执业证书编号：S1010517050001

## 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CLSAgroupofcompanies），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；韩国市场以科斯塔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：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM00010619）。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@cls.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。