

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

我们认为，提升单盘盈利曲线的能力，较之介入单盘经营的时间点更加重要。并购的确不是好的拓盘方式，但公司能坚持科技化、网格化、内部市场化，坚持强管控，有可能从根本上提升物业管理服务的底层效率和专业程度。如果公司有战略定力，一时间为优化区域浓度而付出并购对价，则是合理的。我们认为公司是一个“真成长”企业，主要是因为公司解构基层业务单元，赋能基层员工，提升行业专业效率的决心和实践。基于此，我们首次覆盖给予公司“买入”的投资评级和 26.32 港元的目标价。

■ **公司是品牌后发，并购为主拓盘，快速成长的物管公司。**公司 2019 年起才规模化启动市场化外拓和并购，品牌影响力也从低点起步。公司 2020 年中期在管面积超过 8570 万平米，合同面积 12550 万平米。

■ **市场对公司充满质疑。**由于公司品牌后起，故而外拓不可能和绿城服务、金科服务等强势品牌相比。尽管 2020 年公司第三方外拓料远超历史水平，但预计并购仍将贡献在管面积增长的 60% 以上。市场质疑并购不是一种好的拓盘方式。另外，世茂集团虽然当期业务支持力度不小，但其交付规模的增长潜力并不大。

■ **提升单盘盈利曲线，单盘层面增收降本，较之拓盘方式更加重要。**我们一直认为，在其他因素相同情况下，并购比不上全委外拓，并购不是好的拓盘模式。但对公司来说，拓盘方式并非价值的核心决定因素。公司以科技化、网格化、内部市场化等手段，有效提升了人均产出，降低了人工成本占总成本比例，初步推进了底层业务专业化，并为日后以专业化驱动满意度打下基础。我们认为，公司在战略层面特别重视提升单盘盈利曲线，这才是公司价值的核心决定因素。

■ **行业头部品牌护城河尚不宽广，公司有望透过解构服务，提升效率优化品牌，并购增加区域业务浓度是提升专业服务水平的路径。**除了高管赛道，绝大多数物管细分领域品牌护城河尚不宽广，所有物管公司的专业度和效率都有待提升。强化中后台，提升效率的规模前提是单城市的业务浓度。作为后发竞争者，公司透过阶段性并购来实现最终的业务平台化，如果公司能在并购之后实现强管控和运营提升，并购就是合理的。虽然在物管行业缺乏典型案例，但经纪行业的贝壳（及其前身链家）已经进有了成功先例。

■ **风险因素：**公司战略执行风险；公司并购对价过高风险。

■ **公司有望在抬高单盘盈利曲线方面位于业内领先地位，结合公司当前估值，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级，并作为行业首选积极推荐。**我们预计，公司在 2020/2021/2022 年在管面积净增长分别达到 6,700/9,400/9,800 万平米，其中并购能贡献约 4,100/6,000/5,000 万平米。随着公司专业度和满意度提升，我们预计 2022 年后公司内生造血能力将明显提升。我们预计，公司 20/21/22 年度收入规模将达到 50.6/92.5/158.5 亿元，净利润达到 7.2/13.4/22.8 亿元，对应 EPS 预测 0.30/0.57/0.97 元每股。考虑到公司在效率方面的提升潜力，尽管短期并购确实占比偏多，我们给予公司 2022 年 23 倍 PE，即 26.32 港元的目标价，公司当前股价 12.00 港元，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。

世茂服务	00873.HK
评级	买入 (首次)
当前价	12.00 港元
目标价	26.32 港元
总股本	2,364 百万股
港股流通股本	2,364 百万股
52 周最高/最低价	16.6/11.96 港元
近 1 月绝对涨幅	-8.81%
近 6 月绝对涨幅	-27.71%
近 12 月绝对涨幅	-27.71%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,333	2,507	5,042	9,276	15,779
营业收入增长率	28%	88%	101%	84%	70%
净利润(百万元)	146	385	719	1,344	2,281
净利润增长率	34%	163%	87%	87%	70%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.06	0.16	0.30	0.57	0.97
毛利率%	30%	34%	33%	33%	33%
净资产收益率 ROE%	12%	164%	12%	19%	25%
每股净资产	0.5	0.1	2.5	3.0	3.8
PE	161.5	64.5	34.1	18.1	10.8
PB	18.9	106.1	4.1	3.4	2.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 25 日收盘价

目录

公司简介	1
世茂集团旗下物管公司，业绩快速增长	1
上市前引入知名股东	2
管理规模快速提升	2
市场的核心质疑：并购多，品牌起点低	3
市场质疑一：并购贡献了公司大多数增量项目来源	3
市场质疑二：服务品牌起点低	4
市场质疑三：集团即期支持大，但交付潜力小	5
市场质疑的合理性：并购、品牌和关联方	6
单盘盈利曲线提升能力，是我们看好公司核心理由	8
抬升单盘盈利曲线，较拓展模式更为重要	8
后发公司有能力克服品牌起点较低的缺陷	9
科技化、网格化、内部市场化——抬升单盘盈利曲线的正确起点	10
并购所带来的浓度是专业化的必由之路	12
母公司的支持，最重要应该是战略支持，不是利润支持	14
风险提示	15
盈利预测与估值、评级	15

插图目录

图 1 : 公司营收及同比.....	1
图 2 : 公司毛利率.....	1
图 3 : 公司归母净利及同比.....	2
图 4 : 公司净利率.....	2
图 5 : 公司物业管理在管面积及同比.....	3
图 6 : 公司 2020 年中期在管面积结构.....	3
图 7 : 公司物业管理在管面积分线城市结构.....	3
图 8 : 公司在管住宅物业管理费率.....	3
图 9 : 公司年在管面积净增长结构及预测.....	4
图 10 : 公司并购的部分物业管理公司对价.....	4
图 11 : 社区增值服务营收及同比.....	6
图 12 : 公司社区增值服务营收结构.....	6
图 13 : 在管面积中来自世茂集团开发的面积及增速.....	6
图 14 : 世茂集团销售面积及增速.....	6
图 15 : 项目生命周期和提效途径.....	7
图 16 : 彩生活历史市盈率 (LYR).....	7
图 17 : 蓝光嘉宝服务历史市盈率 (LYR).....	7
图 18 : 彩生活历年收购面积与流失面积.....	8
图 19 : 中奥到家历年收购面积与流失面积.....	8
图 20 : 上移单盘盈利曲线的两大思路——降本, 增效.....	9
图 21 : 劳动密集型产业岗位平均月薪比较.....	9
图 22 : 美团点评的“超脑”系统.....	10
图 23 : 便利蜂的自助收银系统.....	10
图 24 : 世茂智慧社区.....	11
图 25 : 世茂服务在管面积/雇员人数.....	11
图 26 : 世茂服务员工成本和分包成本占营收比重.....	11
图 27 : 世茂服务人均创收.....	12
图 28 : 世茂服务人均毛利.....	12
图 29 : 不少物管公司收购的潜在风险.....	13
图 30 : 世茂物管公司收购的可能前景.....	13
图 31 : 浙大新宇营收及增速.....	14
图 32 : 浙大新宇物管服务营收及增速.....	14
图 33 : 世茂社区多元生态.....	15

表格目录

表 1 : 近期上市的物管企业股价表现.....	1
表 2 : 公司股东情况.....	2
表 3 : 公司部分高管.....	2
表 4 : 公司披露的并购企业情况.....	4
表 5 : 各大公司在管外拓情况比较 (2019 年).....	4

表 6：主要企业 2020 年上半年分业务收入及占比	5
表 7：公司增值服务提供内容	5
表 8：2015 年贝壳前身链家在全国的扩张加速	13
表 9：世茂服务在管面积拆分	16
表 10：世茂服务经营模型	16
表 11：公司关键项目预测表	16
表 12：对标公司目前盈利预测与估值情况	17

公司是世茂集团旗下的物业管理公司。

我们认为，市场对公司有三个方面的担忧：1) 公司在管面积中收购比例较高，消耗资本较多，第三方拓展能力不强，并购并非最好的拓展模式；2) 公司作为后发优势品牌，服务满意度较低；3) 公司来自集团的当期支持比较多，但是长期看交付潜力较低。

我们认为，市场在这三个方面的担心，是根据板块运行经验总结而产生，是事出有因的。公司的运营模型和其它品牌物业管理龙头确实不同，表面看又和一些低估值物管公司类似（例如彩生活、蓝光嘉宝服务）。

但当我们仔细分析公司基本面，却认为市场质疑并不能成立。

表 1：近期上市的物管企业股价表现（人民币亿元，港元）

名称	市值	最新收盘价	IPO 价格	IPO 日期	股价变化幅度
华润万象生活	665	35.9	22.3	2020/12/9	60.80%
融创服务控股	442	16.9	11.6	2020/11/19	45.70%
金科服务	327	59.5	44.7	2020/11/17	33.10%
恒大物业	768	8.4	8.8	2020/12/2	-4.20%
远洋服务控股	51	5.1	5.9	2020/12/17	-13.40%
世茂服务	239	12	16.6	2020/10/30	-27.70%

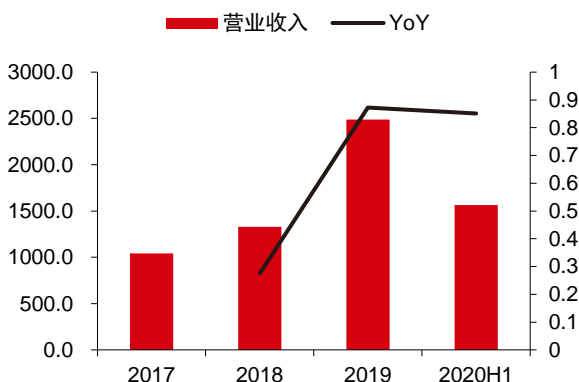
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2020 年 12 月 24 日收盘价

公司简介

世茂集团旗下物管公司，业绩快速增长

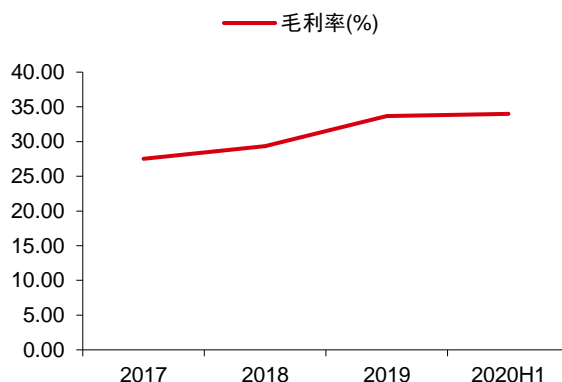
自 2005 年开始，公司向其控股股东世茂集团开发的项目提供物业管理服务。公司真正开始市场化发展要到 2018 年（的确是业内市场化发展起步较晚的公司），其 2019 年实现营收 24.9 亿元，同比增长 87%，自 2017 年以来 CAGR 55%。2020 年上半年实现收入 15.6 亿元，同比增长 85%。2019 年实现归母净利 3.8 亿元，同比大幅增长 163%，2020 年上半年实现归母净利 2.5 亿元，同比增长 125%。

图 1：公司营收及同比（百万元）



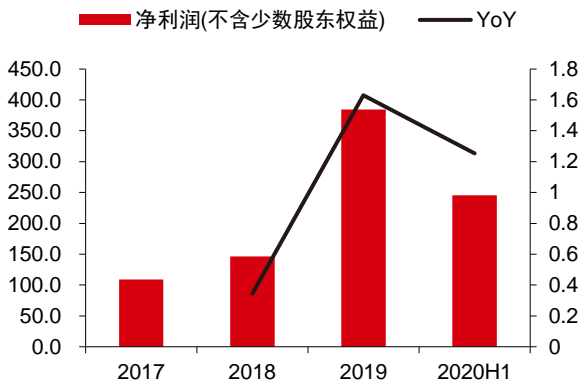
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司毛利率 (%)



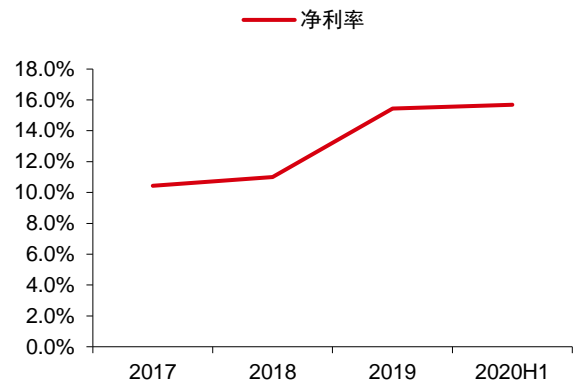
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3: 公司归母净利及同比 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 公司净利率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

上市前引入知名股东

公司大股东为世茂集团,截至2020年11月20日世茂集团及其关联方合计持股67%。在 pre-IPO 期间,公司引入红杉资本中国基金和腾讯作为战略投资者。公司亦签订了业绩承诺协议,其中要求公司2021年实现营收81亿元,净利11.7亿元。

表 2: 公司股东情况

股东	持股规模	占比
世茂集团及关联方	1,595,044,501	67.47%
红杉	106,640,000	4.51%
腾讯	93,360,000	3.95%
公众股东	568,928,499	24.07%
合计	2,363,973,000	100.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

公司核心管理层虽然在公司任职时间不长,但大多在世茂集团工作多年。这既保证了团队的稳定性,也确保世茂集团和公司沟通顺畅,持续协同。

表 34: 公司部分高管

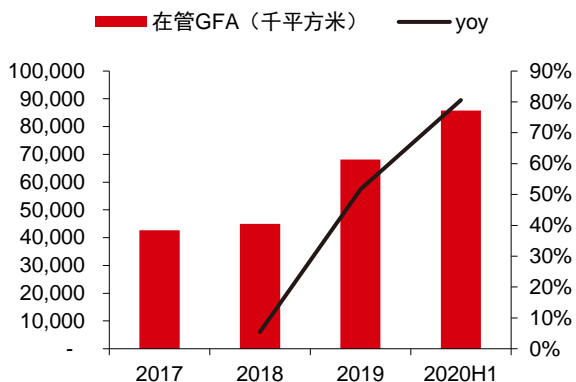
姓名	年龄	职位	责任	加入世茂集团日期
许世坛	43	执行董事兼任董事会主席	负责整体战略规划及业务管理	2005年
叶明杰	42	执行董事兼总裁	负责整体战略规划及运营	2009年
曹士扬	46	执行董事兼副总裁	负责长三角地区的整体运营、发展及管理	2009年
蔡文为	45	执行董事、助理总裁兼 CFO	负责会计管理、税务计划及内部监控管理	2020年

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

管理规模快速提升

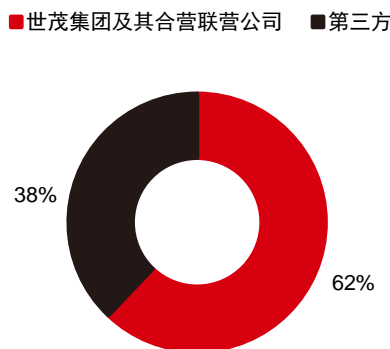
公司物业管理快速提升。截至20H1,公司物业管理服务在管面积8,570万平方米,合同面积12,550万平方米,覆盖了中国26个省份的108个城市。在管面积中38%来自于第三方。

图 5: 公司物业管理在管面积及同比 (千平方米)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

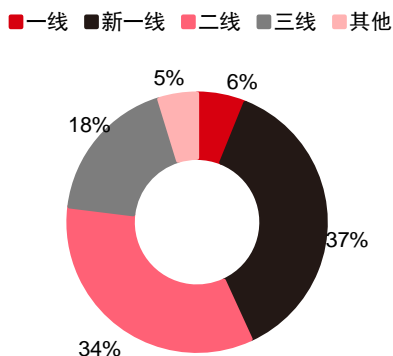
图 6: 公司 2020 年中期在管面积结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

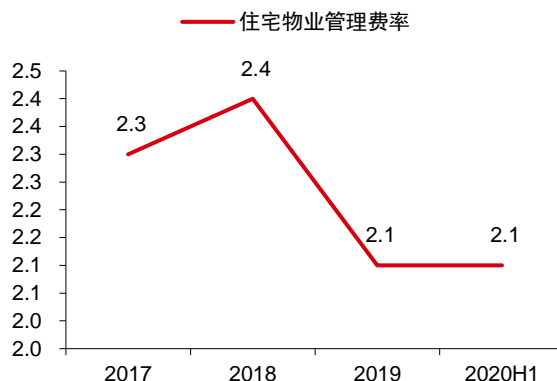
截至 2020 年上半年, 公司在管面积中有 43% 位于一线及新一线城市, 有 34% 位于二线城市, 城市能级较高。由于新收购物业能级较低, 近两年物业单价有所下滑。

图 7: 公司物业管理在管面积分线城市结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 公司在管住宅物业管理费率 (元/平米/月)



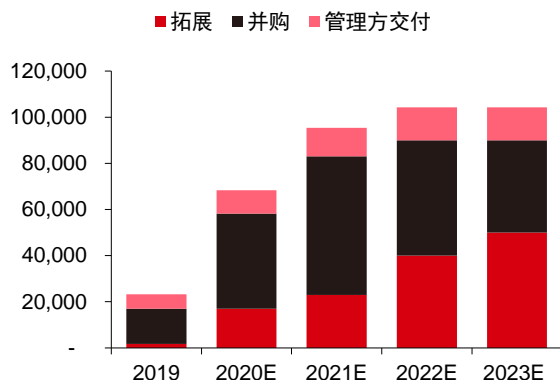
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

市场的核心质疑: 并购多, 品牌起点低

市场质疑一: 并购贡献了公司大多数增量项目来源

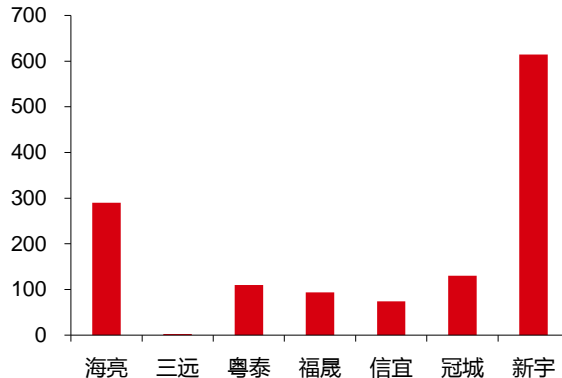
由于公司是后起品牌, 公司在第三方拓展方面虽然尽力而为, 但依然不可能在短期实现强品牌物管公司第三方拓展的成绩。公司真正起步规模化全委外拓第三方在管项目是在 2020 年, 而公司开始从事物管领域的并购是在 2019 年。2019 年, 公司并购外拓的项目规模占公司第三方在管面积净增长的比例高达 89%, 我们预计 2020 年这一比例也将达到 71%。我们预计, 公司 2020 年并购增加的在管面积将高于 4000 万平米, 占在管面积净增长的 71%, 2021 年这一比例会继续有所提升, 并达到高点。

图 9: 公司年在管面积净增长结构及预测 单位: 千平米



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

图 10: 公司并购的部分物业管理公司对价 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 5: 公司披露的并购企业情况

日期	收购标的	估值 (百万元)	收购股权份额	合同面积 (百万平米)	在管面积 (百万平米)	预期物业费 (元/平米·月)	代价倍数
2019年7月	海亮物业	290	100%	16.7	14.8	1.7	12.5
2019年8月	泉州三远	2.55	51%	1.5	1.3	0.8	1.2
2020年1月	广州粤泰	110	100%	3.9	3.8	2.1	10.6
2020年3月	福晟生活	93.3	51%	15	10.7	2.6	17.9
2020年6月	成都信宜	74	67%	2.3	2.3	1.7	9.3
2020年8月	北京冠城	130	100%	4.7	3.5	2.7	14
2020年7月	浙大新宇	615	51%	9.1	8.9	2.8	14
	合计			53.2	45.3	2.2	

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部, 收购倍数按收购前净利润, 合计物业费按在管面积加权

市场质疑二: 服务品牌起点低

不可否认, 公司并不是物业管理的一线品牌。虽然世茂集团起步不晚, 但世茂服务真正走向市场化运营还是最近一两年的事情。绝大多数普通消费者对世茂服务的品牌缺乏认知, 现阶段世茂服务的业主同意公司提价的可能性比较低, 公司对外拓展的难度比较大。

世茂服务的品牌起点低, 也是现阶段公司拓盘主要依靠并购的根本原因。我们认为, 公司确实没有能力在目前这个阶段年拓展第三方物业管理面积超过 3000 万平米, 更不用说达到行业龙头的 8000 万平米量级。我们认为, 公司透过努力, 到 2020 年底, 第三方外拓的能力有望可以和碧桂园服务等公司接近, 但较之金科服务和绿城服务, 应该明显还有差距。

表 6: 各大公司在管外拓情况比较 (2019 年)

公司名称	当期关联方交付	当期收并购	当期外拓	退盘
绿城服务	4	0	46.4	-8.4
保利物业	31.6	0	24.5	
永升生活服务	3.1	2.2	23.6	-3.8
碧桂园服务	58.4	14.9	21.2	
彩生活	2	1.2	20	-15.5

公司名称	当期关联方交付	当期收并购	当期外拓	退盘
雅生活服务	9.4	66.8	19.6	
华润万象生活	7.7	0.7	6.2	-0.4
新城悦服务	12.4	0	6.2	-1.3
中海物业	10	0	0.5	
融创服务	24.2	0	0.2	-0.3
金科服务	13.5		23.7	-6.4
世茂服务	6.2	16.1	2.4	-1.5

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

市场质疑三：集团即期支持大，但交付潜力小

市场观点认为，非业主增值服务中包含大量关联方支持的因素。相比其他上市物业管理公司，公司的非业主增值服务规模是不小的。

表 7：主要企业 2020 年上半年分业务收入及占比（百万元）

公司名称	金额				占比			
	营收	基础物业服务	业主增值	非业主增值	营收	基础物业服务	业主增值	非业主增值
碧桂园服务	6,273.8	3,999.4	602.6	1,671.9	100%	64%	10%	27%
恒大物业	4,564.9	2,824.3	508.1	1,232.5	100%	62%	11%	27%
融创服务控股	1,790.8	1,052.7	61.6	676.6	100%	59%	3%	38%
雅生活服务	4,007.0	2,619.6	422.7	964.7	100%	65%	11%	24%
金科服务	1,370.0	925.4	125.6	319.1	100%	68%	9%	23%
保利物业	3,601.3	2,285.9	761.1	554.3	100%	63%	21%	15%
绿城服务	4,401.9	3,021.1	757.2	623.7	100%	69%	17%	14%
世茂服务	1,571.1	819.7	417.3	334.1	100%	52%	27%	21%
永升生活服务	1,350.8	801.4	260.8	288.6	100%	59%	19%	21%
中海物业	2,605.5	2,230.0	190.2	185.3	100%	86%	7%	7%
新城悦服务	1,223.4	529.8	185.1	508.5	100%	43%	15%	42%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：除基础物业服务 and 业主增值服务外的业务，均划分为非业主增值服务，可能和个别企业划分方法有所不同。

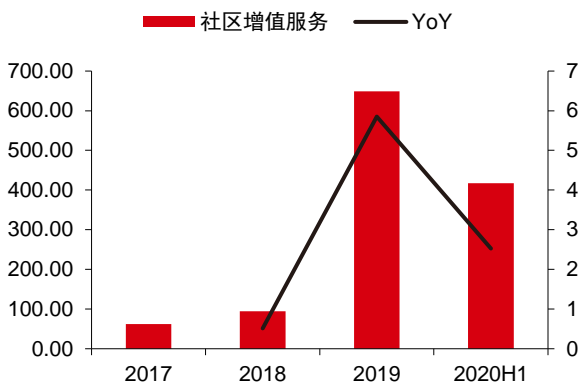
市场也质疑，公司社区增值服务中大量的停车位销售业务也和关联方的支持有关。2020 年上半年公司社区增值服务营收 4.2 亿元，同比增长 253%，社区增值服务占营收比重 27%，停车位销售及相关服务占社区增值服务的 37%。

表 8：公司增值服务提供内容

提供服务	具体内容
社区资产管理服务	协助业主将公共空间出租予第三方，以换取预定百分比的租金作为佣金
停车位销售相关服务	包括车位经纪服务及停车位销售服务，分别按销售提取佣金和由公司购入再转售于业主
家装服务	向第三方家居服务商提供营销及推广服务，亦向业主提供家居服务

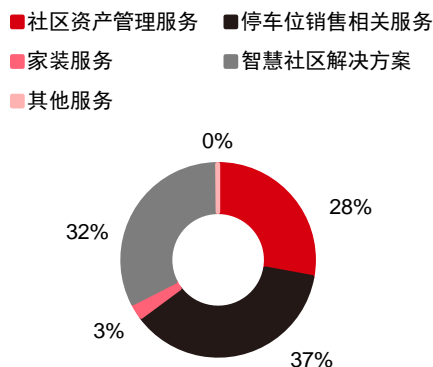
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11: 社区增值服务营收及同比 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

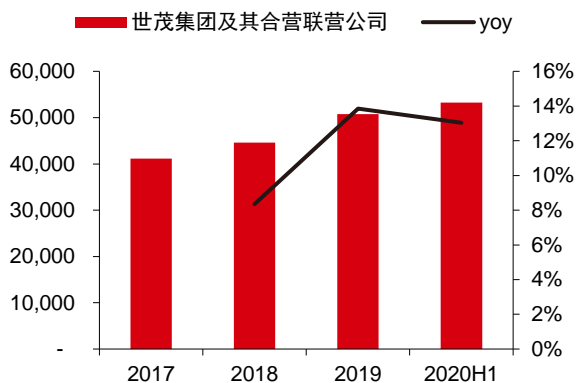
图 12: 公司社区增值服务营收结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

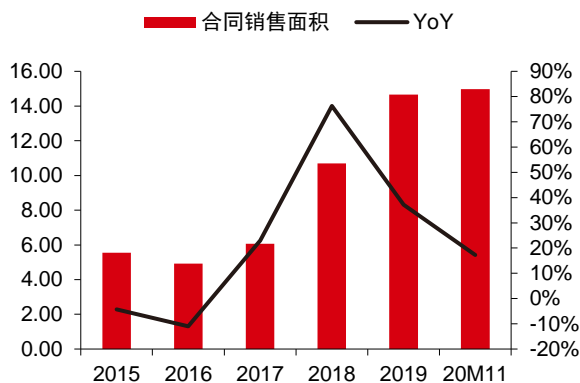
世茂集团虽然销售额能跻身前十, 但销售均价较高, 故而对对应可结算面积并不多。我们预计, 2020/2021/2022 年, 世茂集团可以为公司带来约 1000/1200/1400 万平方米左右的增量在管面积。

图 13: 在管面积中来自世茂集团开发的面积及增速 (千平方米)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 14: 世茂集团销售面积及增速 (百万平方米)

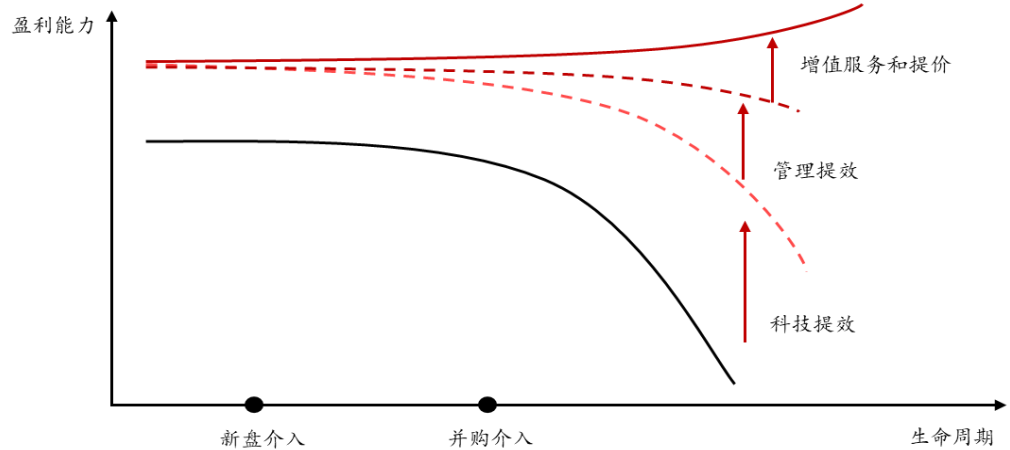


资料来源: 世茂集团公告, 中信证券研究部

市场质疑的合理性: 并购、品牌和关联方

并购的确是较之第三方拓展和管理方交付差一点的拓展方式。相比依托品牌第三方拓盘, 并购需要付出对价, 且并购本身无法带来业主满意度的提高。并购所拓展项目的更接近单盘盈利能力自然下降的时间点, 提升单盘盈利的挑战更为紧迫。

图 15: 项目生命周期和提效途径

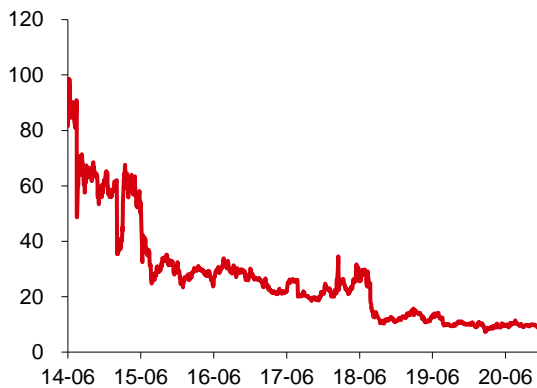


资料来源：中信证券研究部

并购常常带来整合问题。由于大多数并购交易后并购方不能沉入被并购企业，只是派遣个别高管了解财务数据，故而并购容易成为一种简单的合并同类项。这种并购最大的问题在于，企业最终会陷入一边丢盘，一边拓盘，不断耗用资本的陷阱之中。

我们仍然认为，在其他因素相同的情况下，拓展中并购占比较高的公司应该给予估值折价。

图 16: 彩生活历史市盈率 (LYR)



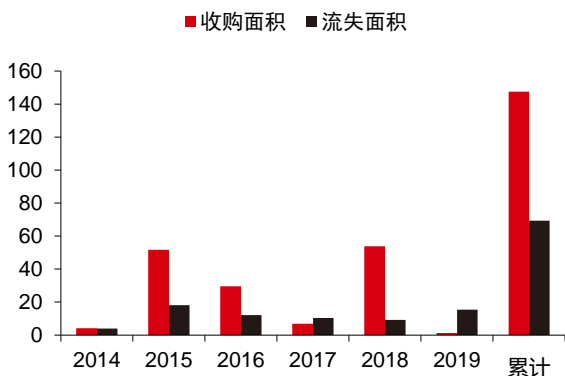
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17: 蓝光嘉宝服务历史市盈率 (LYR)



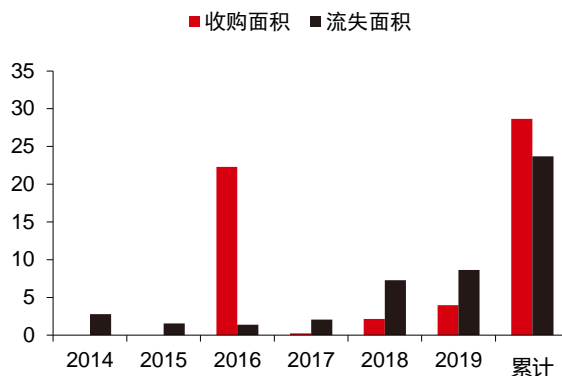
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18: 彩生活历年收购面积与流失面积 单位: 百万平方米



资料来源: 彩生活公告, 中信证券研究部

图 19: 中奥到家历年收购面积与流失面积 单位: 百万平方米



资料来源: 中奥到家公告, 中信证券研究部

公司之所以依赖于并购, 确实是因为公司第三方拓盘能力不足以支撑每年近 1 亿平米的新盘增长规模。市场质疑公司品牌起点低, 在目前阶段看也是正确的。公司品牌的社会美誉度当前的确还不能和头部品牌相比较。

公司关联方的确不可能提供类似于碧桂园给予碧桂园服务的高确定性交付面积和收入。这是由公司禀赋决定的, 也不可能发生改变。

■ 单盘盈利曲线提升能力, 是我们看好公司核心理由

抬升单盘盈利曲线, 较拓展模式更为重要

在其他因素相同的情况下, 给予并购拓盘为主的物业管理公司折价是正确的——但其他因素是不相同的, 有别的因素较之是否并购而言更为重要。直接去比较各家公司并购占比多少来决定合理估值高低, 这是只见树木不见森林。

公司并不同于这个市场上其他习惯于并购拓盘的企业, 而是有可能抬升单盘盈利曲线, 有强管控意识的物管公司。并购拓展不是公司的核心能力, 只是公司为了提升效率、壮大规模的阶段性办法。

请投资者观察图 15, 横轴表征的介入时间点固然是重要的, 但曲线本身能否上移则更加重要。如果一个企业不能上移单盘盈利曲线, 则即便其所拓展的项目都是高毛利新盘, 长期也会陷入困境。如果一个企业可以超预期上移单盘盈利曲线, 则即便透过并购, 也可能成为迎来持续成长。

图 20：上移单盘盈利曲线的两大思路——降本，增效



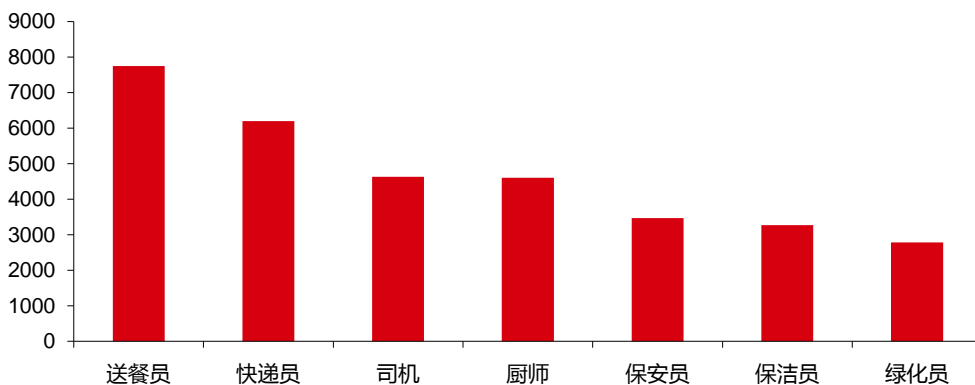
资料来源：中信证券研究部制图

抬升盈利曲线，收入侧的关键是满意度，成本侧的关键是专业度。有了满意度，才有可能实现提价，实现提取业主维修资金，实现发展社区增值服务。有了专业度，才可能增加团队服务对象，提升服务效率，降低公司单位面积成本。但满意度和专业度，归根到底是统一的，且统一于专业度。

目前的劳动密集型行业里，物业管理行业的员工收入几乎最低。员工收入最低的背景，在于这个非标行业没有强大的中后台系统，没有明确的服务标准。在这么低的工资水平之下，在普遍缺乏标准流程和严格管控的情形下，没有哪家公司可以靠紧盯一线，靠文化驱动来维持服务满意度。想要从根本上提高满意度，就要从根本上提升员工的工资水平。想要从根本上提高员工的工资水平，就需要极大地提升效率，使得员工工作量更为饱满。

图 21：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

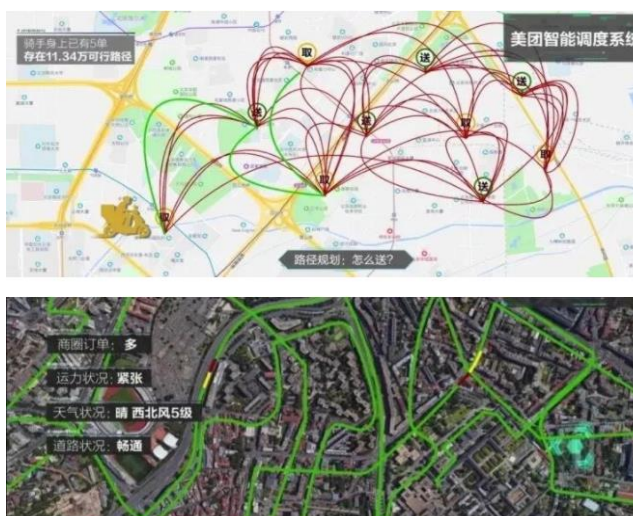
后发公司有能力克服品牌起点较低的缺陷

在绝大多数物业管理的细分赛道（购物中心，商业管理运营除外），品牌的护城河并没有那么宽广，后发公司（如世茂服务）只要狠抓满意度和专业度，确实有可能后来居上。

这是因为，几乎所有物业管理公司的专业度都亟待提升，几乎所有的物业管理公司都还没有一套高效的，强有力的中后台运营管理体系（类似其他劳动密集型行业）。

对四保一服来说，究竟什么样的保安服务公司才算是专业的，什么样的保洁是专业的？行业并无标准。正因为缺乏专业的服务提供者，有的企业才并不外包保安、保洁等服务内容。但即使是物业管理公司自己操作，在管理精细化方面仍有很大的提升空间。保洁“偷人头”的现象是业内常见的（即在聘用保洁人员时，实际上岗的保洁人员和合同规定的不符）。保安队员上下串通，在停车等方面向业主索取好处，也是不少项目客观存在的现实。

图 22：美团点评的“超脑”系统



资料来源：新华网

图 23：便利蜂的自助收银系统



资料来源：中国经济网

所以，我们承认世茂服务的品牌起点低，但我们并不认为世茂服务的品牌定位不可改变——更何况公司存量项目仍以一二线城市为主，底层服务客群的消费提升潜力还是存在的。

科技化、网格化、内部市场化——抬升单盘盈利曲线的正确起点

公司以世茂物联为平台，集成云计算、大数据、AI 人工智能、物联网等科技技术，提高效率，提升满意度。

图 24：世茂智慧社区

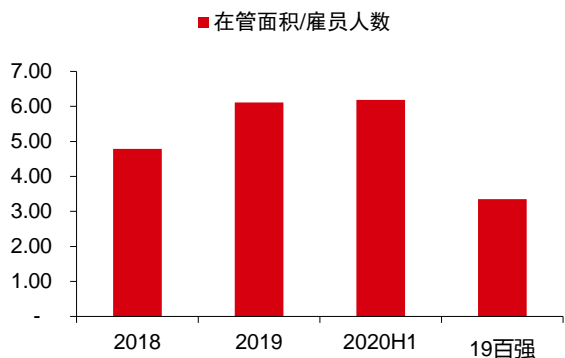


资料来源：公司公告

在管理层面，2018 年开始，公司以创新的网格化管理模式，替代原有楼栋管理模式，设置楼栋网格、公区网格与服务中心网格，并将指标分解，以激励与奖惩激发一线员工主动性与服务素质。具体而言，公司目前将其在管物业分为 1800 个网格单元，并分别查看每一个网格单元的用户满意度和财务表现等，并将每个网格指标对应到人，权责清晰。

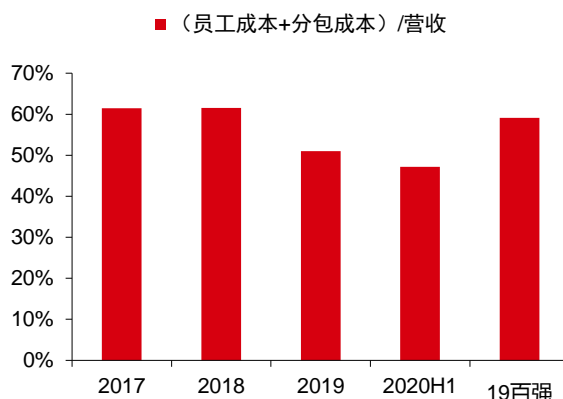
网格化管理对运营效率提升显著，单雇员在管面积持续提升，员工成本和分包成本占营收的比重持续下降，说明公司整体运营效率有所提升。

图 25：世茂服务在管面积/雇员人数（千平方米）



资料来源：公司公告，中国指数研究院，中信证券研究部

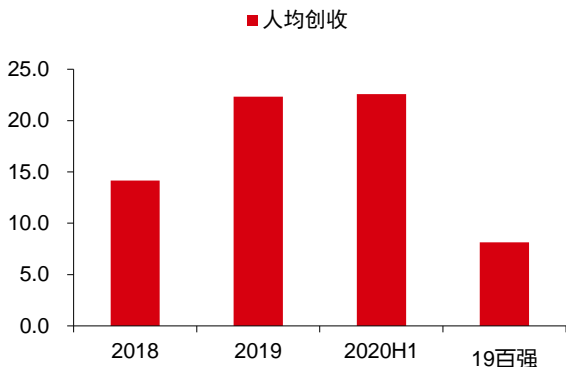
图 26：世茂服务员工成本和分包成本占营收比重



资料来源：公司公告，中国指数研究院，中信证券研究部，注：百强数据为人工成本

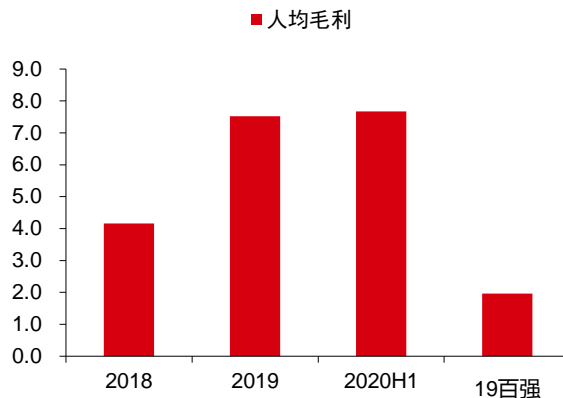
除网格化管理外，公司还采用工单平台、数据中台、物联平台、客户管理平台等一系列科技管理工具，赋能公司员工，优化员工效率。2019 年，世茂服务员工人均创收 22.33 万元，人均毛利 7.52 万元，均有所提升。

图 27: 世茂服务人均创收 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国指数研究院, 中信证券研究部, 注: 20H1 为年化数据

图 28: 世茂服务人均毛利 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国指数研究院, 中信证券研究部, 注: 20H1 为年化数据

谈物业公司的管理, 主要不是看高管拿多少激励, 关键是要提高基层员工的能效。用强管控, 强惩戒, 强激励的方式, 才可能花一段时间, 改造这个传统行业。这个行业的底层是人, 这个行业的工作内容高度非标, 真正在这个行业胜出的企业, 需要有规范操作流程, 解剖底层工作内容, 运用科技系统, 赋能每个基层员工的决心和手段。

虽然当前公司的专业化才刚刚开始, 但由于公司的核心高管有工程背景, 故而在强管控力度方面的确超过大多数物业管理同行。公司已经站在一个好的起点之上。

并购所带来的浓度是专业化的必由之路

那么, 为什么公司要并购拓盘呢? 并购拓盘有诸多缺点, 公司能否持续提高专业度, 然后全委外拓第三方项目, 这样既节约资金, 又没有协同整合难度。(关于并购的问题, 可以详见《物管周话第五期——并购之困》, 2020-12-4)

我们认为, 对有强管控能力的后发品牌而言, 只要能有效管控并购对象, 则并购也是正确的。并购既可以通过业务浓度(收入)的增加摊薄后台系统建设的单方成本, 也可以透过区域浓度的提升, 来强化解构之后专业业务单元(例如保洁)内外部市场化的潜力和空间。

物业管理行业虽然没有典型公开案例(万物云主张的以街道为单元, 提升业务浓度, 适当并购, 可能是重要的成功案例, 但万物云的发展历史缺乏公开披露信息可借鉴), 可在房产经纪行业, 却有重要的、类似世茂服务发展路径的成功案例可以参考。

贝壳(和其前身链家), 相较于中原、21 世纪、易居也是后发的。尽管链家已经在 2015 年前后取得了效率层面的优势, 尽管理论上说, 链家也完全可以新开门店拓展(而不是并购)。但链家确实发起了一波对中小经纪公司的并购, 提升了单城市的市场占有率, 进一步打磨了 ACN 这一底层规则体系, 优化了强管控之下的业务平台扩张的根基。

表 9：2015 年贝壳前身链家在全国的扩张加速

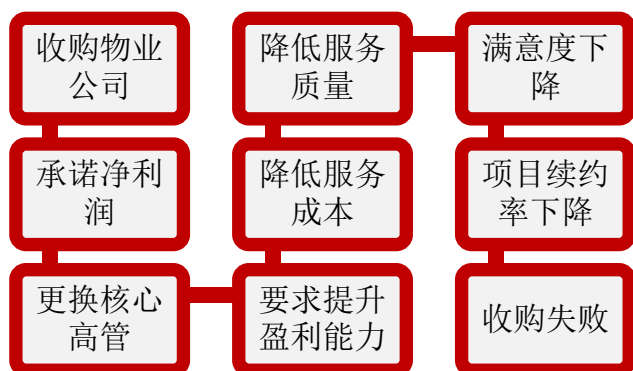
时间	主要城市	公司	简介
2015 年 2 月	成都	伊诚地产	合并后成都链家约有门店 300 多家，在成都的市场占有率不到 30%，占据行业第一。
2015 年 3 月	上海	德佑地产	德佑地产在上海拥有超过 200 余家门店、超过 5000 名员工。
2015 年 3 月	北京	易家地产	易家地产拥有近 20 家门店，连续多年保持着门头沟区存量房成交量第一，占据门头沟市场 65% 以上的份额。
2015 年 3 月	深圳	中联地产	中联地产是深圳前三强的房产经纪公司，共拥有近 300 家门店。
2015 年 6 月	杭州	盛世管家	盛世管家拥有 50 余家门店、近千名经纪人。
2015 年 7 月	重庆	大业兴	大业兴开设门店 120 余家、员工 1800 余人。
2015 年 9 月	济南	孚瑞不动产	孚瑞不动产拥有 35 家门店，500 余名专业员工。在济南房地产经纪行业中，孚瑞不动产是直营排名第一的品牌。
2015 年 9 月	广州	满堂红	满堂红以广州为总部，全国范围内拥有超过 500 家门店，逾 8500 名员工。
2015 年 9 月	大连	好望角	在大连地区，好望角房屋拥有近 200 家门店，市场占有率长期保持行业第一。

资料来源：每日经济新闻、东方早报、广州日报、地产中国网、重庆商报、人民网、中证网、沈阳晚报、中信证券研究部

公司类似于贝壳的地方，在于其有能力打散重构被并购对象的基层组织，不会出现同一城市的“叠床架屋”，却也能够有效调动被并购对象中优秀管理人员的积极性；更在于公司已经开始考虑解构物业管理行业的底层业务，将保安、保洁这些专业模块细分、再细分，从而提升整个行业的专业性。

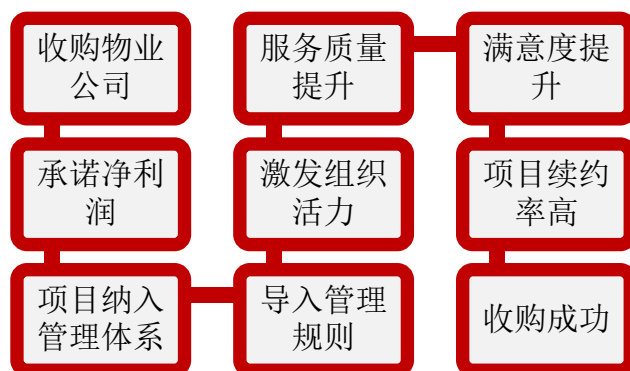
当然，公司还远没有达到贝壳在经纪行业的水平，目前其底层流程都还没有实现外拓，区域密度也不占优势——但我们认为公司的努力方向是正确的。行业竞争如此激烈，公司必须掌握足够的区域业务浓度，才有可能进一步解构流程，提升专业效率——而现阶段提升业务浓度的办法，对公司来说也只有依托并购。

图 29：不少物管公司收购的潜在风险



资料来源：中信证券研究部

图 30：世茂物管公司收购的可能前景



资料来源：中信证券研究部

如果公司发展顺利，在中长期来看，我们认为公司专业度和满意度双升，一样会带来拓展面积中并购比例的下降。我们相信，2021 年将是拓盘并购占比最高的一年，此后

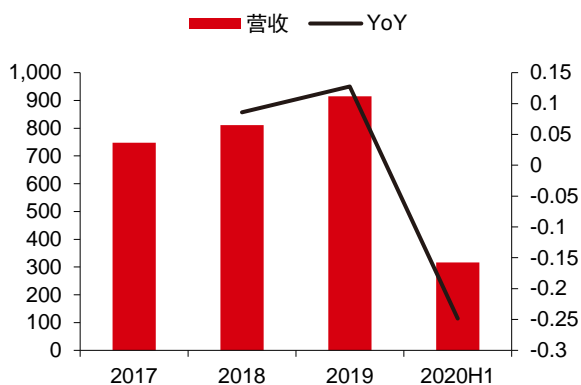
这一比例就会下降。这就好像贝壳发展过程中会有一个并购高峰，但一旦完成密度布局，并购同类公司的行为就会明显下降，甚至会消失。

母公司的支持最重要应该是战略支持，不是利润支持

我们认为，以开发企业的交付支撑物业管理公司的增速，从中期而言就是不可能的。任何开发企业都不可能实现每年结算面积的大幅提升。

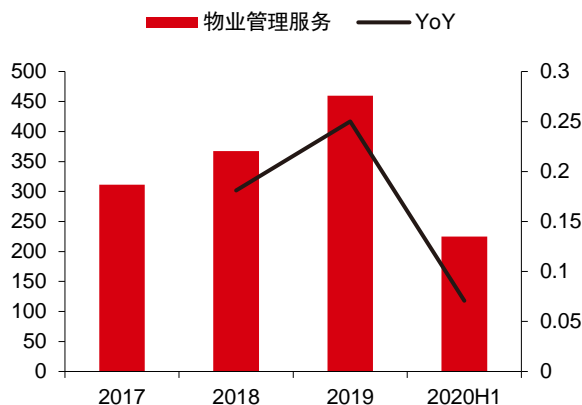
世茂集团对于公司的支持更重要的是战略支持、文化支持，而不是交付面积的支持、利润的支持。例如，在高校物业的并购方面，公司也获得了浙大新宇这一关键品牌（在国内和明德、新大正、天创、珠海丹田，中航等品牌共同构成高校物业管理头部品牌），这和集团在战略层面的重视也是分不开的。

图 31：浙大新宇营收及增速（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：2020 年上半年业绩下降主要是由于疫情影响，大学春季学期延迟入学，多各项收入产生不利影响。

图 32：浙大新宇物管服务营收及增速（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司在社区增值服务方面寻求合作伙伴（例如红星美凯龙），控制投入风险，这和集团的支持也是分不开的。

图 33：世茂社区多元生态



资料来源：公司公告

■ 风险提示

公司战略执行力风险。我们认为，公司的战略是正确的，也是前瞻的，但物业管理行业面临激烈竞争，优秀战略可能面临被仿效的风险。尤其是强管控、提效率的做法，在管理上挑战很大。公司能否有效规范物业管理的操作界面，持续提升员工的收入水平，从而提升服务的专业水平，需要时间来证明。

公司面临并购对价过高的风险。公司的强管控平台，需要一定的业务浓度，故而需要在特定区域并购。但业内并购竞争激烈，公司即便战略正确，也可能无法以合理价格获得必要的业务浓度。

■ 盈利预测与估值、评级

我们根据公司过去的经营业绩，对未来做出假设，主要假设如下：

1. 预计 20/21/22 年世茂集团及其联营合营公司交付在管面积净增加达到 9.5、11.7、14.5 百万平方米。

2. 预计 20/21/22 年公司住宅物业第三方盘源占比达到 56%/69%/74%。公司内生托盘能力不断提升，2020/21/22 年第三方拓展（非并购）增长面积分别达到 17、23、35 百万平方米。

3. 收购浙大新宇后非住宅物业面积占比提升, 20/21/22 年非住宅物业在管面积占比达到 10%/12%/13%。

4. 社区增值服务继续保持较高增长, 非业主增值服务增长则基本保持与在管面积增长或世茂集团规模增长同等。

表 10: 世茂服务在管面积拆分 (百万平米)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
在管面积	42.6	45.0	68.2	135.8	230.6	330.1
世茂集团及合营联营公司	41.2	44.6	50.8	60.2	72.0	86.5
占比	97%	99%	74%	44%	31%	26%
第三方	1.5	0.4	17.4	75.6	158.6	243.6
占比	3%	1%	26%	56%	69%	74%
住宅物业	41.1	42.9	65.3	122.2	202.9	287.2
占比	96%	96%	96%	90%	88%	87%
非住宅物业	1.5	2.0	2.8	13.6	27.7	42.9
占比	4%	4%	4%	10%	12%	13%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

表 11: 世茂服务经营模型 (百万元)

科目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,042.53	1,329.32	2,489.09	5,041.95	9,275.72	15,778.84
YoY		28%	87%	103%	84%	70%
物业管理服务	733.77	848.58	1,199.40	2,534.98	5,333.07	9,580.80
YoY		16%	41%	111%	110%	80%
占比	70%	64%	48%	50%	57%	61%
社区增值服务	62.55	94.66	648.56	1,698.88	2,998.63	5,118.07
YoY		51%	585%	162%	77%	71%
占比	6%	7%	26%	34%	32%	32%
非业主增值服务	246.20	386.08	641.13	808.09	944.03	1,079.98
YoY		57%	66%	26%	17%	14%
毛利率(%)	27.52	29.36	33.67	33.23	32.92	32.91
物业管理服务	25.06	27.11	29.04	27.00	27.00	27.00
社区增值服务	42.45	45.85	47.50	45.00	45.00	45.00
非业主增值服务	31.05	30.27	28.34	28.00	28.00	28.00

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

我们预测, 公司 2020/21/22 年度收入规模将达到 50.4/92.8/157.8 亿元, 净利润达到 7.19/13.44/22.81 亿元, 对应 EPS 预测 0.30/0.57/0.97 元。

表 12: 公司关键项目预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,333	2,507	5,042	9,276	15,779
营业收入增长率	28%	88%	101%	84%	70%
净利润(百万元)	146	385	719	1,344	2,281

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润增长率	34%	163%	87%	87%	70%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.06	0.16	0.30	0.57	0.97
毛利率%	30%	34%	33%	33%	33%
净资产收益率 ROE%	12%	164%	12%	19%	25%
每股净资产 (元)	0.5	0.1	2.5	3.0	3.8
PE	161.5	64.5	34.1	18.1	10.8
PB	18.9	106.1	4.1	3.4	2.7

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

尽管我们从不认同并购作为一种拓盘手段要好于第三方全委外拓,但我们确实认同公司网格化、内部市场化的强管控运营机制,并认同这种机制之下公司尽快提高业务区域浓度的努力。因此,我们认为公司的估值不应该低于存量领域头部物管品牌。参照可比公司目前估值平均为 2022 年 22.7 倍,我们给予公司 2022 年 23 倍 PE 目标市值,对应目标价 26.32 港元,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 13: 对标公司目前盈利预测与估值情况

公司名称	评级	股价 (元)	EPS				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
华润万象生活	买入	30.29	0.17	0.35	0.62	0.84	178.2	86.6	48.9	36.1
绿城服务	买入	7.86	0.15	0.23	0.31	0.39	52.4	34.2	25.4	20.2
招商积余	买入	21.18	0.27	0.61	0.84	1.10	78.4	34.7	25.2	19.3
金科服务	买入	50.28	0.56	0.97	1.69	2.65	89.8	51.8	29.8	19.0
保利物业	买入	52.18	0.92	1.45	2.11	3.02	56.7	36.0	24.7	17.3
永升生活服务	买入	14.37	0.13	0.24	0.36	0.53	110.5	60.7	39.5	27.3
新城悦服务	买入	15.14	0.34	0.48	0.71	0.99	44.5	31.5	21.3	15.3
碧桂园服务	买入	44.28	0.61	0.89	1.22	1.61	72.6	49.8	36.3	27.5
平均							48.2	31.4	22.7	

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 12 月 25 日收盘价, 港币已换算为人民币

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,333	2,507	5,042	9,276	15,779
营业成本	(939)	(1,651)	(3,367)	(6,222)	(10,587)
毛利率	29.57%	34.13%	33.23%	32.92%	32.91%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(6)	(18)	(72)	(127)	(251)
营业费用率	0.48%	0.71%	1.43%	1.37%	1.59%
管理费用	(193)	(304)	(616)	(1,098)	(1,840)
管理费用率	14.45%	12.12%	12.21%	11.84%	11.66%
财务费用	9	(15)	(0)	12	15
财务费用率	-0.69%	0.60%	0.00%	-0.13%	-0.10%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	195	509	987	1,840	3,117
营业利润率	14.63%	20.29%	19.58%	19.84%	19.75%
营业外收入	0	(3)	(1)	(1)	(1)
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	195	506	987	1,839	3,115
所得税	(49)	(122)	(245)	(453)	(763)
所得税率	25.10%	24.01%	24.85%	24.65%	24.50%
少数股东损益	0	0	22	42	71
归属于母公司股东的净利润	146	385	719	1,344	2,281
净利率	10.96%	15.34%	14.27%	14.49%	14.46%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	538	850	7,068	8,852	11,552
存货	0	277	188	464	1,052
应收账款	2,601	2,004	3,781	6,957	11,834
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产	3,139	3,130	11,037	16,273	24,438
固定资产	10	14	25	35	43
长期股权投资	0	4	4	4	4
无形资产	12	299	299	299	299
其他长期资产	34	128	128	128	128
非流动资产	56	444	456	466	474
资产总计	3,195	3,575	11,493	16,738	24,912
短期借款	335	240	0	0	0
应付账款	1,052	1,913	3,901	7,210	12,267
其他流动负债	338	1,162	1,548	2,315	3,484
流动负债	1,724	3,315	5,450	9,525	15,750
长期借款	218	0	0	0	0
其他长期负债	4	26	26	26	26
非流动性负债	223	26	26	26	26
负债合计	1,947	3,341	5,476	9,551	15,776
股本及储备	840	45	5,806	6,934	8,812
资本公积	408	189	189	189	189
归属于母公司所有者权益合计	1,248	234	5,995	7,123	9,002
少数股东权益	0	0	22	64	134
股东权益合计	1,248	234	6,017	7,187	9,136
负债股东权益总计	3,195	3,575	11,493	16,738	24,912

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	195	506	987	1,839	3,115
所得税支出	-49	-122	-245	-453	-763
折旧和摊销	5	17	3	4	6
营运资金的变化	154	33	685	625	760
其他经营现金流	21	103	0	-12	-15
经营现金流合计	326	537	1,430	2,003	3,102
资本支出	-12	-121	-14	-14	-14
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-1,106	749	0	0	0
投资现金流合计	-1,118	628	-14	-14	-14
发行股票	0	0	5,042	0	0
负债变化	-288	-319	-240	0	0
股息支出	0	0	0	-216	-403
其他融资现金流	1,021	-534	0	12	15
融资现金流合计	733	-853	4,802	-204	-388
现金及现金等价物净增加额	-59	312	6,218	1,785	2,700

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	27.60%	87.99%	101.15%	83.97%	70.11%
营业利润增长率	33.80%	160.8%	94.13%	86.36%	69.38%
净利润增长率	34.39%	163.0%	87.05%	86.89%	69.73%
毛利率	29.57%	34.13%	33.23%	32.92%	32.91%
EBITDA Margin	8.34%	10.57%	9.46%	9.78%	9.75%
净利率	10.96%	15.34%	14.27%	14.49%	14.46%
净资产收益率	11.72%	164.5%	12.00%	18.87%	25.34%
总资产收益率	4.58%	10.76%	6.26%	8.03%	9.16%
资产负债率	60.95%	93.46%	47.64%	57.06%	63.33%
所得税率	25.10%	24.01%	24.85%	24.65%	24.50%
股利支付率	0.00%	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

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，作为商人银行商的 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会员）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) 024/12/2020。

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。对于由英国分析师编纂的研究资料，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公司委员会监管，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。