

“攻守兼备”，关注物管板块的均衡配置价值

——房地产行业（物业服务）2025年度投资策略

作者 分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

分析师：韦勇强

执业证书编号：S0930524070010

2024年11月27日

 证券研究报告

1、行业属性：社会治理基层支柱，社区消费主要载体。物业管理促进居民家庭财产的保值增值，在维护小区安定和谐方面发挥重要作用，在社会治理中的功能逐渐提升，“物业人”的社会地位获得认可，重塑了社会和公众对物业服务行业的尊重和认同。物业公司提供家政、社区零售、美居等一系列贴近业主生活的服务，连接着居民生活服务的“最后一公里”，是推动经济社会发展、满足人民群众美好生活需要最直接的抓手，是居民社区消费的主要载体。

2、政策指引：积极发展服务消费与银发经济。2024年以来，中央对于发展银发经济与服务消费态度积极，国务院印发“银发经济26条”明确提出，引导物业服务企业发展老年助餐，鼓励物业服务企业开展居家养老上门服务；国务院印发“服务消费20条”提出，挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力，激发居住服务等改善型消费活力。政策支持力度较强，看好物业+生活服务，物业+养老，物业+旧改/城中村改造，物业+科技发展潜力。

3、海外对标：国际物业巨头发展和估值借鉴。随着城市化进程加速、民众消费升级、服务消费意识觉醒等因素，爱玛客、索迪斯、Firstservice等国际物业服务巨头崛起，有着很强的代表性及借鉴意义。爱玛客和索迪斯进入成熟期，长期可持续发展的模式赢得资本市场的认可，2024年年初至11月26日，爱玛客平均PE-ttm估值为18.8倍，索迪斯平均PE-ttm估值为15.3倍；Firstservice经历30多年发展，仍然处于稳健增长阶段，近十年平均PE-ttm估值为62倍，给国内物业公司估值提供了借鉴。

4、板块表现：物业板块处于底部反弹阶段。2024年来，虽然地产信用风险影响持续，但物管公司表现出较强的增长韧性，收入增长稳健，叠加美联储9月进入降息周期，中央不断出台支持性财政和货币政策，多因素影响下，重点物管公司资本市场表现较去年有所回升，2024年初至2024年11月12日，重点公司平均涨跌幅为+6.9%，物业板块处于底部反弹阶段。

5、基本面：重点公司基本面有所修复。2024H1重点公司整体营收增速为7%，其中国企12%，民企4%；剔除计提大额关联方贸易应收款减值影响，归母净利润同比增长11.1%，归母净利润率为10.9%，归母净利润率较2023年全年（10.4%）有所修复。2024H1，14家样本公司贸易应收款减值拨备比例较2023年同期有所提升，8家较2023年全年有所下降，部分公司对地产关联应收款减值计提较为充分，后续减值对物业公司利润的影响有望得到缓解。

6、投资建议：攻守兼备，配置价值凸显。展望2025年，物管板块具备“进可攻，退可守”的均衡配置价值，美联储降息带来更充裕的市场流动性，政策组合利好齐发，地产止跌回稳可期，利于物管股提升估值；中长期看，物业公司逐渐褪去“地产属性”，增厚“服务消费”属性，是“现金奶牛”行业，具有轻资产、低杠杆、低资本开支、高分红的特征，在增长中枢下移的时代，能提供相对稳定的分红派息，配置价值凸显。

关注三条主线：1、“估值修复”：重点关注房地产行业流动性回暖、民营房企信用风险逐步出清带来的风险溢价下降。建议关注新城悦服务、永升服务、碧桂园服务、雅生活服务、融创服务、新大正。2、“均衡发展”：独立发展能力较强，盈利能力稳定，现金充沛分红慷慨，长期配置价值较高，推荐绿城服务、万物云。3、“稳健国企”：看好国企物管公司的稳健发展和低风险带来的估值溢价。推荐保利物业，建议关注中海物业、华润万象生活、招商积余、金茂服务、越秀服务、建发物业。

风险提示：人工成本快速提升风险，第三方外拓竞争风险，增值服务拓展风险，关联方依赖风险，外包业务质量风险。

- ❑ 1、观点回顾：前期重点报告核心观点回顾整理
- ❑ 2、政策追踪：积极发展服务消费，养老、旧改、科技带来发展机遇
- ❑ 3、海外对比：海外成熟物管龙头发展与估值借鉴
- ❑ 4、板块表现：多重利好催化，板块底部反弹
- ❑ 5、数据分析：行业基本面分析
- ❑ 6、投资建议：关注“估值修复”、“均衡发展”、“稳健国企”三条主线
- ❑ 7、风险提示

1、前期核心观点回顾



物管科技赋能有助于增收降本，提升长期竞争力，是物业服务企业应对人工成本挤压的重要手段。

——2020.3 《物管搭台，科技唱戏——光大证券物业管理及科技行业联合报告》

头部的物业服务企业有望承担起城市综合管理运营平台的功能，成为城市“大管家”。

——2020.5 《从社区到城市，走向更广阔天地——物业服务企业拓展城市服务专题研究报告》

物管行业重塑社会形象，体现责任担当，政府-企业-居民的互动性、信任度、配合度提升。

——2021.1 《2021：社会治理基层支柱，百舸争流使命担当——房地产（物业服务）2021年投资策略报告》

物业行业具备可穿越经济周期的增长模式以及轻资产、低杠杆、高效率的运营优势，短期市场波动不影响长期发展向好。随着地产信用问题的厘清、个别公司风险事件的有序处理、以及港股市场整体价值逐步体现，物管板块整体估值有望修复。

——2021.11 《2022：青山依旧在，惯看秋月春风——房地产（物业服务）2022年投资策略报告》

我国物管企业得益于资本加持和政策导向，目前正处于发展壮大的关键时期，关键点包括：1) 社区增值服务的渗透率和单位产值提升空间较大；2) 公共服务属性提供“增信”；3) 现金为王低杠杆运行。行业基本面及发展前景向好趋势没有改变。

——2022.5 《三产就业人数近半，物管开启独立发展——房地产（物业服务）2022年中期投资策略》

在宏观经济与地产开发环境影响下，叠加疫情和消费低迷因素扰动，物业管理规模仍实现稳健扩张，营收和归母净利润稳定增长，物业服务行业可穿越经济周期，基本面稳健。

——2022.11 《风险因子缓释，发展路径渐明——房地产行业（物业服务）2023年度投资策略》

参考海外综合后勤服务公司的稳态估值，国内物管公司在地产影响出清后，有较大估值修复空间。

——2023.11 《轻舟已过万重山，物管配置正当时——房地产行业（物业服务）2024年度投资策略》

1.1、行业属性：社会治理基层支柱，社区消费主要载体



自1998年住房货币化改革起，房地产开发在宏观经济和国民生活中一直占据极其重要的位置。作为配套部门和服务部门，物业管理一直从属房地产开发，经济性价值不明显，且多属于成本部门，作为房地产开发企业的附属业务存在。伴随着中国城镇化进程深入、政策的催化，房地产行业价值链重心由前端开发逐渐向后端运营管理转移，各地产公司纷纷将物管板块分拆上市，物业公司逐步朝向规范化、市场化方向发展。

物业管理行业每年提供大量新增就业岗位，对做好“六稳”工作、落实“六保”任务意义重大。物业管理促进居民家庭财产的保值增值，在维护小区安定和谐方面发挥了重要作用。疫情期间各地政府对物管企业进行强制性任务分配和严格督导，物业行业在社会治理中的功能提升，“物业人”的社会地位获得认可，重塑了社会和公众对物业服务行业的尊重和认同。物业公司成为重要的社会服务性功能支柱，在国家社会治理中起到了重要的基层支撑力量。

图1：全国政协重点关切问题通报会

“加强社区物业管理 完善基层社会治理”全国政协第十五次重点关切问题情况通报会在京召开

2020-07-28 20:45

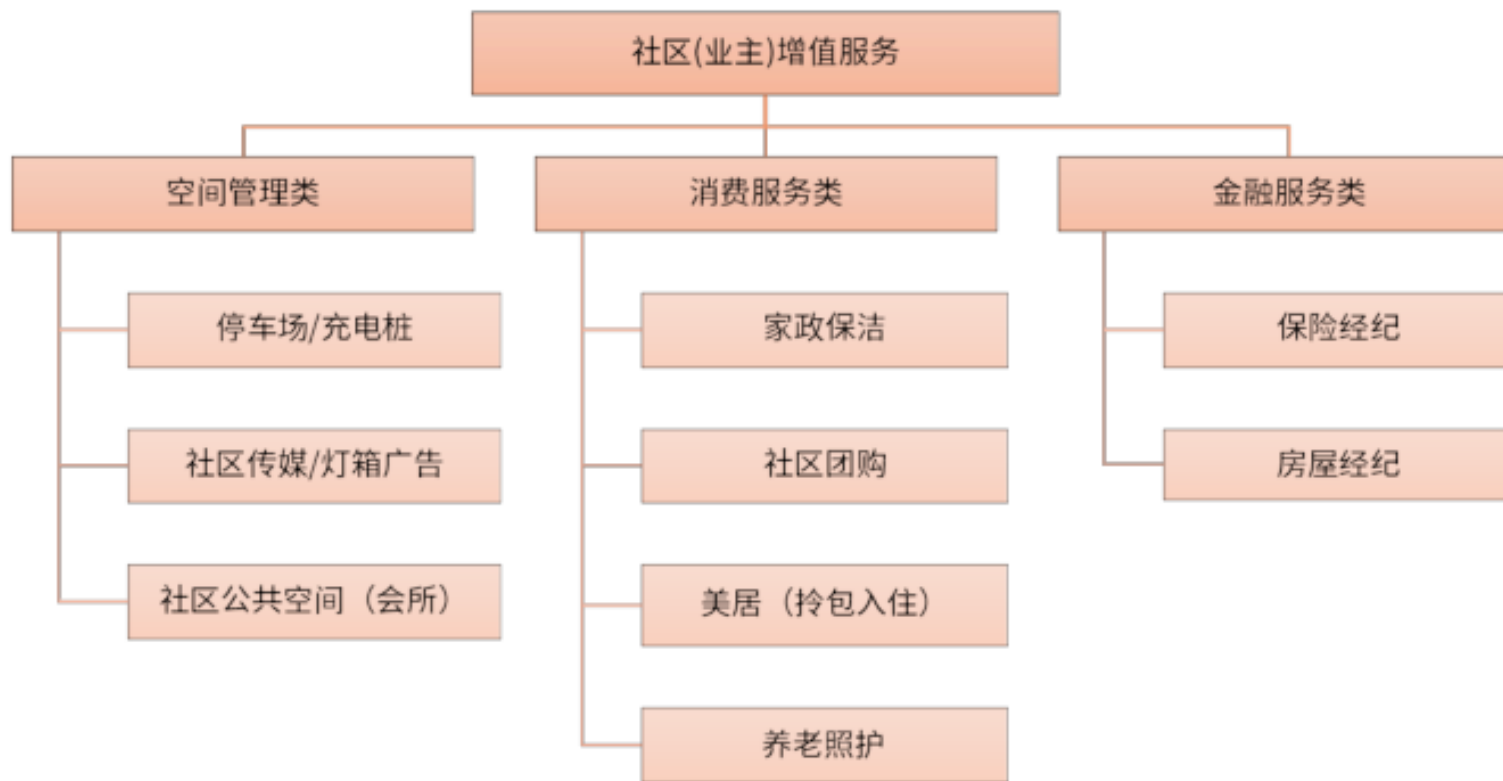


资料来源：新华社

1.1、行业属性：社会治理基层支柱，社区消费主要载体

物业管理连接着居民生活服务的“最后一公里”，是推动经济社会发展、满足人民群众美好生活需要最直接的抓手，是居民社区消费的主要载体，物业公司提供家政、社区零售、美居等一系列贴近业主生活的服务。

图2：物业企业社区增值服务布局

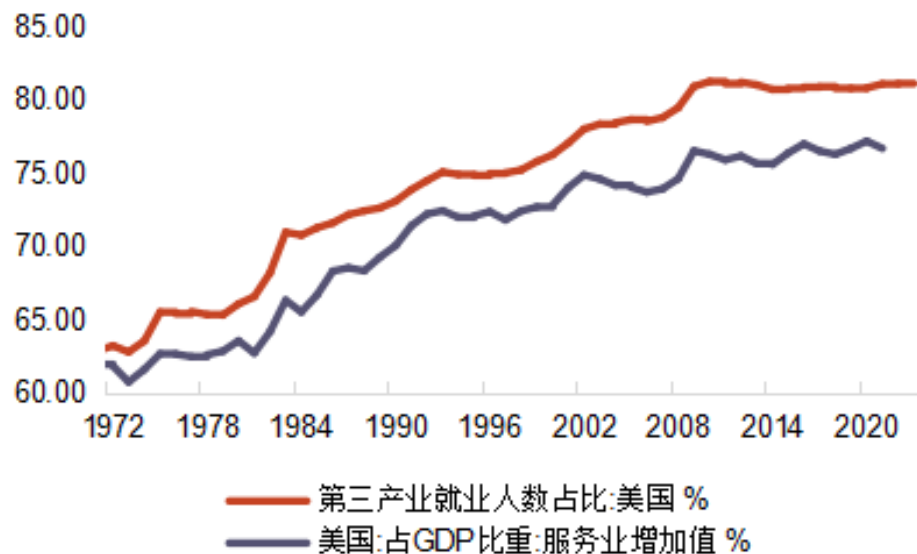


资料来源：光大证券研究所绘制

1.2、物业服务行业崛起的长周期历史节点

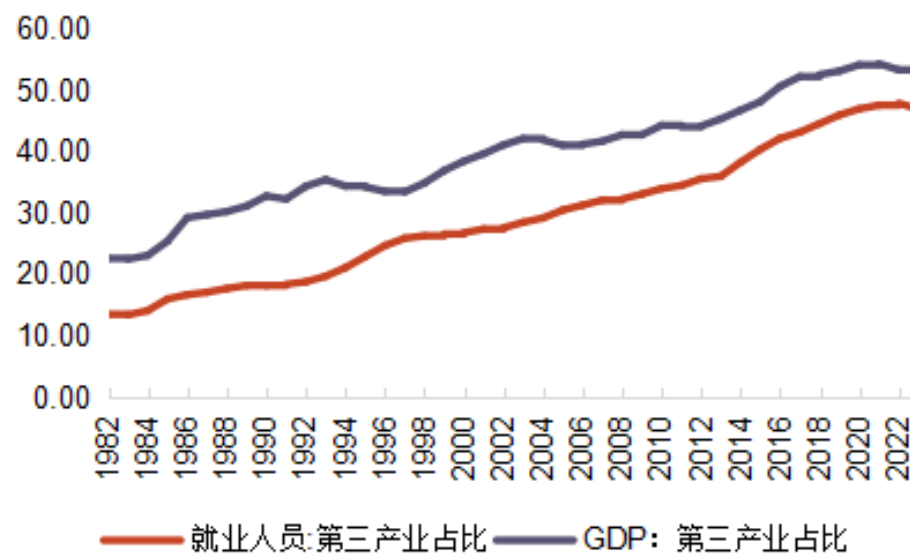
近百年来，欧美国家第三产业迅速发展。美国从上世纪70年代起，服务业增加值占GDP比重开始超过60%，第三产业就业人数占比提升，居民消费逐渐从物质型消费转向服务型消费，爱玛客、索迪斯、FirstService、康帕斯等公司抓住机遇，发展成为全球物业服务巨头。随着城镇化速度放缓和老龄化速度提升，我国的居民服务消费需求开始出现快速提升，第三产业的就业人员占比从1980年的13.1%提升至2022年的47.1%，第三产业增加值占GDP的比重从1980年的22.3%提升至2022年的53.4%，当前正是我国服务消费扩张的关键期，作为社区消费的主要载体，对比海外，我国物管行业发展有较好前景。

图3：美国第三产业的就业人员占比（%）、服务业的GDP占比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：美国第三产业就业人数占比数据截至2023年，美国服务业增加值占GDP比重数据截至2021年。

图4：我国第三产业的就业人数占比（%）和GDP占比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：我国第三产业就业人数占比和GDP占比数据均截至2022年

2.1、中央：积极发展服务消费与银发经济

2024年以来，中央对于发展银发经济与服务消费态度积极，国务院印发“银发经济26条”明确提出，引导物业服务企业发展老年助餐，鼓励物业服务企业开展居家养老上门服务；国务院印发“服务消费20条”提出，挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力，激发文化旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力。

表1:中央政府部门关于物业行业的重点政策摘要 (2024.1-2024.10)

日期	中央政府部门	主要政策内容
2024.1.3	住建部等	住建部、发改委、自然资源部联合印发《城市社区嵌入式服务设施建设导则（试行）》，明确重点满足“一老一小”服务需求，兼顾全龄人群及残疾人等特殊群体， 优先设置养老服务、婴幼儿托育、儿童托管、社区助餐等功能 。落实每百户居民拥有社区综合服务设施面积平均不少于30平方米的要求，支持有条件的城市通过建设嵌入式服务设施，达到每百户居民社区综合服务设施面积不少于80平方米。
2024.1.15	国务院	国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，共26条意见，其中提到（一）扩大老年助餐服务。 引导餐饮企业、物业服务企业公益慈善组织发展老年助餐，推动养老机构面向社会开展老年助餐服务。 （二）拓展居家养老服务。 鼓励养老机构、家政企业、物业服务企业开展居家养老上门服务。 （三）发展社区便民服务。建设改造一批社区便民消费服务中心等设施，推动物流配送、智能快递柜、蔬菜直通车等进社区。
2024.2.23	人力资源和社会保障部	人力资源和社会保障部发布了《新就业形态劳动者休息和劳动报酬权益保障指引》、《新就业形态劳动者劳动规则公示指引》以及《新就业形态劳动者权益维护服务指南》等三份新办法，将从事网约配送、出行、运输、 家政服务等的新就业形态劳动者纳入最低工资保障 。
2024.4.17	住建部	住房城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，确定了建筑和市政基础设施领域设备更新的10项重点任务， 包括住宅电梯更新和加装 ，供水、供热、污水处理、环卫和建筑施工设备更新，建筑节能改造、液化石油气充装站和城市生命线工程建设等；分类明确了更新的标准、范围条件、设备种类和工作要求等。总的目标是到2027年对技术落后、不满足相关规范标准、节能环保不达标的设备，按计划完成更新改造
2024.5.17	中国人民银行	央行发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》、《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》、央行及金监局联合发布《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》（以上三个公告合称《通知》），对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%，自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以上首套/第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.85%/3.325%；取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，中国人民银行各省级分行按照因城施策（如有），等等。
2024.6.24	国家发展改革委等	6月24日，国家发展改革委等部门印发了《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》的通知。通知包括六大重点任务：培育餐饮消费新场景、培育文旅体育消费新场景、培育购物消费新场景、培育大宗商品消费新场景、 培育健康养老托育消费新场景、培育社区消费新场景 。
2024.8.3	国务院	国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，《意见》提出6方面20项重点任务。一是挖掘餐饮住宿、 家政服务、养老托育等基础型消费潜力 。二是激发文化旅游、旅游、体育、教育和培训、 居住服务等改善型消费活力 。三是培育壮大数字、绿色、健康等新型消费。四是增强服务消费动能，创新服务消费场景，加强服务消费品牌培育，放宽服务业市场准入，持续深化电信等领域开放。五是优化服务消费环境，加强服务消费监管，引导诚信合规经营，完善服务消费标准。六是强化政策保障，加强财税金融支持，夯实人才队伍支撑，提升统计监测水平。
2024.9.26	中共中央	政治局会议提出“ 促进房地产市场止跌回稳 ”，“对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”等。

2.2、地方：支持物业行业高质量健康发展


 地方政府积极落实中央政策，充分肯定物业在小区治理作出的贡献，并支持物业参与旧改和社区养老等；多地出台规范性文件，引导行业高质量健康发展。

表2:地方政府部门关于物业行业的重点政策摘要 (2024.1-2024.10)

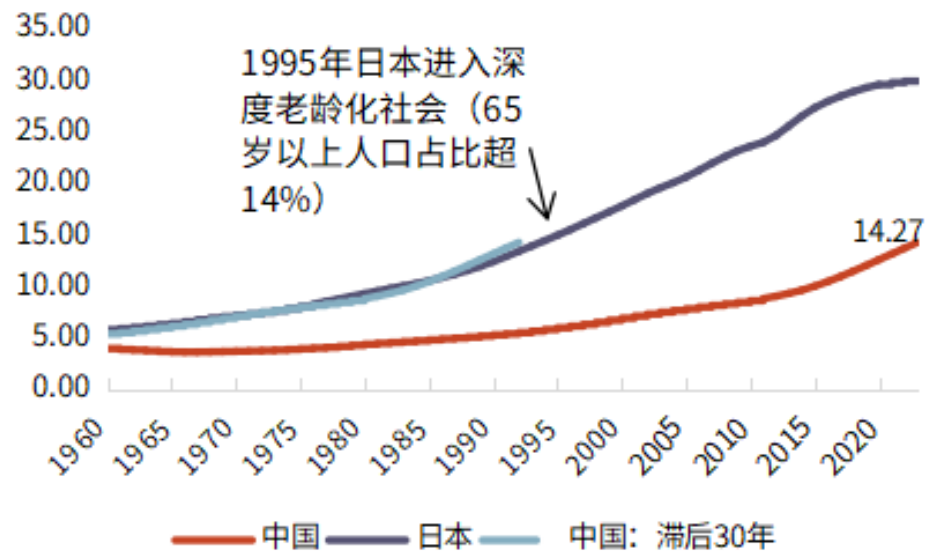
日期	地方政府部门	主要政策内容
2024.2.24	上海	上海市物业管理事务中心发布最新通知，2月24日起，开展全市范围住宅小区运行安全管理专项检查工作，最大限度防范化解住宅小区内各类安全隐患。通知要求，各房管集团、物业服务企业要严格落实消防安全责任制度，督促小区经理加强住宅小区消防设施维护保养，完整准确记录，确保完好正常运行；加大小区建筑物门厅、共用走道、地下空间、电梯、消防车应急通道等共用部位的日常巡查，重点关注电动车存放区域消防设施、监控设备是否完好无缺，若无监控设施的，物业服务企业要加强巡逻巡查频次。
2024.3.5	上海	上海市人民政府办公厅印发《本市促进服务消费提质扩容的实施方案》。《方案》涉及丰富文旅服务消费内涵、增强体育服务消费带动力等12项重点任务。其中强调，促进家政服务与养老、育幼、助餐、物业、快递等社区服务业深度融合，培育“家政+物业”“家政+社区综合服务”“家政+养老”等新模式；鼓励有条件的物业服务企业探索“物业+生活服务”等多元服务模式，向养老、托幼、家政、文化、健康、快递收发等领域延伸，更好满足居民多样化需求；加快智慧物业平台建设等。
2024.3.27	成都	成都市消防安全事件指挥部办公室特制定《成都市电动自行车停放充电规范管理指引》，机关、团体、企事业单位应负责管理本单位的电动自行车停放充电场所的消防安全，物业服务企业应负责管理其服务的电动自行车停放充电场所的消防安全，对电动自行车固定充电设施及消防设施、器材、消防安全标志等进行统一管理，保证其完好有效。未设物业服务的居民小区（村），由各街道（乡镇）督促指导居（村）民委员会统一明确该居民小区（村）的消防安全管理人，具体负责电动自行车消防安全管理工作。
2024.4.5	福建	中共福建省委、福建省人民政府印发《关于加快推进“福见康养”幸福养老服务体系建设的若干措施》。《措施》从完善居家社区养老服务网络、促进银发经济创新发展、加强养老服务队伍建设等10个方面提出30项具体举措。其中提出，持续开展居家和社区基本养老服务提升行动试点，推进家庭养老床位建设和居家上门服务，支持物业服务企业开展“物业+养老”服务；2025年年底，每年培训养老护理员1万人次以上，每年对不少于1000名家政、物业从业人员开展养老服务专业培训。
2024.6.12	合肥	合肥市中级人民法院、市住房保障和房产管理局、市司法局、市公安局共同签署了《关于建立物业纠纷化解协同机制合作协议》。根据《合作协议》四家单位将联合建立市物业领域矛盾化解府院联动工作小组，通过指定专人负责日常工作联络、召开联席会议等方式定期开展活动，同步推进区域物业纠纷化解府院联动建设，促进物业纠纷“化于未发、止于诉前、终于诉内”。
2024.7.31	杭州	杭州市住保房管局、市市场监管局、市建委联合发布《杭州市老旧住宅电梯更新实施方案》，《实施方案》中提到，今年计划完成200台老旧住宅电梯更新（含改造、大修，下同），到2027年底完成800台以上。针对在此期间完成老旧住宅电梯更新的多元产权普通住宅业主，政府将对电梯更新项目直接相关的工程费用给予30%的补助。其中，实施更新的电梯每台最高补助不超过6万元；实施改造的电梯每台最高补助不超过5万元；实施大修的电梯每台最高补助不超过3万元。
2024.8.20	上海	上海市十六届人大常委会第十五次会议（扩大）明确，关于房屋安全管理，上海将探索实施三项制度。一是房屋定期体检制度，主要是定期对房屋进行全面检查，及时发现房屋存在的问题，对症下药消除安全隐患。二是房屋安全保险制度，在房屋面临较大风险、需要动用较大资金时，发挥保险托底作用。三是房屋养老金制度，主要服务于房屋体检、房屋保险以及房屋“小修小补”的支付。
2024.8.21	长沙	长沙印发《长沙市物业专项维修资金使用实施细则（试行）》，就物业专项维修资金相关使用范围、流程、主体责任等问题进行了明确。《细则》明确了电梯、消防等紧急情况可“应急使用”并包含了鼓励选择专业机构进行工程监理和审价等内容。

2.3、物业+养老：老龄化进程加快，养老服务迎来发展黄金期



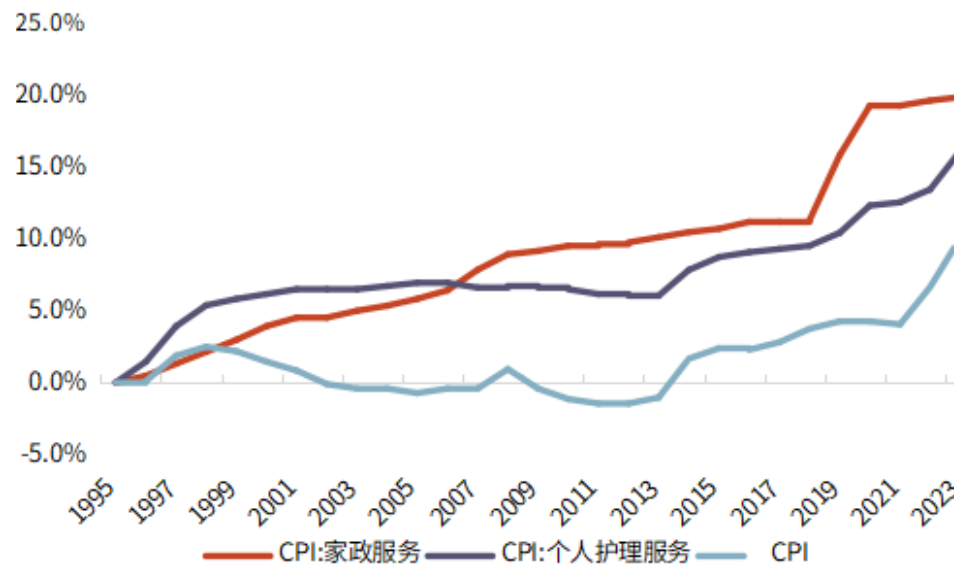
日本是全球人口老龄化最严重的国家，我国65岁以上人口占比与日本30年前较为接近，以日本为例，随着老龄化程度加深，需求不断增长，叠加劳动力人口逐渐减少，个人护理服务和家政服务价格涨幅明显，对应的养老服务迎来发展的黄金期，日本养老龙头企业为日医学馆NICHIGAKKAN(9792.T)，日医学馆切入养老领域的时间点在1996年，正值日本进入深度老龄化社会，个人护理服务和家政服务需求旺盛，日医学馆最终成长为日本乃至亚洲的养老龙头企业。

图5：1960-2023年中国和日本65岁及以上人口占比（%）



资料来源：wind，光大证券研究所整理,数据截至2023年

图6：日本进入深度老龄化之后的价格指数走势（截至2023年）



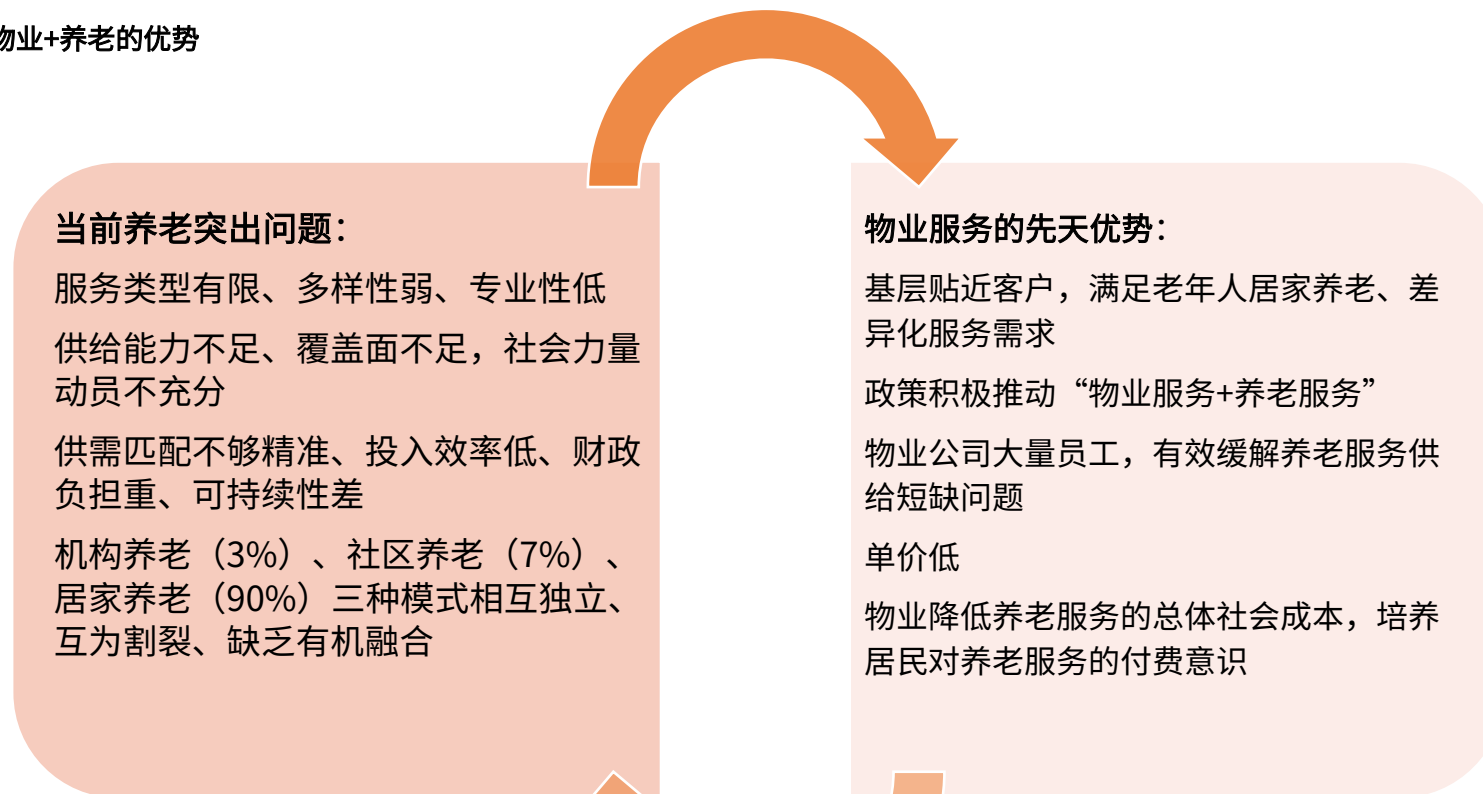
资料来源：wind，光大证券研究所整理,数据截至2023年

2.3、物业+养老：掘金中国“9073”养老市场

2021年4月8日，国家卫生健康委老龄健康司司长王海东表示，2035年，60岁及以上老年人口将突破4亿，占比将超过30%，中国将进入重度老龄化阶段，我国老年人大多数都在居家和社区养老，形成“9073”的格局，就是90%居家养老，7%社区养老，3%入住机构养老。在“9073”的养老格局下，物业主要聚焦的是90%的居家养老服务和7%的社区养老服务，业务协同性高，发展空间广阔。

详见20230615外发报告《把握银发经济，物管开辟社区增值新赛道——光大证券物业管理行业发展新路径系列报告（一）》。

图7：物业+养老的优势



资料来源：光大证券研究所整理

2.3、物业+养老：掘金中国“9073”养老市场



生活照料

生活照料服务主要为失能、失智以及护理型老人提供生活支援与协助，针对老年人的不同服务需求，制订个性化照料计划，增强老人积极投入生活的欲望，提高生活质量和品质。一般生活照料服务主要包括：协助日常生活、协助进餐、协助移动、协助清洁修饰、协助睡眠等。

助餐服务

助餐服务主要为居家老年人提供，以解决高龄和失能等特殊老年人“吃饭难”的问题。该服务依托镇（街道）居家养老服务中心、城乡社区居家养老服务照料中心、社会餐饮企业（或社区养老助餐中心）、养老机构等载体，为辖区内有需求的居家养老的老年人提供营养配餐、集中就餐、上门送餐等服务。

家政服务

包含一系列家庭保洁业务，例如家电清洗、家电维修、家具保养、除尘除螨、家庭环境检测等。考虑到大多数老年人行动不便，生活能力欠缺，该服务主要帮助老年人完成基本家务、排除安全隐患。

健康管理

健康管理为居家老人提供规范的基本医疗保健服务，对拥有慢性疾病、生活不能自理、长期卧床、晚期姑息治疗以及其他需要长期照料和护理服务的老年人提供包括专业护理、康复促进、安宁疗护等全生命周期服务。

远程服务

远程照顾服务搭建基于物业服务场景下的养老健康服务系统，完成远程居家看护、危机响应等服务。越秀服务旗下智慧养老系统，将养老、医疗器械、公区、户内设备接入IOT平台，对看护对象进行健康分析管理。

图8：椿萱茂为老人提供生活照料



资料来源：椿萱茂官网，光大证券研究所整理

图9：旭辉中睿府项目专业团队上门检查改造



资料来源：永升服务公众号，光大证券研究所整理

2.4、物业+旧改/城中村改造：政府-企业-居民三方共赢

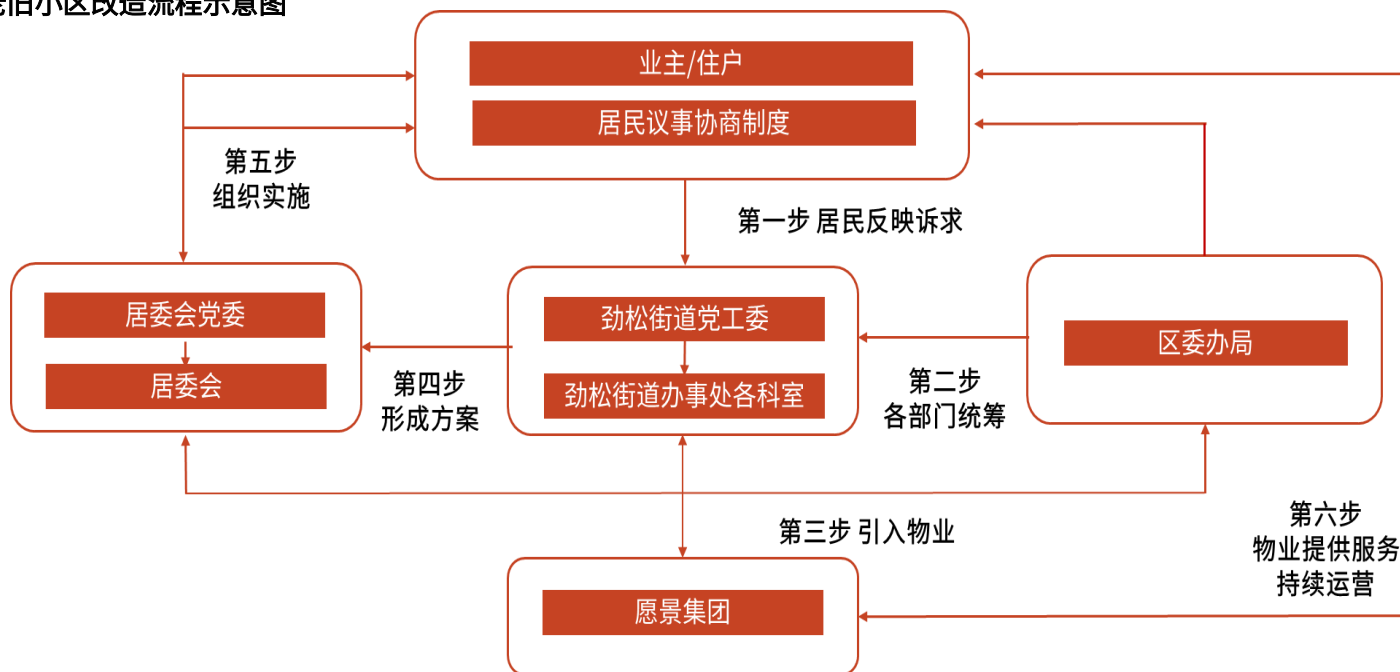


“十四五”规划纲要提出，加快推进城市更新，改造提升老旧小区、城中村等存量片区功能。城中村改造与旧改，均属于城市更新范畴。国务院指出，“十四五”期末（2025）要完成2000年前建成的老旧小区改造，老旧小区近17万个、涉及居民上亿人、超4200万户、建面约40亿平。旧改引入物业服务企业，扩大物管行业空间。详见20220802外发报告《物管行业发力掘金存量旧改——房地产（物业服务）行业跟踪》。

2023年7月21日，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，提出在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。2024年10月17日，住建部表示将通过货币化安置房方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造。

物业企业在前期的改造规划、中期协调各方参与力量、后期持续管理与运营方面均扮演重要角色，在国家大力推进城市更新的大背景下，“物管进村”有望迎来重要发展机遇。物业进驻城中村，提供街道、片区的一体化综合治理服务，包括街道环卫清洁、安保巡查等综合治理类服务，改造完成后，将部分无物业小区转化成物业管理小区，扩大了物业管理市场空间。详见20230730外发报告《物管助力城中村改造与可持续运营——房地产（物业服务）行业动态跟踪》。

图10：老旧小区改造流程示意图



资料来源：北京市规划和自然资源委员会，光大证券研究所绘制

2.5、物业+科技：降本、提质、增效



智慧园区的建设运营需要设计规划、基础建设、运行维护三个主要环节，逐步将数字技术从概念落到园区方方面面，在科技运营维护企业和专业物业服务企业的共同运营下，服务于园区业主，使其享受到更高端多样的便捷服务。科技企业与物业企业合作或以投资、直接输出等方式赋能物企，是其发挥自身技术壁垒优势，布局物业行业的更佳之举。

图11：物业公司参与智慧社区、智慧园区建设

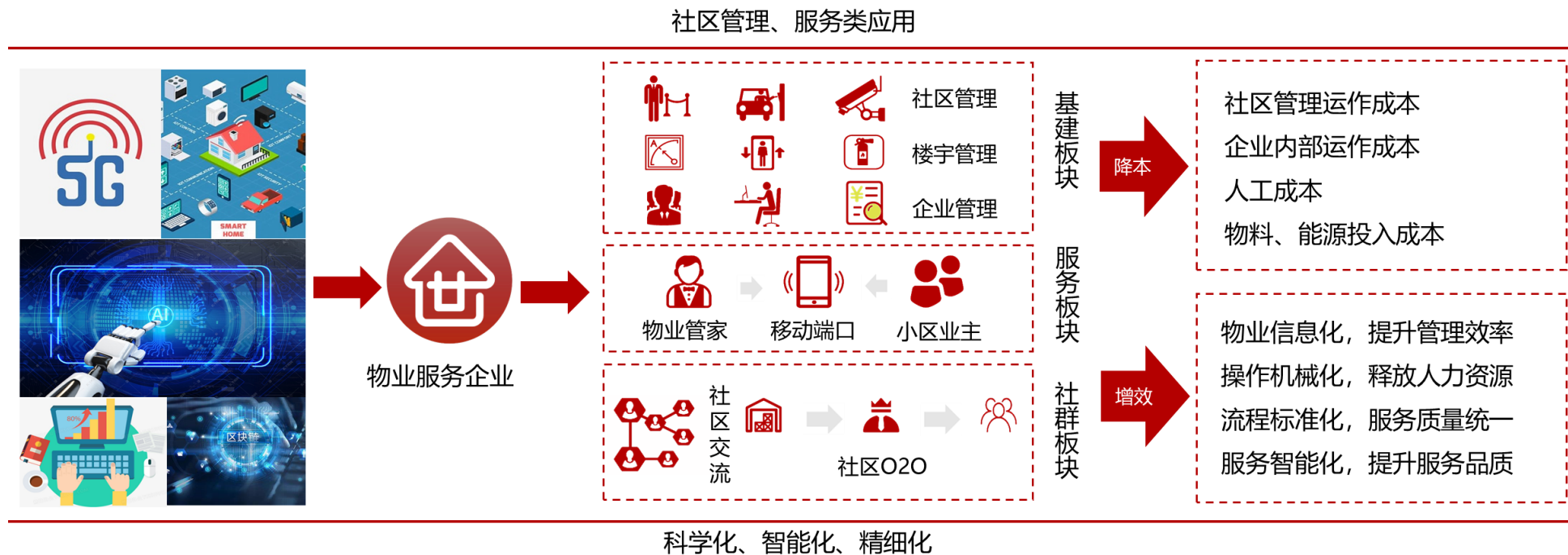


资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所绘制

2.5、物业+科技：降本、提质、增效

传统物业管理模式面对物业费涨价难、管理成本上升的局限，而智慧物业赋予物业管理新的收入增长点，多业态的增值服务为物业提价创造可能，智能化管理为运营成本下降、管理效率提升提供保障，数字化的模式为全套管理的对外输出提供支持。因此，物业科技可有效提高企业利润率水平。详见20200305外发报告《物管搭台，科技唱戏——物业管理与科技行业联合研究报告（1）》。

图12：物业+科技实现降本增效



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所绘制

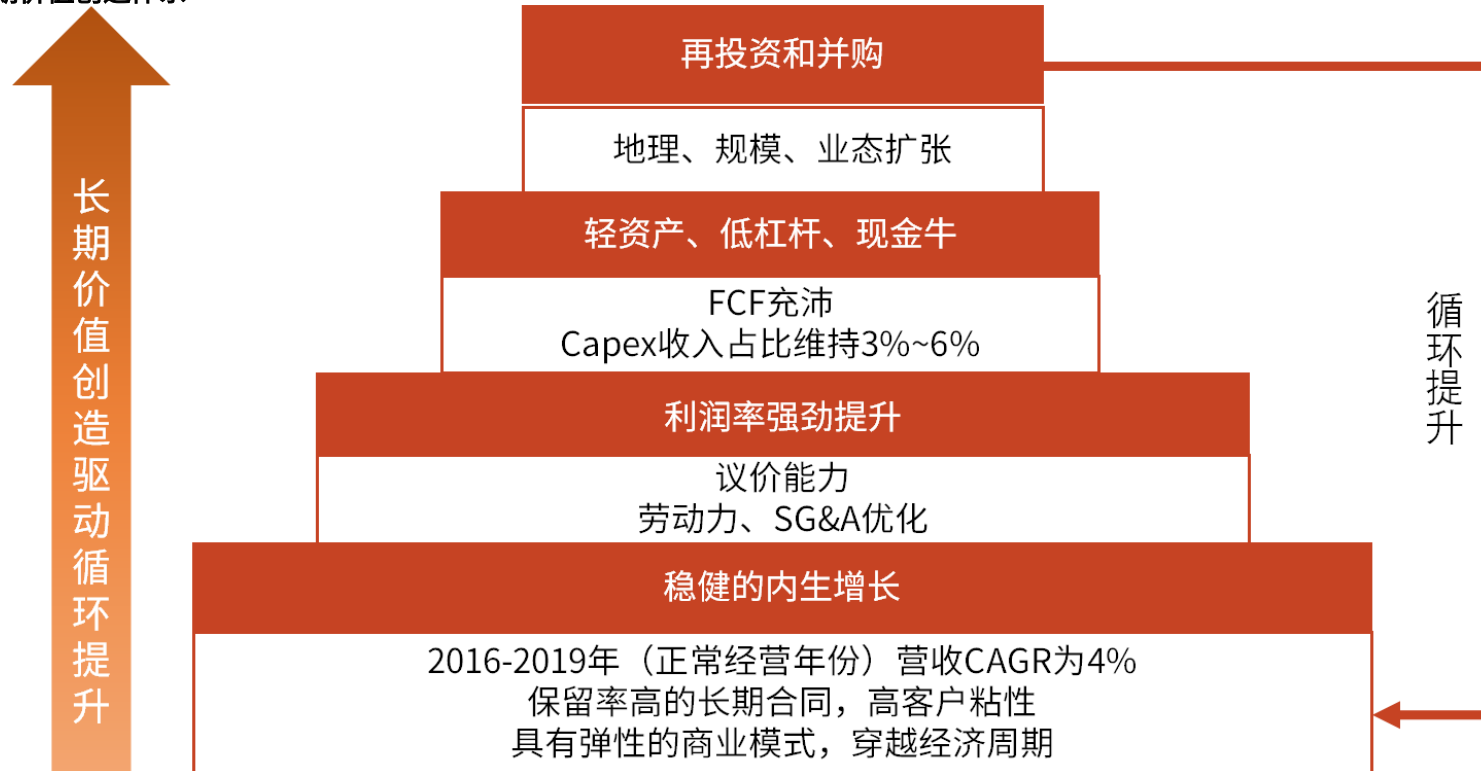
3.1、海外龙头借鉴：全球标杆综合后勤服务公司——爱玛客



纵观欧美物业服务行业近百年发展史，随着城市化进程加速、民众消费升级、服务消费意识觉醒等因素，行业内崛起了如爱玛客（Aramark）、索迪斯（Sodexo）、康帕斯（Compass）、Firstservice等国际物业服务巨头，这些行业巨头历史悠久、客户粘性强、龙头地位稳固，有着很强的代表性及借鉴意义。

爱玛客于1932年从自动售货行业起家，切入团餐服务和综合后勤服务领域，此后凭资本之力通过不断的收并购持续扩展物业服务范围，多元化的赛道组合为公司提供稳健收入，分散经济周期风险。详见外发报告20210928《透视爱玛客（ARMK.N），全球标杆服务公司九十年发展之路——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（1）》。

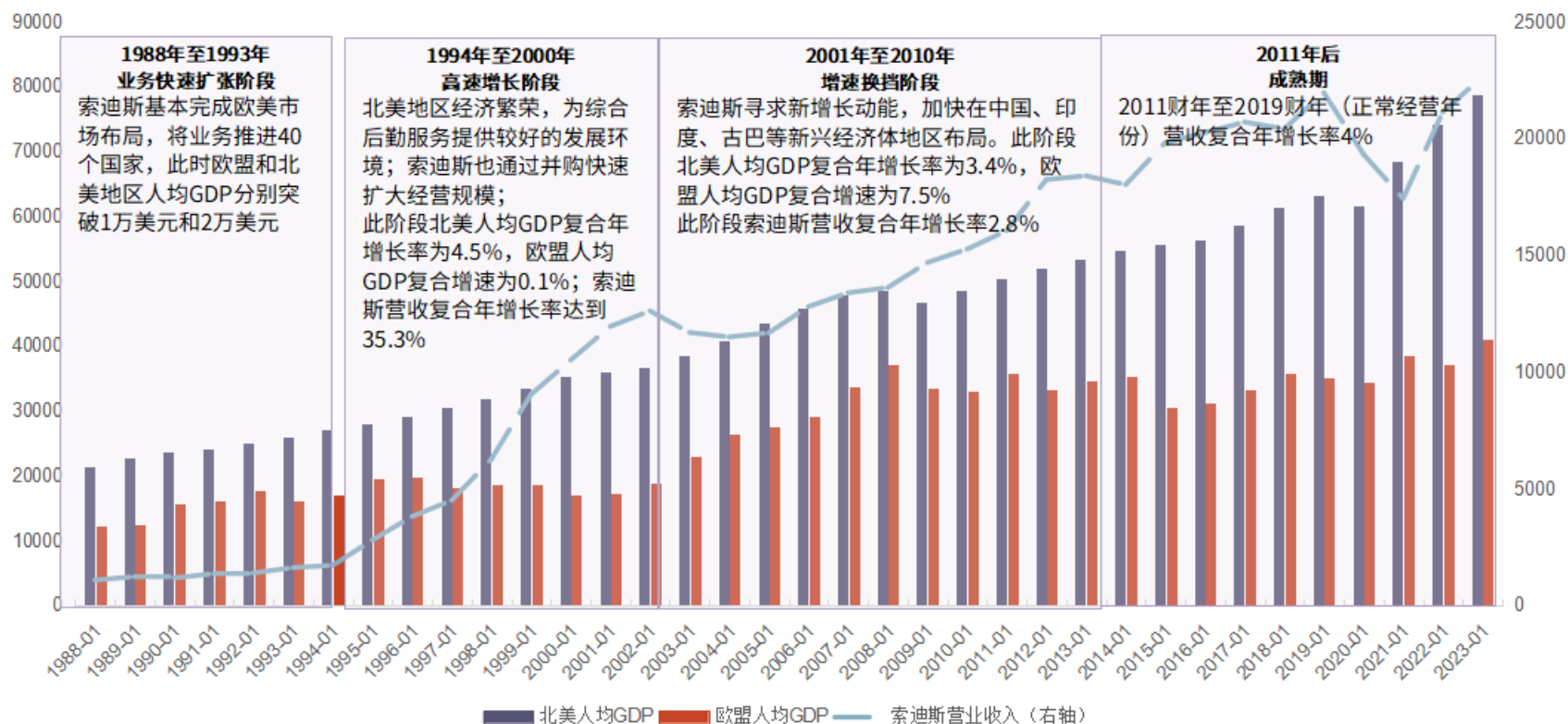
图13：爱玛客长期价值创造体系



3.1、海外龙头借鉴：全球标杆综合后勤服务公司——索迪斯

索迪斯在高速增长期营业收入复合增速约为35%；步入成熟期，作为综合后勤服务全球巨头，尽管业绩增速并不亮眼，但其长期可持续增长的模式依旧赢得资本市场的认可，详见外发报告20211123《借鉴索迪斯（SW.PA），五十年领跑全球IFM——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（2）》。

图14：索迪斯不同发展阶段的营业收入



资料来源：索迪斯公司公告，wind，人均GDP统计区间为1988年至2023年；索迪斯营业收入数据统计区间为1988财年至2023财年，光大证券研究所整理；左轴单位：美元；右轴单位：百万欧元

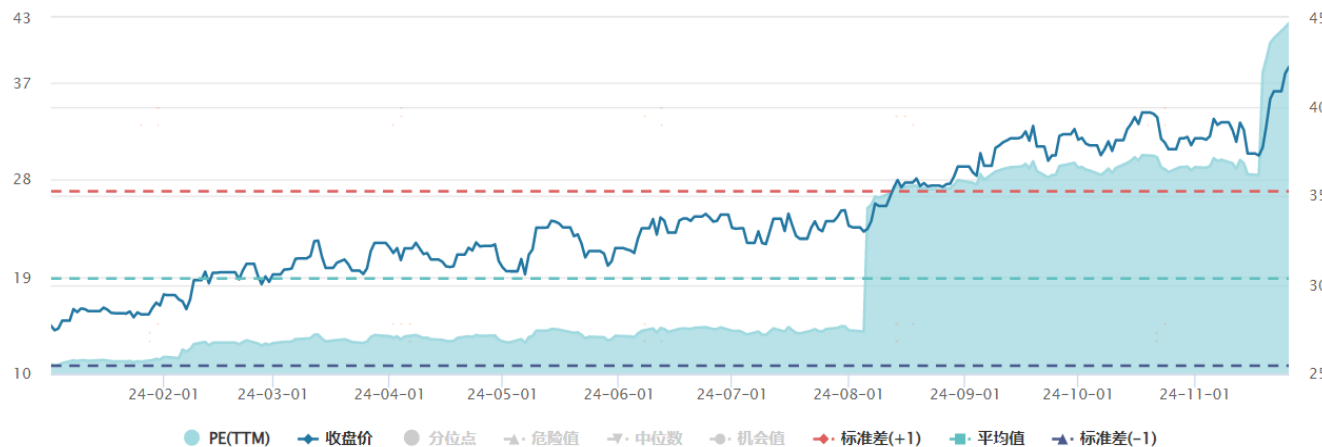
3.1、海外龙头借鉴：成熟期的综合后勤服务公司

2024年年初至11月26日，爱玛客平均PE-ttm估值为18.8倍，索迪斯平均PE-ttm估值为15.3倍，体现出市场给予成熟期物管龙头公司的估值水平。

作为综合后勤服务全球巨头，尽管业绩增速并不亮眼，但其长期可持续发展的模式依旧赢得资本市场的认可。爱玛客和索迪斯与国内传统的物业公司相比，主要有三大差异：

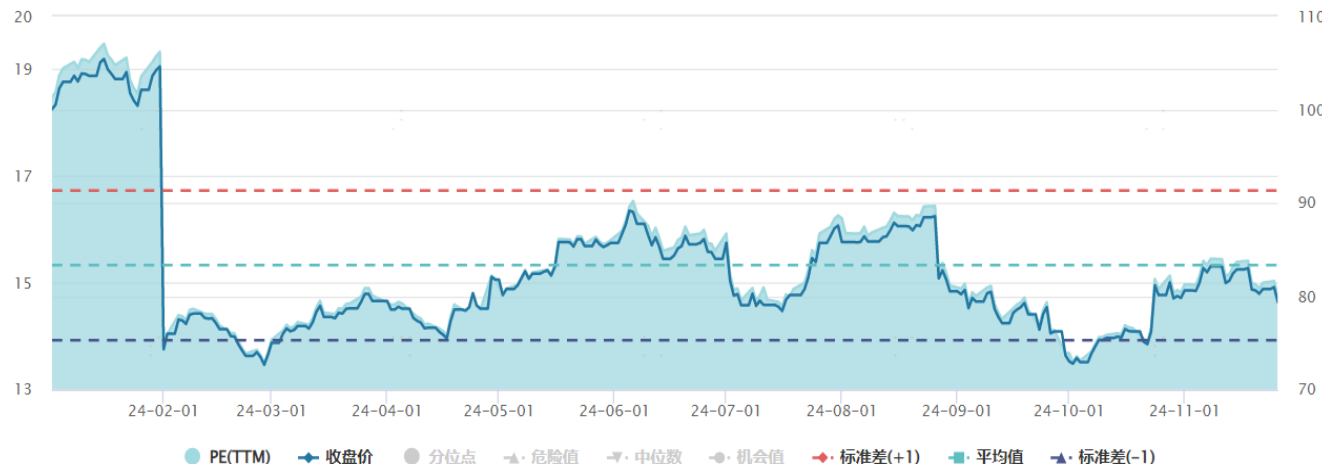
- 1、二者专注于非住宅业态，国内物业公司多以住宅服务为主，少量企业专注于非住宅业态并建立领先优势，如招商积余、新大正、特发服务。
- 2、提供综合后勤服务，满足客户更高层次需求。
- 3、爱玛客和索迪斯有较长发展历史，处于成熟期，而我国物业公司大多仍处在成长期。

图15：爱玛客PE-ttm走势（2024.1.2-2024.11.26）



资料来源：wind，光大证券研究所整理，左轴为PE(TTM)，右轴为收盘价，单位：美元

图16：索迪斯PE-ttm走势（2024.1.2-2024.11.26）



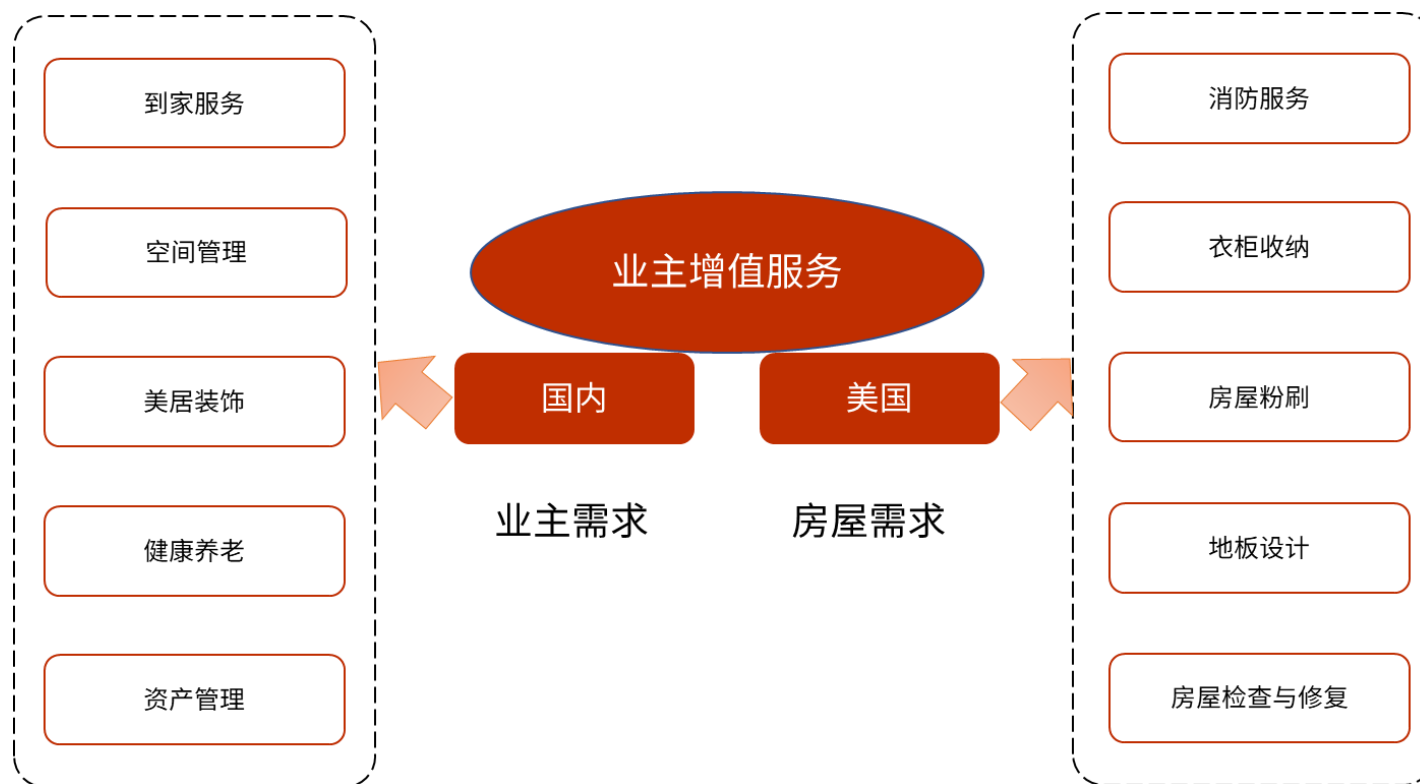
资料来源：wind，光大证券研究所整理，左轴为PE(TTM)，右轴为收盘价，单位：欧元

3.2、海外龙头借鉴： FirstService， 稳健增长的住宅物管公司



成立于1989年的FirstService是北美地区的社区物业服务行业龙头，当前已经发展成典型物业管理公司的成熟形态，并且仍通过增值服务的高速增长，保持经营稳健及持续扩张，其发展路径、经营模式对于国内物业企业的前景探索具有较强的借鉴意义。公司通过内生增长和收购活动创造了稳健的收入和利润增长，“物业管理+增值服务”双轮驱动，通过并购扩大业务经营覆盖范围和业务板块数量，管理和经营模式成熟，非常注重精细化运营，在设施设备和员工培训方面不吝成本，高度关注客户体验。详见20220118发布的报告《聚焦FirstService (FSV.O)，何以支撑60倍PE高估值？——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（3）》

图17： FirstService和国内物业企业增值服务的常规业务范围对比



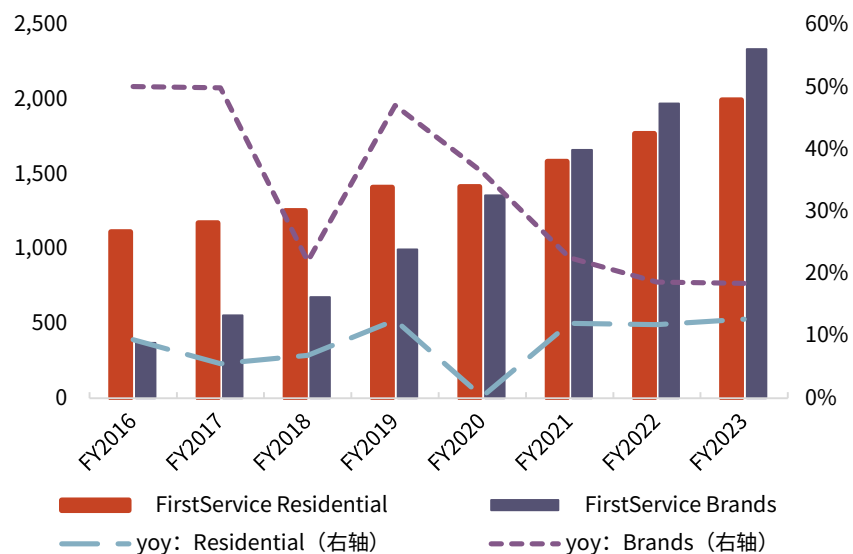
3.2、海外龙头借鉴： FirstService， 稳健增长的住宅物管公司



除了其轻资产、稳定的现金流创造能力之外，FirstService还具备一定的消费属性，体现在增值服务，包括定制居家收纳、房屋粉刷、地板覆盖、损失修复与重建、房屋检查等，拥有七大品牌，以及众多特许经营加盟店和众多公司自营网点，从收入构成看，超过50%的收入来源为增值服务，这赋予公司一定的消费属性。

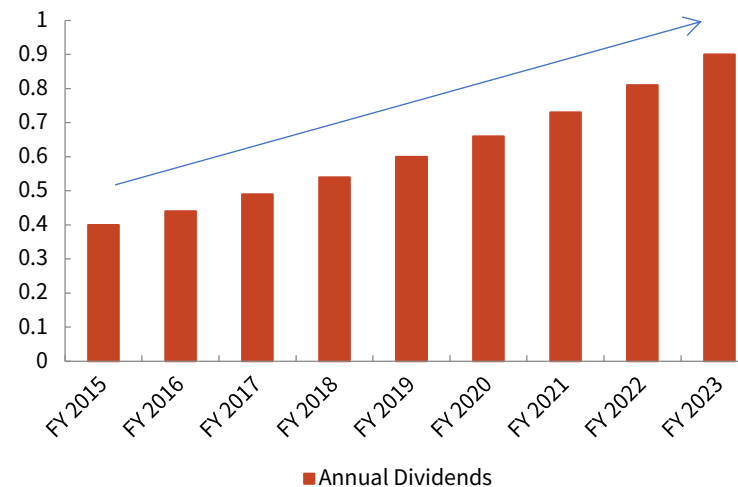
FirstService物业管理合同的期限通常为一至三年，由于业主委员会制度较为完善，合同到期后，FirstService可以订立新合同，根据新合同状态下的经济形势和人工成本进行重新定价，从而缓解成本压力，公司凭借优质服务获得高客户粘性，多年客户保留率在95%左右，合同续签的保障较高。

图18： FirstService收入拆分（百万美元）与增速



资料来源：FSV公司公告，光大证券研究所绘制

图19： FirstService年度分红（美元/股）



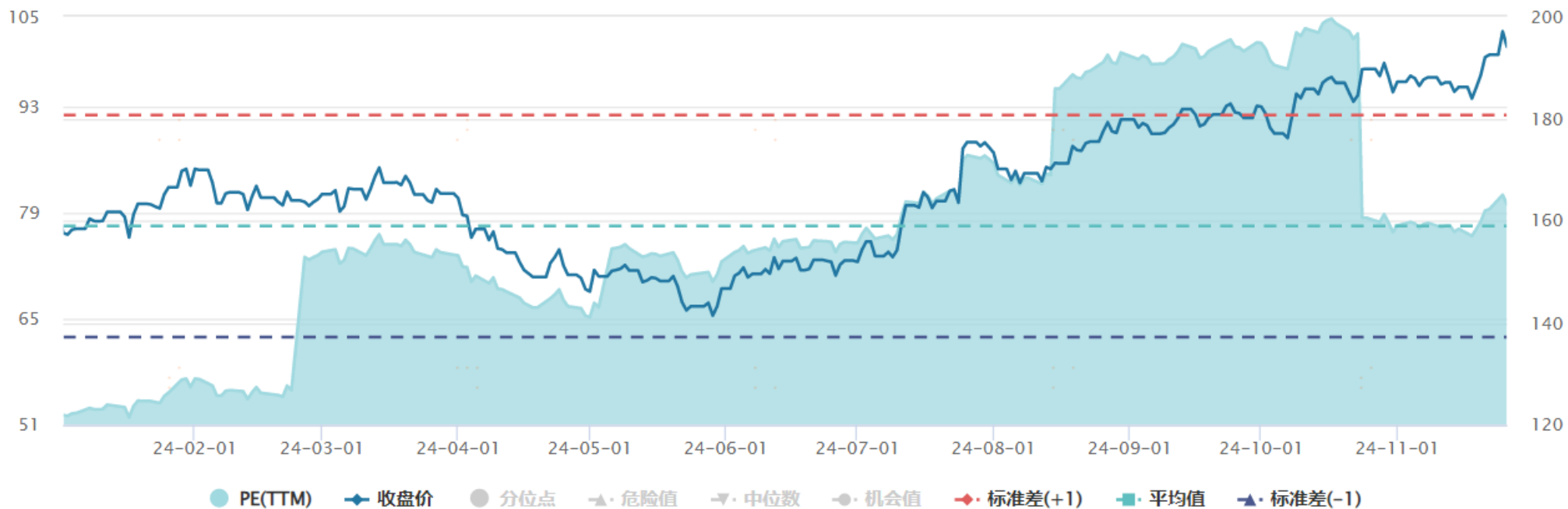
资料来源：FSV公司公告，光大证券研究所绘制

3.2、海外龙头借鉴： FirstService， 稳健增长的住宅物管

FirstService经历30多年发展，仍然处于稳健增长阶段，近五年（2019-2023），公司营业收入CAGR为16%，EPS（调整）的CAGR为12%。

FirstService股价表现明显优于大盘指数和房地产指数，有较强的阿尔法属性。从估值上看，市场给予成长期的物业公司较高的估值，2024年年初至11月26日，FirstService平均PE-ttm为77倍，近十年，平均PE-ttm估值为62倍，也明显高于当前国内物业公司的估值水平。

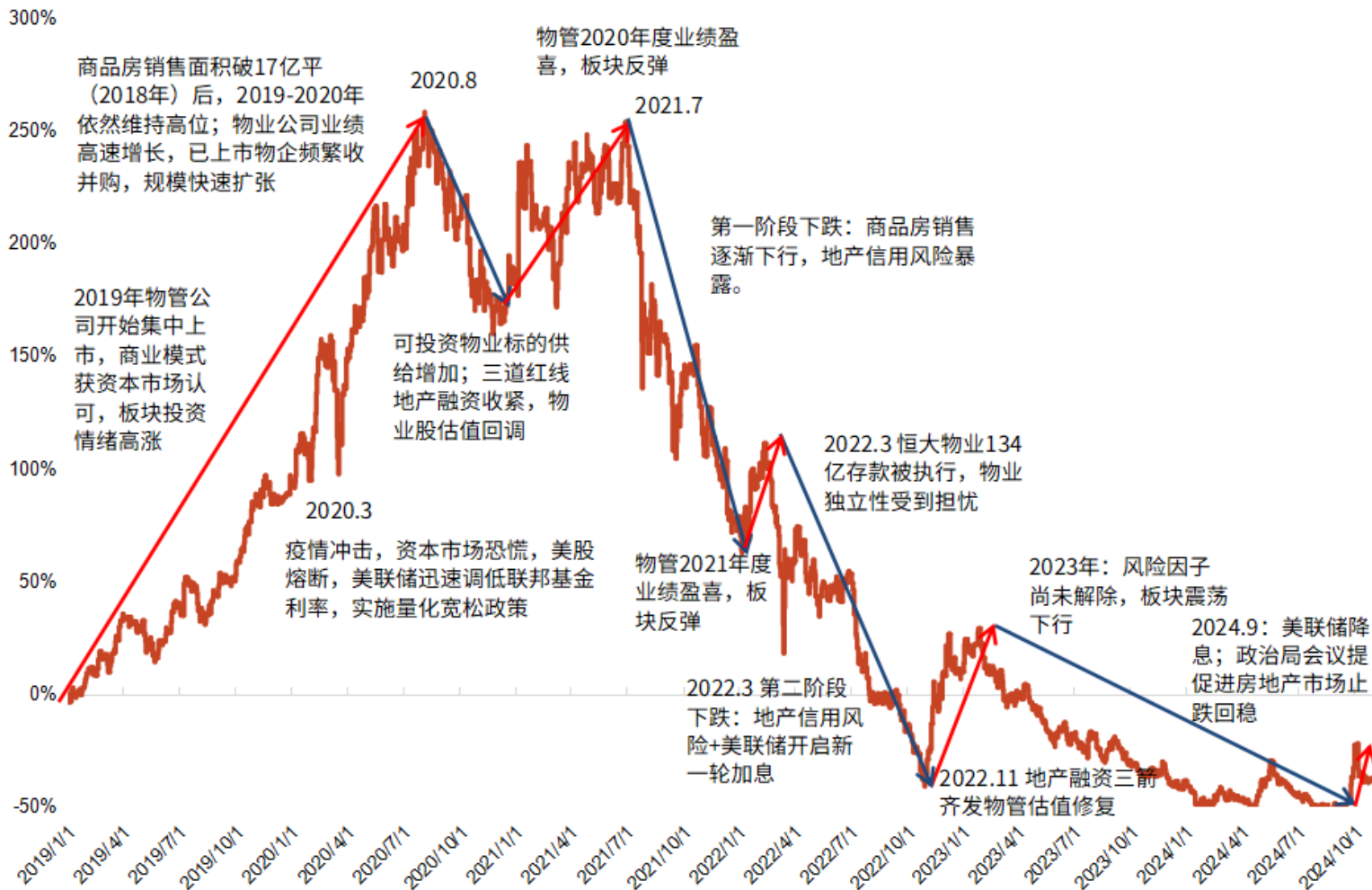
图20： Firstservice近期PE-ttm估值（2024.1.2-2024.11.26）



资料来源：wind，光大证券研究所，左轴为PE(TTM)，右轴为收盘价，单位：美元

4、板块资本市场表现：板块指数已回调至历史低位

图21：恒生物业服务及管理指数（HSPSM.HI）走势复盘（2019.1.1-2024.11.12）



资料来源：wind，新浪财经、人民网等，光大证券研究所绘制，截至2024年11月12日

4、板块资本市场表现：年初以来样本股平均涨幅+6.9%

2024年来，虽然地产信用风险影响持续，但物管公司表现出较强的增长韧性，收入增长稳健，叠加美联储9月中旬首次降息进入降息周期，中央不断出台支持性财政和货币政策，多因素影响下，重点物管公司资本市场表现较去年有所回升，2024年初至2024年11月12日，重点公司平均涨跌幅为+6.9%，物业板块处于底部反弹阶段。

表3：重点公司2024年累计涨跌幅及估值表现（截至2024年11月12日）

代码	简称	总市值 亿人民币	股价 元/港元	PE(LYR)	PE(TTM)	年初至今 涨跌幅
1209.HK	华润万象生活	694.7	32.90	23.2	20.0	24.3%
2602.HK	万物云	246.6	22.75	12.4	14.1	0.4%
2669.HK	中海物业	174.7	5.75	12.7	11.9	1.4%
6098.HK	碧桂园服务	169.8	5.49	56.9	-27.1	-13.5%
6049.HK	保利物业	168.7	32.95	12.0	11.4	18.3%
001914.SZ	招商积余	121.6	11.47	16.5	16.0	-2.2%
2869.HK	绿城服务	114.7	3.92	18.6	16.3	40.7%
1516.HK	融创服务	55.1	1.95	-12.4	-4.4	11.3%
3316.HK	滨江服务	47.3	18.48	9.4	8.8	25.1%
6626.HK	越秀服务	44.0	3.14	8.9	8.4	29.0%
3319.HK	雅生活服务	42.4	3.23	9.0	-2.1	-7.9%
9666.HK	金科服务	40.9	7.15	-4.2	-3.0	-35.2%
2156.HK	建发物业	32.6	2.50	6.8	6.6	-20.4%
1755.HK	新城悦服务	26.9	3.34	5.9	5.9	13.9%
002968.SZ	新大正	23.4	10.35	14.6	16.6	-14.7%
0816.HK	金茂服务	23.1	2.76	6.7	6.2	68.3%
0873.HK	世茂服务	21.2	0.93	7.6	6.9	-21.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理；H股股价：港元/股，A股股价：元/股；按总市值由大到小排序；
汇率：1HKD=0.925CNY

4、板块资本市场表现：民企物管估值波动更大



2022年、2023年、2024年1月1日至11月12日，样本股的综合PE-ttm的年平均数分别为19/16/11，估值连续下台阶。

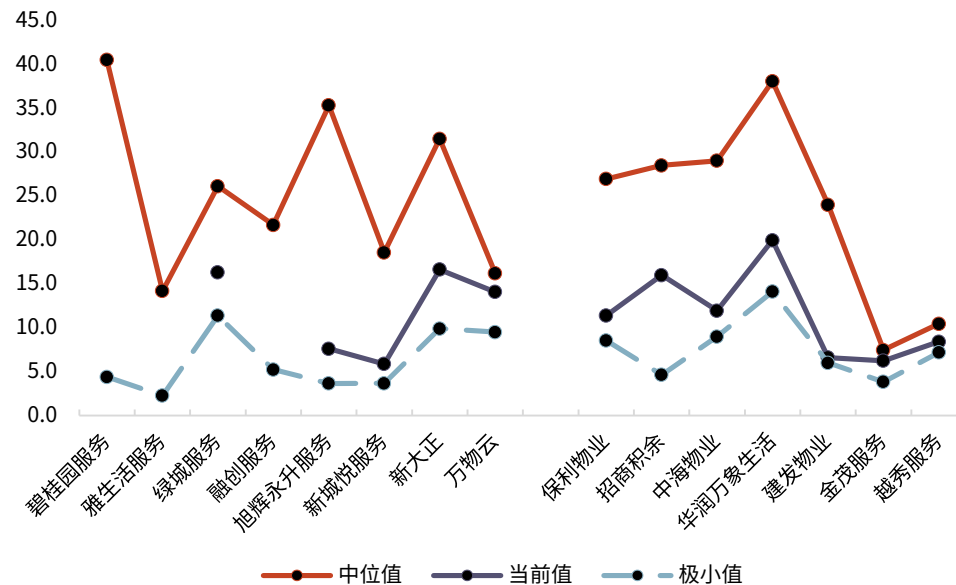
2024年，国企民企物管PE-ttm估值由上年国企物管估值整体显著高于民企转变为两者基本相当，国企物管PE-ttm有所下降，民企物管PE-ttm有所回升。综合来看，民企物管的估值波动更大，受政策及行情影响更明显。

图22：民企/国企物管公司的PE-ttm均值走势（2019.1.1-2024.11.12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图23：重点公司的PE-ttm估值（2019.1.1-2024.11.12）



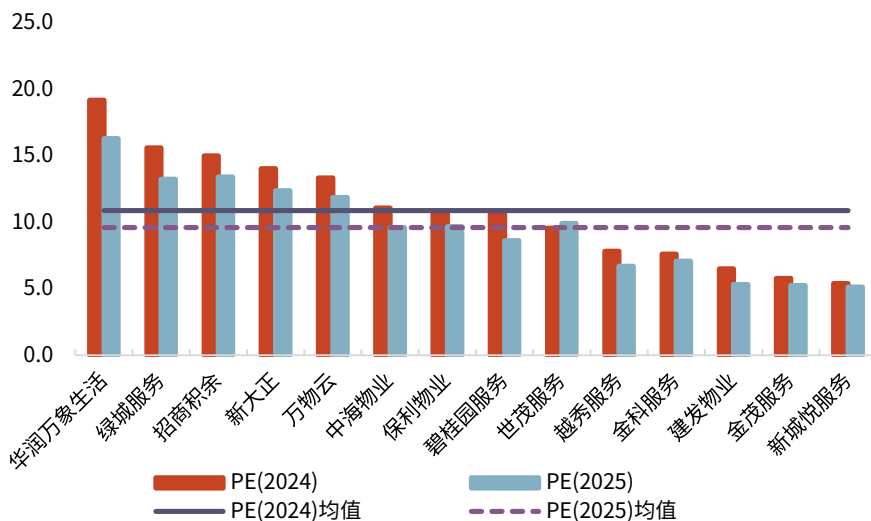
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、板块资本市场表现：2025年wind一致预期PE为10倍

截至2024年11月12日，重点公司2024年wind一致预期PE均值为11倍，2025年为10倍。

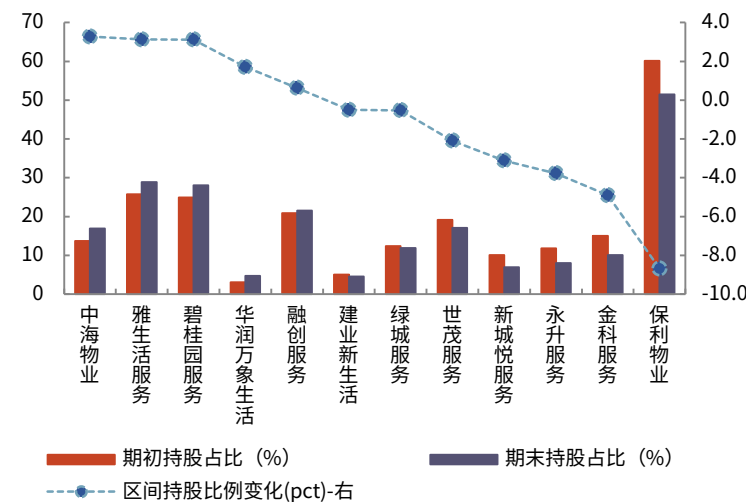
2024年初至11月12日，港股通增持比例前三家为：中海物业 (+3.28pct)，雅生活服务 (+3.13pct)，碧桂园服务 (+3.12pct)；港股通减持比例前三家为：保利物业 (-8.68pct)，金科服务 (-4.91pct)，永升服务 (-3.78pct)。

图24：重点公司2024及2025年wind一致预期PE（截至2024.11.12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图25：重点公司2024年以来港股通持股比例变化（截至2024.11.12）



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、板块资本市场表现：PEG角度，估值仍偏低

从PEG角度看，多数物管股处于低估状态（PEG低于1），其中隐含市场对物业公司地产关联方信用风险暴露的担忧，以及地产下行对于物业公司发展速度的影响，但从长周期视角看，参考海外综合后勤服务公司的稳态估值以及住宅物业管理公司在稳健增长期的估值，国内物管公司当前的估值已经偏离基本面，在地产影响出清后板块有望获得估值修复。

表4：重点公司PEG

公司名称	EPS复合增速	PE 2025E	PEG (2025)
华润万象生活	19%	16	0.8
招商积余	11%	13	1.2
中海物业	16%	10	0.7
保利物业	12%	10	0.8
建发物业	14%	5	0.4
越秀服务	16%	7	0.4
金茂服务	12%	5	0.4
绿城服务	18%	13	0.7
万物云	6%	12	1.9
新大正	10%	12	1.2
金科服务	7%	7	1.0
融创服务	/	/	/
碧桂园服务	15%	9	0.6
新城悦服务	7%	5	0.8

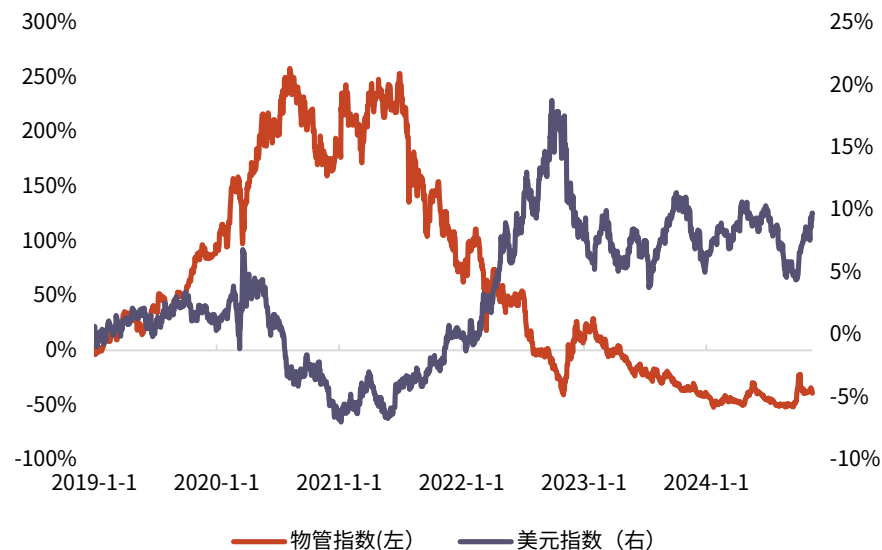
资料来源：Wind，光大证券研究所整理；时间截至2024.11.12
EPS复合增速为2023-2026年复合增速，数据来自wind一致预期

4、板块资本市场表现：仍受市场流动性和地产风险影响



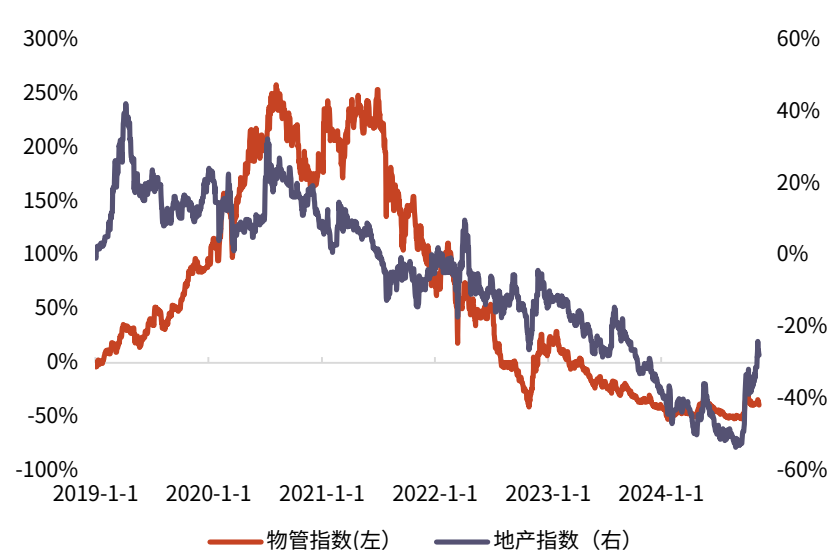
物业板块与美元指数走势大致上呈反向变动关系，与申万房地产指数走势较为同步，表明物业股整体上仍然受到市场流动性和房地产风险的持续影响。

图26：物管指数与美元指数走势对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，指数走势计算基准时间点为2019.1.1，时间截至2024.11.12

图27：物管指数与申万房地产指数走势对比



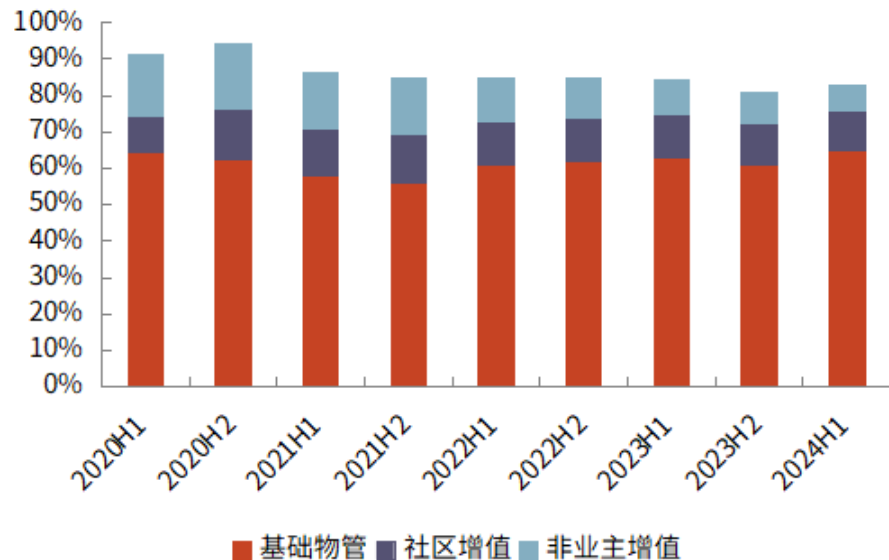
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，指数走势计算基准时间点为2019.1.1，时间截至2024.11.12

5.1、基本面：穿越周期的业务组合



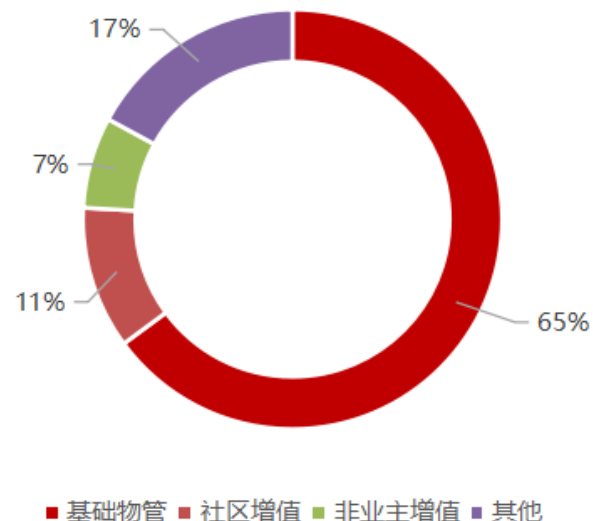
近年来，物业公司业务结构不断优化，地产关联业务占比不断降低，经营安全性有所提升。2024H1，重点物业公司基础物管/社区增值/非业主增值/其他业务收入占比分别为：65%/11%/7%/17%，其中物业管理业务、其他业务中的城市服务等合约稳定，这赋予物业公司较强的抵御周期波动的能力。

图28：近年重点物业公司各业务收入占比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；基本面分析章节数据口径均为17家重点公司，包括国企：中海物业、保利物业、华润万象生活、招商积余、越秀服务、金茂服务、建发物业；民企：万物云、绿城服务、碧桂园服务、新城悦服务、雅生活服务、金科服务、融创服务、新大正、滨江服务、世茂服务

图29：2024H1重点物业公司各业务收入占比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

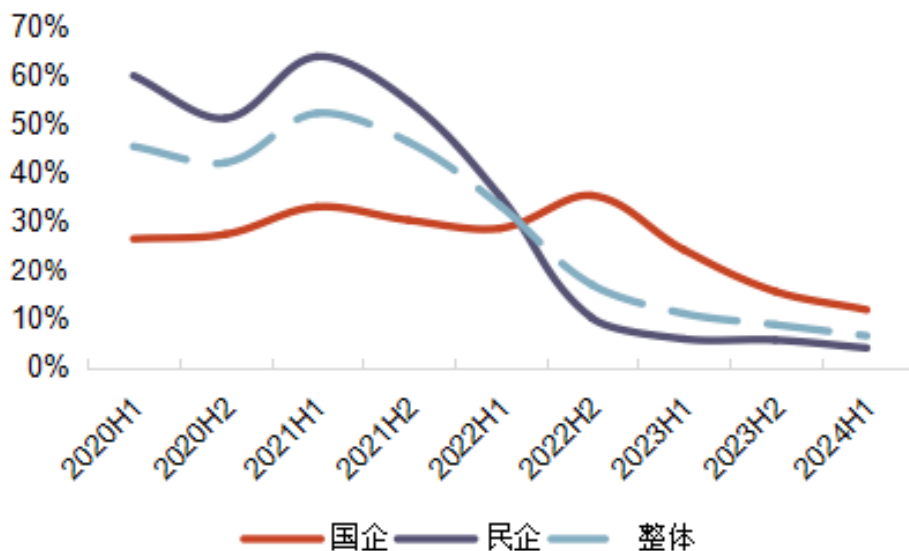
5.1、基本面：收入和利润增长稳定



2020H1至2022H1，重点公司营业收入同比增速维持30%以上高速增长，民企物管营收增速高于国企物管；2022H2受房地产行业下行和宏观环境影响，营收增速快速下滑至17%，得益于稳健经营，国企增长开始反超民企；2024H1整体营收增速为7%，其中国企12%，民企4%。

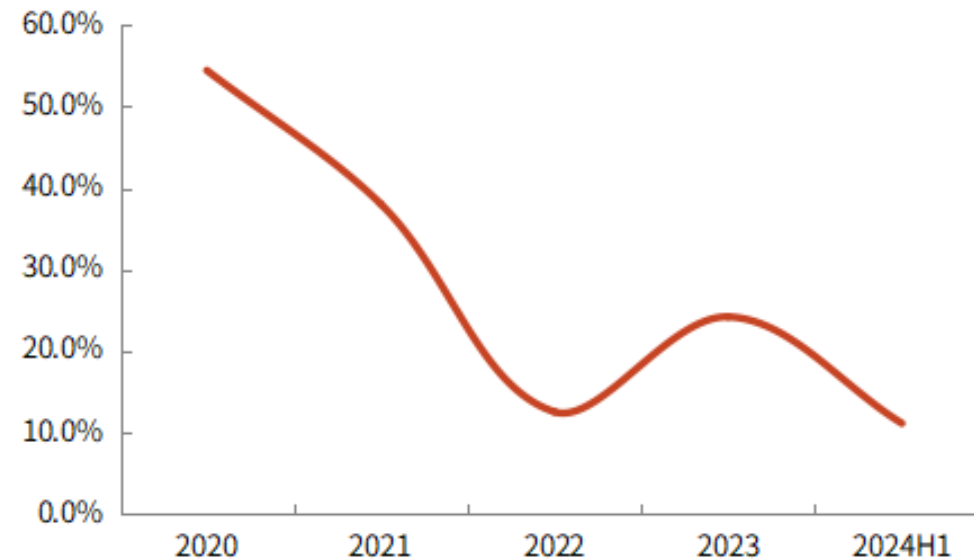
不考虑计提大额关联方贸易应收款减值的公司（即碧桂园服务、雅生活服务），重点公司整体增长稳健，2024H1重点公司整体归母净利润同比增长11.1%。

图30：近年重点公司营收同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图31：近年行业归母净利润同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，剔除计提大额减值的物业公司

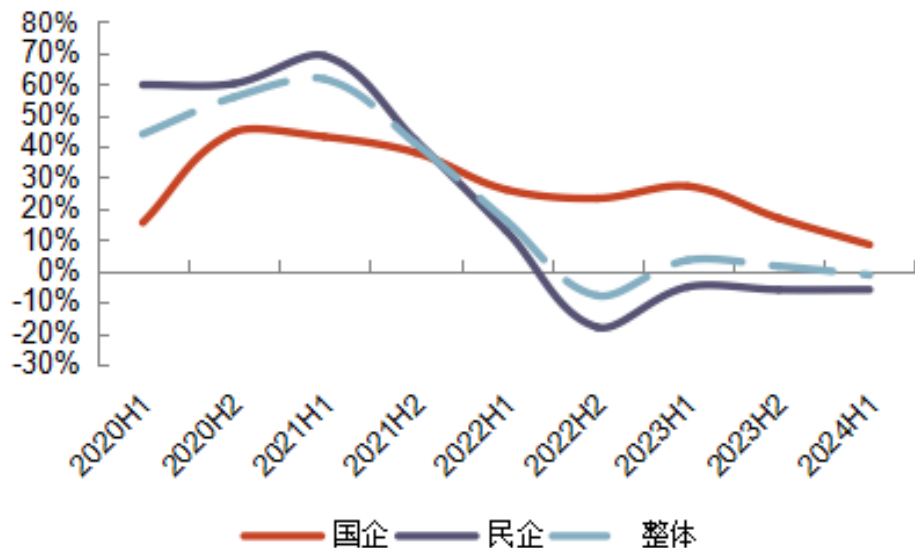
5.1、基本面：毛利率同比下滑但环比有所改善



2024H1，物管公司毛利同比增长-1%，其中国企同比增速8%；民企同比增速-6%。

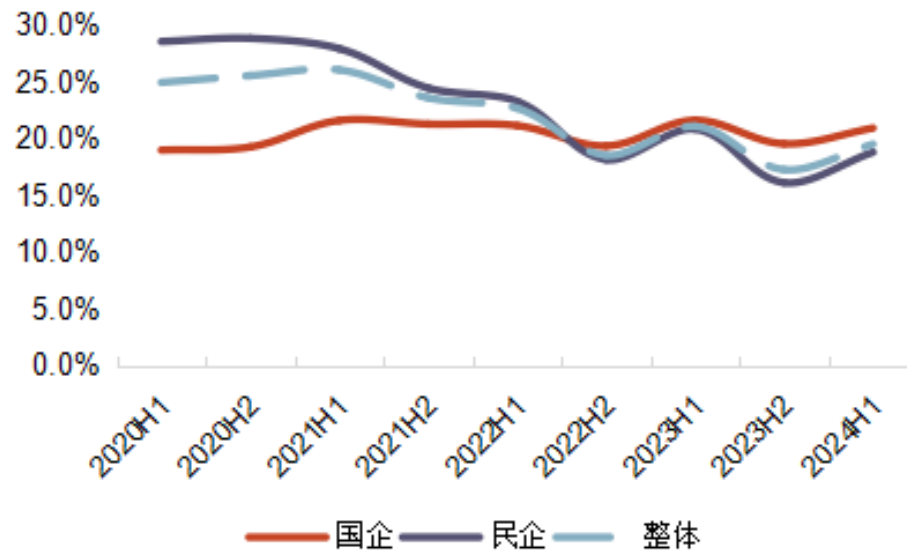
2024H1，物管公司整体毛利率为19.6%，其中国企21.0%，民企18.9%，整体毛利率较2023H2有所回升，但较2023H1仍然呈现同比下滑趋势。

图32：近年重点公司毛利同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图33：近年重点公司毛利率变化



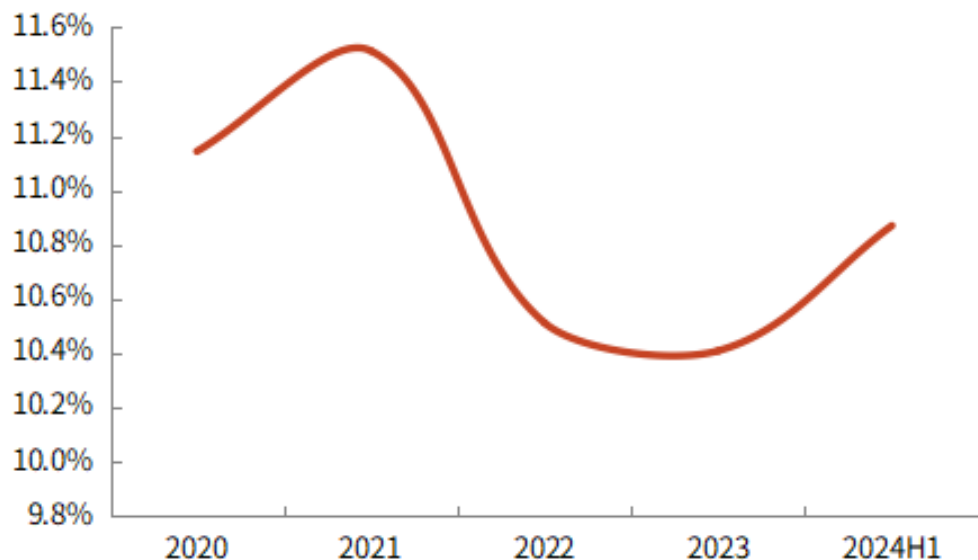
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5.1、基本面：归母净利润率修复，销售管理费用率持续优化

2024H1，重点公司归母净利润率为10.9%（不考虑计提大额关联方贸易应收款减值的物业公司），归母净利润率较2023年全年（10.4%）有所修复。

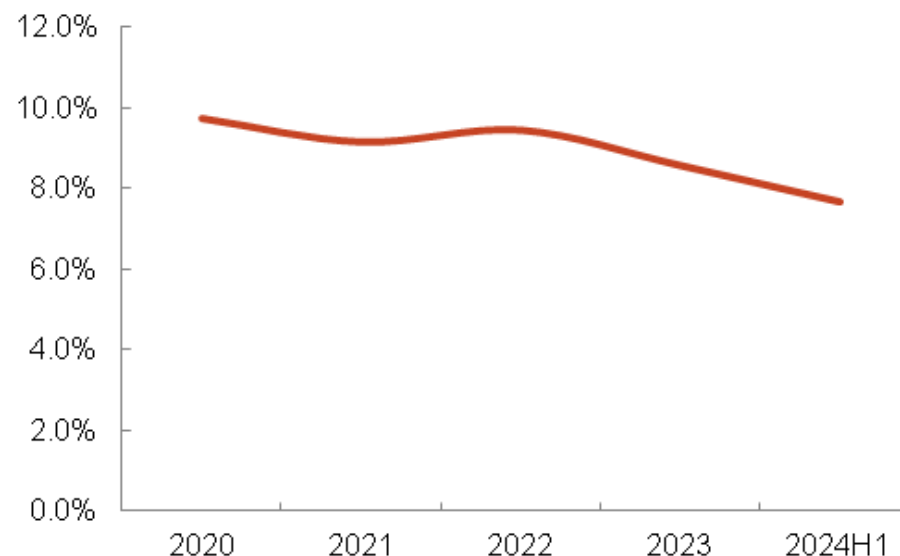
2020-2023年，重点公司销售管理费用率算术平均值由9.7%降低至8.6%，2024H1进一步降低至7.7%。

图34：近年重点公司归母净利润率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，剔除计提大额减值的物业公司

图35：近年重点公司销售管理费用率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5.1、基本面：贸易应收款减值拨备横向比较



2024H1，物业公司利润仍然受到应收款减值的影响，从15家样本公司贸易应收款减值拨备情况看，14家公司拨备比例较2023年同期有所提升，8家公司拨备比例较2023年全年有所下降，部分公司对地产关联应收款减值计提较为充分，后续贸易应收款减值对物业公司利润的影响有望得到缓解。

表5：金融资产减值对核心经营利润的影响（金融资产减值/核心经营利润）

公司名称	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
华润万象生活	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
越秀服务	-0.7%	-0.8%	-1.3%	-1.0%	-2.0%
招商积余	-2.6%	-1.3%	-4.0%	-5.4%	-3.8%
建发物业	-0.3%	-1.9%	-0.5%	-2.7%	-4.0%
保利物业	-3.1%	-2.3%	-1.3%	-3.0%	-4.4%
中海物业	-1.9%	-3.3%	-2.5%	-4.3%	-5.5%
金茂服务	-1.7%	-1.9%	-3.0%	-0.2%	-7.0%
新大正	-3.8%	5.3%	-4.6%	-4.8%	-8.0%
万物云	-3.5%	-9.6%	-12.1%	-19.6%	-13.0%
绿城服务	-8.4%	-14.5%	-15.6%	-16.3%	-16.3%
碧桂园服务	-3.6%	-12.2%	-57.3%	-9.9%	-16.3%
新城悦服务	-12.6%	-19.0%	-32.3%	-19.7%	-24.9%
融创服务	-11.7%	-202.6%	-87.6%	-7.8%	-200.1%
金科服务	-5.0%	-565.4%	-454.9%	-47.3%	-222.5%
雅生活服务	-5.9%	-20.0%	-31.4%	-4.0%	-345.9%

资料来源：各公司历年年报、半年报，光大证券研究所整理，
使用金融资产减值/核心经营利润衡量金融资产减值对核心经营利润的影响
核心经营利润=毛利-销售管理费用

表6：贸易应收款减值拨备比例

公司名称	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
建发物业	4.9%	4.1%	3.5%	2.5%	2.9%
新大正	6.2%	5.4%	4.8%	2.5%	3.1%
金茂服务	1.4%	2.0%	3.0%	2.5%	3.6%
招商积余	5.3%	8.1%	4.3%	3.6%	3.8%
保利物业	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	4.1%
华润万象生活	0.8%	1.0%	3.1%	1.5%	4.3%
越秀服务	5.4%	4.9%	5.9%	4.0%	5.3%
万物云	2.9%	3.5%	5.8%	4.5%	5.4%
中海物业	9.1%	6.7%	6.9%	6.0%	6.7%
绿城服务	8.9%	8.4%	8.4%	8.1%	8.1%
新城悦服务	12.3%	9.5%	13.5%	9.3%	15.0%
碧桂园服务	2.7%	3.7%	16.1%	5.1%	15.7%
雅生活服务	8.3%	11.2%	13.7%	10.8%	38.6%
融创服务	4.6%	35.1%	44.2%	31.8%	49.8%
金科服务	3.7%	41.0%	47.0%	39.6%	50.4%

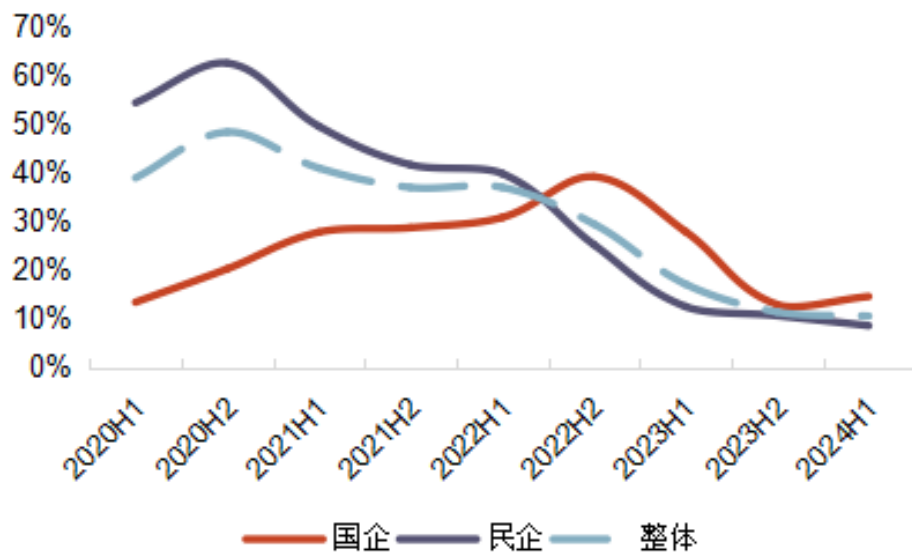
资料来源：各公司历年年报、半年报，光大证券研究所整理

5.1、基本面：基础物管增长稳健，仍为收入和利润支柱



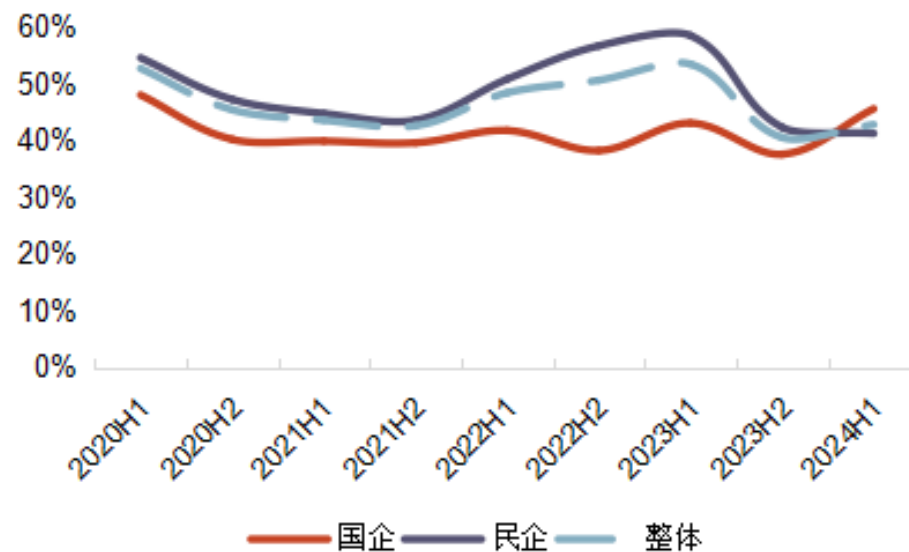
随着在管面积增速放缓，基础物管业务收入增速同步回落，2024H1重点公司基础物管收入同比增长10.7%，其中国企14.7%，民企8.8%；整体来看，基础物管收入占比64.9%，毛利占比42.9%，仍然是物业公司最大的收入和利润来源。

图36：重点物管公司基础物管收入增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图37：重点物管公司基础物管毛利占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

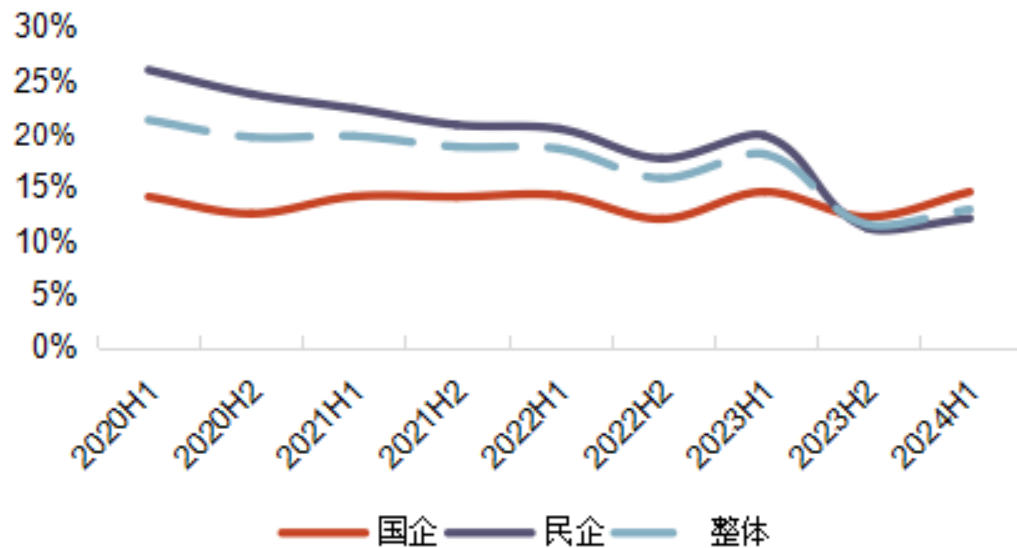
5.1、基本面：国企基础物管毛利率稳中有升



国企组：近年国企物管基础物业服务毛利率稳中有升，2024H1平均值为16.4%，其中建发物业、金茂服务、保利物业基础物管毛利率较高，分别为25.2%/18.0%/16.8%；

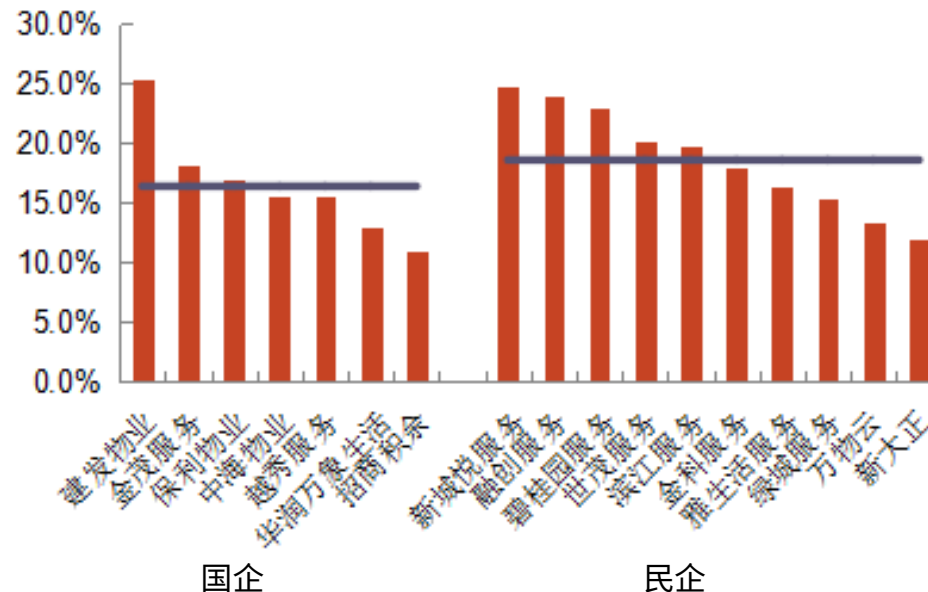
民企组：近年民企物管基础物业服务毛利率不断下滑，但总体仍高于国企物管，2024H1平均值为18.6%，其中新城悦服务、融创服务、碧桂园服务基础物管毛利率较高，分别为24.7%/23.8%/22.9%。

图38：重点公司近年基础物业管理业务毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图39：2024H1基础物业管理业务毛利率横向对比



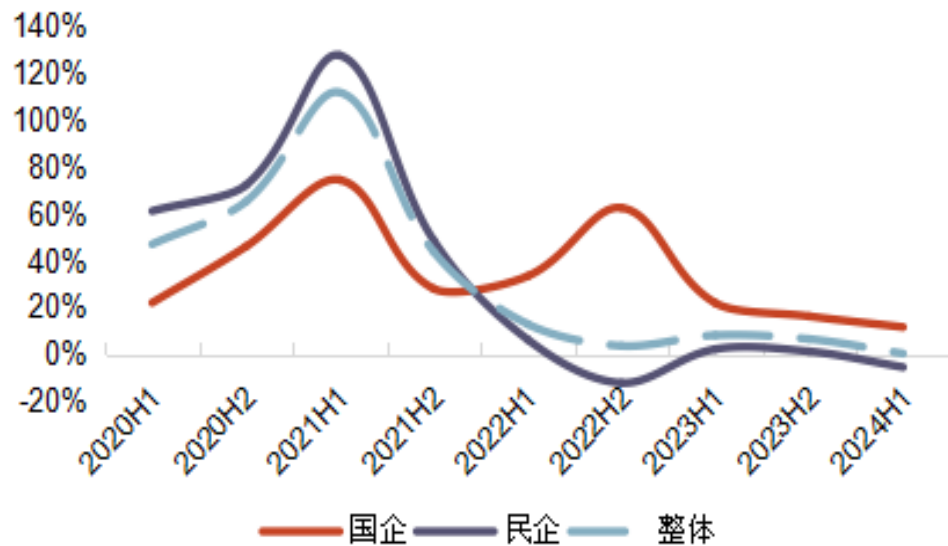
资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理，蓝线表示对应图表数据的平均值

5.1、基本面：社区增值板块调整，有待进一步复苏



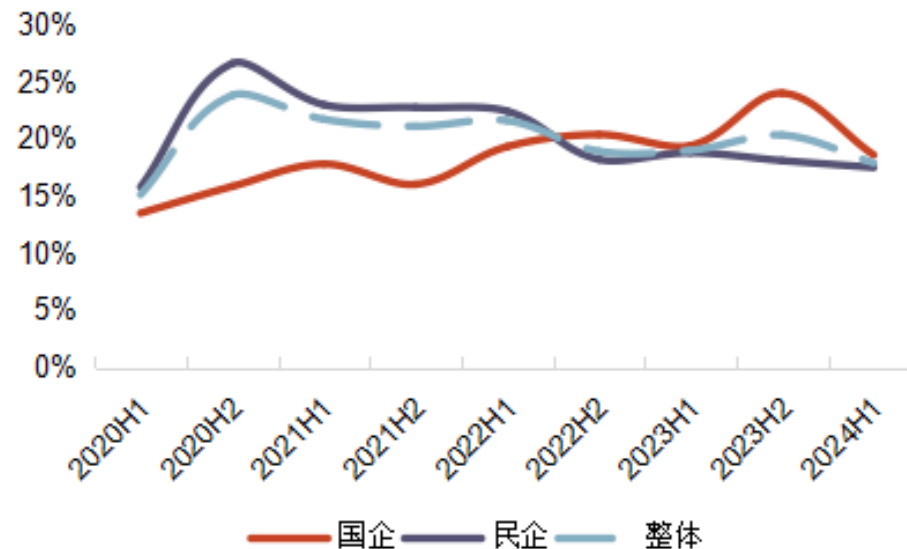
社区增值作为物业公司利润的重要增长点，近年由于地产行业下行，地产后周期业务（如装修等）拖累整体业绩，社区增值板块面临调整，2024H1重点公司社区增值业务收入同比增速为0.5%，其中国企11.9%，民企-5.3%；社区增值业务收入占比为11%，毛利占比为18%。

图40：重点物管公司社区增值收入增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图41：重点物管公司社区增值毛利占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.1、基本面：社区增值毛利率因业务结构调整波动较大

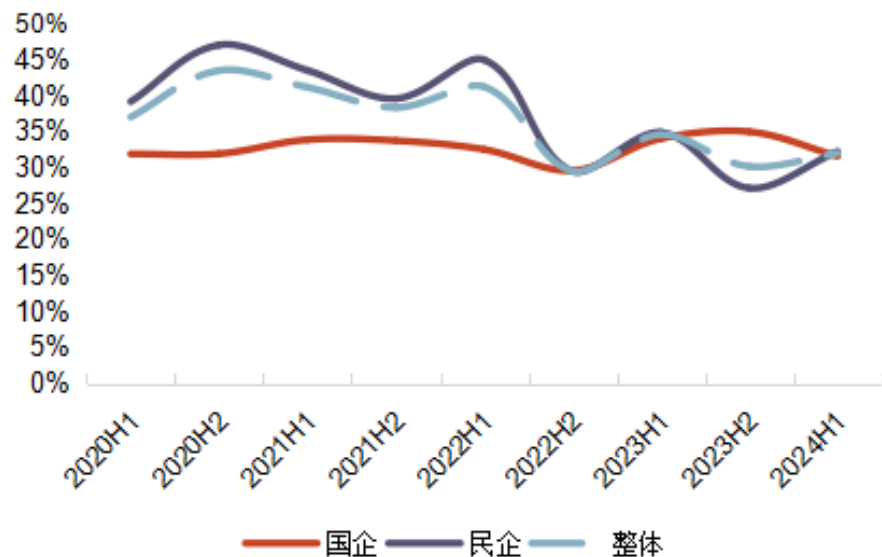


社区增值业务是物业公司增厚利润的重要手段，大多数物业公司业务铺排较多条线，2022年起大多数物业公司社区增值业务结构有较大调整（如业务条线变动、经营模式变化等），因而毛利率波动较大。

国企组：2024H1社区增值业务毛利率算术平均值为30.2%。

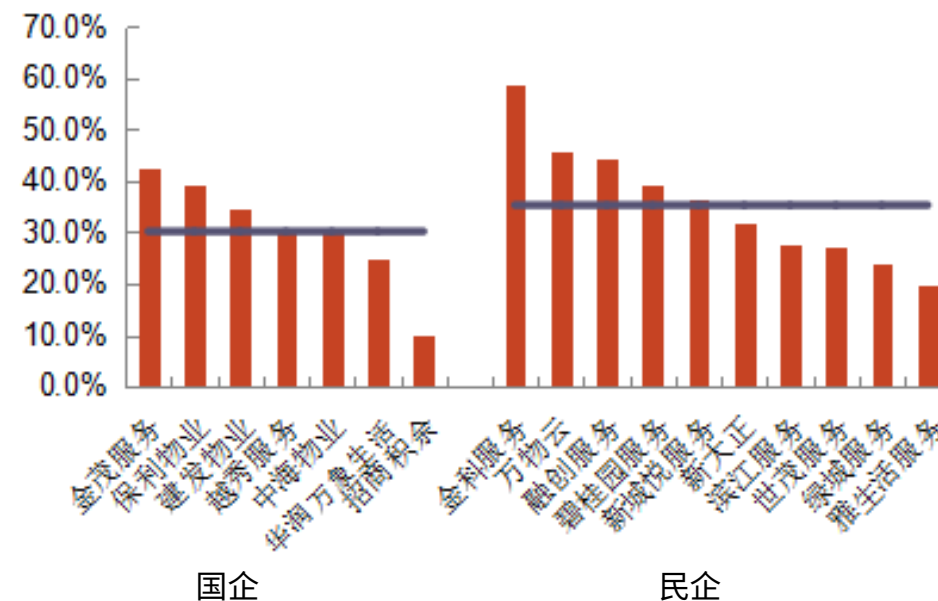
民企组：2024H1社区增值业务毛利率算术平均值为35.3%。

图42：重点物管公司近年社区增值业务毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图43：重点物管公司2024H1社区增值业务毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理，蓝线表示对应图表数据的平均值

5.1、基本面：非业主增值业务持续收缩，但占比较低



2024H1，重点公司非业主增值业务收入同比增长-19.6%（其中国企为-6.1%，民企-31.8%），同比降幅较2023年同期扩大；毛利占比为6.6%，其中民企为4.6%，国企为10.2%。

非业主增值业务大部分与地产开发商相关联，经过大幅调整，2024H1毛利占比6.6%，后续地产行业对物业公司业务的直接影响也较为有限。

图44：重点物管公司非业主增值业务收入增速

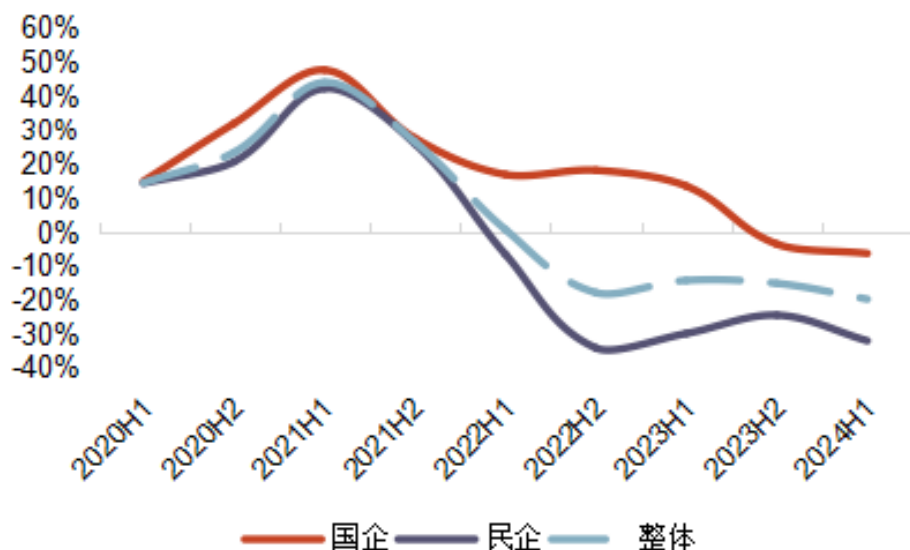
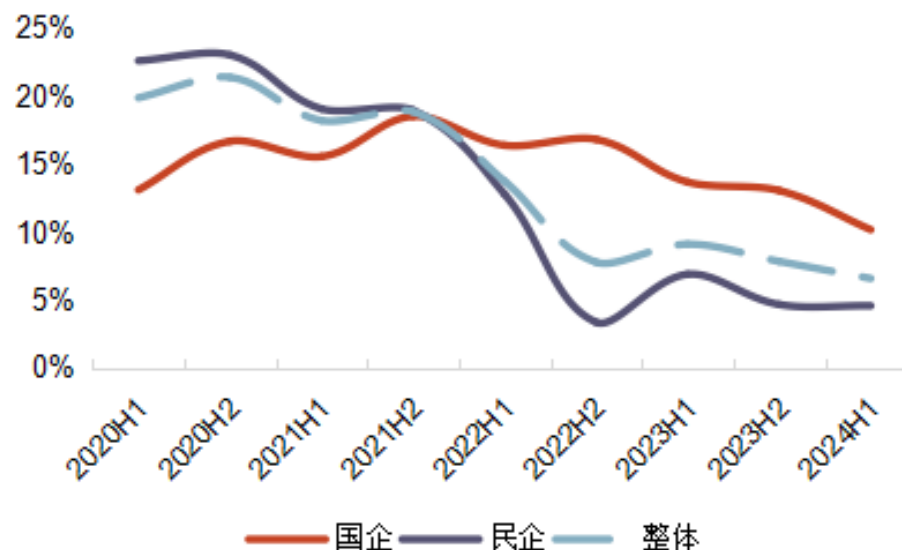


图45：重点物管公司非业主增值业务毛利占比



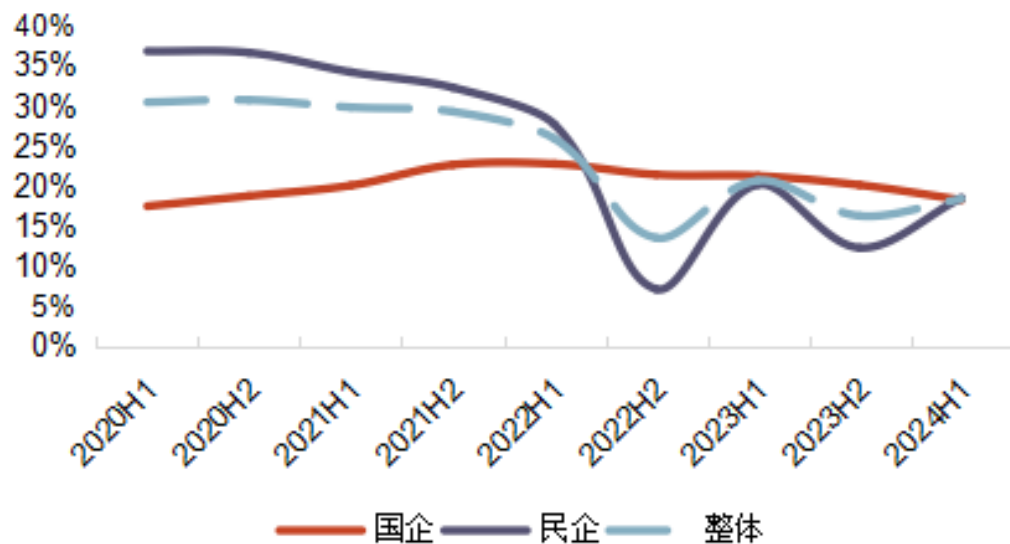
资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.1、基本面：非业主增值毛利率仍有待筑底



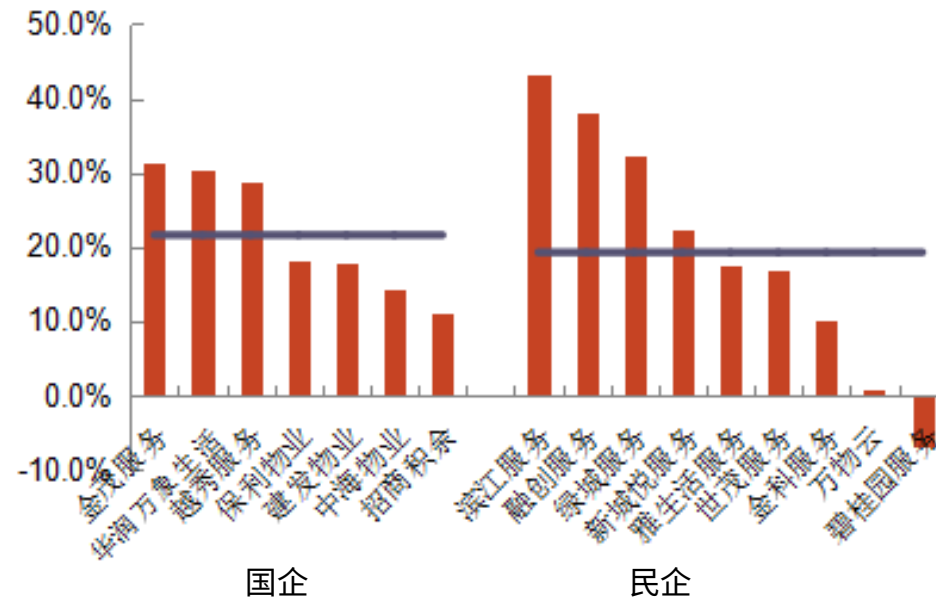
2022年开始，由于地产下行，非业主增值业务（主要是案场服务和交付前管理）受到较大冲击，重点公司非业主增值业务毛利率（尤其是民企）大幅下滑，2024H1，国企组重点公司非业主增值服务毛利率算术平均值为21.6%，民企组为19.3%。

图46：重点物管公司近年非业主增值业务毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图47：重点物管公司2024H1非业主增值业务毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理，蓝线表示对应图表数据的平均值

5.1、基本面：现金充沛，净利润现金含量较高



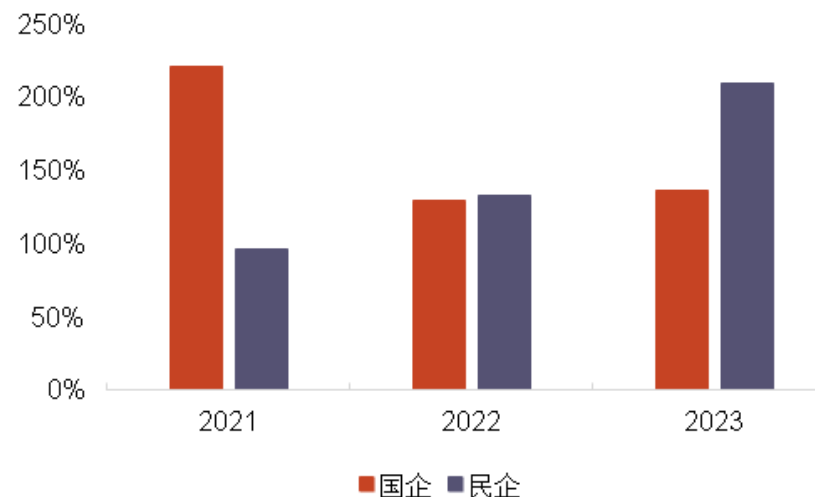
上市物管公司现金流较为充沛，不考虑大额减值影响净利润的因素（剔除碧桂园服务），2023年重点物业公司经营性现金流/净利润覆盖倍数平均值为170%。

表7：重点公司经营性现金流/净利润覆盖倍数

	2021	2022	2023
碧桂园服务	84%	171%	1579%
世茂服务	108%	163%	377%
招商积余	137%	168%	247%
绿城服务	120%	127%	237%
雅生活服务	115%	-51%	216%
永升服务	136%	-212%	210%
滨江服务	75%	273%	189%
保利物业	171%	132%	175%
越秀服务	278%	180%	143%
新大正	43%	48%	141%
金茂服务	195%	46%	134%
万物云	170%	182%	132%
中海物业	78%	95%	112%
华润万象生活	133%	86%	104%
新城悦服务	144%	15%	95%
建发物业	556%	201%	40%

资料来源：wind，光大证券研究所整理

图48：重点国企和民企物业公司经营性现金流/净利润覆盖倍数



资料来源：wind，光大证券研究所整理
注：国企和民企物业公司经营性现金流/净利润覆盖倍数剔除负值和异常值

5.1、基本面：分红比例持续提升，ROE维持较高水平



2023年，我们重点覆盖的物业公司平均分红比例为46%，同比提升8pct（可比口径，不含碧桂园服务和融创服务），其中万物云、绿城服务分红比例明显提升，且显著高于行业平均水平，物业行业已经度过大规模资本开支的阶段（前期经历大规模扩张和投入主要包括收并购、智能化投入、社区增值投入等），在轻资产运营的商业模式下，物业公司业绩增速稳健，具备长期稳定提升的分红能力；轻资产、低杠杆的商业模式能够保证长期可持续的ROE，剔除大额减值影响利润的情况（碧桂园服务），2023年重点公司ROE平均值为17.4%（剔除计提大额减值的物业公司，碧桂园服务、融创服务、金科服务），部分公司如建发物业、华润万象生活、保利物业、越秀服务、绿城服务等ROE有所回升。

表8：重点公司近年分红

	分红金额（百万元）			分红比例		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
华润万象生活	628	1,834	1,607	36.4%	83.1%	54.9%
万物云	0	285	1,290	0.0%	18.9%	66.0%
碧桂园服务	1,008	1,244	985	25.0%	64.0%	-
保利物业	169	278	552	20.0%	25.0%	40.0%
中海物业	242	352	416	30.1%	31.0%	31.0%
招商积余	106	127	180	20.7%	21.4%	24.5%
绿城服务	553	296	434	65.4%	54.1%	71.7%
融创服务	383	419	1,109	30.0%	-	-
越秀服务	126	146	244	35.1%	35.1%	50.0%
新城悦服务	135	139	179	25.7%	32.9%	40.1%
新大正	81	69	65	49.0%	37.0%	40.5%
金茂服务	0	134	139	0.0%	39.8%	41.3%

资料来源：wind，光大证券研究所整理；2022年融创服务、2023年碧桂园服务和融创服务由于计提大额减值，影响会计利润，不计算其对应年份的分红比例

表9：重点公司近年ROE

	ROE (%)		
	2021	2022	2023
中海物业	38.2	38.5	36.3
建发物业	22.5	21.9	31.5
金茂服务	/	43.7	23.4
华润万象生活	13.1	15.7	19.4
保利物业	13.1	15.4	16.8
新城悦服务	29.5	17.4	16.2
越秀服务	20.3	13.5	14.6
新大正	18.2	17.8	13.9
万物云	20.7	11.5	11.5
永升服务	16.8	10.6	9.2
绿城服务	12.2	7.7	8.3
招商积余	6.0	6.7	7.8
碧桂园服务	15.9	5.3	0.8

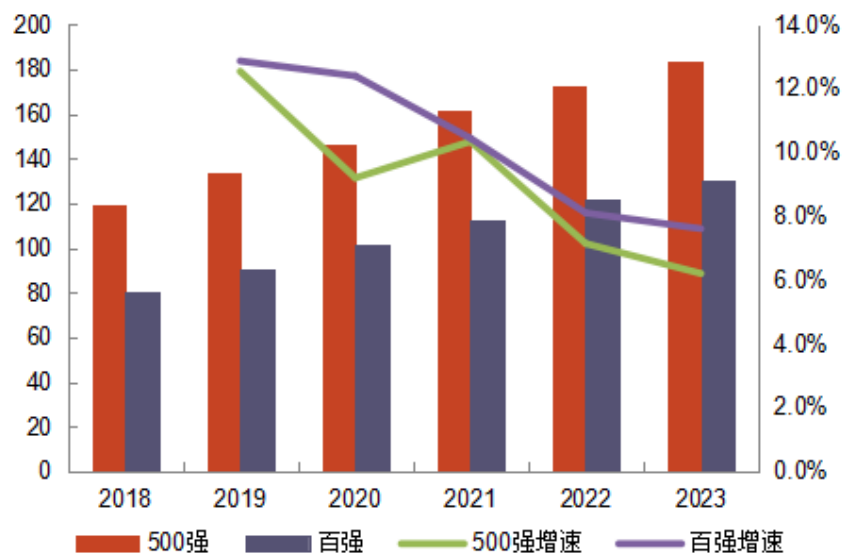
资料来源：wind，光大证券研究所整理，不考虑公司上市前的ROE表现

5.2、行业集中度提升，短期头部企业规模扩张力度可持续



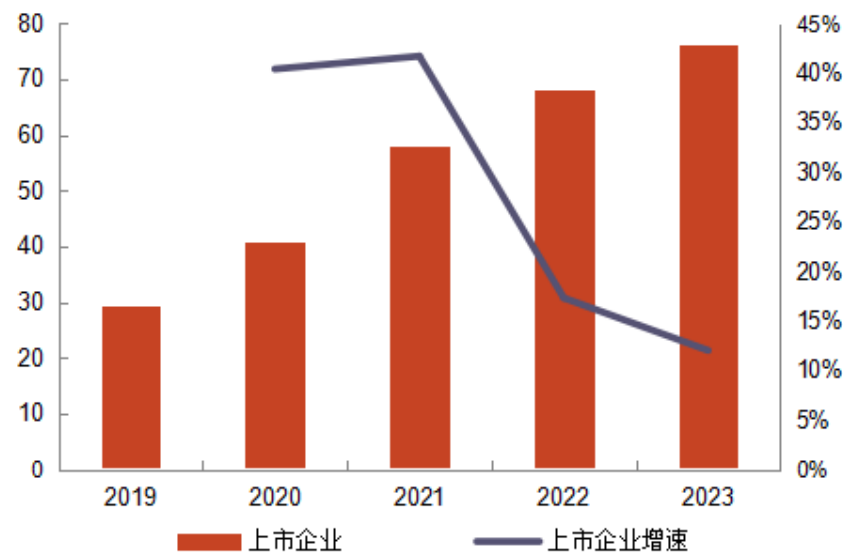
2023年，从面积同比增速来看，上市企业>百强企业>500强企业，表明物业行业正在经历集中度提升的阶段，并表现出强者恒强的趋势：500强物企在管面积达183.4亿平方米，同比增长6.2%，百强物企在管面积130.5亿平方米，同比增长7.6%，上市物企在管面积76.0亿平方米，同比增长12.0%。目前大多数上市物业公司均实现了全国化布局，提升区域项目密度从而实现规模经济，是物业管理进入高质量发展阶段的必要战略，短期内，重点公司规模扩张仍将保持一定的力度。

图49：500强/百强物业公司在管面积及增速变化



资料来源：克而瑞物管，光大证券研究所整理；
左轴单位：亿平方米，右轴为同比增速

图50：上市物业公司在管面积及增速变化



资料来源：克而瑞物管，光大证券研究所整理；
左轴单位：亿平方米，右轴为同比增速

5.3、攻守兼备，底部布局迎接基本面拐点

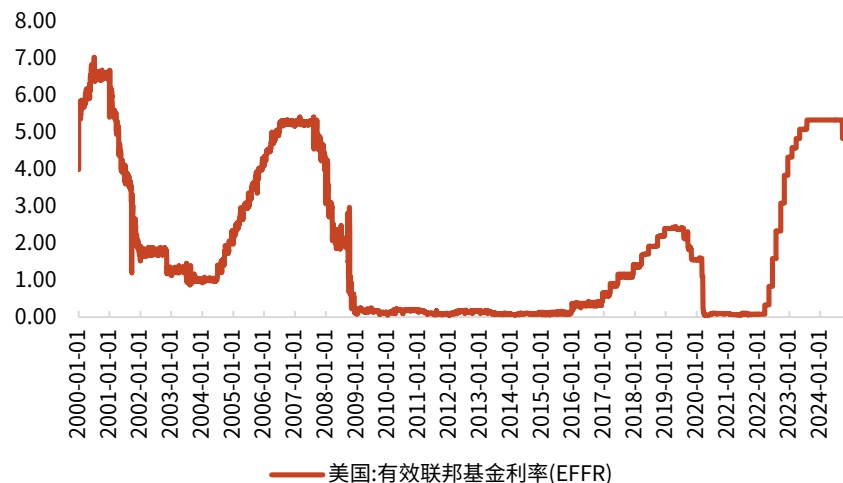


2024年9月19日，美联储宣布降息50bp，将联邦基金利率下调至4.75%-5.00%，美联储正式进入降息周期；11月7日，美联储宣布将联邦基金利率区间下调25个基点至4.50%~4.75%。

2024年9月24日人民银行会同金融监管总局出台五项房地产金融政策，引导商业银行降低存量房贷利率，统一首套和二套房的最低首付比例等；9月26日政治局会议首次提出“促进房地产市场止跌回稳”的全新表述；9月29-30日，北上广深优化购房政策释放购房需求，其中广州全面放开了楼市限购。政策组合利好齐发，地产止跌回稳可期。

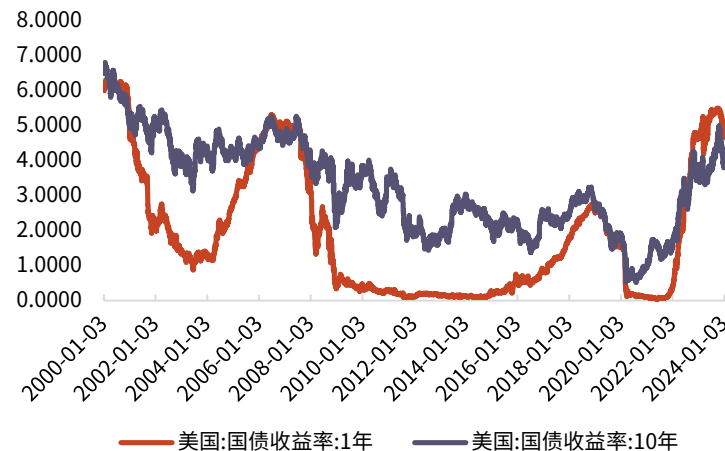
我们认为，2025年面对更好的流动性和房地产环境，前期已经深度回调的物业板块存在较大配置机遇：物管板块具备“进可攻，退可守”的均衡配置价值，美联储降息带来更充裕的市场流动性，政策组合利好齐发，地产止跌回稳可期，利于物管股提升估值；中长期看，物业公司逐渐褪去“地产属性”，增厚“服务消费”属性，是“现金奶牛”行业，具有轻资产、低杠杆、低资本开支、高分红的特征，在增长中枢下移的时代，能提供相对稳定的分红派息，配置价值凸显。

图51：美国联邦基金利率（%）



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至2024.11.12

图52：美国国债收益率（%）



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至2024.11.12

6、投资建议：关注估值修复、均衡发展、稳健国企



投资建议：关注三条主线，

- 1) “估值修复”：重点关注房地产行业流动性回暖、民营房企信用风险逐步出清带来的风险溢价下降。建议关注股价弹性较大的民企物管：新城悦服务、永升服务、碧桂园服务、雅生活服务、融创服务、新大正。
- 2) “均衡发展”：独立发展能力较强，盈利能力稳定，现金充沛分红慷慨，长期配置价值较高，推荐绿城服务、万物云。
- 3) “稳健国企”：看好国企物管公司的稳健发展和低风险带来的估值溢价。推荐保利物业，建议关注中海物业、华润万象生活、招商积余、金茂服务、越秀服务、建发物业。

表10:重点公司盈利预测及估值（截至2024年11月15日）

证券代码	公司名称	收盘价 (港元/元)	EPS(港元/元)				2023-2026 年EPS CAGR	P/E(x)				投资评级	
			2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E	本次	变动
1209.HK	华润万象生活	30.75	1.28	1.55	1.73	1.90	14.1%	22	18	16	15	买入	维持
2602.HK	万物云	22.40	1.67	1.43	1.65	1.89	4.2%	12	14	13	11	买入	维持
6098.HK	碧桂园服务	5.27	0.09	0.66	0.75	0.81	/	56	7	6	6	增持	维持
2669.HK	中海物业	5.37	0.41	0.47	0.53	0.58	12.3%	12	11	9	9	买入	维持
6049.HK	保利物业	31.30	2.49	2.89	3.24	3.54	12.3%	12	10	9	8	买入	维持
2869.HK	绿城服务	3.75	0.19	0.24	0.29	0.34	21.1%	18	15	12	10	买入	维持
001914.SZ	招商积余*	10.95	0.69	0.85	0.99	1.11	16.8%	16	13	11	10	买入	维持
6626.HK	越秀服务	3.17	0.32	0.38	0.44	0.50	15.7%	9	8	7	6	买入	维持
1755.HK	新城悦服务	3.20	0.51	0.63	0.73	0.81	16.4%	6	5	4	4	买入	维持
002968.SZ	新大正*	9.81	0.71	0.74	0.84	0.95	10.3%	14	13	12	10	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，汇率按1HKD=0.925CNY换算
招商积余、新大正收盘价与EPS为人民币，其余公司收盘价为港币，EPS为人民币

新城悦服务(1755.HK): 业务结构优化, 增长韧性较强



新城悦服务2024年中期收入为27.7亿元, 同比增长3.3%, 毛利为7.5亿元, 同比增长5.0%; 毛利率为27.2%, 同比提升0.4pct; 归母净利润为3.0亿元, 同比增长2.7%。

- 1) 物管业务增长稳健, 地产关联业务持续优化。**2024H1公司物业管理业务实现收入19.1亿元, 同比增长12.6%; 其中住宅物业管理收入 15.4亿元, 同比增长14.8%, 非住宅业态物业管理收入3.7亿元, 同比增长4.3%。公司不断优化业务结构, 降低地产关联业务风险, 2024H1开发商增值业务收入2.2亿元, 同比减少22.3%, 占比7.8%, 毛利4835万元, 占比6.4%, 后续公司受到地产直接影响较为有限。
- 2) 外拓聚焦核心经济带, 择优拓展项目质量较高。**从区域分布来看, 2024H1公司新签约项目(按年化合同金额计) 78%位于核心经济带(52%位于环渤海, 22%位于长三角, 4%位于川渝); 从城市分布看, 60%位于公司所聚焦的重点50城, 重点城市持续深耕。在非住宅领域, 公司上半年拓展中标了南通启东火车站、苏州市社会福利总院、常州天合光能股份有限公司等优质标杆项目, 为后续公司业绩可持续增长提供动能。
- 3) 特色业务具备增长韧性, 抗周期波动能力提升。**除物业管理板块外, 公司社区增值板块同样表现亮眼, 2024H1社区增值服务收入6.46亿元, 其中85%为非周期性业务, 团餐业务收入2.4亿元, 设施设备管理业务收入0.9亿元, 其他非周期性业务收入2.1亿元, 社区增值业务更具韧性和可持续性。团餐作为公司的特色业务, 2024H1新增合同金额9000万元, 在手合约年化合同金额5.5亿元, 后续增长韧性较强。

公司业务结构不断优化, 拓展项目质量较高, 增长韧性较强, 我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为5.5/6.4/7.0亿元, 对应EPS分别为0.63/0.73/0.81元, 公司非周期性业务发展迅速, 特色增值服务增长强劲, 重点非住宅业态持续取得突破, 地产关联业务影响持续降低, 风险得到较好控制, 后续发展稳中向好, 维持“买入”评级。

风险提示: 外拓不及预期, 市场竞争加剧致利润率下滑, 地产关联业务持续影响。

表11:新城悦服务盈利预测及估值表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,180	5,424	5,978	6,524	6,993
营业收入增长率	19.1%	4.7%	10.2%	9.1%	7.2%
归母净利润(百万元)	423	445	552	636	702
归母净利润增长率	-19.4%	5.1%	23.9%	15.3%	10.5%
EPS(元)	0.49	0.51	0.63	0.73	0.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.6%	13.5%	15.0%	15.3%	15.1%
P/E	6.1	5.8	4.7	4.1	3.7
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2024.11.15; 汇率1HKD=0.925CNY, EPS按最新股本摊薄

绿城服务(2869.HK): 经营效率全面提升, 核心利润高速增长

绿城服务2024H1实现营收91亿元, 同比增长10.6%, 实现毛利17.4亿元, 同比增长14.0%, 毛利率19.2%, 同比提升0.5pct; 核心经营利润8.9亿元, 同比增长25.8%; 归母净利润5.0亿元, 同比增长21.5%。

1) **业务发展均衡, 收入稳健增长。** 24H1公司核心业务稳健开展, 物管/园区服务/咨询服务分别实现收入60.2/17.6/11.3亿元, 同比+14.6%/+6.1%/+5.3%, 物业服务是公司最大收入和利润来源, 截至2024年6月30日, 物业管理在管项目3356个, 在管面积4.8亿平, 储备面积3.6亿平, 项目储备丰富, 为未来业绩增长提供较强的保障; 从地区分布来看, 公司17.2%的在管面积集中在大杭州地区, 7.0%位于宁波, 35.4%位于长三角其他区域, 在管项目密度较高。园区服务聚焦业主生活和资产管理需求, 社区零售/居家生活/空间服务/资产运营/文化教育服务五大业务收入增速为+11.4%/+21.1%/+6.1%/-13.3%/+9.1%, 社区零售业务依然是最大的板块收入来源(占比36.6%), 通过小程序、园区前置仓、园区市集等载体, 持续提供优质的产品与服务, 增强规模效应。

2) **经营效率全面提升, 核心利润高速增长。** 上半年公司集中优化制度流程, 降低流程数量, 提升流程效率, 实现了管理费用率同比下降0.6pct, 同时全面实行以收定支, 强化成本改善, 推动重大亏损项目止损, 实现了整体毛利率同比提升0.5pct至19.2%, 其中物管/园区服务/咨询服务/科技业务毛利率分别为14.9%/23.9%/32.1%/38.7%, 同比分别变动+1.1pct/-0.4pct/+2.0pct/+2.1pct。一系列提质增效措施推动公司上半年核心利润实现25.8%的高速增长。

3) **现金储备充裕, 员工激励提升积极性。** 截至2024年6月30日, 公司现金及现金等价物30亿元, 定期存款13亿元, 资金储备较为充裕; 上半年公司市场拓展新签约年饱和收入15.7亿元, 6月26日, 公司根据前期股权激励方案向若干董事、高管及雇员合计授出约7124万份购股权, 将员工利益与公司成长绑定, 在行业面临外拓竞争加剧以及复杂的业务环境背景下, 充分调动员工积极性, 人均效能有望持续提升。

表12:绿城服务盈利预测及估值表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,856	17,393	19,264	21,217	23,158
营业收入增长率	18.2%	17.1%	10.8%	10.1%	9.1%
归母净利润(百万元)	548	605	750	911	1,077
归母净利润增长率	-35.3%	10.6%	23.9%	21.5%	18.2%
EPS(元)	0.17	0.19	0.24	0.29	0.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.0%	7.4%	8.8%	10.2%	11.4%
P/E	20.0	18.1	14.6	12.0	10.2
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

公司核心经营稳健, 品牌美誉度高, 独立发展能力、外拓能力是业内标杆, 2024年上半年公司经营效率全面提升, 随着股权激励股份授出, 公司有望进一步调动员工积极性, 持续提质增效, 我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为7.5/9.1/10.8亿元, 对应预测PE分别为15/12/10倍, 公司业绩稳健增长, 重视股东回报, 维持“买入”评级。

风险提示: 外拓不及预期, 增值服务开展不及预期, 非经营性因素持续影响利润。

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2024.11.15; 汇率1HKD=0.925CNY, EPS按最新股本摊薄

万物云(2602.HK): 核心主业稳健增长, 中期派息率100%



万物云2024H1营收176亿元, 同比增长9.6%, 毛利24亿元, 同比降低0.6% (剔除开发商业影响的毛利为20亿元, 同比+12.8%), 归母净利润7.7亿元, 同比降低22.7%, 核心净利润 (剔除无形资产客户关系摊销、非经常性事项净收益及其相关所得税影响后的利润) 12.0亿元, 同比降低2.7%。公司按照核心净利润的100%进行中期派息, 其中55%为中期股息, 45%为特别股息, 合计派息每股1.022元人民币 (含税)。

1) **住宅物管行业龙头, 核心业务稳健增长。**2024年中期, 公司住宅/商业/科技三大板块收入为101/61/14亿元, 同比增长11.8%/7.0%/5.7%, 毛利率分别为15.1%/7.1%/31.6%, 同比变动+0.2pct/-4.1pct/-0.9pct, 从收入构成上看, 住宅板块的居住相关资产服务 (包含房屋经纪和装修美居等) 和其他社区增值服务、商业板块的开发商增值服务、科技板块的AIoT业务与地产关联度较高, 受到房地产市场的影响, 收入同比负增长; 而住宅物管、商企物管和设施设备管理、BPaaS解决方案业务 (三大循环型业务) 韧性较强, 是营收增长的“压舱石”。

2) **公司在管项目规模领先行业。**截至2024年6月30日, 公司在管住宅项目4095个, 饱和年收入262亿元; 合约项目4862个, 饱和年收入319亿元; 公司累计打造了642个蝶城, 对200个蝶城进行流程改造 (下半年计划改造不小于50个), 涉及1337个住宅项目, 蝶城改造带来的住宅物业服务毛利率同比提升了0.8pct。To B业务毛利率下滑, 贸易应收款增长较快。2024H1商企物业及设施设备管理、开发商增值业务毛利率分别为8.3%、0.2%, 同比下滑2.1pct、13.8pct, 对业绩形成较为明显的拖累; 同时, 公司贸易应收账款由上年末的72亿元增加至100亿元, 其中关联方应收款由25亿元增至38亿元, 增长较快。

3) **重视股东回报, 中期分红慷慨。**2024H1公司按核心净利润100%进行分红 (约12亿元人民币), 分红较为慷慨; 2024年6月4日董事会宣布拟动用资金上限为58亿港元, 在公开市场回购不超过10%的已发行H股; 年初至8月28日, 公司合计回购938万股, 合计金额1.7亿元。

维持公司2024-2026年归母净利润预测为16.8亿元/19.4亿元/22.1亿元, 对应EPS分别为1.43/1.65/1.89元, 公司处于住宅物业管理规模第一梯队, 商企服务稳居龙头, 智慧物业建设方面领跑行业, 发展空间广阔, 业绩增长保障性强。蝶城战略持续推进, 住宅板块整体盈利能力有所提升, 而地产关联业务复苏较为缓慢, 但对公司整体业绩的影响逐渐减小, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场竞争加剧导致外拓不及预期, 经济复苏和地产回暖不及预期。

表13:万物云盈利预测及估值表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	30,106	33,183	36,253	39,594	43,026
营业收入增长率	27.0%	10.2%	9.2%	9.2%	8.7%
归母净利润 (百万元)	1,510	1,955	1,675	1,936	2,211
归母净利润增长率	-9.4%	29.4%	-14.3%	15.6%	14.2%
EPS (元)	1.29	1.67	1.43	1.65	1.89
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.9%	10.7%	9.3%	10.5%	11.7%
P/E	16.1	12.4	14.5	12.5	11.0
P/B	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2024.11.15; 汇率1HKD=0.925CNY, EPS按最新股本摊薄

保利物业(6049.HK): 业绩保持稳健增长, 非住外拓力度强劲



保利物业2024年上半年实现收入78.7亿元, 同比增长10.2%; 毛利16.1亿元, 同比增长6.5%; 毛利率20.5% (上年同期21.2%); 归母净利润8.5亿元, 同比增长10.8%; 期末现金及现金等价物约106亿元, 较2023年末减少约4亿元。

1) **收入增长符合预期, 业务结构优化。**2024年上半年, 公司整体收入同比增长10.2%, 基本符合我们预期, 基础物管/社区增值/非业主增值业务收入55.9亿/12.5亿/10.3亿元, 同比+16.1%/-1.8%/-2.1%, 基础物管收入占比同比提升3.5pct至71.0%, 毛利占比提升4.0pct至58.3%, 抗周期波动能力进一步增强; 社区增值与非业主增值业务由于地产行业拖累、社区消费疲软等因素, 复苏较为缓慢, 但二者收入同比降幅均较2023H2有所收窄, 整体来看公司收入和利润结构有所优化。

2) **住宅项目新交付资源充沛, 非住宅外拓富有竞争力。**截至2024年6月30日, 公司在管面积7.6亿平 (第三方占比64.9%), 规模处于行业第一梯队; 合约面积9.5亿平, 其中3.5亿平来自保利发展, 同时, 关联方保利发展在2024年上半年实现房地产销售金额1733亿元, 位列行业第一, 未来公司住宅项目新交付资源充沛。上半年公司新拓展第三方项目单年合同金额12.0亿元 (2023年同期13.9亿元), 其中商写项目新拓展合同4.3亿元, 同比增长27.0%, 公共及其他业态新拓展合同6.2亿元, 非住宅外拓单年合同金额合计10.5亿元, 对比2024H1公司非住宅物业管理收入为23.2亿元, 拓展力度强劲, 非住宅业态未来的增长确定性也较强。

3) **贸易应收款增长较快, 销售、管理费用率明显优化。**截至2024年6月30日, 公司贸易应收款总额37.3亿元, 较2023年末增加12.9亿元 (+52.6%), 应收账款收缴或需进一步发力, 伴随市场竞争加剧, 公司通过成本管控、组织变革、科技提效, 提升经营效率, 上半年公司销售、管理费用率合计6.3%, 同比降低1.0pct, 明显优化。






公司经营业绩稳健, 关联方稳定交付优质住宅项目, 同时非住宅外拓力度强劲, 基础物管业务增长保障强; 社区增值及非业主增值业务复苏较为缓慢, 但公司采取一系列措施降本增效, 提升经营效率, 我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为16.0/17.9/19.6亿元; 对应2024-2026年EPS为2.89/3.24/3.54元, PE为10/9/8倍, 估值具备吸引力, 维持“买入”评级。

风险提示: 公共服务项目多为招投标获取, 竞争加剧导致项目获取不确定性增强。

表14:保利物业盈利预测及估值表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,687	15,062	16,862	18,512	20,251
营业收入增长率	26.9%	10.0%	12.0%	9.8%	9.4%
归母净利润 (百万元)	1,112.9	1,380.1	1,597.2	1,793.1	1,956.0
归母净利润增长率	31.6%	24.0%	15.7%	12.3%	9.1%
EPS (元)	2.01	2.49	2.89	3.24	3.54
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.2%	15.5%	16.2%	16.4%	16.1%
P/E	14.4	11.6	10.0	8.9	8.2
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2024.11.15; 汇率1HKD=0.925CNY, EPS按最新股本摊薄

-  **人工成本风险。**人工成本占物业服务企业营业成本比重较大，如果最低工资水平上涨过快，将导致行业毛利润率水平受到挤压。
-  **第三方外拓竞争风险。**当前物管行业发展进入扩张期，为尽快提升独立经营能力，第三方项目外拓竞争加剧。如在激烈竞争中出现恶意报价、突破底价竞标、招投标贪腐等非正常情况，将出现不利于行业有序发展的风险。
-  **增值服务拓展风险。**非业主增值服务方面，目前仍较大程度上与开发商业务相关（如案场、协销）。对于业主增值服务，多类商业模式正在探索中，盈利水平和竞争格局尚未完全清晰，未来存在一定的拓展风险和试错风险。
-  **关联方依赖风险。**部分具有开发商背景的物业服务企业中，部分在管面积来自于关联方开发商。如开发商业务受阻或改变策略，将导致物业服务企业合约面积拓展增速面临下滑的风险。
-  **外包风险。**外包成本占营业成本比重呈逐年上升趋势，如果在外包业务质量方面无法有效控制，将对物业服务企业的品牌形象和业主满意度构成风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



房地产研究团队

分析师：何缅南

📄 执业证书编号：S0930518060006

☎ 电话：021-52523801

✉ 邮件：hemiannan@ebscn.com

分析师：韦勇强

📄 执业证书编号：S0930524070010

☎ 电话：021-52523810

✉ 邮件：weiyongqiang@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。