



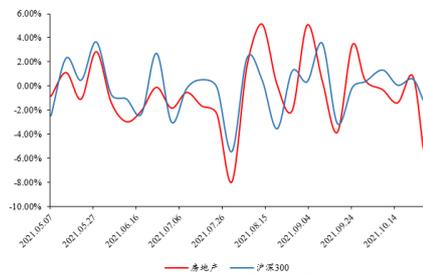
**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 增持（维持）

行业： 房地产行业  
日期： 2021年11月02日

分析师：	金文曦
Tel：	021-53686142
E-mail：	jinwenxi@shzq.com
SAC 编号：	S0870521100003

近6个月行业指数与沪深300比较



# 商业管理：标杆立项树品牌，轻装上阵造平台

### 主要观点

**境外房企耕耘多年，轻重并举。**境外房企较早从增量向存量转型，并通过商业管理积极布局境内商业市场。除商业体自持运营外，积极尝试 REITs 等工具由重变轻。其中凯德集团采用运营与投资为一体的轻资产模式，新鸿基采用“以售养租，租售并举”策略，恒隆采用商业体自持“长租赁模式”。

**境内房企万达模式开创行业先河。**万达集团作为境内商业管理行业的鼻祖，经历了从产品定型阶段的商铺可售到商业勾地阶段的以售养租再到运营赋能阶段的轻型外拓。2019 年底万达商管正式完成房地产业务剥离，实现万达广场在由重转轻的战略转型，以强执行、控节点、快周转、标准化快速拓展。

**物业管理黄金时代下的钻石赛道。**商业管理收入结构多样化源于其服务类型多元化，服务覆盖商业物业全生命周期，行业壁垒高。商业管理是地产白银时代的趋势性机遇，推动商管服务由幕后走向台前，顺应商业体差异和学习型组织的趋势。

**低集中高成长孕育大市场。**商业管理行业空间广阔，预计到 2023 年购物中心数量达到 7496 个，在管面积达到 6.2 亿平米；同时市场格局较为分散，龙头商管市占率仅为 6.2%；第三方外拓项目占比仍较低，出租率彰显商管运营能力。

**产品+模式双轮驱动，商管龙头率先驶入快车道。**目前上市三家公司中，华润万象生活以华润集团优质项目为主，把握一二线和强三线，重点打造品质生活线下体验引领者；宝龙商业践行“1+1+N”发展战略，出租率提升空间较大，社区商业可复制性强；星盛商业树立标杆项目，深耕大湾区，协同长三角和西南，实现综合性生态化商管平台。

### 受益标的

商管公司未来有望逐渐形成赋能平台，协同住宅物管的业主增值业务联动，并实现对消费者和会员群体的个性化服务，挖掘客户价值。

- (1) 运营华润体系内优质物业，定位中高端商业和深耕品质生活赛道的华润万象生活（1209.HK）；
- (2) 采用“1+1+N”战略布局，社区商业为主的宝龙商业（9909.HK）；
- (3) 构建商业体+主题馆+会员生态化商管平台的星盛商业（6668.HK）。

### 风险提示

房地产调控政策超预期；公司规模扩张不及预期。

## 目 录

一、境外房企耕耘多年，轻重并举.....	5
二、境内房企万达模式开创行业先河.....	6
2.1 产品定型阶段：商铺可售，主力引流.....	6
2.2 商业勾地阶段：综合开发，以售养租.....	7
2.3 运营赋能阶段：轻型扩张，渠道下沉.....	8
2.3.1 轻资产运作助力万达快速扩张.....	9
2.3.2 租赁运营管理模式收入占比提升.....	11
三、物业管理黄金时代下的钻石赛道.....	13
3.1 全生命周期覆盖，行业壁垒稳步巩固.....	13
3.2 商业管理是地产白银时代的趋势性机遇.....	13
3.2.1 业主投拓驱动商业自持提升，推动转型存量运维.....	13
3.2.2 商管由幕后走向台前，愈加受市场关注.....	14
3.3 服务类型多元化，收入结构多样化.....	15
四、低集中高成长孕育大市场.....	16
4.1 商业管理行业空间广阔，市场格局较为分散.....	16
4.2 第三方外拓稳步推进，社区商业体复制性更强.....	17
五、产品+模式双轮驱动，龙头率先驶入快车道.....	19
5.1 华彩万象，滋润生活.....	19
5.1.1 综合型物管平台运营商，品质生活线下体验引导者.....	19
5.1.2 商业管理或成为经营重点，带动项目盈利能力提升.....	20
5.2 驭海蛟龙，社区宝藏.....	23
5.2.1 “1+1+N”战略布局稳步推进.....	23
5.2.2 商业运营服务毛利率提升，运营管理能力日渐成熟.....	24
5.2.3 多条产品线同时进行，客户覆盖面广.....	25
5.3 星河灿烂，盛世绽放.....	26
5.3.1 首家纯商业商管公司，品牌知名度显著.....	26
5.3.2 产品和主题品牌馆协同发力，构建一站式娱乐体系.....	27
5.3.3 多种扩张模式并举，精准运营催生会员快速增长.....	28
受益标的.....	31
风险提示.....	32

### 图

图 1 凯德重组前后对比.....	6
图 2 万达商管品牌的历史沿革.....	6
图 3 万达商管管理商场布局.....	10
图 4 万达商管项目数量及增速.....	11
图 5 万达商管在管建筑面积.....	11
图 6 万达商管毛利率.....	11
图 7 万达商管 2018-2021H1 营业收入及增速.....	12
图 8 万达商管 2018-2020 年营收结构.....	12
图 9 万达商管 2018-2021H1 委托管理模式收入.....	12
图 10 万达商管 2018-2021H1 租赁运营模式收入.....	12

图 11	成都远洋太古里 .....	14
图 12	杭州滨江宝龙城 .....	14
图 13	深圳福田星河 COCO Park .....	14
图 14	深圳万象天地 .....	14
图 15	中国购物中心数量增长空间大 .....	16
图 16	中国运营中购物中心建筑面积稳步提升 .....	17
图 17	商管公司 CR5 市场份额（按在营购物中心数量） .....	17
图 18	2020 年主要公司累计开业项目面积 .....	18
图 19	2020 年主要公司累计开业项目数量 .....	18
图 20	2020 年主要公司累计第三方开业项目数 .....	18
图 21	2020 年主要公司第三方拓展项目数 .....	18
图 22	2017-2020 年主要公司合约在管面积比 .....	19
图 23	2020 年主要公司整体出租率 .....	19
图 24	华润万象生活产品及已开业数量 .....	20
图 25	公司住宅物业在管面积规模及增速 .....	21
图 26	公司商业物业在管面积及增速 .....	21
图 27	公司营业收入规模及增速 .....	21
图 28	公司分业务营业收入占比 .....	21
图 29	公司住宅及商管业务营业收入规模及增速 .....	22
图 30	公司商业运营及物管营业收入规模及增速 .....	22
图 31	公司购物中心营业收入规模及增速 .....	22
图 32	公司写字楼营业收入规模及增速 .....	22
图 33	公司 2020 年毛利率大幅提升 .....	23
图 34	购物中心商业运营毛利拉动整体毛利提升 .....	23
图 35	宝龙商业商业运营服务收入及同比 .....	23
图 36	宝龙商业在管、合约面积及同比 .....	23
图 37	宝龙商业已开业零售商业项目个数 .....	24
图 38	宝龙商业商管收入长三角占比 .....	24
图 39	商业运营服务毛利率 .....	24
图 40	商业运营分服务收入（亿元） .....	24
图 41	运营管理服务收入及同比 .....	25
图 42	物业管理费及多种经营性收入占比 .....	25
图 43	宝龙商业整体出租率 .....	26
图 44	宝龙商业分产品出租率 .....	26
图 45	星盛商业合约总面积及同比 .....	27
图 46	星盛商业已开业建筑面积及同比 .....	27
图 47	星盛商业产品及已开业数量 .....	27
图 48	星盛商业旗下主题馆品牌 .....	28
图 49	星盛商业分业务毛利（%） .....	30
图 50	星盛商业分业务收入占比 .....	30
图 51	星盛商业会员销售占比 .....	31

**表**

表 1	三代万达广场对比 .....	8
-----	----------------	---

---

表 2	万达集团协同产品体系 .....	9
表 3	商业运营服务的不同阶段 .....	13
表 4	已上商管公司提供服务及收费 .....	15
表 5	已上市商管公司业绩概况 .....	16
表 6	华润万象生活主要服务内容 .....	20
表 7	宝龙商业产品线及区域布局 .....	25
表 8	星盛商业四种运营模式对比 .....	29

## 一、境外房企耕耘多年，轻重并举

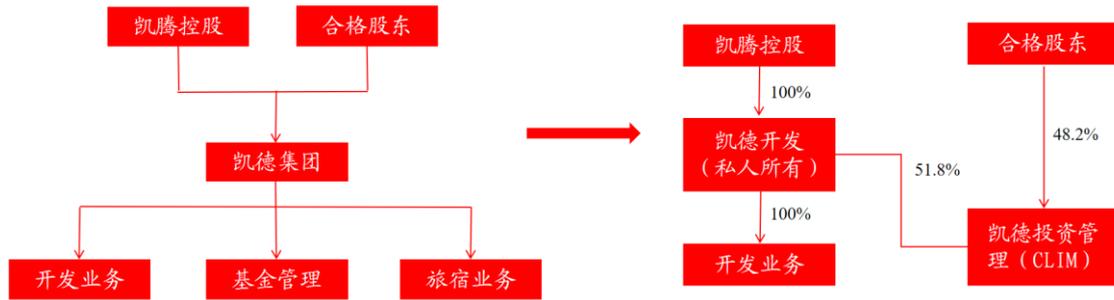
境外房企较早从增量向存量转型，并通过商业管理积极布局境内市场。它们除了商业体自持运营，还积极尝试 REITs 等方式由重变轻。其中商业体自持“长租赁模式”的代表为恒隆地产，其项目定位为：打造世界级综合体商业物业并长期持有。早在 1977 年，恒隆地产的持有型物业租金收入已经占到公司营收的 45% 以上，在 1999 年上海恒隆广场和港汇广场正式开业。2004 年后，恒隆开始大幅在内地扩张持有型物业，其中资金很大一部分来源于之前开发型物业的销售回款，以及抛售资质欠佳的部分持有型物业。

新鸿基地产则采取“以售养租、租售并举”策略。早期的新鸿基着力于刚需住宅的销售，1977 年开始转型可售性商业，1987 年后开始集中拓展投资性物业，1991 年租售并举转型完成，1997 年进军内地市场。截至 2018 年，新鸿基非物业销售收入占比 50% 以上。

凯德集团采用运营与投资为一体的轻资产模式。2000 年，新加坡嘉德置地（凯德前身）确定了轻资产战略，开始通过 REITs 退出部分不动产，并于次年发行公司首支 REITs。2008 年西直门 MALL 注入 CRCT（凯德商用中国信托），标志着“REITs+PE”模式从新加坡向中国复制成功。

2021 年 3 月，凯德集团对外宣布，将整合旗下的投资管理平台和旅宿业务为“凯德投资管理（CLIM）”，并作为新的上市实体，计划在新交所上市；同时房地产开发业务将进行私有化，由凯腾控股所持有。重组后，凯德投资管理所管理的资产规模约为 1150 亿新元，折合人民币约为 5598 亿元，资产管理范围包含凯德旗下所有上市房地产投资信托基金（REITs）和商业信托、由凯德管理的部分非上市基金的管理公司，以及凯德的全线旅宿管理业务。其中基金部分所管理的总资产规模，截至 2020 年底，约为 780 亿新元，折合人民币约为 3784 亿元。诸如开发业务剥离，资管和旅宿业务打包上市为国内房企转型提供经验借鉴。

图 1 凯德重组前后对比



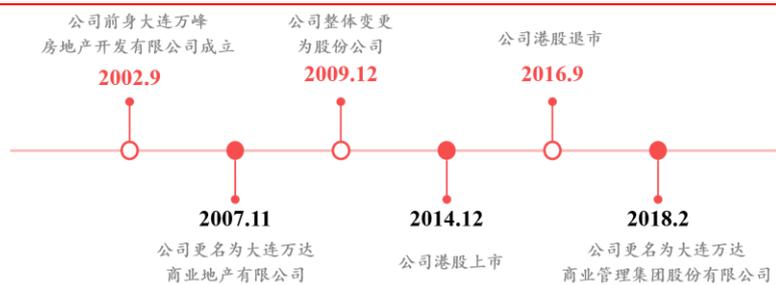
数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 二、境内房企万达模式开创行业先河

万达集团作为境内商业管理行业的鼻祖，经历了从销售型物业向持有型物业稳步推进，并在此基础上加大轻资产项目拓展，实现万达广场在全国范围内的快速复制，以强执行、控节点、快周转、标准化而闻名。

大连万达商业管理集团股份有限公司（简称“万达商管”）的前身为大连万峰房地产开发有限公司，成立于 2002 年 9 月 16 日，主营业务为以万达广场为核心产品的商业物业投资及运营管理，是全球领先的线下生活消费及文化娱乐平台提供商及服务商。公司探索商业物业经历了如下阶段：

图 2 万达商管品牌的历史沿革



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 2.1 产品定型阶段：商铺可售，主力引流

2000 年，万达集团逐步由住宅地产业务将战略重心转向建立庞大的商业物业组合。第一代万达广场利用二、三楼超市，四楼家具家电卖场、餐饮娱乐等业态吸引人流，促进一楼商铺的销售回款。

请务必阅读尾页重要声明

2004年出现的第二代万达广场在第一代基础上做了升级，规模扩大了2-3倍，新增了多种业态和品牌店。此时的万达通过与沃尔玛、国美电器等企业的战略合作，开创了“订单地产”的先河，这是早期商业运营环境尚不发达的创新。所谓“订单地产”，是指先租后建，招商在前、建设在后，根据入驻商户的需求，从选址到店铺面积、层高、设备等进行量身定制，便于早期吸引具有流量和影响力的主力店。订单模式有效缩短筹备期，提升出租率，节约招商成本，与合作伙伴联合发展，强化战略库的积累。一、二代万达模式简单，其基础“组合盒子”的形态奠定了产品雏形，利于快速复制，但是一方面一楼商铺的出售现金流难以支撑万达快速扩张的需求，同时面临巨大资金压力的万达在2005年向麦格理出售9座万达广场套现31亿。另一方面，一楼的散售商户过了保护期后各自独立经营，参差不齐的运营水平不利于万达早期位于中心城市核心商圈的长期发展。因此不久后，经过了一系列升级，第三代万达广场应运而生。

## 2.2 商业勾地阶段：综合开发，以售养租

第三代万达广场吸取了前两代万达广场的教训，在模式上通过住宅、公寓、写字楼、商业外街等可售物业回笼资金，支持购物中心的开发与运营，以售养租，有效解决项目开发和培育期的现金流问题。2006年，公司奠定了集大型商业中心、商业步行街、五星级酒店、商务酒店、写字楼、高级公寓等为一体的城市综合体开发模式。项目选址也从核心商圈迁移到城市副中心或新区中心，一站式满足顾客吃喝玩乐、商务休闲等需求。由于万达城市综合体对于区域房价、生活配套、就业岗位、税收来源的提升，有效补充完善了城市综合体功能，在带动政府周边地价和人口导入等方面具有积极作用，受到各地政府欢迎。因此万达通过商业勾地模式大幅降低土地成本，且通过预售率先实现现金流回正，从拿地到开工，一般都不会超过4个月；到正式开业，一般不会超过18个月。

**表 1 三代万达广场对比**

	第一代	第二代	第三代
发展时期	2001-2003	2004-2005	2006-
建筑形态	单体盒子	组合式盒子/ 盒子+高层	盒子+街区+ 高层
产品类型	纯商业	纯商业/商业 +高层	综合体
选址特点	核心商圈	核心商圈	城市副中心、 新区中心
规模体量	约 5 万平米	约 10 万平米	50-100 万平 米
业态功能	商业	商业/商业+ 居住/酒店	商业+住宅+ 办公+酒店

数据来源：公司公告 上海证券研究所

不管是产品定型期还是商业勾地期，万达都是通过重资产方式开拓可售型或持有型的商业物业。持有型物业经历项目开发期、筹备期到培育期、成熟期，通过运营优化，不断提升出租率和租金水平，逐渐提高经营现金流，长期带来稳定回报。“以售养租”模式可以让出租和可售两个部分互相支持，以配套商业和写字楼带动的周边可售物业的销量。但这种方式导致万达商业拓展大多依赖集团自有项目开发，一方面商业管理受制于地产主业，不利于形成具有可复制和独立性的商业管理团队。另一方面，受到开发业务高杠杆、周期性以及政策环境的影响，商管项目的扩张往往伴随公司债务扩张和风险敞口放大，一旦杠杆资金受限或现金流承压，都将影响公司项目拓展的可持续性。因此 2015 年，万达提出要进行轻资产转型。

### 2.3 运营赋能阶段：轻型扩张，渠道下沉

万达商管作为公司商业地产的轻资产扩张主体，通过与第三方合作，由独立第三方作为业主负责获取土地，承担拿地和建设的全部投资，并拥有项目资产的所有权。万达负责项目建筑规划设计、建设管理、商业规划及招商、运营管理，并授权合作方使用“万达广场”品牌，公司与合作方按照项目开业后的经营净收益分成。

由于公司在产品定型和商业勾地时期积累了大量策划、招商、运营经验，并依托自身前期重资产模式的快速扩张，逐渐形成品牌和规模效益。这促使其可以将成功经验通过赋能模式对外输出，形成商业体委托管理平台，帮助不具有较强商业运营能力的委托方实现商业不动产的保值和增值，降低经营风险，合作共赢。万达一方

面可以通过轻资产输出进一步巩固品牌和规模优势，加强对商户和业主两端的溢价能力，带动集团旗下万达影院、宝贝王等自有品牌的稳健扩张。同时万达通过轻资产委托管理可以降低渠道下沉带来的新进入城市初始投入风险，减少自有资金占用。2016年新开业的50个万达广场中，已有21个属于轻资产项目。

**表 2 万达集团协同产品体系**

万达商管集团	   WANDA® Hotels & Resorts 万达酒店及度假村
万达文化集团	     万达文化旅游城 WANDA CULTURAL TOURISM CITY 万达宝贝王 WANDA KIDS 万达体育 WANDA SPORTS 万达电影 WANDA FILM UPMC LIFE CHANGING MEDICINE
外部支持	万达投资集团

数据来源：公司公告 上海证券研究所

2017年初，万达遭遇了现金流危机，一方面是因为短贷长投行为受到资本管制，万达“国内举债，海外投资”的行为遭遇银行集中停贷催收。另一方面，万达通过大规模举债收购了影视、体育类公司，这类公司具有初始投入大、回报周期长的特点，导致短期造血能力下降。因此同年7月，万达将13个文旅城和77个酒店出售给融创中国和富力地产，这一举动也间接坚定了公司轻资产模式的发展，万达商管开始剥离房地产销售业务，新增房地产开发项目交由万达地产集团负责。2019年底，万达商管正式完成房地产业务剥离，万达商管成为纯粹的商业运营管理企业。2020年9月，万达商管正式对外宣布从2021年开始，不再发展“重资产”，全面实施“轻资产”战略。

### 2.3.1 轻资产运作助力万达快速扩张

2014年12月23日，万达商业在港交所以48港元/股挂牌上市，2016年9月20日上市不到两年的万达商业宣布退市，公司认为其

股价长期在净资产上下徘徊，股票价值严重低估。

2016年9月20日，大连万达商业从港交所私有化。2021年3月24日，大连万达商管撤回A股IPO申请，并于当月29日，万达商管集团与珠海市政府签署协议，将重组后的万达轻资产商管公司落户珠海横琴，同时珠海国资委出资30亿战投入股万达轻资产商管公司，同时启动港股上市计划。截至2021H1，万达商管共对380个广场提供服务，项目遍布全国204个城市。

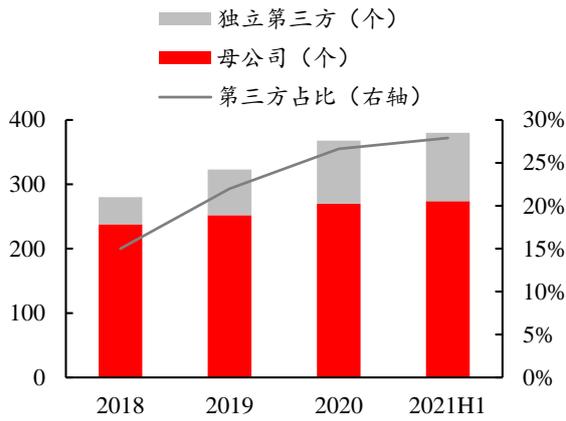
图3 万达商管管理商场布局



数据来源：公司公告 上海证券研究所

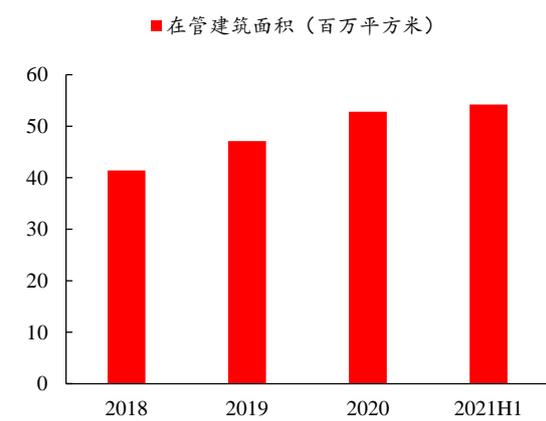
轻资产拓张加速，第三方项目占比提升。截至2021H1，万达商管管理项目数量达到380个，其中有274个项目来源于母公司，106个项目来源于独立第三方。在管项目中独立第三方项目占比稳步提升，2018年，万达商管在管项目来源于独立第三方的有42个，占管理项目总量的15%，2021H1，独立第三方项目占比提升至27.89%。在管建筑面积也稳步提升，从2018年的4140万平方米提升至2021H1的5420万平方米。

图 4 万达商管项目数量及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

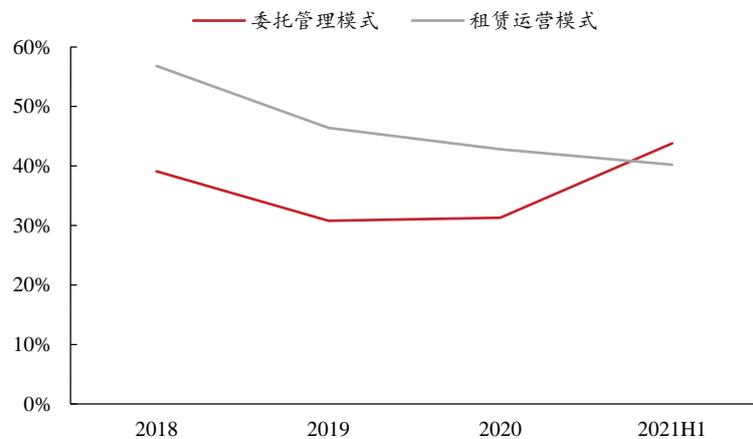
图 5 万达商管在管建筑面积



数据来源：公司公告 上海证券研究所

从管理模式看来，2018-2020 年，租赁运营模式毛利率高于委托管理模式，租赁管理模式毛利率整体呈下降趋势，但仍维持在 50% 左右的毛利率，委托管理模式毛利率自 2019 年开始波动上升，到 2021H1，委托运营模式毛利率达到 43.80%。

图 6 万达商管毛利率



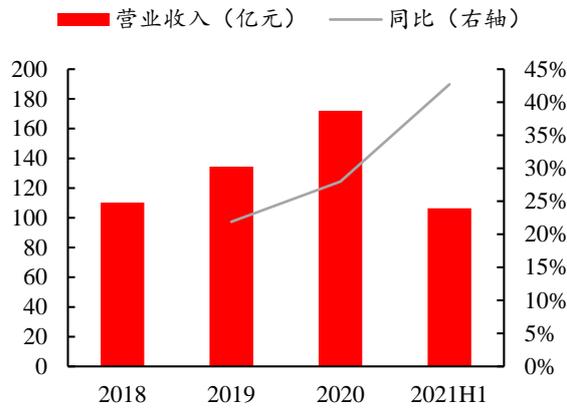
数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 2.3.2 租赁运营管理模式收入占比提升

万达商管 2017 年开始逐渐剥离物业销售业务，新增地产销售并未计入到万达商管中，随着老项目陆续售罄，直到 2019 年正式剥离完成。2020 年，万达商管实现营业收入 171.96 亿元，同比增长 27.97%，2021H1 实现营业收入 106.36 亿元，同比增长 42.71%。分业务营收方面，目前万达商管的营业收入主要来自委托管理模式和租赁运营两大模式，2018-2020 年，委托管理模式营收占比逐步

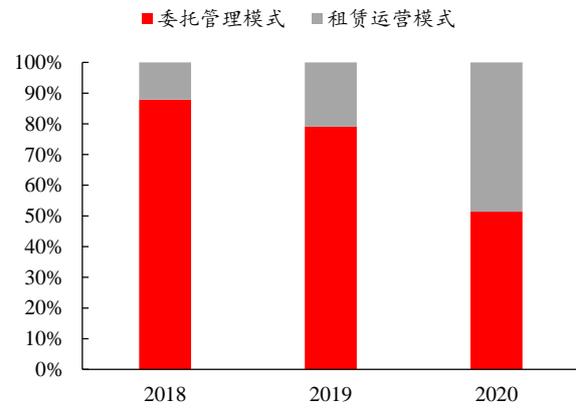
下滑，从2018年的87.90%下降至2020年的51.40%。

图 7 万达商管 2018-2021H1 营业收入及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

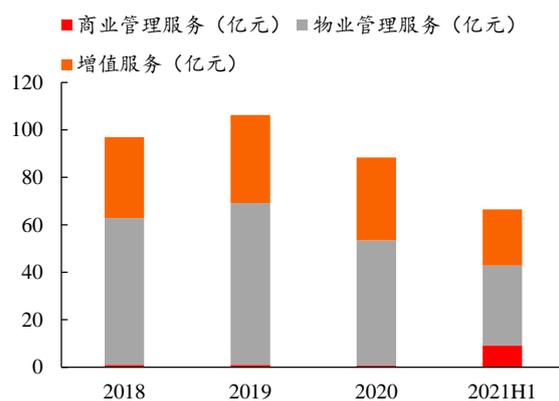
图 8 万达商管 2018-2020 年营收结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

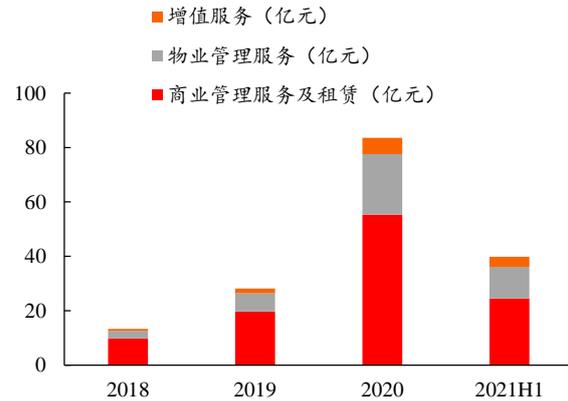
具体拆分两大业务模式，委托管理模式之下，万达商管全权负责管理商业广场，提供商业管理服务、物业管理服务以及增值服务，收入包含运营管理服务费、开业前咨询服务费、物业管理费及增值服务费。租赁运营模式之下，万达商管从业主手中租赁物业，再将商场出租，并全权负责商业运营管理，收入主要包括商业管理服务及租赁中来自商户的租金收入、开业前咨询服务费、物业管理费及增值服务费。

图 9 万达商管 2018-2021H1 委托管理模式收入



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 10 万达商管 2018-2021H1 租赁运营模式收入



数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 三、物业管理黄金时代下的钻石赛道

### 3.1 全生命周期覆盖，行业壁垒稳步巩固

商业管理服务主要是指由专业化团队为商场提供全生命周期（包括从选址、设计施工、招揽租户到日常运营管理及推广等）服务。该种模式下商业管理公司不直接持有业主的商业体，而是充分发挥自身的策划、品牌、招商、运营能力，为业主实现较高的租金和出租率，提高项目整体销售额，共享项目成长带来的收益。

通过这种轻资产模式，商管公司不仅可以从筹备期获得企划费、品牌使用费、招商服务等前端费用，运营期获得租金管理费、多种经营性收入等项目优化带来的增量收益，还有望将物业管理费也纳入到商业项目整体收费体系中。随着轻资产的整租、托管和品牌输出，商管团队项目经验不断积累，其自身运营和品牌壁垒愈发增强，商业体定位愈发精准。

表 3 商业运营服务的不同阶段

开发前期	开发中期	开业筹备	开业运营
项目定位	招商	租户签约与跟进	物业管理
业态规划	项目市场推广	物业进场接收	运营管理
设计优化	施工设计优化	租户装修管理	经营性业务管理
制定运营方案	项目团队建设	铺位管理	租赁管理

数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 3.2 商业管理是地产白银时代的趋势性机遇

#### 3.2.1 业主投拓驱动商业自持提升，推动转型存量运维

自 2016 年 9.30 地产调控至今，由于地价上涨较快，各地政府土地竞拍市场要求愈发严格，土地出让条件中自持比例稳步提升，开发商若想获取优质地块，在竞拍条件中往往会自持一定比例的商业物业来获取地块；同时，随着土拍市场调控加大，竞自持比例也在提升。由于地产黄金时代市场大量开发商依托高杠杆和快周转着力于住宅开发业务，对商业体的项目培育和运营缺乏实践积累，而商业体自身业态的定位多元化，其复杂程度远高于住宅和写字楼，因此市场对外部知名商业管理团队的需求较为旺盛。

图 11 成都远洋太古里



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 12 杭州滨江宝龙城



数据来源：公司公告 上海证券研究所

商业管理服务提供商具有几大核心优势，使得业主方短期较难企及。首先，招商端层次丰富的战略资源库，能够通过集团或区域平台化招商，大大降低单个项目招商带来的成本叠加和协商冗余，与战略合作商在谈判中具有项目资源优势。其次，运营端因地制宜和因时而变的运营策略组合，能够通过消费者潮流变化趋势，及时帮扶和调整商户经营，并通过多种经营性业务的配套推进，提升商业中长期的溢价能力。最后，前端品牌授权和项目策划筹备，商业管理服务提供商通过自身前期城市乃至区域标杆项目和外拓项目运营经验树立品牌知名度和市场影响力，并持续滚雪球，形成对消费者和业主的影响力。

图 13 深圳福田星河 COCO Park



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 14 深圳万象天地



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 3.2.2 商管由幕后走向台前，愈加受市场关注

纵观中外开发商，早期大多从事住宅开发业务，后期在城市发展和综合体配套中陆续将商业作为主业协同业态做布局和储备。伴随自身项目沉淀和人员培养，逐渐形成各自商业项目管理的范式，请务必阅读尾页重要声明

商业管理服务团队也逐渐从幕后内部项目支持岗，向外部项目拓展岗做转型。这样的行业变迁源于各地各业主对商业体定位差异，也根植于团队“引进来，走出去”，即将自身项目经验与外部分享交流，并以此不断积累学习。

同时，集团通过轻资产模式进行商业外拓可以有效降低外拓成本和风险，提高拓展速度，提升盈利质量，形成具备轻资产、品牌化、可复制的商业运营模式，并逐步与地产开发和物业管理形成协同效应。

### 3.3 服务类型多元化，收入结构多样化

商业管理服务轻资产模式的收入来源大致可以分为两个阶段对应七项服务类型，如下图可以看到商管的收费类型更加多元化，且相较于住宅物业的增值服务，其项目可复制性和委托方依赖性较强。

表 4 已上商管公司提供服务及收费

	服务类型	收费类型
筹备期	定位咨询	策划费、工程咨询服务费
	品牌推广	品牌授权费、推广费
	招商规划	招商服务费
运营期	运营管理服务	租金管理费
	基础物业管理服务	物业管理费
	物业租赁服务	租金收入
	增值服务	车位、广告和广场运营费等

数据来源：公司公告 上海证券研究所

此外，由于商业项目存在筹备期和运营期两个阶段，前期筹备到后期运营收取的费用具有显著差异。同时，结合目前轻资产外拓主要通过委托管理、整租、品牌输出三种模式，各个项目收入和成本结构也存在较大差异。总体而言，其收入结构将存在以下特点：1) 增值服务和运营管理服务的相关收入占比提升有望带动商管整体利润率提升；2) 租金收入和租金管理费将取决于商业体的产品定位和整体营业额；3) 招商和运营作为两大核心能力是提高商业体收入和对应商业管理服务收入的核心着力点。

## 四、低集中高成长孕育大市场

### 4.1 商业管理行业空间广阔，市场格局较为分散

2020年，宝龙商业、华润万象生活、星盛商业上市，作为前两年被市场广泛认可的物业管理板块细分赛道，轻资产商业管理逐步崭露头角。目前，万达商管也正积极筹备上市，作为行业第一梯队的龙头公司，其上市或有望推进资本市场认知，奠定商业管理作为物业管理细分领域中附加值较高的行业地位，并抬升整体板块估值水平。

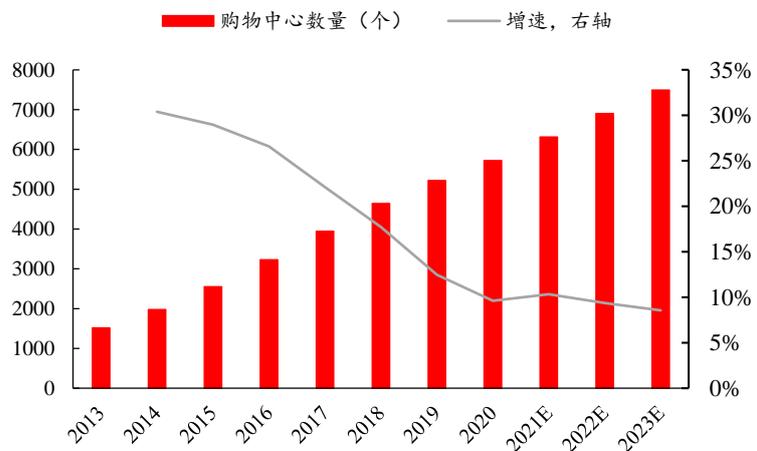
表 5 已上市商管公司业绩概况

公司	主营业务	关联方	2020年营收 (亿元)	2020年净利润 (亿元)	2020年净利润 率(%)
宝龙商业	购物中心商业运营+住宅物业管理	宝龙地产	19.21	3.23	16.8
星盛商业	购物中心商业运营	星河控股	4.42	1.43	32.2
华润万象生活	购物中心/写字楼商业运营+多业态物业管理	华润置地	67.79	8.16	12.0

数据来源：公司公告 上海证券研究所

根据中指院报告，中国购物中心数量由2013年的1517个增长至2020年的5723个，CAGR为20.9%，预计到2023年购物中心数量达到7496个，预期2020年-2023年购物中心CAGR为9.41%。

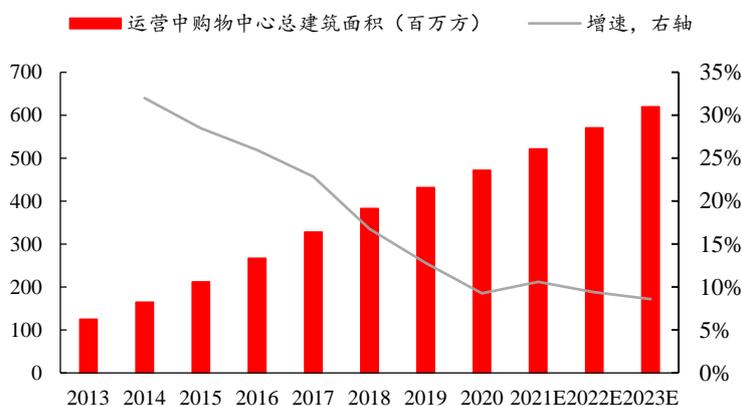
图 15 中国购物中心数量增长空间大



数据来源：中指院 上海证券研究所

中国运营中的购物中心总建筑面积由 2013 年的 1.25 亿平方米增加至 2020 年的 4.72 亿平方米, CAGR 达 20.9%; 预计到 2023 年, 购物中心总建筑面积达 6.2 亿平方米, 预期 2020 年-2023 年 CAGR 为 9.52%。

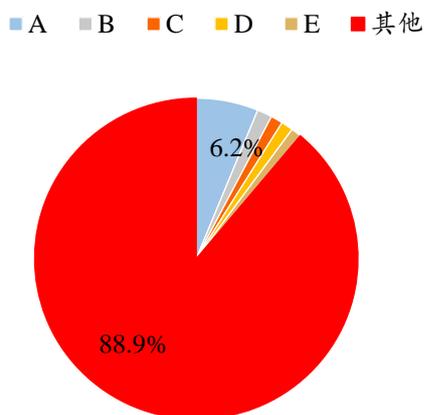
图 16 中国运营中购物中心建筑面积稳步提升



数据来源: 中指院 上海证券研究所

按在运营商业购物中心数量计算, 2019 年底前五大商业运营管理提供商的占比约为 11%, 商业运营管理服务市场高度分散, 为轻资产商业拓展提供广阔市场, 龙头商管可稳步提升市占率。

图 17 商管公司 CR5 市场份额 (按在营购物中心数量)



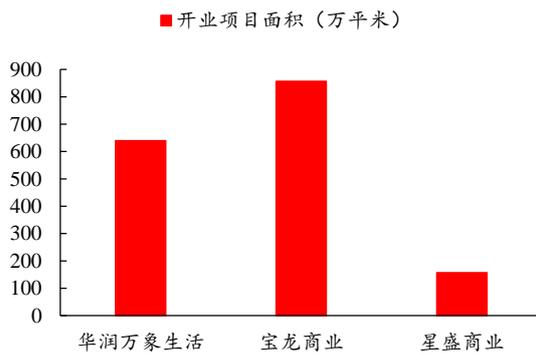
数据来源: 中指院 上海证券研究所

#### 4.2 第三方外拓稳步推进, 社区商业体复制性更强

我们对比已披露的商业管理业务占比较高公司中, 主要是万达商管、华润万象生活、宝龙商业以及星盛商业这四家。其中, 除万

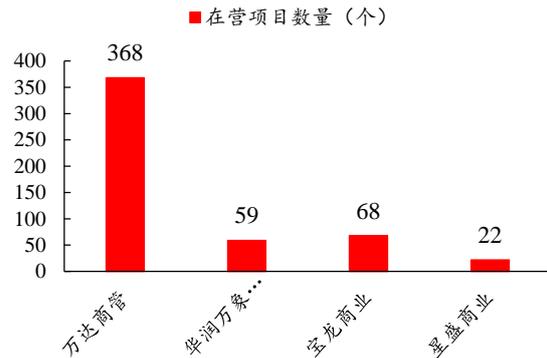
达商管外，均已上市。从规模来看，2020年累计开业项目最多的是万达商管，为368个，其次为宝龙商业和华润万象生活，分别为68个和59个，星盛商业最少，为22个。2020年华润万象生活、宝龙商业、星盛商业开业项目面积分别为640万平方米、857万平方米和157万平方米。

图 18 2020 年主要公司累计开业项目面积



数据来源：公司公告 上海证券研究所

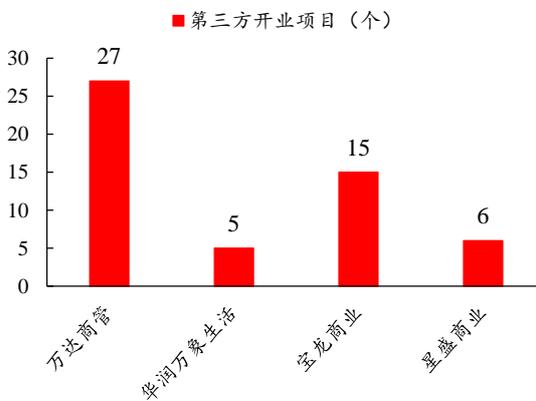
图 19 2020 年主要公司累计开业项目数量



数据来源：公司公告 上海证券研究所

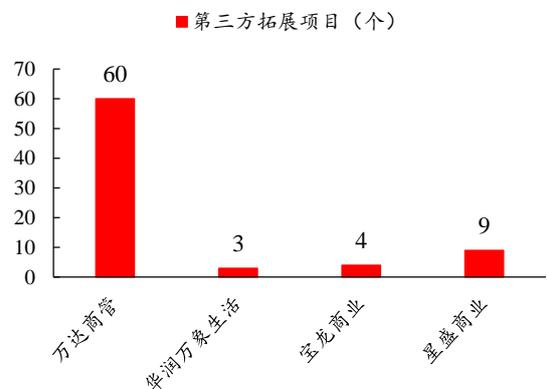
2020年，受疫情影响，华润万象生活、宝龙商业和星盛商业第三方外拓项目数量分别为3个、4个和9个。伴随住宅物管公司并购浪潮此起彼伏，商业管理公司也通过并购，加速拓展在管项目，并通过对并购标的平台化赋能，进一步优化其商管团队运营和外拓能力。例如，宝龙商业于2020年7月收购浙江星汇形成宝龙星汇产品线，补充了其社区商业和主题街区的产品线运营能力，并通过宝龙自身战略库和品牌力，给与星汇团队更多支持。

图 20 2020 年主要公司累计第三方开业项目数



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 21 2020 年主要公司第三方拓展项目数



数据来源：公司公告 上海证券研究所

从整体出租率来看，华润万象和星盛商业接近 95%，彰显商业管理核心运营能力处于行业较高水平，而宝龙受制于早期青岛等北方城市大体量自持项目拖累，后期转向社区商业体外拓模式逐步拉升整体出租率。从合约和在管面积比来看，星盛商业后续项目开业保障性强，提升增长确定性。

图 22 2017-2020 年主要公司合约在管面积比

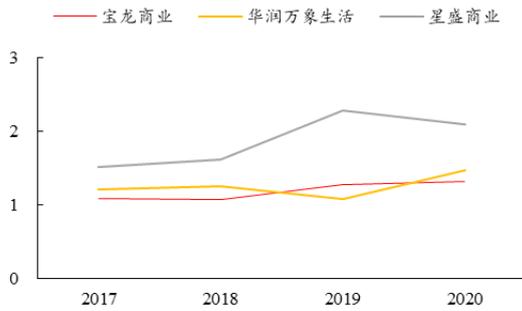
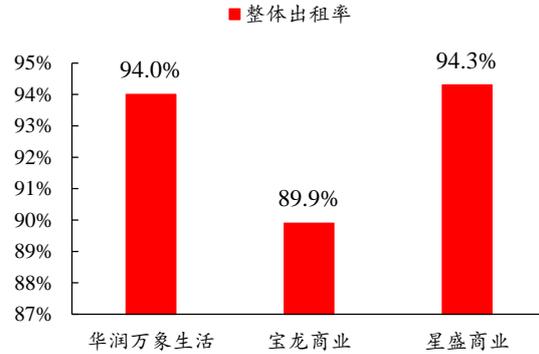


图 23 2020 年主要公司整体出租率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

数据来源：公司公告 上海证券研究所

尽管目前主流商管公司均实现从城市到区域到社区商业体的综合产品体系，但由于前期万达商业勾地导致区域市场的商业自持项目较多，因此陆续形成区域性为主，社区型为辅的商业体产品体系，而城市级的商业体项目往往是商业体的超级标杆项目，项目资源稀缺，可复制性较弱。

## 五、产品+模式双轮驱动，龙头率先驶入快车道

### 5.1 华彩万象，滋润生活

#### 5.1.1 综合型物管平台运营商，品质生活线下体验引导者

华润万象生活为华润置地子公司，于 2017 年 5 月注册成立，2020 年 12 月于港交所上市。公司坚持城市品质生活服务平台的战略定位，构建物业商管和商业运营服务两大主营业务与一个大会员生态体系一体化的“2+1”业务模式。截至 2020 年末，公司全业态物业管理面积 1.19 亿平米，写字楼物业管理面积 570 万平米，购物中心已开业面积 640 万平米，合作品牌数约 5000 家，一点万象会员数 1340 万。在商管业务上，公司聚焦品质生活赛道，重点布局与母公司协同的六大区域中心，签约了华润啤酒、医药、燃气等全委项目，同时把握一二线和强三线品质赛道机会，76%的商业物业位于一、二线城市。

图 24 华润万象生活产品及已开业数量



数据来源：公司公告 上海证券研究所

商业运营服务主要为高端产品“万象城”、品质产品“万象天地”和“万象汇”，2020年7月开始提供写字楼运营服务。过去，购物中心的商业运营服务包含在华润置地商业物业开发及投资业务中，即以集团内部跨部门服务的形式向购物中心提供商业运营服务，不另行收取费用。2020年逐步将商业运营服务作为一个独立的业务分部，并开始从该项业务确认收入。同时，新增了购物中心分租项目，即自主承租物业并向租户分租空间。

表 6 华润万象生活主要服务内容

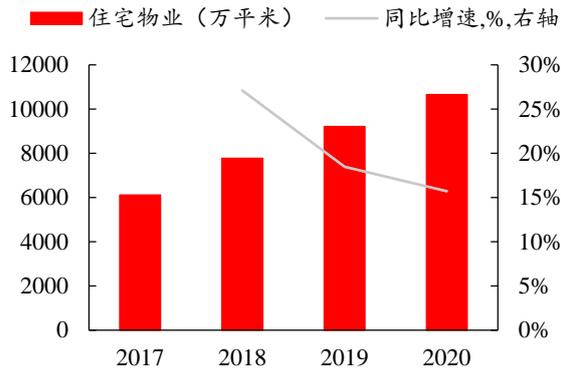
物业形态	购物中心	写字楼	住宅物业
提供服务	商业运营服务	商业运营服务	针对物业开发商的增值服务
	物业管理及其他服务	物业管理及其他服务	物业管理服务
	商业分租服务		社区增值服务

数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 5.1.2 商业管理或成为经营重点，带动项目盈利能力提升

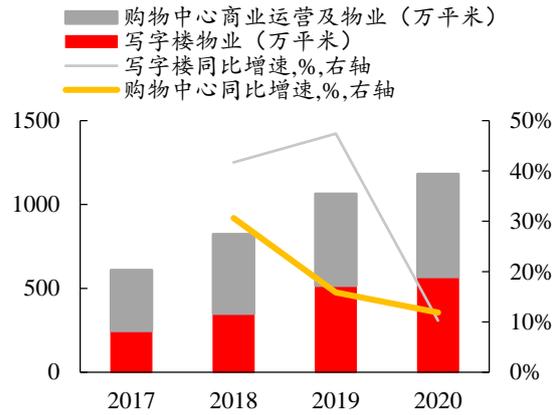
自公司成立以来，各项业务在管面积和项目数均不同程度的提升。其中住宅物业在管面积由2017年6116万平方米增长到2020年的1.07亿平方米。2017年写字楼物业在管面积达到150万平方米，2020年在管面积达569万平方米。购物中心在管面积稳步提升，由2017年的362万平方米增加至2020年的613万平方米。

图 25 公司住宅物业在管面积规模及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

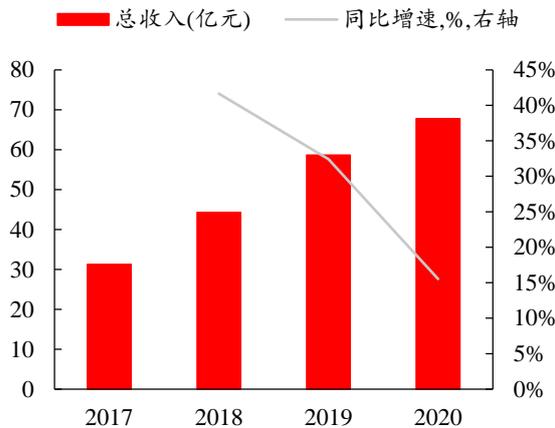
图 26 公司商业物业在管面积及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

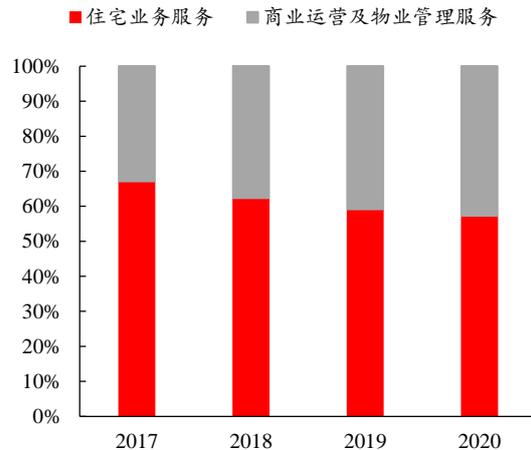
公司营收规模稳步增长，由2017年的31.29亿元增至2020年的67.79亿元，2020年同比增速为15.52%，其中商业物管及运营占比由2017年的32.85%上升至2020年的42.71%。

图 27 公司营业收入规模及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

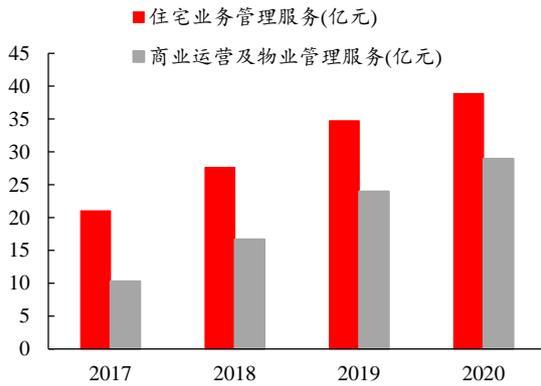
图 28 公司分业务营业收入占比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

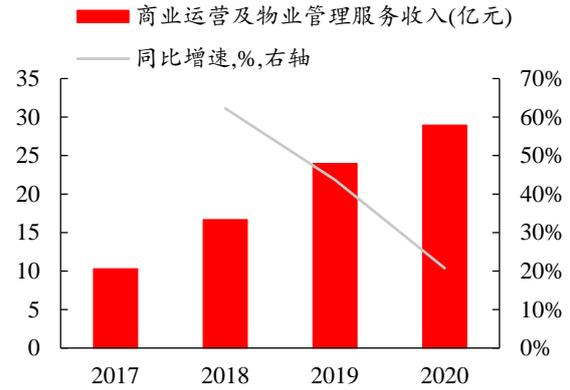
公司商业物管及运营的营收增速高于住宅物管增速，这是由于公司在该领域持续发力推动在管面积的显著提升。

图 29 公司住宅及商管业务营业收入规模及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

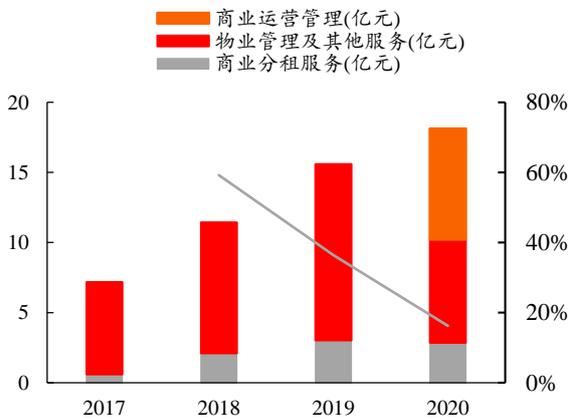
图 30 公司商业运营及物管营业收入规模及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

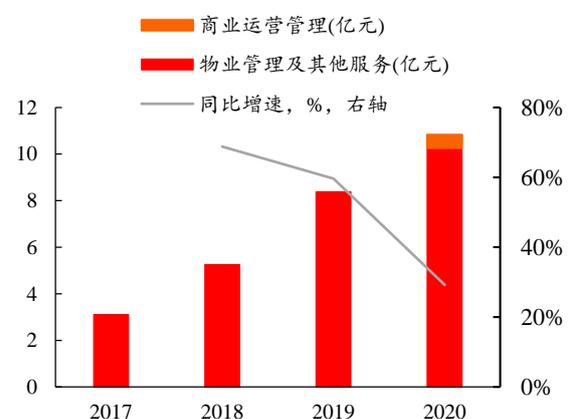
在商业管理中，购物中心 2020 年实现收入 18.12 亿元，同比增长 16.3%。自 2020 年 1 月起，公司开始确认购物中心商业运营服务收入，全年实现收入 7.91 亿元。同年 7 月起，由于公司购物中心物业管理计费由包干制改为酬金制，物业管理收入同比减少 5.21 亿元；与此同时，公司写字楼运营服务开始确认收入，写字楼 2020 年实现收入 10.83 亿元，本年共服务项目 23 个，在管面积 148 万平方米，取得收入 0.57 亿元。

图 31 公司购物中心营业收入规模及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

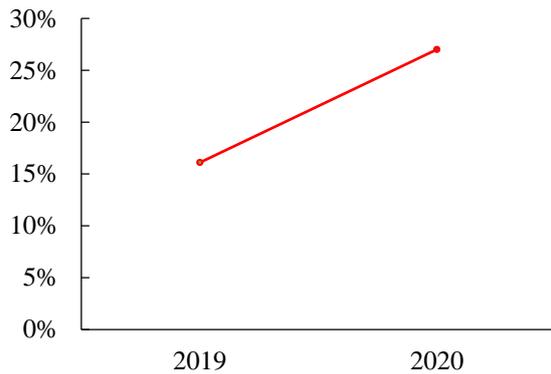
图 32 公司写字楼营业收入规模及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

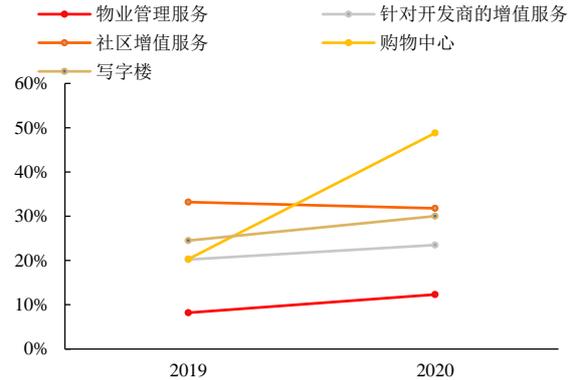
公司毛利率呈现上升态势，其中 2019 年到 2020 年上升幅度最大，由 16.1% 上升至 27%，这是由于购物中心的物业管理服务从包干制转向酬金制，同时购物中心的商业运营管理等高毛利业务确认进入报表拉升了整体毛利率水平。

图 33 公司 2020 年毛利率大幅提升



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 34 购物中心商业运营毛利拉动整体毛利提升



数据来源：公司公告 上海证券研究所

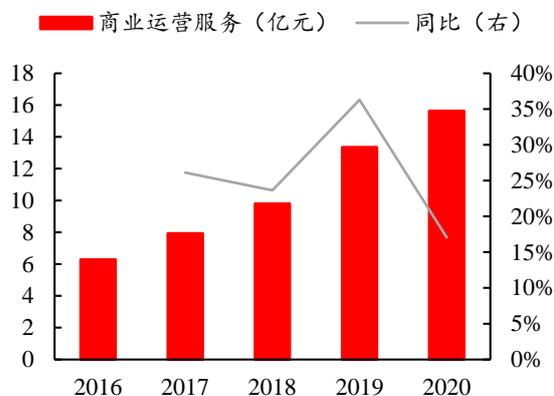
此前公司主要通过华润集团及华润置地开发的购物中心扩展服务，未来将更多地通过轻资产模式拓展第三方项目，进一步提升品牌影响力。同时，公司将逐步提升综合毛利率，坚定长期主义的理念，聚焦重奢、高端、品质赛道，全面构建会员体系，实现平台化赋能。

## 5.2 驭海蛟龙，社区宝藏

### 5.2.1 “1+1+N” 战略布局稳步推进

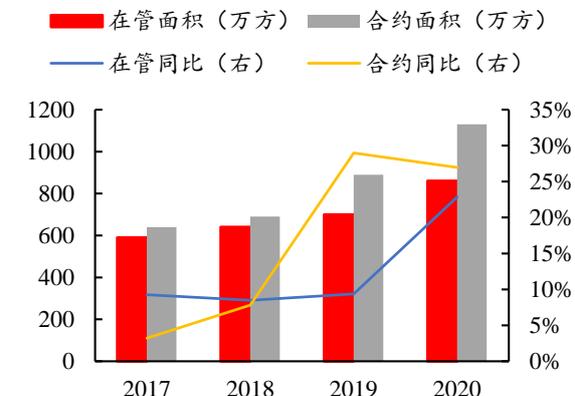
宝龙商业是一家领先的商业运营服务供应商，母公司宝龙地产进入长三角便确定了以商业勾地模式为核心的投拓策略。在此背景下，宝龙商业制定“1+1+N”战略，即聚焦长三角，开拓粤港澳，辐射多个已有项目的核心城市。2020 年公司商业运营服务收入达到 15.6 亿元，同比增长 17.1%；已开业建筑面积 860 万平米，同比增长 22.9%；合约建筑面积 1130 万平米，同比增长 27%。

图 35 宝龙商业商业运营服务收入及同比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 36 宝龙商业在管、合约面积及同比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

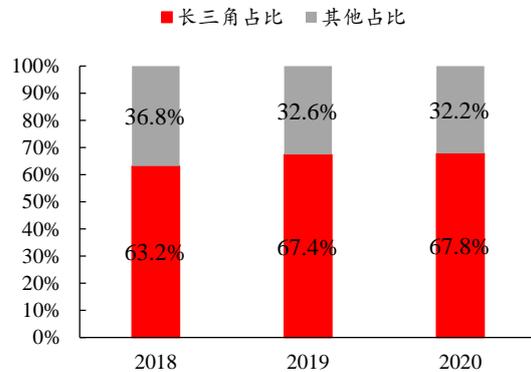
宝龙商业已开业零售商业物业项目 68 个，相比 2017 年 42 个增加 26 个，扩张迅速。而公司继续深耕长三角地区，2020 年长三角零售商业物业项目数布局占比由 63% 提升至 71%，商业运营服务收入占比达 67.8%。

图 37 宝龙商业已开业零售商业项目个数



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 38 宝龙商业商管收入长三角占比

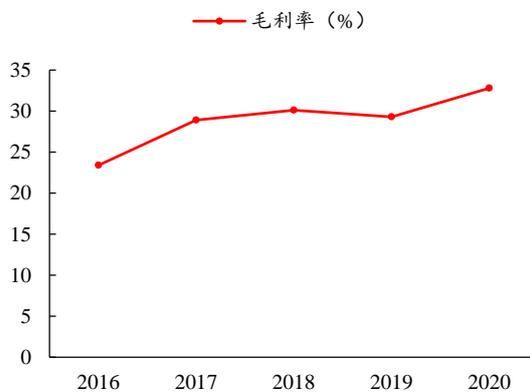


数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 5.2.2 商业运营服务毛利率提升，运营管理能力日渐成熟

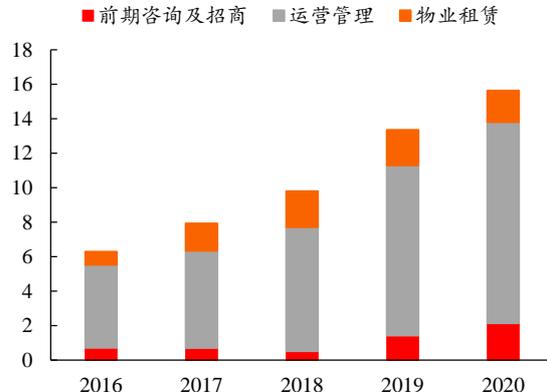
宝龙商业的商业运营服务收入来源主要包括：市场研究及定位、租户招揽及开业筹备服务，这部分主要是前期的咨询费和招商服务费；商业运营管理服务，这部分主要为物管费、租金管理费以及多种经营性收入和停车场收入等；物业租赁服务，主要为整租业务产生的收入。从商业运营服务毛利率来看，宝龙商业 2017-2020 年均保持在 30% 左右，一方面由于公司第三方外拓项目占比逐年提升，另一方面在于运营管理服务中多种经营性收入等高毛利占比提升，带动整体毛利率上行。

图 39 商业运营服务毛利率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

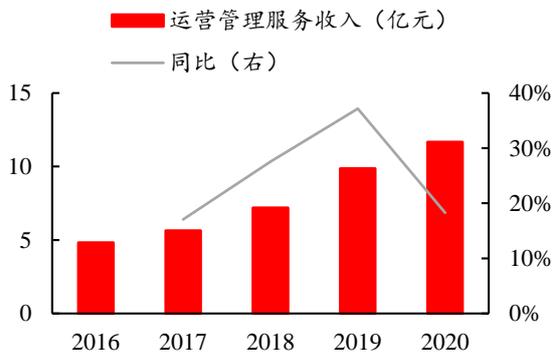
图 40 商业运营分服务收入 (亿元)



数据来源：公司公告 上海证券研究所

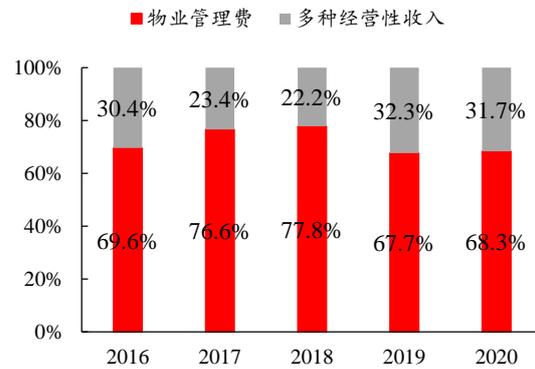
运营管理服务收入逐年快速上涨，2020 年受疫情影响增速有所放缓。从收入结构来看，运营管理服务主要由物业管理费和多种经营性收入构成，虽然以物业管理费为主，但随着商业体逐渐成熟，多种经营性收入占比稳步提升，其所涵盖的内容也更加丰富，从停车运维、广告和广场管理、集合产品礼包订购等。

图 41 运营管理服务收入及同比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 42 物业管理费及多种经营性收入占比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 5.2.3 多条产品线同时进行，客户覆盖面广

宝龙商业拥有多条成熟的产品线，包括宝龙一城、宝龙城、宝龙广场、宝龙天地和宝龙星汇。从项目数量上可以看出，宝龙广场是公司当前最主要的外拓项目，主要针对可复制性较强的社区商业体。宝龙一城作为宝龙地产 TOP 系产品，定位高端，引流时尚潮流，提供前所未有的高端服务；宝龙城定位中高端品质型购物中心，布局一二线城市，定位略低于宝龙一城；宝龙广场、宝龙天地和宝龙星汇定位中产阶级消费，以满足社区居民需求为依据，城市布局较多，可复制性强。

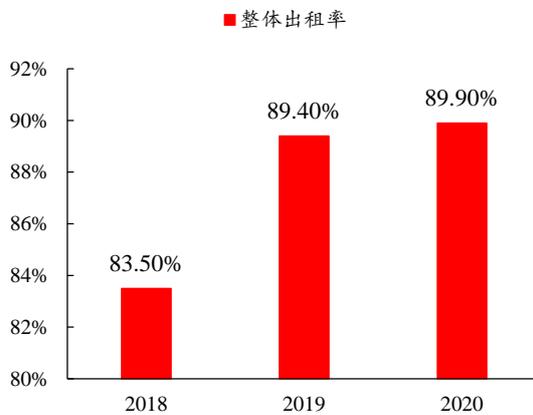
表 7 宝龙商业产品线及区域布局

产品	产品定位	城市能级	数量	区域布局
宝龙一城	高端品质型购物中心	一二线城市	1	聚焦长三角，深耕大湾区，机会性进入重点城市
宝龙城	中高端品质型购物中心	一二线城市	2	
宝龙广场	社区型、区域型中端品质型购物中心	一二三四线城市	51	
宝龙天地	商业街	一二三四线城市	6	
宝龙星汇	主题街区、社区商业	浙江省内一二三四线城市	8	

数据来源：公司公告 上海证券研究所

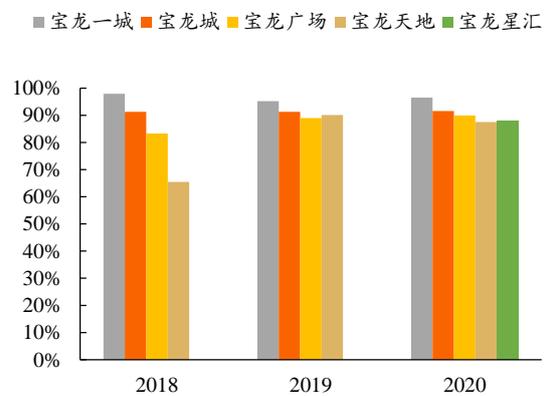
2020年宝龙商业所有产品线出租率均超过85%，整体出租率达89.9%，但不同产品内部呈现出结构化差异。宝龙一城作为宝龙旗下标杆产品，出租率位居五大产品之首，2018-2020年宝龙一城出租率分别为97.9%、95.2%和96.5%。宝龙城定位中高端，档次仅次于宝龙一城，近三年来出租率稳定在92%左右。宝龙广场、宝龙天地和宝龙星汇定位社区商业，由于早期青岛等北方项目出租率不佳拖累，宝龙广场和宝龙天地整体出租率不高，2018-2020年，宝龙广场出租率分别为83.3%、89%、89.9%，宝龙天地的出租率分别为65.5%、90.1%和87.5%。宝龙广场产品可复制性强，渠道下沉空间大，是未来重点的扩张方向。

图 43 宝龙商业整体出租率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 44 宝龙商业分产品出租率



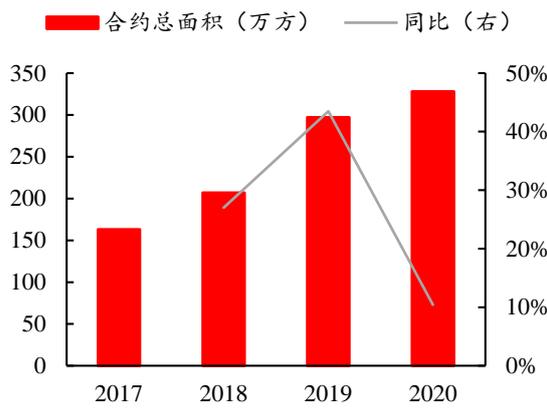
数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 5.3 星河灿烂，盛世绽放

### 5.3.1 首家纯商业商管公司，品牌知名度显著

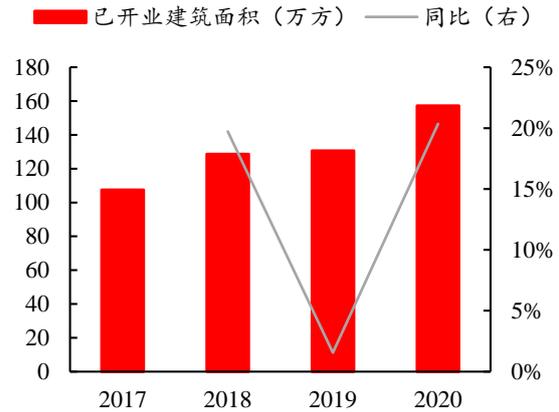
星盛商业是港股第一家纯商业物业管理上市公司，辐射整个粤港澳大湾区，并逐步加快全国布局。截至2020年，星盛商业签订53个商业物业项目，覆盖中国20个城市，总合约建筑面积328万平方米，其中61.6%为第三方业主，已开业商业物业项目22个，已开业建筑总面积157万平方米。根据中指院数据，星盛商业整体实力在“2021年中国商业地产百强企业”中排名第13，并获选为“2021年中国商业地产运营十强企业”，在“2020中国商业地产品牌价值TOP10”排名第4，品牌能力受到市场广泛认可。

图 45 星盛商业合约总面积及同比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 46 星盛商业已开业建筑面积及同比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 5.3.2 产品和主题品牌馆协同发力，构建一站式娱乐体系

星盛商业拥有全面及广受认可的品牌体系，旗下产品包括城市型购物中心 COCO Park、区域型购物中心 COCO City 和 iCO、社区型购物中心 COCO Garden 以及高端家居购物中心第三空间。截至2020年星盛商业已开业 COCO Park 4座、COCO City 6座、iCO 2座、COCO Garden 5座、第三空间 1座。星盛商业围绕“深耕大湾区、开拓全国布局”的发展战略，保持业务高速扩张。2020年新签约佛山长华星河 COCO City、嘉兴星河 COCO City、灌南星河 COCO City 等项目，不断拓展商业版图。

图 47 星盛商业产品及已开业数量



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司在 COCO 体系下孵化五大主题品牌馆，分别是星居生活馆、星趣小镇、星悦琳廊、星跃领动和星享食汇。星居生活馆作为家居

生活消费场景，提供家居生活产品及服务。星趣小镇为亲子主题馆品牌，提供满足亲子活动场景消费。星悦琳廊以都市女性为目标客户的时尚主题馆品牌，提供服饰、女性用品及美容院消费。星跃领动为体育及健身主题馆品牌，提供体能训练、体育及零售的综合服务。星享食汇为餐饮主题馆品牌，为食客提供广泛的美食选择及社交互动场所。

五大品牌主题馆根植于公司商业物业产品体系之中，精准获取不同消费群体线下场景消费数据，加强公司对各类消费者需求的准确把控，实现商业物业和品牌主题馆对用户画像的精细化管理，并更好服务商业运营服务和会员管理服务。

图 48 星盛商业旗下主题馆品牌



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 5.3.3 多种扩张模式并举，精准运营催生会员快速增长

星盛商业主要通过四种运营模式提供商用物业运营服务，即委托管理服务模式、品牌及管理输出服务模式、整租服务模式以及成立合资公司，提供的服务包括定位、建筑咨询及租户招揽服务、运营管理服务、物业租赁服务和增值服务。其中，品牌及管理输出模式轻资产化程度最高，公司仅聘用核心团队为业主提供整体商业运营管理服务，并收取酬金。

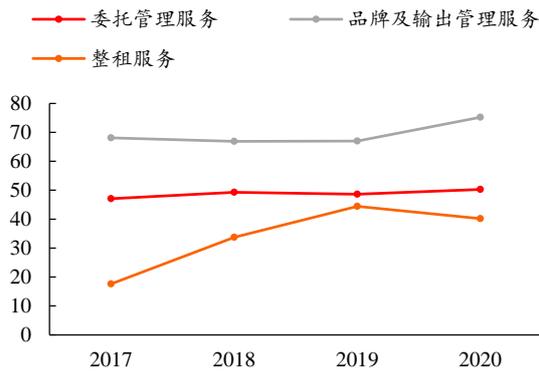
表 8 星盛商业四种运营模式对比

	委托管理服务模式	品牌及管理输出模式	整租服务模式	成立合资公司
所提供的服务	定位、建筑咨询及租户招揽服务	定位、建筑咨询及租户招揽服务	物业租赁服务	7月15日,星盛商业间接全资附属公司深圳星河商置与合营伙伴深南联合(厦门)产投就成立合资公司星盛深南商管,旨在接管租赁协议,以提供与该等物业有关的商用物业运营服务。
	运营管理服务	运营管理服务	运营管理服务	
	增值服务		增值服务	
收入来源	就定位、建筑咨询及租户招揽服务向业主收取固定费用	就定位、建筑咨询及租户招揽服务向业主收取固定费用	向租户收取租金	
	就运营管理服务向业主收取收入或利润预定百分比及/或固定费用	就运营管理服务向业主收取收入或利润预定百分比及/或固定费用	向租户收取管理费	
	就运营管理服务向租户收取管理费		就增值服务向相关客户收取公共空间使用费	
	就增值服务向相关客户收取公共空间使用费			
成本构成	管理商用物业的日常运营成本	与项目有关的员工成本	管理商用物业的日常运营成本	
			承租租金成本	
	业主、租户、获得增值服务的其他客户	业主	租户、获得增值服务的其他客户	

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

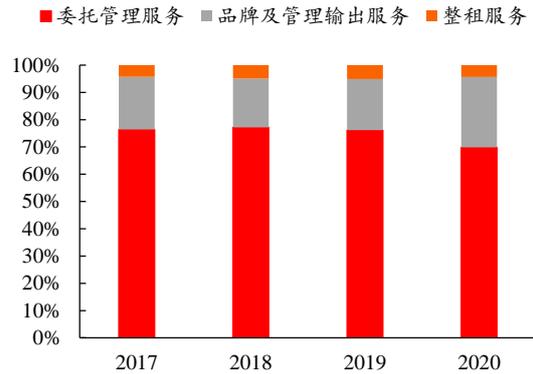
从分业务毛利率来看,除合资公司外的三种运营模式有较大的差别,其中品牌及管理输出模式毛利率最高,其次是委托管理服务,整租服务毛利率最低。2020年星盛商业品牌及管理输出模式毛利率达75.2%,盈利能力最强。从业务占比来看,委托管理服务模式占比最高,超过70%,品牌及管理输出服务模式占比逐步提升,轻资产化程度逐渐加大。

图 49 星盛商业分业务毛利 (%)



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 50 星盛商业分业务收入占比

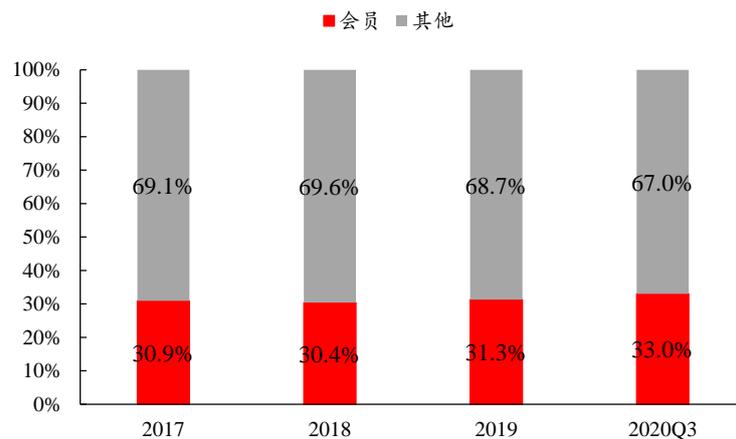


数据来源：公司公告 上海证券研究所

星盛商业通过强化综合运营能力，打造区域标杆提升公司影响力，通过产品创新和业态创新布局全国。

不断强化量身定制的研策能力，通过结合当地的经济、竞争格局、商用物业的特质及目标客群实现精准定位，实现“一店一策”；同时通过庞大并不断增长的租户品牌库，以及品牌战略联发的实质性落地，不断提升租户招揽能力，保持较高水平的出租率。2020年整体出租率达94.3%。

提升数字化的运营能力，致力于通过全面运用数字化及智能化，持续提升运营管理服务：升级优化数据运营中心，建设数据中台和数据辅助决策支持系统，构建精细化、数字化的运营管理体系，实现数据驱动运营；建设客户数字化平台和营销数字化平台，构建全渠道流量体系，沉淀会员数据，挖掘会员价值，实现精准营销，为消费者带来便利体验，探索流量变现新模式。公司通过COCO Club会员体系赋能商业运营，截至2020Q3已有注册会员150万人，其中，15-50岁会员占比63.3%。会员销售额占比自2017-2020Q3分别为30.9%、30.4%、31.3%、33.0%，会员复购率为53.2%。

**图 51 星盛商业会员销售占比**


数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 受益标的

目前，中国商业管理赛道处于快速发展阶段，行业集中度较低，诸如龙湖、万科印力、大悦城、爱琴海、新城等商管公司暂未剥离开发主业独立上市，因此随着商业管理板块作为物业管理子板块中较为优质的赛道价值逐步认可，不排除后期这些平台分拆上市。

同时，对项目方而言，伴随商业管理品牌在全国拓展加速，公司项目运营经验不断积累，运营能力持续加强，未来有望逐渐形成赋能平台，将项目运营管理和多种经营性业务等内容形成服务录入案例库，再通过平台将战略库和案例库招商资源和项目经验陆续输出给各个项目方，有效提升赋能平台综合输出能力，探索大宗经纪、策划咨询、信息服务等平台化程度更高的商业模式，进一步提升商管平台附加值和盈利能力。

最后，对消费者而言，由于商管公司会员体系逐步形成后将有效对各自覆盖的目标群体定制服务，有望与住宅物管的业主增值业务联动，除了提供周边住宅社区商业体配套外，并能够和管家形成商业合作，更好服务业主衣、食、住、行、玩多层次的消费需求，深度挖掘客户的潜在购买力。

因此我们重申相关受益标的为：

(1)运营华润体系内优质物业，定位中高端商业和深耕品质生活赛道的华润万象生活（1209.HK）；

(2)采用“1+1+N”战略布局，社区商业为主的宝龙商业

(9909.HK)；

(3)构建商业体+主题馆+会员生态化商管平台的星盛商业(6668.HK)。

## 风险提示

### (1) 房地产调控超预期。

自从2016年“9.30”调控至今，房地产行业市场政策调控进入常态化阶段。以稳为主，因城施策的调控主基调将长期维持，“三道红线”、“贷款集中度管理”、“两集中”等政策相继出台，后续或继续加深各地调控细则。

### (2) 项目扩张不及预期。

房地产企业经营杠杆的核心在于前端销售去化带来的现金回款，后续市场销售是否符合开发商预期也直接影响第三次集中供地的参与能力。

## 分析师声明

金文曦

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20% 以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5% 以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。