

【广发地产&海外】中海物业 (02669.HK)

优质物企深度系列 (二): 多业态均衡发展, 高速增长重振雄风

核心观点:

- 新征程效果初现。**18年是公司的重要转折年, 随着中海集团的人事趋于稳定, 中海物业也经历了新一轮高管调整, 新管理团队从提升服务满意度开始, 着力改造中海物业过去的3大基底: 收入来源以基础物管为主, 项目来源以中海集团为主, 业态以住宅为主, 21年已经取得了突出效果, 增值服务收入占比提升至30.0%, 第三方在管面积占比提升至27.6%, 非住宅在管面积占比提升至22.8%。20年底公司形成了21-25年的“十四五”规划, 要求归母净利润、营收、管理规模等核心指标实现复合增速不低于30%, 掀开了公司发展的新篇章。
- 外拓跻身行业前列, 内生增长潜力龙头第一。**21年公司外拓合约面积5809万方, 22H1外拓合约4135万方, 创历史新高。21年新增在管面积7290万方, 中海系(2490万方)、外拓(4800万方)均创历史新高, 外拓成为主要规模增长来源, 且合约储备丰富。央企中海海外充足的土储和稳健的经营将稳住公司的基本盘。强劲的外拓实力和中海集团的支持将有力保障公司强大的内生增长竞争力, 我们计算22年(外拓+中海)的内生合约面积增长对应在管面积潜在增速38%, 龙头第1。
- 增值服务增长迅猛, 车位销售进入成果兑现期。**非业主增值高速增长, 依托一流的科技实力和中建系统的广泛机会, 兴海物联积极发力工程外拓, 外部合约金额占比达到70%。公司加大社区增值投入, 在低基数下实现快速增长, 后续仍有较大挖潜空间。车位销售自18年布局, 21年开始进入收获期, 后续逐步去化仍有望继续增长。
- 盈利预测与投资建议。**公司第三方合约储备丰富, 中海海外保驾护航, 业绩增长确定性强。预计22/23年归母净利润10.5/13.2亿元, 考虑公司业绩增速, 我们给予公司23年30x PE估值, 对应合理价值13.09港元/股, 给予“买入”评级。

风险提示。房地产下行; 市场竞争加剧; 外拓及增值服务不及预期等。

盈利预测: (最新人民币兑港元汇率 0.9187; 除特别说明, 本报告货币均为人民币)

人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,508	7,720	10,457	13,381	16,176
增长率 (%)	12.5%	40.1%	35.5%	28.0%	20.9%
EBITDA (百万元)	829	1134	1468	1834	2,145
归母净利润 (百万元)	589	804	1049	1317	1,548
增长率 (%)	22.3%	36.5%	30.4%	25.6%	17.5%
EPS (元/股)	0.18	0.24	0.32	0.40	0.47
市盈率 (x)	45.36	33.22	25.48	20.29	17.27
ROE (%)	32.6%	32.8%	32.9%	32.1%	29.8%
EV/EBITDA (x)	32.25	23.56	18.46	14.57	12.46

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

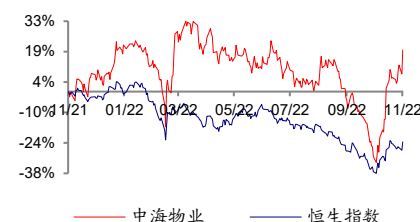
买入

当前价格	8.63 港元
合理价值	13.09 港元
报告日期	2022-11-30

基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	32.9/32.9
总市值/流通市值 (亿港元)	290.9/290.9
一年内最高/最低 (港元)	9.98/4.94
30 日日均成交量/成交额 (百万)	11.6/82
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	16.00/2.77

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001

021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

欧阳喆



SAC 执证号: S0260522070002

021-38003641



ouyangzhe@gf.com.cn

请注意, 乐加栋、欧阳喆并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、提效扩容，重振雄风.....	5
二、财报概览：营收业绩高速增长，分红率保持稳定.....	9
（一）利润表：业绩增速与归母净利率居于央国企龙头领先地位.....	9
（二）资产负债表：现金充沛，应收款控制良好.....	10
三、分业务：内生增长潜力较大，新业务开始兑现.....	12
（一）业务概览：收入毛利倚重基础物管，社区增值潜力较大.....	12
（二）基础物管：外拓跻身行业前列，机制改革人效增长.....	14
（三）非业主增值：兴海物联外拓迅猛，工程服务塑造第二增长曲线.....	24
（四）社区增值：低基数下高速增长，加大投入增长可期.....	27
（五）停车位买卖：在手现金的良好投资方式，21年进入成果兑现期.....	29
四、盈利预测及估值.....	30
五、风险提示.....	32

图表索引

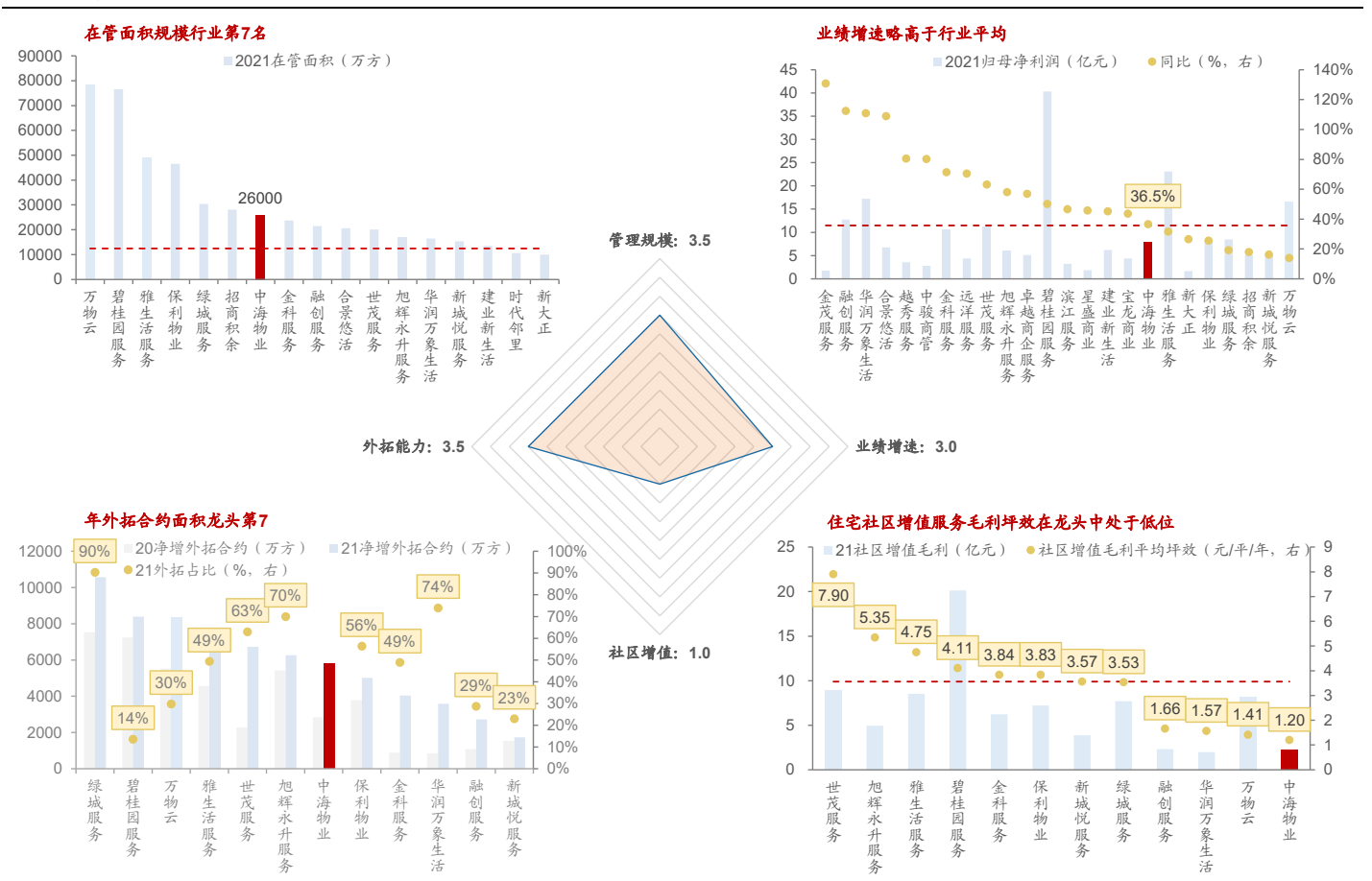
图 1: 中海物业综合评分与行业对比	5
图 2: 中海物业股权结构 (截至 2022 年 11 月 30 日)	6
图 3: 中海物业第三方在管面积及占比	6
图 4: 中海物业服务满意度	6
图 5: 中海物业发展历程	7
图 6: 中海物业董事会与核心管理层构成	7
图 7: 中海物业在管面积 (万方) 与发展历程	8
图 8: 龙头毛利率对比	10
图 9: 龙头归母净利率对比	10
图 10: 中海物业 2021 年资产同比变动及拆分 (亿元)	11
图 11: 中海物业贸易应收款 (亿元) 及同比	11
图 12: 中海物业贸易应收款周转天数 (天)	11
图 13: 中海物业第三方贸易应收款账龄分布	11
图 14: 龙头贸易应收款周转天数比较 (天)	11
图 15: 2021 龙头贸易应收款拨备率比较	11
图 16: 中海物业分业务收入占比	13
图 17: 中海物业分业务毛利占比	13
图 18: 中海物业在管面积 (万方) 与同比	15
图 19: 中海物业新增第三方在管面积与合约面积 (万方)	15
图 20: 中海物业新增中海系在管面积 (万方)	15
图 21: 中海物业基础物业服务收入及增速 (亿元)	16
图 22: 中海物业基础物业收入量价贡献拆分	16
图 23: 中海物业新增在管面积及同比	16
图 24: 平均物业费增量与存量对比	16
图 25: 中海物业新增在管与中海外销售、拿地面积对比	17
图 26: 中海物业分来源新增在管面积 (万方)	18
图 27: 中海物业外拓合约和外拓在管面积 (万方)	18
图 28: 中海物业 2021 年外拓合约面积来源 (万方)	18
图 29: 中海物业 18 年来新增第三方在管面积及合约储备面积	19
图 30: 中海物业分业态在管面积 (万方)	20
图 31: 中海物业 2021 分业态新增在管面积 (万方) 占比	20
图 32: 中海物业分模式基础物管收入占比及毛利率	20
图 33: 中海物业满意度与包干制毛利率	20
图 34: 中海物业员工人数及员工坪效	21
图 35: 中海物业人均薪酬及同比	21
图 36: 龙头物企内生增长潜力及增速测算	23
图 37: 中海物业工程服务收入与外拓合约占比	25
图 38: 龙头物企类工程服务收入 (亿元) 对比	25
图 39: 中海物业交付前服务收入及中海外销售金额占比	26

图 40: 龙头物企非业主增值毛利率	26
图 41: 龙头物企非业主增值毛利/地产销售金额	26
图 42: 龙头物企关联方交易收入占比比较	26
图 43: 中海物业服务社区增值服务分结构 (亿元)	28
图 44: 中海物业 22H1 社区增值收入 (亿元) 及同比	28
图 45: 龙头物企社区增值服务毛利及毛利坪效	28
图 46: 龙头物企社区增值毛利率	28
图 47: 中海物业车位购买与销售数量	29
图 48: 中海物业居车位存货及去化率	29
图 49: 中海物业货币资金及利息收入利率	30
图 50: 中海物业停车位购买金额及销售收入	30
表 1: 中海物业服务利润表概览	9
表 2: 2021 年中海物业与行业利润表指标对比	9
表 3: 中海物业服务生活分部业务概览	12
表 4: 龙头 2021 年收入及结构对比	13
表 5: 龙头 2021 年毛利及结构对比	14
表 6: 中海物业基础物管分来源	16
表 7: 2021 年龙头基础物管量价拆分	21
表 8: 2021 年龙头管理面积新增来源拆分	22
表 9: 21H1-22H1 龙头净增合约面积结构拆分	23
表 10: 中海物业非业主增值服务内容	24
表 11: 龙头非业主增值服务内容比较	24
表 12: 中海物业非业主增值服务收入结构及毛利	25
表 13: 中海物业社区增值服务内容	27
表 14: 龙头社区增值服务内容比较	27
表 15: 中海物业社区增值服务收入结构及毛利	28
表 16: 中海物业盈利预测	31
表 17: 可比公司估值	32

一、提效扩容，重振雄风

中海物业1986年于香港成立，1991年进入内地市场，2015年在联交所上市，成为第2家登陆资本市场的物企。三十多年的发展，公司已成长为行业前列的龙头物企。截止2021年底，在如期披露2021年年报的上市物企中，公司在管面积2.6亿平米，位于行业第7名，规模较为领先。2021年公司归母净利润8.0亿元人民币（本报告均采用人民币计价，下同），同比增长36.5%，略高于行业平均。2021年公司外拓合约面积5809万平方米，龙头第7，21年公司外拓实力突飞猛进。2021年公司住宅社区中，社区增值服务毛利坪效1.20元/平米/年，在龙头中居于低位，具有进一步提高的空间。

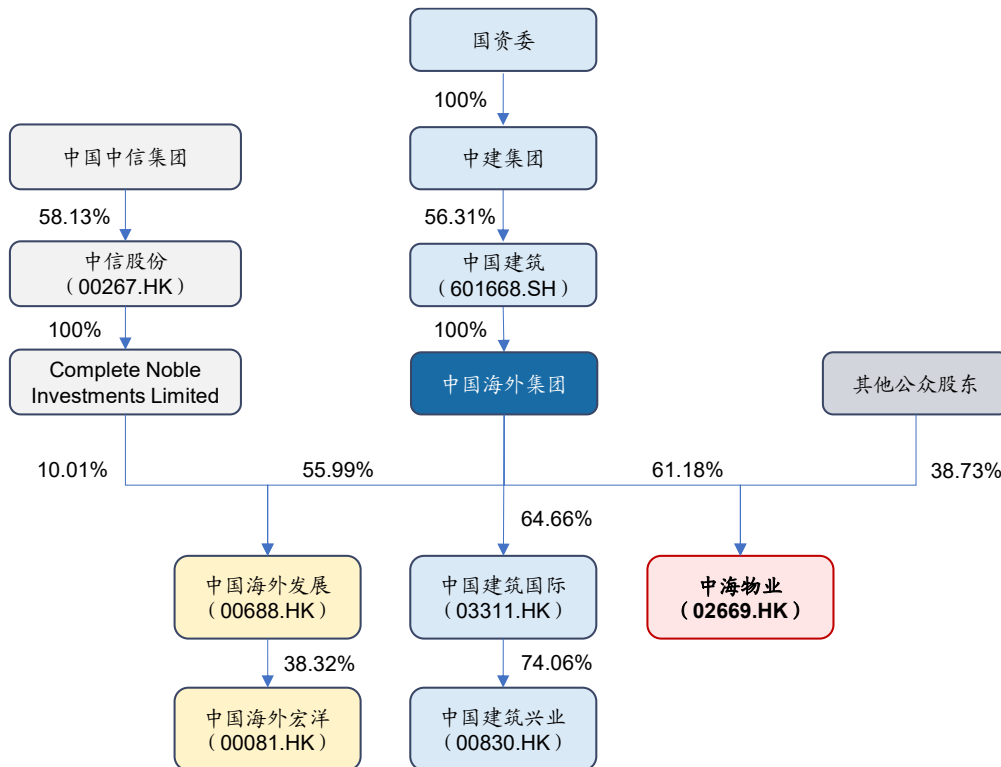
图1：中海物业综合评分与行业对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2015年上市之前，公司是中国海外发展的全资子公司，2015年中国海外发展以介绍上市的方式分拆中海物业上市，每持有3股中国海外发展获得1股中海物业股份，分拆上市后中海物业总股本32.89亿股。公司上市时未募集资金，此后也没有配售、回购或股权激励，总股本保持不变，中海集团也未对公司进行增减持，直接间接持股比例61.18%，保持长期稳定，而公司也没有其他持股5%以上的重要股东。

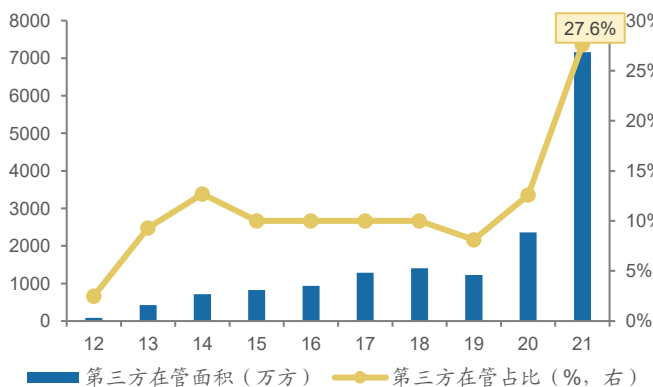
图2: 中海物业股权结构 (截至2022年11月30日)



数据来源: 公司年报及半年报, 公司股权变动公告, 广发证券发展研究中心

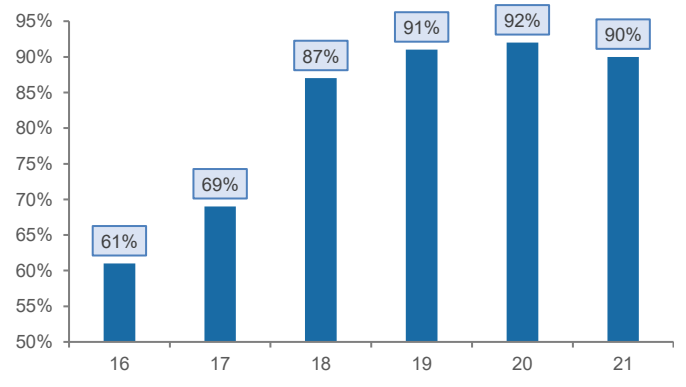
2018年对于中海物业内部而言是一个重要的转折年。2013年, 中国海外发展进入了与中建地产的整合期, 直到2015年完成, 此后于2016年进入了与中信地产的整合期, 在2013-2016年期间, 中国海外发展的管理层较为动荡, 这对于中海物业的发展也产生了一定的影响, 现任CEO杨鸥博士也于2016年短暂离开了中海物业。从经营数据来看, 在管面积方面, 公司过去的规模增长基本依赖于中海地产的交付, 2013-2016年公司第三方在管面积占比仅10%左右, 外拓乏力; 满意度方面, 公司的服务满意度较低, 2016年公司服务满意度仅61%, 与公司的龙头地位不相符合。这也构成了公司在这一时期的主要形象: 中海物业主要承接中海系交付的物业, 服务满意度不高, 外拓乏力 (较低的服务满意度也并不适合外拓), 增速较低。

图3: 中海物业第三方在管面积及占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

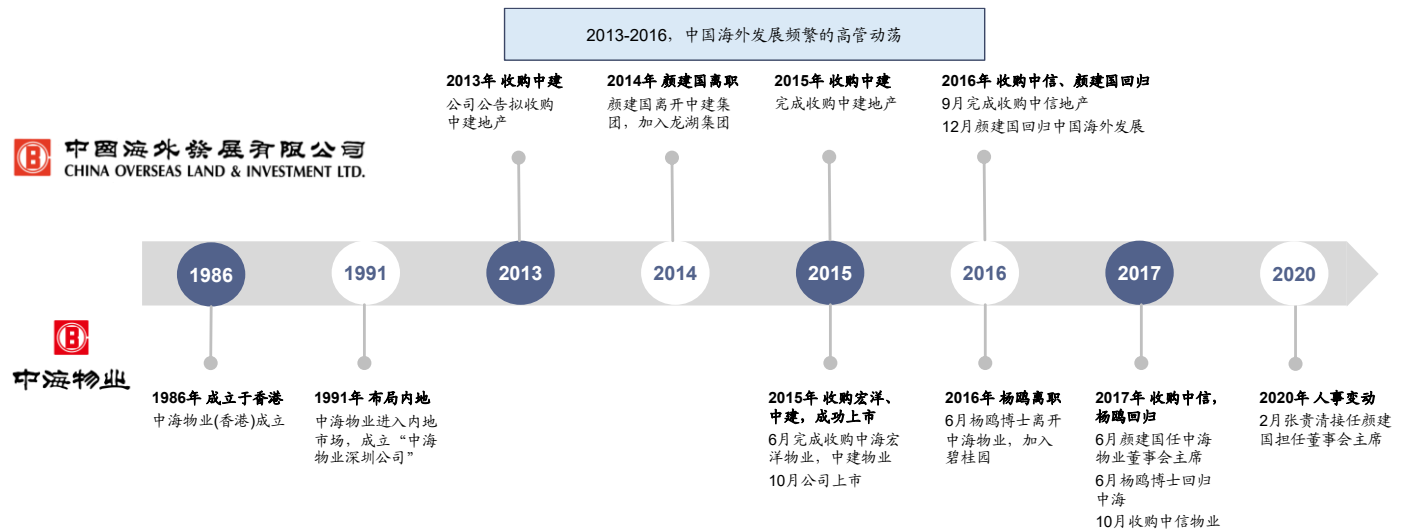
图4: 中海物业服务满意度



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2016年年底，颜建国回归中国海外发展担任CEO，并于17年5月担任董事会主席，17年6月，颜总也担任了中国海外宏洋和中海物业的董事长。作为30年的“老中海”，颜总89年加入中建集团，从中海工程部门做起，曾担任城市、区域层面管理职务，11年加入中建集团担任高管职务，16年底作为深得集团信任的新管理层核心重返中海之后，推行一系列管理改革。17年开始，整个中海系开始了新一轮的管理层调整，中海物业也在18年经历了管理层变革。

图5：中海物业发展历程



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：中海物业董事会与核心管理层构成



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

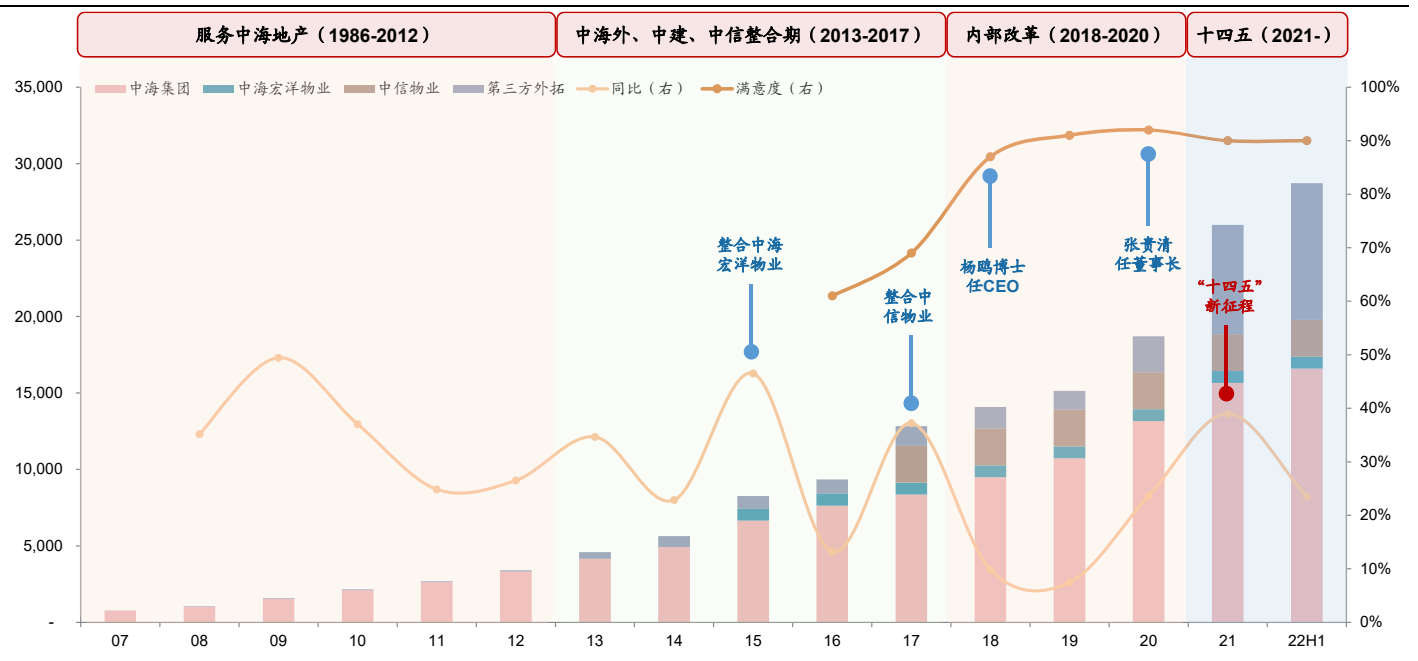
董事会层面，中海物业原本有4位非独立董事，18年有3位调离，而有3位新的董事接替，其中颜建国担任非执行董事兼董事会主席，杨鸥博士于17年6月重返中国海外发展担任客户服务部总经理，并于18年担任中海物业的执行董事兼CEO，中海集团财务资金部总经理庞金营于18年调任中海物业担任执行董事兼副总裁，而原本4位非独立董事中的甘沃辉于17年12月由副财务总监升任财务总监并继续担任执行董事。20年2月中国海外宏洋CEO张贵清接任颜建国调任中海物业执行董事兼董事会主席，21年8月公司新增2名非执行董事，分别是中海集团董事兼副总经理马福军和中国海外发展助理总裁郭磊，这也构成了公司目前的董事会格局。

公司的高管层面较为稳定，上市以来没有人员流失，管理层勤勉工作，在各自的管理岗位上稳步发展。值得一提的是，担任雅生活服务总裁的“老中海”叶翔于17年12月重返中海物业，担任副总裁。

整体来看，董事会和高管均是“老中海”，各位领导在中海/中建的工作年限均超过10年，最长的达到了34年，中海/中建的发展平台和企业文化凝聚着这批没有股权激励而精明强干的高管团队在中海物业长期奋斗。

2018年新管理层到位后，公司重新梳理了发展的规划，首先体现的是公司服务满意度的提高，杨鸥博士长期负责客户关系和物业管理工作，并曾主导引进了中海集团的客户满意度第三方评价体系，2018年公司服务满意度大幅提高至87%，此后一直保持在90%以上，外拓的成果也在2020年开始显现，并在2021年爆发。2020年，公司梳理了2021-2025年的“十四五规划”，明确指出归母净利润、收入、面积等核心指标在“十四五”期间将努力实现30%以上的复合增长，且归母净利润增速>收入增速>面积增速>人员增速，打开了新发展阶段的篇章。

图7：中海物业在管面积（万方）与发展历程



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、财报概览：营收业绩高速增长，分红率保持稳定

（一）利润表：业绩增速与归母净利率居于央企龙头领先地位

2021年中海物业实现营收77.2亿元，同比+40.1%，归母净利润8.0亿元，同比+36.5%。21年公司计划分配股利2.4亿元，每股红利0.07元/股，分红率30.1%，与20年的30.2%持平，公司保持了稳定的分红水平，上市以来分红率基本都维持在30%左右。当前公司股价对应2022年股息率预计为1.17%。

表1：中海物业服务利润表概览

亿元人民币	18	19	20	21	21H1	21H2	22H1
营业收入	36.6	49.0	55.1	77.2	35.7	41.5	49.7
营收增速	30.4%	33.8%	12.5%	40.1%	37.3%	42.7%	39.1%
毛利率	20.4%	20.0%	18.3%	17.4%	16.1%	18.5%	15.1%
毛利	7.5	9.8	10.1	13.4	5.7	7.7	7.5
毛利增速	11.1%	31.1%	3.0%	33.4%	22.8%	42.6%	30.7%
销管费用	3.0	3.5	2.9	3.5	1.7	1.8	1.9
销管费用率	8.1%	7.2%	5.2%	4.5%	4.7%	4.4%	3.8%
归母净利润	3.5	4.8	5.9	8.0	3.3	4.8	4.5
归母净利润增速	37.8%	36.4%	22.3%	36.5%	27.9%	43.2%	36.4%
归母净利率	9.7%	9.8%	10.7%	10.4%	9.2%	11.5%	9.0%

数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

从行业对比来看，中海物业2021年的利润表增长表现稳健，从行业分类来看，中海物业在收入增速、归母净利润增速、毛利率、归母净利率等方面与央企龙头类似。在5家央企龙头中（中海物业、招商积余、保利物业、华润万象生活、万物云），2021年，中海物业的归母净利润增速和归母净利率均仅次于商管龙头华润万象生活。

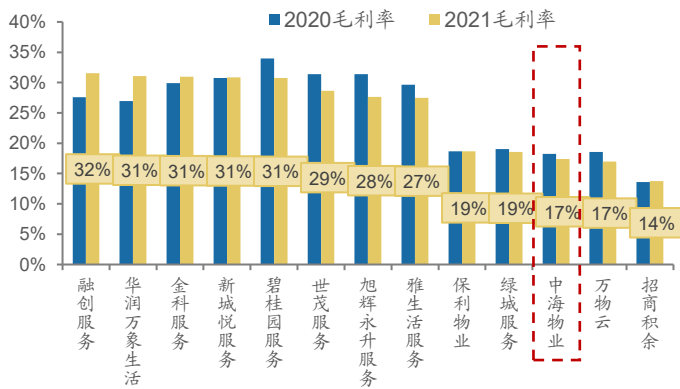
表2：2021年中海物业与行业利润表指标对比

	中海物业	板块	龙头	央企龙头
收入增速	40.1%	44.1%	45.7%	30.9%
毛利率	17.4%	25.7%	24.3%	18.8%
毛利率变动	-0.9%	0.0%	-0.1%	0.0%
销管费用率	4.5%	9.6%	9.2%	7.7%
销管费用率变动	-0.6%	-0.5%	-0.2%	-0.4%
归母净利润增速	36.5%	43.5%	45.9%	39.5%
归母净利率	10.4%	12.0%	11.7%	9.0%
归母净利率变动	-0.3%	0.0%	0.0%	0.6%

数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

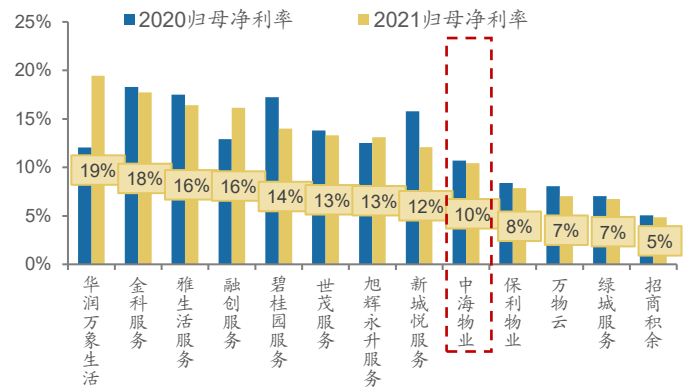
注：板块为57家公布21年业绩的全部上市物企，龙头及分类为符合《物业2022年中报综述：规模增长驱动力减弱，央企龙头竞争优势全面凸显》中标准的物企，共13家，详见下图，下同。

图8: 龙头毛利率对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图9: 龙头归母净利率对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

（二）资产负债表：现金充沛，应收款控制良好

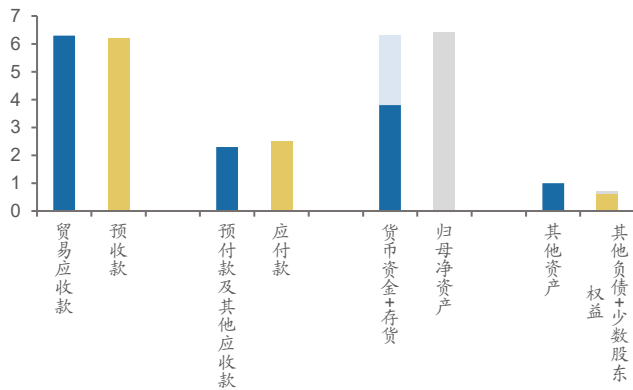
资产负债表方面，21年末公司总资产规模68.0亿元（同比+30.5%），同比增加15.9亿元，负债规模43.1亿元（同比+27.6%），同比增加9.3亿元，所有者权益25.0亿元（同比+35.6%），同比增加6.6亿元。

从资产内部结构来看，21年末，现金及银行存款（35.0亿元，占比48.1%）、贸易应收款（14.8亿元，占比21.7%）、存货（7.7亿元，占比11.2%）是资产的主要组成部分，合计占比84.5%。尽管公司上市时未募集资金，但通过历年的经营，公司仍然积累了充沛的现金。公司历史上没有开展对外收并购，商誉为0。

从2021年资产负债的边际变化来看，公司贸易应收款增加6.3亿元，货币资金增加3.8亿元，存货增加2.5亿元，其他应收款及预付款增加2.3亿元，而全部非流动资产增加1.0亿元。负债内部结构方面，预收款增加6.2亿元，应付款增加2.5亿元，其他负债增加0.6亿元。所有者权益内部结构方面，归母净资产增加6.4亿元，少数股东权益增加0.1亿元。从整体的情况来看，公司应收预付和预收应付基本相抵，公司的经营增厚了上市公司的股东权益，同时积累了现金、增加了存货（存货的主要内容是车位）。

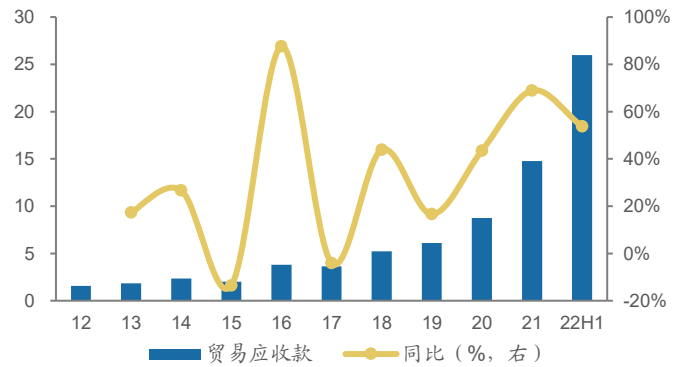
21年末公司贸易应收款14.8亿元，同比+68.9%，高于收入增速，21年公司应收款周转天数56天，较20年增加7天。贸易应收款的增长主要与公司政府物业和第三方工程业务迅猛拓展有关，对于大甲方，公司的收款存在一定的账期，但主要都在3个月以内。从贸易应收款的账龄来看，21年公司53.6%的贸易应收款账龄在3个月以内，82.9%在1年以内，账龄1年以上的贸易应收款占比也从20年的19.6%下滑至21年的17.1%。同业对比来看，21年中海物业的贸易应收款周转天数仍然低于龙头平均水平（67天）。另一方面，尽管公司贸易应收款周转天数较低，公司在减值准备上采取了较为保守的态度，贸易应收款拨备率达到7.1%，不仅高于央企龙头平均，也高于行业平均，充分计提了应收款回收的风险。

图10: 中海物业2021年资产同比变动及拆分(亿元)



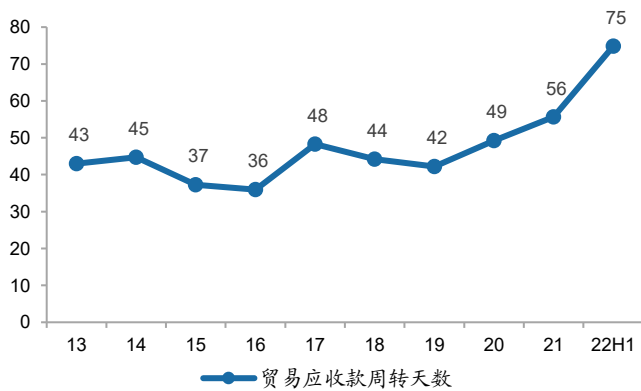
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图11: 中海物业贸易应收款(亿元)及同比



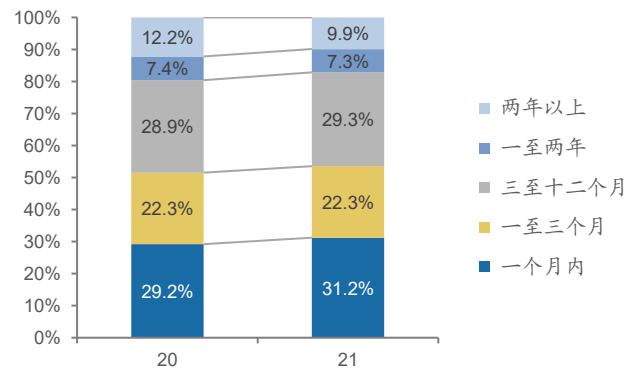
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图12: 中海物业贸易应收款周转天数(天)



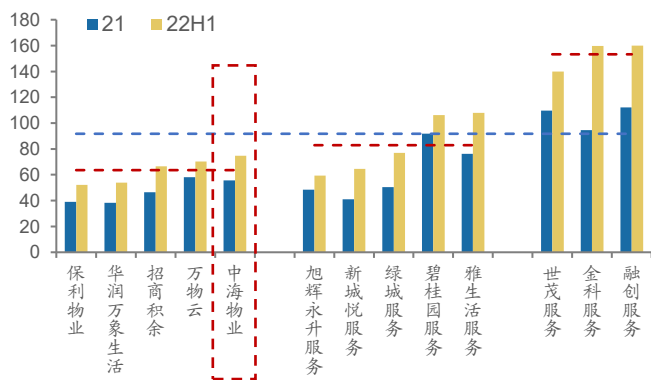
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图13: 中海物业第三方贸易应收款账龄分布



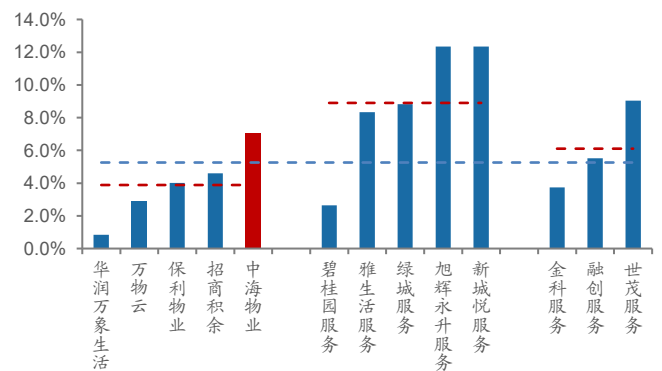
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图14: 龙头贸易应收款周转天数比较(天)



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图15: 2021龙头贸易应收款拨备率比较



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

三、分业务：内生增长潜力较大，新业务开始兑现

（一）业务概览：收入毛利倚重基础物管，社区增值潜力较大

21年公司收入77.2亿元，同比+40.1%，分业务来看，基础物管收入54.1亿元，同比+32.2%，非业主增值14.6亿元，同比+48.4%，社区增值6.6亿元，同比+58.7%，停车位买卖1.9亿元，同比+1058.6%，各项业务均取得高速增长。22年上半年，非业主增值服务和社区增值服务分别受到房地产市场下行和疫情的不利影响，增速有所放缓，但基础物管和停车位销售业务依然高速增长。

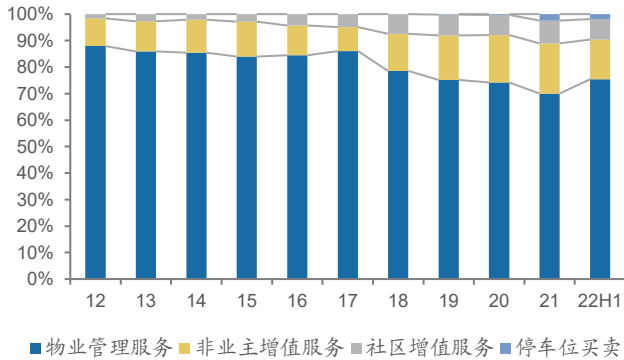
表3：中海物业生活服务分部业务概览

	金额 (亿元)				同比 (%)			占比 (%)			
	2019	2020	2021	22H1	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1
营业收入	49.0	55.1	77.2	49.7	12.5%	40.1%	39.1%				
物业管理服务	36.8	40.9	54.1	37.5	11.1%	32.2%	48.1%	75.2%	74.2%	70.0%	75.5%
非业主增值服务	8.2	9.9	14.6	7.4	20.0%	48.4%	11.6%	16.8%	17.9%	19.0%	14.9%
社区增值服务	3.9	4.2	6.6	3.9	8.2%	58.7%	21.0%	7.9%	7.6%	8.6%	7.8%
停车位买卖	0.1	0.2	1.9	0.9	88.4%	1058.6%	59.4%	0.2%	0.3%	2.4%	1.9%
毛利	9.8	10.1	13.4	7.5	3.0%	33.4%	30.7%				
物业管理服务	5.9	6.6	8.0	4.9	10.4%	22.5%	41.2%	60.9%	65.3%	59.9%	65.7%
非业主增值服务	2.0	2.0	2.6	1.1	-3.2%	32.6%	0.8%	20.9%	19.7%	19.5%	15.2%
社区增值服务	1.7	1.5	2.2	1.2	-15.3%	50.2%	24.1%	17.8%	14.6%	16.5%	15.6%
停车位买卖	0.0	0.0	0.5	0.3	16.7%	1115.0%	50.1%	0.4%	0.4%	4.1%	3.4%
毛利率 (%)	20.0%	18.3%	17.4%	15.1%	-1.7%	-0.9%	-1.0%				
物业管理服务	16.2%	16.1%	14.9%	13.1%	-0.1%	-1.2%	-0.6%				
非业主增值服务	24.9%	20.1%	17.9%	15.4%	-4.8%	-2.1%	-1.6%				
社区增值服务	45.0%	35.2%	33.3%	30.3%	-9.8%	-1.9%	0.8%				
停车位买卖	44.6%	27.6%	28.9%	27.9%	-17.0%	1.3%	-1.7%				

数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

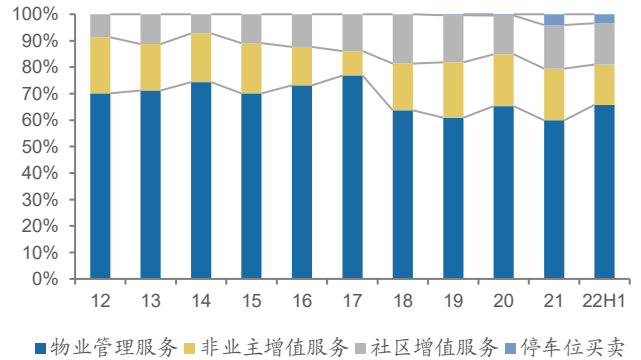
从收入和毛利结构来看，基础物管仍然是公司最主要的收入和毛利来源，收入占比达到70%，毛利占比达到60%，公司是2021年龙头中基础物管毛利贡献比例最多的物企。从趋势来看，近年来公司增值服务的发展较快，收入端基础物管的占比下降而增值服务的占比提高，毛利端则基本稳定，22H1由于地产和疫情影响，基础物管的收入和毛利占比有所提升。停车位销售业务是2019年公司开展的新业务，2021年开始进入贡献期，增速较快，但收入和毛利占比均在5%以下。

图16: 中海物业分业务收入占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图17: 中海物业分业务毛利占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从龙头的收入和毛利结构对比来看, 中海物业在龙头中属于更倚重基础物管而社区增值服务占比较小的类型。

表4: 龙头2021年收入及结构对比

	收入 (亿元)				收入占比 (%)			
	基础物管	非业主增值	社区增值	其他服务	基础物管	非业主增值	社区增值	其他服务
招商积余	78.0	7.9	13.2	6.8	74%	7%	12%	6%
万物云	166.5	30.7	18.0	21.9	70%	13%	8%	9%
中海物业	54.1	14.6	6.6	1.9	70%	19%	9%	2%
保利物业	66.7	18.1	23.0		62%	17%	21%	
绿城服务	77.7	19.6	28.4		62%	16%	23%	
雅生活服务	86.6	28.6	18.7	7.0	61%	20%	13%	5%
融创服务	45.4	26.8	5.1	1.8	57%	34%	6%	2%
旭辉永升服务	26.5	8.7	11.0	0.8	56%	18%	23%	2%
世茂服务	41.7	8.7	24.5	8.6	50%	10%	29%	10%
新城悦服务	21.0	8.2	9.2	5.2	48%	19%	21%	12%
金科服务	28.7	10.3	14.9	5.7	48%	17%	25%	10%
碧桂园服务	137.9	26.8	33.3	90.5	48%	9%	12%	31%
华润万象生活	37.7	8.1	7.2	35.7	43%	9%	8%	40%
龙头	868.5	217.0	213.0	185.8	59%	15%	14%	13%
央国企	403.0	79.4	68.0	66.3	65%	13%	11%	11%
关联未违约民企	349.8	91.7	100.5	103.5	54%	14%	16%	16%
关联违约民企	115.7	45.9	44.5	16.0	52%	21%	20%	7%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表5: 龙头2021年毛利及结构对比

2021	毛利 (亿元)				毛利占比 (%)				毛利率 (%)			
	物管	非业主	社区	其他	物管	非业主	社区	其他	物管	非业主	社区	其他
中海物业	8.0	2.6	2.2	0.5	60%	20%	16%	4%	15%	18%	33%	29%
招商积余	8.7	0.9	1.8	3.2	59%	6%	12%	22%	11%	11%	13%	48%
万物云	19.9	6.0	8.2	6.1	50%	15%	20%	15%	12%	20%	46%	28%
世茂服务	11.5	2.4	8.9	1.1	48%	10%	37%	5%	28%	27%	36%	13%
保利物业	9.5	3.4	7.2		47%	17%	36%		14%	19%	31%	
碧桂园服务	41.8	10.9	20.1	15.8	47%	12%	23%	18%	30%	41%	61%	17%
旭辉永升服务	6.1	1.8	4.9	0.1	47%	14%	38%	1%	23%	21%	45%	15%
新城悦服务	6.3	2.4	3.9	0.9	47%	18%	29%	6%	30%	29%	42%	17%
融创服务	11.6	9.6	2.3	1.4	47%	38%	9%	6%	26%	36%	46%	79%
雅生活服务	17.4	27.5	8.5	1.5	45%	71%	22%	4%	20%	96%	46%	22%
绿城服务	9.7	5.9	7.7		42%	25%	33%		13%	30%	27%	
金科服务	7.0	4.5	6.2	0.8	38%	24%	34%	4%	24%	43%	42%	14%
华润万象生活	5.7	2.6	2.0	17.3	21%	9%	7%	63%	15%	32%	27%	49%
龙头	163.3	80.3	84.0	48.9	45%	22%	23%	14%	19%	37%	39%	26%
央国企	51.8	15.5	21.4	27.2	45%	13%	18%	24%	13%	19%	31%	41%
关联未违约民企	81.4	48.5	45.2	18.3	46%	27%	26%	10%	23%	53%	45%	18%
关联违约民企	30.1	16.4	17.5	3.3	45%	24%	26%	5%	26%	36%	39%	21%

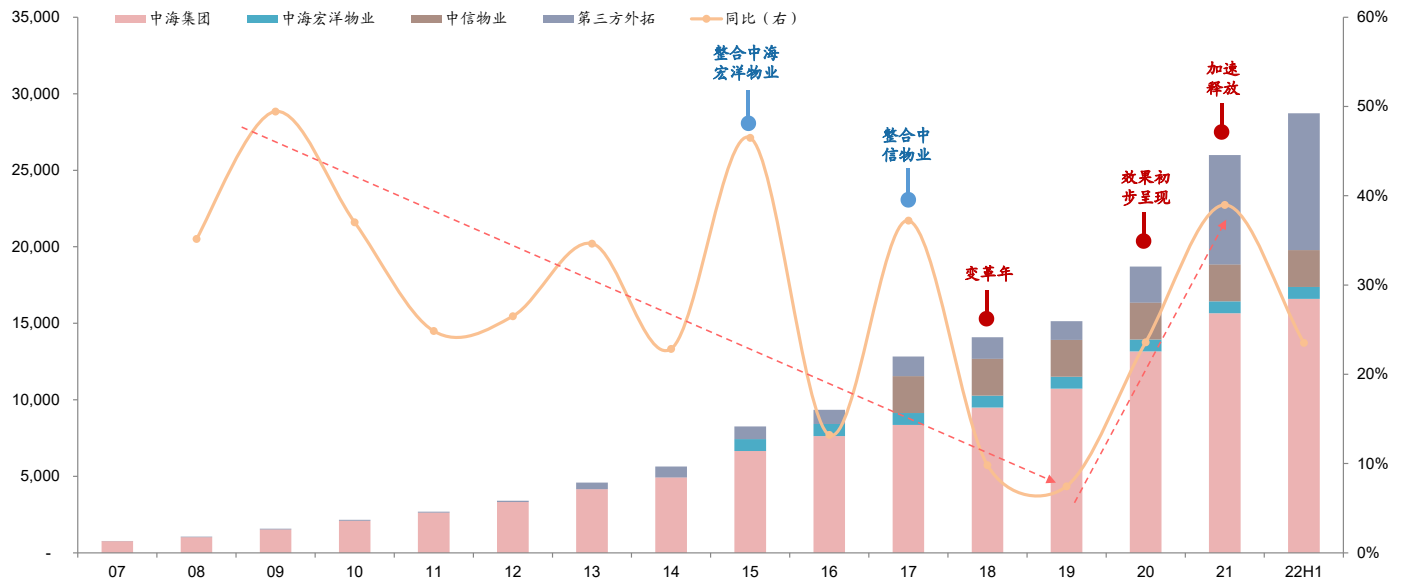
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(二) 基础物管: 外拓跻身行业前列, 机制改革人效增长

截至21年6月底, 公司在管面积2.87亿平米, 2012-2021, 公司在管面积CAGR为25.3%, 物管收入CAGR为20.2%, 总营收CAGR为23.3%, 在管面积的增长是公司收入增长的中枢。

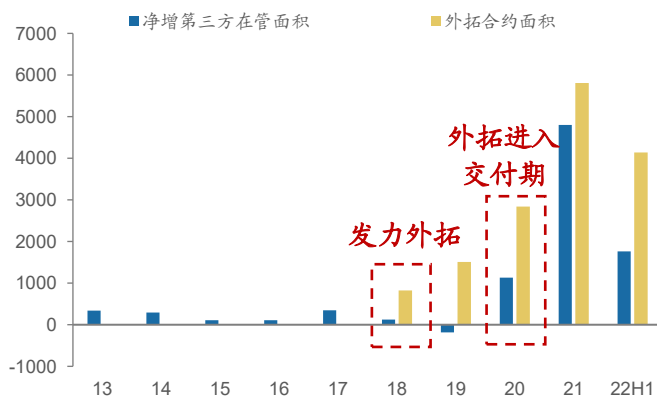
如前所述, 2018年是中海物业发展的转折年, 在此之前, 中海物业主要承接中海集团的项目, 每年基本稳定在1000万平方米左右, 增量基本稳定而存量持续扩大, 因此除2015年和2017年分别整合中海宏洋物业和中信物业以外, 公司在管面积的增速逐年下降, 2019年在管面积增速仅7%。2018年杨鸥博士主政中海物业以后, 一方面狠抓满意度, 另一方面依托满意度的提高开展外拓, 重视规模增长。经过18-19年的蛰伏, 2020年公司第三方外拓的面积进入贡献期, 而中海集团经过整合后, 销售规模的增长也进入交付高峰, 两相叠加, 2020年在管面积同比增长24%, 2021年进一步提高到39%。

图18: 中海物业在管面积(万方)与同比



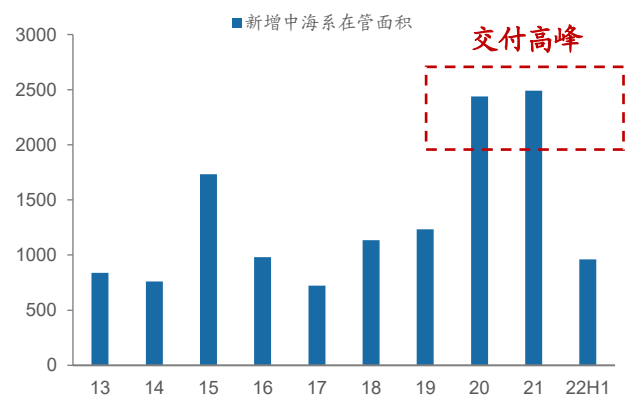
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图19: 中海物业新增第三方在管面积与合约面积(万方)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

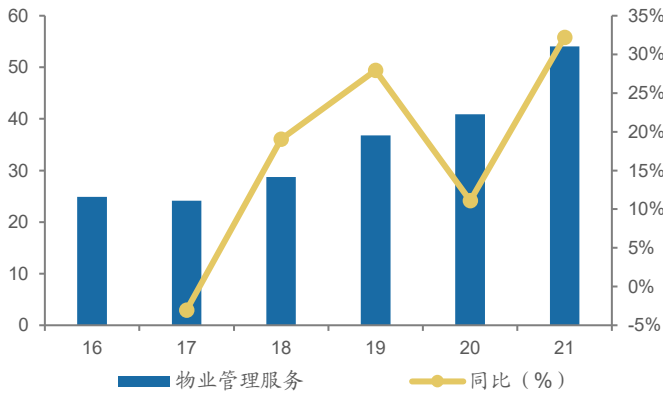
图20: 中海物业新增中海系在管面积(万方)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

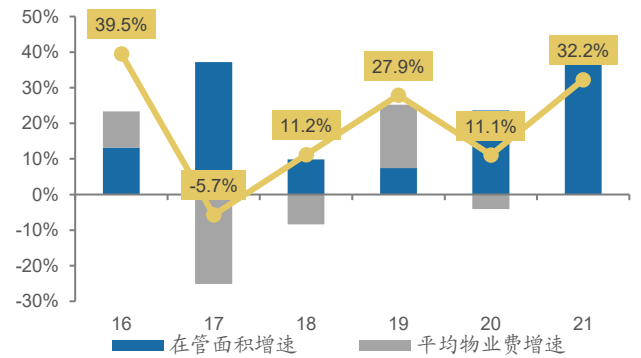
从量价拆分来看, 近年来公司新增项目的平均物业费波动较大(18年及之前项目退出对平均物业费计算也有影响), 因此物管收入增速与在管面积增速有一定偏离, 但从整体来看, 公司存量物业费水平基本稳定, 而且随着公司规模的扩大, 在高基数下, 物业费的边际影响将进一步减弱。

图21: 中海物业基础物业服务收入及增速 (亿元)



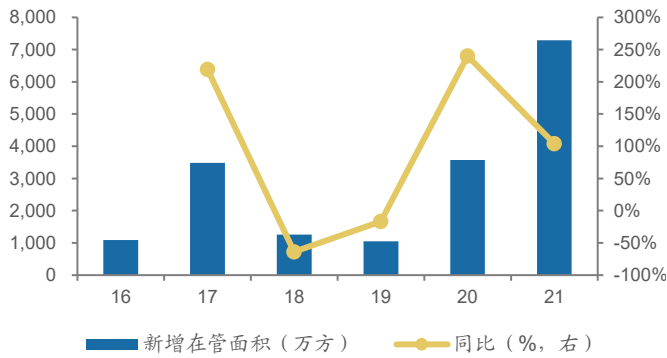
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图22: 中海物业基础物业收入量价贡献拆分



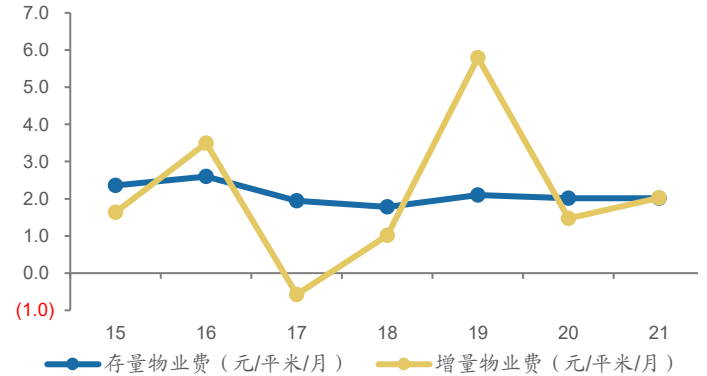
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图23: 中海物业新增在管面积及同比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图24: 平均物业费增量与存量对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

根据项目来源分析基础物业管理2021年的情况, 21年公司来自中海系与第三方的物业在管面积分别为18824万方与7176万平方米, 分别同比增长15.1%和204.4%, 第三方新增在管面积也首次超过关联方, 成为公司最主要的在管面积增长来源。

表6: 中海物业基础物管分来源

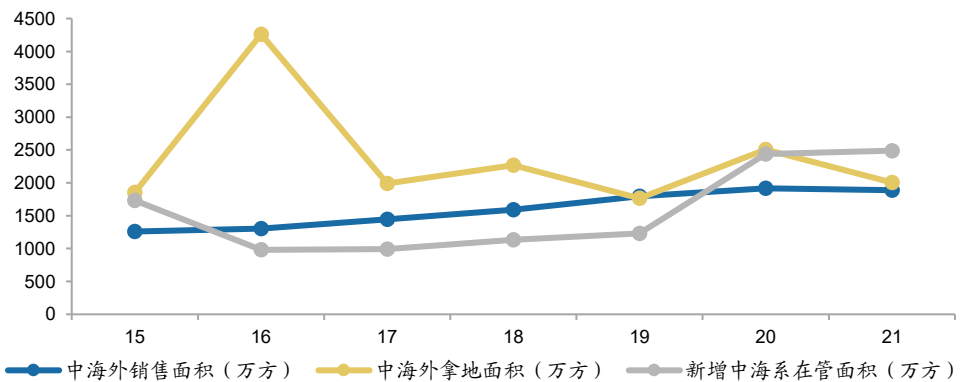
	规模				同比				占比			
	19	20	21	22H1	19	20	21	22H1	19	20	21	22H1
在管面积 (万方)	15140	18710	26000	28720	7.5%	23.6%	39.0%	23.5%				
中海系	13914	16353	18843	19788	9.7%	17.5%	15.2%	15.3%	91.9%	87.4%	72.4%	68.9%
第三方	1226	2357	7157	8932	-13%	92.2%	204%	46.6%	8.1%	12.6%	27.6%	31.1%
新增在管面积 (万方)	1050	3570	7290	2720	-17%	240%	104%	-40%				
中海系	1233	2439	2490	960	8.7%	97.9%	2.1%	19.1%	117%	68.3%	34.2%	35.3%
第三方	-183	1131	4800	1760	-245%	-719%	324%	-53%	-17%	31.7%	65.8%	64.7%
平均物业费 (元/平/月)	2.10	2.01	2.01	2.29	17.8%	-4.1%	0.1%	13.6%				

数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

21年公司来自中海系的新增在管面积2490万方，由于地产竣工多数发生在下半年，因此上下半年贡献规模分别是806万方与1684万方，新增规模同比增长2.1%，与20年的贡献基本持平。

从历史情况来看，20年开始中海海外进入交付高峰，公司来自中海系的新增在管面积大幅增长，并持续超过中海外的销售面积和拿地面积。不过，超额交付的趋势或难以持续，从2015年开始计算，2015-2021中海外累计销售面积1.12亿平米，而公司新增来自中海系的在管面积1.10亿平米（不含收并购）。预计2022年开始，公司来自中海系的在管面积增长将更多取决于中海集团后续的规模上升。在当前行业环境下，央企中海外具备逆势提高市占率的机会，这对于稳定中海物业的基本盘具有重要意义，而中海外目前充足的土地储备（8077万方，相当于公司当前在管面积的31.1%）也是后续公司规模增长的重要来源。

图25: 中海物业新增在管与中海外销售、拿地面积对比

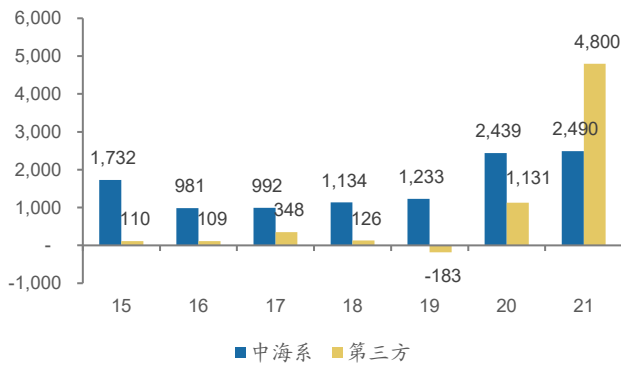


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

21年公司新增第三方在管面积4800万方，同比增长324.4%，其中21H1新增3734万方，21H2新增1066万方，第三方上半年交付量较大而下半年受到一定影响，但与20H2基本持平，22H1公司新增在管面积1760万方，同比下降而环比上升。2021年新增在管面积对应的合约金额62.3亿元，其中中海系30.1亿元，第三方32.2亿元，第三方拓展的潜在金额贡献也超过了中海系，2021年是公司外拓大丰收的一年。

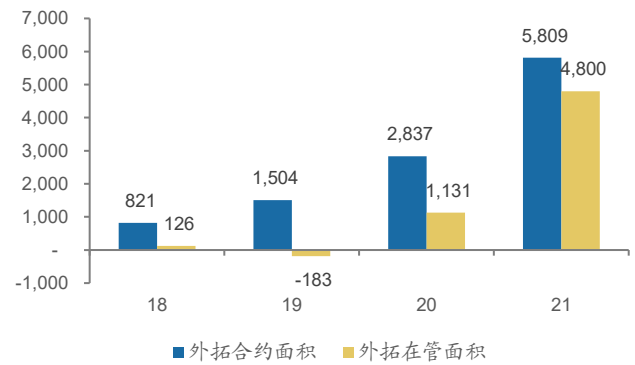
外拓合约面积方面，21年公司外拓合约面积5809万方，同比增长104.8%，外拓规模翻倍，其中21H1新增3093万方，21H2新增2716万方，上下半年基本持平，公司下半年在招投标上未受到明显影响，22H1公司外拓合约面积4135万方，创半年度历史新高，外拓上限持续突破。

图26: 中海物业分来源新增在管面积 (万方)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

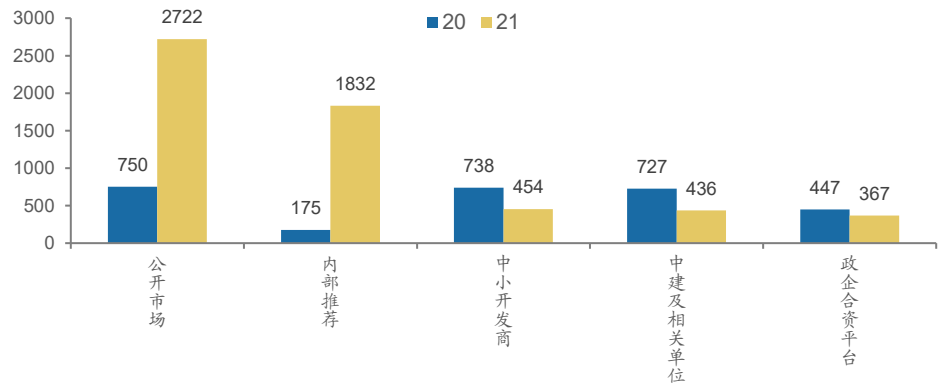
图27: 中海物业外拓合约和外拓在管面积 (万方)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从外拓合同的项目来源来看, 2021年以来外拓的大丰收与外拓能力的增强以及持续强化与中建系统的合作有关。

图28: 中海物业2021年外拓合约面积来源 (万方)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

在公开市场外拓方面, 公司2021年抽调精干人员组建一级部门“市场拓展中心”, 全面发力外拓, 一方面将外拓提高到集团内较高的位置, 全面赋能, 实现外拓信息打通、外拓工具滚动更新、外拓指标精细化管理; 一方面加大激励机制, 设立月度、季度、半年度和年度外拓排名, 推出外拓的多维度激励体系; 另一方面下放外拓权限, 通过大数据管理, 提升城市公司自主决策能力, 目前90%的招投标立项都不再经过总部, 提升决策效率2倍以上。在集团的重视和多管齐下的促进下, 公司21年的公开市场外拓迅猛增长, 招投标成为21年公司外拓的主要来源, 实现外拓合约面积2722万方, 同比增长262.8%, 占比达到46.9%。

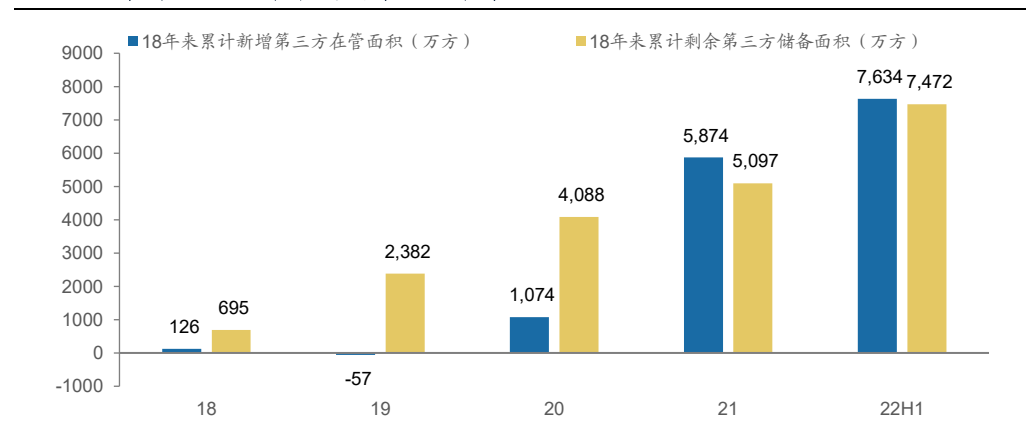
在与中建系统的合作方面, 公司2020年已逐步展开工作。中建集团下属6家上市公司, 中国建筑是国内最大的建筑房地产综合企业, 中建集团可以涵盖地产开发、承建、物业管理、后期运营、商管等整个建筑链条的一揽子综合服务, 对于大甲方而言具有较大的吸引力。中海物业的董事会和高管领导均为中建系统培养, 且在系统内部也有各类丰富的任职经历, 公司领导2020年开始主动牵头与中建系统内部的公

司开展广泛接触与合作，盘活系统内部的资源，对于中建作为建筑商而没有股权的项目，也能获取推荐物业服务的机会，这一成效在2021年也成分显现，中建系统内部推荐的项目合约面积达到1832万方，同比增长948.1%，占比达到31.5%，成为公司外拓的第二大来源。

从公司的外拓合约面积规模来看，18年以来公司几乎保持着外拓规模翻倍的增长，21年外拓合约面积规模跻身行业前茅，公司的外拓天花板仍未达到，22H1持续突破，22年全年仍有望继续增长。

从储备情况来看，公司未披露存量合约面积，我们以18年以来的增量计算，2018-2022H1，公司累计外拓第三方合约面积15107万方，而公司新增第三方在管面积7634万方，公司第三方合约储备面积至少为7472万方，相较于公司当前的第三方在管面积仍有83.7%的增长空间，公司短期内第三方在管面积增长仍有较好的保障。

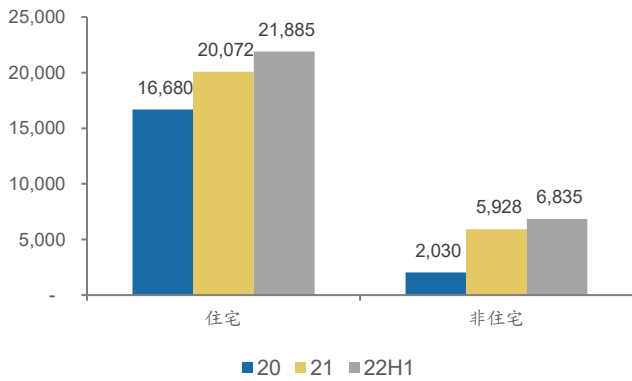
图29: 中海物业18年来新增第三方在管面积及合约储备面积



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

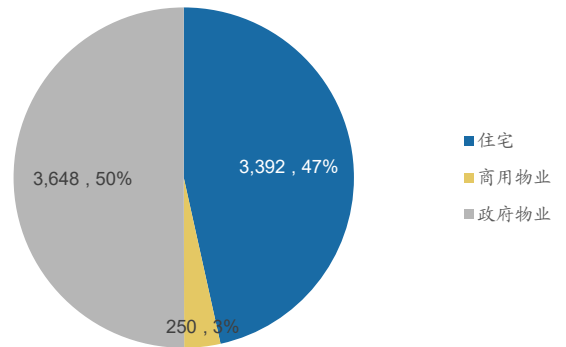
分业态来看，21年末公司住宅在管面积2.0亿平米，非住宅在管面积5928万方，公司的管理业态仍以住宅为主，占比77.2%，但非住宅在管面积在21年增长迅猛。21年公司住宅在管面积新增3392万方，非住宅在管面积新增3892万方，超过了住宅在管面积的增长，非住宅在管面积占比也从20年的10.8%大幅提高至21年的22.8%。从新增非住宅在管面积的结构来看，商用物业增长250万方，政府物业增长3684万方，非住宅物业的增长主要依托于政府物业的增长。结合前文对外拓的分析，21年公司外拓4800万方在管面积，政府物业了贡献76.8%，是外拓增长的核心原因。公司依托于央企背景优势和“工科中海”下的建筑实力和建筑科技方面的优势，着力发力新开放的政府物业市场，取得了突出的外拓成果。

图30: 中海物业分业态在管面积 (万方)



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图31: 中海物业2021分业态新增在管面积 (万方) 占比

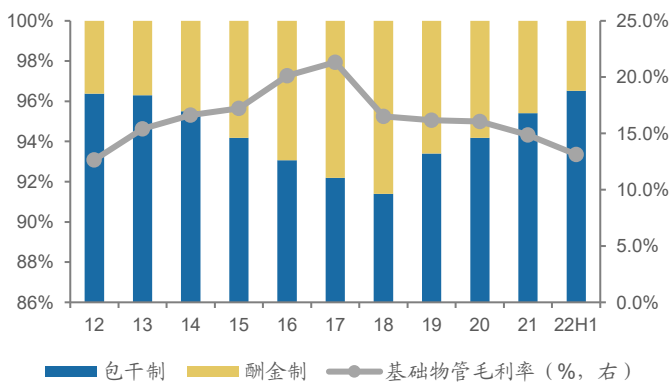


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

21年公司基础物管毛利率为14.9%，同比下滑1.2pct，基础物管业务结构的变化是毛利率下降的主要原因。酬金制物业毛利率为100%，2012-2017年，公司新承接项目中酬金制比例较高，物管毛利率逐步提高，2019年以来，公司包干制项目占比提高，因此物管毛利率也逐步下降。

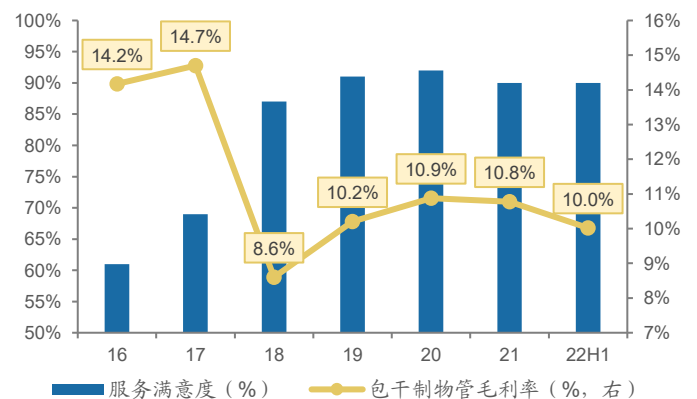
从包干制的毛利率情况来看，18年开始公司狠抓服务满意度，物管毛利率较之前有较大程度的回落，此后均维持在较低水平。21年公司包干制基础物管毛利率10.8%，同比仅小幅下降0.1pct，在疫情补贴退坡、人工成本刚性上升、第三方在管面积大幅提高的背景下，公司仍能维持毛利率水平的基本稳定，事实上相当不易。另一方面，这也体现了公司在外拓时也恪守了投资的底线，维持较好的利润率水平，没有大幅拖累公司的物管毛利率。22H1公司包干制物管毛利率10.0%，同比逆势提高0.7pct。

图32: 中海物业分模式基础物管收入占比及毛利率



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图33: 中海物业满意度与包干制毛利率

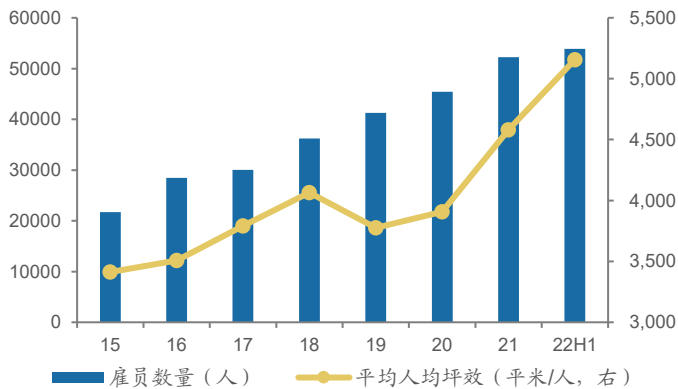


数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

人力支出是基础物管成本的主要内容，21年公司员工人数52220人，同比增长15.0%，低于公司收入增速（40.1%）、归母净利润增速（36.5%）、在管面积增速（39.0%），规模的扩大是公司员工增长的主要原因。从人均坪效来看，公司人均坪效21年达到4580平米/人，创历史新高。

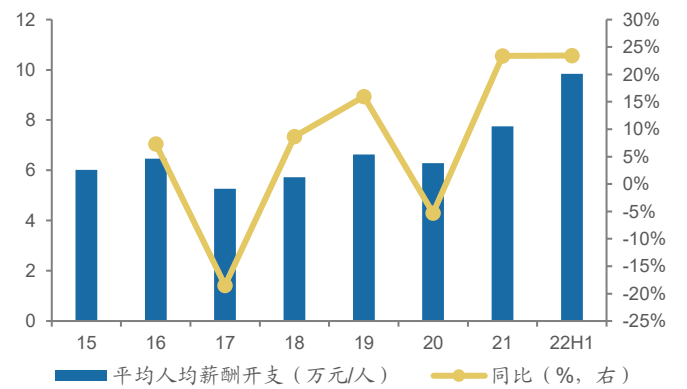
21年公司员工成本37.8亿元，同比增长39.0%，公司人均平均薪酬开支7.7万元，同比增长23.4%，增速创公司上市以来新高。20年公司开始试点项目总经理合伙人制以及优管家合伙人制，加大对中基层员工的激励力度，这一制度在21年进一步大范围推广，同时21年公司发力外拓，加大了外拓激励，这也是公司21年人均薪酬快速增长的核心原因。

图34: 中海物业员工人数及员工坪效



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图35: 中海物业人均薪酬及同比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

总结来看, 21年公司管理机制改革持续推进, 充分调动一线员工和中基层员工的积极性与活力, 在外拓和人均坪效上均取得了较为突出的成绩, 体现了公司管理机制改革的成果。公司加大了激励力度, 因此在21年也出现了人均薪酬的大幅增长。整体而言, 公司以基本同频于收入增速的员工成本增加, 实现了以更少的人干更多的事。22年及之后的展望来看, 公司的管理机制改革已进入下半场, 人均薪酬具备一定竞争力, 且人员效能还将持续增长, 我们预计22年开始公司的员工成本增速或将低于收入增速, 包干制毛利率有望回升。

从同行比较来看, 21年中海物业物管收入54.1亿元, 行业第7; 在管面积2.6亿平方米, 行业第7; 平均物业费2.01元/平方米/月, 处于龙头中上水平。从增速来看, 21年行业收并购热度较高, 中海物业在物管收入和面积增速上落后于民企龙头, 但在央企龙头中处于较高水平。

表7: 2021年龙头基础物管量价拆分

	量价拆分				量价增速			
	物管收入	在管面积	平均物业费	合约面积	物管收入	在管面积	物管收入坪效	合约面积
	亿元	万平米	元/平米/月	万平米				
万物云	166.5	78,498	2.04	101,387	27%	36%	-2%	38%
碧桂园服务	137.9	76,574	2.01	143,790	60%	103%	-8%	75%
雅生活服务	86.6	48,888	1.67	66,307	34%	30%	-15%	27%
招商积余	78.0	28,103	2.76		21%	47%	-12%	
绿城服务	77.7	30,410	2.33	65,180	21%	21%	1%	22%
保利物业	66.7	46,531	1.31	65,626	35%	22%	6%	16%

中海物业	54.1	26,000	2.01		32%	39%	0%	
融创服务	45.4	21,474	2.16	35,840	64%	59%	-12%	36%
世茂服务	41.7	24,050	1.80	30,800	54%	65%	-15%	53%
华润万象生活	37.7	16,242	2.48	20,892	29%	37%	1%	30%
金科服务	28.7	23,786	1.21	35,980	42%	52%	-1%	30%
旭辉永升服务	26.5	17,104	1.62	27,077	51%	68%	-8%	49%
新城悦服务	21.0	15,353	1.37	27,885	67%	51%	6%	37%
龙头平均	66.8	34,847	1.91		41%	49%	-4%	

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从管理面积的增长来源来看，2021年中海物业在管面积的增长规模位于龙头第9。从内生增长（关联方+外拓）的面积来看，中海物业21年内生增长在管面积7290万平方米，位于龙头第5，其中外拓新增合约面积5809万平方米，位于龙头第7。

表8：2021年龙头管理面积新增来源拆分

2021	净增在管面积（万方）				净增合约面积（万方）			
	整体	关联方	收购	外拓	整体	关联方	收购	外拓
碧桂园服务	38,843	7,235	27,800	3,808	61,740	8,898	44,449	8,396
万物云	20,812	4,795	9,895	6,122	27,992	6,052	13,611	8,330
雅生活服务	11,409	1,244	5,760	4,405	14,048	1,266	5,850	6,932
世茂服务	9,438	660	3,027	5,753	10,690	510	3,451	6,729
招商积余	9,013	1,766	504	6,743				
保利物业	8,519	3,368	0	5,151	8,906	3,885	0	5,021
金科服务	8,169	2,038	2,992	3,139	8,263	1,232	2,993	4,037
融创服务	7,964	4,325	2,410	1,229	9,464	3,592	3,153	2,719
中海物业	7,290	2,471	0	4,819				5,809
旭辉永升服务	6,941	1,033	1,486	4,422	8,958	884	1,798	6,269
绿城服务	5,360	543	0	4,817	11,700	1,129	0	10,571
新城悦服务	5,212	2,045	2,800	366	7,571	2,805	3,027	1,739
华润万象生活	4,405	1,704	0	2,701	4,856	1,266	0	3,590
龙头平均	11,029	2,556	4,360	4,113	15,835	2,865	7,121	5,845
央国企	10,008	2,821	2,080	5,107	13,918	3,734	4,537	5,687
关联未违约民企	13,553	2,420	7,569	3,564	20,803	2,996	11,025	6,781
关联违约民企	8,523	2,341	2,810	3,373	9,472	1,778	3,199	4,495

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2022年上半年房地产行业持续下行，在这样的背景下，中海物业的竞争优势更加明显。22H1公司新增合约面积4135万平方米，排名上升至龙头第4，而关联方中国海外发展在当前环境下也具备集中度提升逻辑，2022年1-10月，中国海外发展销售面积1073万平方米，行业排名第5，较2021年全年排名（第9名）上升4位。公司自身外拓实力的突飞猛进叠加地产的逆势提高，有力地助推了公司在物业行业的竞争优势，在行业收并购大幅减弱的环境下，中海物业的内生增长实力显著增强。

表9: 21H1-22H1龙头净增合约面积结构拆分

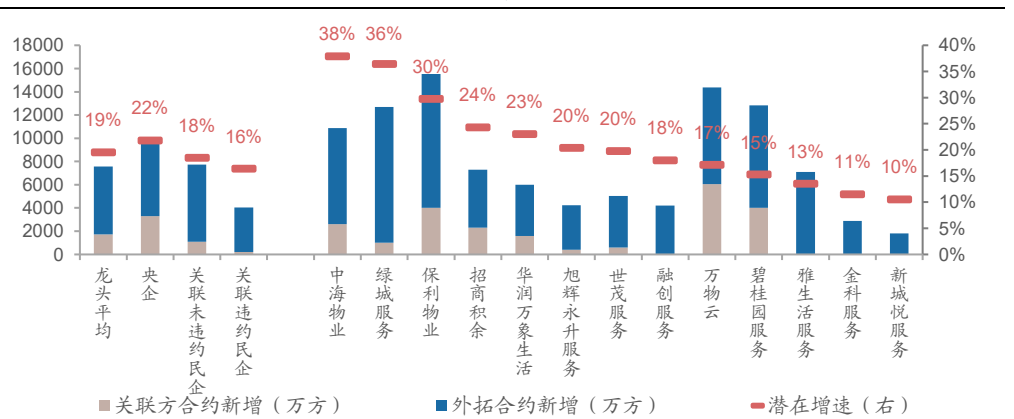
合约面积 万平方米	整体净增			关联方净增			收并购净增			外拓净增		
	21H1	21H2	22H1	21H1	21H2	22H1	21H1	21H2	22H1	21H1	21H2	22H1
碧桂园服务	8,015	53,725	17,100	3,552	5,346	1,702	0	44,449	10,976	4,463	3,933	4,420
华润万象生活	2,341	2,515	13,911	571	695	721	0	0	10,990	1,770	1,820	2,200
保利物业	5,480	3,426	7,529	1,512	2,373	1,767	0	0	0	3,968	1,053	5,762
绿城服务	4,020	7,680	6,330	632	497	481	0	0	0	3,388	7,183	5,849
中海物业	3,899	4,382	5,099	806	1,666	964	0	0	0	3,093	2,716	4,135
雅生活服务	6,153	7,895	4,343	838	428	17	1,810	4,040	770	3,505	3,427	3,556
世茂服务	3,810	6,880	2,510	280	230	290	828	2,623	0	2,702	4,027	2,220
旭辉永升服务	3,789	5,169	2,068	257	627	160	255	1,543	0	3,277	2,992	1,914
新城悦服务	4,696	2,875	1,819	2,524	281	17	1,034	1,993	900	1,138	601	902
融创服务	5,790	3,674	1,760	1,707	1,885	-341	3,071	82	0	1,012	1,707	2,101
金科服务	3,774	4,489	1,366	1,034	198	-99	385	2,608	22	2,354	1,683	1,443
龙头平均	4,706	9,337	5,803	1,247	1,293	516	671	5,213	2,151	2,788	2,831	3,137
央企	3,906	3,441	8,846	963	1,578	1,151	0	0	3,663	2,944	1,863	4,032
关联未违约民企	5,335	15,469	6,332	1,561	1,436	475	620	10,405	2,529	3,154	3,627	3,328
关联违约民企	4,458	5,014	1,879	1,007	771	-50	1,428	1,771	7	2,023	2,472	1,921

数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

注: 中海物业的关联方净增合约面积用在管面积替代, 较合约面积低估

基于各家龙头2021-2022H1的存量面积和新增面积, 我们对未来的在管面积内生增长潜力做一个测算, 内生潜在增速 = (2022E关联方给予合约面积 + 2022E外拓合约面积) / 2022H1在管面积, 2022年关联方和外拓贡献的合约面积基于2021年和2022H1公司的数据做估计, 从数据结果来看, 预计2022年中海物业的内生合约面积增长规模位于行业第5, 但由于公司在管面积基数相对较低, 内生增速将达到38%, 位于龙头第1。

图36: 龙头物企内生增长潜力及增速测算



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

综合来看，公司基础物业服务收入的未来增长具备较强的确定性，20-21年中海系的交付面积处于较高水平，在房地产下行背景下，后续交付增长或存在一定压力，但央企中海外的稳健发展仍将稳住公司交付的基本盘。另一方面，21年开始第三方外拓已取代中海系交付成为公司主要的规模增长来源，且外拓的迅猛增长能对冲中海系交付的下行压力，公司21年拓展的大量项目也将在22年贡献全年收入，我们预计22年公司基础物管收入增速有望维持在30%以上，而包干制毛利率的改善或将稳定物管毛利增速。

（三）非业主增值：兴海物联外拓迅猛，工程服务塑造第二增长曲线

中海物业提供四大类的非业主增值服务，从同行对比来看，中海物业开展的非业主增值服务内容较为常规，与其他龙头物企相比类似，较为特色的是工程服务，这个业务部分同行的实践中会单独拿出或归类为科技服务。

表10：中海物业非业主增值服务内容

	服务内容
工程服务	为房企和其他物业公司提供自动化咨询及工程产品销售、维修保养、自动化及其他设备升级等，如访客系统、远程视频监控系统等、停车场管理系统、电力供应系统等
交付前服务	房企销售案场的保安、保洁、维修、保养等
销项查验	房企交房前的查验服务、工程质量监管服务、协助入伙等
顾问咨询	向其他物管公司提供咨询服务

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表11：龙头非业主增值服务内容比较

公司简称	案场	前介	开办	咨询	维修保养	新房/车位租售代理	其他
碧桂园服务	√	√	√	√	√	√	电梯维保
融创服务	√	√	√	√	√	√	
恒大物业	√	√	√	√	√	√	
新城悦服务	√	√	√	√	√	√	
雅生活服务	√	√	√	√	√	√	
保利物业	√	√	√	√	√		写字楼整租
旭辉永升服务	√	√	√	√	√		样板房装修
中海物业	√	√	√	√	√		工程服务
世茂服务	√	√	√	√	√		
金科服务	√	√	√	√	√		
绿城服务	√	√	√	√	√		
华润万象生活	√	√	√	√	√		
万物云	√	√	√	√	√		

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从收入结构来看，工程服务和交付前服务是公司非业主增值服务的主要内容，两者合计收入占比达到85%左右。2019-2021，交付前服务的体量都高于工程服务，2022H1，在房地产销售下行的背景下，交付前服务收入同比下滑19.7%，而工程服务则发力外拓，维持了高速增长，收入规模超过了交付前服务。

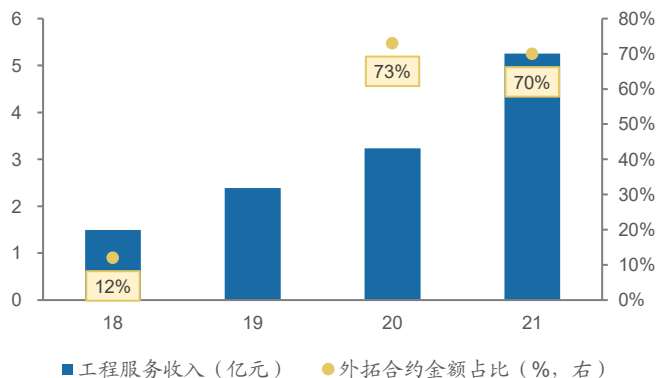
表12: 中海物业非业主增值服务收入结构及毛利

	金额 (亿元)				同比 (%)			占比 (%)			
	19	20	21	22H1	20	21	22H1	19	20	21	22H1
非业主增值服务收入	8.2	9.9	14.6	7.4	20.0%	48.4%	11.6%				
工程服务	2.4	3.2	5.3	3.8	35.1%	62.7%	49.3%	29.1%	32.8%	35.9%	51.8%
交付前服务	4.7	5.0	7.1	2.6	5.7%	42.6%	-19.7%	57.6%	50.8%	48.8%	35.1%
销项查验	0.6	0.8	1.4	0.8	46.4%	64.9%	62.9%	6.9%	8.4%	9.4%	11.0%
顾问咨询	0.5	0.8	0.9	0.2	52.6%	8.9%	-52.2%	6.3%	8.0%	5.9%	2.2%
非业主增值服务毛利	2.0	2.0	2.6	1.1	-3.2%	32.6%	0.8%				
非业主增值服务毛利率 (%)	24.9%	20.1%	17.9%	15.4%	-4.8%	-2.1%	-1.6%				

数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

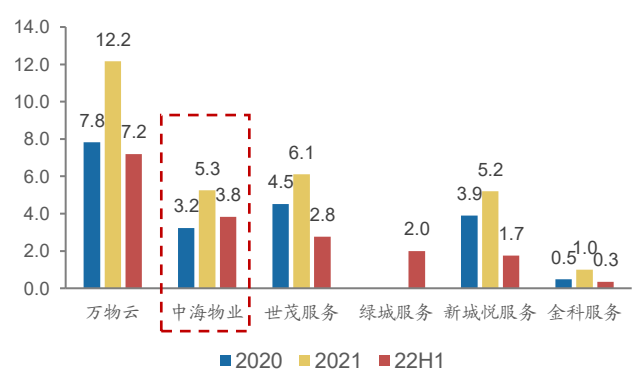
兴海物联是中海物业开展工程服务的核心载体，也是中海物业在行业内的特色。兴海物联成立于1998年，2018年公司正式与华为达成战略合作，全面进行智慧化转型，并开展外拓。兴海物联开展外拓有两大突出优势，一是兴海物联自身的科技优势，公司是国家和深圳市双料高新技术企业，2020-2021年公司累计研发投入8500万元，公司具有200多项专利；二是公司的央企背景和中建系统优势，公司具有丰富的建筑工程服务机会。2020年，兴海物联承接了首个国家级重大项目，张家口奥运村智慧园区系列项目，并成为国家重点研发计划“科技冬奥”重点专项课题主创单位，公司的科技实力和服务实力得到了国际赛事级别的认可。

图37: 中海物业工程服务收入与外拓合约占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图38: 龙头物企类工程服务收入 (亿元) 对比



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

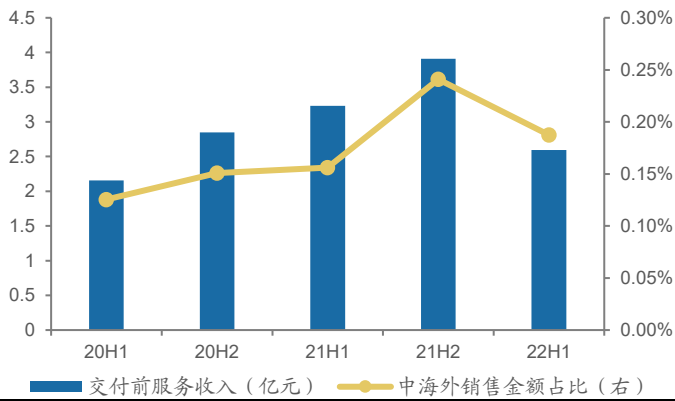
从外拓结果来看，2018年公司刚开始外拓时，兴海物联的第三方合约金额占比仅12%，2021年已经达到70%，公司已经实现市场化运作，依托外部机会实现快速

增长，成为公司非业主增值服务子版块内增速最快的业务，也焕发了公司非业主增值的第二曲线，未来也将成为驱动公司非业主增值服务创新与增长的主力。

面向房地产开发商和其他物业公司提供物业智能设施设备和相关服务，目前已有较多龙头物企开展实践，但该业务与房地产的销售周期联系紧密，能独立做存量外拓并拓宽业务场景的物业企业并不多。在22H1的地产下行周期下，在披露类工程服务的上市物企中，中海物业的工程服务收入已经跃居行业第2名。

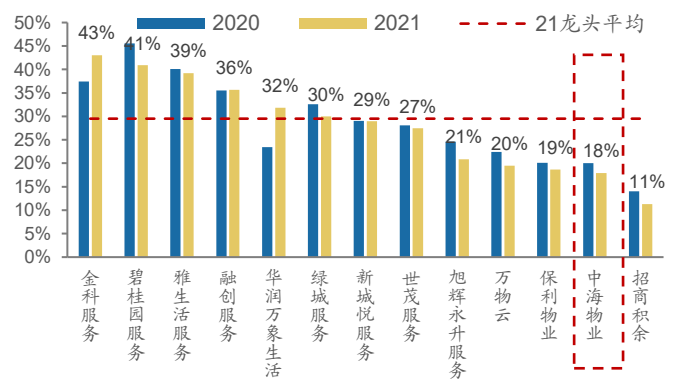
交付前服务与房地产销售周期密切相关，22H1在地产下行下，交付前服务收入同环比均下降较快，创20H2以来新低，占关联方销售金额的比例也开始下降，开发商销售下滑下的成本控制反应也已经向下游传导到了物业案场。不过这一比例仍然高于21H1水平，尽管销售下滑的背景下开发商也在缩减开支，但仍然要维持销售力度，因此案场支出具备一定的韧性。

图39: 中海物业交付前服务收入及中海外销售金额占比



数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

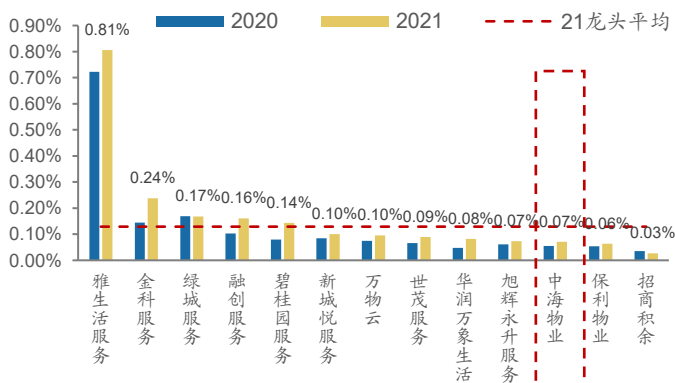
图40: 龙头物企非业主增值毛利率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

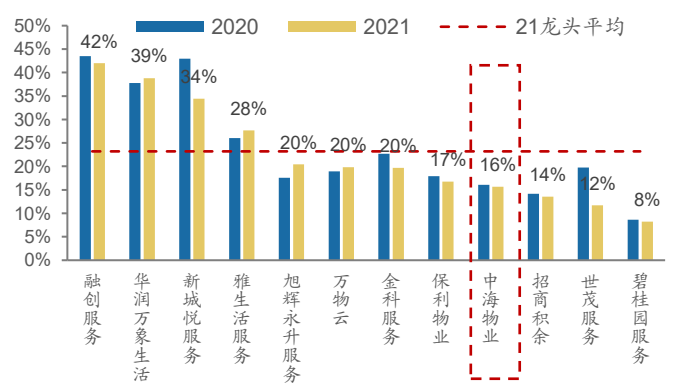
从同业比较来看，尽管依托于强大的央企开发商，中海物业的非业主增值服务对关联方的依赖度较低，2021年非业主增值服务毛利率仅18%，位于龙头倒数第2，非业主增值服务毛利占地产销售金额的比例和关联交易收入占比也均位于龙头较低水平。

图41: 龙头物企非业主增值毛利/地产销售金额



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图42: 龙头物企关联方交易收入占比比较



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

毛利率趋势方面，21年公司非业主增值服务毛利率17.9%，同比下滑2.2pct，22H1进一步下哈至15.4%，同比下降1.6pct。毛利率的下降与公司业务结构变化和业务模式的转变有关，公司加强了非业主增值服务的外拓，第三方业务的竞争对毛利率有一定的压制，且毛利率较低的工程服务占比提高，最终导致毛利率的下降。

（四）社区增值：低基数下高速增长，加大投入增长可期

中海物业开展社区增值服务的内容较为常规，与同行相比，类别基本一致，覆盖了主要的社区增值服务类型。

表13: 中海物业社区增值服务内容

	服务内容
公共空间租赁协助	公区广告和出租经营
购物协助	广义入户服务
住宅及零售单位租赁及销售协助	业主二手房租售经纪

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表14: 龙头社区增值服务内容比较

	公区运营	拎包入住	二手租售经纪	新房/车位代销	社区零售	家政	媒体	托幼	旅行服务	团餐	其他服务
金科服务	√	√	√	√	√	√		√	√	√	
世茂服务	√	√	√	√	√	√					智慧社区解决方案，养老
中海物业	√	√	√		√	√					
融创服务	√	√	√		√	√			√		
绿城服务	√	√	√	√	√	√		√			交通服务，保健服务
新城悦服务	√	√	√	√	√	√				√	电梯维保
保利物业	√	√	√	√	√	√	√				
旭辉永升服务	√	√	√	√	√	√					房修
碧桂园服务	√	√	√		√	√	√				
恒大物业	√	√	√		√	√					
雅生活服务	√	√	√		√	√		√		√	非住宅增值服务
华润万象生活	√	√	√	√	√	√					
万物云	√	√	√	√						√	二手房翻修

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从收入结构来看，新兴业务购物协助（入户服务）增速较快，2021年成长为公司收入占比最大的业务。不过入户服务业务内部也有很多类型，如拎包入住、社区零售等。22H1在疫情和地产影响下，公区经营和租售经纪业务都受到了较大的不利

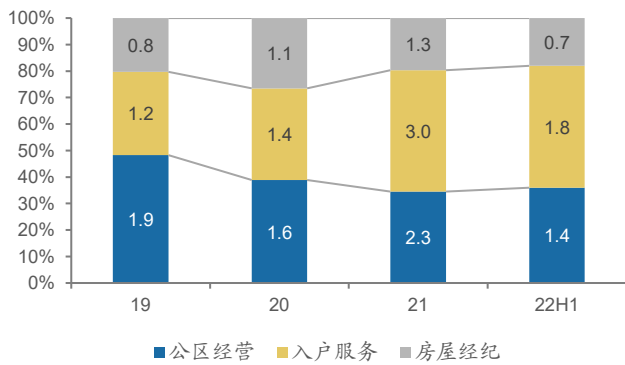
影响，尽管在管面积增速较快，但收入却并未相应增长，而入户服务业务则取得了较好的成绩，逆势增长。

表15: 中海物业社区增值服务收入结构及毛利

	金额 (亿元)				同比 (%)			占比 (%)			
	19	20	21	22H1	20	21	22H1	19	20	21	22H1
社区增值服务收入 (亿元)	3.9	4.2	6.6	3.9	8.2%	58.7%	21.0%				
公共空间租赁协助	1.9	1.6	2.3	1.4	-12.8%	40.8%	7.3%	48.3%	38.9%	34.5%	35.9%
购物协助	1.2	1.4	3.0	1.8	19.0%	109.8%	53.6%	31.5%	34.6%	45.8%	46.1%
住宅及零售单位租赁及销售协助	0.8	1.1	1.3	0.7	41.6%	18.0%	-6.2%	20.3%	26.5%	19.7%	18.0%
社区增值服务毛利	1.7	1.5	2.2	1.2	-15.3%	50.2%	24.1%				
社区增值服务毛利率 (%)	45.0%	35.2%	33.3%	30.3%	-9.8%	-1.9%	0.8%				

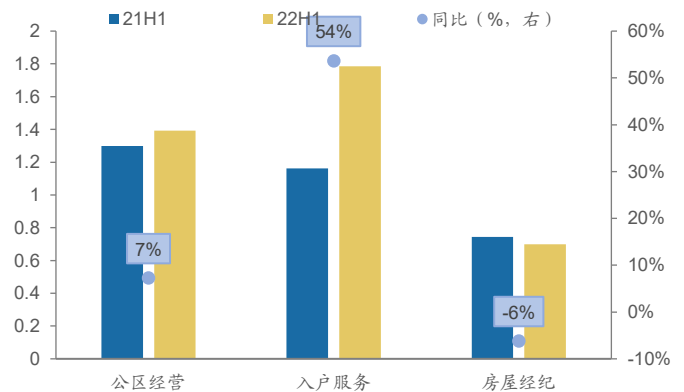
数据来源: 公司年报及半年报, 广发证券发展研究中心

图43: 中海物业服务社区增值服务分结构 (亿元)



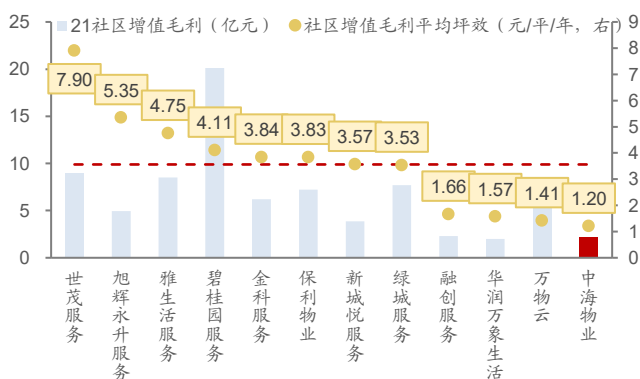
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图44: 中海物业22H1社区增值收入 (亿元) 及同比



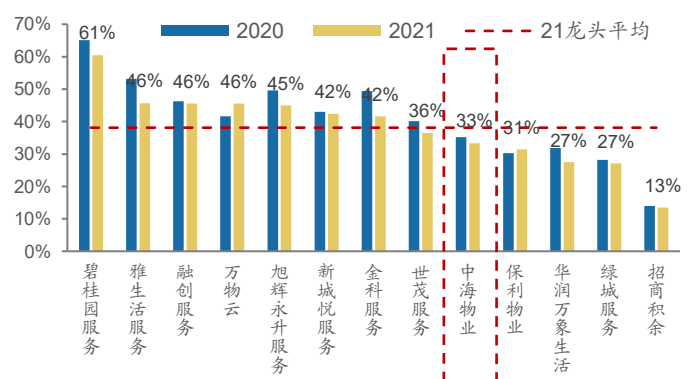
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图45: 龙头物企社区增值服务毛利及毛利坪效



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图46: 龙头物企社区增值毛利率



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

从同业对比来看, 尽管中海物业在社区增值服务的模式和类型上与其他龙头类似, 但是中海物业在社区增值服务上的起步较晚, 社区增值服务的能力培养和团队

建设仍在持续进行中，因此从2021年住宅社区的增值服务毛利坪效来看，公司处于龙头较低水平，距离其他起步较晚的龙头物企也仍有一定差距，后续随着能力的逐步培育成熟，还有较大的可发展空间。

毛利率方面，21年社区增值服务毛利率33.3%，同比下降1.9pct，一方面是公司加大在社区增值服务方面的人员和营销投入，另一方面是公司低毛利率的社区团购业务增长，拉低了整体的毛利率水平，预计后续公司新业务的持续发展和整体对社区增值服务的投入继续增加，公司社区增值服务的毛利率或将继续下降。

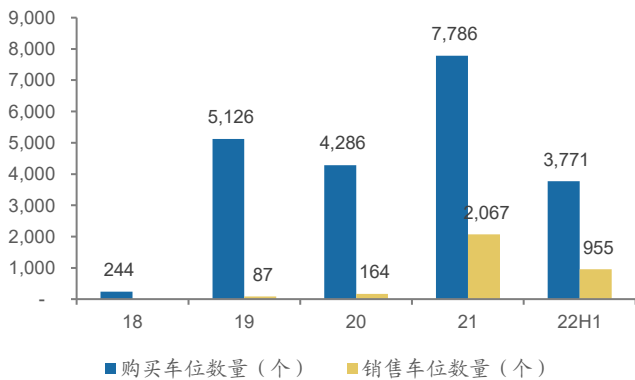
（五）停车位买卖：在手现金的良好投资方式，21年进入成果兑现期

与其他开展停车位销售的同行不同的是，中海物业将停车位买卖业务单独拆分出来，而并未放入增值服务中。中海物业开展停车位买卖是采取自购自销的模式，购买停车位作为存货，之后进行销售，车位的销售价格是公司的收入，而购买车位的价格则是成本的一部分。

18年公司开始购买停车位，进入停车位买卖业务，经过3年的发展，21年业务进入了成果兑现期。

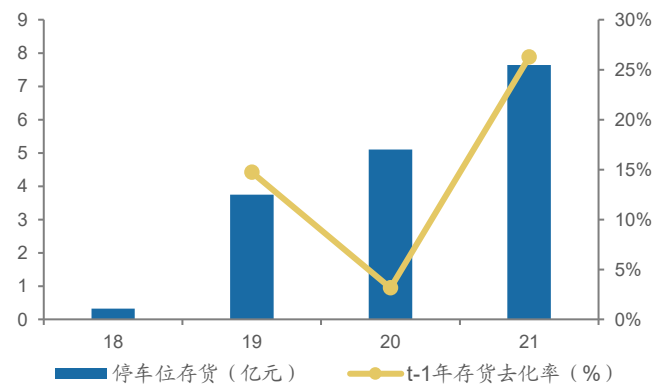
与房地产在开盘追求大量去化不同，停车位的销售一般随着入住率的提高，需求会逐步释放，而这与房地产快速销售的目标相悖，因此通过物业来销售车位成为了双方共赢的可行路径。不过，这也决定了物业对车位的销售绝非一蹴而就，从购买停车位（房地产企业销售退出）到销售停车位（入住率逐步提升），会存在时滞。从数据来看，18年公司试水购买车位后，19-20年购买量均较大，但销售并未有明显增长，21年则出现了爆发式增长，从我们计算的t-1年车位去化率来看，21年成为去化率也从20年的3.1%迅速增长到了26.3%。

图47：中海物业车位购买与销售数量



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图48：中海物业居车位存货及去化率



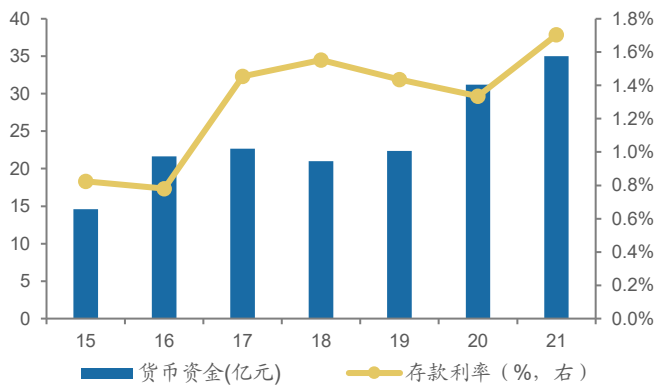
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

停车位买卖是一个细水长流的生意，其运作的核心在于，抓住房地产开发商去化车位尾盘的需求，在销售基本结束时购买车位，随着房屋入住率逐步提高，车位需求提高，车位的去化开始逐步体现，因此车位销售在刚开始的几年看不到成果，而当车位逐步进入去化期开始滚动后，其效果会开始显现，而从我们的观察来看，

2021年成为了公司车位滚动销售的兑现期。

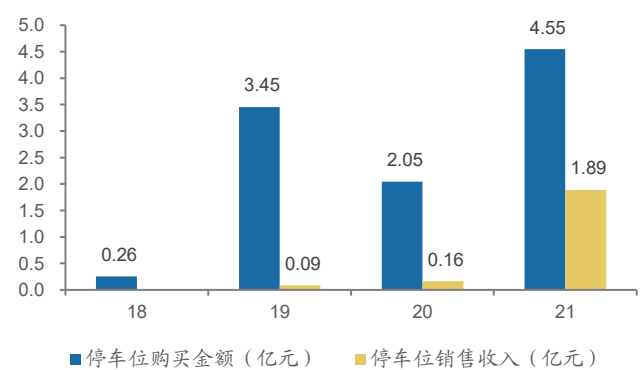
然而，车位销售需要在前期垫付大量的资金，且承担资金在前几年沉淀而无法去化的风险。从中海物业的实践来看，这种模式更应该看做是公司合理提高资金使用效率的投资，而非主要核心业务。2021年停车位买卖收入占总收入的2.4%，毛利占比4.1%。公司上市和上市后均未募集资金，除2017年收购中信物业外，也没有大额收并购事件，而公司的在手货币资金则随着每年的经营不断增长，除了获得部分利息收入外，未能获得更高的收益，停车位买卖则提供了一个较好的现金利用方式，公司对停车位买卖的投资刻度为：IRR不低于10%，5年回本并实现多数去化。公司当前的存款利率不到2%，而把握好停车位买卖的投资，则可以获得10%的内含报酬率，是对现金较好的利用，而历史每年购买停车位金额不超过5亿元，2022-2025年的购买上限也约定在7.5亿元左右（港币9亿元），不影响公司的日常经营。

图49：中海物业货币资金及利息收入利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图50：中海物业停车位购买金额及销售收入



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2022年展望来看，我们假定车位销售毛利率保持在30%左右的水平，维持25%的存量去化率（21年为26.3%），22年将贡献收入2.7亿元（同比+44.6%）。总体而言，由于过去车位购买量较大，21年1.9亿元停车位销售收入尽管增长较快，但在稳态去化的情况下并非峰值，22年及之后停车位销售收入仍有望继续增长，直到匹配公司车位购买力度的中枢水平（每年约5亿元）。

四、盈利预测及估值

整体来看，21年作为公司“十四五”规划的开局之年，取得了突出的成绩，公司外拓成果突出，跻身行业外拓前茅，外拓超过中海系交付成为公司规模增长的核心驱动力，且存量合约丰富，非业主增值服务外拓也取得了重大成果，社区增值服务投入加大，低基数下增速较快，未来还有进一步增长空间，停车位买卖也进入了成果兑现期。

结合前文我们对各业务的分析及预测，我们对各业务的未来预测做一个总结。基础物管业务，收入方面，公司外拓实力强劲，第三方合约储备丰富，关联方中海集团经营稳健，合约储备的转化和中海集团的稳定交付将保障公司基础物管业务的快

速增长；毛利率方面，一方面包干制业务占比提高将使得毛利率下降，另一方面由于人效的提高预计包干制业务毛利率有望在2022年提升，整体预计公司基础物管毛利率稳定在14.5%左右的水平。非业主增值业务，收入方面，由于房地产行业的下行，尽管中海集团经营稳健，但我们持谨慎态度，预计非业主增值业务中其他业务将下滑，而工程服务则依托强大的外拓实力带动整体非业主增值服务实现低速增长；毛利率方面，预计将下滑至16.5%并维持稳定。社区增值服务，由于公司加大投入且处于较低基数，预计后续收入将实现快速增长，毛利率则由于自营类型业务的增加而稳步下降。停车位销售业务，21年公司进入兑现期，后续将继续保持增长并逐步匹配投资力度，毛利率则稳定在30%左右的水平。总结来看，预计公司2022/2023年收入104.6/133.8亿元，分别同比增长35.5%/28.0%。销管费用率方面，预计将延续22H1的趋势，下降至3.8%的水平并维持稳定。

综合来看，我们预计公司2022/2023年归母净利润分别为10.5/13.2亿元，分别同比+30.4%/25.6%。

公司是行业龙头，外拓逐步发力，新业务成绩逐渐显现，充足的储备也为业绩增长带来了良好的确定性；关联公司中海集团是央企龙头，经营稳健，实力雄厚，在房地产下行和民企信用风险迭出的情况下，具备为公司保驾护航的能力，地产行业的变革或进一步改善以中海物业为代表的央国企龙头的竞争格局，地产行业的政策催化之下，物业板块估值也具备修复的空间。考虑公司业绩增速，我们给予公司2023年30xPE估值，对应合理价值13.09港元/股，给予“买入”评级。

表16: 中海物业盈利预测

亿元人民币	20	21	22E	23E	24E
营业收入	55.1	77.2	104.6	133.8	161.8
物业管理服务	40.9	54.1	77.1	100.5	123.1
非业主增值服务	9.9	14.6	16.3	18.3	20.0
社区增值服务	4.2	6.6	8.5	11.1	13.9
停车位买卖	0.2	1.9	2.7	3.8	4.7
营收增速	12.5%	40.1%	35.5%	28.0%	20.9%
毛利率	18.3%	17.4%	16.6%	16.6%	16.5%
物业管理服务	16.1%	14.9%	14.5%	14.5%	14.5%
非业主增值服务	20.1%	17.9%	16.5%	16.5%	16.5%
社区增值服务	35.2%	33.3%	32.0%	31.0%	30.0%
停车位买卖	27.6%	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利	10.1	13.4	17.4	22.2	26.7
物业管理服务	6.6	8.0	11.2	14.6	17.9
非业主增值服务	2.0	2.6	2.7	3.0	3.3
社区增值服务	1.5	2.2	2.7	3.5	4.2
停车位买卖	0.0	0.5	0.8	1.1	1.4
毛利增速	3.0%	33.4%	29.6%	27.6%	20.4%
销管费用	2.9	3.5	4.0	5.1	6.1
销管费用率	5.2%	4.5%	3.8%	3.8%	3.8%

利润总额	7.8	10.8	14.1	17.7	20.7
所得税	1.9	2.7	3.5	4.4	5.2
所得税率	24.1%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	6.0	8.1	10.5	13.2	15.6
少数股东损益	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
少数股东损益占比	1.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
归母净利润	5.9	8.0	10.5	13.2	15.5
归母净利润增速	22.3%	36.5%	30.4%	25.6%	17.5%
归母净利率	10.7%	10.4%	10.0%	9.8%	9.6%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表17：可比公司估值

公司简称	2021PE	2022PE	2023PE	2021PEG	2022PEG	2023PEG
华润万象生活	44	34	26	0.4	1.2	0.9
万物云	29	24	19	2.1	1.2	0.6
招商积余	33	24	19	1.8	0.7	0.6
保利物业	28	22	17	1.1	0.8	0.7
龙头平均	33	26	20	1.4	1.0	0.7
中海物业	33	25	20	0.9	0.8	0.8

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：（1）数据截至2022年11月30日；（2）华润万象生活、绿城服务为一致预期

五、风险提示

全国房地产销售持续下行的风险：房地产行业政策调控力度进一步加大，去化下行速度及库存抬升速度快于预期，使得房地产销售持续下行，从而影响新房的交付，从而影响公司在管面积的增长；

外拓不及预期的风险：外拓具有不确定性，具有一定的风险；

增值服务不及预期的风险：社区增值服务的开展具有不确定性，具有一定的风险；

市场竞争加剧的风险：物业上市企业增多，市场竞争加剧，可能会影响公司的利润率和业务进展。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,828	6,323	7,858	10,392	11,838
货币资金	2,471	2,697	2,341	3,872	3,611
贸易应收款	875	1,478	2,872	3,417	4,799
其他应收及预付	324	578	767	993	1,144
金融资产	0	0	0	0	0
存货	510	765	1,073	1,305	1,479
其他流动资产	648	806	806	806	806
非流动资产	385	479	560	609	653
投资性房地产	137	137	170	170	170
固定资产	58	91	105	117	127
使用权资产	61	66	70	72	73
无形资产	18	49	70	89	105
商誉	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	5	6	9	13
金融资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	109	133	138	152	164
资产总计	5,213	6,802	8,418	11,000	12,491
流动负债	3,327	4,265	5,115	6,791	7,185
短期借款	0	0	356	0	0
合同负债	525	884	707	1,330	1,134
贸易应付款	397	642	1,030	1,110	1,479
其他流动负债	2,405	2,740	3,021	4,351	4,571
非流动负债	48	42	68	46	51
长期借款	0	0	28	0	0
其他非流动负债	48	42	40	46	51
负债合计	3,375	4,306	5,183	6,836	7,236
股本	3	3	3	3	3
储备	1,806	2,450	3,184	4,106	5,190
归属母公司股东权益	1,809	2,453	3,187	4,109	5,192
少数股东权益	30	43	48	55	63
负债和股东权益	5,213	6,802	8,418	11,000	12,491

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,508	7,720	10,457	13,381	16,176
营业成本	4,502	6,378	8,718	11,161	13,503
毛利	1,006	1,342	1,739	2,220	2,674
销管费用	286	350	397	508	615
财务费用	3	3	6	6	2
利息收入	36	56	60	70	82
资产减值损失	-32	-19	-55	-94	-166
合联营投资收益	1	1	2	3	4
其他损益净额	62	50	63	80	97
利润总额	784	1,077	1,405	1,765	2,074
所得税	189	271	351	441	518
净利润	595	807	1,054	1,324	1,555
少数股东损益	6	2	5	7	8
归属母公司净利润	589	804	1,049	1,317	1,548
EBITDA	829	1,134	1,468	1,834	2,145
EPS (元)	0.18	0.24	0.32	0.40	0.47

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,027	629	-357	2,342	221
利润总额	784	1,077	1,405	1,765	2,074
营运资本变动	373	-205	-1,467	929	-1,486
折旧摊销	42	54	57	63	69
其他	-172	-298	-352	-415	-436
投资活动现金流	131	-215	-27	10	22
资本支出	-41	-99	-86	-60	-60
投资变动	124	-149	0	0	0
其他	48	33	60	70	82
筹资活动现金流	-162	-211	28	-822	-503
股权融资	0	0	0	0	0
债权融资	0	0	385	-385	0
其他	-162	-211	-357	-437	-503
现金净增加额	1,112	296	-356	1,531	-260
期初现金余额	1,359	2,400	2,697	2,341	3,872
期末现金余额	2,471	2,697	2,341	3,872	3,611

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	12.51%	40.15%	35.46%	27.96%	20.89%
EBIT 增长	15.12%	37.28%	30.68%	25.48%	17.24%
归母净利润增长	22.29%	36.54%	30.38%	25.59%	17.49%
获利能力					
毛利率	18.27%	17.39%	16.63%	16.59%	16.53%
归母净利率	10.70%	10.42%	10.03%	9.84%	9.57%
ROE	32.58%	32.80%	32.91%	32.06%	32.58%
ROA	11.30%	11.83%	12.46%	11.97%	12.39%
偿债能力					
资产负债率	64.74%	63.31%	61.57%	62.15%	57.93%
流动比率	1.45	1.48	1.54	1.53	1.65
速动比率	1.30	1.30	1.33	1.34	1.44
营运能力					
总资产周转天数	300	284	266	265	265
贸易应收款周转天数	49	56	76	86	93
存货周转天数	36	36	38	39	38
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.24	0.32	0.40	0.47
每股经营现金流	0.31	0.19	-0.11	0.71	0.07
每股净资产	0.55	0.75	0.97	1.25	1.58
估值比率					
P/E	45.36	33.22	25.48	20.29	17.27
P/B	14.78	10.89	8.39	6.50	5.15
EV/EBITDA	32.25	23.56	18.46	14.57	12.46

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，13年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：首席分析师，清华大学工学硕士，9年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：高级分析师，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：高级分析师，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡慧：研究员，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 辛恬：研究员，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 胡正维：研究员，复旦大学国际商务硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。