



## 物业服务行业专题研究

# 挑战机遇并存，结构变化之始

陈聪 张全国

中信证券研究部 房地产和物业服务组

2023年2月20日

# CONTENTS

## 目录

---

1. 基础物管：企业分化从2022年开始
2. 业主增值服务：由广及精，更确定的发展
3. 非业主增值服务：规模占比加速下降
4. 商业管理：空间广阔，深构壁垒
5. 2022年业绩承压2023年结构性分化加速
6. 风险因素

# 1. 基础物管：企业分化从2022年开始

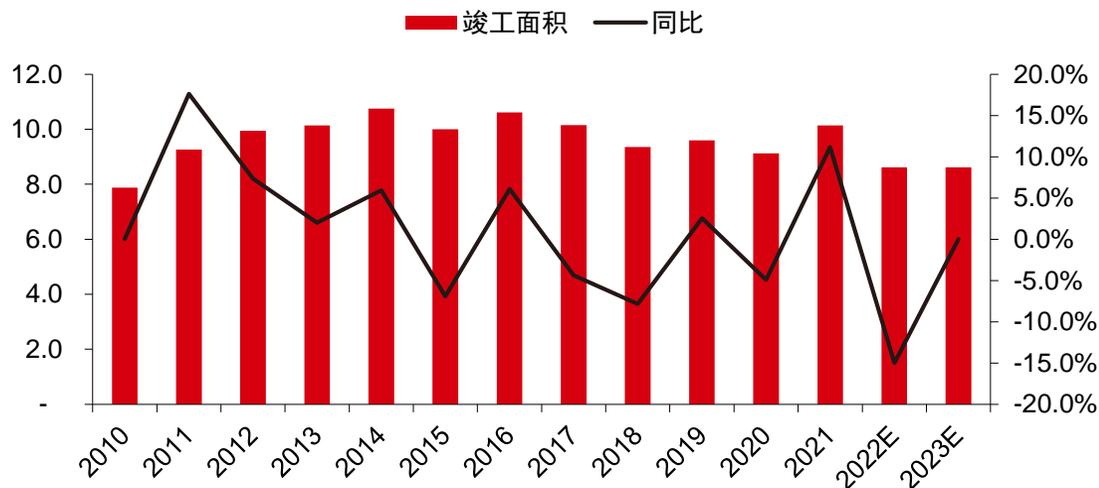
---

- I. 在管面积：从总量增长到结构转移；
- II. 物业费收缴率：在2022年触底；
- III. 基础服务的盈利能力：两端向中间收敛。

# 在管面积：从总量增长到结构转移

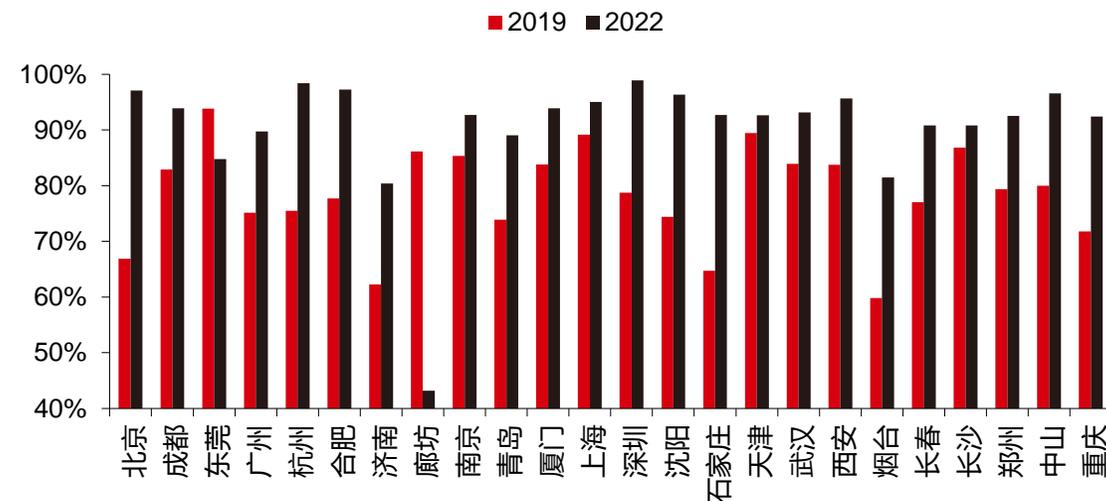
- 新房交付总量规模下降、物业管理覆盖率提升进入深水区等因素共同推动行业总在管面积增速下滑，但这并不意味着头部企业丧失了发展土壤。
  - 新盘交付的增长压力较大，我们预测2023年全国商品房竣工面积为8亿平，目前中国存量房面积至少约370亿平，那么2023年竣工面积至多占当前存量面积的2-3%。
  - 存量盘的新订单增长空间在下降，核心城市物管覆盖率已经达到92%，未来覆盖增速会明显下降，特别是对于头部上市物企来说，剩余未有物业覆盖的小区大多由于盈利性较差，也并不在面积拓展范围。

### 商品房竣工面积及同比（亿平米）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

### 24个样本城市的物业覆盖率变化

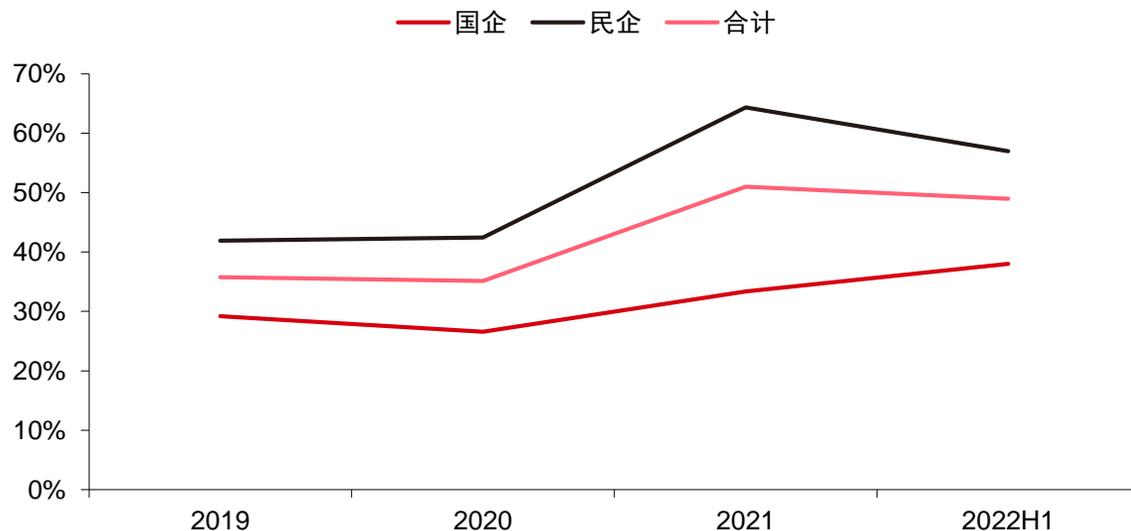


资料来源：贝壳App，中信证券研究部注：廊坊的物业覆盖率下降主要是因为纳入研究的样本范围从2019年的74.4万套上升到2022年的160.6万套。两年数据分别截止到2022年4月8日和2019年2月26日

## 在管面积：从总量增长到结构转移

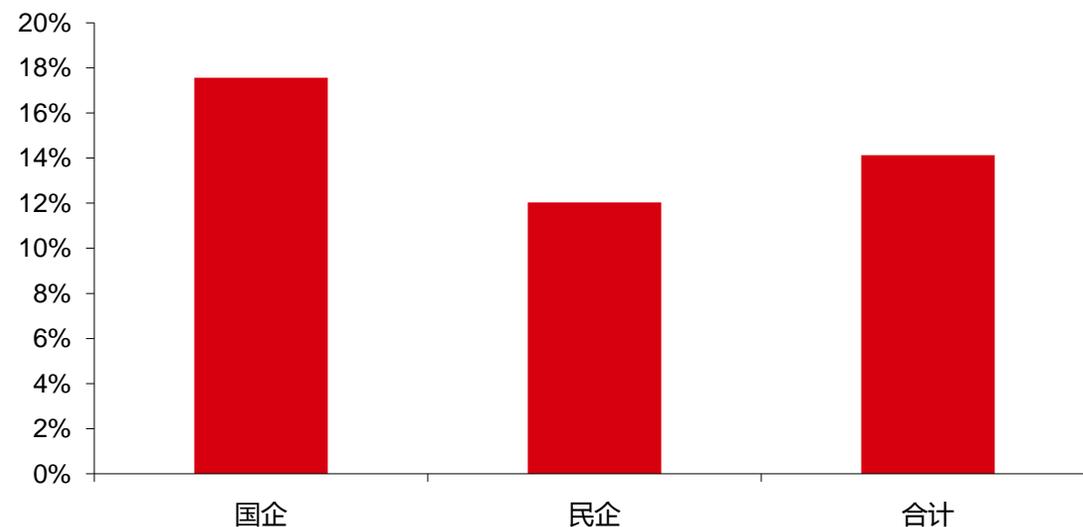
- 但是，头部物业管理公司的发展前景依然广阔，从结构上看，目前的头部企业市占率依然很低。
- 我们预计物业管理公司的收费面积增量将主要向关联方更为稳健的企业流动。

### 样本企业在管面积同比增速



资料来源：各公司公告，中信证券研究部。样本企业见《物业服务行业2022年中报总评—竞争格局剧变，央企全面崛起》（2022/9/2）

### 2022年中期在管面积相对于2021年末增速



资料来源：各公司公告，中信证券研究部。样本企业见《物业服务行业2022年中报总评—竞争格局剧变，央企全面崛起》（2022/9/2）

# 在管面积：从总量增长到结构转移

- 稳健关联方的拿地份额和销售额在近两年快速提升。
  - 由于拿地、销售再到交付存在时滞，这种收费面积的变化将主要体现在2024年之后。
  - 我们认为，部分关联方出险的企业在2024年之后关联方贡献将逐渐向0收敛，公司将完全依托第三方拓展。

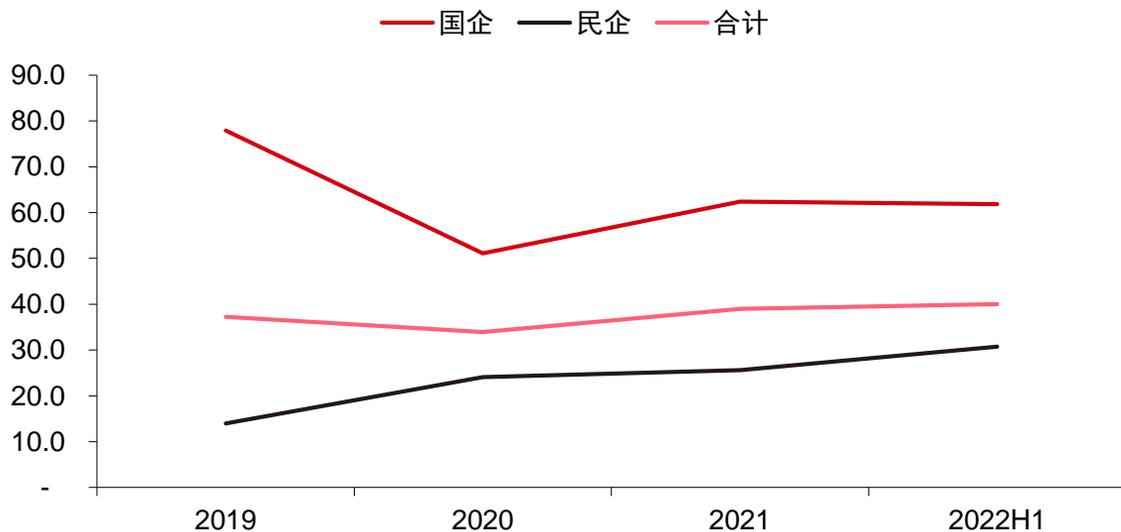
### 开发企业的销售排名变化

排名	2018	2019	2020	2021	2022
1	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园
2	万科地产	万科地产	中国恒大	万科地产	保利发展
3	中国恒大	中国恒大	万科地产	融创中国	万科地产
4	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	绿城中国
5	保利发展	保利发展	保利发展	中国恒大	中海地产
6	绿地集团	绿地集团	中海地产	中海地产	招商蛇口
7	中海地产	中海地产	绿地集团	绿城中国	华润置地
8	新城控股	新城控股	世茂集团	招商蛇口	金地集团
9	华润置地	世茂房地产	华润置地	华润置地	龙湖集团
10	龙湖集团	华润置地	绿城中国	绿地集团	建发房产
11	世茂房地产	龙湖集团	招商蛇口	龙湖集团	融创中国
12	招商蛇口	招商蛇口	龙湖集团	金地集团	中国金茂
13	华夏幸福	阳光城	新城控股	世茂集团	滨江集团
14	阳光城	金地集团	金地集团	旭辉集团	绿地集团
15	旭辉集团	旭辉集团	中国金茂	中国金茂	越秀地产
20	正荣集团	正荣集团	中梁控股	中梁控股	世茂房地产

# 在管面积：从总量增长到结构转移

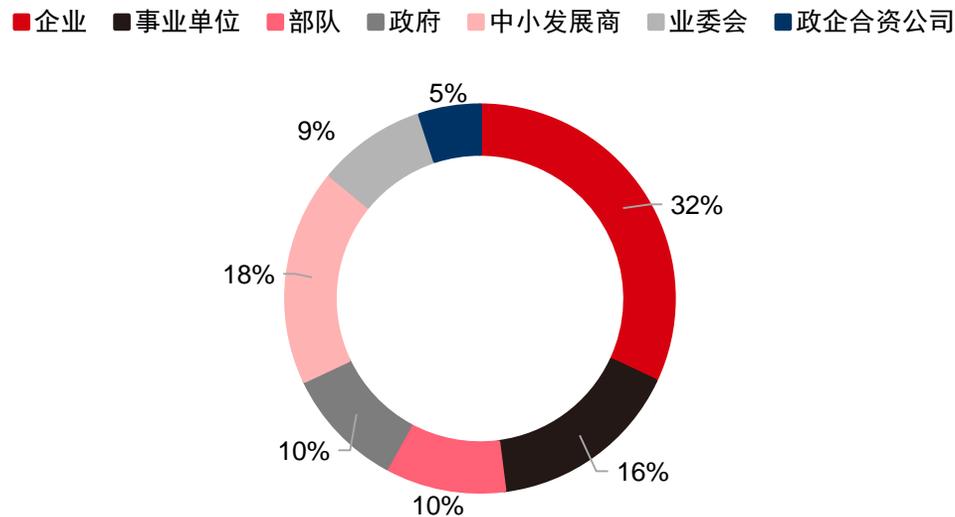
- 物管企业普遍与关联方共享品牌，可能导致住宅品牌外拓受损。
- 国有背景的物业管理公司，在非居拓展领域，占比较大的优势。
  - 从第三方拓展来看，物业管理公司五年左右的竞争，使得低垂的果实难以寻找。
  - 非居物管领域的甲方往往都是政府和企业，他们一般对于国资背景的公司更为信任。

样本企业新增在管面积中非住占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部。样本企业见《物业服务行业2022年中报总评—竞争格局剧变，央企全面崛起》（2022/9/2）

中海物业外拓结构

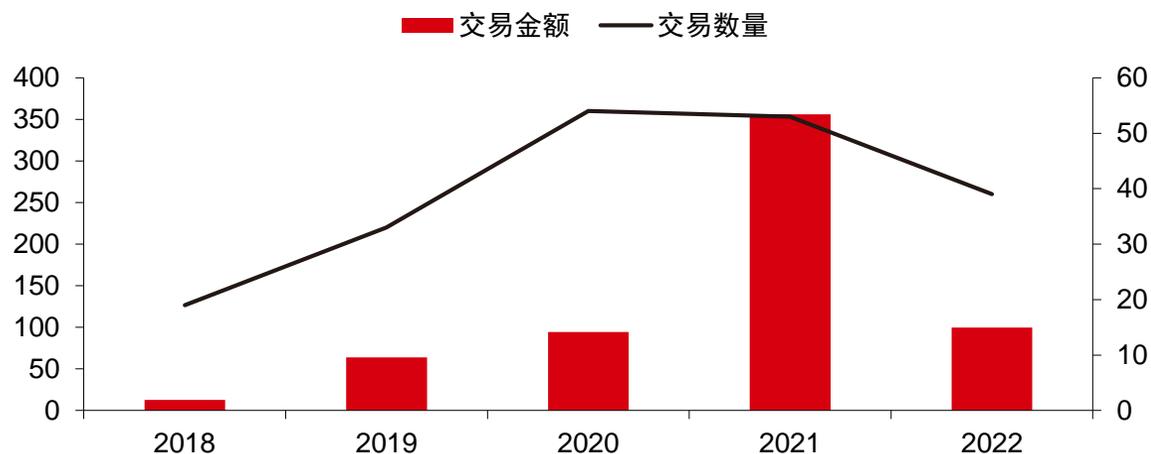


资料来源：中海物业公告，中信证券研究部

# 在管面积：从总量增长到结构转移

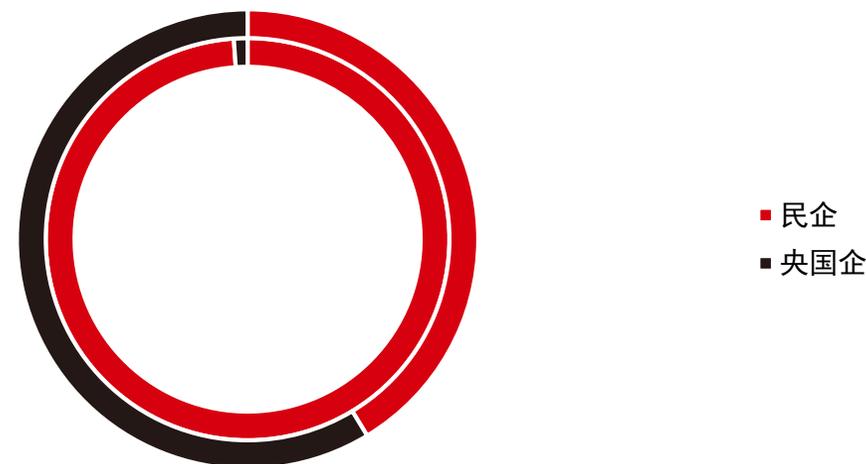
- 从并购的角度来看，虽然并购发起方的资金热情显著消退，但并购市场出现新的两难。
  - 从物管品牌来看，高品质的物管公司往往是开发公司旗下物管公司，但愿意出让的，开发公司旗下的物管公司，又一般存在关联方占款、空置费欠缴等具体问题。
- 当然，由于并购方资金明显退潮，随着开发企业不断厘清信用，预计2023年下半年仍会出现个别并购案例。

上市物管企业披露收并购交易额（亿元）



资料来源：克尔瑞，中信证券研究部

收并购企业结构（外环：2022；内环：2021）

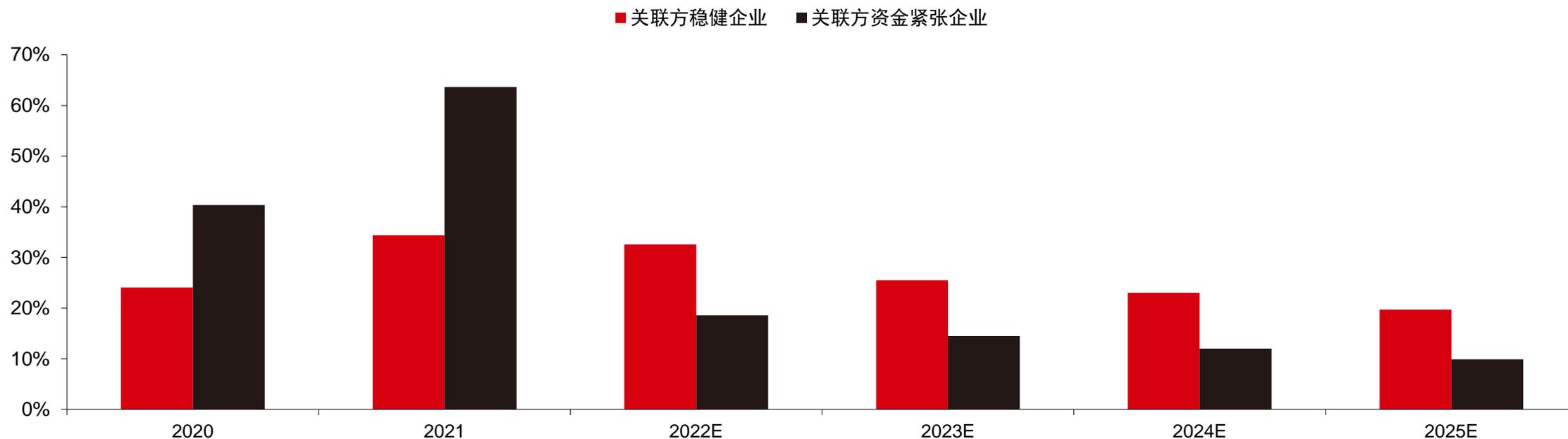


资料来源：克尔瑞，中信证券研究部

# 在管面积：从总量增长到结构转移

- 物业管理基础服务的收费面积，预计在2022年尚增长顺利，但2023年后结构分化很大。
  - 我们预计2022-25年关联方稳健物管企业的在管面积增速分别为33%/26%/23%/20%，2021-25年CAGR为25%。
  - 关联方资金紧张或出险的样本企业在管面积22-25年增速预计为19%/14%/12%/10%，2021-25年CAGR为14%。

### 头部物管企业在管面积增速预测

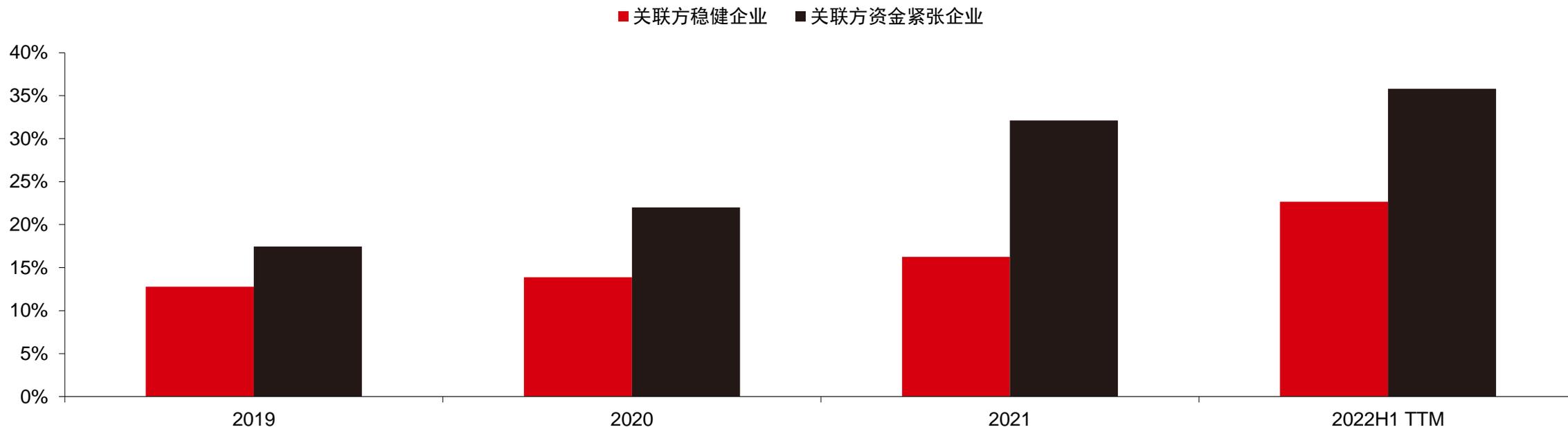


资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测 注：分别取前五大市值公司作为样本，下文同理

# 物业费收缴率：在2022年触底

- 我们预计，物业管理收缴率可能在2022年阶段性下降，但未来将很快恢复。
  - 2022年收缴率下降的原因，主要是由于疫情以及宏观经济的下行影响。对于个别收并购较多的企业来讲，其收并购标的的住宅物业收缴率也可能低于主体公司。
  - 我们相信，疫情和宏观经济因素在2022年已经触底，而收并购较多的企业也有望通过品质提升和规模化催缴行动来提升收并购标的回款水平，因而物业管理企业的缴费率可能在2022年触底。

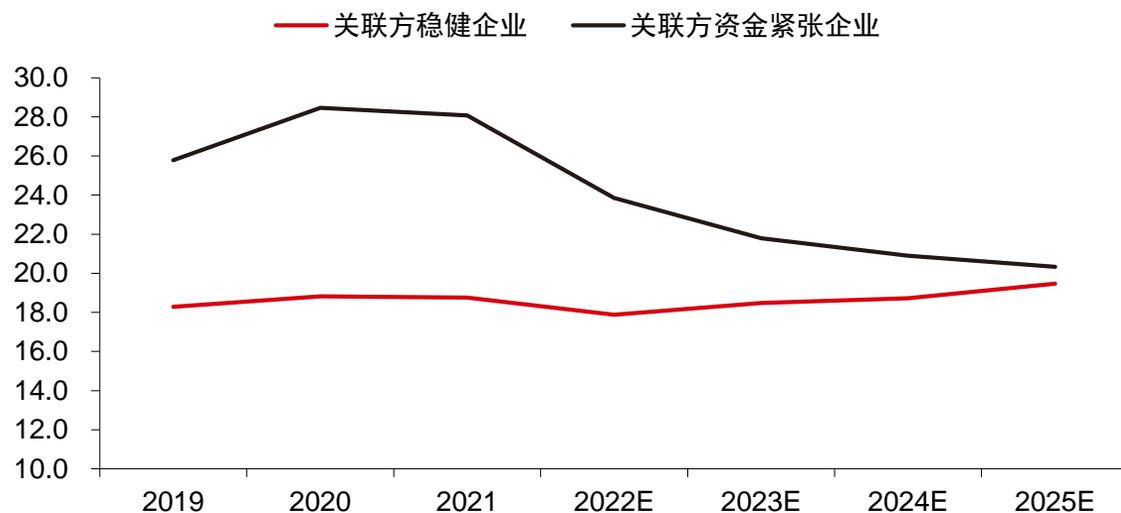
### 各企业应收账款及票据占收入的比重



# 基础服务的盈利能力：两端向中间收敛

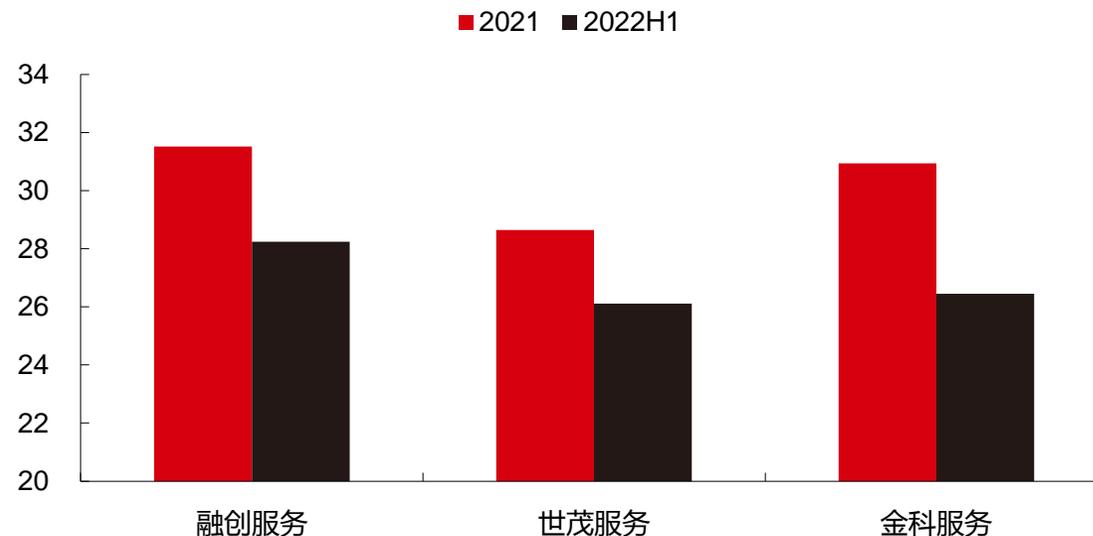
- 2022年，物业管理行业基础物业管理服务的毛利率开始出现收敛趋势，行业回归低毛利常态。
  - 对于高毛利企业来说，一些权责认定可能开始重分配，个别企业的毛利率开始大幅下降。
  - 对于低毛利企业来说，此前的权责认定可能相对保守，而行业本身又有较大的效率提升空间，我们预计能够抵消人工成本增长和新拓盘毛利下降等负面因素，预计这些企业的基础物业服务的毛利率能够保持基本稳定。

### 头部物管企业综合毛利率预测



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

### 关联方出险企业的毛利率变化



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

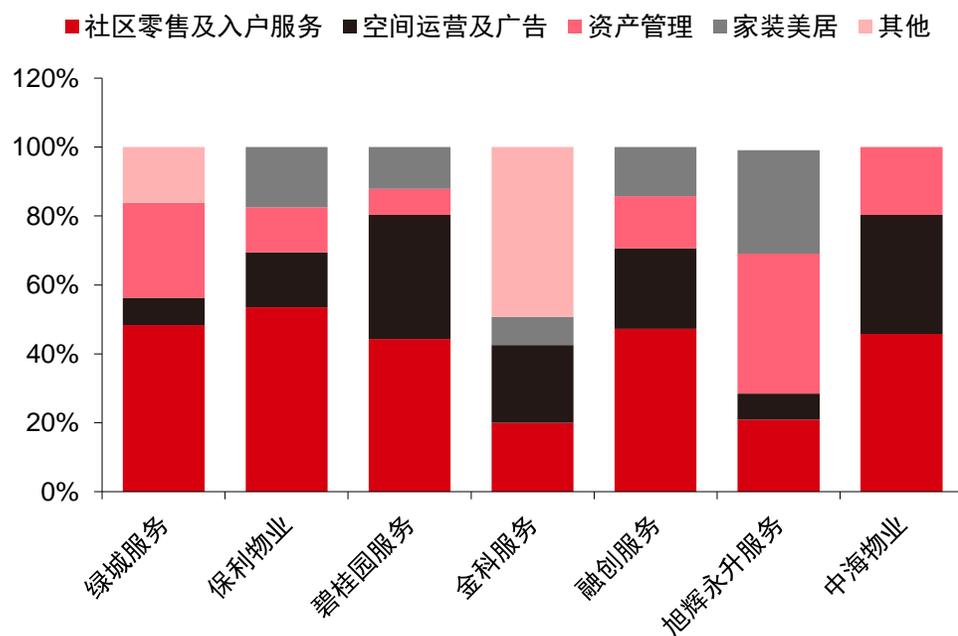
## 2. 业主增值服务：由广及精，更确定的发展

---

# 业主增值服务：由广及精，更确定的发展

- 2022年部分业主增值服务受到疫情冲击非常明显。一方面，租售服务受到房地产市场冲击影响，可能下行严重。另一方面，到家服务、装修服务等场景也受到疫情影响。
- 我们相信，虽然各企业的业主增值服务在2022年承压，但2023年是各家企业增值服务布局更为清晰的年份，企业将在更窄的范围取得更确定的发展。我们看好围绕不动产本身或是小区公共收益管理的增值服务开展。

### 常态环境下（2021年）各企业社区增值服务分类



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 各企业各类社区增值服务主要构成情况

	社区零售及入户服务	空间运营及广告	资产管理	家装美居	其他
绿城服务	园区产品及服务、居家生活服务	园区空间服务	物业资产管理服务		文化教育服务
保利物业	社区零售、社区便民	空间运营	车场服务	美居	
碧桂园服务	本地生活、到家服务、园区空间服务	社区传媒服务	房地产经纪服务	家装服务	
华润万象生活	管家服务、润商会	空间运营服务	租售服务	装修服务、入驻服务	
金科服务	家庭生活	园区经营服务	旅居综合服务	家居焕新服务	旅居综合服务
融创服务	社区便民服务	社区空间	房屋经纪服务	美居家饰服务	
旭辉永升服务	房修业务	公用区域增值服务	停车位管理及租赁服务、物业经纪服务	美居业务	
中海物业	购物协助	公共空间租赁协助	住宅及零售单位租金及销售服务		

资料来源：各公司公告，中信证券研究部，注：由于各家企业社区增值服务分类不尽相同，这里仅列示主要构成。该项为空不代表企业不开展该项业务。

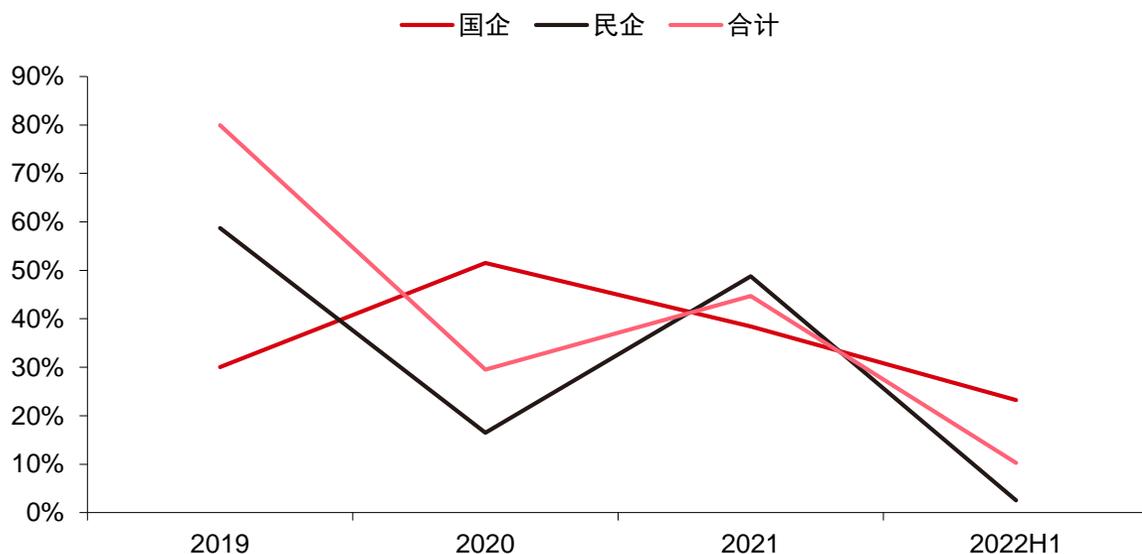
### 3. 非业主增值服务：规模占比加速下降

---

# 非业主增值服务：行业性规模占比加速下降

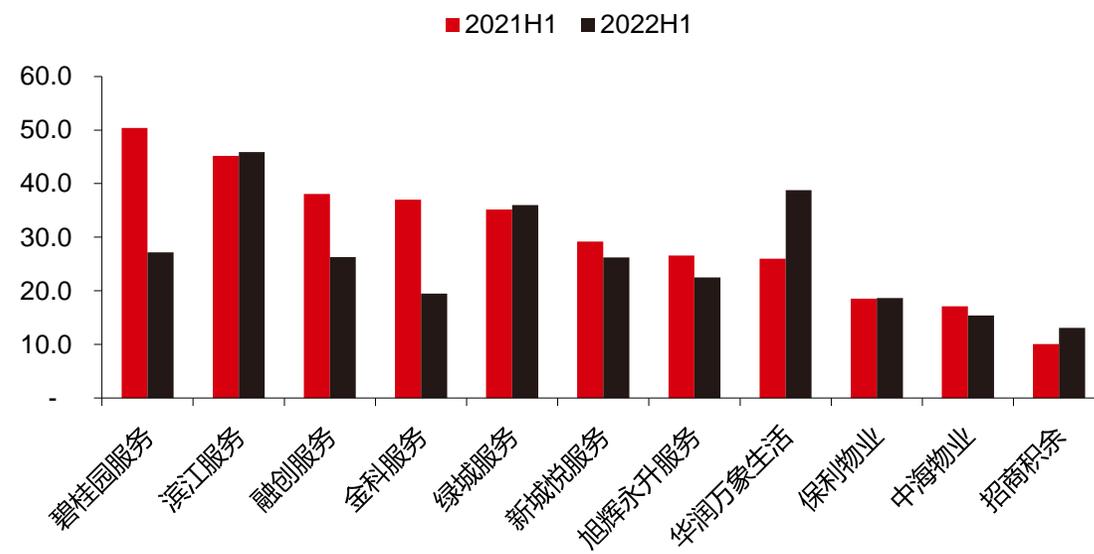
- 非业主增值服务和开发商特别是关联开发商景气程度高度相关，2022年出现行业性收入和毛利萎缩。
  - 非业主增值服务的核心部分，即顾问咨询、案场服务，在整个房地产产业链中可替代性强、核心价值低，当开发利润率收窄时，开发公司会优先牺牲这部分投入。案场服务、顾问咨询业务的低门槛和低价值创造，成为这些业务的根本性问题。

### 企业非业主增值服务增速



资料来源：各公司公告，中信证券研究部。样本企业见《物业服务行业2022年中报总评—竞争格局剧变，央企全面崛起》（2022/9/2）

### 企业非业主增值服务毛利率 (%)

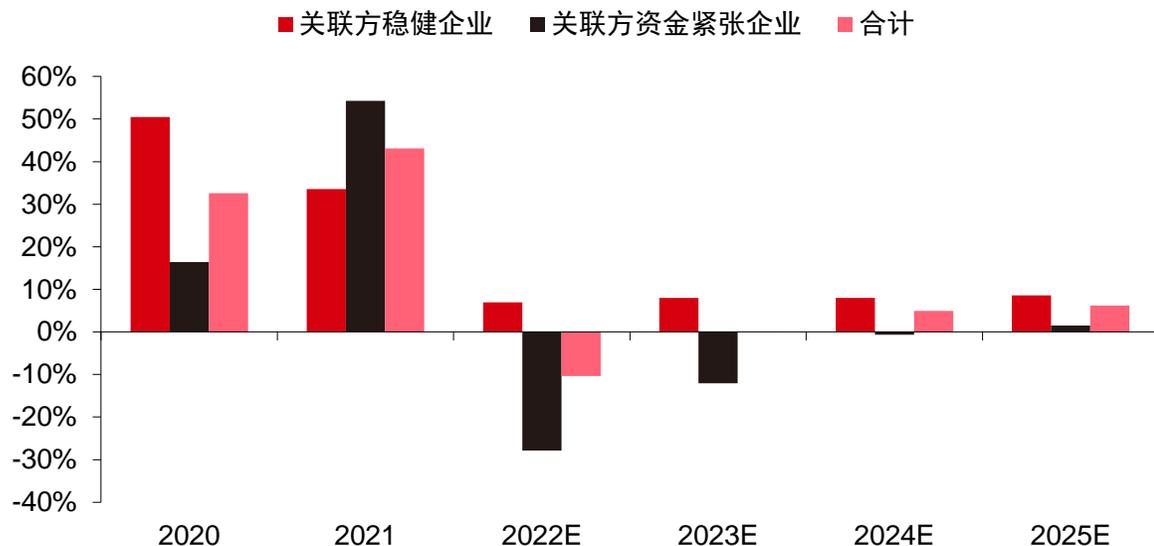


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

# 非业主增值服务：行业性规模占比加速下降

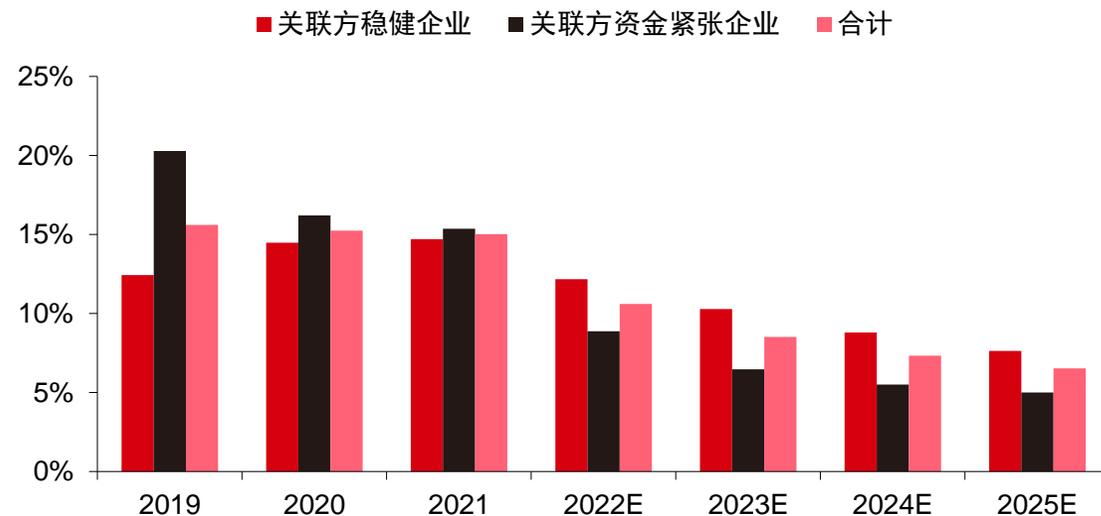
- 所以，我们认为非业主增值服务的萎缩不止于民企，连国企可能也面临这一困扰。非业主增值服务占物业管理行业收入比例可能持续下降，唯下降速度可能与关联方在地产销售市场的表现高度相关。
- 我们预计，至2025年，非业主增值服务收入占龙头企业营收比重由2019年的16%下降到2025年的7%。

### 头部物管企业非业主增值服务增速预测



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

### 头部物管企业非业主增值服务占营收比重预测



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

## 4. 商业管理：空间广阔，深构壁垒

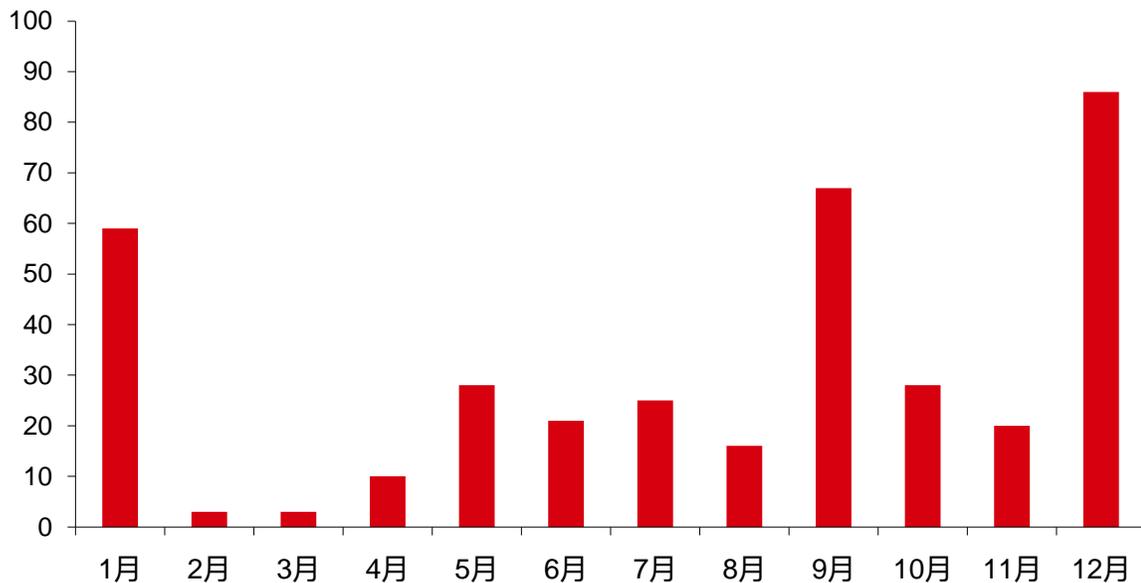
---

# 商业管理：空间广阔，深构壁垒

## ■ 商管业务门槛很高，竞争格局向头部集中。

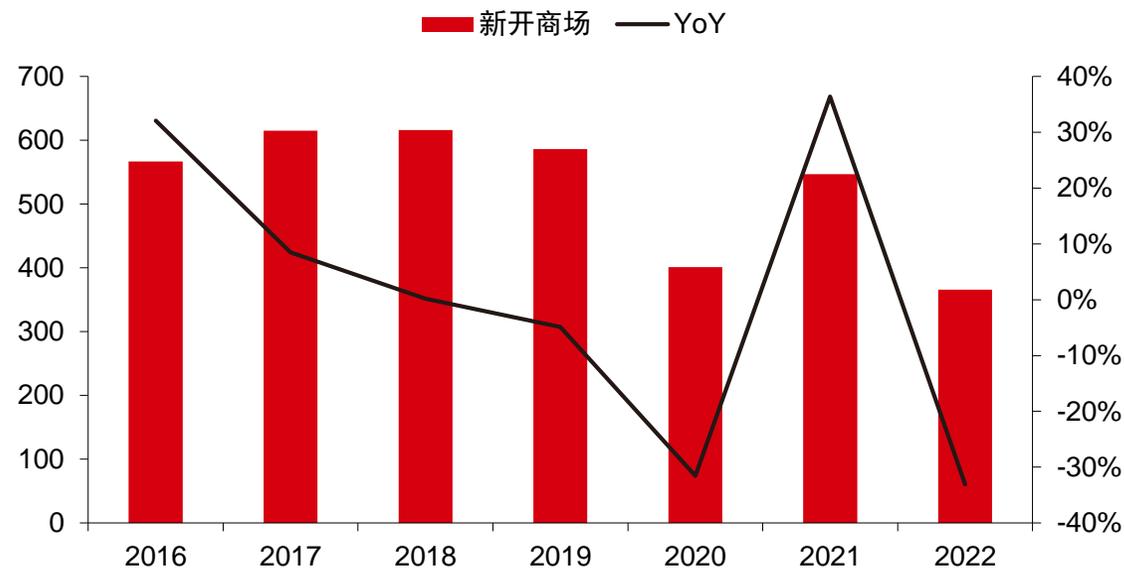
- 2022年，受疫情影响全国新开商场仅366个，创近年新低，较2021年减少了将近200个，也低于2020年。
- 目前中国购物中心总供给已经较多，并且部分地产系商管团队受到关联开发商的负面影响，未来增量购物中心商管合同将主要流向当前的头部优质企业。

### 2022年全国新开购物中心节奏（个）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 全国新开规模以上购物中心数量（个）



资料来源：汇客云，中信证券研究部

# 商业管理：空间广阔，深构壁垒

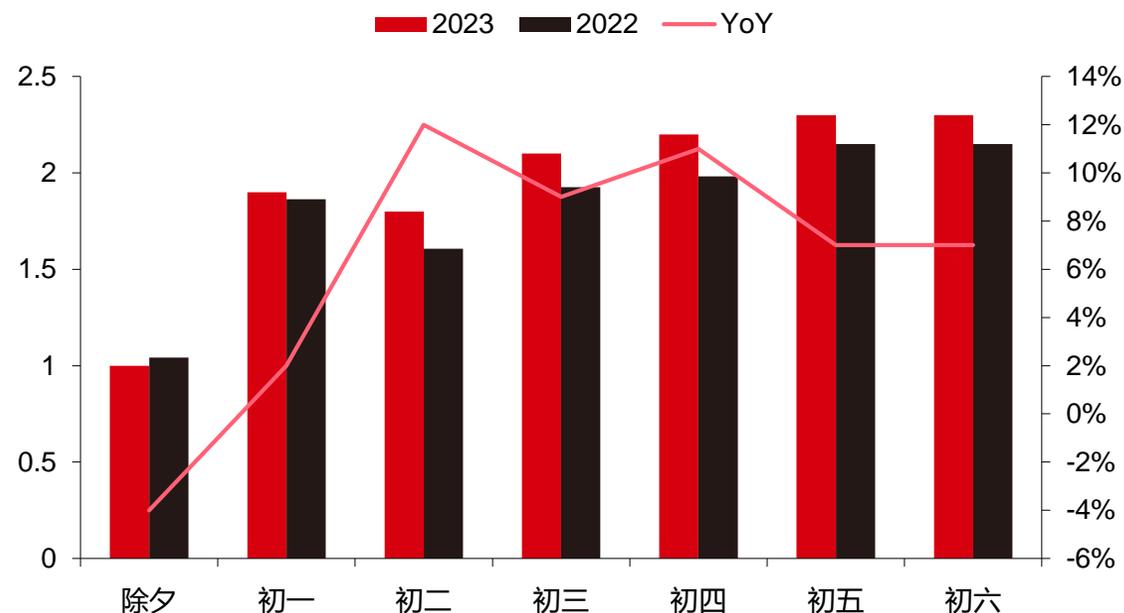
- 2023年伴随疫后复苏和消费恢复，商场的实际运营和商管集团的经营业绩都能够实现较好的表现，具备一定的弹性。
  - 2022年，众多国资背景商管企业均出台减免租政策。
  - 2023年春节，全国购物中心场均客流同比提升7%。

### 各企业公布的减免租情况

企业	公告时间	详情
大悦城	5月26日	根据疫情影响程度的不同，经初步测算，本次租金减免安排预计涉及公司营业收入9.66亿元-13.49亿元，以2021年经审计的营业收入计算比例为 2.27%-3.17%。以上预估数未经审计，仅作为投资者了解本次减免租金安排对公司经营业绩影响所用。
招商蛇口	8月29日	截至6月30日，公司经营管理的持有物业中已签约减免租金约为6亿元，其中报告期内实际减免金额3.7亿元，减免租政策惠及租户4000余家。
招商积余	8月26日	面对疫情多点散发的情况，公司积极承担社会责任，落实国家政策要求，助力租户纾困解难，上半年对受影响的服务业小微企业、个体工商户和社团组织减免房产租金4,530万元，影响归属于上市公司所有者净利润4,310万元。
华润置地	7月29日	根据初步估计（仅供说明用途），本集团提供的租金减免总额介乎约人民币22亿元至人民币25亿元（两者均含增值税），占本公司截至2021年12月31日止年度的收益（经营收入）约1%。截至9月末，投资物业累计确认租金减免金额约为人民币20.4亿元。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 2023年春节场均客流恢复情况（万人次）



资料来源：汇客云，中信证券研究部

# 商业管理：空间广阔，深构壁垒

## ■ 购物中心存量改造空间巨大。

- 目前全国规模以上存量购物中心超过5000座，在疫情封控影响之下不少购物中心陷入了经营困难。而商管人才又相对稀缺，且品牌资源在消费下行周期中更加集中在头部商管集团，这给商管集团第三方拓展打开了更大的空间。

### 2022年部分代表性存量改造项目

项目名称	商业建筑面积 (万方)	原项目名称
中山石岐万象汇	12	中山完美金鹰汇
北京姚家园万象汇	8.49	乐都汇广场
南宁中山路万象汇	4	南宁中山路香港街项目一期
常州溧阳苏宁广场	15	平陵广场
西安南门合生汇	10.4	南门世纪金花
嘉兴海宁西田城	5	原沃尔玛
苏州竹辉环宇荟	3.5	苏州竹辉饭店
宿迁沐阳吾悦广场	13.5	乐之地商业广场
枣庄双子星恒太城	13	枣庄双子星城市广场
乌兰察布吾悦广场	7	维多利摩尔城
北京六工汇	13.7	北京首钢园北区核心地块
天津金茂汇	4.6	天津第一热电厂
武汉潮流盒子x118	3.3	武汉新世界时尚广场

项目名称	商业建筑面积 (万方)	原项目名称
东莞莞香印巷	3	莞香名牌商业街区
无锡悦尚奥特莱斯	40	无锡明发商业广场
砂之船(福州)超级奥莱	23	福州天泽奥莱
金华万泰奥特莱斯购物公园	20	婺州城市广场
厦门万达鹭港	31	闽南古镇
哈尔滨哈东万达广场	21.12	哈尔滨永泰城
洛阳中州万达广场	14	洛阳建业凯旋广场
郑州东区万达坊	1.3	郑州建业凯旋汇
郑州花园路万达坊	5	郑州建业凯旋广场
南阳万达坊	6	南阳建业凯旋广场
长沙杜鹃万达广场	6.6	长沙奥克斯缤纷广场
长沙银盆里万达广场	12.5	长沙奥克斯广场
天津新开河万达广场	5	天津诺德广场

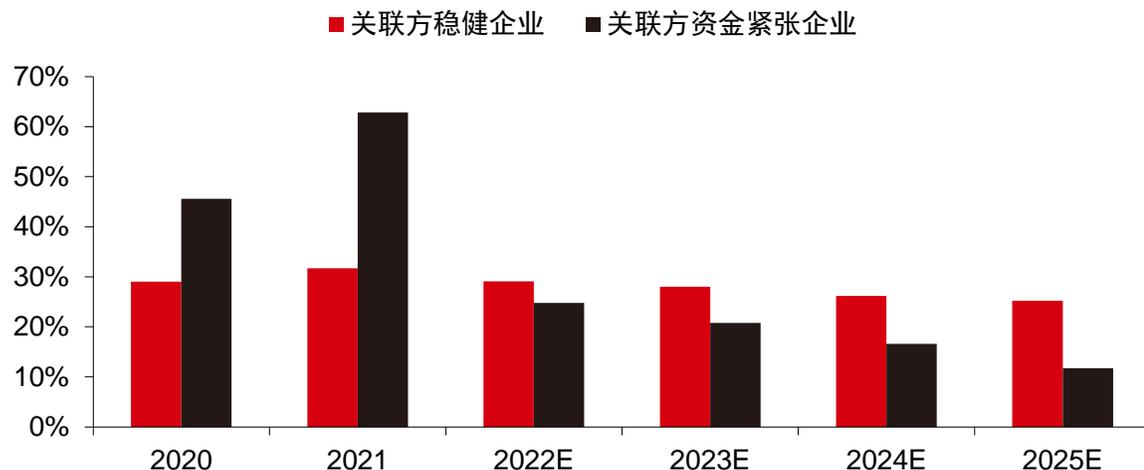
## 5. 2022年业绩承压，2023年结构性分化加速

---

# 2022年业绩承压，2023年结构性分化加速

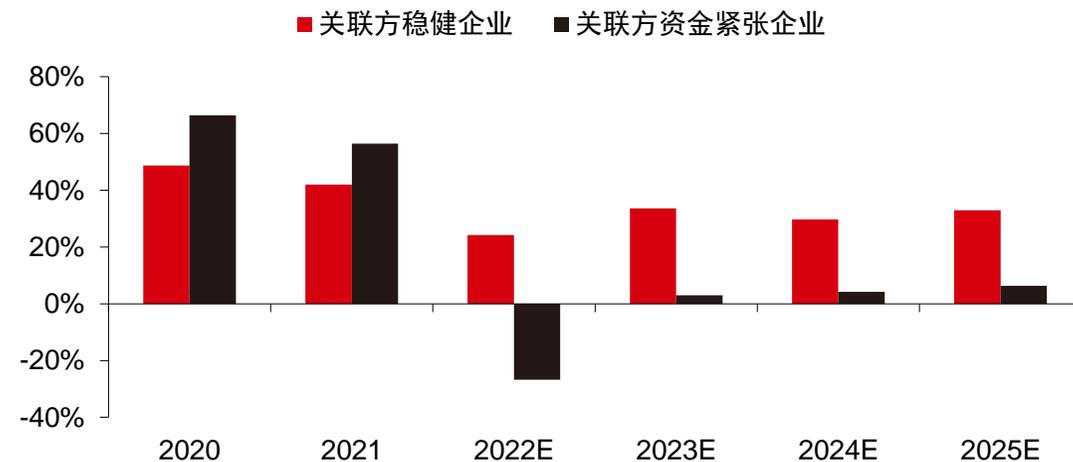
- 我们估计，大多数企业在2022年业绩承压，唯压力程度不同。
  - 对关联方相对稳健的企业来说，2022年的主要压力来自于非业主增值服务、租售服务、家装服务等受到房地产市场周期冲击或者同疫情影响较大的业务，但这些业务要么只是周期性波动，要么本身并非核心业务。
  - 对于另一些企业，2022年业绩下调压力可能更大，一方面，这些企业周期性业务受到冲击的程度更深、影响更远。一些关联方出险的企业也面临毛利率大幅下滑、关联方应收款大幅减值，致使企业亏损的可能。
- 长期而言，关联方稳健的物管企业规模市占和业绩市占都有望实现提升，我们继续看好这些物管公司发展前景。

### 头部物管企业营业收入增速预测



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

### 头部物管企业业绩增速预测



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

## 6. 风险提示

---

- I. 一些企业大幅计提应收款减值致使亏损的风险。
- II. 行业毛利率下行的风险。
- III. 2022年应收款和账期大幅提升的风险。



# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

陈聪（首席基础设施和现代服务产业分析师）

执业证书编号：S1010510120047

张全国（房地产和物业服务联席首席分析师）

执业证书编号：S1010517050001

# 免责声明

证券研究报告 2023年2月20日

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

# 免责声明

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2023版权所有。保留一切权利。