

证券研究报告

房地产



物管行业系列报告之四：从九千万户微观数据看住宅物管行业空间

推荐 (维持)

2020年06月16日

重点公司

重点公司	2020E	2021E	评级
招商积余	0.58	0.76	审慎推荐
南都物业	1.08	1.35	审慎推荐
新大正	1.84	2.39	审慎推荐

相关报告

《物管行业系列报告之三：规模效应下，科技赋能持续降低成本提升业主满意度》2020-05-14

《物管行业系列报告之二：轻资产模式强化资本回报》2020-04-05

《物管行业系列报告之一：机构物业成长空间广阔》2020-03-05

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

郭毅

guoyiyjs@xyzq.com.cn

S0190518010003

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn

S0190519080008

研究助理：

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

投资要点

- 以 86 城市 12 万个小区 9088 万户微观数据为基础，分析发现优质物管尤其是上市物管公司市占率较低，未来成长空间广阔。样本中，目前优质物管公司在管户数市占率为 22%，上市物管公司市占率仅 7%，全部户数中，2 元/平米月以上物管费占比仅 23%。
 - 样本数据分析，起始物管费加速上升，优质物管服务愈加得到市场认可。有别于市场普遍认为物管费较难提价的传统印象，越来越多的案例体现出通过更换优质物管公司的方式也能提价。在一部分低楼龄小区中，因为优质服务的提供，物管费较高，优质物管占比达 48%；但在另一部分低楼龄小区中，因为没有优质服务，所以物管费价格较低，优质物管占比仅 7%。在一部分高楼龄小区中，因为优质服务的提供，物管费较高，优质物管占比达 45%；但在另一部分低楼龄小区中，因为没有优质服务，所以物管费价格较低，优质物管占比仅 11%。近期通过的民法典有利于优质物管公司拓展存量项目。
 - 未来优质物管公司营业收入增长来自三方面：存量市场市占率持续提高，增量市场承接房企竣工，增值服务量价齐升。拆解分层市场，细化拓展策略，估算 2025 年优质物管公司营收规模：
 - ✓ 营收规模 1 存量市占率提升，优质物管存量住户的基础物管规模达 3400 亿元，市占率由 22% 提升至 52%。当前我国城镇住房存量为 3.43 亿套，估算是未来 5 年增量套数的近 6 倍，通过优质物管不断提升新房市占率和老旧小区改造政策得以实现。
 - ✓ 营收规模 2 增量承接竣工，优质物管新增住户的基础物管规模达 2400 亿元。预计百强房企销售面积稳定在 9 亿平方米，2025 年优质物管新增在管面积达到 48.6 亿平方米，一二三线城市物业费增速平均为 5%，优质物管营收将超过 2400 亿元。
 - ✓ 营收规模 3 增值服务量价齐升，优质物管增值服务规模达到 3400 亿元，量价齐升。目前上市物管户均增值服务消费额增速为 38%，估算 2025 年户均增值服务支出将突破 2000 元，在存量市场庞大基本盘的支持下，预计 2025 年增值服务收入累计达 3400 亿元。
 - 估算 2025 年国内优质物管市值规模将达 1.6 万亿，约为当前市值的 5 倍，未来五年 CAGR 约 30%。优质物管公司的服务户数达到 2.08 亿套，平均物管费 2.6 元/平米月，户均增值服务收入约 2300 元。
- 投资建议：**优质物管行业市场空间广阔，存量市场市占率持续提升，增量市场承接房企竣工，增值服务量价齐升。持续推荐物管行业龙头招商积余，深耕长三角综合布局的南都物业以及细分领域具有特色的新大正。

风险提示：存量市场拓展缓慢、增量市场竞争激烈，增值服务进展较慢

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目录

1、从 12 万小区和 9088 万户微观数据分析物管费的分布.....	5 -
2、样本数据中 2 元以上物管费户数占比 23%，优质物管户数占比仅 22%	7 -
2.1 86 城中 1 元以下物管费小区与建造年代久远小区具有较高重合度.....	7 -
2.2 优质物管公司存量市占率仅 22%，多集中于高物管费小区	9 -
3、物业费主要由建造年代决定，但服务水平也能影响定价.....	13 -
3.1 新建小区物业费较高，物业费存在非线性增长趋势.....	13 -
3.2 优质服务助推物管费上行，老旧及三四线小区住户也愿付费	17 -
3.3 高房价不等同高物业费，但存在孕育市场空间的潜力.....	18 -
4、营收规模 1：现有存量市场逐渐渗透，2000 年后建造小区户数的市占率将由 7% 提升至 21%，2000 年前建造小区户数的占比将由 15% 提升至 24%	19 -
4.1 高楼龄高物管费小区：引入优质物业成功实现物业费提价的“星星之火”.....	19 -
4.2 高楼龄低物业费小区：高房价小区有为优质服务买单的意愿.....	22 -
4.3 高楼龄低物业费小区：低房价小区借力旧改实现服务升级.....	27 -
4.4 低楼龄低物业费小区：新房优质物业渗透率低，住户付费意愿强.....	28 -
4.5 存量房空间测算：存量市场市场渗透率具备较大提升空间.....	30 -
5、营收规模 2：新增竣工关注度高，是拓展主战场.....	32 -
5.1 新房空间测算：未来优质物管增量面积 48.6 亿平米.....	32 -
5.2 基础物管市占率测算：全国优质物管市占率将从 22% 上升至 52% ...	34 -
6、营收规模 3：增值服务快速成长，量价齐升.....	35 -
7、预计 2025 年优质公司证券化后，行业市值约 1.6 万亿.....	36 -

图 1、上市公司住宅物业的高物管费普遍维持在 2 元/平米/月	7 -
图 2、86 城 2 元以上住宅物业费占比 23%	8 -
图 3、86 城 2000 年前后物业费分布情况	8 -
图 4、一线城市 2000 年前后物业费分布情况	8 -
图 5、二线城市 2000 年前后物业费分布情况	9 -
图 6、三四线城市 2000 年前后物业费分布情况	9 -
图 7、优质物业的万户服务人数要优于普通企业	10 -
图 8、优质物业人均薪酬远超普通居民服务人员薪酬	10 -
图 9、样本数据中上市公司全国布局情况	12 -
图 10、中指数据，全国百强物业管理企业市场集中度较低	12 -
图 11、北京住宅物业费与建筑年代	13 -
图 12、上海住宅物业费与建筑年代	13 -
图 13、广州住宅物业费与建筑年代	13 -
图 14、深圳住宅物业费与建筑年代	13 -
图 15、二线城市住宅物业费与建筑年代	14 -
图 16、三四线城市住宅物业费与建筑年代	14 -
图 17、历年房源在当前时点上的物管费随建筑年代的变化趋势	15 -
图 18、86 城物业费、楼龄象限图	17 -
图 19、一线城市物业费、楼龄象限图	17 -
图 20、二线城市物业费、楼龄象限图	18 -
图 21、三四线城市物业费、楼龄象限图	18 -
图 22、广州住宅物业费与挂牌价	19 -
图 23、深圳住宅物业费与挂牌价关系	19 -
图 24、房价与物管费的正反馈机制	23 -
图 25、上海新华路 699 弄小区房价走势图	25 -
图 26、上海新华路 699 弄小区概况	26 -
图 27、上海新华路 699 弄小区地理位置图	26 -
图 28、碧桂园在三四线城市的物业费高于平均	30 -
图 29、碧桂园物业用户大多分布于三四线城市	30 -
图 30、预计 2025 年四大象限中优质物业存量市场市占率均有所提升	32 -
图 31、估计未来百强房地产企业每年新增销售面积稳定为 9 亿平方米	33 -
图 32、估算 2025 年全国优质物管的市占率将达到 52%	35 -
图 33、预计 2025 年优质物管增值服务市值贡献约占 46.4%	37 -
图 34、预计 2020-2025 年优质物管市值规模 CAGR 为 29.5%	37 -
表 1、2019 年 86 城样本覆盖率测算	6 -
表 2、2019 年 86 城住宅小区与商住小区占比情况	6 -
表 3、2000 年前建造的小区与 0-1 元物业费区间小区的重合	9 -
表 4、优质物管在一、二、三四线城市的分布	11 -
表 5、上市公司在管户数及市占率	11 -
表 6、一线城市住宅物业费与楼龄相关系数	14 -
表 7、建筑年代越近，物业费的 CAGR 越高	15 -
表 8、各等级城市住宅物业费与房价相关系数	18 -
表 9、深圳金海燕花园小区基本信息	20 -
表 10、京光海景花园小区基本信息	21 -
表 11、第三象限中高房价户数占比	22 -
表 12、《民法典》的颁布降低了小区物业费提价等事项的最低通过门槛	24 -
表 13、上海新华路 699 弄小区基本信息	26 -

表 14、全国多地 2020 年政府工作报告强调城镇旧改工作.....	- 28 -
表 15、各象限市占率提升空间的分析与假设.....	- 30 -
表 16、估算 2025 年优质物管存量住宅基础物业收入预测.....	- 31 -
表 17、估算 2025 年优质物管累计新增基础物管收入.....	- 33 -
表 18、估算 2025 年全国城镇住宅总套数	- 34 -
表 19、估算 2025 年全国优质物管市占率	- 34 -
表 20、2018 年与 2019 年物管公司户均收入及增速.....	- 35 -
表 21、2019 年物管公司户均增值服务收入明细.....	- 36 -
表 22、估算 2025 年优质物管增值服务户均收入.....	- 36 -
表 23、估算 2025 年优质物管增值服务收入	- 36 -
表 24、估算 2025 年优质物管市值规模	- 37 -

报告正文

2020 年初以来，A 股物管公司整体涨幅约 40%，港股物管公司整体涨幅约 54%，当前龙头估值水平约 42 倍。现阶段较高的估值，是否仍未反映行业广阔的空间和龙头公司较高的增速？本文尝试回答以下问题：

- 1) 现阶段物管公司的项目拓展主要来自增量的新竣工小区，存量的小区是否也能成为未来物管公司项目拓展的方向？存量小区规模如何？
- 2) 存量小区中，哪些类型的小区是潜在的拓展方向？物管费标准在 2 元/平米月以上的优质小区占比如何？
- 3) 哪些因素决定了物管费的水平？是小区自身条件，例如建造年代、房价等等？是否能够通过提供优质服务进而提升物管费？
 - 高房价背景下，购房者对于初始物管费的定价是否不再敏感？
 - 政府工作报告中多次提到的“旧改”政策，对物管行业的影响？
- 4) 在分层的存量小区和增量小区中，估算物管公司真正的潜在拓展空间以及增值服务的增长情况，如何看待未来物管公司潜在的市值空间？

1、从 12 万小区和 9088 万户微观数据分析物管费的分布

本篇报告使用贝壳网的草根调研数据，统计的小区数据涵盖全国 86 个城市，包括北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市，成都、杭州、南京等 29 个二线城市以及 53 个三四线城市，共统计了 11.8 万个小区项目和 9088 万户小区物管费情况。

86 城样本数据整体代表性较高。为计算覆盖率，我们首先需要估算各线城市的总套数。一线城市根据现存城镇住房面积除以套均面积进行估算；二线和三四线城市由于城镇住房面积数据缺失，所以采用套户比乘以城镇户籍人口户数进行推算。最后利用样本套数除以推算各城市城镇住宅总套数，得到样本覆盖率。其中一线、二线、三四线样本覆盖率分别为 77%、64%、21%，一二线城市的样本覆盖率较高。

表 1、2019 年 86 城样本覆盖率测算

城市	样本总套数(万套)	人均居住面积(平方米/人)(A)	户均人口(人/户)(B)	套均面积(平方米)(C=A*B)	城镇住房面积(万平方米)(D)	总套数(万套)(=D/C)	样本/估算存量套数
北京	463	33.1	2.8	93	58,789	635	73%
上海	587	37.2	2.7	99	69,968	707	83%
广州	257	34.2	3.0	104	37,206	359	72%
深圳	208	21.8	2.5	54	16,818	251	83%
一线 4 城	1,515	33.9	2.7	93	182,781	1,974	77%
城市	样本总套数(万套)	城镇户籍人口户数(万户)(A)		城镇套户比(套/户)(B)		总套数(万套)(=A*B)	样本/估算存量套数
二线 29 城	5,247	7,768		1.06		8,234	64%
三四线 53 城	2,326	9,668		1.12		10,828	21%
86 城总计	9,088					21,036	43%

数据来源：各市统计局，贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

样本住宅小区占比为 93%，住宅比例较高。在统计数据中，我们将小区分为住宅小区与商住小区两大类型。住宅小区即通常意义上的小区，具有封闭的小区边界，为封闭型小区；而商住小区一般没有封闭的小区边界，通常建造在商场或写字楼之上，为开放型小区。样本小区按户数统计 9088 万户，其中住宅共有 8488 万户，占比为 93%，商住小区的总体占比较低。因此通过剔除商住小区和住宅小区中无物业小区的相关数据，最终得到的有效样本户数总数为 8176.46 万户，下文将以此作为样本数据进一步分析。

表 2、2019 年 86 城住宅小区与商住小区占比情况

城市	商住小区总户数(万户)	住宅小区总户数(万户)	小区总户数合计(万户)	商住比例	住宅比例
北京	16	447	463	4%	96%
上海	21	566	587	4%	96%
广州	30	227	257	12%	88%
深圳	28	180	208	14%	86%
一线	96	1,419	1,515	6%	94%
二线	375	4,871	5,247	7%	93%
三四线	129	2,197	2,326	6%	94%
总计	600	8,488	9,088	7%	93%

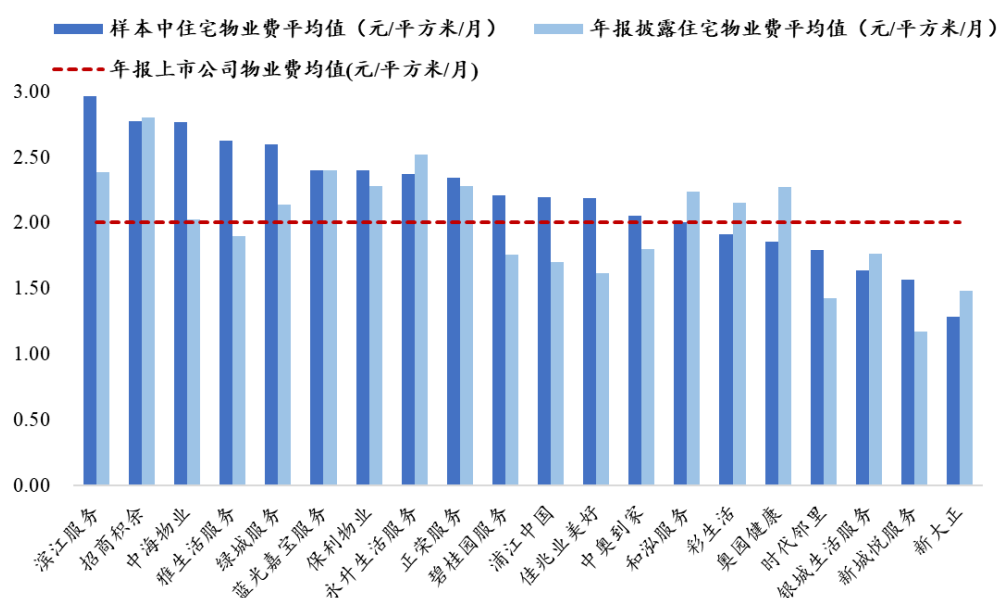
数据来源：各市统计局，贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

2、样本数据中 2 元以上物管费户数占比 23%，优质物管户数占比仅 22%

2.1 86 城中 1 元以下物管费小区与建造年代久远小区具有较高重合度

2 元/平米月以上的物业费属于行业内较高的物业费水平。目前物业管理行业集中度较低，但上市公司普遍收费较高，表现为统计样本中 20 家上市公司在 86 城市占率合计为 4.9%，但是上市公司的物业费普遍高于 2 元/平米/月。另外，2019 年上市公司披露的年报数据中住宅领域物业费均值约为 2.01 元/平米/月，同样样本中上市公司物业费均值也为 2.20 元/平米/月左右。

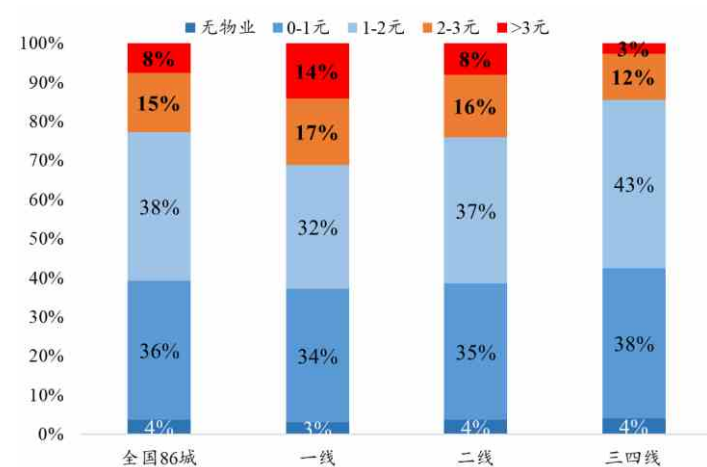
图 1、上市公司住宅物业的高物管费普遍维持在 2 元/平米/月



数据来源：公司公告，贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

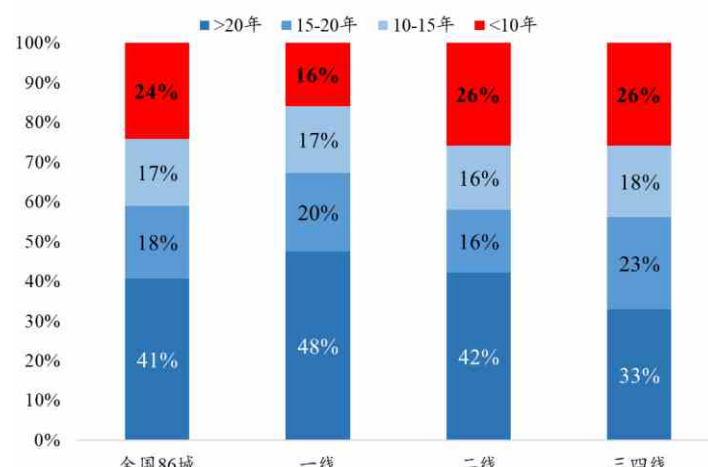
86 城中 2 元以上物业费户数占比约为 23%，2000 年前建造小区占比 41%。具体分城市等级来看，物业费单价大于 2 元/平米月的户数在一线城市总户数中占比最高达到 31%，高于二线城市的 24%和三四线城市的 15%。物业费在 1-2 元/平米/月之间的在一线、二线、三四线城市的户数占比分别为 32%、37%和 43%；物业费在 0-1 元/平米月的户数占比在各等级城市内约为 35%；无物业费的占比在 4%左右，可能是没有物业管理或者数据缺失；从建造年代来看，86 城中 2000 年前建造小区占比 41%，2000 年后建造小区占比 59%。一线城市中近 10 年建造小区占比最低为 16%，二线和三四线城市中近 10 年建造小区占比稍高为 26%。

图 2、86 城 2 元以上住宅物业费占比 23%



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

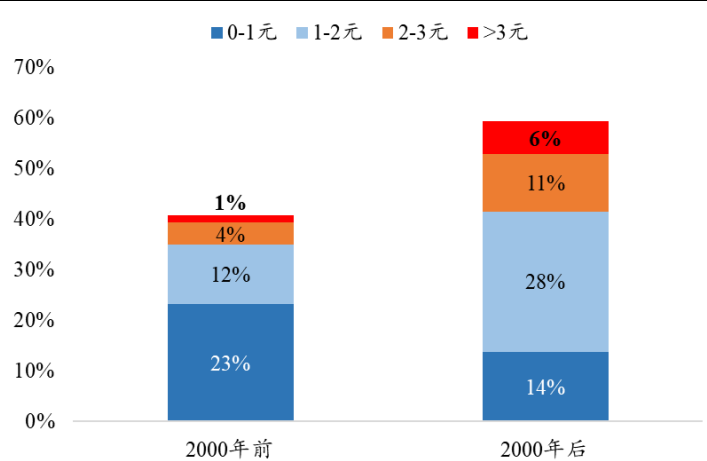
图 2、86 城 2000 年前建造小区占比 41%



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

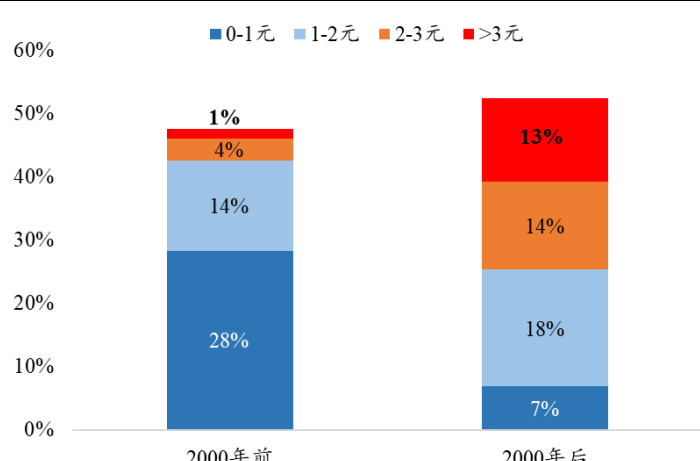
2000 年前建造的小区 and 物业费较低的小区具有较高的重合度。从样本中 86 城的住户数据来看，在楼龄超过 20 年的小区里，有 57% 住户数量的物业费水平在 1 元/平米月以下，一线、二线及三四线城市分别为 60%、56%、57%，占比均接近 60%，这也印证了前文所述，即高楼龄小区往往都是物业费较低的小区。

图 3、86 城 2000 年前后物业费分布情况



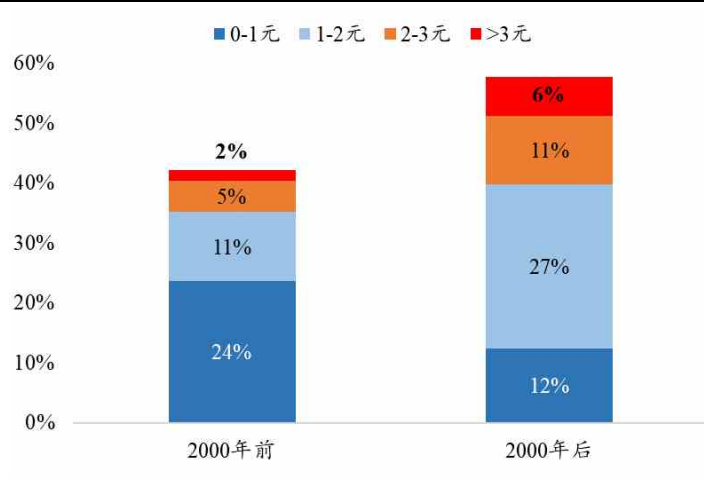
数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、一线城市 2000 年前后物业费分布情况



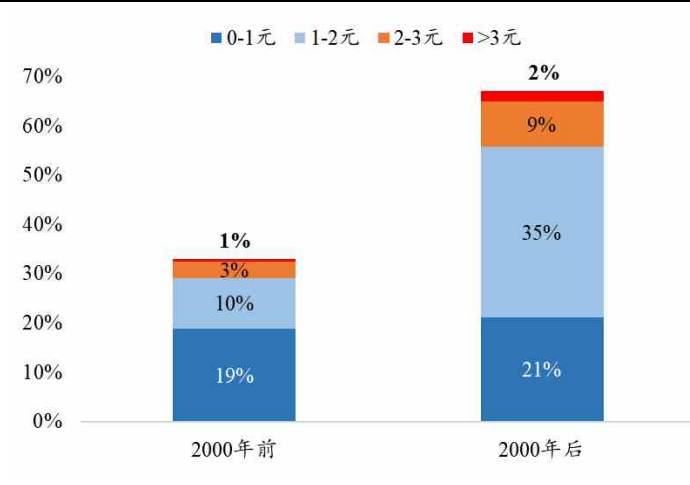
数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、二线城市 2000 年前后物业费分布情况



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、三四线城市 2000 年前后物业费分布情况



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

从样本小区数量的角度来看，物业费单价在 1 元/平米月以下的小区中楼龄超过 20 年的占比为 54%，而在楼龄超过 20 年的小区中单价在 1 元/平米月以下的占比达到 65%，由此可看出单价小于 1 元/平米月的小区与楼龄超过 20 年的小区具有很高的重合度。分等级城市来看，一线城市、二线城市二者重合率达到 60% 以上，而三四线城市比例偏低，在 50% 左右。

表 3、2000 年前建造的小区与 0-1 元物业费区间小区的重合

小区数量	小于 1 元(个数)(A)	楼龄超 20 年(个数)(B)	单价小于 1 元且楼龄超 20 年 (C=A ∩ B)	单价小于 1 元的小区中楼龄超过 20 年的占比(=C/A)	楼龄超 20 年的小区中单价小于 1 元的占比(=C/B)
一线整体	6919	9697	5600	81%	58%
二线整体	33815	28607	22114	65%	77%
三四线整体	18965	14711	7872	42%	54%
86 城市	60406	49938	32328	54%	65%

数据来源：各市统计局，贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 优质物管公司存量市占率仅 22%，多集中于高物管费小区

定义优质物业管理企业的范围。本篇报告中，我们对优质物业管理公司界定的范围包括中国指数研究院 2019 年中国物业服务百强企业榜单上共计 220 家物管公司，加上样本数据中 34 家优质物管公司（筛选标准为单个物管公司管理总户数排名前 50，再除去前 50 名中与中指院百强榜单重复的 16 家公司），以及剩余未被包含进去的 A 股或港股上市的共计 4 家物管公司，总计 258 家物管公司。优质物管公司将来可能都会自己上市或被并购，所以后文测算市值空间的时候指的是优质物管公司未来的潜在市场空间，建造久远且改造困难的不在其考虑之列。

与普通物管相比，优质物管的优势在于服务人员更多、人均薪酬更高。根据中国物业管理协会发布的《普通住宅小区物业管理服务等级标准》（详见附表一），物管服务的等级可以按服务的优质程度由高到低分为一到三级，这三个等级又有一些可量化的指标。依据这些指标，我们拟定了具体的服务人员人数测算标准。

- 1) 优质物管企业万户服务人数更多，服务水平更优。测算结果表明，优质物业管理企业的万户人员数整体高于普通物管，优质物管万户服务人数超过 330 人，而普通物管万户服务人数为 293 人。
- 2) 优质物管人均薪酬远高于物管行业人均薪酬。我们用 2018 年优质物管企业减去高管薪酬后的基层员工薪酬（含外包），与同年物管行业中普通居民服务人员的平均薪酬水平相比较，可以发现优质物业提供的薪酬水平更高。高薪酬除了能激励员工提供更好的服务以外，还能吸引优质的服务供给者加入优质物管，形成服务上的竞争优势。

图 7、优质物业的万户服务人数要优于普通企业



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、优质物业人均薪酬远超普通居民服务人员薪酬



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

优质物管公司市占率为 22%，在 2 元以上物业费中占比为 47%。根据上文优质物管的标准，86 城样本中优质物管的在管户数为 1783.6 万户，占全部样本户数（除去无物业费的户数）的 22%，表明物管行业中优质物管比例较低，依靠专业、出众的服务质量可以拥有较为广阔的市场成长空间，存量市场仍然较大。其中，一二线城市的占比较为 23%，高于三四线城市的 18%，可见优质物管仍集中于大城市，而对小城市优质化物业项目的关注度相对较低。从物业费在 2 元/平米月以上户数的角度来看，86 城优质物管中物业费在 2 元/平米月以上的在管用户为 912.3 万户，占整个样本中 2 元/平米月以上物业费户数的 47.15%，说明大多数的优质物管仍集中于头部市场，目前还没有下沉至低物业费市场，可拓展的市场空间较

大。

表 4、优质物管在一、二、三四线城市的分布

小区数量	优质物管户数(万户)(A)	全部物管户数(万户)(B)	优质物管占比(=A/B)
一线整体	319.51	1376.70	23%
二线整体	1095.43	4693.27	23%
三四线整体	368.64	2106.49	18%
86 城市	1783.59	8176.46	22%

数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

样本中上市公司市场占有率仅为 6.79%，年报披露的市场占有率也仅为 8.25%，仍有海量存量住宅有待其拓展整合。从上市公司的角度看，整体在管户数占 86 城在管户数的比例为 6.79%，显示出集中度较低的特性。对比公司 2019 年年报披露的在管面积折算为在管户数，上市公司在全国在管户数中的占比也仅为 8.25%。这是由于物业管理地域性较强，较多的中小企业存在地域竞争优势，面对大型企业的市场竞争时生存能力较强。但随着市场规模化趋势愈发明显，中小物管企业经营压力不断加大，这使得上市公司有海量的存量项目资源有待整合，可以通过采取收并购或与中小企业合作的方式整合优质物管资源，提升自身的市场占有率水平。

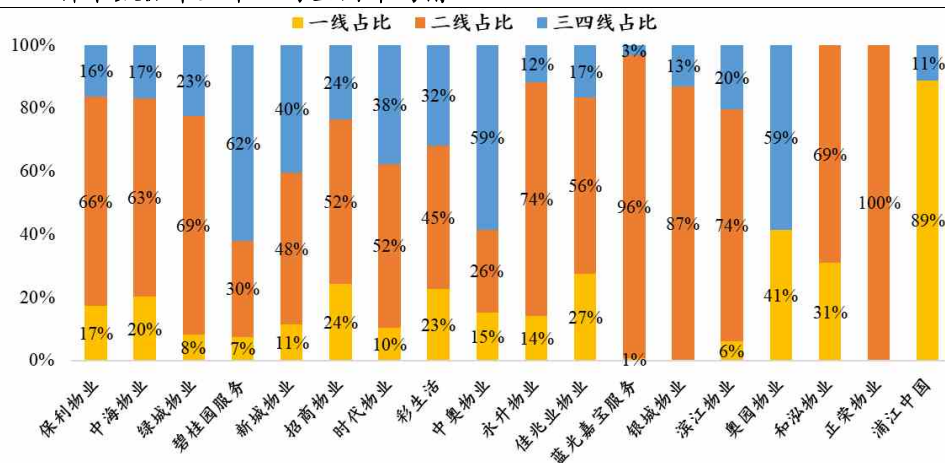
表 5、上市公司在管户数及市占率

上市公司	86 城样本数据		公司年报披露	
	在管户数（万户）	在管户数占 86 城样本总户数比例	在管户数（万户）	在管户数占全国总体比例
万科物业	155.7	1.90%	500.0	1.46%
保利物业	87.8	1.07%	318.8	0.93%
中海物业	68.6	0.84%	168.2	0.49%
绿城服务	51.1	0.63%	236.0	0.69%
碧桂园服务	38.5	0.47%	306.8	0.89%
新城悦服务	26.3	0.32%	66.9	0.20%
招商物业	23.5	0.29%	94.9	0.28%
时代邻里	21.9	0.27%	42.7	0.12%
彩生活	16.4	0.20%	399.7	1.17%
中奥到家	11.4	0.14%	72.7	0.21%
永升生活服务	10.7	0.13%	72.4	0.21%
佳兆业美好	10.3	0.13%	51.3	0.15%
蓝光嘉宝服务	9.1	0.11%	79.7	0.23%
银城生活服务	7.8	0.10%	29.0	0.08%
滨江服务	4.5	0.06%	16.0	0.05%
奥园健康	3.9	0.05%	16.8	0.05%
和泓服务	3.8	0.05%	7.3	0.02%
正荣服务	3.1	0.04%	23.3	0.07%
浦江中国	0.6	0.01%	7.3	0.02%
新大正	0.3	0.00%	59.6	0.17%
雅生活服务	0.3	0.00%	260.0	0.76%
合计	555.4	6.79%	2829.4	8.25%

数据来源：公司公告，贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

样本中 80% 上市公司选择重点布局二线城市，平均二线布局比例约为 55%。二线城市存量市场广阔，物业费水平与一线相差较小，未来存在广泛上升空间。少部分上市公司深耕三四线城市，未来三四线物业费也会有一定上涨幅度。

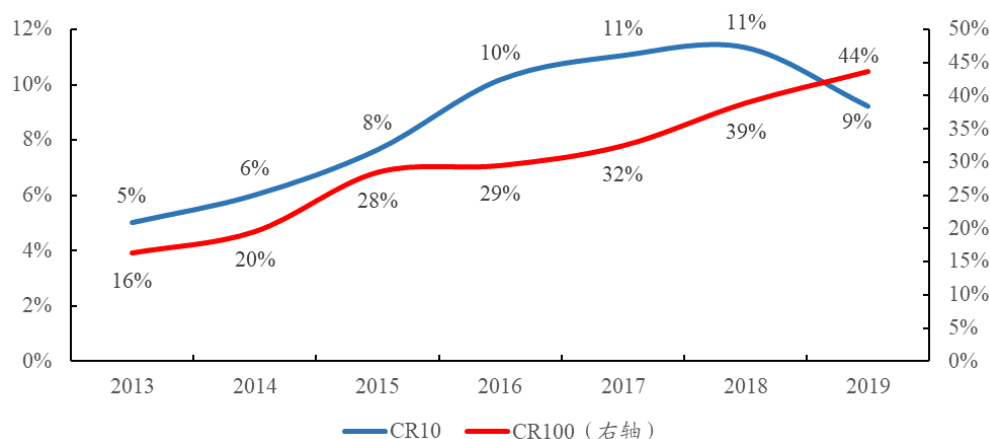
图 9、样本数据中上市公司全国布局情况



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

根据中指数据，全国 Top10 物管企业市场占有率为 9%，存量集中度水平极低。从中指院披露的数据来看，2019 年 Top10 和 Top100 企业在管面积的市场占有率分别为 9% 和 44%，比例稍高于上市公司在管户数的占有率水平，主要由于在管面积包括了非住宅业态的管理面积，并且头部企业的非住宅业态在管面积集中度水平较高。综合样本优质物管、上市公司和百强物管企业的市占率水平，可以发现目前住宅物管行业优质物管的市占率水平极低，拥有极为广阔的拓展空间，通过优质资源整合和外部拓展能够维持稳定的成长性，未来行业的“天花板”还很高。

图 10、中指数据，全国百强物业管理企业市场集中度较低



数据来源：中指院，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

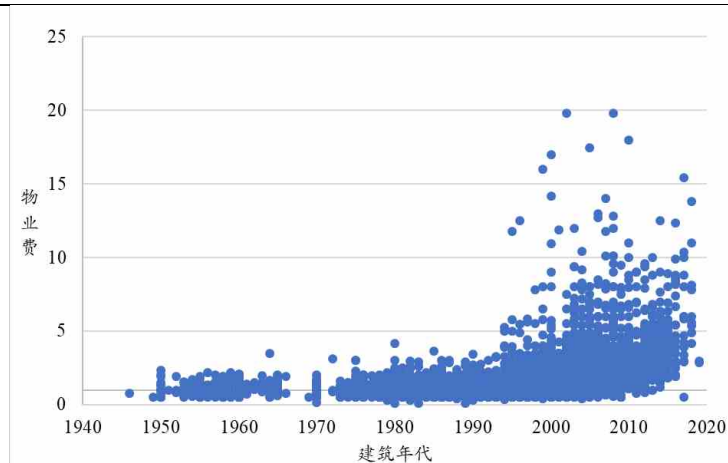
3、物业费主要由建造年代决定，但服务水平也能影响定价

前文主要描述了当前物管行业的特征，可以发现小区的楼龄在很大程度上能够影响物管费的高低，还有哪些待考虑的重要因素？如房价以及优质服务在内的其他因素是否也能够影响物管费？对于高楼龄的小区物管费较低的情况，是否有“破局”的机会？下文将详尽地回答上述问题。

3.1 新建小区物业费较高，物业费存在非线性增长趋势

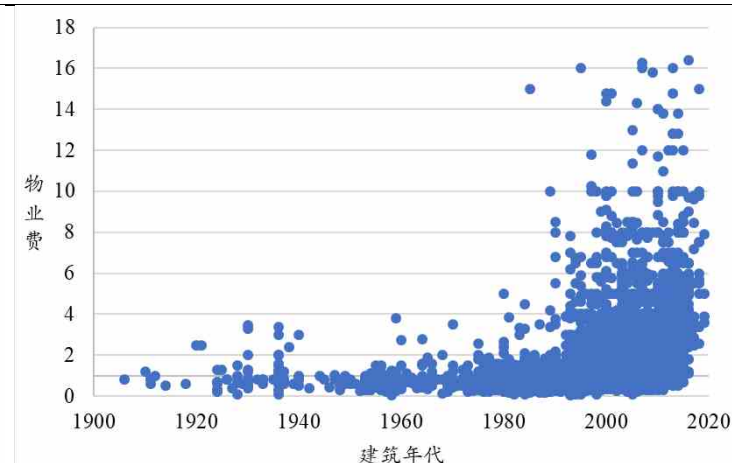
物管费和小区建筑年代的相关性较高，并且住宅物业费随着小区建筑年代的推移呈现出指数上升的趋势。将一线城市的物业费 and 建筑年代绘制成散点图，可以看出建筑年代和物管费的相关性较高，房屋建筑年代越近，相应的服务费水平也越高，且近 10 年物业费对年代变化也更加敏感，两者整体上呈现出指数变化关系。

图 11、北京住宅物业费与建筑年代



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

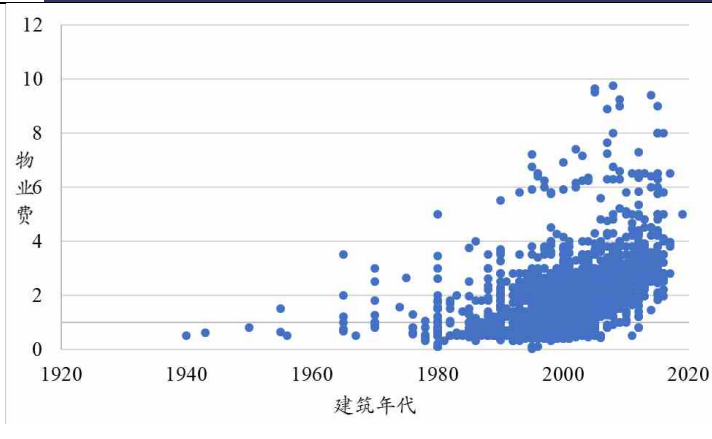
图 12、上海住宅物业费与建筑年代



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

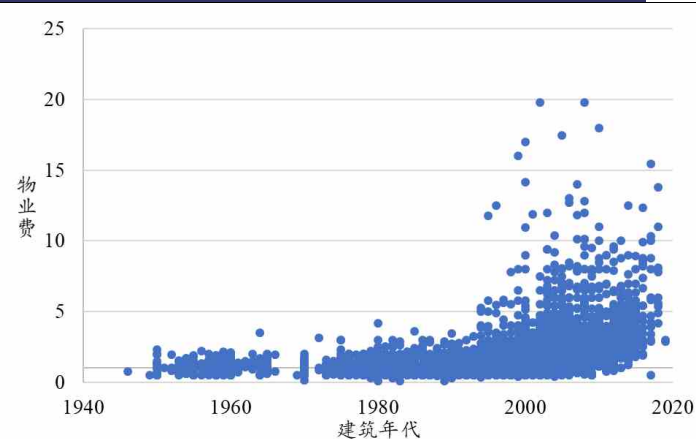
图 13、广州住宅物业费与建筑年代

图 14、深圳住宅物业费与建筑年代



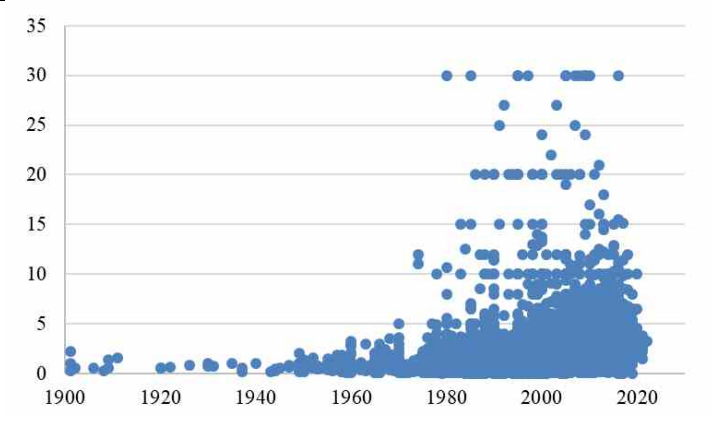
数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、二线城市住宅物业费与建筑年代

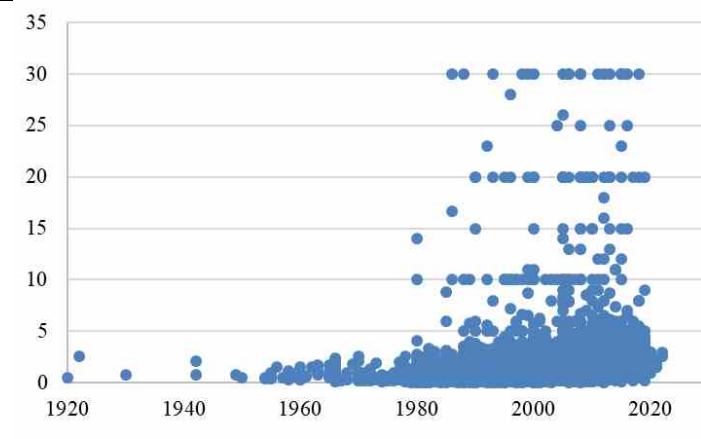


数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、三四线城市住宅物业费与建筑年代



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

为了验证上述假想，我们进一步计算了各等级城市住宅物管费和楼龄的相关系数。以一线四个城市为例，北京、上海、广州、深圳的住宅物业费与楼龄相关系数绝对值分别为 0.42、0.35、0.52、0.52。将北京、上海、广州、深圳的住宅物业费取对数后，相关系数绝对值分别提升至 0.50、0.45、0.90、0.58，有效地证明了住宅物业费的确与小区建筑年代呈现出指数级变化关系。

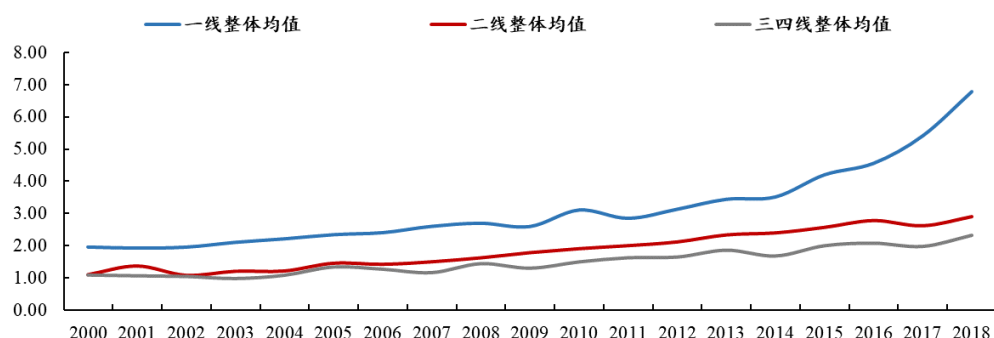
表 6、一线城市住宅物业费与楼龄相关系数

楼龄	物业费（线性）	物业费（对数）
一线城市：		
北京	0.42	0.50
上海	0.35	0.45
广州	0.52	0.90
深圳	0.52	0.58
二线城市	0.35	0.52
三四线城市	0.22	0.41

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

物业费随着建筑年代的变化呈现加速上升趋势的可能原因是开发商对于新小区定价较高的倾向和业主对于高物业费的低敏感度。首先，近几年改善型住房需求的增加、人力成本的持续提升和物业服务的不断升级，为优质新楼盘初始物业费定较高的价格提供了氛围背景；其次，新业主对于物业费的定价并不敏感，所以建筑年代较新的小区物业费波动空间更大；最后，开发商倾向于收取较高的物业管理费来提升楼盘的定价空间，所以最终造成了物业费与建筑年代的指数变化关系。我们通过不同建筑年代小区在目前时点上物管费的变化趋势，测算出不同时间跨度下新入市物管费的增速，其中一线、二线和三四线城市近 18 年的物管费 CAGR 分别为 5.6%、5.4% 和 4.2%，直到近 5 年的物管费 CAGR 分别为 9.4%、4.4% 和 7.3%，二线城市由于物业服务质量和业主涨价意愿都远不及一线城市，而且物业费相对于三四线城市要高，提价空间更小，所以近期增幅有所趋缓，但并不影响整体的指数增长趋势。

图 17、历年房源在当前时点上的物管费随建筑年代的变化趋势



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年物业费数据由于新入市的房源数量较少，故省略

表 7、建筑年代越近，物业费的 CAGR 越高

建造年代	一线整体均值	二线整体均值	三四线整体均值
2000	1.97	1.10	1.09
2001	1.94	1.37	1.06
2002	1.97	1.08	1.04
2003	2.11	1.20	0.98
2004	2.22	1.21	1.08
2005	2.35	1.45	1.34
2006	2.41	1.42	1.27
2007	2.61	1.50	1.16
2008	2.71	1.62	1.44
2009	2.61	1.78	1.30
2010	3.12	1.91	1.50
2011	2.86	2.00	1.63
2012	3.14	2.12	1.65
2013	3.45	2.34	1.86
2014	3.52	2.40	1.68
2015	4.21	2.57	2.00
2016	4.57	2.78	2.08
2017	5.42	2.62	1.98

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2018	6.79	2.91	2.33
2019	5.59	2.98	2.39
近 5 年 CAGR	9.7%	4.4%	7.3%
近 10 年 CAGR	7.9%	5.3%	6.3%
近 18 年 CAGR	5.6%	5.4%	4.2%

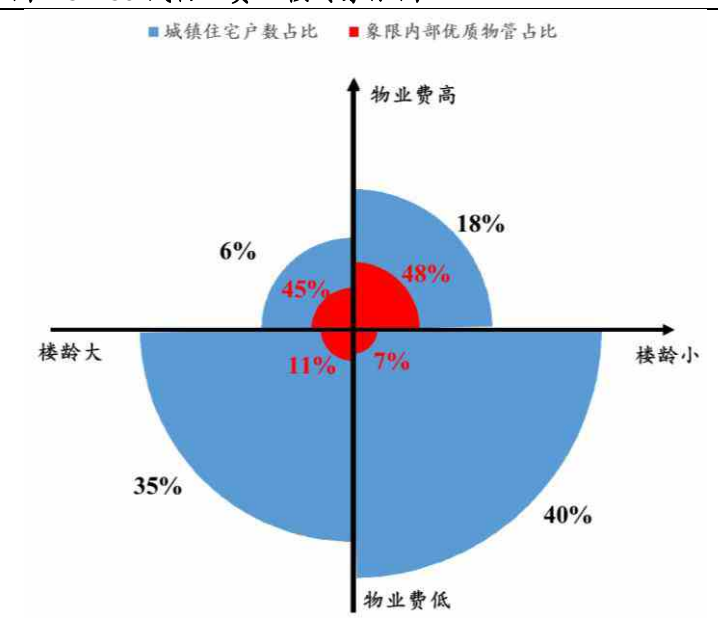
数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 优质服务助推物管费上行，老旧及三四线小区住户也愿付费

正如前文所述，楼龄越小，居民往往愿意支付更高的物业服务费用。那么，针对存量住房来说，小区建筑年代已经无法改变，物业费用也就无法提升了吗？结果必然是否定的，服务品质同样是影响物管费价格的重要因素。事实上，高品质服务能够克服高楼龄、低当地居民消费水平等限制，收取更高的物管费用。

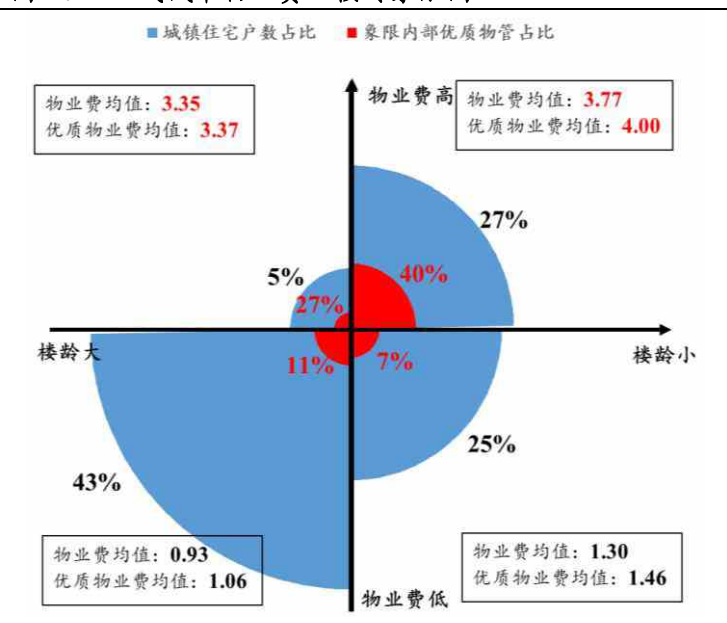
高楼龄小区同样可以收取高物业费，优质物管贡献突出。我们以物业费 2 元/平米月和楼龄 20 年为原点（2 元/平米月，20 年），将 86 城住宅户数分割成四个象限（如下图所示）。从各等级城市看，优质物业公司在物管费大于 2 元/平米月的第一和第二象限中占比最高。从象限内部看，优质物业公司在第二象限（大楼龄、高物业费）占比高于第四象限（小楼龄、低物业费）占比。这表明楼龄并不是唯一核心因素，优质物管公司可以通过高质量服务克服楼龄缺陷，凭借高品质服务收取较高物业费。

图 18、86 城物业费、楼龄象限图



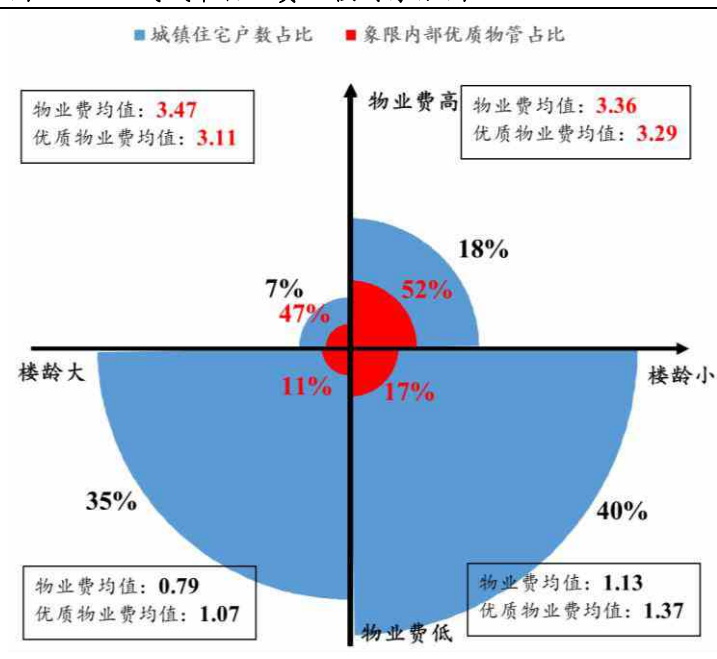
数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理
注：坐标轴原点为(20 年楼龄，2 元/平米/月物业费)，下同

图 19、一线城市物业费、楼龄象限图



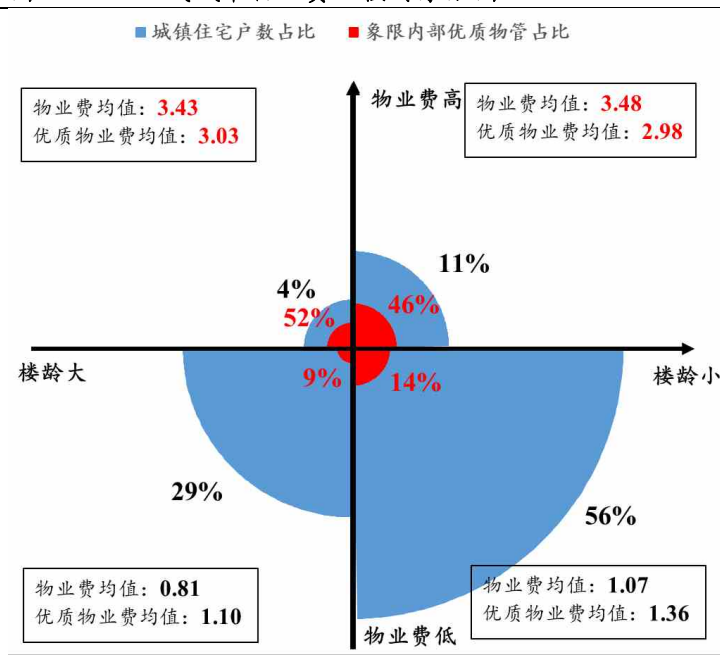
数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、二线城市物业费、楼龄象限图



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、三四线城市物业费、楼龄象限图



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 高房价不等同高物业费，但存在孕育市场空间的潜力

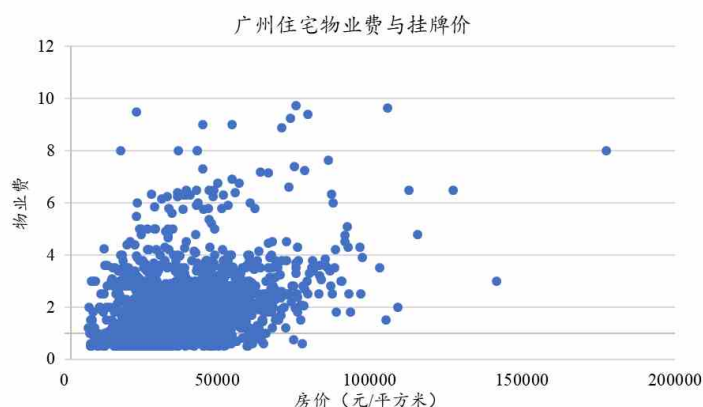
从房价来看，房价高不代表物业费高，物业费和房价的相关性较低。北京、上海、广州、深圳的住宅物业费与挂牌价的相关系数分别为 0.10、0.28、0.37、0.38。另外，从散点图中可以看出广州、深圳物业费并没有呈现出某种相关性。我们猜测，其中一方面是由于小区高房价可能因为核心地段或者学区房等不确定性因素的影响而出现无规律的波动，另一方面则是社会目前对于优质物业的认同度尽管不断提升，但整体来看仍然处于较低水平，所以高房价并不意味着高物业费，市场中也大量存在高房价但物业费较低的小区。

表 8、各等级城市住宅物业费与房价相关系数

楼龄	相关系数（绝对值）
一线城市：	
北京	0.10
上海	0.28
广州	0.37
深圳	0.38
二线城市	0.11
三四线城市	0.23

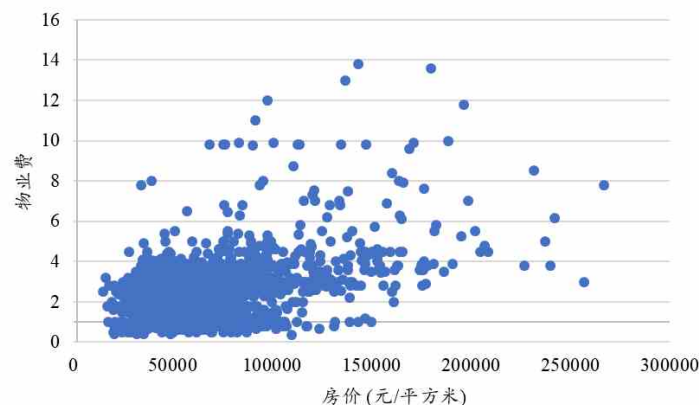
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、广州住宅物业费与挂牌价



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、深圳住宅物业费与挂牌价关系



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

4、营收规模 1：现有存量市场逐渐渗透，2000 年后建造小区户数的市占率将由 7%提升至 21%，2000 年前建造小区户数的占比将由 15%提升至 24%

根据样本数据的分布趋势，我们论证了各种因素对于小区物业费的具体影响，其中着重探讨了以下三点因素：

- 1) 建筑年代与目前时点上的物业费呈现出指数变化的关系；
- 2) 高房价与高物业费没有必然的联系，所以侧面论证了高房价低物业费小区的存在，进一步证明高房价可以促进物业费的提升，市场空间巨大；
- 3) 聚焦高楼龄低物业费小区，我们发现优质物业服务可以有效提升物业费水平，为该类小区未来通过更新优质服务收取更高的物业费提供了可行性条件；

在以上三条结论的基础上，可以推测：目前，市场中大量存在位于优势地段，房价较高的老旧小区，其整体物业服务水平落后且性价比较低，同时优质物业服务水平对房价的刺激拉升了业主对优质物业服务的需求。虽然目前只有少量优质物业服务企业进入该市场空间，但是这些“星星之火”面临着庞大的市场需求和成长空间，在国家倡导“老旧小区改造”的政策背景下，老旧小区通过引入优质物业管理公司提升物业管理费已成大趋势，旧改的“政策东风”势必推动国内优质物管企业以“烈火燎原之势”席卷核心老旧小区中庞大的市场空间，助力物业管理行业迎来千载难逢的黄金发展期！

4.1 高楼龄高物管费小区：引入优质物业成功实现物业费提价的“星星之火”

86 城第二象限中提价成功的“星星之火”，论证了老旧小区物业服务升级的可行

性。86城中物业费较高的老旧小区占比普遍较低,其住户仅占城镇住宅用户的6%,而其中的优质物业占比却接近一半,与城市中大部分新房的占比相同,这实际上代表了那些通过更换物业公司成功实现物业费提升的老旧小区。引入优质物业的小区规模虽小,却能在全国起到示范作用,这些“星星之火”向全社会论证了通过更换优质物业提升社区服务品质的可行性,随着如今人们对于城市空间服务需求的日益增强,劣质物业服务的第三象限老旧小区将会加速向第二象限转移,尤其会在一二线城市产生较大规模的社区服务更新的浪潮。

我们现实生活的几个案例也说明了老旧小区如何通过更换物业管理公司实现物业费的提价:

案例一: 深圳金海燕花园小区

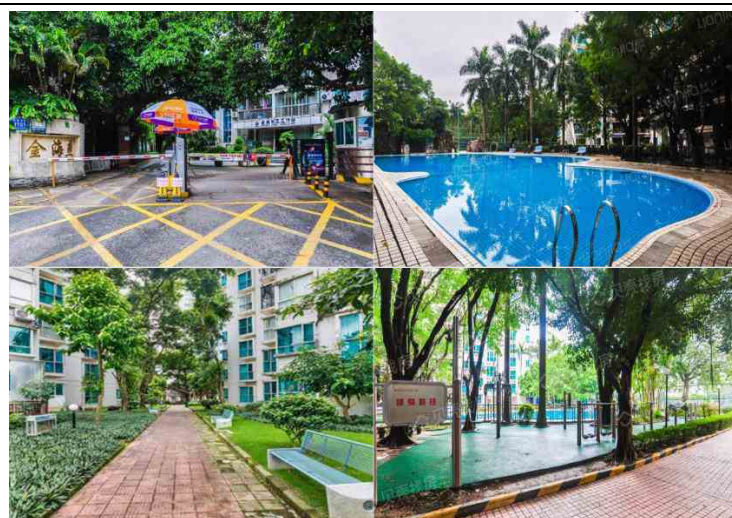
以深圳的金海燕花园为例,该小区建造于1997年,楼龄超过20年。该小区于2005年更换了保利物业。此前,前物管公司服务质量差,曾因“电梯关人”、“物管公司向业主行贿”等事件被业主强烈抵制,并拒绝缴纳物管费。保利物业进驻金海燕花园之后,陆续投入150万元对小区各项目进行全面改造,包括全套的闭路监控系统、门禁系统、停车场、电梯控制系统、消防设施等均更换为K-PASS,并加强了安保工作,此外,管理处还将对小区园林绿化和连廊进行改造与维修。保利物业负责人表示,公司图的是长远管理,目前3年的合同期内不可能盈利,但相信业主看到保利物业的成绩和诚意之后,3年之后仍然会续签合同。目前尽管物业费高达4.5元/平,但许多业主还是赞不绝口,从拒交变成主动交纳物管费。

表 9、深圳金海燕花园小区基本信息

项目	基本信息
小区名称	金海燕花园
均价价格	92173 元/平米
所在版块	福田-竹子林
小区地址	侨城东路 1151 号
物业类型	公寓
建筑年代	1997 年
绿化率	50% (绿化率高)
容积率	3.11
开发商	深圳市燕沙房地产开发有限公司
物业公司	深圳市保利物业管理有限公司
物业费	4.50 元/平米/月
总户数	733 户
停车位	269
小区特色	小区内设有泳池、篮球场、儿童游乐场,配套设施完善,环境优美,金牌物业,轨道交通便利,安全性高

数据来源: 贝壳网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、金海燕花园小区改造后概况



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、金海燕花园区位图



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

案例二：深圳市京光海景花园小区

类似的案例还有深圳市的京光海景花园小区。该小区始建于 1995 年，也属于高楼龄小区。在更换为保利物业之前，前物业公司实行粗放管理模式，小区对外开放，没有围墙已经规范的安保人员，导致外来人员肆意出入，盗窃事件频繁发生，致使小区居民叫苦不迭，缺乏安全感。在如此混乱的管理之下，物业公司仍然一边听之任之，一边按照高档小区收取物业费。在小区众多业主要求下，小区物业公司于 2018 年 6 月变更为保利物业，新物业公司更为良好的服务态度、24 小时值班的安保措施以及到位的卫生清洁工作，赢得了业主们的口碑。

表 10、京光海景花园小区基本信息

项目	基本信息
小区名称	京光海景花园
均价价格	61842 元/平米
所在版块	南山-南油
小区地址	兴南路 48 号
物业类型	公寓
建筑年代	1998 年
绿化率	33%（绿化率高）
容积率	3.4
开发商	深圳海滨房产有限公司
物业公司	深圳市保利物业管理有限公司
物业费	2.80 元/平米/月
总户数	704 户
停车位	120 个
小区特色	小区自带花园，环境优美，生活设施完备，有中小学、幼儿园、网球场；大厦位于南头半岛后海湾，东临大海，南依蛇口，户

户向海，为深圳唯一全海景高层建筑。

数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、京光海景花园小区改造后概况



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、京光海景花园小区区位图



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 高楼龄低物业费小区：高房价小区有为优质服务买单的意愿

对于其中的高房价小区而言，不仅在城市中大量存在，同时也存在为优质服务买单的意愿。首先从样本数据来看，86 城市第三象限中高房价小区的占比为 21%，其中一线、二线、三四线城市占比分别为 17%、23%和 21%。

表 11、第三象限中高房价户数占比

城市	第三象限总户数(万户)(A)	其中高房价户数(万户)(B)	占比(=B/A)
一线	585.89	96.68	17%
二线	1649.99	380.58	23%
三四线	614.65	129.92	21%
86 城市	2850.54	607.17	21%

数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

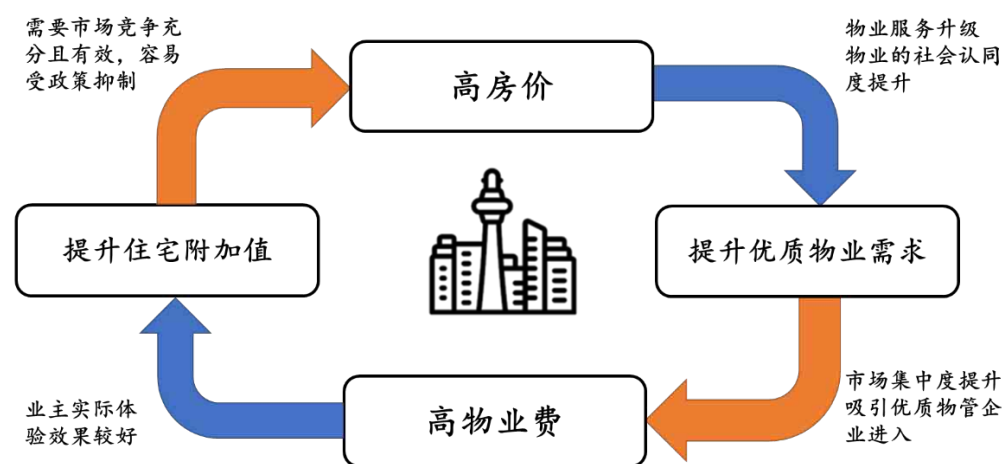
其次，高房价会不会对优质物业产生需求，目前市场对于高房价低物管费的小区，存在两种观点：

- 观点一：认为如果小区品质较差或者建造年代久远，那么即使提供优质服务，住户也不会愿意针对相同的服务缴纳更高的物业费用；
- 观点二：认为虽然小区建造年代比较高，但是因为房价上升带来的财富效应，使得业主消费升级的意愿较强；

之前市场普遍认可观点一，认为老旧小区虽然地处核心地段，拥有较高的房价，但对于高品质物业的接纳度较低。但是随着物业社会认可度的提高和高品质物业服

务的推陈出新，这种现象已有所改观，所以我们在此提出“房价与物管费的正反馈机制”来说明这一现象。

图 24、房价与物管费的正反馈机制



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

正如上文所说，目前高房价与高物业费并没有显现出某种相关关系，这是因为当前社会对物业管理的认同度还不是很高，但是这并不意味着高房价与高物业费之间不存在某种联系。

首先，高房价会持续提升住户的优质物业服务的需求。这个过程实际上高房价带来的财富效应给业主带来的消费升级；另一方面，在物业服务品质不断升级的当下，物业的社会认同度也得到了前所未有的提升，人们普遍接受并产生了对优质物管的需求，尤其是针对位于城市核心区位但服务品质与当地房价不相符的小区。因此从业主的需求端分析，高房价在物业社会认可度提升的背景下，会对优质物业需求产生进一步的需求。

其次，业主较高的优质物业需求会促使优质物管企业进一步提升物业管理费。这本质上是市场机制的要求，优质物管与普通物业的差异化服务为优质物管提升物业费提供了基础，持续增加的业主需求让优质物业的提价变得更为可行。另外，近期通过的民法典中也降低了物业合同变更的门槛，新规实施后，经占总人数三分之一以上（此前为二分之一）的业主同意即可变更物业公司、调整物业费 and 动用建筑维修资金，无疑是如今优质物管物业费提价趋势下的制度利好。

然后，高物业费会极大地提升住宅本身的附加值。物管行业作为典型的轻资产行业，其物业费一般依照所提供服务的价值来定价，所以当较高的物业费成功地反映为较高地物业品质时，业主住宅的附加值会随着实际居住体验的提升而提升。

最后，业主较高的住宅附加值会进一步刺激房价的上涨。这本质上也是市场机制作用的结果，但市场竞争不充分容易导致该机制收到抑制，尤其在目前国家倡导“房住不炒”的政策环境下，房价上涨空间有限，但对于一二线城市房价价高的核心地段住宅来说，物业附加值的增加使得房价的上升仍是可行的。

需要特别说明的是，“优质物业需求对物业费的提升”和“住宅附加值对房价的提升”这两条传导机制均要受行业政策的影响，在“房住不炒”的政策背景下，提升住宅附加值抬高房价正受到抑制，而提升物业费的制度阻碍正随着《民法典》的通过而不断减小。按照《民法典》的规定，小区业主共同决定事项主要经过两个步骤：参与表决（即会议召开条件）和最终同意（即最终表决通过条件），都需要符合一定条件的业主达到一定比例方可通过。例如《民法典》要求制定和修改业主大会议事规则等一般条款的召开条件为全体业主“双三分之二以上”参加，此处的“双三分之二以上”即代表业主专有部分面积和业主总人数均达 2/3 以上。在此前提下，《民法典》主要调整了三个方面的内容：

表 12、《民法典》的颁布降低了小区物业费提价等事项的最低通过门槛

	更改前（《物权法》第七十六条）			更改后（《民法典》第二百七十八条）			更改内容
	条款范围	召开条件	表决条件	条款范围	召开条件	表决条件	
一般条款	1、制定和修改业主大会议事规则 2、制定和修改建筑物及其附属设施的管理规约 3、选举业主委员会或者更换业主委员会成员 4、选聘和解聘物业服务企业或者其他管理人 7、有关共有和共同管理权利的其他重大事项”	全体业主“双过半”参加	全体业主“双过半”同意	1、制定和修改业主大会议事规则 2、制定和修改管理规约 3、选举业主委员会或者更换业主委员会成员 4、选聘和解聘物业服务企业或者其他管理人 5、使用建筑物及其附属设施的维修资金 9、有关共有和共同管理权利的其他重大事项”	全体业主“ 双三分之二以上 ”参加	表决业主“双过半”同意	1、条款范围增加“使用建筑物及其附属设施的维修资金” 2、业主大会召开门槛从“全体业主双 1/2”提高到“全体业主双 2/3 以上” 3、表决计票基数从全体业主调整为参与表决的业主 4、最低通过门槛从“双 1/2”降低至“双 1/3 以上”
特殊条款	5、筹集和使用建筑物及其附属设施的维修资金 6、改建、重建建筑物及其附属设施”	全体业主“双过半”参加	全体业主“ 双三分之二以上 ”同意	6、筹集建筑物及其附属设施的维修资金 7、改建、重建建筑物及其附属设施 8、改变共有部分的用途或者利用共有部分从事经营活动”	全体业主“ 双三分之二以上 ”参加	表决业主“双四分之三以上”同意	1、条款范围减少“使用建筑物及其附属设施的维修资金”，新增“改变共有部分的用途或者利用共有部分从事经营活动” 2、业主大会召开门槛从“全体业主双 1/2”提高到“全体业主双 2/3 以上” 3、表决计票基数从全体业主调整为参与表决的业主 4、表决条件从“双 2/3”提高到“双 3/4” 5、最低通过门槛从“双 2/3”降低至“双过半”

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

1) 提升了召开业主大会的门槛。由“全体业主双 1/2”提高到“全体业主双 2/3

以上”。

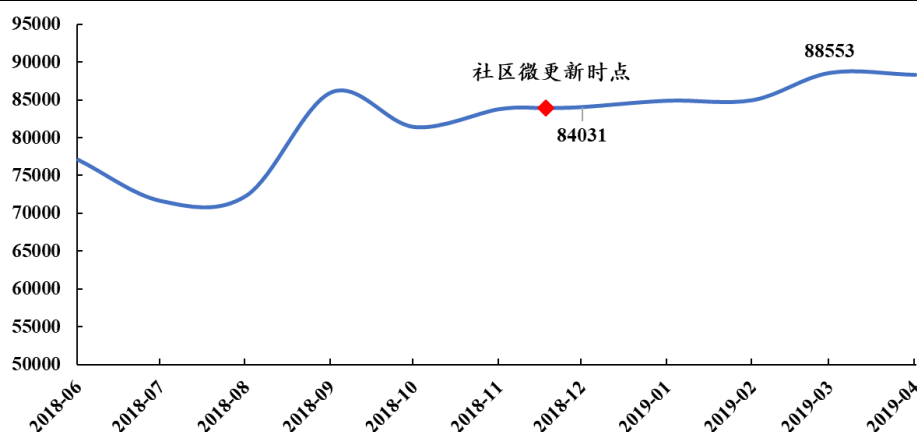
- 2) **调整了表决计票的基数范围。**由“全体业主”调整为“参与表决的业主”，实际上是将那些对社区事务不关心的业主排除在共同决定事项之外，进一步提升了社区管理的人性化和有效性。
- 3) **提升了特殊事项的表决通过率。**由“双三分之二以上”提高到“双四分之三以上”。
- 4)

由于共同决定事项的通过由召开条件和表决条件组成，所以最低通过门槛也因为表决计票基数范围的合理化而有所降低。一般条款的最低通过门槛从“双 1/2”降低至“双 1/3 以上”；特殊条款的最低通过门槛从“双 2/3”降低至“双过半”。在《民法典》正式施行之后，业主变更物业、提高物业费单价等一般条款相关的事项最小只需要经过 1/3 的业主表决同意即可，这对于存量小区中的优质物管通过提升服务品质收取更高的物业费单价提供了制度便利，也促使位于第三象限的老旧小区通过物业费提价转入第二象限。

所以在上述传到机制有效的前提条件下，高房价低物业费小区的优质物业服务市场空间较大，为了证明该机制的有效性，我们通过以下案例的具体分析：

案例三：上海新华路 699 弄小区

图 25、上海新华路 699 弄小区房价走势图



数据来源：房天下，兴业证券经济与金融研究院整理

上海新华路 699 弄小区于 1983 年建造，属于老公房，共 233 户，现物业公司为上海胜基置业发展有限公司，平均物业费 0.8 元/平米/月。虽然目前物业费水平较低，但在 2018 年 8 月经历了房价的大幅上升后，小区逐渐对物业服务产生了更高的需求，并对小区进行了一系列的“微更新”。2018 年 11 月 18 日，上海万科联合新

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

华街道针对长宁区新华路街道对 8 个点位进行城市微更新，涵盖街道、小区、楼道的公共空间改造及垃圾分类、公共标识等常见问题的解决方案。例如粉刷街道整治环境，开设别样的咖啡馆，使得小区焕发新生机，受欢迎度提升。这种现象也表现在之后的房价走势上，自微更新改造后的几个月内，小区房价随着小区升级改造的完成和居民口碑的累积开始逐步上升，在 2019 年 3 月上涨至 8.86 万元/平方米，较改造时提升 5.5% 左右。

表 13、上海新华路 699 弄小区基本信息

项目	基本信息
小区名称	新华路 699 弄小区
均价价格	69162 元/平米
所在版块	长宁-新华路
小区地址	新华路 699 弄
物业类型	公寓
建筑年代	1983 年
绿化率	35%
容积率	1.2
物业公司	上海胜基置业发展有限公司
开发商	上海胜基置业发展有限公司
物业费	0.80 元/平米/月
总户数	233 户
停车位	60 个
小区特色	小区近地铁，生活交通便利，对口长宁区重点法华镇路第三小学，小区多为交通大学退休老师，民众综合素质高。

数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

微更新完成前后的房价上升印证了前文的结论：房价上升首先激发了业主对于优质物管的需求，通过引入优质物管提供的高品质服务提升物业费水平的同时提升小区的房价，房价上升则可以进一步激发业主对于高品质物业管理服务的需求，形成正向反馈效应。鉴于目前小区较低的物业费水平，未来物业费提升的空间将十分广阔，

图 26、上海新华路 699 弄小区概况

图 27、上海新华路 699 弄小区地理位置图



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3 高楼龄低物业费小区：低房价小区借力旧改实现服务升级

86 城中第三象限的老旧小区占比 35%，优质物管覆盖率较低。86 城样本数据中约有 480 万户居民居住于楼龄大且物业费较低的老旧小区中，约占城镇住宅户数的 35%，其中一线、二线、三四线的占比分别为 43%、35%和 29%，主要集中于城市发展较早的一二线城市。这类规模庞大的小区受建筑年代的影响只能通过提升物业服务品质才能够存在物业费的上涨空间。从目前的物业覆盖率来看，全国物业费较低的老旧小区中只存在 11%的优质物管企业，优质物业服务在该象限小区的渗透率普遍较低，这是因为低房价小区对高服务品质的物业需求没有高房价小区那么强烈，同时较低的物业费水平也让优质物业望而却步，提升市占率的驱动力较低。

“旧改”政策下，量大面广的城镇老旧小区将走入更新改造的快车道。2020 年 5 月 22 日全国“两会”政府工作报告明确提出，“新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务”，凸显出城镇老旧小区改造的重要性，也成为近年房地产行业发展的主基调。自从 2019 年开始，国家就已经将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程，给予中央补助资金支持，而各个地方政府也在 2020 年政府工作报告中提及城镇旧改的工作计划，可以预见此次政府“旧改”力度空前。在旧改的对象上，老旧小区的范围主要是 2000 年以前的、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的城关镇住宅小区，预计涉及居民将达上亿人，投资总额估计可达 4 万亿。在提升居民生活质量、小区服务水平过程中，物业管理是老旧小区改造过程中不可或缺的一环，对于改造完成后的小区，对于物业管理服务的需求、多元化增值服务的要求也必然有所提升，这

些对高素质、优质物业服务需求的增加将为物业管理企业创造千载难逢的市场机遇为物管行业通过服务升级收取高物业服务费提供了肥沃土壤。

表 14、全国多地 2020 年政府工作报告强调城镇旧改工作

城市	政府工作报告内容
上海	将持续改善市民居住条件，坚持留改拆并举，统筹推进历史风貌保护、城市更新、旧区改造与大居建设、住房保障，完成 55 万平方米、2.8 万户中心城区成片二级旧里以下房屋改造，继续花大力气推进旧住房综合改造和里弄房屋修缮保护，引导支持多层住宅加装电梯。
北京	2020 年扩大平房直管公房申请式改善、“共生院”改造试点范围，更大力度实施危房和简易楼改造，继续做好棚户区改造工作。大力推进老旧小区综合整治，实现新开工 80 个项目，老楼加装电梯开工 400 部以上、竣工 200 部以上。
深圳	加快老旧小区改造，支持有条件的旧住宅区加装电梯，完成剩余 400 个城中村综合整治，完善社区配套和现代物业管理服务，不断改善居住环境。
天津	有序推进市区零散棚户区改造，做好农村困难群众危房改造工作。提升老旧小区消防安全水平，在条件成熟的小区积极开展加装电梯试点工作
河北省	实施城中村、老旧小区改造三年行动计划，加强电梯、管网、消防、停车场等配套建设，改造城中村 192 个、城市老旧小区 1369 个。湖北省也表示今年完成 4.7 万套棚户区、2737 个老旧小区改造。
浙江省	加强城市有机更新和存量住房改造提升，深化“三改一拆”，推动未来社区增点扩面，培育 60 个省级试点，改造 500 个城镇老旧小区。

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

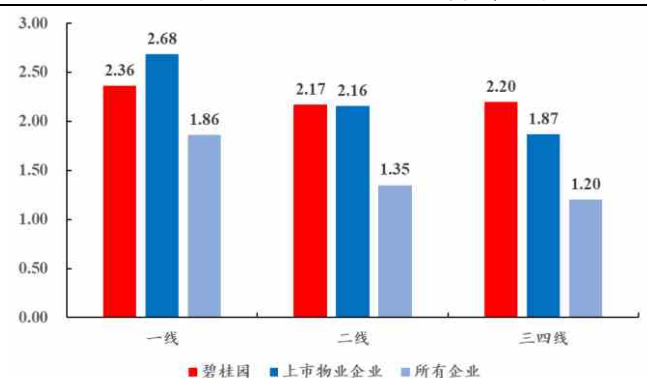
根据住建部等相关部门的测算，全国符合标准的老旧小区大约有 16 万个，合计超过 4200 万户，今年政府计划改造的 3.9 万多个小区约占总数的四分之一。另外，政府工作报告还重点提及了“加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务”的内容，这实际上涉及到社区增值服务。而目前国内龙头物业管理企业均开始布局社区增值服务，通过科技赋能、智慧平台实现了多元化增值服务的供给，2019 年龙头物业管理企业增幅服务收入增速超过 75%，展现出巨大的成长力。总而言之，城镇旧改工程将对物业管理行业提供庞大的市场空间，尤其是对优质物管龙头企业产生极大的政策利好。

4.4 低楼龄低物业费小区：新房优质物业渗透率低，住户付费意愿强

位于三四线城市新房中的居民同样拥有为优质物业服务付费的意愿和能力。根据我们统计的微观数据显示，全国居住于低物业管理费和低楼龄（建筑年代在 2000 年以后）的住户约占总住户的 41%，且该比例在一线、二线和三四线城市中的占比分别为 25%、40%和 56%，因为三四线城市城建起步较晚，形成了一大批楼龄较低的住宅用户，并且优质物管的覆盖率仅有 14%，缺乏足够的优质物管提供高品质的服务。

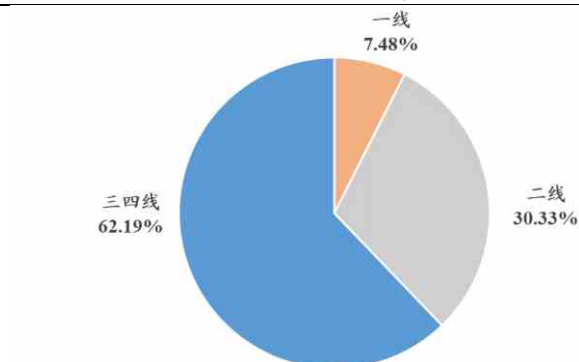
碧桂园模式重在拓展三四线城市市场空间。以碧桂园为例，统计样本数据中碧桂园在全国的平均物管费约为 2.21 元/平米月，其中 62% 的在管户数在三四线城市。碧桂园三四线城市的物业费均值约为 2.20 元/平米月，远远高于三四线 1.20 元/平米月的均值。因此，三四线住户同样具备为优质物管服务付费的意愿和能力。

图 28、碧桂园在三四线城市的物业费高于平均



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、碧桂园物业用户大多分布于三四线城市



数据来源：贝壳网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.5 存量房空间测算：存量市场市场渗透率具备较大提升空间

我们根据优质物管在管住宅套数在样本住宅套数中的比例，结合目前 2019 年全国城镇存量住房套数 3.43 亿套，计算出我国存量住宅套数目前在四个象限中的分布，并进一步估算其在四个象限中的增速。考虑到第三象限（高楼龄、低物业费）更新改造的周期较长，优质物管企业应当稳中求进、稳妥布局。第一、第四象限（均为低楼龄），以及第二象限（高楼龄、高物业费）凭借良好的基础，在短时期内将继续成为优质物管企业的布局重点。根据上文对各象限市占率提升空间的分析，我们假设第一、二、三、四象限中优质物管在管存量套数的增长率分别为 10%、10%、0%、5%。

表 15、各象限市占率提升空间的分析与假设

	第一象限	第二象限	第三象限	第四象限
样本数据特征	楼龄小于 20 年且物业费高于 2 元/平米月	楼龄大于 20 年且物业费高于 2 元/平米月	楼龄大于 20 年且物业费低于 2 元/平米月	楼龄小于 20 年且物业费低于 2 元/平米月
市占率提升空间分析	1) 上市公司致力于通过收购未上市的优质物管公司，以加快占领市场的步伐 2) 未来有部分第四象限小区会通过更换优质物业转化为第一象限	1) 物业费水平较高，优质物管扩展市场份额的意愿较强 2) 但具备吸纳高房价低物业费小区的潜力	这类小区往往设施较陈旧，主动提价可能性较低，且优质物管进入这个市场的驱动力不足	考虑到这些小区本身的楼盘基础良好，优质物管公司的拓展可能性也较强。优质物管企业可以通过提升市占率搭配提高价格，扩大收入
优质物管拓展象限内市场的增速假设	5%	5%	0%	5%
优质物管吸纳其他象限市场的增速假设	5%	5%	0%	0%
假设增速合计	10%	10%	0%	5%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

同时考虑到，第三象限市场基本符合老旧小区的定义：2000 年后建成且缺乏规范物业管理的小区，因此住建部测算的 0.42 亿套老旧小区户数将会在未来逐渐转化为优质物业的在管户数，第三象限中优质物业市占率将获得提升，再按照优质物管在各象限中的平均物业费 and 预设的 95% 物业费收缴率，**估算 2025 年优质物业的存量住宅物管费收入为 3393 亿元。**

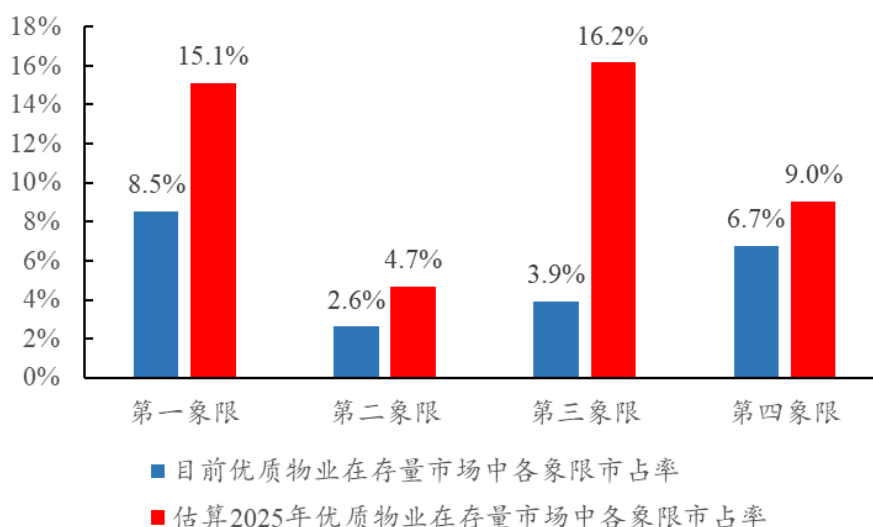
表 16、估算 2025 年优质物管存量住宅基础物业收入预测

估算全国优质物管物业费	第一象限	第二象限	第三象限	第四象限	合计
样本住宅套数分象限占比(A)	18%	6%	35%	41%	100%
样本优质物管存量住宅套数在各象限中的占比(B)	48%	45%	11%	16%	
目前样本优质物管市占率(=A*B)	9%	3%	4%	7%	
2019 年全国存量住宅套数(亿套)(C=3.43*A*B)	0.29	0.09	0.13	0.23	0.75
各象限内优质物业增速假设(D)	10%	10%	0%	5%	
老旧小区计划改造套数(亿套)(E)	0	0	0.42	0	
估算 2025 年优质物管存量住宅套数(亿套)(F=C*(1+D)^6+E)	0.52	0.16	0.55	0.31	1.54
估算 2025 年优质物管市占率(=F/1.54)	15%	5%	16%	9%	
各象限百强物管平均物业费(元/平米/月)(假设物业费不变)(G)	3.45	3.14	1.07	1.38	
假设 2025 年优质物管物业费收缴率(H)	95%	95%	95%	95%	
估算 2025 年优质物管存量住宅基础物业营收(亿元)(=F*G*H*90*12)	1832	514	609	438	3393

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

对比上表中目前样本优质物管市占率和估算的 2025 年优质物管市占率水平，我们发现优质物管在第一、二、三、四象限的市占率水平从 8.5%、2.6%、3.9%、6.7% 分别提升至 15.1%、4.7%、16.2%、9.0%，其中 2000 年后建造小区户数的市占率将由 7% 提升至 21%，2000 年前建造小区户数的占比将由 15% 提升至 24%。存量市场中优质物管在四大象限中均有所提升，其中第三象限提升幅度较大，主要受政府旧改政策的影响，未来低物业费的老旧小区将有约 12% 的住宅户数将由优质物管提供服务，虽然目前物业费单价较低，但通过成本优化、匹配收费服务，有利于积累大量的用户数量，从而为后续的增值服务提供较为丰富的用户基础，提升增值服务的收入水平。

图 30、预计 2025 年四大象限中优质物业存量市场市占率均有所提升



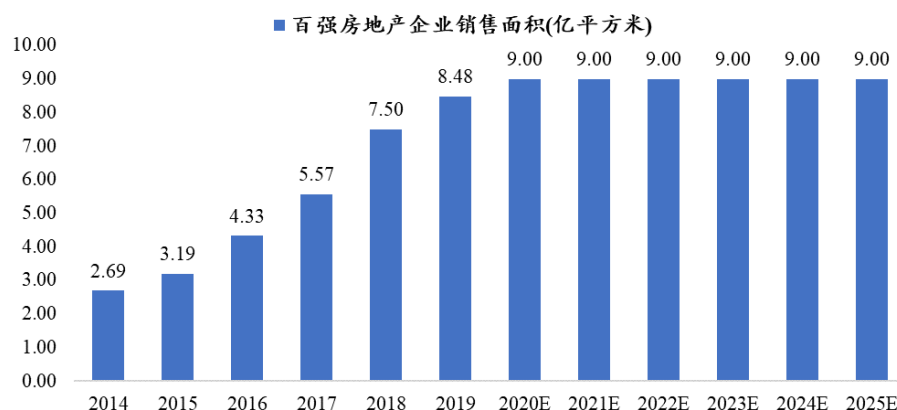
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

5、营收规模 2：新增竣工关注度高，是拓展主战场

5.1 新房空间测算：未来优质物管增量面积 48.6 亿平米

基础物管增量方面，我们首先依据 2019 年百强企业销售面积，假设未来 5 年内（2020-2025 年）每年销售面积为 9 亿平方米，由于百强房企销售面积属于物管增量的在管面积，且绝大多数给到旗下相关的物业公司管理，所以假设优质物管新增在管面积在百强新增销售面积中的占比为 90%，则 2025 年优质物管的累计新增在管面积约为 48.6 亿平方米。已知 2019 年全国 43 城市中一、二、三四线城市的新房成交套数占比分别为 12.6%、43.2%和 44.2%，按照比例分别计算一、二、三四城市的优质物业累计新增在管面积分别为 6.11 亿平米、21 亿平米和 21.48 亿平米。

图 31、估计未来百强房地产企业每年新增销售面积稳定为 9 亿平方米



数据来源：克而瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

然后对样本城数据近五年的优质物管物业费单价进行了统计，一、二、三四线城市 2015-2019 年物业费复合增速分别为 8.2%、2.0%、3.6%，以 2019 年各等级城市的物业费均值为基数，预计 2025 年一、二、三四线优质物管物业费单价分别为 10.53 元/平米月、3.63 元/平米月、3.43 元/平米月。最终将 2025 年预测的一、二、三四线城市的优质物业累计新增在管面积与物业费单价、假设的 95% 收缴率相乘后加总，估算出 2025 年优质物管新增基础物业的市值为 2441 亿元。

表 17、估算 2025 年优质物管累计新增基础物管收入

估算全国优质物管物业费	一线城市	二线城市	三四线城市	合计
各能级城市新房成交套数占全国成交套数之比(A)	12.6%	43.2%	44.2%	
各能级城市每年住宅销售面积(亿平方米)(B=A*9)	1.13	3.89	3.98	9.00
假设每年百强房企住宅销售面积中属于优质物管在管面积的比例(C)	90%	90%	90%	
估算 2025 年优质物管累计新增在管面积(亿平米)(D=B*C*6)	6.11	21.00	21.48	48.60
2019 年优质物管平均物业费(元/平米月)(E)	6.56	3.21	2.77	
优质物管物业费近 5 年 CAGR(F)	8.2%	2.0%	3.6%	
估算 2025 年优质物管物业费(元/平方米月)(G=E*(1+F)^6)	10.53	3.63	3.43	
假设 2025 年优质物管物业费收缴率(H)	95%	95%	95%	
估算 2025 年优质物管累计新增基础物业收入(亿元)(=D*G*H*12)	733	868	840	2441

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

5.2 基础物管市占率测算：全国优质物管市占率将从 22% 上升至 52%

如果按前文测算，2020-2025 年增量预计为 54 亿平方米，以住房套均面积 90 平米计算，未来 5 年将新增住房套数 0.6 亿套。而目前估算全国存量住宅套数为 3.43 亿套，则存量房套数是未来 5 年内增量面积的 5.7 倍，存量住宅是未来优质物管公司的主要拓展市场。然而，就实际测算而言，传统的“以人查房”算法因其数据可靠性缺陷很大程度上会明显低估我国存量房的规模，实际的存量房市场可能会更大。

表 18、估算 2025 年全国城镇住宅总套数

项目	数值
全国存量住宅规模:	
2016 年全国城镇成套住房存量(亿套)(A)	3.03
2017-2019 年全国住宅成交套数(亿套)(B)	0.4
2019 年全国城镇成交住房存量(亿套)(C=A+B)	3.43
全国增量住宅规模:	
估算 2020-2025 年新增住宅销售面积(亿平米)(D)	54
2025 年假设套均面积(平米/套)(E)	90
估算 2020-2025 年新增住宅套数(亿套)(F=D/E)	0.6
测算:	
2020-2025 年新增住宅房套数占存量住宅比重(=F/C)	5.72
2025 年全国城镇住宅套数(亿套)(=C+F)	4.03

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

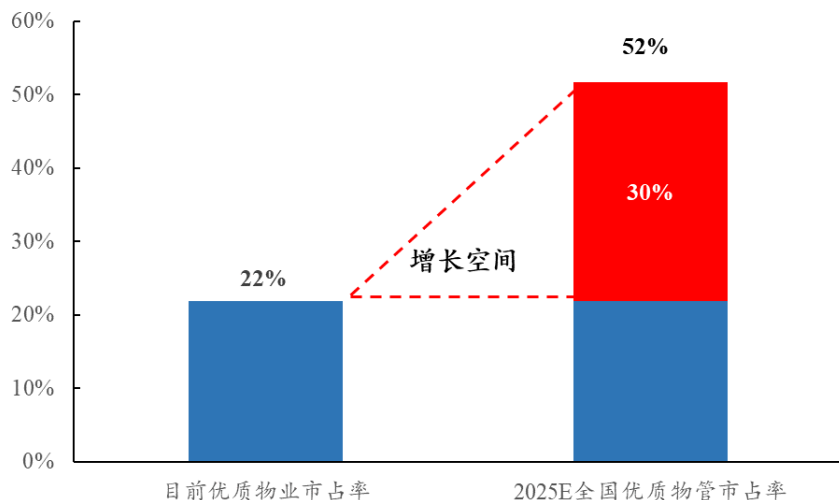
综合上文分析，新增在管户数也大多由优质物管提供服务，预计未来每年将会有 900 万套新增住宅户数由优质物管提供物业服务。通过优质物管存量在管户数加上未来累计新增优质物管在管户数，我们估算 2025 年全国优质物管的市占率将达到 52%，对比目前优质物业的市占率提升了 30 个百分点。

表 19、估算 2025 年全国优质物管市占率

项目	数值
2020-2025 年全国每年新增住宅面积(亿平米)(A)	9.00
假设套均面积(平米/套)(B)	90
假设增量住宅面积中优质物管占比(C)	90%
2025 年优质物管新增住宅套数(亿套)(D=A*B*C)	0.09
2020-2025 年优质物管累计新增住宅套数(E=6*D)	0.54
2025 年优质物管存量住宅套数(亿套)(F)	1.54
2025 年优质物管在管总套数(亿套)(G=F+E)	2.08
2025 年全国城镇住宅套数(亿套)(H)	4.03
2025 年全国优质物管市占率(=G/H*100%)	52%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、估算 2025 年全国优质物管的市占率将达到 52%



数据来源：克而瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

6、营收规模 3：增值服务快速成长，量价齐升

假设增值服务提升至上市公司水平，预计 2025 年优质物业公司增值服务收入约 3400 亿元。我们将上市物管公司的增值服务划分为四大类：家居生活服务、停车位管理服务、物业经纪服务和公共区域服务，根据 18 和 19 年的户均收入计算出 19 年业主增值服务户均收入的增速为 38%，我们假设增值服务均价增速在未来 5 年内以每年 3% 的幅度不断递减，并于 2025 年增值服务户均收入增速下降至 20%；假设停车位管理服务的渗透率为 100%，家居服务、物业经纪服务和公共区域服务的渗透率为 60%，那么预计 2025 年增值服务部分收入约为 3365 亿元。

表 20、2018 年与 2019 年物管公司户均收入及增速

公司简称	2019			2018			户均增速
	2019 年收入(万元)	在管户数(万户)	户均(元)	2018 年收入(万元)	在管户数(万户)	户均(元)	
永升生活服务	48280	65	740	19863	40	494	50%
绿城服务	191488	212	902	130939	170	768	17%
和泓服务	5418	7	821	-	-	-	-
蓝光嘉宝服务	44977	72	627	33345	61	550	14%
保利物业	115168	287	401	62182	191	326	23%
佳兆业美好	12117	46	262	8169	27	304	-14%
滨江服务	6679	14	464	3773	12	324	43%
雅生活服务	48732	234	208	28894	154	188	11%
碧桂园服务	86865	276	315	41723	182	230	37%
新城悦服务	17625	60	293	4785	43	112	162%
时代邻里	7915	38	206	-	-	-	-
增速均值							38%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 21、2019 年物管公司户均增值服务收入明细

公司简称	家居生活服务		停车位管理		物业经纪服务		公共区域服务	
	收入(万元)	户均(元)	收入(万元)	户均(元)	收入(万元)	户均(元)	收入(万元)	户均(元)
永升生活服务	26300	403	6970	107	10200	156	4900	75
绿城服务	11600	55	-	-	86000	405	20400	96
和泓服务	2400	364	1900	288	-	-	1100	167
蓝光嘉宝服务	31500	439	-	-	3600	50	-	-
保利物业	19300	67	18300	64	-	-	13700	48
佳兆业美好	-	-	5200	113	-	-	-	-
滨江服务	5400	375	1100	76	200	14	-	-
雅生活服务	26600	114	-	-	-	-	21900	94
碧桂园服务	8900	32	-	-	10600	38	6000	22
新城悦服务	7980	133	-	-	-	-	2300	38
时代邻里	3400	89	4600	120	-	-	-	-
平均		207		128		133		77

数据来源：经济与金融研究院整理

表 22、估算 2025 年优质物管增值服务户均收入

年份	增速	家居生活服务 (元)	停车位管理 (元)	物业经纪服务 (元)	公共区域服务 (元)	合计(元)
2019	38%	207	128	133	77	545
2020	35%	279	173	179	104	735
2021	32%	369	228	237	137	971
2022	29%	476	294	305	177	1252
2023	26%	600	370	385	223	1578
2024	23%	738	456	473	274	1941
2025	20%	885	547	568	329	2329

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 23、估算 2025 年优质物管增值服务收入

估计增值服务收入	家居生活服务	停车位管理	物业经纪服务	公共区域服务	合计
估算 2025 年增值服务户均收入(元/户)(A)	885	547	568	329	2329
假设 2025 年增幅服务渗透率(B)	60%	100%	60%	60%	
2025 年新房优质物管在管户数(亿套)(C)	0.54	0.54	0.54	0.54	
2025 年存量房优质物管在管户数(亿套)(D)	1.54	1.54	1.54	1.54	
估算 2025 年优质物管增值服务收入 (亿元)(G=A*B*(C+D))	1106	1138	709	411	3365

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

7、预计 2025 年优质公司证券化后，行业市值约 1.6 万亿

综合上文对于优质物业基础物管收入和增值服务收入的预测，进一步通过净利率和市盈率估算 2025 年优质物业的市值规模。据测算，在假设基础物管服务和增值服务净利率分别为 10%和 15%、PE 为 15 倍的前提下，我国优质物管企业在 2025 年的整体市值将达到 1.63 万亿，是目前上市物管企业市值的 4.7 倍，CAGR 可达 29.5%，充分彰显物管行业未来发展的“燎原之势”。其中优质物业的基础物管增量市值、基础物管存量市值和增值服务市值规模分别达到了 3662 亿元、5089 亿

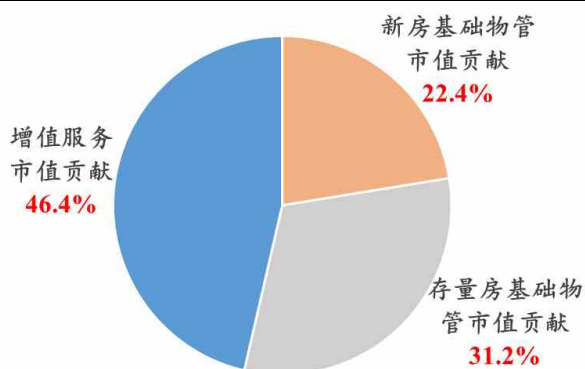
元和 7570 亿元，对未来总市值的贡献率分别为 22.4%、31.2%和 46.4%。综合来说，未来物业管理行业成长空间巨大，行业天花板尚处于高位。

表 24、估算 2025 年优质物管市值规模

项目	优质物业基础物管		优质物业增值服务	合计
	累计新增在管市场	存量在管市场		
估算 2025 年优质物业在管套数(亿套)	0.54	1.54	2.08	2.08
估计 2025 年优质物管收入(亿元)(A)	2441	3393	3365	9198
净利率水平(B)	10%	10%	15%	
估算 2025 年优质物管净利润(亿元)(C=A*B)	244	339	505	1088
PE 水平(D)	15	15	15	
估算 2025 年优质物管市值规模(亿元)(E=C*D)	3662	5089	7570	16321

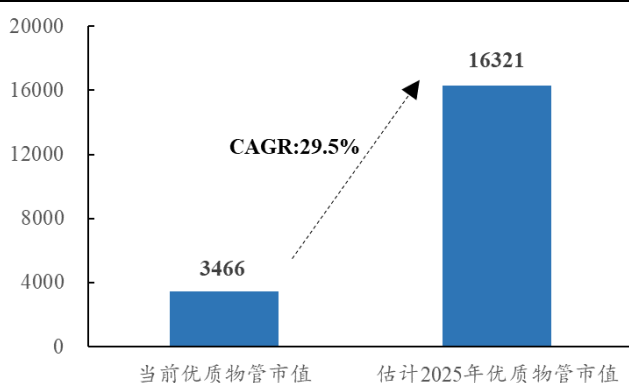
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、预计 2025 年优质物管增值服务市值贡献约占 46.4%



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、预计 2020-2025 年优质物管市值规模 CAGR 为 29.5%



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：优质物管公司市场空间广阔，存量市场市占率持续提升，增量市场承接房企竣工，增值服务量价齐升。持续推荐物管行业龙头招商积余，深耕长三角综合布局的南都物业以及细分领域具有特色的新大正。

风险提示：存量市场拓展缓慢、增量市场竞争激烈，增值服务进展较慢。

附：

附表 1、《普通住宅小区物业管理服务等级标准》

具体标准	一级	二级	三级	服务人员测算标准
(一) 基本要求	有 24 小时服务电话，急修半小时内	有 16 小时服务电话，急修 1 小时内。	有 8 小时服务电话。	【管理-其他人员】每个项目固定人数按 3/2/1 分配
	业主对物业服务满意率 80% 以上。	业主对物业服务满意率 75% 以上。	业主对物业服务满意率 70% 以上。	【管理-主任及助理】初始管理面积，多层按 10/15/20 万平方米分配；高层按 5/7.5/10 万平方米分配
(二) 房屋管理	每日巡查 1 次小区房屋单元门、楼梯通道以及其他共用部位的门窗、玻璃等。	每 3 日巡查 1 次小区房屋单元门、楼梯通道以及其他共用部位的门窗、玻璃等。	每周巡查 1 次小区房屋单元门、楼梯通道以及其他共用部位的门窗、玻璃等。	【安保-巡逻】单位面积配置 6/3/1 人
(三) 共用设施设备维修养护	载人电梯 24 小时正常运行。	载人电梯早 6 点至晚 12 点正常运行。	载人电梯早 6 点至晚 12 点正常运行。	【维修-设备维修】单位面积设置 2/2/1 人
(四) 协助维护公共秩序	小区主出入口 24 小时站岗值勤。	小区主出入口 24 小时值勤。	小区 24 小时值勤。	【安保-门禁】考虑 4/4/2 个出口，3/2/2 班倒，固定合计人数为 12/8/4 人
	对重点区域、重点部位每 1 小时至少巡查 1 次；配有安全监控设施的，实施 24 小时监控。	对重点区域、重点部位每 2 小时至少巡查 1 次。	对重点区域、重点部位每 3 小时至少巡查 1 次。	【安保-监控】单位面积配置 3/2/1 人；一级标准每 5 万平方米增设 1 名监控管理
	对进出小区的车辆实施证、卡管理，引导车辆有序通行、停放。	对进出小区的车辆进行管理，引导车辆有序通行、停放。	车辆停放有序。	【安保-停车场】每个项目固定为 4/1/0 人（假设一级有规范门禁，2 个进出口，两班倒，共 4 人；二级只有秩序管理员；三级不设专门人员）
(五) 保洁服务	高层按层、多层按幢设置垃圾桶，每日清运 2 次。	按幢设置垃圾桶，生活垃圾每天清运 1 次。	小区内设有垃圾收集点，生活垃圾每天清运 1 次。	【保洁-清理】单位面积配置 6/3/2 人 【保洁-绿化】每个项目固定为 4/2/0 人
	小区道路、广场、停车场、绿地等每日清扫 2 次；电梯厅、楼道每日清扫 2 次，每周拖洗 1 次；一层共用大厅每日拖洗 1 次；楼梯扶手每日擦洗 1 次；共用部位玻璃每周清洁 1 次；路灯、楼道灯每月清洁 1 次。及时清除道路积水、积雪。	小区道路、广场、停车场、绿地等每日清扫 1 次；电梯厅、楼道每日清扫 1 次，半月拖洗 1 次；楼梯扶手每周擦洗 2 次；共用部位玻璃每月清洁 1 次；路灯、楼道灯每季度清洁 1 次。及时清除区内主要道路积水、积雪。	小区公共场所每日清扫 1 次；电梯厅、楼道每日清扫 1 次；共用部位玻璃每季度清洁 1 次；路灯、楼道灯每半年清洁 1 次。	
	公共雨、污水管道每年疏通 1 次；雨、污水井每月检查 1 次，视检查情况及时清掏；化粪池每月检查 1 次，每半年清掏 1 次，发现异常及时清掏。	公共雨、污水管道每年疏通 1 次；雨、污水井每季度检查 1 次，并视检查情况及时清掏；化粪池每 2 个月检查 1 次，每年清掏 1 次，发现异常及时清掏。	公共雨、污水管道每年疏通 1 次；雨、污水井每半年检查 1 次，并视检查情况及时清掏；化粪池每季度检查 1 次，每年清掏 1 次，发现异常及时清掏。	

数据来源：中国物业管理协会，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn