



中信证券研究部

核心观点



陈聪
基础设施和现代服务产业首席分析师
S1010510120047



李鑫
必选消费产业首席分析师
S1010510120016



孙明新
基础材料和工程服务行业首席分析师
S1010519090001



肖昊
轻工制造行业联席首席分析师
S1010519070002



罗河维
房地产和物业服务

我们认为，促进家居消费政策的落地，是我国居住政策重心翻转的又一重要表征。我国居住政策的关注点，已经从增加人均居住面积，转向提升居住品质。这可能意味着在家居、物管、消费建材等领域，提供优质产品和服务的企业，面临长期的业务成长时代机遇。

■ 居住政策的长期重心，已经从增加人均住房面积，转向切实提升居住品质。1998年以来，我国的居住政策发力点一直都在扩大居住面积，因为居住面积不足是长期困扰居民生活水准提升的重要因素，也因为房地产行业本身可以成为重要的经济增长点。在这段时间，居住政策甚至常常被狭义理解为房地产开发的相关政策。但一方面二十多年以来居民居住面积已经明显提升，并超过了发展中国家一般水平，另一方面房价过高，开发规模过大等现实问题出现。社会对于居住相关领域的最迫切要求，在于提升居住品质，即提升居住空间的利用效率，满足居民多元化的需求。这种存量的需求包括了装修，局部改造，家居焕新，智能化应用，也包括了和广义家居相关联，和社区生活挂钩的诸多领域。

■ 促进家居消费政策落地，预计加速补短板，强有力鼓励老房相关消费。近日商务部等13部门印发《关于促进家居消费若措施的通知》，促进家居消费（这里的家居是广义家居含存量居住相关的各类消费，不仅是下文提到的家居消费，即家具和纺织品等）。我们认为，这一政策贴近社会需要，调研十分充分，视角十分全面，高度因地制宜，也高度尊重市场机制。政策的具体执行有待进一步细化，但政策指明了老房消费市场的巨大潜力，大量细分产业，尤其是那些本身具备市场化盈利模型的产品，可能在政策鼓励之下进一步做大做强。

■ 住宅物业管理公司受益于老房消费。物业管理公司是老房消费活动的组织参与者之一，也是产品和服务的提供者之一。居住政策的重心变化，既给物业管理公司带来新的盈利增长点（例如局装业务），也给物业管理公司提供了提升业主满意度的机会，更意味着品牌物业管理公司的优势进一步强化。我们认为，2023年是物业管理行业和开发行业充分脱钩的元年，物管行业具备显著的价值重估机会。我们重点推荐万物云、华润万象生活、滨江服务、中海物业等公司。

■ 家居消费：政策激活存量需求潜力，板块消费属性有望增强。我们测算，2023年家居零售规模约2.6万亿元，其中在住房改造需求占比45.1%，已成为家居零售最大的需求来源。政策着力点在于更好地促进家居存量翻新需求释放，若政策带动下在住房翻新单套消费金额增长10%、翻新周期从15年降至13年，我们预计能拉动家居零售需求增速抬升超10pcts。伴随存量需求崛起、地产拉动贡献趋弱，家居行业消费属性料将不断增强，与此同时旧的发展模式瓶颈突显，更应关注模式创新和新业务拓展成效。我们认为具备综合性渠道管控能力、产品力更为出色、对挖掘存量需求有前瞻布局的家居公司，后续将持续引领行业集中度提升。家居产品品牌公司推荐欧派家居、箭牌家居、志邦家居、索菲亚、敏华控股、慕思股份，建议关注顾家家居、喜临门；家居卖场推荐居然之家。

■ 消费建材：房屋旧改提振装修需求，绿色建材促进行业集中。旧房装修是优化旧房空间功能布局、修补质量问题的有效途径，为建筑材料市场带来了新的需求。参考美国房地产和建筑企业的发展历史，我国存量房占比或将进一步提升，房屋重装将成为建材新的增长点。高质量、绿色建筑材料的需求将带动市场份额向优质企业集中，有望带动行业龙头增长。我们推荐东方雨虹、伟星新材、北新建材、坚朗五金、蒙娜丽莎、东鹏控股、兔宝宝，建议关注东易日盛、德才股份。

■ 风险提示：老房消费后续政策出台力度和速度不及预期，各地落实推广相对迟缓的风险。很多老房消费相关行业也和新房竣工相关，新房竣工增速可能在2024

分析师
S1010523030004



张全国
房地产和物业服务
行业联席首席分析师
S1010517050001

年之后转为下降的风险。存量市场需求增长不达预期的风险。消费家居行业竞争加剧的风险。居民消费能力减弱的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

简称	代码	收盘价 (交易 币种)	EPS (元)				PE				评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
家居消费											
欧派家居	603833.SH	90.0	4.41	5.00	5.79	6.79	20.4	18.0	15.5	13.3	买入
箭牌家居	001322.SZ	16.4	0.61	0.82	1.01	1.20	26.8	20.1	16.2	13.7	买入
志邦家居	603801.SH	21.7	1.23	1.42	1.68	1.97	17.7	15.3	13.0	11.1	买入
索菲亚	002572.SZ	16.5	1.17	1.42	1.65	1.90	14.1	11.6	10.0	8.7	买入
敏华控股	1999.HK	5.6	0.49	0.72	0.85		11.4	7.7	6.5		买入
慕思股份	001323.SZ	34.1	1.77	2.01	2.23	2.47	19.2	17.0	15.3	13.8	买入
居然之家	000785.SZ	4.2	0.26	0.33	0.35	0.39	15.9	12.6	11.9	10.8	买入
房地产服务											
万物云	02602.HK	38.0	0.76	2.00	2.33	2.43	45.7	17.4	14.9	14.3	买入
华润万象生活	01209.HK	23.5	1.72	2.09	2.57	3.15	12.6	10.3	8.4	6.8	买入
滨江服务	03316.HK	36.0	0.97	1.29	1.64	2.03	33.8	25.5	20.1	16.2	买入
中海物业	02669.HK	19.9	1.49	1.96	2.58	3.32	12.2	10.1	7.7	6.0	买入
消费建材											
东方雨虹	002271.SZ	26.05	0.84	1.65	2.32	2.98	33.0	17.0	12.0	9.0	买入
伟星新材	002372.SZ	19.59	0.81	1.01	1.21	1.41	26.0	21.0	17.0	15.0	买入
北新建材	000786.SZ	24.22	1.86	2.19	2.61	3.06	13.0	11.0	9.0	8.0	买入
坚朗五金	002791.SZ	52.22	0.2	2.13	3.2	4.44	323.0	30.0	20.0	15.0	买入
蒙娜丽莎	002918.SZ	16.98	-0.92	1.45	1.74	2.14	-17.0	10.0	9.0	7.0	买入
东鹏控股	003012.SZ	10.92	0.17	0.67	0.84	1.00	47.0	12.0	10.0	8.0	买入
兔宝宝	002043.SZ	10.6	0.53	0.92	1.25	1.49	21.0	12.0	9.0	7.0	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 7 月 18 日收盘价。敏华控股货币单位为港元，敏华控股 2022-2024 年对应其 FY2023-2025，其 FY2023-2025 盈利为中信证券研究部预测；中海物业 EPS 为港元，万物云和华润万象生活为核心 EPS。

目录

居住政策的重心变化	4
居住政策一度以鼓励新建住房为主	4
未来居住政策的关键目标是提升居住品质，不是增加居住面积	6
居住政策内容将更加丰富，更加精细化	10
典型案例——促进家居消费政策落地	15
老房消费业务机会之一：住宅物业管理	17
住宅物业管理公司受益于老房消费加码	17
住宅物业管理即将实现和开发企业的充分脱钩，走向蓝海	19
老房消费业务机会之二：家居消费	21
老房消费业务机会之三：消费建材	25
风险因素	27

■ 居住政策的重心变化

居住政策一度以鼓励新建住房为主

我国房地产市场化改革，尤其是 1998 年房改以来，集中发力新房建设开发，房地产开发也由此一度成为了国民经济重要支柱产业。

1998 年房改以来，政策重点关注开发建设。在宏观上，表现为热火朝天的开发投资，持续带动 GDP 增长。在开工面积明显下降的 2022 年，即使我国城镇人均住房面积达到 39 平米，我国的人均住房开工套数仍然有日本的 1.4 倍。在中观上，表现为我国城市的核心区域往往和历史核心区域不同，城市边际在扩张，新区在产业和人口集聚方面、在规划水平方面，都要远远胜过传统的城市核心区域。在微观上，这表现为房地产开发企业一度成为房地产行业的绝对主体，甚至开发企业和房地产企业经常混为一谈（尽管后者的概念其实更加广泛）。

图 1：城市的新区——广州珠江新城



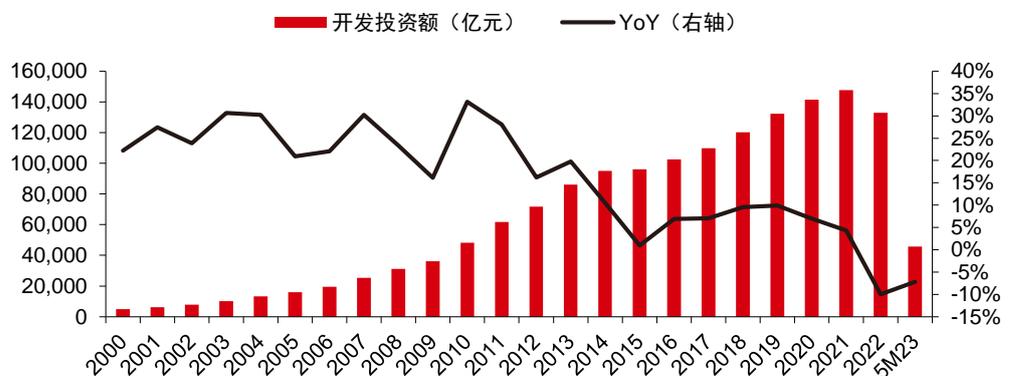
资料来源：广州广播电视台微信公众号

图 2：城市的新区——杭州钱江新城



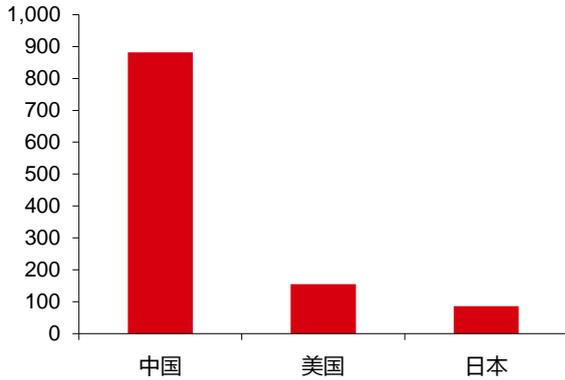
资料来源：杭州发布微信公众号

图 3：全国开发投资额及同比



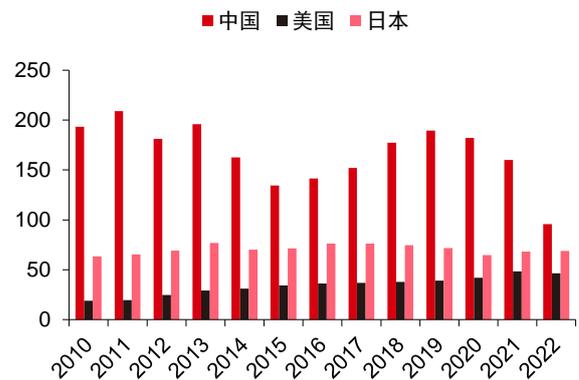
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 4：2022 年中国、美国、日本住宅新开工套数（万套）



资料来源：U.S. Census Bureau, 国家统计局, Wind, 中信证券研究部测算 注：中国新开工套数假设住宅套均面积为 100 平米。

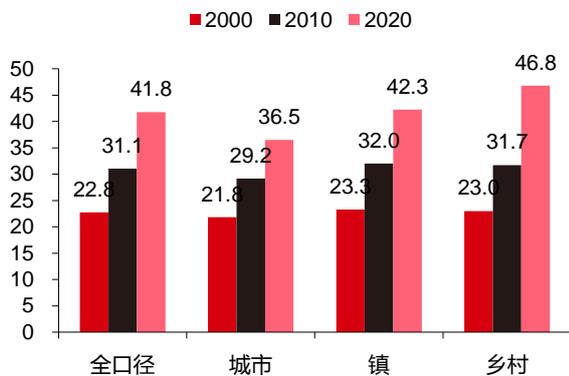
图 5：中国、美国、日本人均住宅新开工套数变化（套/万人）



资料来源：U.S. Census Bureau, 国家统计局, Wind, 中信证券研究部测算 注：中国新开工套数假设住宅套均面积为 100 平米，人口数采用城镇人口计算。

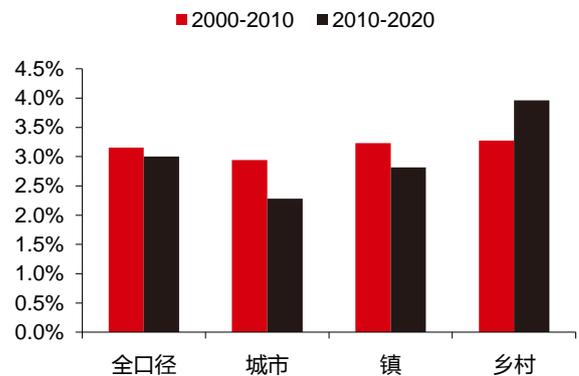
住房市场化改革取得巨大的成绩，表现为，住房人均保有面积的大幅增长、住房自有率在国际上处于较高水平（根据第七次全国人口普查数据，我国住房自有率 73%，高于很多发达国家）。房地产产业链在过去三十年对国民经济发展起到了积极助力的作用。

图 6：中国人均住房建筑面积（平米）



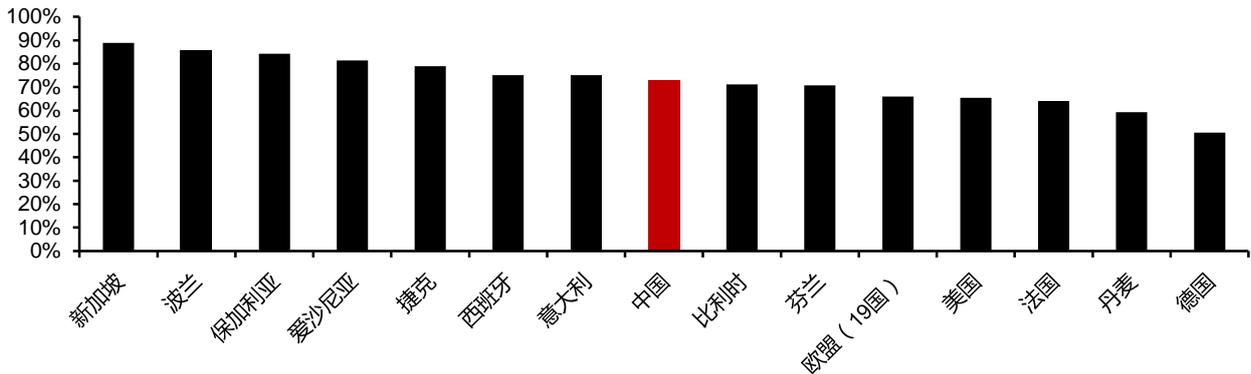
资料来源：国家统计局, 中信证券研究部

图 7：中国人均建筑面积年均复合增长率



资料来源：国家统计局, 中信证券研究部

图 8：世界各国住房自有率



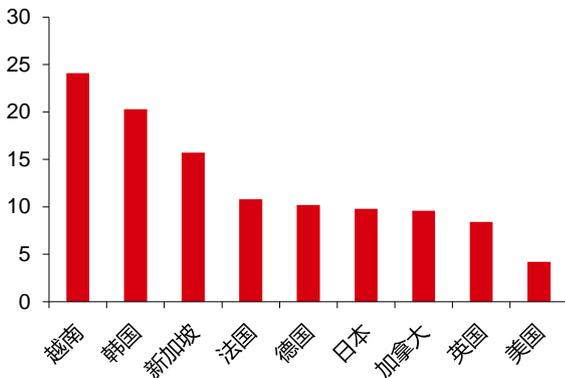
资料来源：美国普查局，中国国家统计局，新加坡统计局，欧洲统计局，中信证券研究部测算 注：中国住房自有率为中信证券研究部测算，其余国家为官方公布数据；美国为 2022 年一季度数据，新加坡为 2021 年数据，其余国家和地区均为 2020 年数据，各国统计口径可能存在出入，由于计算方法的原因，我国数据可能存在小幅低估。

未来居住政策的关键目标是提升居住品质，不是增加居住面积

随着房地产市场的发展，房屋的数量紧缺时代总会结束。当前，我国人均住房面积已经不低，房屋的租金水平也完全处于可承担的范围，保障性租赁住房等各类房源解决了大量新市民和年轻人的问题，但住房市场在供给侧和需求侧仍然面临着多重难题。

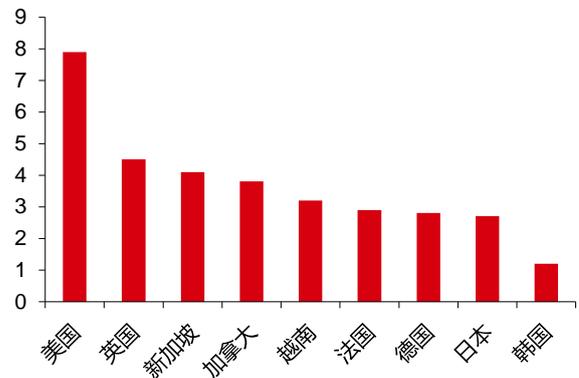
1、商品房价格偏高。主要是我国房价收入比、房价租金比明显高于其他主要国家。

图 9：全球主要国家房价收入比



资料来源：NUMBEO，中信证券研究部

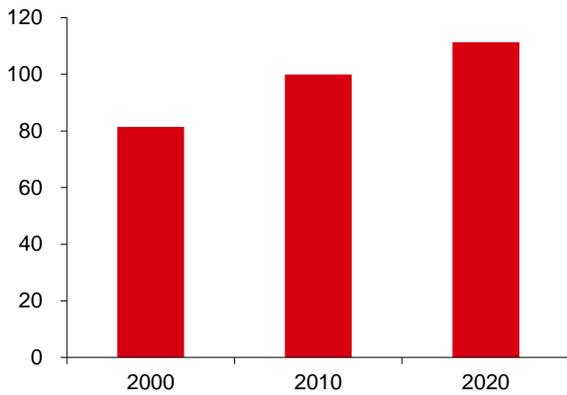
图 10：全球主要国家住宅租金年收益（单位：%）



资料来源：NUMBEO，中信证券研究部

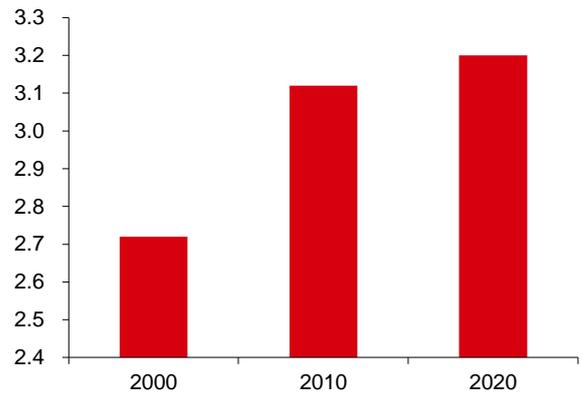
2、存量住房供给户型结构不合理。主要表现为套均面积偏低，但存量套数不低，改善性需求满足的难点既有卖房难也有买房难，住房存量结构和人口变化趋势不匹配。具体来说，就是户型过于中小型化，改善性住房占比少，住房空置率高和居住满意度低并存。

图 11： 2000-2020 年全国家庭户均建筑面积（平米）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 12： 2000-2020 年全国家庭户均间数



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

3、施工规模偏大，区域结构不合理。一些缺乏产业支撑和人口规模偏低的区域没有大规模兴建住宅小区的必要性，存在结构性空置率问题。

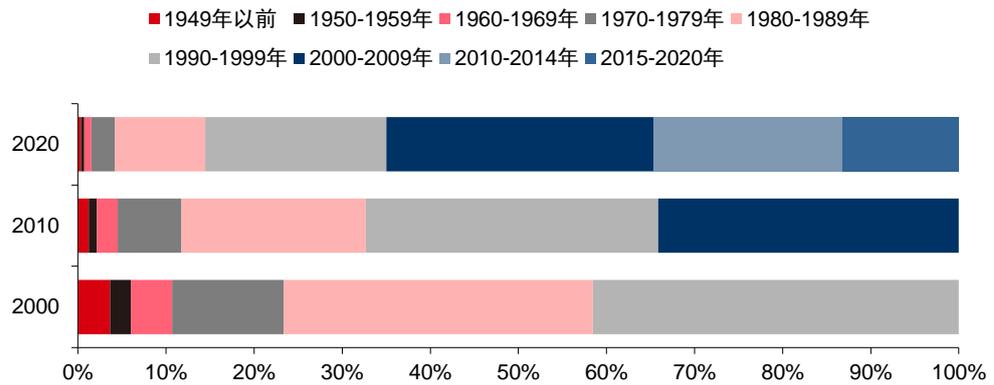
图 13： 2012 年（左图）和 2022 年（右图）南宁市前十大住宅项目区位



资料来源：中指数据库，高德地图，中信证券研究部

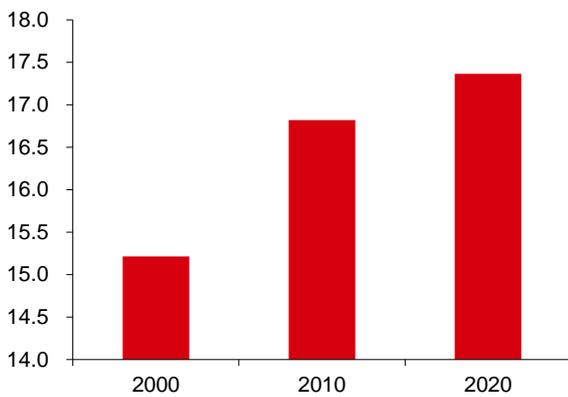
4、存量房平均房龄逐渐增大。我们根据“七普数据”测算，全国家庭户住房平均房龄由 2000 年 15.2 年提升至 2020 年的 17.4 年。而如果定义房龄 30 年以上房屋为老旧房屋（即城市中的老旧小区），则居住于其中的全国家庭户比例由 2000 年的 10.7% 提升至 2020 年的 14.4%。虽然我国的老房占比其实并不大于其他国家和地区，但运营养护水平的缺失使得老房龄占比提高成为问题。

图 14：全国家庭住房按建成年代分户数占比



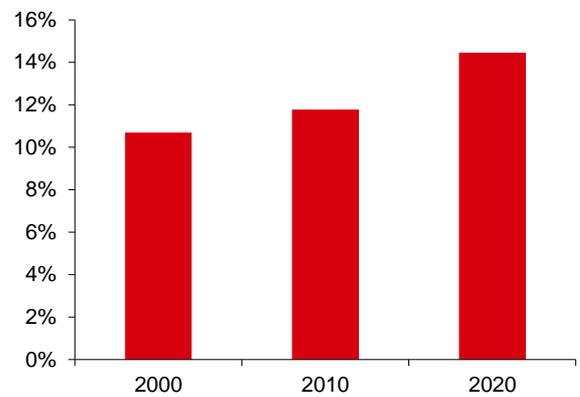
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 15：2000-2020 年全国家庭户住房平均房龄变化



资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算

图 16：2000-2020 年全国居住在老旧房屋家庭户占比变化



资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算

5、老房养护运维痛点明显，维修资金提取率严重偏低。大量老旧小区亟待改造，光靠物业管理费不能解决小区运维资金缺口问题，反而容易加剧老旧小区的逆向淘汰，和物业管理公司、业委会、业主的紧张关系。

表 1：存量小区维修资金账户情况分析和测算依据

类别	类别具体情况	估算占比	测算依据	解决之道
类别一	维修资金账户充裕，且提取比较便利	20%	从各地维修资金账户的利用率来看，目前能够顺利提取专项维修资金的小区数量并不会太多，总体而言，目前房龄在 5 年以内的小区低于 20%	无需解决
类别二	维修资金账户充裕，但提取困难	35%	维修资金账户充裕的比例和房龄结构有关。2000 年之后竣工的房屋目前占社会房屋存量约 72%，我们认为其中绝大多数小区维修资金账户是充足的，只是提取比较困难。	切实提高住房维修资金的使用效率，尤其是便利维修资金的提取
类别三	维修资金账户不足，补充困难，运维资金不足	15%	2000 年之前竣工的房屋占社会存量房屋的比例为 28% 左右，1990 年之前占 9%，我们认为其中有不少小区“巧妇难为无米之炊”，确实存在运维资金不足难题	推进住房养老金制度改革，推进老旧小区改造
类别四	维修资金账户不足，或提取困难，但物业管理费高，或公区运营收入很高，足以补充运维资金不足	20%	2010 年之后物业管理费的费率提升很快，一部分小区的物管费超过 2.5 元/月/平方米，尽管其中一部分小区仍然维修资金提取困难，但实际上不存在运营问题。还有一些小区由于容积率较高，公区运营收益相对于运维支出	无需解决

类别	类别具体情况	估算占比	测算依据	解决之道
类别五	维修资金账户不足,或提取困难,但存在物业管理公司带资进场,一次性阶段解决运维缺口问题	5%	高,实际上也不存在运维难题。 物业管理行业的发展过程中存在带资进场的情况,阶段性解决了部分小区的设施老化问题。但长期而言这一问题仍然存在,除非物业管理公司增值服务收入有明显增长	解决办法类别一和类别二
类别六	维修资金账户不足,或提取困难,但存在政府积极介入,能够解决运维资金不足	5%	地方政府个别解决了一些老旧小区的运维资金来源问题	解决办法类别一和类别二

资料来源: 中信证券研究部基于住房和城乡建设部各项统计数据测算

6、城市运营的成本逐渐提高,效果逐渐下降。城市半径不断扩大,再建设新城区的通勤距离越来越长。很多低线城市的低密度老旧小区已经拆迁,危旧房已经得到改造,剩下的高密度老旧小区拆迁难度大,城市更新的成本不断提高。通过拆除重建所带来的边际效果则在下降,因为社会不乏商品房供给,居民存在了较多选择,剩余的老旧小区居住者,往往不愿意承担更高的居住成本。

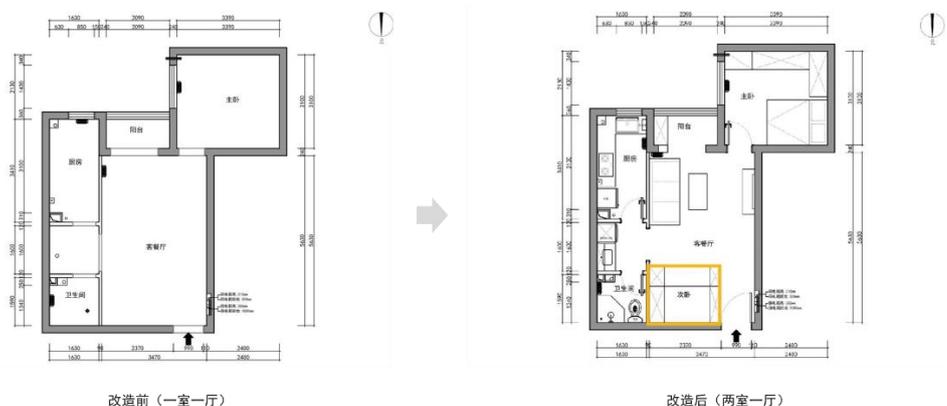
表 2: 部分城市和区域的老旧小区改造情况

区域	时间	投资额	详情
全国范围	2019 年至 2022 年	6600 亿元+	2019 年至 2022 年,全国累计新开工改造城镇老旧小区 16.7 万个,惠及居民 2900 多万户,完成投资 6600 多亿元。
上海浦东新区	2023 年	258 亿	2023 年,按照浦东新区“十四五”规划中的城镇发展战略,浦东将采取“拔点清盘一批、开工建设一批、更新提升一批”的做法,分类启动“两旧一村”城中村项目超 500 个,涉及政府性资金投资约 258 亿元。
厦门	2015-2022 年	31.8 亿元	2015 至 2022 年底,厦门累计改造 994 个老旧小区,惠及居民 13.7 万户,总投资 31.8 亿元。改
秦皇岛	2022 年 8 月	3 亿元	截至目前,全市 61 个老旧小区改造项目已全面启动,开工率、满意度调查率、施工许可证办理均达到 100%,已累计完成投资总额 29911.2 万元,完成率 74.14%,提前实现了投资进度“双过半”目标任务。
北京	2020 年	12.8 亿元	《2020 年老旧小区综合整治工作方案》表示,北京市年内开工老旧小区综合整治项目 80 个,完成老旧小区综合整治项目 50 个、固定资产投资 12.8 亿元

资料来源: 住建部官网,各地方政府官网,中新网,中信证券研究部

7、房屋内部的空间布局,家居单品利用不合理。由于老房占比居多,我国很多房屋的内部空间布局并不适用于现代居住生活习惯,例如单间面积过大、卫生间面积过小等问题。

图 17: 某 60 m²老破小的改造方案



资料来源: 被窝家装, 中信证券研究部

居住政策内容将更加丰富，更加精细化

房子是用来住的，不是用来炒的。这既是说房屋交易的目的是住，更是说房地产政策归根到底要服务于住，让老百姓住得开、住得好。

所以，我们对房地产政策的趋势判断包括：

1、开发政策从逆周期调节转向防风险

逆周期调节即当周期向下时尽可能推动周期向上，反之亦然。政策的核心目标是为了行业高景气，发挥房地产行业的支柱作用。防风险政策在一定程度上承认房价偏高，施工规模偏大，但不认同可以用大破大立的方式来解决这个问题。防风险政策也要求在行业周期下行的情况下干预市场，但干预市场的核心目的是避免各项风险，包括但不限于金融体系风险、地方财政大幅下行的风险、房地产开发投资下降过快的风险等。

表 3：三类政治局会议通稿的语境

时间	政策重心	原文
2019 年底	民生	确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。 ……要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。……
2021 年底	稳经济	会议强调，明年经济工作要稳字当头、稳中求进。 ……要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。……
2022 年 7 月	防范风险	会议指出，要全方位守住安全底线。 ……要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。……

资料来源：人民网，中信证券研究部

表 4：2023 年以来部分“防范地产行业风险”政策汇总

时间	部门	会议/文件	相关内容
1 月 10 日	人民银行、银保监会	主要银行信贷工作座谈会	会议明确，要全面贯彻落实中央经济工作会议精神，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。 要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划 ，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。
1 月 13 日	人民银行	国务院新闻办公室新闻发布会	保持房地产融资平稳有序。坚持“房住不炒”的定位，因城施策实施好差别化住房信贷政策。用好保交楼专项借款、保交楼贷款支持计划等政策工具，维护好住房消费者合法权益。 实施好改善优质房企资产负债表计划，有效防范化解优质头部房企风险。 完善住房租赁金融支持政策，推动房地产行业向新发展模式平稳过渡。
1 月 17 日	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	会议强调，2022 年，全系统要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，着力在“增信心、防风险、稳增长、促改革、强队伍”上下功夫。…… 二是防风险。把防风险摆在更加突出的位置，防范化解住房和城乡建设领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。
2 月 20 日	国资委	国资委党委召开扩大会议	会议提出要积极行动起来， 加快推进国资央企高质量发展，在促进消费、扩大有效投资、防范化解风险等方面下更大功夫 ，围绕“一利五率”目标管理体系，推动中央企业实现质的有效提升和量的合理增长；强化企业创新主体地位，不断提高科技投入产出效率；着力推进新一轮国企改革，提高企业核心竞争力、增强核心功能；优化调整国有资本布局结构，加大对战略性新兴产业的布局；提高有效投资质量，提振发展信心； 做好企业债务、房地产、金融等重点领域风险防控，牢牢守住不发生重大风险的底线。
3 月 5 日	国务院	《政府工作报告》	有效防范化解重大经济金融风险。深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。 有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。 防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。
3 月 15 日	财政部	财政部部长刘昆《求是》杂志署名	坚持系统观念，高度警惕产业、金融等领域风险向财政转移集聚， 支持做好房地产风险、金融风险等防范处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

时间	部门	会议/文件 文章	相关内容
3月15日	国家发改委	《关于2022年国民经济和社会发展计划执行情况与2023年国民经济和社会发展计划草案的报告》	加强重大经济金融风险防控。 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，实施好房地产市场平稳健康发展长效机制。因城施策用足用好政策工具箱，实施好差别化住房信贷政策，发挥住房公积金支持作用，支持刚性和改善性住房需求。解决好新市民、青年人等群体住房问题，扩大保障性租赁住房供给，规范发展长租房市场。 压实各方责任，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，稳妥实施改善优质房企资产负债表计划，有效防范化解优质头部房企风险。 经济金融领域风险有效防范化解。 稳妥处置房地产、地方中小银行、地方政府债务等重点领域风险，打击非法集资和非法跨境金融活动，坚决守住不发生系统性风险底线。
3月26日	国家发改委	中国发展高层论坛2023年年会	确保粮食、能源重要资源安全，不断提升产业链供应链韧性和安全水平。加强重要基础设施安全保障。 防范化解金融、房地产等领域风险，构建防范化解风险长效机制。
4月7日	人民银行	货币政策委员会2023年第一季度例会	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况， 扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
4月28日	中共中央政治局	中共中央政治局会议	会议指出， 要有效防范化解重点领域风险， 统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策， 支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。
5月16日	人民银行	《2023年第一季度中国货币政策执行报告》	报告提出，下一阶段，要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购， 有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。

资料来源：各政府机构官网，中信证券研究部

2、高度重视存量房的居住痛点

预计政策将坚持房住不炒的定位，高度关注与民生密切相关的住房可负担问题。相比历史而言，由于房价租金比较高，政策在新周期更加警惕房价更高，但也注意避免房价下降过多。政策不会走通过房价上涨预期来推高开发投资的老路。

表5：历次中央政治局会议对于房地产行业的表述

日期	房地产表述
2012年12月4日	加强房地产市场调控和住房保障工作
2013年7月31日	积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化，促进房地产市场平稳健康发展
2013年12月3日	做好住房保障和房地产市场调控工作
2015年4月30日	建立房地产健康发展的长效机制
2015年12月14日	要化解房地产库存，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求，稳定房地产市场。
2016年4月29日	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，有序消化房地产库存，注重解决区域性、结构性问题，实行差别化的调控政策。
2016年12月9日	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制。
2017年4月25日	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。
2017年7月24日	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。
2019年7月30日	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2020年4月17日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年7月30日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年12月11日	促进房地产市场平稳健康发展
2021年4月30日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2021年7月30日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。

日期	房地产表述
2021年12月6日	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2022年4月29日	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年7月28日	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2023年4月28日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。

资料来源：人民日报，中信证券研究部

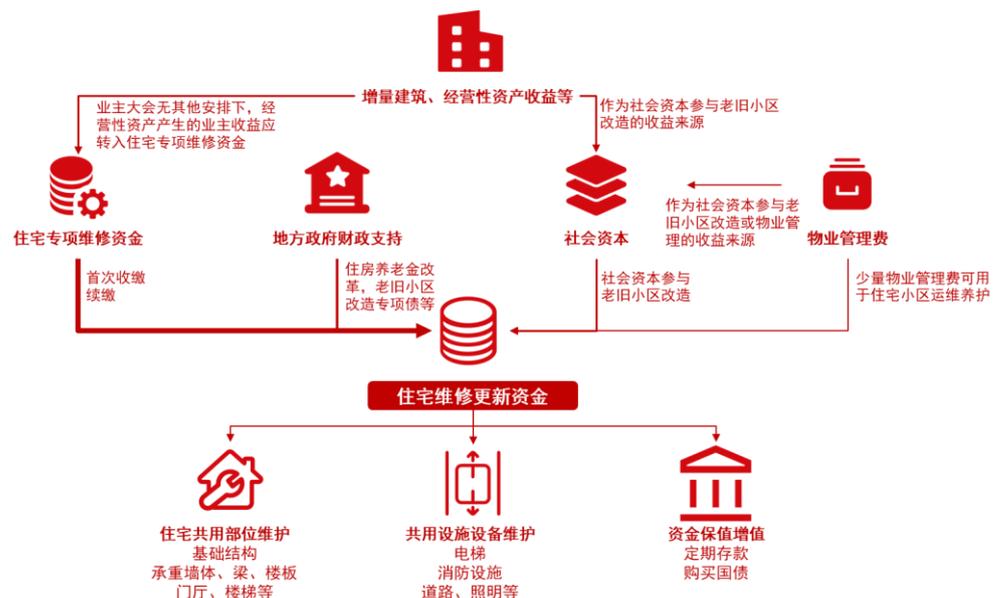
建立住房养老金制度，盘活住房维修资金的使用，一方面，要解决现有房屋维修资金来源问题和结构分布不合理的问题，另一方面，也要解决现存房屋维修资金的规范化使用问题。同时，政策高度重视相关社会主体的发展，如物业管理行业。

表 6：房屋养老金相关政策及新闻稿汇总

时间	部门	会议/文件/事件	相关内容
2022年5月2日	住建部	部门会议	要研究建立房屋体检制度，强化房屋全生命周期的安全保障。要研究建立房屋“养老金”制度，更好解决既有房屋维修资金来源问题。
2022年5月24日	国务院办公厅	《全国自建房安全专项整治工作方案》	完善房屋质量安全强制性标准，研究建立房屋定期体检、房屋养老金和房屋质量保险等制度。加快建立健全农村房屋建设管理和城镇房屋安全管理相关法规，加强地方性法规建设，完善城乡房屋安全管理制度体系。
2023年5月16日	住建部	调研及座谈会	住房和城乡建设部房地产市场监督司一级巡视员周韬一行赴南京调研探索开展房屋养老金制度试点相关工作并召开座谈会。座谈会上，调研组听取了江苏省和南京市关于探索建立房屋养老金制度有关情况介绍。与会人员围绕建立房屋养老金制度的必要性、可行性，以及住宅专项维修资金管理使用过程中存在的问题和有关建议进行了交流。
2023年6月26日	住建部	住建部部长倪虹发言	住建部部长倪虹会见中国银行董事长葛海蛟一行，就深化政银合作、推动住房和城乡建设事业高质量发展进行交流时提出要为人民群众建造好房子，提高住房品质，探索建立房屋养老金制度，为房屋提供全生命周期安全保障。

资料来源：中国政府网，江苏省住建厅官网，澎湃新闻，中信证券研究部

图 18：理想的住宅小区维修更新资金来源及使用示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

探索市场化的老旧小区改造方案，给予必要的补贴和指导。2023年7月7日，住建部发布《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》，提出了扎实有序推进实施城市更新行动的五点事项。《通知》中明确提出，要创新城市更新可持续实施模式，坚持坚持政府引导、市场运作、公众参与，推动转变城市发展方式，支持社会力量参与。在政策的支持之下，我们预计类似愿景集团等新的一批企业可能崛起，一些传统企业也可能找到新的转型方向。

表 7：《住房城乡建设部关于扎实有序推进城市更新工作的通知》

事项	详情
坚持城市体检先行	建立城市体检机制，将城市体检作为城市更新的前提。 指导城市建立由政府主导、住房城乡建设部门牵头组织、各相关部门共同参与的工作机制，统筹抓好城市体检工作。坚持问题导向，划细城市体检单元，从住房到小区、社区、街区、城区，查找群众反映强烈的难点、堵点、痛点问题。坚持目标导向，以产城融合、职住平衡、生态宜居等为目标，查找影响城市竞争力、承载力和可持续发展的短板弱项。坚持结果导向，把城市体检发现的问题短板作为城市更新的重点，一体化推进城市体检和城市更新工作。
发挥城市更新规划统筹作用	依据城市体检结果，编制城市更新专项规划和年度实施计划，结合国民经济和社会发展规划，系统谋划城市更新工作目标、重点任务和实施措施，划定城市更新单元，建立项目库，明确项目实施计划安排。坚持尽力而为、量力而行，统筹推进既有建筑更新改造、城镇老旧小区改造、完整社区建设、活力街区打造、城市生态修复、城市功能完善、基础设施更新改造、城市生命线安全工程建设、历史街区和历史建筑保护传承、城市数字化基础设施建设等城市更新工作。
强化精细化城市设计引导	将城市设计作为城市更新的重要手段，完善城市设计管理制度，明确对建筑、小区、社区、街区、城市不同尺度的设计要求，提出城市更新地块建设改造的设计条件，组织编制城市更新重点项目设计方案，规范和引导城市更新项目实施。统筹建设工程规划设计与质量安全管理，在确保安全的前提下，探索优化适用于存量更新改造的建设工程审批管理程序和技术措施，构建建设工程设计、施工、验收、运维全生命周期管理制度，提升城市安全韧性和精细化治理水平。
创新城市更新可持续实施模式	坚持政府引导、市场运作、公众参与，推动转变城市发展方式。 加强存量资源统筹利用，鼓励土地用途兼容、建筑功能混合，探索“主导功能、混合用地、大类为主、负面清单”更为灵活的存量用地利用方式和支持政策，建立房屋全生命周期安全管理长效机制。健全城市更新多元投融资机制，加大财政支持力度，鼓励金融机构在风险可控、商业可持续前提下，提供合理信贷支持，创新市场化投融资模式，完善居民出资分担机制，拓宽城市更新资金渠道。建立政府、企业、产权人、群众等多主体参与机制，鼓励企业依法合规盘活闲置低效存量资产，支持社会力量参与，探索运营前置和全流程一体化推进，将公众参与贯穿于城市更新全过程，实现共建共治共享。鼓励有立法权的地方出台地方性法规，建立城市更新制度机制，完善土地、财政、投融资等政策体系，因地制宜制定或修订地方标准规范。
明确城市更新底线要求	坚持“留改拆”并举、以保留利用提升为主，鼓励小规模、渐进式有机更新和微改造，防止大拆大建。加强历史文化保护传承，不随意改老地名，不破坏老城区传统格局和街巷肌理，不随意迁移、拆除历史建筑和具有保护价值的老建筑，同时也要防止脱管失修、修而不用、长期闲置。坚持尊重自然、顺应自然、保护自然，不破坏地形地貌，不伐移老树和有乡土特点的现有树木，不挖山填湖，不随意改变或侵占河湖水系。坚持统筹发展和安全，把安全发展理念贯穿城市更新工作各领域和全过程，加大城镇危旧房屋改造和城市燃气管道等老化更新改造力度，确保城市生命线安全，坚决守住安全底线。

资料来源：住建部官网，中信证券研究部

表 8：北京政府推动社会资本参与老旧小区改造的相关政策

目的	内容	内容	政策
参与主体与实施方式明确	明确社会资本参与的多种方式	社会资本可通过提供专业化物业服务方式、“改造+运营+物业”方式、提供专业服务等方式，作为实施主体参与老旧小区改造	《关于引入社会资本参与老旧小区改造的意见》 京建发[2021]121号
	创新组织实施模式，简化决策流程	招标人可根据老旧小区综合整治项目实际情况选用投资+工程总承包+运营的创新型组织实施模式； 引入社会投资的老旧小区综合整治项目，由实施单位一次性上报区政府审议，各区政府应开辟绿色通道，及时批复项目实施方案	《关于优化和完善老旧小区综合整治项目招标投标工作的通知》 京建发[2021]225号

目的	内容	内容	政策
改造规划 指标与流 程突破	可根据居民需要适当增加建筑规模	对于符合规划使用性质正面清单，可根据实际需要适当增加建筑规模，增加的规模不计入街区管控总规模，由各区单独备案统计	《北京市人民政府关于实施城市更新行动的指导意见》 京政发[2021]10号
	简化报批报建审批流程	简易低风险需要进行项目立项的，一律实行备案制，并纳入简易低风险“一站通”系统，建设单位在申请办理建设工程规划许可时，“一表式”申请办理备案手续	《关于完善简易低风险工程建设项目审批服务的意见》 京规自发[2019]439号
长效运营 机制有据 可依	市场化物业入驻及收费合法化	大力支持社会资本参与老旧小区综合整治和物业服务； 物业服务收费实行市场调节价并适时调整	《北京市物业管理条例》
	经营性资产、便民配套的经营合法化	利用现状房屋和小区公共空间作为经营场所的，有关部门可依据规划自然资源部门出具的临时许可意见办理工商登记等经营许可手续	《关于老旧小区更新改造工作的意见》 京规自发[2021]120号
金融模式 创新	财政专项资金支持	社会资本参与老旧小区改造的，对符合条件的项目给予不超过5年、最高不超过2%的贷款贴息，区政府对符合要求的项目，可以申请发行老旧小区改造专项债	《关于引入社会资本参与老旧小区改造的意见》 京建发[2021]121号
	多种融资手段支撑	鼓励金融机构参与投资市区政府设立的老旧小区改造等城市更新基金，支持社会资本开展类REITs、ABS等企业资产证券化业务	《北京市“十四五”时期老旧小区改造规划》 京建发[2021]275号

资料来源：北京市政府官网，中信证券研究部

3、精准施策，一城一策

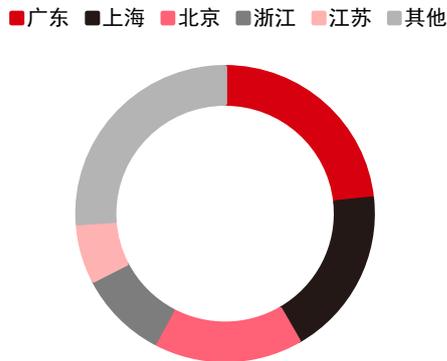
我国当前城市间居住的难点差异大，叠加政策对于房价上涨容忍度很低，意味着未来政策依然以精准施策、一城一策的方式推进。比如，核心城市的新市民住房问题更为突出，所以保障性租赁住房在核心城市仍有大规模的建设计划，但在非核心二三线城市确实没有广泛的兴建计划。

表 9：中央财政支持住房租赁市场的城市范围

政策名称	部门	出台时间	城市范围
《关于开展中央财政支持住房租赁市场发展试点的通知》	财政部、住建部	2019年7月18日	北京、长春、上海、南京、杭州、合肥、福州、厦门、济南、郑州、武汉、长沙、广州、深圳、重庆、成都
《关于组织申报第二批中央财政支持住房租赁市场发展试点的通知》	财政部、住建部	2020年7月24日	天津、石家庄、太原、沈阳、宁波、青岛、南宁、西安

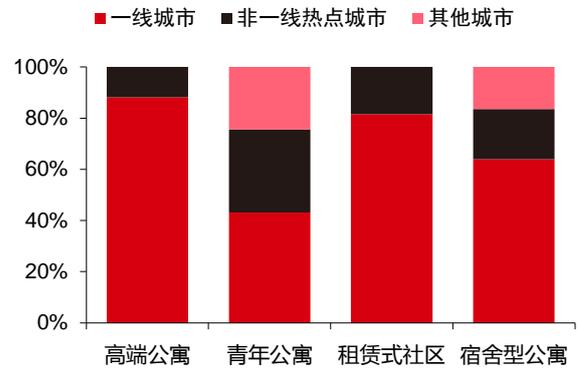
资料来源：各政府机构官方网站，中信证券研究部

图 19：2020 年月租房费用高于 2000 元的城镇家庭户分布



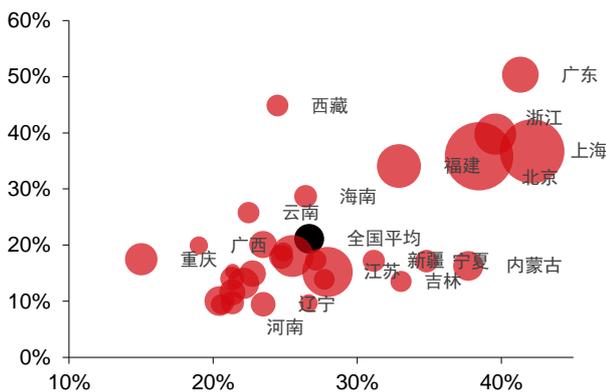
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 20：2021 年不同类型集中式租赁住房城市分布



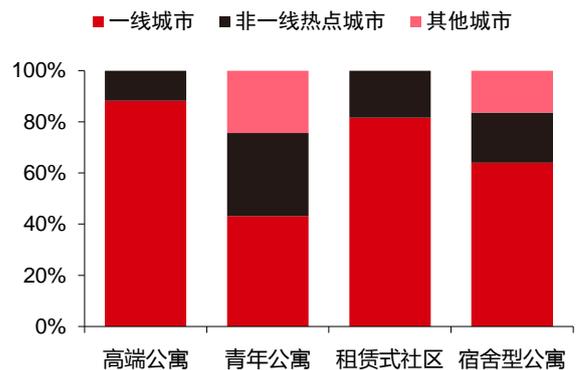
资料来源：ICCRA，中信证券研究部 注：一线城市包括北京、上海、广州、深圳；非一线热点城市包括杭州、南京、成都、武汉、西安、重庆。

图 21：分省及直辖市城镇租房家庭户占比（Y 轴）、地区流动人口占比（X 轴）、地区人均 GDP（气泡面积）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 22：2021 年不同类型集中式租赁住房城市分布



资料来源：ICCRA，中信证券研究部 注：一线城市包括北京、上海、广州、深圳；非一线热点城市包括杭州、南京、成都、武汉、西安、重庆。

总而言之，房地产政策的聚焦点，将逐渐从只聚焦新房建设加速，转向聚焦整个社会的存量居住水平提升。我们认为，这是一种长周期的政策思路变化，不是周期性的变化。从住房的角度来说，下一个时代可以称之为存量时代。

■ 典型案例——促进家居消费政策落地

近日商务部等 13 部门印发《关于促进家居消费若措施的通知》，促进家居消费。这里的家居是广义家居（所有和存量居住相关的消费）的概念，不只是狭义家居（家具，软装等）的概念。我们认为，这一政策就是加速补短板，刺激老房消费的开始。

我们认为，本轮政策的主要特征包括：

- 1、切实贴近社会需要，视角十分全面。政策考虑到了家具、建材、家电，安防、照明、娱乐、康养、睡眠、适老等各类产品，也考虑到了旧房装修、家具租赁，旧房局部升级改造，家具临时存放，装修垃圾投放，废旧纺织品循环利用，家电家具家装下乡，加装电梯等不同的领域。
- 2、高度因地制宜，在政策文件中反复强调“结合本地区实际”，“鼓励有条件的地区出台针对性政策”等话语。虽然政策没有明确的补贴标准（例如政策提到的绿色建材消费的补贴或贷款贴息），但我们相信，后续各地将会有更加严格的执行细则，从而有力推进老房消费。
- 3、充分调查研究，高度重视市场机制。我们认为，政策较为细致，体现了政策高度重视调查研究，了解市场情况。且政策发力点往往聚焦市场主体的行为，例如对绿色家居产品研发，家居卖场的发展，物联网技术的应用，老年用品的推广，大家居生态系统构建，旧房装修的推广，废旧物资的回收，集约化配送体系的打造等诸多领域，政策都重视市场主体的作用，希望顺势而为，以市场化机制推动居民消费的复苏，扩大内需。这就决定了，在具体落实政策的时候，市场化路径通畅的领域可能落地更快，效果更为明显。例如，如果在社区局装领域可以探索出规模化体系化的盈利模型，相关业务就很有可能借政策东风快速发展。

表 10:《商务部等 13 部门关于促进家居消费若干措施的通知》主要内容及利好行业

核心目标	分项目标	主要内容	主要利好行业
	完善绿色供应链	<ul style="list-style-type: none"> ● 鼓励有条件的地区对绿色制造示范企业出台针对性政策措施，促进企业加大绿色家居产品研发力度。 ● 加强绿色家居产品质量和品牌建设。健全统一的绿色产品标准、认证、标识体系，拓展绿色家居产品认证范围。 ● 鼓励有条件的地区对居民购买绿色家电、绿色家具、绿色建材等绿色家居产品给予支持。 ● 支持家居卖场开展绿色商场创建，设置绿色产品销售专区。 ● 大力发展绿色家装、装配式装修。 	家居行业； 家装行业； 消费基础设施行业
大力提升供给质量	创新培育智能消费	<ul style="list-style-type: none"> ● 支持企业运用物联网、云计算、人工智能等技术，加快智能家电、智能安防、智能照明、智能睡眠、智能康养、智能影音娱乐等家居产品研发。 ● 发挥消费平台大数据作用，支持企业开展家居产品反向定制、个性化设计和柔性化生产。 ● 促进智能家居设备互联互通，建立健全标准体系，推动单品智能向全屋智能发展。 ● 开展数字家庭建设试点。 	家居行业
	提高家居适老化水平	<ul style="list-style-type: none"> ● 制定发布老年用品产品推广目录，加快制定家居产品适老化设计通用标准。 ● 支持企业加大适老化家电、家具、洗浴装置等家居产品研发力度。 ● 支持老年人家庭安装视频照护系统，配置血氧仪、血压计、血糖仪等家用健康监测设备。 ● 支持家居卖场、电商平台设立老年用品销售专区专柜。 ● 支持装修等领域经营主体拓展居家适老化改造业务。 	家居行业； 家装行业； 医疗用品行业
积极创新消费场景	推动业态模式创新发展	<ul style="list-style-type: none"> ● 支持家居企业加快数字化、智能化转型升级和线上线下融合发展，培育一批产业链供应链高效协同的家居行业领跑企业。 ● 鼓励企业打造线上家居服务平台，促进“互联网+家装”“互联网+二手家居”、家电家具租赁等新业态新模式健康有序发展。 ● 鼓励有条件的地区有序发展二手家居流通产业。 ● 支持家居卖场加强与上下游企业合作，构建“大家居”生态体系，为消费者提供一站式、一体化、全场景家居消费解决方案。 ● 支持家居卖场、购物中心等设置智能家居体验馆、品质家居生活馆等体验式消费场景， 	家居行业； 互联网平台； 消费基础设施行业

核心目标	分项目标	主要内容	主要利好行业
		探索家居零售与文娱休闲、创意设计等多业态融合发展。	
	支持旧房装修	<ul style="list-style-type: none"> ● 鼓励各地结合城镇老旧小区改造等工作，通过政府支持、企业促销等多种方式，支持居民开展旧房装修和局部升级改造。 ● 鼓励企业开展旧房翻新设计大赛，展示升级改造优秀案例，打造旧房装修和局部改造样板间，推出价格实惠的产品和服务套餐，满足多样化消费需求。 	建材行业； 家装行业； 家居行业
	开展促消费活动	<ul style="list-style-type: none"> ● 组织开展家居焕新活动，鼓励有条件的地区出台针对性政策措施，引导企业提高家居消费供给质量和水平，提供更多高品质、个性化、定制化家居产品，加大优惠力度，支持居民更换或新购绿色智能家居产品、开展旧房装修。 ● 支持各地和相关行业协会依托全国消费促进月、国际消费季等平台，组织开展家居消费季、家纺消费节、家装消费节等促消费活动。 ● 用好中国国际进口博览会、中国国际消费品博览会等展会平台，支持以市场化方式举办家居类专业展会，展示家居领域前沿技术和产品，扩大优质家居产品供给。 	家居行业； 家装行业； 消费基础设施行业
	发展社区便民服务	<ul style="list-style-type: none"> ● 推进一刻钟便民生活圈建设，支持与家居消费密切相关的洗染店、维修点、再生资源回收点等进社区。 ● 鼓励有条件的居民小区利用闲置房屋设置家电家具临时存放场所，方便居民开展装修。 ● 鼓励家政企业和家电维修企业进社区，拓展家居清洁和家电维修、保养等业务。 	物业管理行业； 消费者服务行业
有效改善消费条件	完善废旧物资回收网络	<ul style="list-style-type: none"> ● 统筹现有资金渠道，加强对废旧物资循环利用体系建设重点项目的支持。 ● 推动在居民小区规范设置废旧家具、装修垃圾投放点，推广线上预约收运。 ● 完善废旧纺织品循环利用体系。 ● 鼓励回收企业与物业企业等单位建立长效合作机制，支持企业上门回收废旧家电、家具，为废旧物资回收车辆进小区提供便利。 	资源回收利用行业； 物业管理行业
	促进农村家居消费	<ul style="list-style-type: none"> ● 持续推进县域商业体系建设，引导家居企业、电商平台等下沉农村市场，优化县域流通网络和渠道，加大适销对路家居产品供应，提升售后服务水平。 ● 健全县乡村三级物流配送体系，发展集约化配送。 ● 深入开展绿色建材下乡活动，进一步扩大试点地区范围，有条件的地区应对绿色建材消费予以适当补贴或贷款贴息。 ● 鼓励有条件的地区开展家电家具家装下乡，因地制宜支持农村居民购买绿色智能家居产品、开展家庭装修。 	家居行业； 家装行业； 建材行业； 物流运输行业、
	规范市场秩序	<ul style="list-style-type: none"> ● 健全家装标准规范，在家居行业深入实施企业标准“领跑者”制度。 ● 依法打击家居消费领域假冒伪劣、偷工减料、价格欺诈等行为。健全家居行业信用评价体系，推广诚信经营典型案例，鼓励行业协会等探索实施家居行业“黑名单”制度，引导市场主体诚信经营。 ● 引导家装企业加强从业人员培训，组织职工积极参加职业技能竞赛，提升服务质量。 	家居行业； 家装行业
着力优化消费环境	加强政策支持	<ul style="list-style-type: none"> ● 鼓励金融机构在依法合规、风险可控前提下，加强对家居消费的信贷支持，合理确定贷款利率和还款期限，优化审批流程，完善金融服务，推广线上即时办理。 ● 鼓励金融机构加强与家居生产企业、家居卖场、家装企业等合作，为经营商户和供应链上下游企业提供融资支持。 ● 支持符合条件的家居卖场等商业网点项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。 ● 继续支持城镇老旧小区居民提取住房公积金用于加装电梯等自住住房改造，政策支持范围扩大到本人及配偶双方父母自住住房加装电梯等改造。 	家居行业； 家装行业； 建材行业； 消费基础设施行业

资料来源：商务部官网，中信证券研究部

总体而言，我们认为虽然政策执行有待进一步细化，但政策指明了老房消费的巨大潜力，也细化了挖掘这些潜力的具体方向，阻碍这些潜力释放的可能因素。和历史政策不同，我们认为这一政策既带来眼下相关产业业务的增量，也可能久久为功积累老房消费的中长期业务机会。政策所鼓励的方向不一定 100%都成为时代的风口，但很可能有不少细分业务方向在政策的鼓励之下做大做强。

■ 老房消费业务机会之一：住宅物业管理

住宅物业管理公司受益于老房消费加码

物业管理公司是大量老房消费相关业务活动的组织者，也是大量老房消费相关产品和服务的提供者。物管公司受益于老房消费相关政策的渠道，主要是：

1、新的业务增长点。装修等业务本来就是物业管理公司重要的盈利增长点，尤其是旧房局装业务领域，物管公司的优势比较明显。在政策加持之下，物业管理公司很可能进一步加速相关业务的发展。

2、规范空间的利用，提升业主的满意度。例如，历史上业主在装修时旧家具家电没有地方存放，可能也乐于少量付费寄存。与此同时，物业管理公司往往在社区有闲置的物业管理用房空间。但由于物业管理用房不是商业用房，其利用存在一定难度。在政策加持的情况下，我们预计类似痛点可以得到一定的解决，居民和企业可以获得双赢。

3、品牌物业管理公司的竞争优势进一步增强。老房消费时代，居民在社区端的消费需求被不断细化，只有个别公司有能够提供或者推荐相关服务，也只有品牌企业有能力为服务背书。例如，对于局装之类产品而言，物业管理的售后背书相当重要，但也只有品牌企业有可能提供类似服务，这反过来可能加大品牌物管企业的竞争优势。

表 11：物管公司和家居鼓励政策的具体结合点

政策鼓励的领域	物业管理公司的可能角色	现状
绿色家居产品销售	家居产品销售的渠道	美居业务目前是部分物业管理公司的重要业主增值服务，部分公司美居业务贡献 2022 年总收入 2-6%，但目前美居业务大多在新房交付时开展，老房业务流程复杂、占比少。
智能家电，安防，照明，睡眠，康养，娱乐等家居产品	利用亲近社区的天然优势，销售相关产品	目前 To C 的家居产品销售业务占比很小
家居适老化打造	提供相关产品和服务	绿城服务在养老方面有一定的探索成绩
线上家居服务平台，互联网+家装，旧房装修，局部升级改造	装修服务是物业管理公司核心增值服务项目，局装领域具备天然优势。未来可能利用政策东风，进一步加速相关业务发展	万物云的局装业务快速发展，我们预计 2023 年公司相关业务同比增速远超整体营收增速。相比整装而言，物业管理公司在局装改造领域优势更为明显。
社区便民服务，洗染店，维修点，再生资源回收点进社区	部分增值服务，部分是为了提升满意度而付出的成本	优质品牌物业管理公司普遍重视增加小区优质服务供给。
家电家具临时存放场所	物业管理公司可以有效利用物业管理用房等闲置空间提供家具家电临时存放服务，并取得微利，鼓励居民开展装修	如相关政策可以放开支持，物业管理公司可能加快装修等业务的发展
废旧物资循环利用，装修垃圾投放	物业管理公司的重要服务内容，和业主公约密切相关	构筑必要的服务门槛，提供品质在线的装修等服务，避免劣币驱逐良币，探索新的增长点

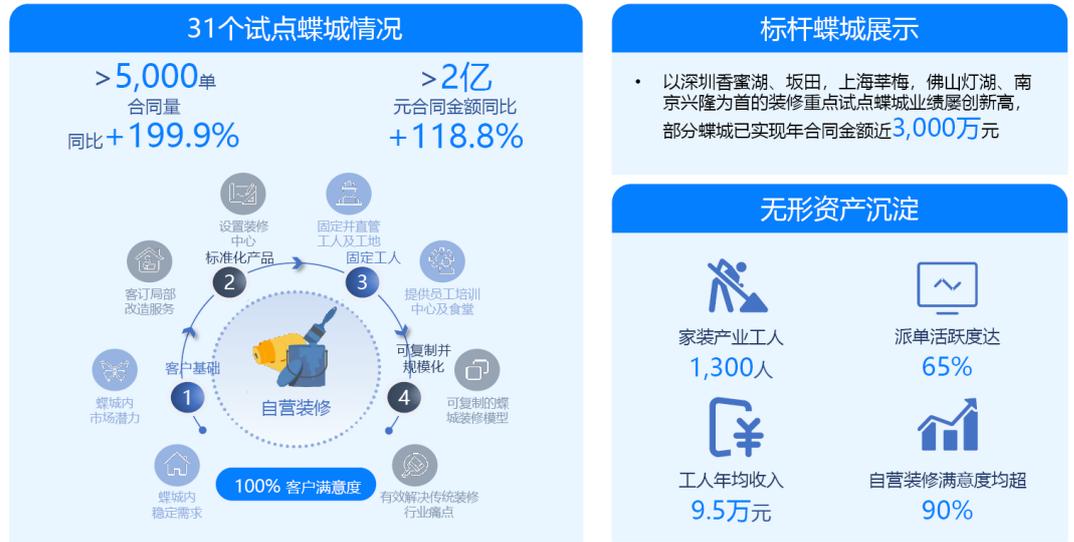
资料来源：相关公司公告，中信证券研究部

表 12：部分企业的家装业务发展情况

企业	发展情况
万物云	2022 年，公司在 31 个试点蝶城内实现人民币 2.1 亿元签约合同额，同比增长 118.8%，满意度超过 90%
保利物业	2022 年，实现美居收入 5.6 亿元，同比增长 33%
滨江服务	2022 年，实现优居收入 1.2 亿元（2021 年 600 万元）

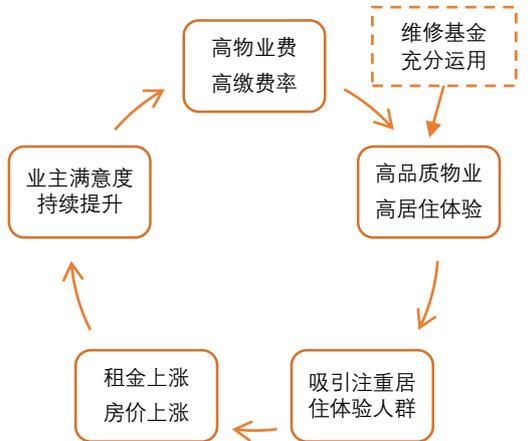
资料来源：各企业公告，中信证券研究部

图 23: 万物云家装业务开展情况



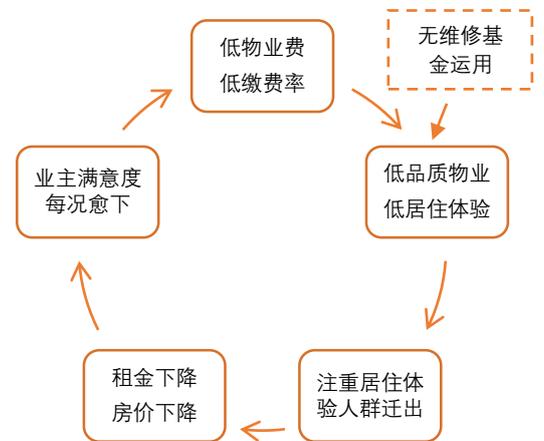
资料来源: 万物云公告, 中信证券研究部

图 24: 高品质小区的正向循环



资料来源: 中信证券研究部绘制

图 25: 低品质小区的负向循环



资料来源: 中信证券研究部绘制

住宅物业管理即将实现和开发企业的充分脱钩, 走向蓝海

物业管理企业是直接面向存量房管理的企业。存量住宅市场容量巨大, 根据我们的测算, 当前存量住宅面积 390 亿平 (我们在 2019 年曾测算中国住房存量 370 亿平, 后续按住宅竣工面积逐年增加)。我们预计, 2023 年物业管理规模达到 1.5 万亿元, 其中住宅物业管理规模达到 6700 亿元, 这里绝大多数都是存量市场。

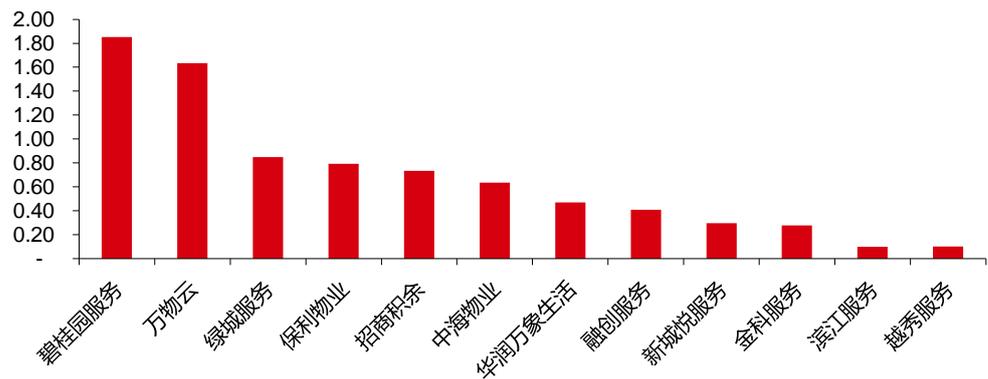
表 13：中国物业管理行业市场空间测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
住宅物业管理面积 (亿平)	377	384	390	397	404	411	418	425	432	439	446
假设物业费 (元/月/平米)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.51	1.51	1.51	1.51	1.52	1.52
物业费 YoY	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.12%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
物管覆盖率	83%	88%	92%	94%	96%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
住宅物业规模 (亿元)	5,643	6,058	6,467	6,736	7,009	7,216	7,350	7,484	7,618	7,753	7,889
YoY	7.5%	7.3%	6.8%	4.2%	4.1%	2.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
非住物业规模 (亿元)	5,499	5,741	5,988	6,242	6,506	6,775	7,035	7,284	7,520	7,741	7,946
YoY	4.50%	4.40%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	3.8%	3.5%	3.2%	2.9%	2.6%
社区增值服务每平方米收入 (元/月/平米)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
YoY	15%	15%	10%	10%	10%	10%	8%	6%	4%	2%	2%
社区增值服务规模 (亿元)	1,572	1,843	2,060	2,308	2,583	2,891	3,175	3,422	3,617	3,750	3,885
行业总规模 (亿元)	12,714	13,641	14,515	15,287	16,099	16,882	17,560	18,190	18,756	19,244	19,720
YoY	7.2%	7.3%	6.4%	5.3%	5.3%	4.9%	4.0%	3.6%	3.1%	2.6%	2.5%

资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

物业管理企业未来的主要发展趋势是提升市占率，而在住宅物业管理领域市占提升的主要途径是面向存量住宅市场的拓展。我们测算，当前最大的物业管理企业市占率也依然不足 2%。我们选取的 12 家头部样本企业，2022 年市占率总和为 8.1%。以住房市场的视角来看，存量房交易地位正在迅速提升，意味着居民对于资产保值增值的需求在快速释放，这将进一步刺激居民趋向于更换并选择更具品牌美誉的物业，同时，居民对于物权的重视、以及对于美好生活的需求，都将激发头部物业管理企业的市占提升潜力。

图 26：头部企业 2022 年市占率 (%)



资料来源：各公司公告，中信证券研究部测算，注：统一以基础物业服务 and 社区增值服务收入（而非全公司收入）为基础测算，由于企业酬金制比例各不相同，我们无法准确测算每家企业的真实市占情况

物业管理板块经过 2 年的左右时间的调整，即便是一些运营稳健、报表质量高的企业当前 PE 水平也滑落到过去 2 年的 4-8%分位数。一些年复合业绩增速普遍在 20%以上的纯物业管理公司，当前估值却只有 9 倍-15 倍。我们认为，市场还是在担心房地产公司和物业管理公司的强关联。

我们相信，2023 年是物业管理行业和房地产企业彻底完成业务脱钩，走向独立发展的年份。物业管理公司的独立性可以体现在诸多领域：

- 1、开发商直接相关的非业主增值服务占比越来越低，我们统计，到 2022 年相关业务占比只有 17% (vs. 2021 年 26%)，预计 2023 年还会明显下降。案场服务不再是物业管理公司重要收入来源。
- 2、新签约开发商新房项目占公司总饱和收入的比例越来越低。这一方面是存量拓展占比开始提高，另一方面是非居业态占比在不断提高。例如，我们预计万物云在 2023 年上半年的住宅领域饱和收入拓展环节，存量房占比要超过六成。
- 3、即便是部分开发企业出现债务展期，经营十分困难，其关联的物业管理公司也往往保持了业务持续发展，即存量项目的持续品质运维和增量项目的持续拓展。例如，金科服务在 2023 年上半年运营态势十分稳健，融创服务也在继续拓展新项目。我们预计，一些企业甚至可能出现品牌脱钩，和开发商的联系可能只剩下股权方面的关联。
- 4、物业管理公司的分红率有望稳步提升，行业会逐渐接近轻资产行业本色。

■ 老房消费业务机会之二：家居消费

这里的家居消费，指的是市场通常说的狭义家居消费，并不包括电梯安装、装修建材等领域的广义家居消费。

政策有望激发存量翻新需求潜力，家居板块消费属性料逐步加强。家居零售需求主要包含三块：新房需求、二手房需求和在住房改造需求，前两者可以合并统称为交易性房屋需求。根据我们的家居零售需求测算模型，2023 年新房需求、二手房需求和在住房改造需求金额为 8,743 亿/3,182 亿/11,916 亿元，占家居零售需求的比例为 33.1%/12.0%/45.1%，在住房改造已成为家居零售最大的需求来源，且体量与交易性房屋需求基本持平，行业存量市场特征愈发明显。

从实际观测来看，现有家居上市公司收入结构中，在住房改造的收入贡献并不高，如定制家居来自旧房改造相关的收入占比普遍在 10%~20%、软体家居占比在 20%~30%，均低于行业平均水平，主要系：1) 交易性房屋市场获客方式更为直接，且客单值天花板更高，上市家居公司普遍在该市场仍有份额提升空间，因此当前重心继续放在交易性房屋市场；2) 在住房改造客户的产品选择、服务模式、引流手段，较交易性房屋市场客户均有所不同，因此对家居公司的产品研发、运营效率、营销策略提出了新的要求，商业模式亟待创新才能更好挖掘在住房改造需求。

我们认为政策着力点在于促进家居存量翻新需求释放。从敏感性测试结果来看，在住房改造单套家居消费金额提升 10%，可拉动 2023 年家居零售需求增速提高 4.2pcts。此外

政策引导下，在住房翻新频率亦有可能加快，若翻新周期从 15 年下降到 13 年，其余条件不变情况下，预计家居零售需求增速能提高 6.5pcts。由此可见旧房改造市场的激活，对家居零售需求的提振意义明显。

表 14：2023 年家居零售需求测算模型（新房部分）

需求分类	新房需求（新增城镇住宅需求）					
	商品住宅交付数量（万套）		516	其他新房	408	
假设条件	一手精装占比（%）	30%	一手毛坯占比（%）	70%		
	一手精装（万套）	155	一手毛坯（万套）	361		
	精装消费金额（万元/套）	6	毛坯消费金额（万元/套）	16	消费金额（万元/套）	5
	需求（亿元）	928	需求（亿元）	5,777	需求（亿元）	2,038
汇总（亿元）					8,743	
占比					33.1%	

资料来源：中信证券研究部测算

表 15：2023 年家居零售需求测算模型（其他部分）

需求分类	二手房需求		存量改造需求		其它需求	
	二手房成交数量（万套）	362	存量住宅数量（万套）	36,293	商业营业用房、办公楼等	
假设条件			翻新频率（年）	15		
			年均改造数量（万套）	2,395		
	消费金额（万元/套）	8.8	消费金额（万元/套）	5		
	需求（亿元）	3,182	需求（亿元）	11,916	需求（亿元）	2,578
汇总（亿元）	3,182			11,916	2,578	
占比	12.0%			45.1%	9.8%	

资料来源：中信证券研究部测算

表 16：家居零售需求增速敏感性测算（商品住宅交付量增速&二手房成交量增速）

敏感性分析	商品住宅交付量增速（%）							
	-50%	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	
二手房成交量增速（%）	-38%	-18.7%	-15.8%	-12.8%	-9.8%	-6.8%	-3.9%	-0.9%
	-28%	-17.5%	-14.6%	-11.6%	-8.6%	-5.7%	-2.7%	0.3%
	-18%	-16.4%	-13.4%	-10.4%	-7.4%	-4.5%	-1.5%	1.5%
	-8%	-15.2%	-12.2%	-9.2%	-6.2%	-3.3%	-0.3%	2.6%
	2%	-14.0%	-11.0%	-8.1%	-5.0%	-2.1%	0.8%	3.8%
	12%	-12.8%	-9.8%	-6.9%	-3.9%	-0.9%	2.0%	5.0%
	22%	-11.6%	-8.7%	-5.7%	-2.7%	0.2%	3.2%	6.2%

资料来源：中信证券研究部测算

表 17：家居零售需求增速敏感性测算（商品住宅交付量增速&存量住宅翻新周期）

敏感性分析	商品住宅交付量增速（%）						
	-50%	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%
翻新周期 9	13.0%	16.0%	19.0%	22.0%	24.9%	27.9%	30.8%

(年)	11	0.2%	3.2%	6.1%	9.2%	12.1%	15.0%	18.0%
	13	-8.7%	-5.7%	-2.7%	0.3%	3.2%	6.2%	9.1%
	15	-15.2%	-12.2%	-9.2%	-6.2%	-3.3%	-0.3%	2.6%
	17	-20.2%	-17.2%	-14.2%	-11.2%	-8.3%	-5.3%	-2.3%
	19	-24.1%	-21.1%	-18.1%	-15.1%	-12.2%	-9.2%	-6.3%
	21	-27.3%	-24.3%	-21.3%	-18.3%	-15.4%	-12.4%	-9.5%

资料来源：中信证券研究部测算

表 18：家居零售需求增速敏感性测算（单套交易性房屋&在住房改造平均家居消费金额增速）

敏感性分析	单套在住房平均消费金额增速 (%)							
	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	
单套交易性 房屋平均消 费金额增速 (%)	-15%	-18.9%	-16.8%	-14.7%	-12.6%	-10.5%	-8.3%	-6.2%
	-10%	-16.8%	-14.7%	-12.6%	-10.5%	-8.3%	-6.2%	-4.1%
	-5%	-14.7%	-12.6%	-10.4%	-8.3%	-6.2%	-4.1%	-2.0%
	0%	-12.6%	-10.4%	-8.3%	-6.2%	-4.1%	-2.0%	0.1%
	5%	-10.4%	-8.3%	-6.2%	-4.1%	-2.0%	0.1%	2.2%
	10%	-8.3%	-6.2%	-4.1%	-2.0%	0.1%	2.2%	4.4%
	15%	-6.2%	-4.1%	-2.0%	0.1%	2.2%	4.4%	6.5%

资料来源：中信证券研究部测算

我们判断符合以下条件的家居公司将充分受益政策后续展开：

1) 渠道布局完善：为了让政策红利惠及更广泛的消费群体，家居相关企业渠道布局的广度和深度是核心影响因素，渠道布局更为完善和全面的家居品牌公司，在本轮促家居消费释放过程中将受益更明显。另外家居卖场作为重要消费场景，在产业链中具备连接上下游的能力，有望成为政策实施的主要载体。

图 27：2022 年末各上市家居公司门店数



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：敏华控股为 FY2023 年报数据（不含并购门店）

2) 产品研发领先：产品环保性是此前制约在住房改造需求释放的因素之一，有一定比例的旧房消费者，考虑到翻新过程中若潜在的居住中断时间过长（施工+晾房时间），消

费意愿会被压制，因此为了更好激发此类消费者需求释放，家居产品的材料选择和健康属性将成为关键考量，预计环保家居受到政策支持力度会更大。此外适老型产品、智能化产品以及满足不同线城市需求的差异化产品，给家居公司产品研发带来了更多考验。品类布局越全面、产品矩阵越丰富的家居公司，能更好满足存量翻新客户的需求。

表 19：定制家居公司产品拓展情况

公司名称	品类拓展时间轴							
欧派家居	1994 年 整体橱柜	2003 年 整体卫浴	2006 年 整体衣柜	2010 年 定制木门	2014 年 全屋定制	2015 年 厨房电器	2018 年 金属门窗	2019 年 成品配套
索菲亚	2003 年 定制衣柜	2010 年 易福诺地板	2013 年 全屋定制	2014 年 定制橱柜	2017 年 定制木门& 窗帘	2021 年 整屋电器& 整屋墙板		
志邦家居	1998 年 整体橱柜	2015 年 全屋定制	2018 年 定制木门	2021 年 软装墙布& 卫阳空间				
好莱客	2002 年 整体衣柜	2014 年 全屋定制	2018 年 定制橱柜&定 制木门	2019 年 成品配套				
金牌厨柜	1999 年 整体橱柜	2017 年 整体衣柜	2018 年 定制木门	2020 年 智能家居& 厨电业务& 卫浴阳台				
皮阿诺	2005 年 定制橱柜	2012 年 定制衣柜						
我乐家居	2005 年 整体橱柜	2015 年 全屋定制	2021 年 高端门墙系统					

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：整体衣柜和定制衣柜概念相同，整体橱柜和定制橱柜亦然。

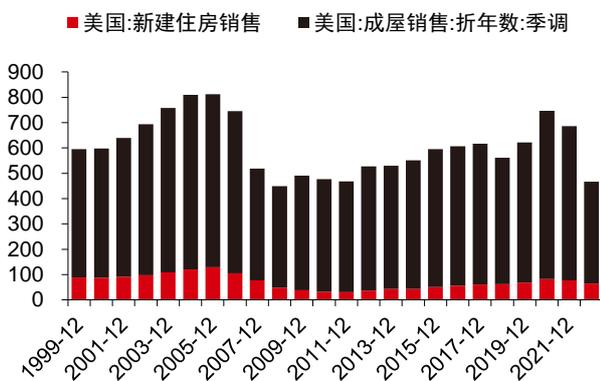
3) 模式创新前瞻：旧房市场的获客方式与交易性房屋有较大差异，对服务效率也提出了更高要求，家居公司需要针对性的进行变革创新并积累经验，才能更好把握在住房改造需求崛起的机遇。旧房改造若不涉及硬装改动，软体和成品家居会直接受益；若涉及硬装改动，功能空间（包括厨房和卫浴）则会成为流量入口，潜在客单值也会更高。头部定制及卫浴公司已开始积极布局厨卫空间翻新业务，例如欧派家居推出 10 日旧厨翻新、与燃气公司合作引流等，箭牌家居针对旧房推出微装计划和 24 小时换新服务，有望在本轮政策落地过程中率先受益。

投资建议：政策有望推动存量翻新需求崛起，地产拉动行业的贡献料趋弱，家居行业消费属性预计将不断增强，此过程中旧的发展模式瓶颈突显，更应关注模式创新和新业务拓展成效。我们认为渠道综合管控能力更强、产品力更出色、对挖掘存量需求有前瞻布局的家居公司，后续将引领行业集中度提升。兼顾政策获益力度和中长期发展趋势，家居产品品牌公司推荐欧派家居、箭牌家居、志邦家居、索菲亚、敏华控股、慕思股份，建议关注顾家家居、喜临门；家居卖场推荐居然之家。

老房消费业务机会之三：消费建材

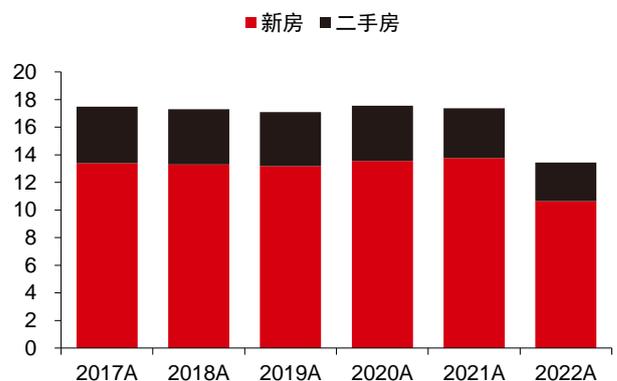
我国存量房占比或将提升。当前我国房地产正处于深度调整阶段，国家统计局公布的数据显示，2023年上半年房地产开发投资完成额为58,550亿元，同比下降7.9%。这意味着在建设高峰期过后，我国房地产正逐步转向存量房时代。借鉴美国房地产的发展历史，自2005年后，新建房数量逐渐下降，而二手房交易逐渐占据主导地位，约占房屋成交数量的85%以上。根据贝壳研究院的数据，我国当前二手房交易占比约在20%以上，相比之下未来提升空间较大。

图 28：美国新房二手房成交数据（千套）



资料来源：Wind，中信证券研究部

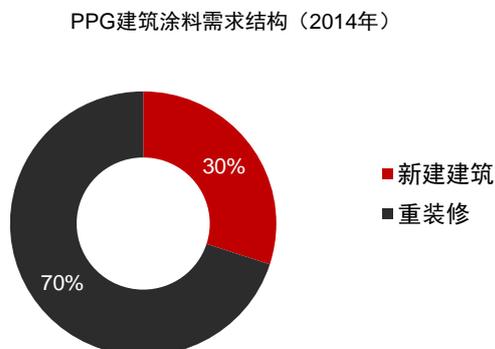
图 29：贝壳新房及二手房成交数据（百万套）



资料来源：贝壳研究院，中信证券研究部

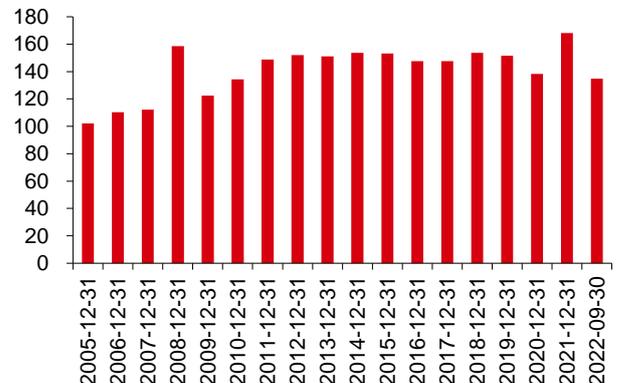
存量房装修为建筑材料提供新的增长需求。我国许多老旧房屋存在着内部空间设计不合理、建材质量受损等问题。随着居民对美好生活需求的不断提高，旧房装修成为优化空间功能布局、修补质量问题的有效途径，同时也为建筑材料市场带来了新的需求。以北美涂料巨头 PPG 公司为例，其 2014 年建筑涂料需求中有 70% 来自旧房装修，并且在美国二手房市场保持稳定的情况下公司收入规模也一直保持在较高水平。同样地，在我国，随着存量房装修市场的不断扩大，建筑材料行业也将面临更多的机遇。

图 30：北美涂料巨头 PPG 建筑涂料需求中 70% 来自于重装修



资料来源：PPG 官网，中信证券研究部

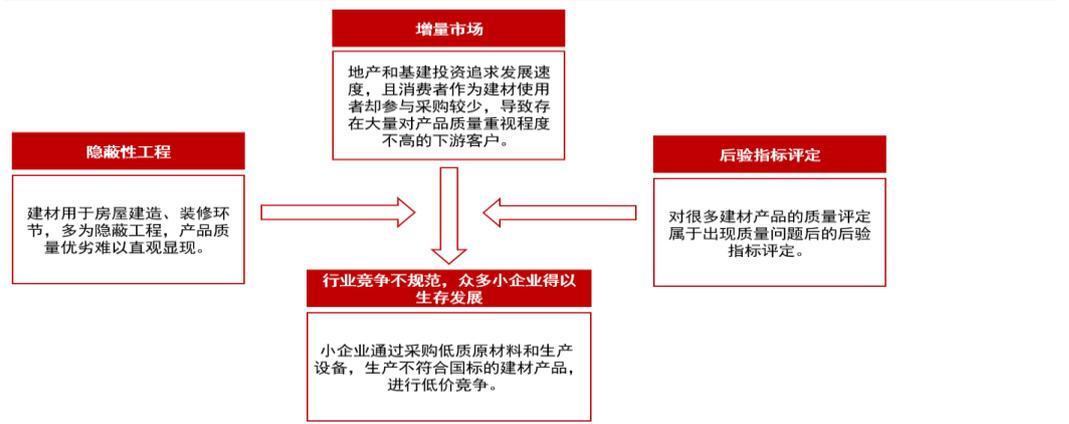
图 31：PPG 公司收入规模（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

高质量建筑材料的需求带动市场份额向行业龙头企业集中。由于建筑材料行业的地域性、隐蔽性，以及过去消费者对产品质量重视程度低等因素，导致小型企业数量众多，市场集中度低。但随着政策对于建材质量的高要求和消费者对质量的日益重视，小作坊式的企业难以满足高质量标准，逐步面临淘汰的局面，市场份额也将向能够提供高质量建材的龙头企业集中。

图 32：增量市场背景下，建材的隐蔽性工程属性和质量的后验评定导致了行业内小企业众多



资料来源：中信证券研究部绘制

绿色建材将进一步推动渗透率的提升。根据工信部《绿色建材评价标识管理办法》（2014），绿色建材是指在全生命周期内可减少天然资源消耗和减轻对生态环境影响，具有“节能、减排、安全、便利和可循环”特征的建材产品。其符合我国低碳环保政策的要求，如节能玻璃和门窗系统能够保温、隔热、遮阳，实现建筑节能。根据工信部数据，2022 年我国绿色建材产品的营业收入为 1700 亿元左右，同比增长超过 20%，发展速度快且发展潜力大。2023 年 3 月，工信部、住房和城乡建设部等六部门发布关于开展 2023 年绿色建材下乡活动的通知，以加快绿色建材在农村等区域的推广。

表 20：绿色建材的基本特点

环节	特征
原料采取	所用原料尽可能少用天然资源,大量使用尾矿、废渣、垃圾、废液等废弃物。
生产过程	采用低能耗制造工艺和无污染环境的生产技术。不使用甲醛、卤化物溶剂或芳香族碳氢化合物，产品中不得含有汞及其化合物，不得用铅、镉、铬等种金属及其化合物的颜料和添加剂。
应用过程	产品的设计是以改善生产环境、提高生活质量为宗旨。即产品不仅不损害人体健康，而应有益于人体健康，产品具有多种功能，如抗菌、灭菌、防霉、除臭、隔热、阻燃、防火、调温、调湿、消磁、防射线、抗静电等。
回收利用	产品可循环或回收再利用，或是不污染环境的废弃物。

资料来源：中国建筑节能展微信公众号，中信证券研究部

本次关于促进家居消费若干措施的通知从旧房装修和绿色建材两方面促进消费建材的发展：1) 支持装修等领域经营主体拓展居家适老化改造业务。鼓励企业开展旧房翻新设计大赛，展示升级改造优秀案例，打造旧房装修和局部改造样板间，推出价格实惠的产品和服务套餐，满足多样化消费需求。2) 鼓励有条件的地区对居民购买绿色家电、绿色家具、绿色建材等绿色家居产品给予支持。支持装修等领域经营主体拓展居家适老化改造业务。

家居消费携手旧房装修，有望促进消费建材的需求提升。政策对产品高质量的要求以及消费者对环保、安全的重视，预计将有利于行业集中度的提升。在我国存量房时代，预计旧房装修将刺激消费建材迎来新一轮需求增长，我们推荐东方雨虹、伟星新材、北新建材、坚朗五金、蒙娜丽莎、东鹏控股、兔宝宝，建议关注东易日盛、德才股份。

■ 风险因素

老房消费的后续政策出台力度和速度不及预期，各地落实推广相对迟缓的风险。很多老房消费相关行业也和新房竣工相关，新房竣工增速可能在 2024 年之后转为下降的风险。存量市场需求增长不达预期的风险。消费家居行业竞争加剧的风险。居民消费能力减弱的风险。

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；韩国市场以科斯达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

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。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

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@clsa.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。