

行业回归理性发展，长期成长逻辑未变

强于大市 (维持)

——物业管理行业深度报告

2023年04月20日

行业核心观点:

过去几年，物业管理行业经过快速的规模扩张后，2022年物业管理公司受房地产行业信用风险以及整体经济环境影响较大，更多公司的发展重心向公建领域倾斜，导致公建领域竞争亦加剧。展望2023年，物业管理公司对规模增长的诉求回归理性，追求高质量发展。物业管理行业空间广阔，优质头部物业管理公司集中度提升以及行业增长带来的长期成长逻辑未变，行业轻资产及良好的现金流等特点未变，多元化增值服务潜在成长空间未变，建议积极关注优质的头部物业管理公司。

投资要点:

企业规模增速显著下降，对规模诉求回归理性: 选取的12家样本物管企业的合约规模合计达到60.38亿平方米，同比增长11.5%，较上年增速下降32.7pct；在管规模达到38.78亿平方米，同比增长15.4%，较上年增速下降39.8pct，合约规模/在管规模约为1.56，较上年下降0.05。

受房地产行业下行等因素影响，非住领域竞争更趋激烈: (1) 2022年非住在管面积占比仍呈现小幅提升趋势。房地产开发行业下行，物业管理公司持续向公建领域倾斜。近三年，非住宅占比整体呈上涨趋势，选取的12家样本物业管理企业平均非住宅管理面积占比从39.67%提升至40.72%；

(2) **第三方拓展在管面积占比保持小幅提升。** 根据我们统计的主要样本物管公司第三方外拓面积占比情况来看，2022年平均达到62%，较上年提升3pct，增幅明显下降。

2022年物业管理行业收并购明显降温，市场化外拓仍是企业成长的核心手段: 在2022年疫情防控和地产行业下行等因素影响下，物管企业并购规模大幅降低，物业管理公司对收并购趋于谨慎，标的的选择更倾向于补短板，增强竞争力。我们认为部分核心物业管理公司已逐步实现独立化和市场化运营，未来市场化外拓尤其收并购仍是未来行业整合的主要方式，但是会更加理性运用。

营收增速虽降但仍达到20%+,但受信用/商誉减值影响利润表现: 2022年，17家样本物管企业营业收入同比增长20.82%，同比增速降低28.22pct，由于房地产行业信用风险以及整体经济环境影响下，应收账款减值以及商誉减值风险上升，行业整体毛利率、净利率明显下降。

2022年四季度基金重仓个股配置有所分化: 从整体来看，在2022年四季度核心物管个股普遍获得增持，碧桂园服务、华润万象生活、绿城管理控股、保利物业等个股2022年四季度环比增持明显；招商积余2022年四季度遭到减持，绿城服务2022年持续被减持。

风险因素: 业务外拓不及预期；增值服务拓展不及预期；收并购整合不及预期；应收账款风险；信用减值风险；人员成本超预期上涨风险等。

行业相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

销售、竣工持续修复

居民中长期贷款高增

土地市场仍处低位，土地供应持续缩减

分析师:

潘云娇

执业证书编号:

S0270522020001

电话:

02032255210

邮箱:

panyj@wlzq.com.cn

正文目录

1 企业规模诉求回归理性，规模增速显著下降	4
1.1 整体合约及在管规模增速显著下降.....	4
1.2 非住宅领域仍是企业间竞争的核心领域.....	5
2 并购热潮明显降温，现金流有所下降	6
2.1 物管公司收并购热潮降温.....	6
2.2 部分企业商誉出现减值.....	7
2.3 多数企业在手现金下降，应收账款增加明显.....	8
3 业绩增速大幅下降，盈利能力下降	9
3.1 物业管理公司业绩增速大幅下降.....	9
3.2 企业单位面积创收能力维持稳健.....	11
3.3 社区增值服务收入占比有所下滑.....	12
3.4 平均毛利率、净利率大幅下降.....	13
3.5 关联房企回款困难导致信用减值风险大幅上升.....	15
3.6 降本增效仍是物业管理行业长期主题.....	15
3.7 财务销售费用控制稳定，管理费用有所上升.....	16
4 基金重仓个股配置比例有所分化	16
5 估值与投资建议	17

图表 1: 12 家样本物业管理公司合约规模和 在管规模 (亿平方米, 左轴; 合约规模/ 在管规模, 右轴)	4
图表 2: 2022 年样本物业管理公司合约规模增速 (%)	4
图表 3: 2022 年样本物业管理公司在管规模增速 (%)	4
图表 4: 样本公司住宅与非住宅在管面积占比 (%)	5
图表 5: 样本公司第三方拓展的在管面积占比 (%)	6
图表 6: 2022 年收并购核心事件整理	6
图表 7: 物业管理公司商誉变动情况 (亿元)	7
图表 8: 样本物业管理公司商誉减值情况 (亿元)	7
图表 9: 物业管理公司 在手现金变动情况 (亿元)	8
图表 10: 部分物业管理公司 应收账款显著增加 (亿元)	8
图表 11: 样本物业管理公司 应收账款占营业收入比重情况	9
图表 12: 17 家物业管理公司 整体营业收入同比增速 (%)	9
图表 13: 17 家物业管理公司 营业收入同比增速比较 (%)	10
图表 14: 17 家物业管理公司 整体净利润同比增速 (%)	10
图表 15: 17 家物业管理公司 归母净利润同比增速比较 (%)	11
图表 16: 主要物业管理公司 单位创收情况 (以社区增值收入与 基础物业收入与在管面积 比值估算, 单位: 元/平方米)	11
图表 17: 2022 年主要物业管理公司 基础物业收入与增值服务收入 占比 (%)	12
图表 18: 物业管理公司 增值服务收入增速情况 (%)	13
图表 19: 主要物业管理公司 整体毛利率 (%)	13
图表 20: 主要物业管理公司 整体净利率 (%)	13
图表 21: 部分物业管理公司 基础物业毛利率情况 (%)	14
图表 22: 部分物业管理公司 社区增值服务毛利率情况 (%)	14
图表 23: 样本物业管理公司 综合毛利率与净利率变动情况	14

图表 24: 样本公司历年信用减值损失计提规模 (亿元)	15
图表 25: 样本公司单位在管面积员工成本比较 (元/平方米)	15
图表 26: 样本物管公司平均期间费用率变动情况 (%)	16
图表 27: 样本物管公司各项费用率均值变动情况 (%)	16
图表 28: 2022 年末基金重仓持有物业管理行业主要个股情况 (%)	17
图表 29: 物业管理公司估值情况 (%)	17

我们对港股申万行业分类(2021)中房地产板块三级分类物业管理行业¹以及A股中招商积余与新大正的2022年年度业绩进行汇总分析如下:

1 企业规模诉求回归理性, 规模增速显著下降

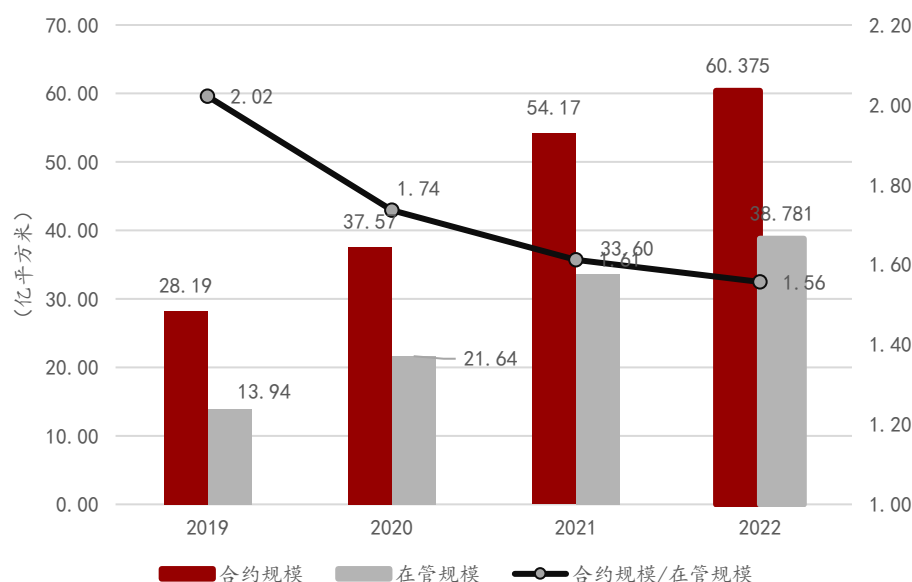
1.1 整体合约及在管规模增速显著下降

行业在管规模和合约规模增速显著下降。选取的12家自2019年有连续合约规模和管规模披露数据的主流样本物管企业, 这12家物管企业合约规模合计达到60.38亿平方米, 同比增长11.5%, 较上年增速下降32.7pct; 在管规模达到38.78亿平方米, 同比增长15.4%, 较上年增速下降39.8pct。12家样本物管企业的合约规模/在管规模约为1.56, 较上年下降0.05。

其中合约规模位于行业前列的是碧桂园服务(16.02亿平方米)、保利物业(7.72亿平方米)、绿城服务(7.63亿平方米)、雅生活服务(7.32亿平方米)、融创服务(3.93亿平方米)。

在管规模和合约规模增速居前的物管企业分别是华润万象生活(在管和合约面积增速分别为76.58%和80.74%)、卓越商企服务(在管和合约面积增速分别为30.49%和23.24%)、保利物业(在管和合约面积增速分别为23.81%和17.57%)、绿城服务(在管和合约面积增速分别为26.31%和17.08%), 收并购与第三方外拓仍是实现规模大幅提升的主要原因; 在管规模增速较低的分别是合景悠活和金科服务, 增速分别是4.56%和6.98%。

图表1: 12家样本物业管理公司合约规模和管规模(亿平方米, 左轴; 合约规模/在管规模, 右轴)

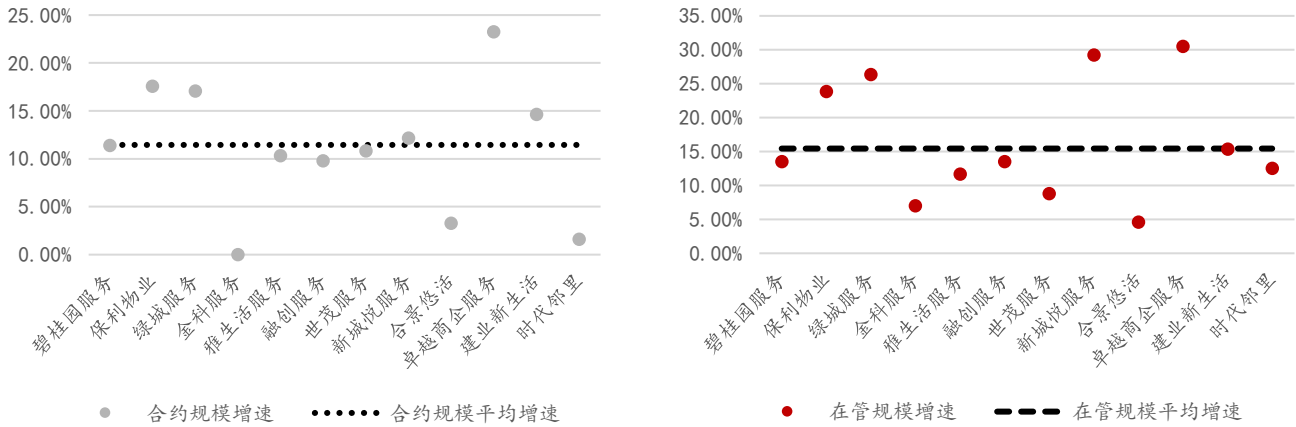


资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表2: 2022年样本物业管理公司合约规模增速 (%)

图表3: 2022年样本物业管理公司在管规模增速 (%)

¹ 其中本报告中旭辉永升服务、彩生活与恒大物业尚未披露年报故未纳入其中。



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

1.2 非住宅领域仍是企业间竞争的核心领域

非住宅在管面积占比提升幅度趋缓。房地产开发行业下行，物业管理公司持续向公建领域倾斜。近三年，非住宅占比整体呈上涨趋势，选取的12家样本物业管理企业平均非住宅管理面积占比从2020年的39.67%提升至2022年的40.72%，但整体增幅趋缓。

2022年，雅生活服务、保利物业、招商积余、卓越商企服务的在管面积中非住宅业态占比较高，均在50%以上，卓越商企服务占比最高（64.50%）；金科服务、融创服务非住宅占比比较低，均在20%以内。

与上年同期相比，12家有可比数据的物管企业中的3家非住宅占比明显提升，时代邻里非住宅占比降低了11.80pct，主要由于公司并购趋于谨慎，来自第三方新增非住项目规模下降，来自关联方房企的住宅类项目维持稳定增长。

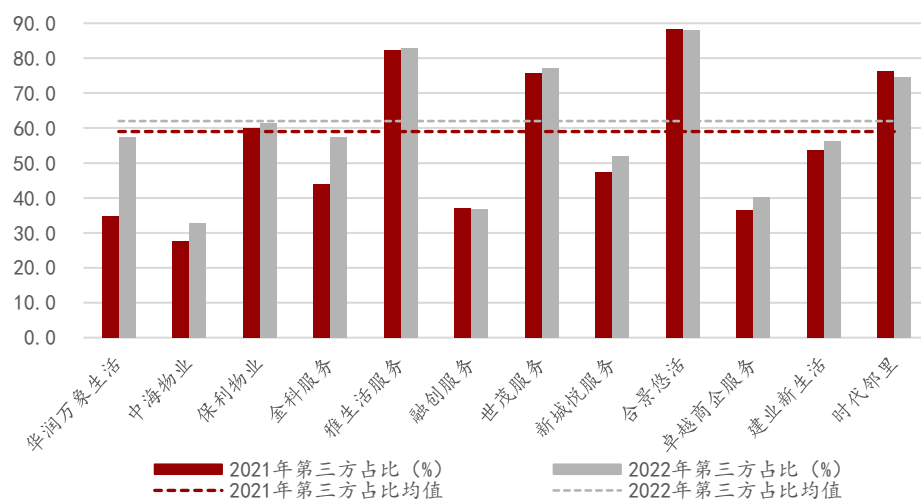
图表4：样本公司住宅与非住宅在管面积占比（%）

证券简称	2020		2021		2022	
	住宅占比	非住宅占比	住宅占比	非住宅占比	住宅占比	非住宅占比
中海物业	89.20%	10.80%	77.20%	22.80%	75.50%	24.50%
保利物业	44.10%	55.90%	45.00%	55.00%	43.90%	56.10%
绿城服务	78.10%	21.90%	78.70%	21.30%	71.70%	28.30%
金科服务	82.80%	17.20%	81.80%	18.20%	81.80%	18.20%
雅生活服务	40.40%	59.60%	42.50%	57.50%	43.60%	56.40%
融创服务	77.50%	22.50%	80.70%	19.30%	81.50%	18.50%
世茂服务	59.50%	40.50%	57.70%	42.30%	54.10%	45.90%
新城悦服务			81.10%	18.90%	74.20%	25.80%
合景悠活	69.95%	30.05%	48.13%	51.87%	50.40%	49.60%
卓越商企服务	29.70%	70.30%	34.00%	66.00%	35.50%	64.50%
时代邻里	32.40%	67.60%	46.20%	53.80%	58.00%	42.00%
招商积余	50.36%	49.64%	41.08%	58.92%	41.16%	58.84%
平均值	60.33%	39.67%	59.51%	40.49%	59.28%	40.72%
中位数	59.50%	40.50%	52.92%	47.08%	56.05%	43.95%

资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

市场化项目拓展趋于谨慎，第三方拓展在管面积占比小幅提升。根据我们统计的主要样本物管公司整体的第三方外拓面积占比情况来看，2022年第三方外拓在管面积占比平均达到62%，较上年提升3pct，增幅明显下降，物业管理公司外拓更趋谨慎理智。其中雅生活服务、世茂服务、合景悠活、时代邻里第三方外拓面积占比明显高于整体均值水平。

图表5: 样本公司第三方拓展的在管面积占比 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

2 并购热潮明显降温，现金流有所下降

2.1 物管公司收并购热潮降温

收并购是物业管理公司对外扩张的重要方式之一，经过2021年的并购潮后，加之2022年疫情防控和房地产行业下行影响，2022年物管企业并购规模大幅降低。我们选取的18家样本物管企业中10家存在收并购事件，收并购交易13宗，交易金额约100.20亿元，同比减少72.33%。2022年物业管理行业并购交易主体以头部企业为主，碧桂园服务和华润万象生活收购现金代价分别占比34%和35%。资金充足的公司抓住了这一轮房地产市场下行带来的并购机会，补充短板，提升竞争力。

图表6: 2022年收并购核心事件整理

证券简称	公告日期	收购标的	收购现金代价 (亿元)	股权比例 (%)
合景悠活	2022年1月	广东特丽洁	1.65	50%
建业新生活	2022年1月	河南天明	0.34	51%
绿城管理控股	2022年1月	浙江熵里	6.00	60%
中海物业	2022年12月	广州利合	0.76	100%
卓越商企服务	2022年7月	深圳兴益	1.89	83%
华润万象生活	2022年	禹洲物业	10.58	100%
	2022年4月	中南服务	24.85	100%
金科服务	2022年6月	金科杰夫	2.91	44.44%

碧桂园服务	2022年2月	中梁百悦智佳	31.29	94%
	2022年11月	合富辉煌	2.33	21.43%
新大正	2023年4月	沧恒投资	7.88	80%
招商积余	2023年3月	汇勤物业	4.36	65%
	2022年6月	新中物业	5.36	67%

资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

2.2 部分企业商誉出现减值

并购降温下伴随着商誉规模维持相对平稳，部分公司出现减值。披露商誉信息的样本物管企业中，华润万象生活、卓越商企服务、合景悠活这3家企业商誉明显上升，其中华润万象生活2022年推进了两个较大规模的并购，商誉增长幅度最大，2022年末增至18亿元。碧桂园服务、金科服务等6家物管公司在2022年度计提商誉减值准备，尽管2022年物业管理企业对并购的态度趋于谨慎，但是仍需关注商誉规模较大的企业对被并购标的的整合与管理运营情况，警戒减值风险。

图表7：物业管理公司商誉变动情况（亿元）

	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
碧桂园服务	43.62	192.89	179.01
华润万象生活	0.00	0.00	18.05
保利物业	0.65	0.65	0.65
绿城服务	2.84	4.51	6.58
金科服务	0.00	4.10	3.57
雅生活服务	21.82	31.23	33.15
绿城管理控股	7.69	7.69	9.82
合景悠活	2.60	7.00	16.00
卓越商企服务	2.72	0.41	2.25
建业新生活	0.55	0.00	1.15
时代邻里	2.84	5.63	4.85
招商积余	25.70	25.70	31.90
新大正	0.40	0.40	0.70

资料来源：同花顺iFinD，wind，万联证券研究所

图表8：样本物业管理公司商誉减值情况（亿元）

证券简称	2022年度
碧桂园服务	17.70
金科服务	2.88
合景悠活	1.43
卓越商企服务	0.28
建业新生活	0.22
时代邻里	0.81

资料来源：各家公司年报，万联证券研究所

2.3 多数企业手现金下降，应收账款增加明显

多数企业手现金有所下降，整体现金规模相对平稳。截至2022年末，17家样本物管企业中，在手现金超过100亿元的有2家，分别是华润万象生活（125.9亿元）、碧桂园服务（112.2亿元）；在手现金超过50亿元的有1家，保利物业（89.6亿元）。17家样本物管企业中13家在手现金数量较上年有所下降。

图表9: 物业管理公司手现金变动情况（亿元）

证券简称	2019	2020	2021	2022
碧桂园服务	69.1	152.2	116.2	112.2
华润万象生活	6.1	103.1	137.0	125.9
中海物业	14.5	24.7	27.0	41.9
保利物业	65.1	74.5	76.9	89.6
绿城服务	26.4	44.4	43.1	41.8
金科服务	3.3	68.4	49.2	30.7
雅生活服务	42.1	50.6	43.9	38.0
融创服务	10.9	93.7	53.0	38.8
绿城管理控股	11.4	24.0	21.4	19.3
世茂服务	8.5	58.3	98.4	23.1
新城悦服务	13.4	18.8	25.0	19.7
合景悠活	4.2	29.6	12.3	18.5
卓越商企服务	4.5	33.1	30.1	25.6
建业新生活	5.8	22.2	22.6	20.5
时代邻里	9.7	10.5	8.1	8.1
招商积余	24.1	23.0	20.6	31.7
新大正	6.2	6.8	6.7	6.0

资料来源: wind, 万联证券研究所

部分物业管理公司应收账款大幅增加。受自身规模增长及整体行业环境等因素影响，部分物管公司整体回款速度下降，使得部分物业管理公司应收账款显著增加。

图表10: 部分物业管理公司应收账款显著增加（亿元）

证券简称	2019/12 /31	2020/12 /31	2021/12 /31	2022/12 /31	2022 年同 比变动
碧桂园服务	20.04	52.44	155.78	194.52	25%
华润万象生活	31.88	16.08	19.65	29.68	51%
中海物业	9.51	11.99	20.56	34.53	68%
保利物业	7.48	14.00	22.49	31.36	39%
绿城服务	18.41	19.90	30.55	48.40	58%
金科服务	24.88	15.75	42.10	18.35	-56%
雅生活服务	21.89	34.06	51.05	103.53	103%
融创服务	9.46	13.88	44.05	43.51	-1%
绿城管理控股	9.63	5.91	9.89	11.22	13%
世茂服务	20.04	3	43.89	43.25	13%
新城悦服务	3.63	5.93	12.17	23.02	89%
合景悠活	12.72	8.08	14.59	25.17	73%

卓越商企服务	9.32	5.62	11.36	13.19	16%
建业新生活	7.67	13.29	22.22	26.33	19%
时代邻里	2.62	6.47	14.03	11.04	-21%
招商积余	16.96	17.50	16.52	34.32	108%
新大正	2.08	2.95	4.56	6.28	38%

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: 样本物业管理公司应收账款占营业收入比重情况

证券简称	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
碧桂园服务	21%	34%	54%	46%
华润万象生活	54%	24%	22%	25%
中海物业	19%	22%	27%	30%
保利物业	13%	17%	21%	23%
绿城服务	21%	20%	24%	33%
金科服务	107%	47%	71%	37%
雅生活服务	43%	34%	36%	67%
融创服务	33%	30%	56%	60%
绿城管理控股	48%	33%	44%	42%
世茂服务	80%	46%	46%	49%
新城悦服务	18%	21%	28%	44%
合景悠活	113%	53%	45%	62%
卓越商企服务	51%	22%	33%	37%
建业新生活	44%	50%	62%	82%
时代邻里	24%	37%	52%	42%
招商积余	28%	20%	16%	26%
新大正	20%	22%	22%	24%
均值	35%	29%	39%	42%

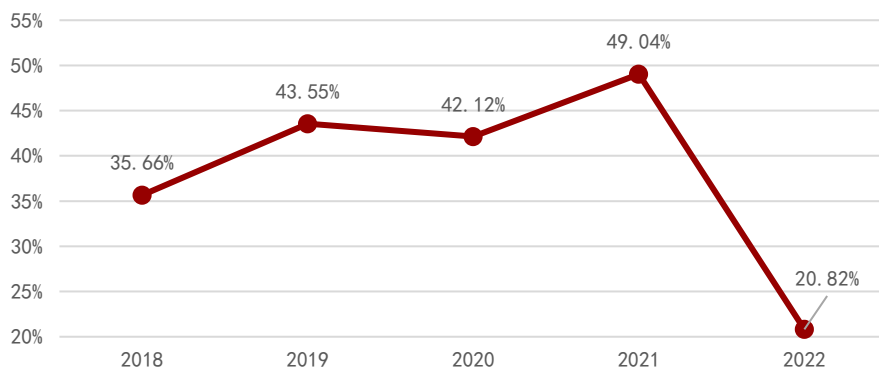
资料来源: wind, 万联证券研究所

3 业绩增速大幅下降, 盈利能力下降

3.1 物业管理公司业绩增速大幅下降

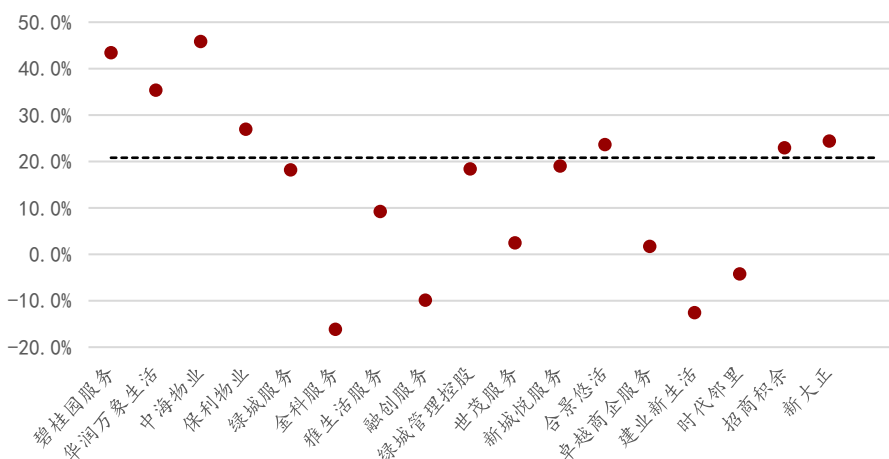
2022年, 17家样本物管企业营业收入同比增长20.82%, 2021年营业收入同比增长49.04%, 增速降低28.22pct。其中营收增速高于整体平均水平的公司有碧桂园服务(43.4%)、华润万象生活(35.4%)、中海物业(45.9%)、保利物业(26.9%)、合景悠活(23.7%)、招商积余(23.0%)、新大正(24.4%)。

图表12: 17家物业管理公司整体营业收入同比增速(%)



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

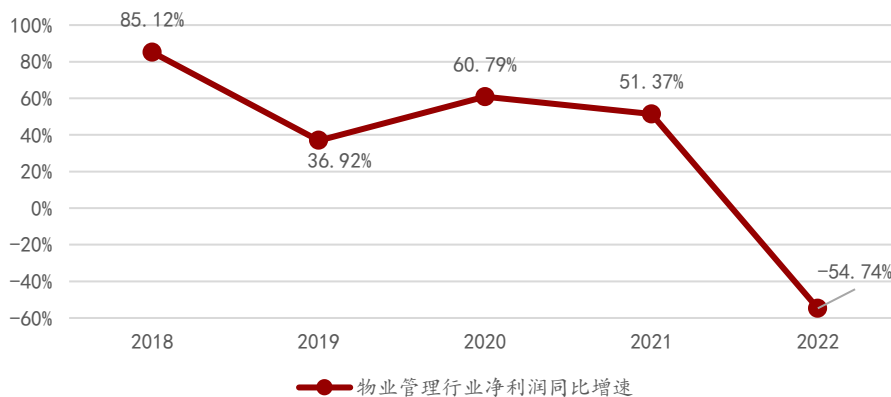
图表13: 17家物业管理公司营业收入同比增速比较 (%)



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所，注：虚线为整体增速均值

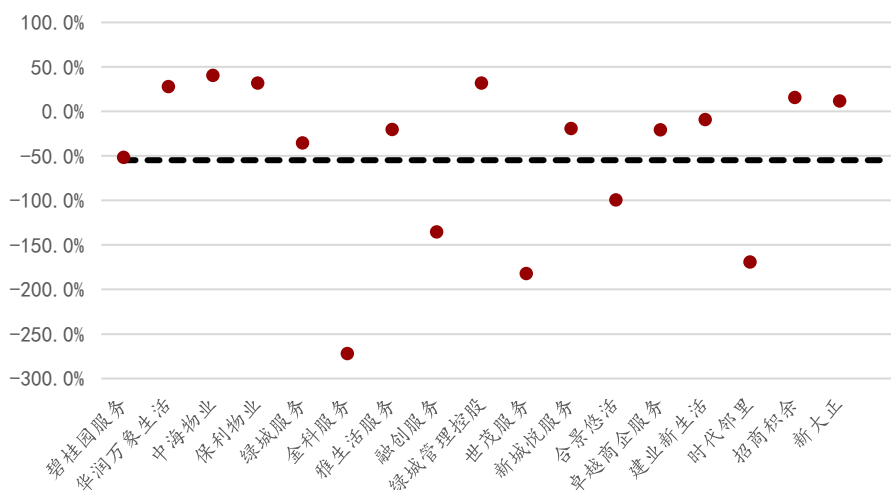
受应收账款减值风险增加以及行业竞争加剧等因素影响，17家样本物管企业的净利润同比下降54.74%，主要下降公司是金科服务（-272.20%）。其他增速低于整体均值水平的有融创服务（-135.5%）、时代邻里（-169.4%）、合景悠活（-99.5%）、世茂服务（-182.0%）。

图表14: 17家物业管理公司整体净利润同比增速 (%)



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

图表15: 17家物业管理公司归母净利润同比增速比较 (%)



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

3.2 企业单位面积创收能力维持稳健

在选取的14家样本物业管理企业中，有8家物管企业单位面积创收同比上涨，主要原因是物管企业积极向公建领域倾斜以及增值服务的持续拓展。

其中，单位创收增速靠前的企业是碧桂园服务（38%）、合景悠活（28%）和招商积余（14%）等。有6家企业的单位创收在25元/平方米以上，其中卓越商企服务以64.81元/平方米高居首位，招商积余（40.20元/平方米）次之，绿城服务（33.3元/平方米）排在第三。

图表16: 主要物业管理公司单位创收情况（以社区增值收入与基础物业收入与在管面积比值估算，单位：元/平方米）

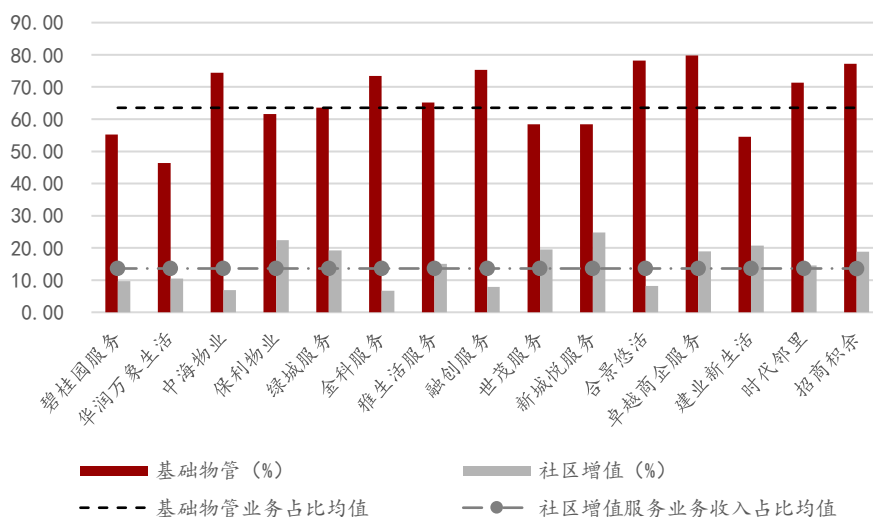
公司名称	2019	2020	2021	2022
碧桂园服务	24.2	27.40	22.36	30.92
华润万象生活		27.62	27.29	23.47
中海物业	26.9	24.78	25.12	28.59
保利物业	17.4	17.62	19.28	19.95
绿城服务	34.7	34.35	34.88	33.30
雅生活服务	14.2	20.10	21.53	22.63
融创服务	23.7	21.83	23.47	24.29
世茂服务	27.1	29.50	27.86	25.73
新城悦服务			23.03	23.50
合景悠活	36.9	26.04	12.66	16.15
卓越商企服务	75.7	77.18	82.80	64.81
建业新生活	15.4	14.84	16.12	15.12
时代邻里	14.6	12.11	20.13	18.86
招商积余	30.1	33.86	35.26	40.20

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

3.3 社区增值服务收入占比有所下滑

根据相关披露数据的15家物业管理公司增值服务收入以及基础物业收入占比整理发现，2022年物业管理公司整体的社区增值服务收入占比较2021年明显下降2.28pct达到14.07%，基础物业收入占比上升6.63pct至63.06%。

图表17：2022年主要物业管理公司基础物业收入与增值服务收入占比（%）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

选取自2020年有连续增值服务披露数据的主流样本物管企业，13家企业2022年增值服务收入同比减少8.38%家，其中增值服务收入降幅超过20%，分别是金科服务（-77.7%）、时代邻里（-30.7%）、合景悠活（-45.3%）、世茂服务（-31.0%）、建业新生活（-24.5%）；增速较高的是保利物业（33.2%）。社区增值服务大幅减少一方面主要源于疫情反复爆发、房地产行业下行、宏观经济疲软等原因，使得新零售、车位资产

运营等增值服务业务开展困难。

图表18: 物业管理公司增值服务收入增速情况 (%)

证券简称	2020	2021	2022
金科服务	83.6%	241.1%	-77.7%
时代邻里	135.2%	193.9%	-30.7%
融创服务	65.2%	187.7%	10.7%
卓越商企服务	76.0%	117.7%	-14.3%
合景悠活	86.6%	108.6%	-45.3%
碧桂园服务	100.1%	92.2%	20.7%
华润万象生活	30.5%	86.9%	16.0%
雅生活服务	116.9%	77.4%	24.3%
新城悦服务	68.1%	61.9%	14.0%
世茂服务	146.8%	52.9%	-31.0%
建业新生活	118.9%	38.5%	-24.5%
保利物业	51.5%	31.6%	33.2%

资料来源: 同花顺iFind, 各公司年报, 万联证券研究所

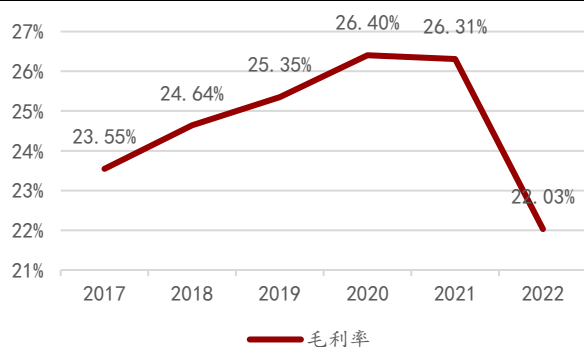
3.4 平均毛利率、净利率大幅下降

整体毛利率水平大幅下降: 17家样本物企的平均综合毛利率为22.03%, 同比大幅降低。主要原因是2022年度房地产行业下行, 回款难度上升, 且受疫情影响, 大部分地区出现封控现象, 造成人员补贴、防疫用品消耗等额外的成本支出上涨。样本企业中毛利率下降的共有14家, 其中降幅最大的两家物管企业是金科服务(-12.09pct)和融创服务(-9.00pct)。绿城管理控股毛利率逆势上涨, 主要增长来源于其商业代建板块中积极优化管理模式, 扩展服务范围, 同时加强成本管控。

从业务结构看, 社区增值服务和基础物业服务毛利率均承压。统计的13家有数据的样本公司中12家公司基础物业服务毛利率略有下滑, 10家公司社区增值服务毛利率下降。

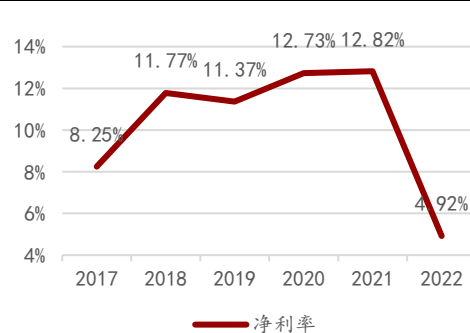
整体净利率同步下降: 选取的17家样本物管企业平均综合净利率为4.92%, 同比大幅下降7.9pct; 其中, 净利率最高的两家物管企业是绿城管理控股(28.03%)和华润万象生活(18.36%)。净利率增长明显的只有绿城管理服务一家, 增幅为2.83%; 净利率下降有14家, 其中金科服务(-54.05pct)和世茂服务(-24.04pct)降幅最大。

图表19: 主要物业管理公司整体毛利率 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表20: 主要物业管理公司整体净利率 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表21: 部分物业管理公司基础物业毛利率情况 (%)

证券简称	2021	2022
碧桂园服务	30.3	25.5
华润万象生活	15	14
中海物业	14.9	13.4
保利物业	14.31	14.17
绿城服务	12.5	12.1
金科服务	24.3	17.7
雅生活服务	20.1	19.1
融创服务	25.7	23
世茂服务	27.5	22.3
新城悦服务	30.1	24.5
卓越商企服务	22.9	21.1
建业新生活	18.5	21.8
时代邻里	26.7	21.9

资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

图表22: 部分物业管理公司社区增值服务毛利率情况 (%)

证券简称	细项	2021	2022
碧桂园服务		60.5	53.5
华润万象生活		27.5	26.6
中海物业		33.3	38.4
保利物业		31.4	31.95
绿城服务	园区服务	25.7	20.8
	咨询服务	30	22.7
	科技服务	42.8	40.9
金科服务	社区增值	41.6	27.9
	本地生活	8.1	20.9
	数智科技	44.5	21.1
雅生活服务	社区增值	45.7	34.2
	城市服务	22.1	19.3
	外延增值	39.2	24.4
世茂服务	社区增值	36.4	31.1
	城市服务	12.7	13
卓越商企服务		41.5	33.1
建业新生活	社区增值	35.9	43.9
	生活服务	26.6	21.9
	商业资产管理及咨询	64.5	77.3
时代邻里		33.9	32.9

资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

图表23: 样本物业管理公司综合毛利率与净利率变动情况

证券代码	证券简称	毛利率 (%)			净利率 (%)		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
6098.HK	碧桂园服务	33.97	30.73	24.80	17.22	13.98	4.70
1209.HK	华润万象生活	26.95	31.08	30.05	12.06	19.43	18.36
2669.HK	中海物业	18.27	17.39	15.92	10.7	10.42	10.03
6049.HK	保利物业	18.65	18.68	18.81	8.38	7.84	8.13
2869.HK	绿城服务	19.03	18.55	16.17	7.03	6.73	3.69
9666.HK	金科服务	29.69	30.94	18.85	18.39	17.71	-36.33
3319.HK	雅生活服务	29.65	27.48	22.00	17.50	16.40	11.96
1516.HK	融创服务	27.59	31.52	22.51	13.00	17.19	-6.76
9979.HK	绿城管理控股	44.95	46.39	52.28	22.93	25.20	28.03
0873.HK	世茂服务	31.39	29.31	22.50	13.79	13.41	-10.73
1755.HK	新城悦服务	30.73	30.84	5.84	15.78	12.08	8.18
3913.HK	合景悠活	42.06	37.66	30.82	21.29	20.73	0.08
6989.HK	卓越商企服务	26.29	27.68	23.94	12.87	14.71	11.44

9983. HK	建业新生活	32.42	32.88	33.14	16.07	17.22	17.86
9928. HK	时代邻里	30.20	27.28	21.33	13.23	11.32	-8.20
001914. SZ	招商积余	13.61	13.76	11.84	5.04	4.84	4.56
002968. SZ	新大正	21.42	18.67	16.18	9.95	7.95	7.15

资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

3.5 关联房企回款困难导致信用减值风险大幅上升

2022年度样本公司信用减值损失计提规模总体较上年同比大幅上升420.33%，其中时代邻里、金科服务、融创服务等公司增幅明显，主要原因是关联房企出现流动性风险等因素的影响。

图表24：样本公司历年信用减值损失计提规模（亿元）

证券简称	2021	2022
碧桂园服务	1.88	6.79
华润万象生活	0.14	0.27
中海物业	0.24	0.51
保利物业	0.31	0.46
绿城服务	0.90	1.42
金科服务	0.69	21.52
雅生活服务	1.60	4.66
融创服务	1.96	15.42
绿城管理控股	0.11	0.23
世茂服务	2.51	7.44
新城悦服务	1.11	1.45
合景悠活	0.18	0.43
卓越商企服务	0.13	0.84
建业新生活	1.01	0.78
时代邻里	0.10	3.72
招商积余	0.50	0.28
新大正	0.07	-0.10

资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所，注：其中中海物业信用减值规模货币单位为港币

3.6 降本增效仍是物业管理行业长期主题

单位在管面积员工成本整体小幅上升。2022年样本物企单位在管面积员工成本相比于2021年小幅提高，有9家公司出现上行，8家公司下降。从长期来看，单位在管面积员工成本仍有下降空间，一方面由于在管规模提升带来单位人工成本下降，另一方面各个公司均在尝试数字化转型等方式降本增效。样本公司中，华润万象生活（4.54元/平方米）、建业新生活（4.12元/平方米）和卓越商企服务（3.55元/平方米）的单位在管面积员工成本较低。

图表25：样本公司单位在管面积员工成本比较（元/平方米）

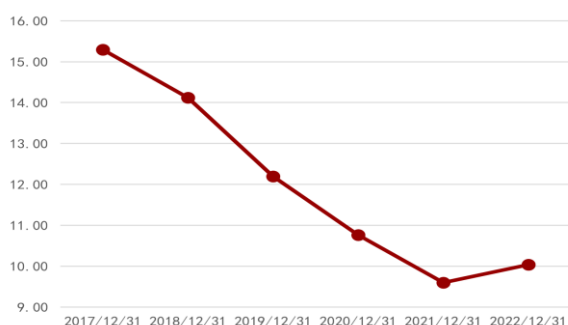
证券简称	2019年	2020年	2021年	2022年
碧桂园服务	14.64	13.60	13.58	18.61
华润万象生活		6.00	5.26	4.54
中海物业	17.01	14.96	14.53	17.21
保利物业	10.36	9.28	9.25	8.12
绿城服务	12.85	13.42	13.72	13.18
金科服务	9.26	7.01	6.44	8.01
雅生活服务	12.23	10.84	10.77	10.84
融创服务	30.79	16.52	14.99	12.83
绿城管理控股		15.05	17.41	18.98
世茂服务	14.86	11.39	11.78	16.05
新城悦服务	9.76	7.32	8.84	9.78
合景悠活	21.52	13.67	6.12	6.49
卓越商企服务		4.63	4.30	3.55
建业新生活	9.58	7.38	5.49	4.12
时代邻里	14.48	9.36	8.29	8.68
招商积余	12.48	17.59	13.48	13.39
新大正	10.72	10.66	13.93	13.75

资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

3.7 财务销售费用控制稳定，管理费用有所上升

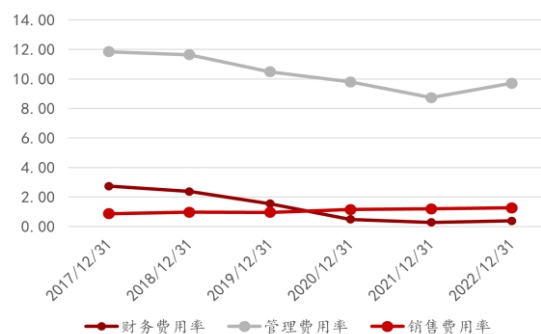
17家样本公司2022年期间费用率平均为10.04%，同比上升0.44pct。物业管理板块期间费用率从较长维度来看，整体表现出下行趋势，但去年有所回升，预计未来随着科技应用整体仍有一定费控的空间。其中销售、财务费用率控制稳定，管理费用有所上升。

图表26: 样本物管公司平均期间费用率变动情况(%)



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表27: 样本物管公司各项费用率均值变动情况(%)



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

4 基金重仓个股配置比例有所分化

2022年四季度基金重仓个股配置有所分化来看，在2022年四季度核心物管个股普遍获得增持，碧桂园服务、华润万象生活、绿城管理控股、保利物业等个股2022年四季度环比增持明显；招商积余2022年四季度遭到减持，绿城服务2022年持续被减

持。

图表28: 2022年末基金重仓持有物业管理行业主要个股情况(%)

名称	2022 年末		季度持仓变动(万股)		
	持股总市值(万元)	2022	2022Q3	2022Q2	2022Q1
中海物业	144,270.26	-139.94	-575.18	250.50	508.84
碧桂园服务	200,535.12	729.71	3,229.03	1,927.47	2,750.68
保利物业	84,270.99	136.34	-606.97	45.14	857.16
绿城管理控股	10,100.74	621.00	1,236.60	27.00	-
合景悠活	2,586.46	1,673.70	-	-	-
绿城服务	4,857.78	-291.40	-791.20	-2,494.40	469.40
招商积余	14,646.42	-2,460.87	123.22	528.22	659.13
新城悦服务	7,208.08	-39.50	-16.40	31.70	115.20
华润万象生活	30,368.64	576.88	30.70	-162.26	-790.26
新大正	15,151.08	61.24	100.14	343.19	-321.99
雅生活服务	2,560.79	304.65	-	-	-
旭辉永升服务	264.31	67.40	-	-2,321.84	2,359.80

资料来源: wind, 万联证券研究所

5 估值与投资建议

过去几年,物业管理行业经过快速的规模扩张后,2022年物业管理公司受房地产行业信用风险以及整体经济环境影响较大,更多公司的发展重心向公建领域倾斜,导致公建领域竞争亦加剧。展望2023年,物业管理公司对规模增长的诉求回归理性,追求高质量发展。物业管理行业空间广阔,优质头部物业管理公司集中度提升以及行业增长带来的长期成长逻辑未变,行业轻资产及良好的现金流等特点未变,多元化增值服务潜在成长空间未变,建议积极关注优质的头部物业管理公司。

图表29: 物业管理公司估值情况(%)

证券简称	净利润(亿元)		净利润增速(%)		PE	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
碧桂园服务	39.83	46.82	102.45	19.91	10.45	8.72
华润万象生活	28.41	36.34	28.79	25.85	29.34	23.31
中海物业	14.39	18.45	29.03	28.08	17.41	13.59
保利物业	13.95	17.55	25.07	24.35	16.68	13.41
绿城服务	7.04	8.45	30.42	21.00	19.82	16.38
旭辉永升服务	8.93	11.80	19.40	32.21	5.24	3.96
金科服务	5.08	6.09	132.87	27.77	11.63	9.11
雅生活服务	21.00	23.77	13.34	12.10	4.00	3.56
融创服务	6.66	7.64	248.68	18.18	11.92	10.09
绿城管理控股	9.47	11.84	27.83	25.10	14.04	11.22
世茂服务	6.18	7.40	166.60	19.84	7.07	5.90
新城悦服务	5.55	6.49	32.90	15.66	7.66	6.62
卓越商企服务	5.37	6.24	33.09	16.11	5.55	4.78
建业新生活	6.78	8.37	20.53	20.56	4.48	3.71

招商积余	7.77	9.54	31.00	22.71	20.65	16.83
新大正	2.77	3.70	49.35	33.50	16.38	12.27
均值					14.0	11.5

资料来源: wind, 万联证券研究所; 注: 以上数据截止2023年4月19日wind一致预期。

风险因素: 业务外拓不及预期; 增值服务拓展不及预期; 收并购整合不及预期; 应收账款风险; 信用减值风险; 人员成本超预期上涨风险等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场