

房地产服务

买入（首次评级）

行业年度报告

证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业 S1130521090001） 联系人：王祎馨

duhaomin@gjzq.com.cn

wangyixin@gjzq.com.cn

地产影响分化，国企表现更优

核心观点

整体收入增速放缓，国企增速高于民企。50家上市物企2022年收入合计2448亿元，同比增速为19.4%，相较2022年44.6%的高增速明显放缓。这主要因为：①与地产关联度较高的非业主增值服务受到地产下行影响。②受疫情影响，社区增值服务展开的场景受限收入增速放缓。③并购放缓，多数物企基础物管回归正常增速。从各个类型物业公司的2022年收入同比增速中位数来看，国企为34.4%，而民企且展期物企为6.8%，民企且未展期物企和无关联房企的物企则分别为21.1%和20.2%。物业板块国企民企呈现明显分化，主要是受到地产行业国企和民企分化的影响。

国企利润增速放缓，多数民企利润下滑。50家上市物企2022年归母净利润合计138亿元，同比增速为-44.1%。这主要因为：①受宏观环境和地产下行的影响，多数物企综合毛利率下滑；②应收账款减值。③商誉减值。样本国企、关联房企未展期的民营物企、关联房企已展期的民营物企、无关联房企的物企2022年归母净利润增速中位数分别为+29.4%、-19.9%、-94.5%、+0.5%。国企和民企之间的利润分化程度相较收入更为显著，主要因为在毛利率下滑和应收账款&商誉减值方面，民营物企下滑程度均大于国企。

贸易应收账款周转天数拉长成行业共性问题。50家上市物企2022年贸易应收账款周转天数中位数为105天，同比增加24天，这主要因为：①宏观环境的影响，封控期间物业费收缴情况不如往年；②地方政府财政紧张支付账期拉长；③民营开发商陷入困境支付能力下降。样本国企、关联房企未展期的民营物企、关联房企已展期的民营物企、无关联房企的物企2022年贸易应收账款周转天数中位数分别为70天、98天、134天和87天。

商誉增速放缓，主因并购趋向谨慎。50家上市物企2022年商誉合计421亿元，同比增速9.8%，增速大幅放缓。主要因为上市物企对并购态度趋向谨慎。根据中指院的数据，上市物企2022年并购交易对价合计106亿元（其中六成买家是国企，单笔交易额最大的是华润万象生活以22.6亿元对价收购了中南服务100%股权），同比下滑71%。

经营性现金流净额下滑，覆盖净利润倍数走低。50家上市物企2022年经营性现金流净额合计149亿元，同比-41.4%，主要受民营物企现金流恶化拖累。从2022年经营性现金流净额覆盖净利润的倍数来看，不同类型物业公司的分化也十分明显，且与其关联房企的生存状态相关。国企、民企且关联房企已展期的物业公司、民企且关联房企未展期的物业公司、无关联房企的物企的2022年经营性现金流净额/净利润的中位数分别为1.3倍、1.0倍、0.3倍和0.7倍。

基础物管抗周期性强，国企在管规模增速超民企。基础物管因为“存量+增量”的商业模式，抗周期性强，2022年仍保持了较高增速，19家样本物企基础物管业务在总收入中的占比提升了5.5个百分点至62.3%；非业主增值服务因为受到地产下行影响较大，该板块业务收入同比下滑11.4%，占总收入的比例下滑了4.6个百分点至11.5%。2020年和2021年，因为民营物企在并购和外拓方面更为激进，增速均高于国企。2022年这一趋势发生逆转，国企在管面积增速高于民企。2022年在管面积同比增速中位数来看，国企、民企且未展期、民企且已展期分别为+36.4%、+27.7%、+9.9%。这主要因为：①国企的关联方交付规模更稳定；②国企2022年并购规模大于民企；③多家民企经营导向从注重增速转向注重质量，大量退出了低效盘，规模增速放缓。

投资建议

关联房企的发展状况在当下是影响物业公司业绩的核心因素，国企开发商销售、拿地、融资表现均好于民企，推荐业绩增速较高的国企业建发物业、保利物业、中海物业、华润万象生活。同时我们也看好滨江服务，其未来业绩有望持续保持高增长，因为其关联房企虽是民企，但发展稳健且2023年销售有望持续增长。

风险提示

地产销售复苏程度低于预期；外拓市场恶性竞争；应收账款坏账超预期；商誉减值风险

内容目录

样本说明	4
利润表：收入利润增速放缓，国企民企分化明显	4
整体收入增速放缓，国企增速高于民企	4
国企利润增速放缓，多数民企利润下滑	5
整体毛利率小幅下滑，国企下滑幅度小于民企	6
销售&管理费用管控得当，费用率小幅下滑	7
资产负债表：应收账款周转天数拉长，商誉增幅放缓	8
贸易应收账款周转天数拉长成行业共性问题	8
商誉增速放缓，并购趋向谨慎	9
净现金小幅下滑，整体依然充裕	10
现金流量表：现金流状况与关联房企状况显著相关	11
经营性现金流净额下滑，覆盖净利润倍数走低	11
投资性支出减少	13
业务结构分析：基础物管抗周期性较强，国企面积增速超民企	14
基础物管抗周期性较强，非业主增值同比下滑	14
国企 2022 年在管面积同比增速超过民企	14
投资建议	15
风险提示	16

图表目录

图表 1： 本文各类表述所对应的物业公司情况	4
图表 2： 50 家物企 2022 收入合计同比+19.4%	5
图表 3： 各类物企历年收入同比增速中位值走势	5
图表 4： 上市物企 2022 年收入前 20 名	5
图表 5： 50 家物企 2022 年归母净利润合计同比-44.1%	6
图表 6： 各类物企历年归母净利润增速中位值走势	6
图表 7： 上市物企 2022 年归母净利润前 20 名	6
图表 8： 50 家物企 2022 年毛利率中位数下滑 5.3 个百分点	6
图表 9： 各类物企历年毛利率中位值走势	6
图表 10： 上市物企 2022 年毛利率前 20 名	7
图表 11： 50 家物企 2022 年销售费用率中位数小幅下降	7
图表 12： 各类物企历年销售费用率中位值走势	7

图表 13: 上市物企 2022 年销售费用率前 20 名.....	7
图表 14: 50 家物企 2022 年管理费用率中位数持续下降.....	8
图表 15: 各类物企历年管理费用率中位值走势.....	8
图表 16: 上市物企 2022 年管理费用率前 20 名.....	8
图表 17: 50 家物企 2022 年贸易应收账款周转天数持续走高.....	9
图表 18: 各类物企历年贸易应收账款周转天数走势.....	9
图表 19: 上市物企 2022 年贸易应收账款周转天数前 20 名.....	9
图表 20: 50 家物企 2022 年商誉合计 421 亿元.....	10
图表 21: 各类物企历年商誉合计走势.....	10
图表 22: 上市物企 2022 年商誉前 20 名.....	10
图表 23: 2022 年上市物企并购放缓.....	10
图表 24: 50 家物企 2022 年净现金合计同比-4.3%.....	11
图表 25: 各类物企净现金中位值走势.....	11
图表 26: 上市物企 2022 年净现金前 20 名.....	11
图表 27: 50 家物企 2022 年经营性现金流净额同比-41.4%.....	12
图表 28: 各类物企经营性现金流净额中位值走势.....	12
图表 29: 上市物企 2022 年经营性现金流净额前 20 名.....	12
图表 30: 50 家物企 2022 年经营性现金流净额/净利润走低.....	12
图表 31: 各类物企经营性现金流净额/净利润的走势.....	12
图表 32: 上市物企 2022 年经营性现金流净额/净利润的前 20 名.....	13
图表 33: 50 家物企 2022 年投资性现金流同比减少.....	13
图表 34: 各类物企投资性现金流中位值走势.....	13
图表 35: 上市物企 2022 年投资性现金流出前 20 名.....	13
图表 36: 19 家样本物企各业务收入同比增速变化.....	14
图表 37: 19 家样本物企各业务收入占比变动走势.....	14
图表 38: 不同类型物企 2022 年各业务收入同比增速对比.....	14
图表 39: 2022 年国企在管面积同比增速高于民企.....	15
图表 40: 2022 年上市物企在管面积前 20 名.....	15
图表 41: 民营物企 2021 和 2022 贸易应收账款减值/贸易应收账款对比.....	16
图表 42: 覆盖的物业公司估值表.....	16

样本说明

由于 2022 年地产销售持续下行，房企的生存状态也影响到了关联上市物业公司的业绩表现，因此本文在分析整个物业板块的业绩表现之外，还将上市物企根据关联房企的情况，分成了国企物企、民企且关联房企未展期的物企、民企且关联房企已展期的物企、无关联房企的物企四类进行进一步分析。各类型所选取的样本物业公司情况如下表所述。

图 1: 本文各类表述所对应的物业公司情况

类型	物业公司
50 家上市物企	华润万象生活、万物云、碧桂园服务、中海物业、保利物业、绿城服务、雅生活服务、金科服务、融创服务、滨江服务、建发物业、越秀服务、旭辉永升服务、世茂服务、新城悦服务、建业新生活、金茂服务、中骏商管、卓越商企服务、宝龙商业、德信服务集团、融信服务、远洋服务、合景悠活、和泓服务、星盛商业、新希望服务、华发物业服务、金融街物业、朗诗绿色生活、弘阳服务、苏新服务、德商产投服务、荣万家、时代邻里、银城生活服务、祈福生活服务、京城佳业、佳兆业美好、第一服务控股、正荣服务、润华服务、中奥到家、鲁商服务、兴业物联、宋都服务、特发服务、招商积余、新大正、南都物业。
19 家样本物企	华润万象生活、保利物业、中海物业、金茂服务、建发物业、越秀服务、万物云、碧桂园服务、雅生活服务、滨江服务、新城悦服务、绿城服务、新希望服务、旭辉永升服务、世茂服务、金科服务、融创服务、德信服务集团、朗诗绿色生活
国企样本物企 (简称“国企”)	华润万象生活、保利物业、中海物业、金茂服务、建发物业、越秀服务、万物云
民企且关联房企未展期的样本物企 (简称“民企且未展期物企”)	碧桂园服务、雅生活服务、滨江服务、新城悦服务、绿城服务、新希望服务
民企且关联房企已展期的样本物企 (简称“民企且已展期物企”)	旭辉永升服务、世茂服务、金科服务、融创服务、德信服务集团、朗诗绿色生活
无关联房企的物企	新大正、南都物业

来源: wind, 国金证券研究所

利润表：收入利润增速放缓·国企民企分化明显

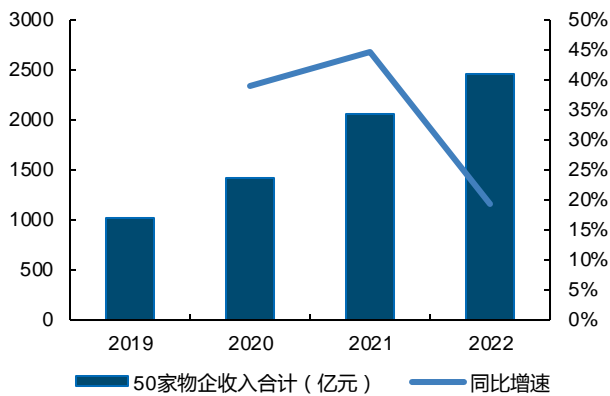
整体收入增速放缓，国企增速高于民企

我们统计的 50 家上市物企 2022 年收入合计 2448 亿元，同比增速为 19.4%，相较 2022 年 44.6% 的高增速明显放缓。这主要因为：①2022 年地产销售持续下行，与地产关联度较高的非业主增值服务受到较大影响，19 家样本物企 2022 年非业主增值服务收入同比增速中位值为 -0.4%，相较 2021 年 35% 的增速大幅放缓。其中部分民营物企的该块业务收入同比下滑幅度超 50%。②受疫情影响，社区增值服务展开的场景受限收入增速放缓。19 家样本物企 2022 年社区增值服务收入同比增速中位值为 20%，相较 2021 年 77% 的高增速大幅放缓。

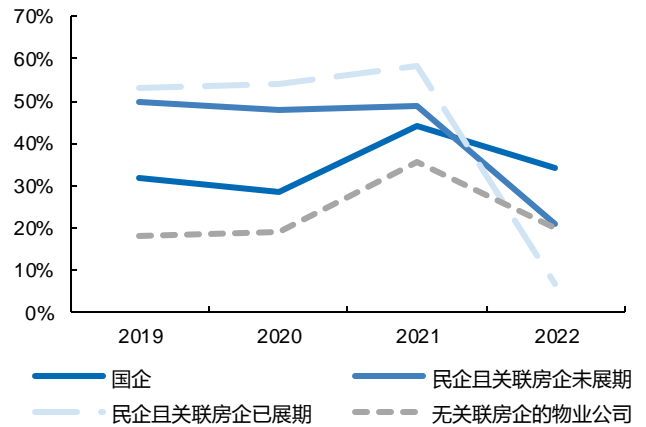
50 家上市物企中收入最高的三家分别是碧桂园服务、万物云、雅生活服务，2022 年收入分别为 414 亿元、301 亿元、154 亿元，同比增速分别为 85%、43% 和 9%。

从各个类型物业公司的 2022 年收入同比增速中位数来看，国企为 34.4%，而民企且展期物企为 6.8%，民企且未展期物企和无关联房企的物企则分别为 21.1% 和 20.2%。物业板块国企民企呈现明显分化，主要是受到地产行业国企和民企分化的影响。关联房企对物业公司在当前新增交付面积规模和非业主增值服务业务体量两方面有直接影响，当前宏观环境下，国企开发商在销售、拿地、融资等多方面的表现均优于多数民营开发商。

图表2: 50家物企2022收入合计同比+19.4%



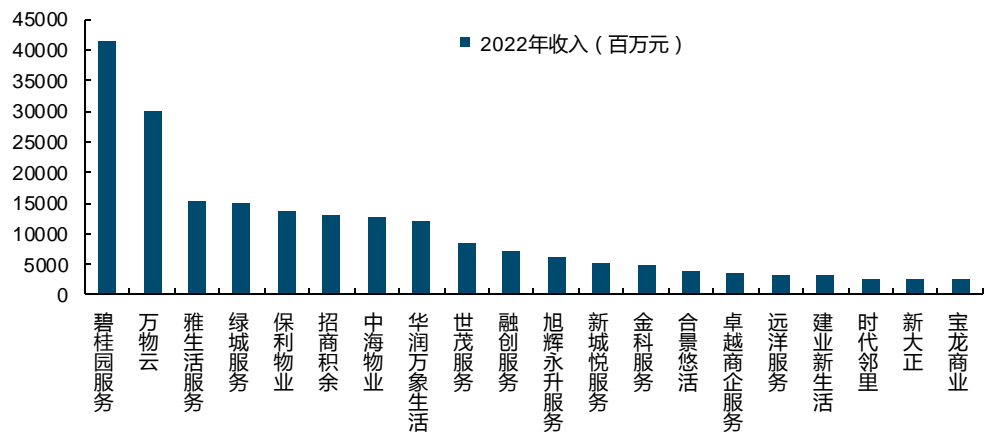
图表3: 各类物企历年收入同比增速中位值走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表4: 上市物企2022年收入前20名



来源: wind, 国金证券研究所

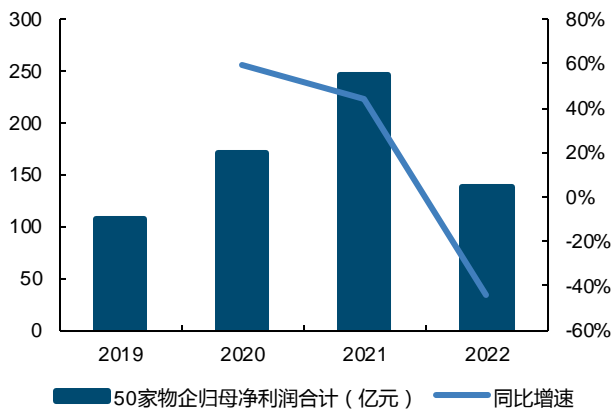
国企利润增速放缓, 多数民企利润下滑

50家上市物企2022年归母净利润合计138亿元, 同比增速为-44.1%。这主要因为: ①受宏观环境和地产下行的影响, 多数物企综合毛利率下滑; ②考虑到关联房企的处境, 部分民营物企对应收账款进行了大额减值, 导致2022年大幅亏损。其中减值计提最大的是金科服务, 其2022年贸易应收款、应收票据、其他应收款合计减值21.5亿元(2021年为6873万元), 导致2022年归母净亏损达18.19亿元(2021年实现了10.57亿元归母净利润)。③商誉减值。

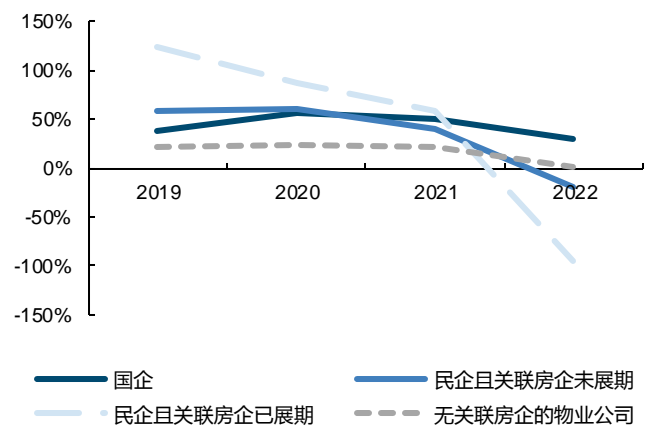
50家上市物企中归母净利润最高的三家分别是华润万象生活、碧桂园服务、雅生活服务, 2022年归母净利润分别为22亿元、19亿元、18亿元, 同比增速分别为+28%、-52%和-20%。

2022年国企物业公司归母净利润同比增速的中位数为+29.4%, 民企且关联房企未展期的物业公司归母净利润同比增速的中位数为-19.9%, 民企且关联房企已展期的物业公司归母净利润同比增速的中位数为-94.5%, 无关联房企的物业公司归母净利润同比增速的中位数为+0.5%。国企和民企之间的利润分化程度相较收入更为显著, 主要因为在毛利率下滑和应收账款&商誉减值方面, 民营物企下滑程度远大于国企。

图表5: 50家物企2022年归母净利润合计同比-44.1%



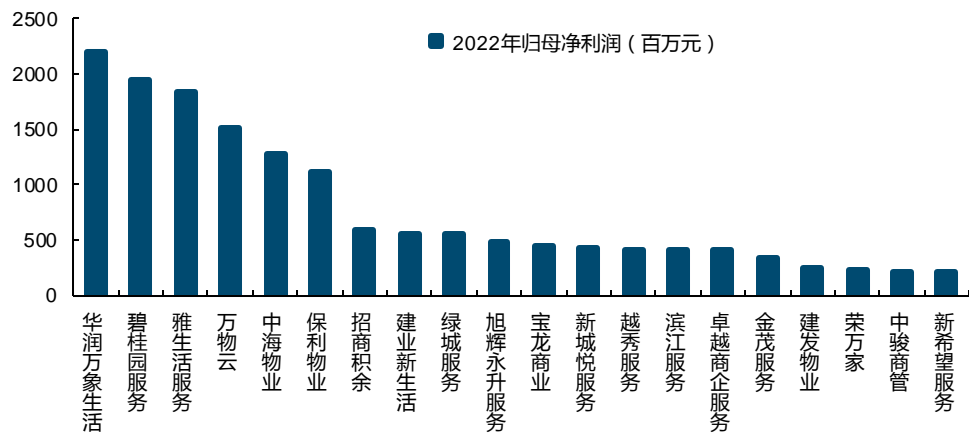
图表6: 各类物企历年归母净利润增速中位值走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 上市物企2022年归母净利润前20名



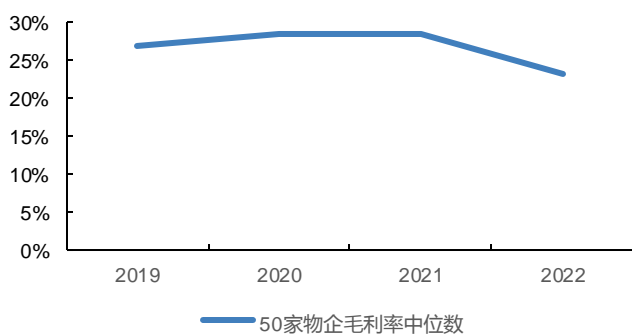
来源: wind, 国金证券研究所

整体毛利率小幅下滑, 国企下滑幅度小于民企

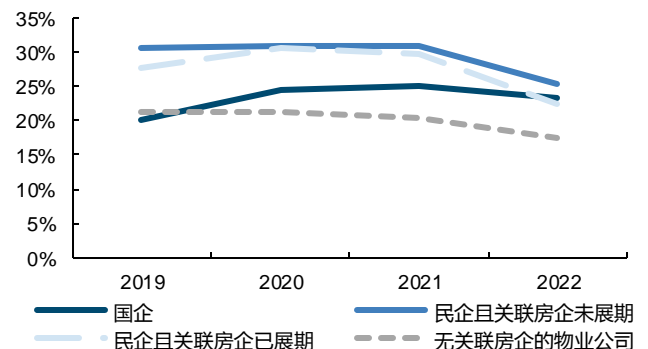
50家上市物企2022年毛利率的中位数为23.2%, 同比下降5.3个百分点。主要因为三大主营业务毛利率普遍下滑: 基础物管毛利率下滑主要因为防疫开支增加、无形资产摊销增加、外拓占比提升(外拓项目毛利率略低于关联房企交付项目); 社区增值服务毛利率下滑主要因为收入结构变化; 非业主增值服务毛利率下滑主要因为地产下行房企对成本管控更为严苛, 民营物企的该块业务毛利率下滑尤为明显。

2022年国企物业公司毛利率的中位数为23.4%, 同比下降1.6个百分点; 民企且关联房企未展期的物业公司毛利率的中位数为25.3%, 同比下降5.5个百分点; 民企且关联房企已展期的物业公司毛利率的中位数为22.4%, 同比下降7.4个百分点; 无关联房企的物业公司毛利率的中位数为17.4%, 同比下降2.9个百分点。

图表8: 50家物企2022年毛利率中位数下滑5.3个百分点



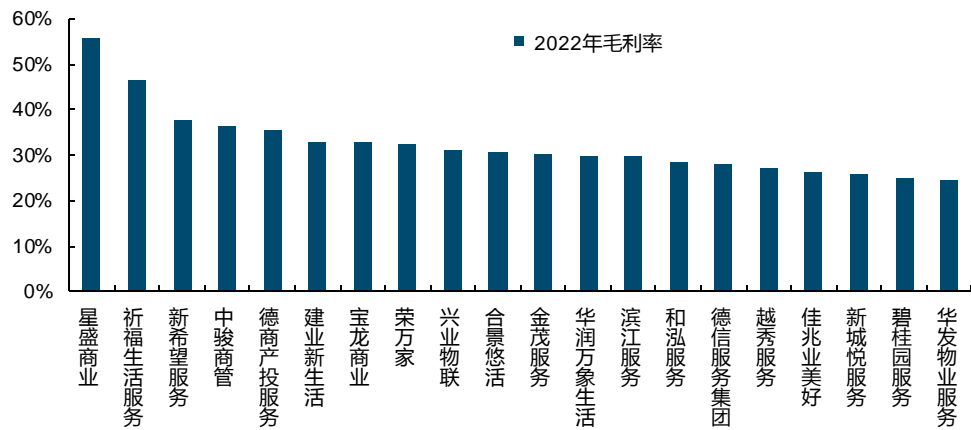
图表9: 各类物企历年毛利率中位值走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表10：上市物企2022年毛利率前20名

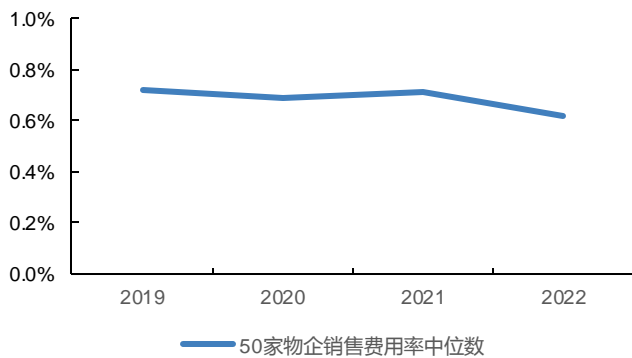


来源：wind，国金证券研究所

销售&管理费用管控得当，费用率小幅下滑

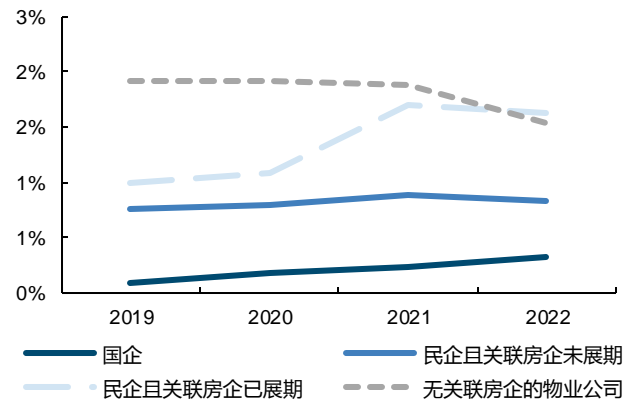
50家上市物企2022年销售费用率的中位数为0.6%，同比下降0.1个百分点。2022年国企物业公司销售费用率的中位数为0.3%，同比增加0.1个百分点；民企且关联房企未展期的物业公司销售费用率的中位数为0.8%，同比下降0.1个百分点；民企且关联房企已展期的物业公司销售费用率的中位数为1.6%，同比下降0.1个百分点；无关联房企的物业公司销售费用率的中位数为1.5%，同比下降0.3个百分点。

图表11：50家物企2022年销售费用率中位数小幅下降



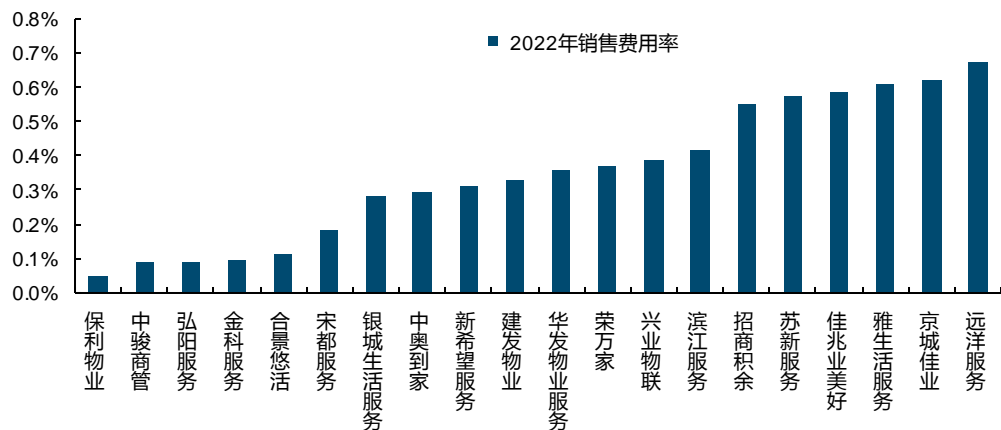
来源：wind，国金证券研究所

图表12：各类物企历年销售费用率中位值走势



来源：wind，国金证券研究所

图表13：上市物企2022年销售费用率前20名

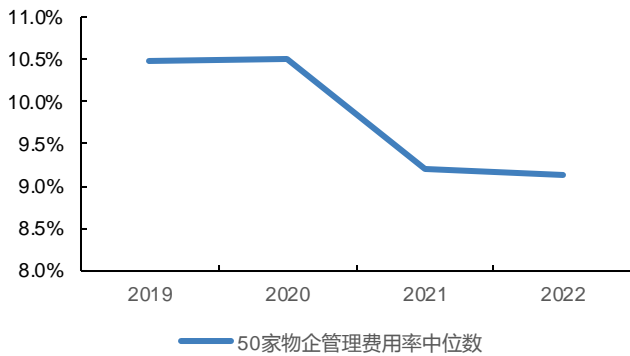


来源：wind，国金证券研究所

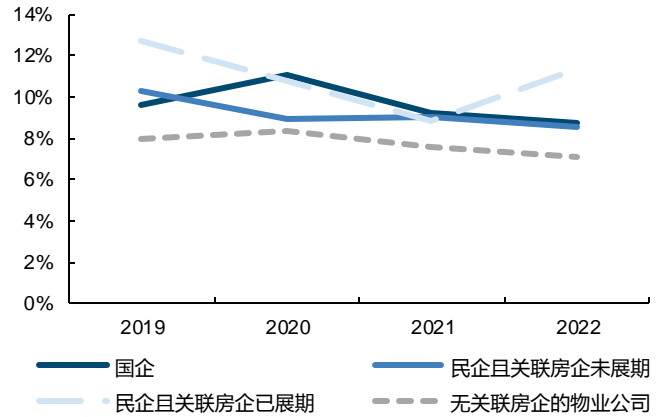
50家上市物企2022年管理费用率的中位数为9.1%，同比下降0.1个百分点。2022年国企物业公司管理费用率的中位数为8.8%，同比下降0.5个百分点；民企且关联房企未展期的物业公司管理费用率的中位数为8.5%，同比下降0.5个百分点；民企且关联房企已展期的物业公司管理费用率的中位数为11.3%，同比上升2.4个百分点；无关联房

企业的物业公司管理费用率的中位数为 7.1%，同比下降 0.5 个百分点。50 家上市物企中管理费用率最低的三家分别是滨江服务、招商积余、卓越商企服务，2022 年管理费用率分别为 3.1%、3.6% 和 4.9%。

图表 14: 50 家物企 2022 年管理费用率中位数持续下降



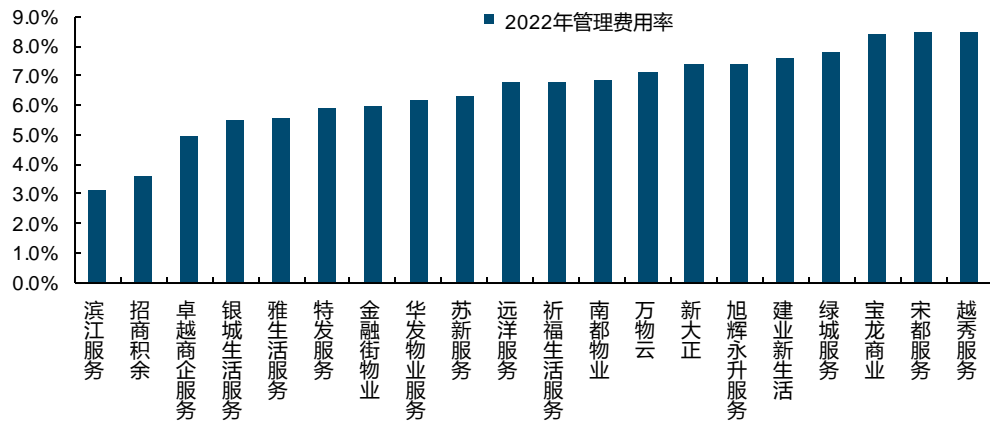
图表 15: 各类物企历年管理费用率中位值走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 上市物企 2022 年管理费用率前 20 名



来源: wind, 国金证券研究所

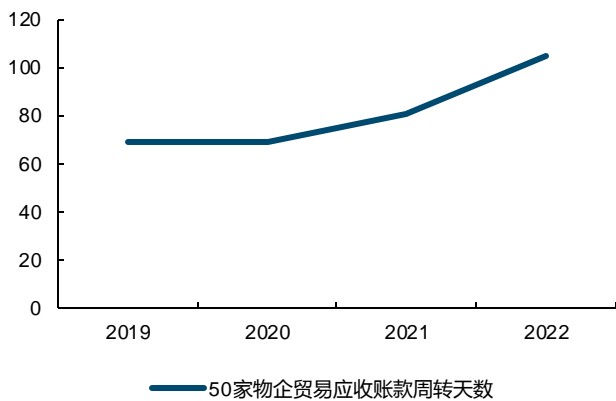
资产负债表：应收账款周转天数拉长，商誉增幅放缓

贸易应收账款周转天数拉长成行业共性问题

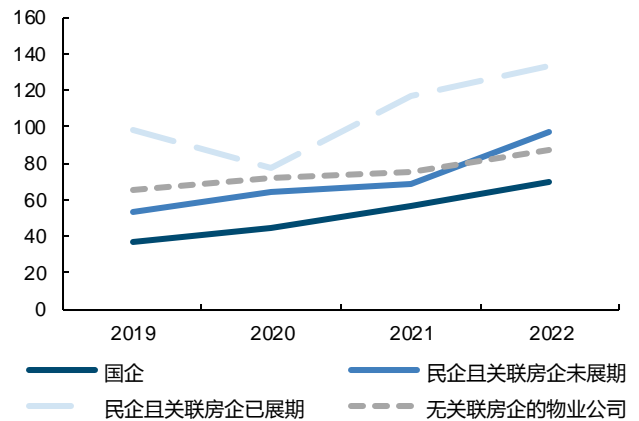
50 家上市物企 2022 年贸易应收账款周转天数中位数为 105 天，同比增加 24 天。2022 年国企物业公司贸易应收账款周转天数的中位数为 70 天，同比增加 13 天；民企且关联房企未展期的物业公司贸易应收账款周转天数的中位数为 98 天，同比增加 29 天；民企且关联房企已展期的物业公司贸易应收账款周转天数的中位数 134 天，同比增加 17 天；无关联房企的物业公司贸易应收账款周转天数的中位数为 87 天，同比增加 12 天。贸易应收账款周转天数普遍增加成行业共性问题，一方面是因为宏观环境的影响，封控期间物业费收缴情况不如往年，地方政府财政紧张支付账期拉长；另一方面，民营开发商陷入发展困境后支付能力下降，多数民营物企关联方的应收账款回收相较之前更久。

50 家上市物企中贸易应收账款周转天数最低的三家分别是星盛商业、宝龙商业、建发物业，2022 年贸易应收账款周转天数分别为 21 天、33 天、38 天。

图表 17: 50 家物企 2022 年贸易应收账款周转天数持续走高



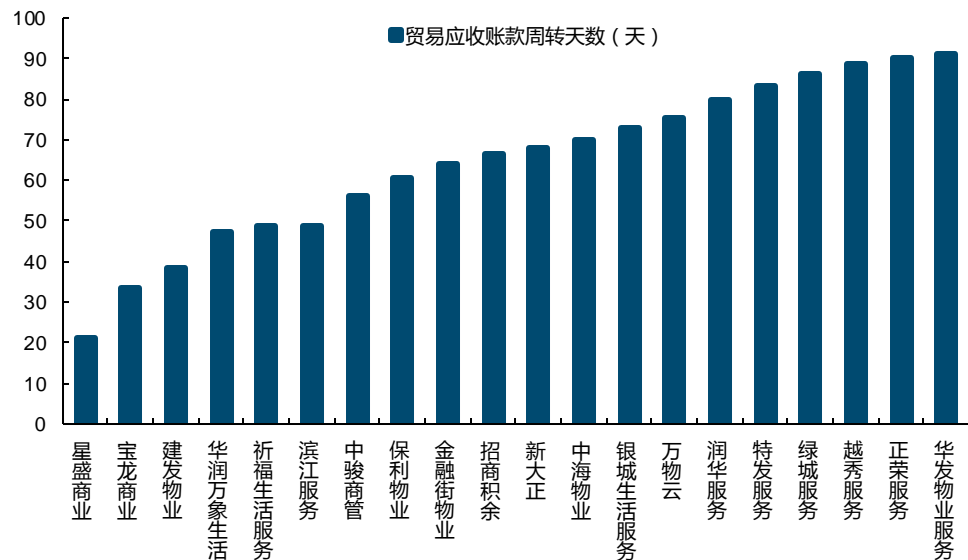
图表 18: 各类物企历年贸易应收账款周转天数走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 上市物企 2022 年贸易应收账款周转天数前 20 名



来源: wind, 国金证券研究所

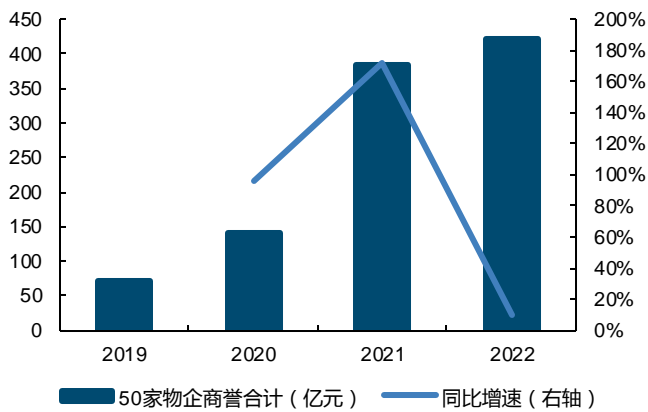
商誉增速放缓, 并购趋向谨慎

50 家上市物企 2022 年商誉合计 421 亿元, 同比增速 9.8%, 相较 2021 年 172.0% 的高增速大幅放缓。主要因为上市物企对并购态度趋向谨慎。根据中指院的数据, 上市物企 2022 年并购交易对价合计 106 亿元 (其中六成买家是国企, 单笔交易额最大的是华润万象生活以 22.6 亿元对价收购了中南服务 100% 股权), 同比下滑 71%。2021 年是上市物企的并购大年, 合计交易对价 362 亿元。物业并购市场上买家、卖家的变化, 与地产行业的走势相关。2021 年下半年, 随着部分民营开发商现金流趋紧希望通过出售旗下物业公司回笼现金, 并购市场上卖家数量增多, 彼时头部民营物企因效率高斩获颇丰。到了 2022 年, 地产销售持续下滑, 并购市场上卖家依然以民企为主, 而买家开始转为以国企为主。这是因为, 一方面国企账面现金一直充裕; 另一方面, 2022 年头部民营物企将更多精力放在此前并购的投后整合上暂缓新增并购, 随着买家的减少并购市场上估值略有下调, 部分标的符合国企偏谨慎的投资标准。

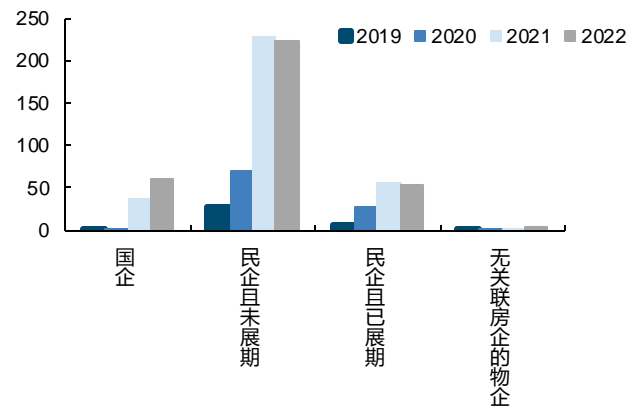
50 家上市物企中商誉最高的三家分别是碧桂园服务、万物云、雅生活, 截至 2022 年底商誉分别为 179 亿元、37 亿元和 33 亿元。

2022 年国企物业公司商誉合计 61.4 亿元, 同比+62%; 民企且关联房企未展期的物业公司商誉合计 224 亿元, 同比-2% (因为减值); 民企且关联房企已展期的物业公司商誉合计 52.4 亿元, 同比-6% (因为减值); 无关联房企的物业公司商誉合计 3.1 亿元, 同比+94% (因为基数小)。

图表20: 50家物企2022年商誉合计421亿元



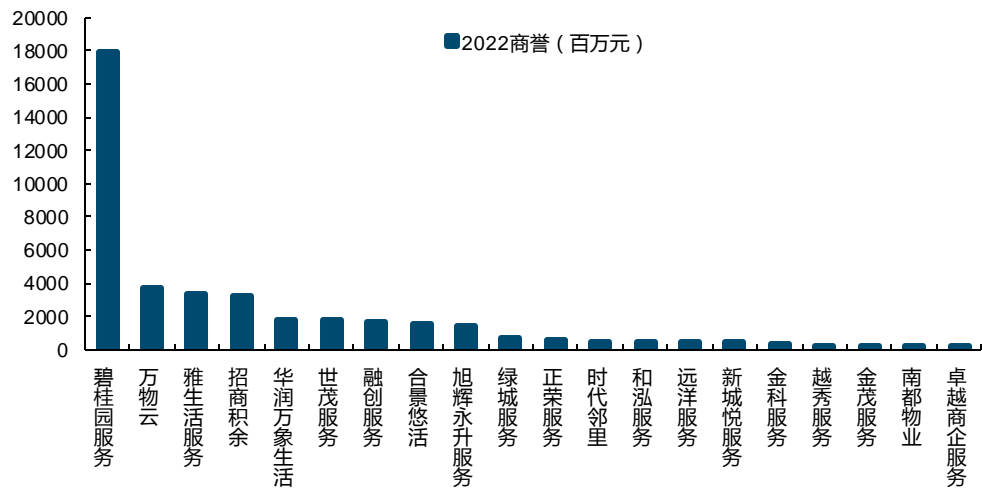
图表21: 各类物企历年商誉合计走势



来源: wind, 国金证券研究所

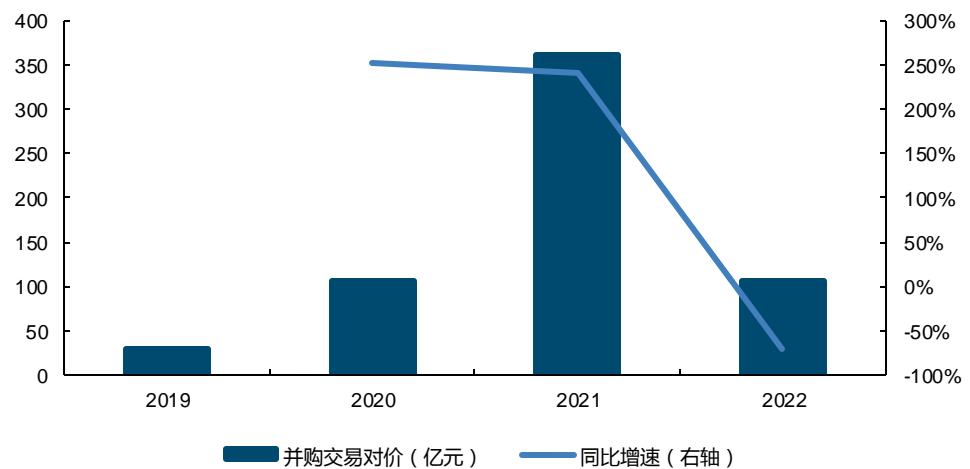
来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 上市物企2022年商誉前20名



来源: wind, 国金证券研究所

图表23: 2022年上市物企并购放缓



来源: 中指院, 国金证券研究所

净现金小幅下滑, 整体依然充裕

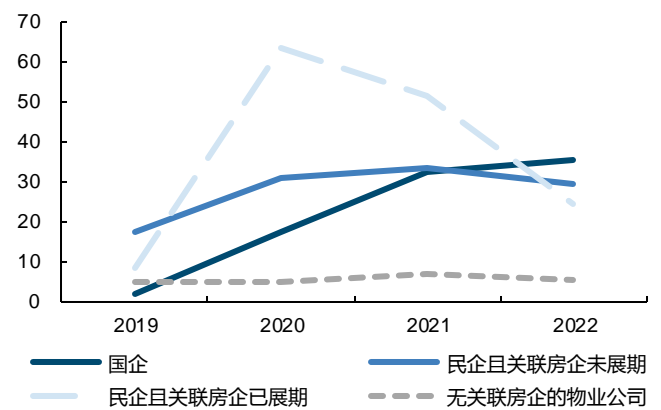
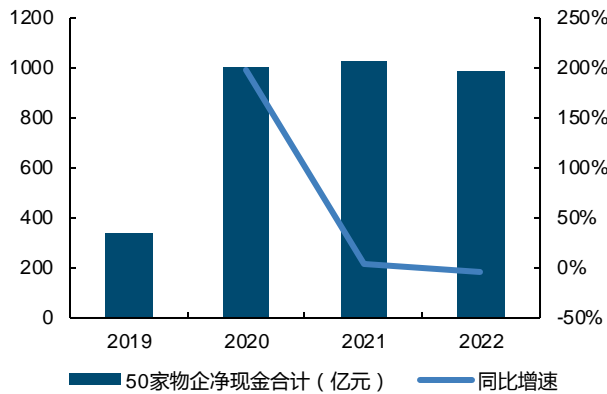
50家上市物企2022年净现金合计983.5亿元, 同比增速为-4.3%。50家上市物企中净现金最高的三家分别是万物云、华润万象生活、碧桂园服务, 2022年净现金分别为133亿元、126亿元、90亿元, 同比增速分别为108.0%、

-2.4%和 39.4%。

2022 年国企物业公司净现金的中位数为 44 亿元，同比增长 14.7%；民企且关联房企未展期的物业公司净现金的中位数为 28 亿元，同比下降 14.6%；民企且关联房企已展期的物业公司净现金的中位数为 10 亿元，同比下降 78.3%；无关联房企的物业公司净现金的中位数为 5 亿元，同比下降 24.5%。

图表 24：50 家物企 2022 年净现金合计同比-4.3%

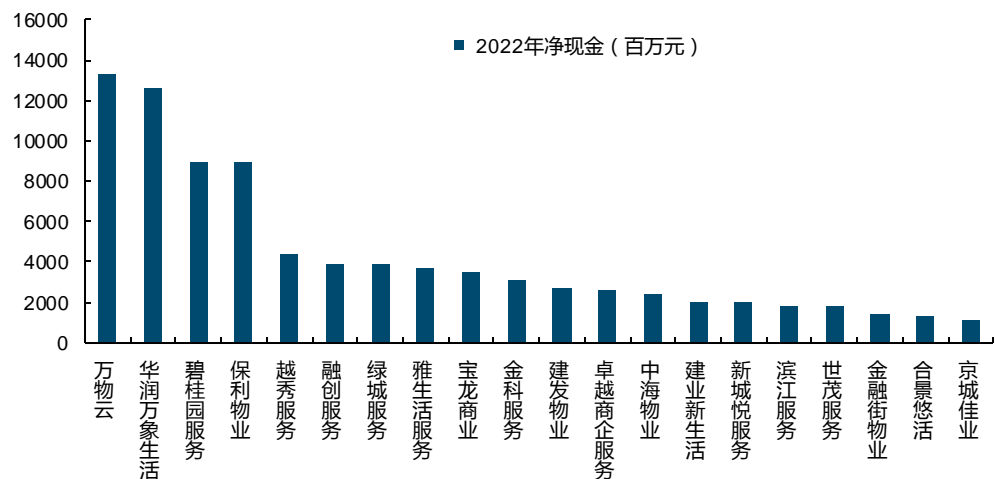
图表 25：各类物企净现金中位值走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表 26：上市物企 2022 年净现金前 20 名



来源：wind，国金证券研究所

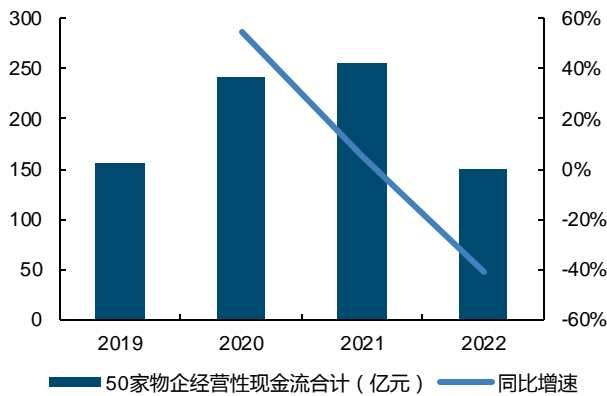
现金流量表：现金流状况与关联房企状况显著相关

经营性现金流净额下滑，覆盖净利润倍数走低

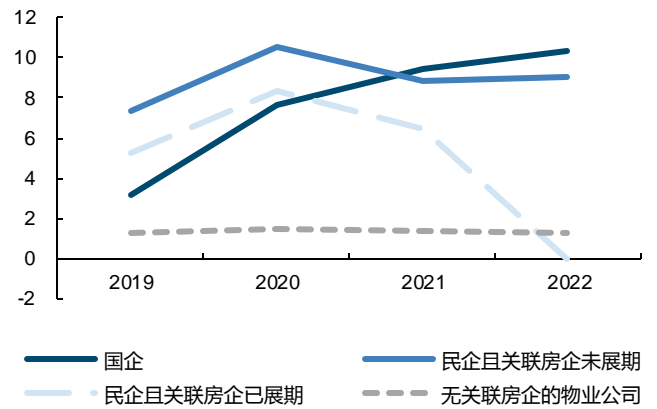
50 家上市物企 2022 年经营性现金流净额合计 149 亿元，同比-41.4%，主要受民营物企现金流恶化拖累。2022 年国企物业公司经营性现金流的中位数为 10.8 亿元，同比+8.4%；民企且关联房企未展期的物业公司经营性现金流的中位数为 4.4 亿元，同比-50.7%；民企且关联房企已展期的物业公司经营性现金流的中位数为-1.1 亿元，由净流入 2.2 亿元转为净流出；无关联房企的物业公司经营性现金流的中位数为 1.2 亿元，同比-6.5%。50 家上市物企中经营性现金流最高的三家分别是碧桂园服务、万物云、华润万象生活，2022 年经营性现金流分别为 33 亿元、28 亿元、19 亿元，同比增速分别为-2.5%、-2.7%和-17.4%。

从 2022 年经营性现金流净额覆盖净利润的倍数来看，不同类型物业公司的分化也十分明显，且与其关联房企的生存状态相关。国企、民企且关联房企已展期的物业公司、民企且关联房企未展期的物业公司、无关联房企的物业公司的 2022 年经营性现金流净额/净利润的中位数分别为 1.3 倍、1.0 倍、0.3 倍和 0.7 倍。

图表27: 50家物企2022年经营性现金流净额同比-41.4%



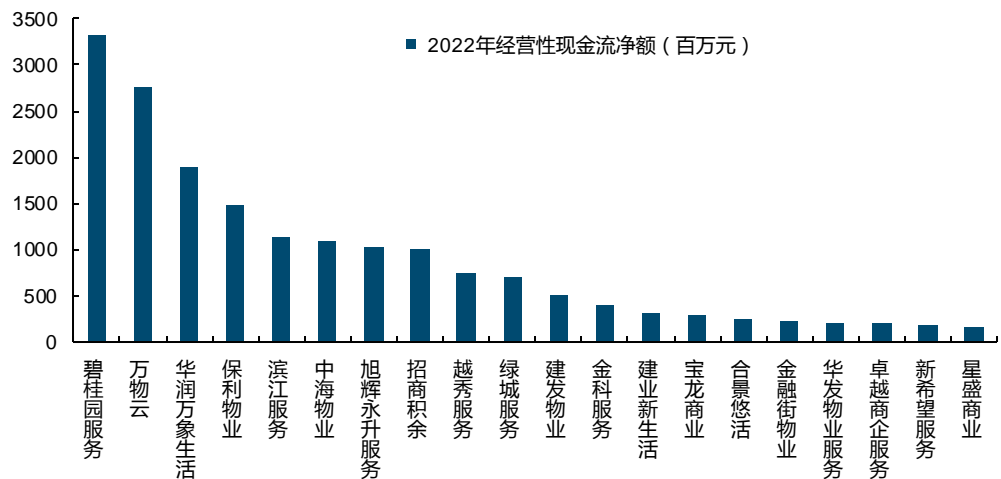
图表28: 各类物企经营性现金流净额中位值走势



来源: wind, 国金证券研究所

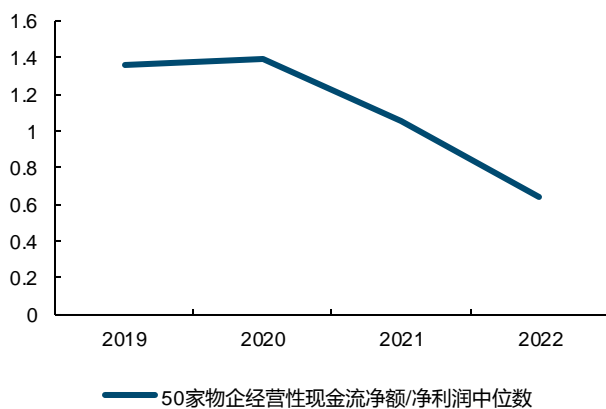
来源: wind, 国金证券研究所

图表29: 上市物企2022年经营性现金流净额前20名

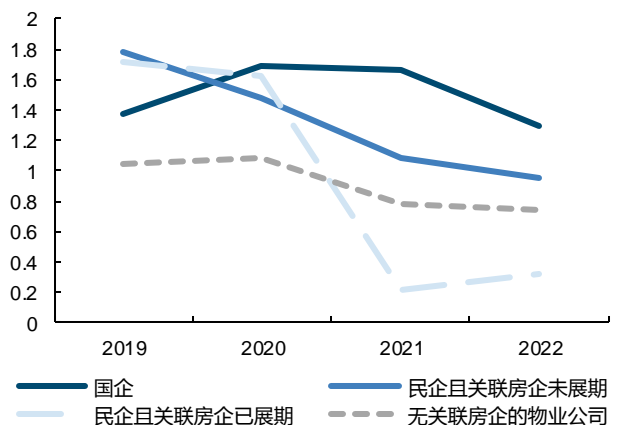


来源: wind, 国金证券研究所

图表30: 50家物企2022年经营性现金流净额/净利润走低



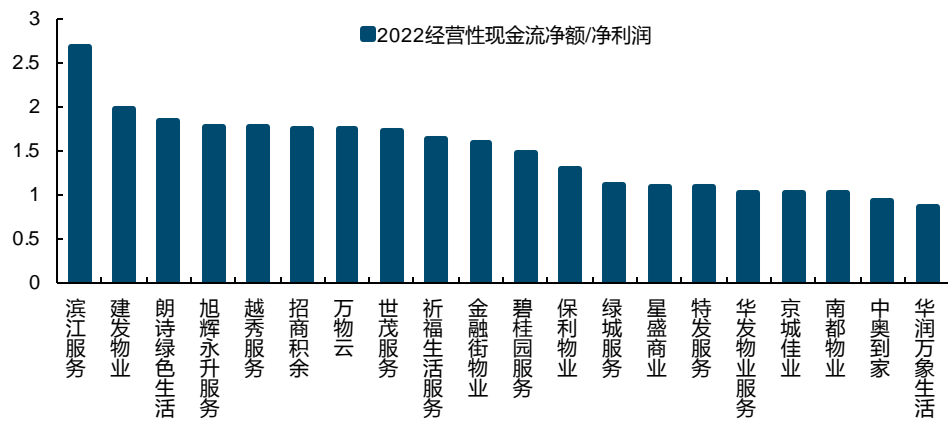
图表31: 各类物企经营性现金流净额/净利润的走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表32：上市物企2022年经营性现金流净额/净利润的前20名



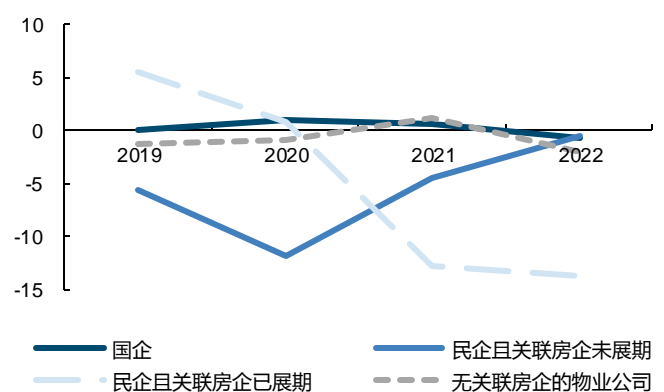
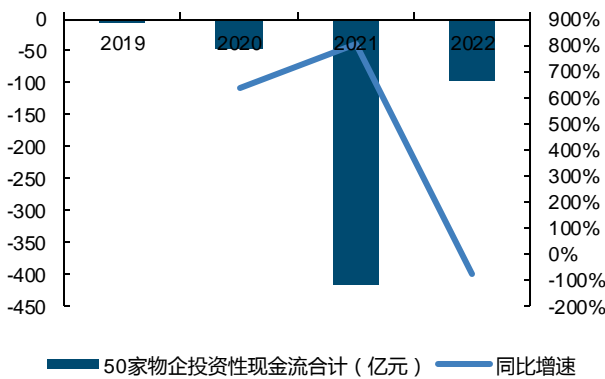
来源：wind，国金证券研究所

投资性支出减少

50家上市物企2022年投资性现金流出合计97亿元，同比减少76.8%。2022年国企物业公司投资性现金流的中位数为-1.0亿元，由净流入转为净流出；民企且关联房企未展期的物业公司投资性现金流的中位数为-0.5亿元，同比减少87.8%；民企且关联房企已展期的物业公司投资性现金流的中位数为-7.5亿元，同比-30.2%；无关联房企的物业公司投资性现金流的中位数为-2.0亿元，由净流入转为净流出。50家上市物企中投资性现金流出最多的三家分别是世茂服务（因为定期存款增加）、中骏商管（因为定期存款增加）、金科服务（因为向关联方贷款），2022年投资性现金流分别为-29亿元、-26亿元、-18亿元。

图表33：50家物企2022年投资性现金流同比减少

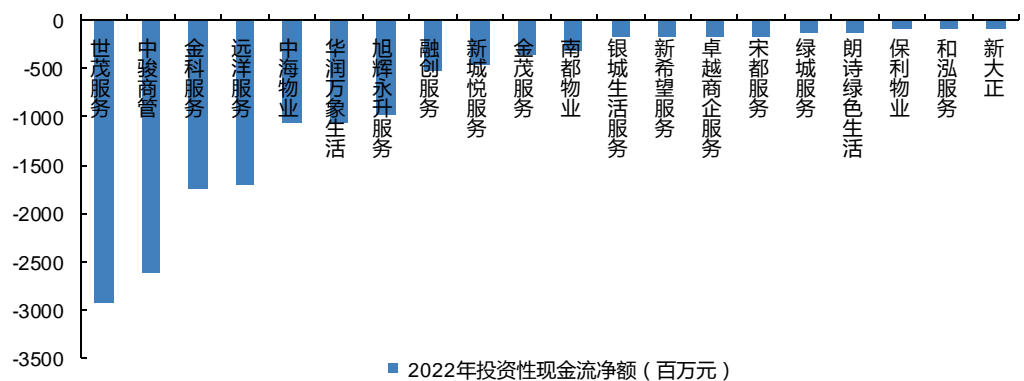
图表34：各类物企投资性现金流中位值走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表35：上市物企2022年投资性现金流出前20名



来源：wind，国金证券研究所

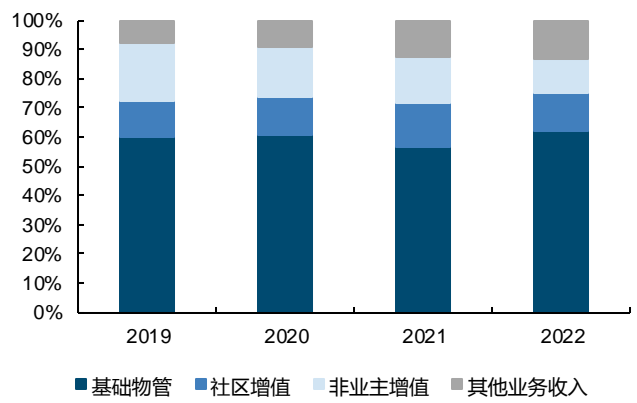
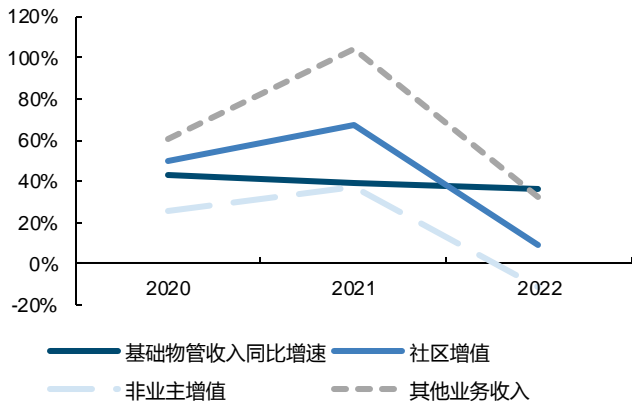
业务结构分析：基础物管抗周期性强，国企面积增速超民企

基础物管抗周期性强，非业主增值同比下滑

我们统计的 19 家样本房企收入结构发生明显变化。基础物管因为“存量+增量”的商业模式，抗周期性强，2022 年仍保持了较高的增速，在总收入中的占比提升了 5.5 个百分点至 62.3%；非业主增值服务因为受到地产下行影响较大，该板块业务收入同比下滑 11.4%，占总收入的比例下滑了 4.6 个百分点至 11.5%。

图表 36：19 家样本物企各业务收入同比增速变化

图表 37：19 家样本物企各业务收入占比变动走势

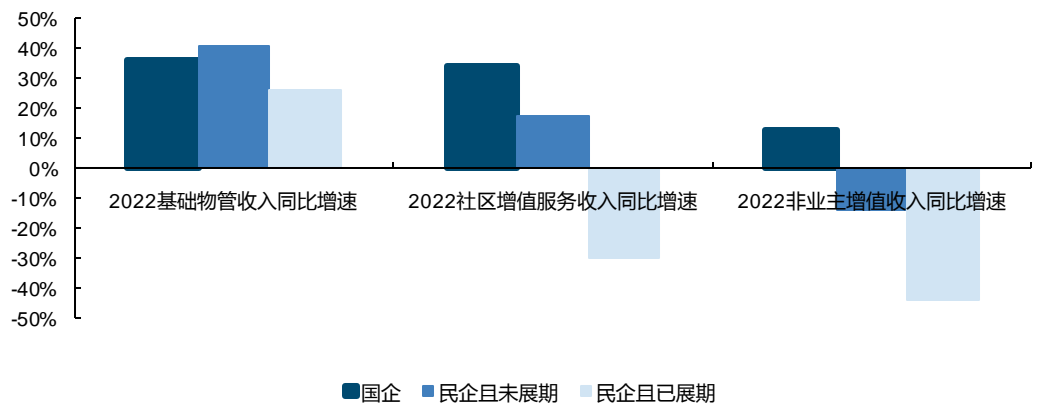


来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

进一步来看不同类型物企的收入表现可以发现，跟地产关联度高的非业主增值服务收入表现差异是导致国企和民企收入分化的主要原因。从 2022 年基础物管收入同比增速来看，国企、民企且未展期、民企且已展期三类物企分别为+36%、+40%、+26%，相差不大。从 2022 年社区增值服务收入同比增速来看，国企、民企且未展期、民企且已展期三类物企分别为+34%、+18%、-30%。从 2022 年非业主增值服务收入同比增速来看，国企、民企且未展期、民企且已展期三类物企分别为+13%、-14%和-44%。

图表 38：不同类型物企 2022 年各业务收入同比增速对比

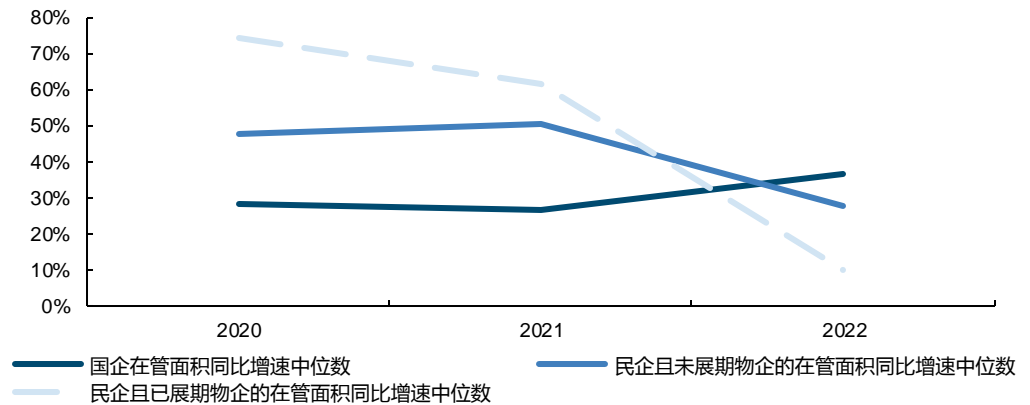


来源：各公司公告，国金证券研究所

国企 2022 年在管面积同比增速超过民企

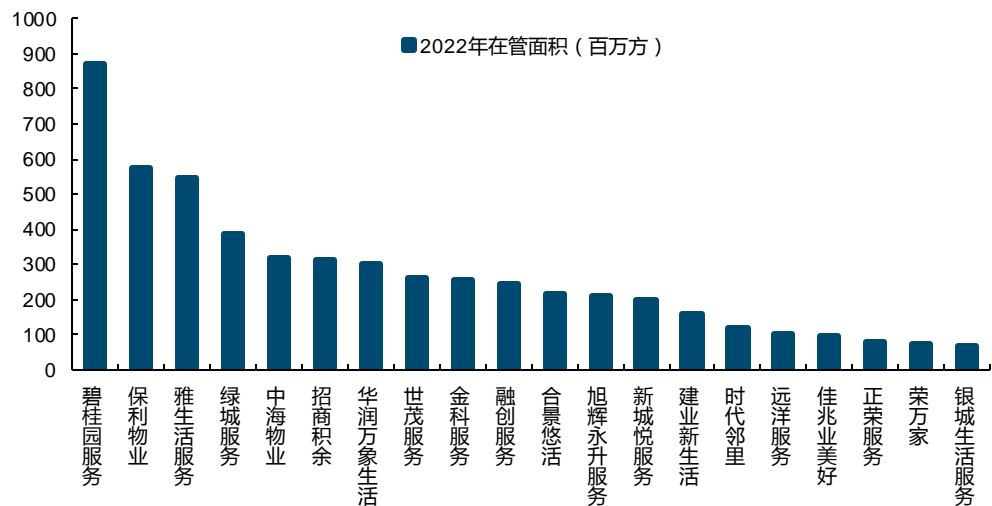
从在管面积增速来看，国企也更胜一筹。2020 年和 2021 年，因为民营物企在并购和外拓方面更为激进，增速均高于国企。2022 年这一趋势发生逆转，国企在管面积增速高于民企。2022 年在管面积同比增速中位数来看，国企、民企且未展期、民企且已展期分别为+36.4%、+27.7%、+9.9%。这主要因为：① 国企的关联方交付规模更稳定；② 国企 2022 年并购规模大于民企；③ 多家民企经营导向从注重增速转向注重质量，大量退出了低效盘，规模增速放缓。

图表39：2022年国企在管面积同比增速高于民企



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表40：2022年上市物企在管面积前20名



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：万物云未披露2022年在管面积，其2021年在管面积为7.85亿方。

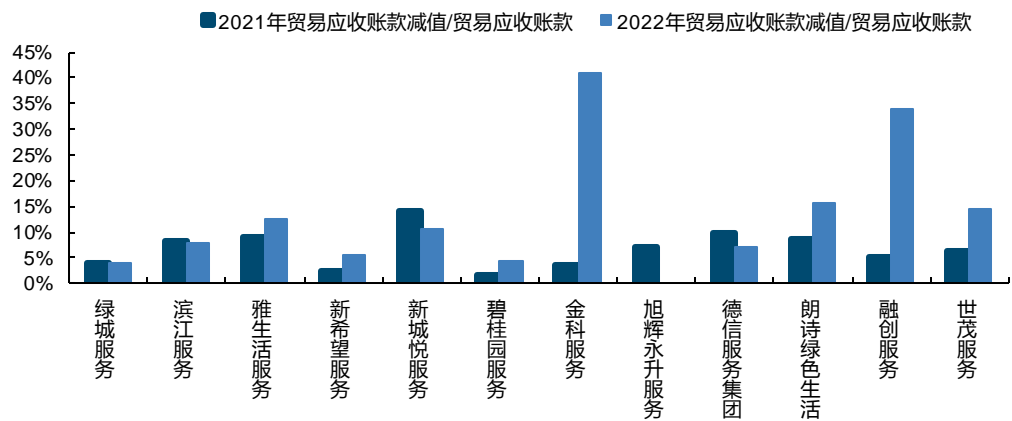
投资建议

关联房企的发展状况在当下是影响物业公司业绩的核心因素，国企开发商销售、拿地、融资表现均好于民企，推荐业绩增速较高的国企物企建发物业、保利物业、中海物业、华润万象生活。

同时我们也看好滨江服务，其关联房企虽然是民企，但发展稳健且2023年销售有望持续增长。

对于关联房企当前处境较为困难的民营物企，关联方后续对其产生的影响程度较难判断。我们认为2022年的贸易应收账款减值比例或可作为关联方风险释放程度的一个参考。从这个角度看，建议关注金科服务。上市民营物企中，2022年贸易应收账款减值比例最高的是金科服务，2022年贸易应收账款减值/贸易应收账款的比例达到41%，相较于2021年的3.8%大幅提升。

图表41：民营物企 2021 和 2022 贸易应收账款减值/贸易应收账款对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表42：覆盖的物业公司估值表

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
9666.HK	金科服务	买入	73	N.A.	14.4	12.1	-18.2	5.1	6.1	-272.0%	127.9%	19.2%
9983.HK	建业新生活	买入	32	5.6	4.7	4.1	5.6	6.8	7.8	-9.2%	20.5%	14.4%
6098.HK	碧桂园服务	买入	359	18.5	16.1	13.3	19.4	22.3	26.9	-51.8%	15.0%	20.5%
1209.HK	华润万象生活	买入	824	37.4	29.5	24.6	22.1	28.0	33.6	27.9%	26.7%	20.1%
3316.HK	滨江服务	买入	58	14.2	11.1	8.7	4.1	5.3	6.7	28.0%	28.1%	27.6%
6626.HK	越秀服务	买入	49	11.7	10.1	8.7	4.2	4.8	5.6	15.7%	15.9%	15.9%
2156.HK	建发物业	买入	50	20.0	14.4	10.6	2.5	3.4	4.7	55.1%	39.2%	36.2%
	平均值		206	17.9	14.3	11.7	5.7	10.8	13.0	-29.5%	39.0%	22.0%
	中位值		58	16.3	14.4	10.6	4.2	5.3	6.7	15.7%	26.7%	20.1%

来源：wind，国金证券研究所 注：盈利预测均为国金预测；时间截至 2023 年 5 月 5 日

风险提示

地产销售复苏程度低于预期。当前地产销售相较 2 月热度有所回落，若热度持续回落甚至转冷，全年销售复苏程度或不及预期。

外拓市场竞争过于激烈。外拓愈发成为物企规模增长主要来源，若外拓市场出现恶性竞争，则物业公司外拓项目利润率将显著下滑，这将影响物业公司的业绩增长和盈利能力。

增值服务发展不顺。增值服务的发展有其可行性，但也考验物业公司的品牌力和打通供应链的能力，若部分物业公司能力不足，或无法实现较好增长。

应收账款坏账超预期。当前多数民营房企现金压力仍大，地方政府财政压力也不轻，若回收不利，物业公司或要加大坏账拨备，这会影业绩增长。

商誉减值风险。若并购标的的经营情况恶化，或有商誉减值风险。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402