

房地产服务行业+公司首次覆盖

物管行业 2022 年报综述：“狂飙”时代已落幕，分化阶段徐开启 增持（维持）

2023 年 05 月 22 日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书：S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

关键词：#行业整合

投资要点

- **回归服务本源：基础物管业务收入占比提升，外拓能力将成发展胜负手。** 疫情之下，央国企及大型企业营收增速仍保持稳定。基础物管业务的营收及毛利润占比皆出现较大幅度提升。同时各公司在管面积增速出现不同程度降低。行业合约在管比持续下滑，但大型企业仍保留较好增长潜力。第三方外拓能力成为物企可持续发展核心指标，对关联方依赖逐步减弱。2022 年样本公司新增在管面积中第三方占比达 50.4%。
- **利润率两大关键字：“回归”行业实际水平，央国企与民企之间“分化”。** 疫情之下，2022 年行业综合毛利率同比下降 4.1pct 至 21.2%，民企下滑幅度较国企更大。细分至各业务：（1）基础物管毛利率同比微降 2.2pct 至 18.1%，民企降幅相对央国企较大但绝对值仍有优势；（2）非业主增值业务毛利率同比大幅下降 9.7pct 至 22.2%，民企大幅下降而央国企保持平稳；（3）疫情期间社区增值业务难以开展，毛利率同比下降 5.0pct 至 35.0%，预计随着疫情得到控制经济复苏毛利率将企稳回升。
- **应收账款及商誉的减值、无形资产摊销拖累业绩表现，行业回归现金流业务本质。** 由于前期高溢价收购以及关联方出险等因素，多家民企大幅计提应收账款及商誉减值金额致使民企归母净利润增速由正转负，而央国企整体保持稳健经营，预计未来两者分化趋势愈加显著。尽管业绩承压但大部分物业公司的账面现金依然充裕，股利支付率依然保持相对高位。
- **浴火重生：关联交易业务占比降低，多元特色业务初见雏形。** 非业主增值业务收入及利润占比出现大幅下滑，2022 年该业务收入仅占总营收的 15.4%，同比大幅下滑 7.4pct。多元特色业务已初见雏形，我们认为兼具市场规模广阔和竞争格局优秀的城市服务、团餐以及 TOD 物管业务值得关注。（1）城市服务仍为蓝海赛道，目前碧桂园服务、保利物业城市服务业务已初具规模。头部企业城市服务业务营收占比及毛利率逐渐提升。（2）我国团餐市场增长空间大，增长势头稳定，行业集中度较低，2022 年 CR5<5%。目前仅有新城悦服务、新希望服务、金科服务、雅生活服务服务公司进入这一赛道。（3）全国 TOD 市场空间广阔发展迅速，越秀服务作为 TOD 物管龙头已拥有技术壁垒和先发优势。2022 年公司 TOD 业务营收达到 2.9 亿元，占总营收比重为 22.5%。
- **投资建议：** 在经历疫情以及关联方现金流危机洗礼后，物业行业逐步回归现金流业务的本质，各项财务数据回归真实水平，央国企和民企的分化趋势愈加显著。我们认为物业行业轻资产、高增长的优势仍在，通过降低对关联方的依赖、增强独立性以及发展特色业务寻找第二增长极，优质民企和央国企有望在未来实现业绩的稳步增长。推荐关注华润万象生活、碧桂园服务、雅生活服务、保利物业、越秀服务、招商积余、建发物业。
- **风险提示：** 大股东/关联方交付项目规模不及预期；地产销售复苏不及预期；社会总需求恢复缓慢；外拓规模不及预期。

行业走势



相关研究

《代建行业的前世今生与星辰大海》

2023-03-10

《阴霾渐散曙光已现，聚焦内生回归本源》

2023-01-13

表 1: 重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
06098	碧桂园服务	301.61	8.75	0.58	1.22	1.41	15.07	7.19	6.21	买入
06049	保利物业	200.48	35.46	2.01	2.45	2.98	18.42	15.12	12.42	买入
001914	招商积余	164.88	15.55	0.56	0.72	0.90	27.89	21.58	17.40	买入
02156	建发物业	48.21	3.59	0.18	0.25	0.32	19.45	14.44	11.09	买入
06626	越秀服务	43.12	2.84	0.27	0.34	0.41	11.07	8.99	7.41	买入

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

备注: 总市值及收盘价为 2023.5.19 数据; 港股总市值和收盘价原始单位为港元, 已转换为人民币, EPS 单位为人民币; 2023.05.19 港元兑人民币中间价为 1 港元=0.88 人民币。

内容目录

1. 回归本源：物业管理业务为安身立命之本	7
1.1. 基础物管业务的收入、利润占比提升	7
1.2. 管理规模增速放缓，第三方外拓能力成为物企可持续发展核心指标	11
1.3. 收并购成为买方市场，央国企成唯一玩家	14
2. 去伪存真：财务数据开始回归行业真实水准	16
2.1. 各项业务利润率回归真实	16
2.2. 应收及商誉的减值、无形资产摊销拖累业绩表现	20
2.3. 回归现金流业务本质	23
3. 浴火重生：独立性与特色业务	25
3.1. 关联交易业务占比降低，关联方交付面积占比下降	25
3.2. 多元特色业务初见雏形	27
3.2.1. 城市服务	27
3.2.2. 团餐业务	28
3.2.3. TOD 物管业务	30
4. 推荐关注	33
4.1. “分化”成为关键词，一技傍身方显投资价值	33
4.2. 碧桂园服务	33
4.3. 保利物业	36
4.4. 招商积余	38
4.5. 建发物业	40
4.6. 越秀服务	42
5. 风险提示	44

图表目录

图 1: 样本物业公司一览	1
图 2: 样本公司基础物业营收及增速 (亿元)	1
图 3: 大型公司基础物业营收及增速 (亿元)	1
图 4: 中型公司基础物业营收及增速 (亿元)	1
图 5: 小型公司基础物业营收及增速 (亿元)	1
图 6: 国央企基础物业营收及增速 (亿元)	1
图 7: 民企基础物业营收及增速 (亿元)	1
图 8: 基础物业营收占总营收比重	1
图 9: 分规模基础物业营收占比	1
图 10: 基础物业毛利润占总毛利润比重	10
图 11: 分规模基础物业毛利润占比	10
图 12: 国央企及民企基础物业营收占比	10
图 13: 国央企及民企基础物业毛利润占比	10
图 14: 样本公司在管面积及增速 (亿平方米)	1
图 15: 大型公司在管面积及增速 (亿平方米)	1
图 16: 中型公司在管面积及增速 (亿平方米)	1
图 17: 小型公司在管面积及增速 (亿平方米)	1
图 18: 国央企在管面积及增速 (亿平方米)	1
图 19: 民企在管面积及增速 (亿平方米)	1
图 20: 样本公司合约在管比	1
图 21: 各规模公司合约在管比	1
图 22: 在管面积中第三方项目占比	1
图 23: 分规模在管面积中第三方项目占比	1
图 24: 国央企及民企第三方项目占比	1
图 25: 新增在管面积中第三方及关联方占比	1
图 26: 大中型公司 2022 年新增在管面积中占比详情	1
图 27: 物业市场近年来收并购详情	1
图 28: 国央企及民企并购总金额 (亿元)	1
图 29: 国央企及民企并购金额占比	1
图 30: 不同规模物业公司综合毛利率对比	1
图 31: 央国企和民企综合毛利率对比	1
图 32: 样本物业公司 2022 年综合毛利率	1
图 33: 不同规模物业公司基础物管毛利率对比	1
图 34: 央国企和民企基础物管毛利率对比	1
图 35: 样本物业公司 2022 年基础物管毛利率	1
图 36: 不同规模物业公司非业主增值服务毛利率对比	1
图 37: 央国企和民企非业主增值服务毛利率对比	1
图 38: 样本物业公司 2022 年非业主增值服务毛利率	1
图 39: 不同规模物业公司社区增值服务毛利率对比	2
图 40: 央国企和民企社区增值服务毛利率对比	2
图 41: 样本物业公司 2022 年社区增值服务毛利率	2
图 42: 不同规模物业公司应收账款周转天数对比 (天)	2
图 43: 央国企和民企应收账款周转天数对比 (天)	2

图 44: 样本物业公司 2022 年商誉占总资产比例.....	2
图 45: 样本物业公司 2022 年应收账款及商誉减值金额 (含无形资产中的客户关系摊销)	2
图 46: 央国企和民企归母净利润增速对比	2
图 47: 央国企和民企归母净利率对比	2
图 48: 样本物业公司 2022 年归母净利率.....	2
图 49: 央国企和民企货币资金对比 (亿元)	2
图 50: 央国企和民企货币资金增速对比	2
图 51: 央国企和民企经营活动现金流对比 (亿元)	2
图 52: 央国企和民企经营活动现金流增速对比	2
图 53: 样本物业公司 2022 年净现比.....	2
图 54: 样本物业公司 2022 年股利支付率.....	2
图 55: 非业主增值服务收入及利润占比	2
图 56: 分规模非业主增值服务收入占比	2
图 57: 分规模非业主增值服务利润占比	2
图 58: 国央企及民企非业主增值服务收入占比	2
图 59: 国央企及民企非业主增值服务利润占比	2
图 60: 头部城市服务企业营收详情 (百万元)	2
图 61: 头部城市服务企业营收占总营收比重	2
图 62: 头部城市服务企业毛利率情况	2
图 63: 中国团餐市场规模统计及增速	2
图 64: 2019 年各主要餐饮及消费板块市场规模 (亿元)	2
图 65: 2019 年各主要餐饮及消费板块行业集中度 (CR5)	2
图 66: 列车零部件维护保养	3
图 67: 列车顶部清洁	3
图 68: TOD 业务在管面积及合约面积 (万平方米)	3
图 69: TOD 业务营收及占总营收比重 (亿元)	3
图 70: 碧桂园服务股权结构情况 (截止至 2023 年 05 月 06 日)	3
图 71: 碧桂园服务在管面积详情 (百万方)	3
图 72: 碧桂园服务第三方项目面积占比	3
图 73: 碧桂园服务各业务收入占比	3
图 74: 碧桂园服务城市服务业务营收及增速 (百万元)	3
图 75: 碧桂园服务历年营业收入及增速 (百万元)	3
图 76: 碧桂园服务历年归母净利润 (百万元)	3
图 77: 保利物业股权结构 (截止至 2023 年 05 月 06 日)	3
图 78: 保利物业在管面积及增速 (百万平)	3
图 79: 保利物业在管面积中第三方项目占比	3
图 80: 保利物业各业务收入占比	3
图 81: 社区增值服务各细分服务详情 (百万元)	3
图 82: 保利物业营收及增速 (百万元)	3
图 83: 保利物业归母净利润及增速 (百万元)	3
图 84: 招商积余股权结构 (截止至 2023 年 05 月 06 日)	3
图 85: 招商积余在管面积及增速 (百万方)	3
图 86: 招商积余在管面积中第三方项目占比	3
图 87: 招商积余各业务营收占比详情	3

图 88: 非住宅物业各细分业务营收详情 (百万元)	3
图 89: 招商积余营业收入及增速 (百万元)	3
图 90: 招商积余归母净利润及增速 (百万元)	3
图 91: 建发物业股权结构 (截止至 2023 年 05 月 06 日)	4
图 92: 建发物业在管面积及增速 (万方)	4
图 93: 在管面积中第三方项目占比	4
图 94: 建发物业各业务营收占比详情	4
图 95: 建发物业社区增值服务营收详情 (百万元)	4
图 96: 建发物业营业收入及增速 (百万元)	4
图 97: 建发物业归母净利润及增速 (百万元)	4
图 98: 越秀服务股权结构 (截止至 2023 年 05 月 06 日)	4
图 99: 越秀服务在管面积及增速 (百万方)	4
图 100: 在管面积中第三方项目占比	4
图 101: 越秀服务各业务营收占比	4
图 102: 越秀服务非商业物业管理业务营收 (百万元)	4
图 103: 越秀服务营业收入及增速 (百万元)	4
图 104: 越秀服务归母净利润及增速 (百万元)	4
表 1: 2022 年物业行业国央企收并购详情	1
表 2: 近两年物业收并购金额前十交易	1
表 3: 海外团餐市场规模、代表企业及市场集中度	3
表 4: 各主要公司团餐业务情况	3
表 5: 截至 2022 年 12 月 31 日越秀地产 TOD 项目储备	3

1. 回归本源：物业管理业务为安身立命之本

我们选取 31 家典型物业企业，按在管面积、市值、营业收入三个指标综合考量将其划分为 8 家大型公司、9 家中型公司和 14 家小型公司。

图1：样本物业公司一览

公司名称	公司代码	在管面积 (亿方)	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	公司名称	公司代码	在管面积 (亿方)	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)
碧桂园服务	6098.HK	8.69	333	414	南都物业	603506.SH	0.85	23	18
万物云	2602.HK	—	340	301	滨江服务	3316.HK	0.42	57	20
保利物业	6049.HK	5.76	208	137	越秀服务	6626.HK	0.52	46	25
雅生活服务	3319.HK	5.46	72	154	金茂服务	0816.HK	0.57	30	24
绿城服务	2869.HK	3.84	133	149	建发物业	2156.HK	0.46	50	23
华润万象生活	1209.HK	2.80	781	120	时代邻里	9928.HK	1.34	5	26
招商积余	001914.SZ	3.11	167	130	宝龙商业	9909.HK	0.30	26	25
中海物业	2669.HK	3.20	243	127	中奥到家	1538.HK	0.64	3	17
金科服务	9666.HK	2.55	69	50	荣万家	2146.HK	0.73	6	19
世茂服务	0873.HK	2.62	37	86	佳兆业美好	2168.HK	0.95	4	18
融创服务	1516.HK	2.40	71	71	正荣服务	6958.HK	0.80	3	11
旭辉永升服务	1995.HK	2.10	47	63	新希望服务	3658.HK	0.29	12	11
新城悦	1755.HK	1.98	34	52	弘阳服务	1971.HK	0.45	7	11
建业新生活	9983.HK	1.57	30	31	融信服务	2207.HK	0.34	19	9
新大正	002968.SZ	1.30	42	26	大型公司	在管面积3亿方以上/市值200亿以上/营业收入100亿以上			
合景悠活	3913.HK	2.15	17	40	中型公司	在管面积1-3亿方/市值50-200亿/营业收入30-100亿			
远洋服务	6677.HK	1.01	18	33	小型公司	在管面积1亿方以下/市值50亿元以下/营业收入30亿元以下			

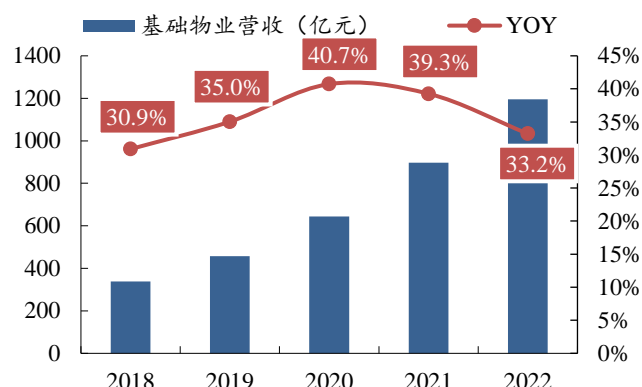
数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：（1）在管面积、营业收入为 2022 年数据；（2）港股总市值原始单位为亿港元，已转换为人民币，2023.05.18 港元兑人民币中间价为 1 港元=0.88 人民币；（3）标红为央国企，不包含混合所有制公司。

1.1. 基础物管业务的收入、利润占比提升

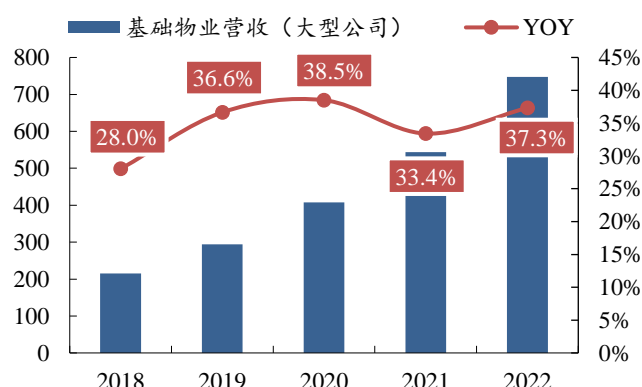
疫情影响下基础物业营收增速下滑，大型公司完成逆势增长。2022 年物业行业受到疫情影响较大，基础物业营收增速出现下滑。2022 年 30 家样本公司基础物业总营收 1194.8 亿元，同比增长 33.2%，增速同比下降 6.1pct。细分至不同公司规模来看，7 家大型公司 2022 年基础物业完成逆势增长，当年营收同比增长 37.3%，增速同比上涨 3.9pct。中型公司及小型公司营收增速均出现不同程度的下滑，2022 年中型公司及小型公司基础物业营收同比分别增长 30.4% 及 20.2%，增速同比分别下降 27.3pct、15.5pct。

图2: 样本公司基础物业营收及增速 (亿元)



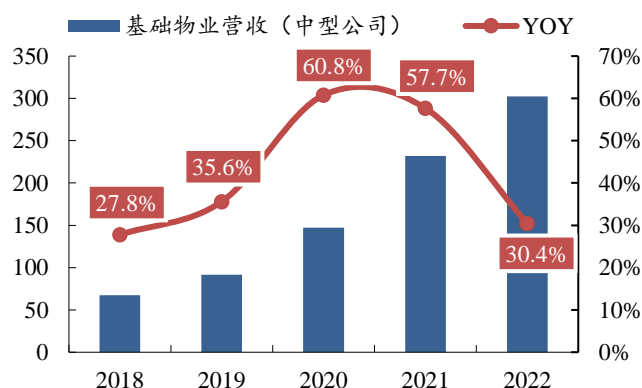
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图3: 大型公司基础物业营收及增速 (亿元)



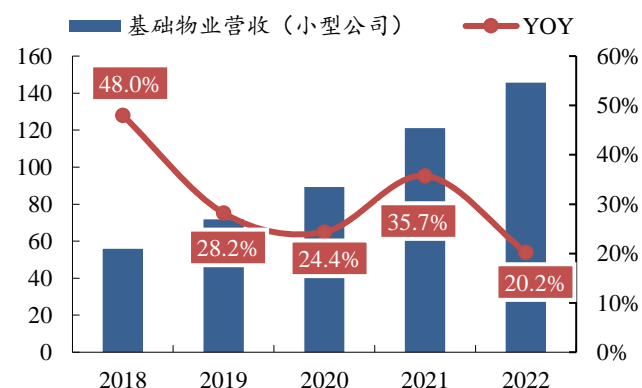
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图4: 中型公司基础物业营收及增速 (亿元)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

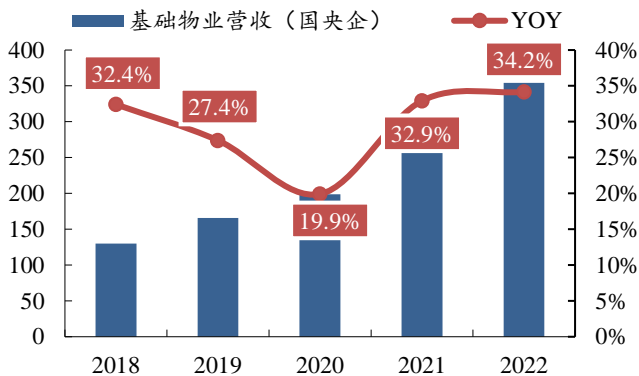
图5: 小型公司基础物业营收及增速 (亿元)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

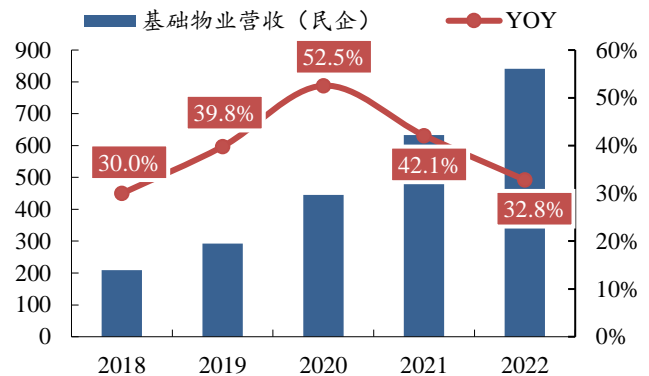
国央企受疫情影响较小, 由于部分民企关联方交付面积大幅下降, 民企基础物业增速下滑明显。2022年样本公司中7家国央企营收同比增长34.2%, 增速同比上涨1.3pct。民企基础物业营收增速出现下滑, 2022年营收同比增长32.8%, 增速同比下降9.3pct。

图6：国央企基础物业营收及增速（亿元）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

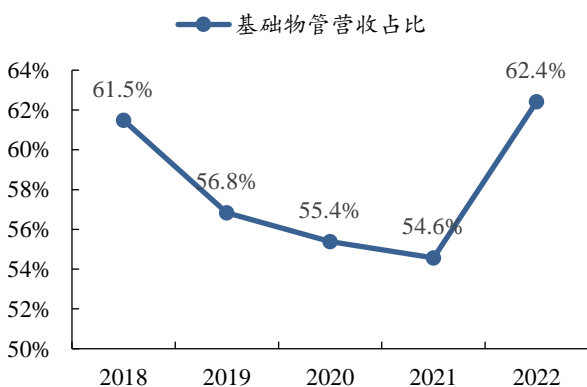
图7：民企基础物业营收及增速（亿元）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

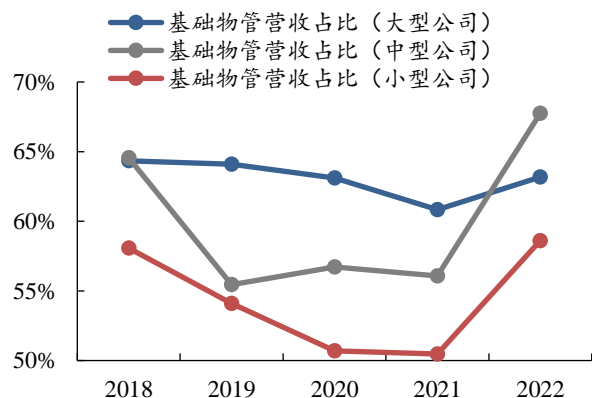
疫情影响下基础物业营收占比重新回升。2022年受疫情影响各公司社区增值服务及非业主增值服务呈现萎缩趋势，基础物业营收占比回升较大。2022年30家样本公司基础物业营收占比为62.4%，同比上涨7.8pct。细分至公司规模来看，2022年大型公司基础物业营收占比为63.2%，同比仅上涨2.4pct；而中型、小型公司营收占比分别为67.8%、58.6%，同比分别上涨11.7pct、8.1pct。大型公司基础物业营收占比一直处于较高水平；而中小型公司2022年各类增值业务营收萎缩严重，基础物业营收占比出现较大提升。

图8：基础物业营收占总营收比重



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图9：分规模基础物业营收占比

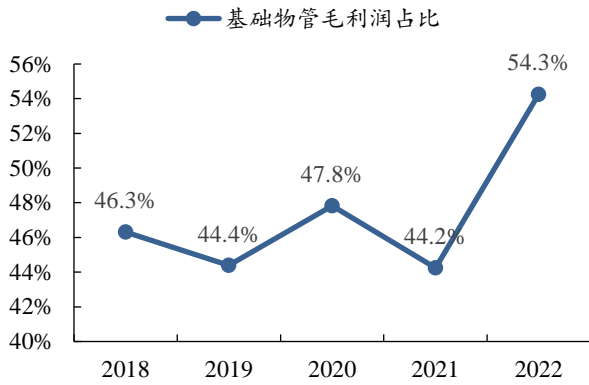


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

基础物业毛利润占比同样出现较大增长，中型公司占比增长尤盛。2022年30家样本公司基础物业毛利润占比为54.3%，同比上涨10.1pct。细分至公司规模来看，大型、

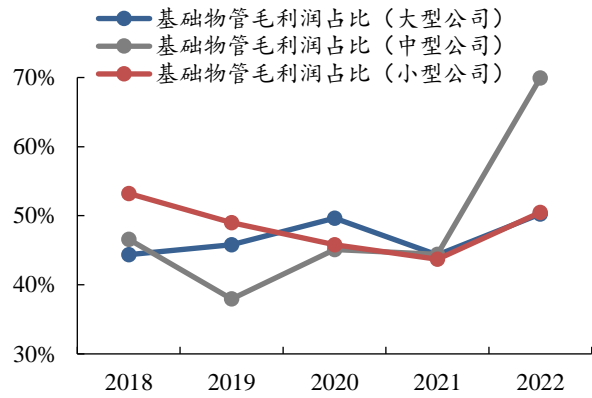
小型公司 2022 年基础物业毛利润占比分别为 50.2%、50.5%，同比分别上涨 5.9pct、6.8pct；而中型公司 2022 年基础物业毛利润占比为 69.9%，同比上升 25.5pct。

图10: 基础物业毛利润占总毛利润比重



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

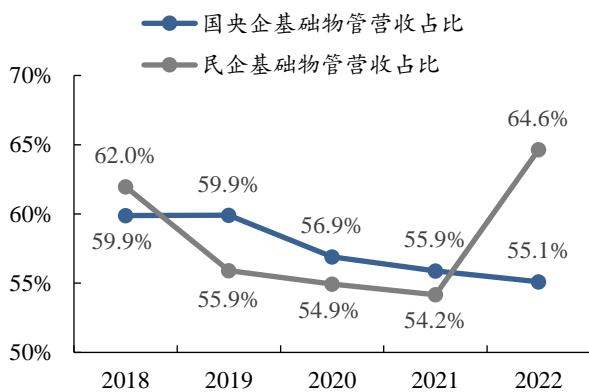
图11: 分规模基础物业毛利润占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

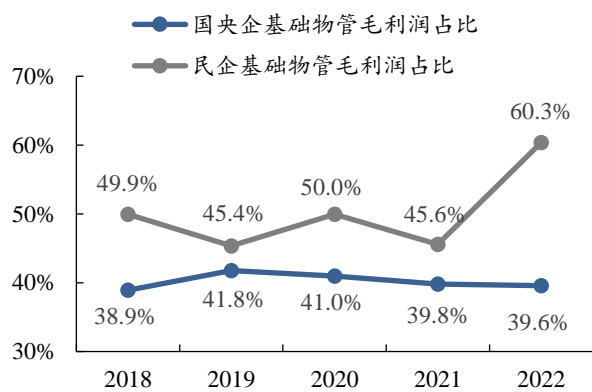
国央企基础物业营收及利润占比保持稳定, 民企占比出现较大增长。2022 年样本公司中 7 家国央企基础物业营收及毛利润占比分别为 55.1%、39.6%，同比分别下降 0.8pct、0.2pct；而民企基础物业营收及毛利润占比分别为 64.6%、60.3%，同比分别上涨 10.4pct、14.7pct。由此可见国央企整体受疫情影响较小, 而民企由于关联方支持减弱及疫情影响等原因, 业主及非业主增值服务出现较为严重的萎缩, 基础物业占比出现较大程度增长。

图12: 国央企及民企基础物业营收占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图13: 国央企及民企基础物业毛利润占比

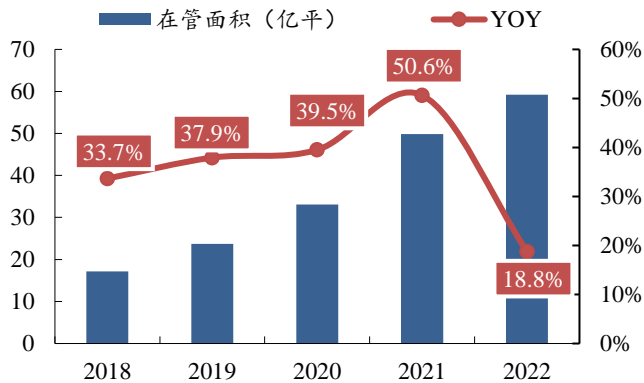


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 管理规模增速放缓，第三方外拓能力成为物企可持续发展核心指标

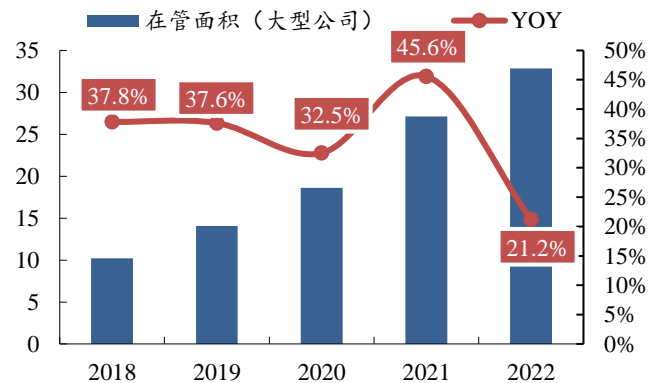
疫情影响下各物管企业在管面积增速放缓，中型公司下滑程度较大。2022年30家样本公司在管面积合计59.2亿平方米，同比增长18.8%，增速同比大幅下滑31.8pct。细分至不同公司规模来看，不同规模公司在管面积增速均出现较大下滑，大中小型公司2022年在管面积增速同比分别下滑24.4pct、53.7pct及19.9pct。

图14: 样本公司在管面积及增速 (亿平方米)



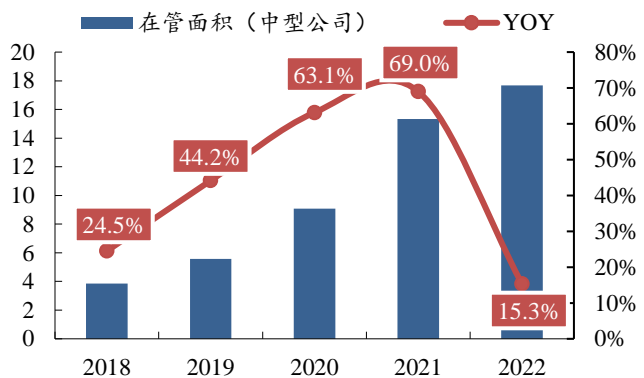
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图15: 大型公司在管面积及增速 (亿平方米)



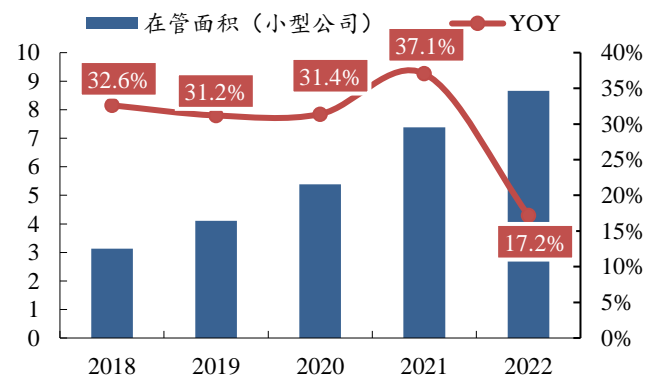
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图16: 中型公司在管面积及增速 (亿平方米)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

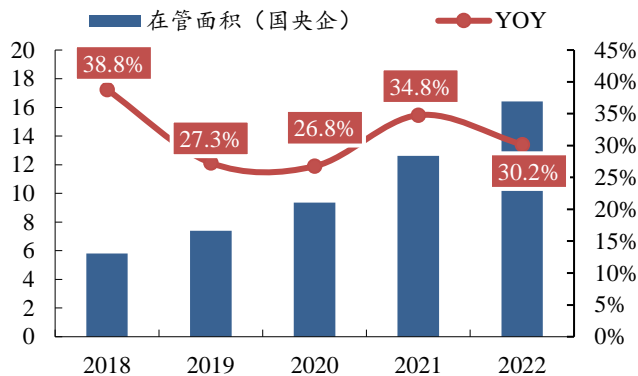
图17: 小型公司在管面积及增速 (亿平方米)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

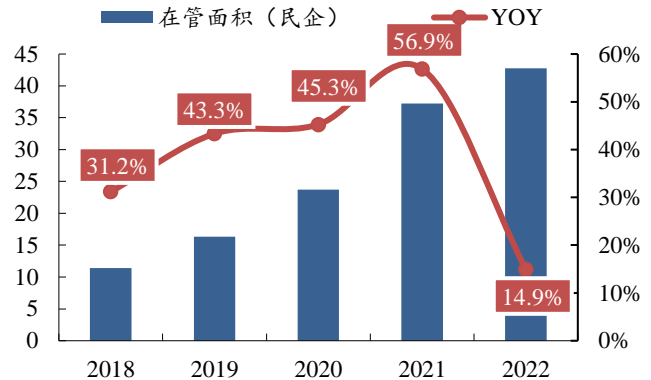
国央企在管面积增速保持稳定，民企增速下滑幅度较大后续增长较为乏力。2022年国央企在管面积同比增长30.2%，增速同比仅下滑4.6pct；民企在管面积同比增长14.9%，增速同比下滑42.0pct。国央企在保持稳健增长方面表现出色。

图18: 国央企在管面积及增速 (亿平方米)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

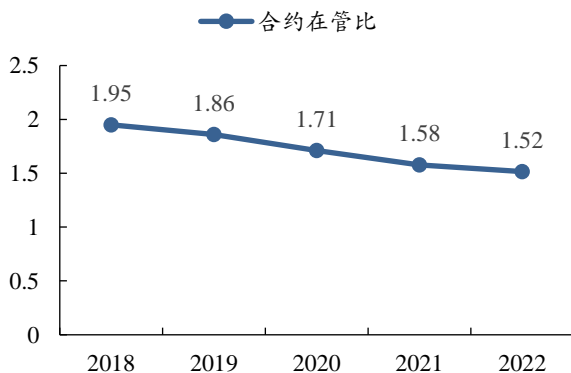
图19: 民企在管面积及增速 (亿平方米)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

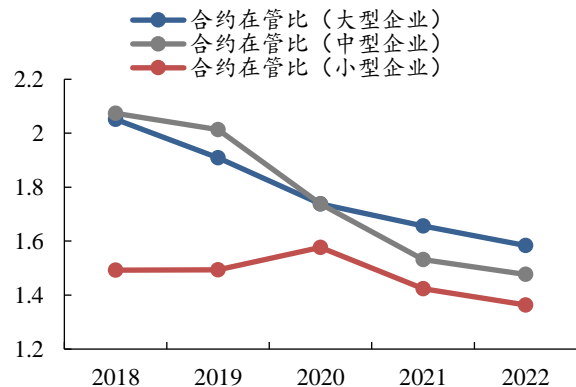
行业合约在管比持续下滑, 大型企业保留较好增长潜力。2022 年样本公司合约在管比持续下滑至 1.52。2022 年大中小型企业合约在管比分别为 1.58、1.48 及 1.36, 可见大型企业仍然保留较好的未来在管面积增长潜力。

图20: 样本公司合约在管比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图21: 各规模公司合约在管比

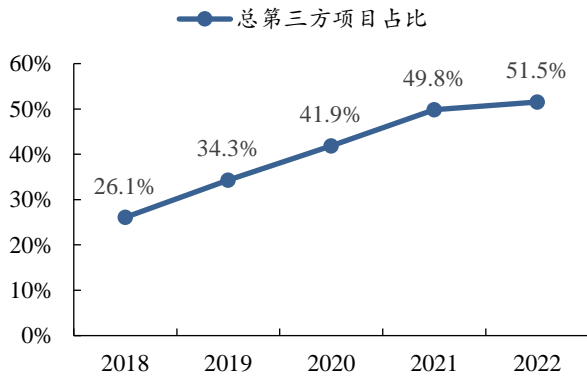


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

第三方项目占比逐渐提升, 对关联方依赖逐步减弱。2022 年样本公司在管面积中第三方项目占比为 51.5%, 同比增长 1.7pct。可见主要物管企业中已有超过一半的项目来自第三方, 第三方外拓项目正逐渐取代关联方项目成为物管公司增长新动力。2022 年第三方项目占比增速有所放缓主要是由于受疫情影响项目招标发生滞后, 我们预计 2023 年第三方项目占比增速将回归正常水平。细分至公司规模来看, 大中型公司在管面积中第三方项目占比分别为 58.4%、57.6%, 小型公司占比为 42.2%。可见小型公司

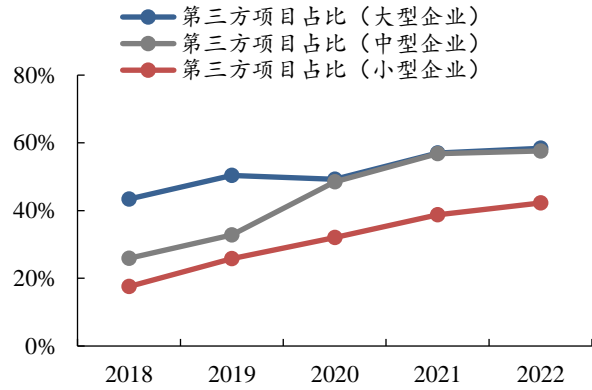
中存在较多公司对于关联方项目依赖程度大。

图22: 在管面积中第三方项目占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

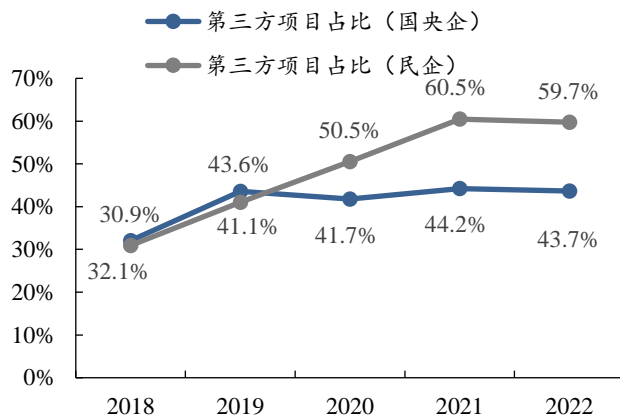
图23: 分规模在管面积中第三方项目占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

国央企对关联方项目依赖程度较大, 民企保持较高外拓水平。2022 年国央企在管面积中第三方项目占比仅为 43.7%, 表现出对于关联方项目较强的依赖程度; 而民企第三方项目占比达到了 59.7%, 体现出了较强的外拓能力。

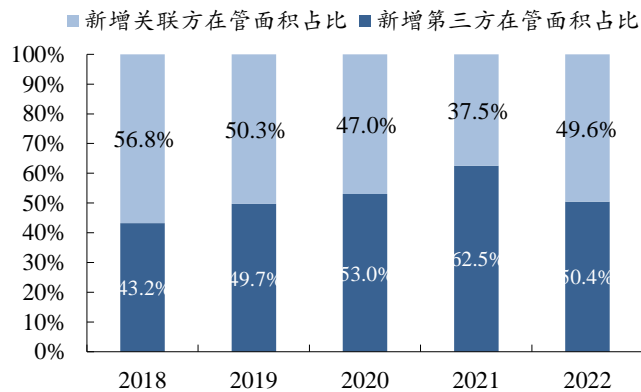
图24: 国央企及民企第三方项目占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

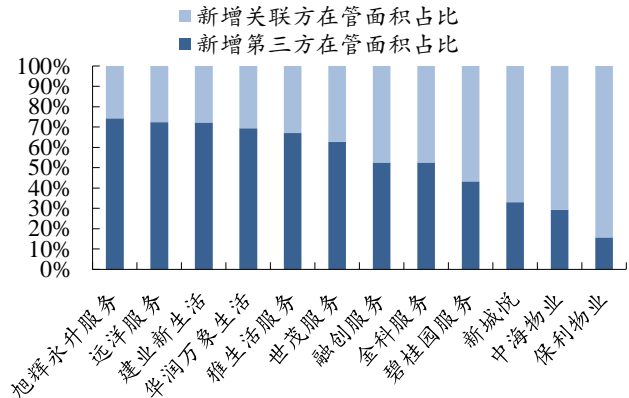
新增在管面积中第三方占比持续走高, 2022 年受疫情影响大量项目公开招标滞后, 第三方占比有所回落。各样本公司新增在管面积中第三方占比不断提高, 2021 年已达到 62.5%。2022 年受疫情影响大量公开招标项目存在滞后的情况, 第三方占比回落至 50.4%。我们预计 2023 年该比例将再度升高。此外, 在披露数据的 12 家大中型公司中, 有 8 家 2022 年新增在管面积中第三方项目的比例突破 50%。

图25: 新增在管面积中第三方及关联方占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图26: 大中型公司 2022 年新增在管面积中占比详情

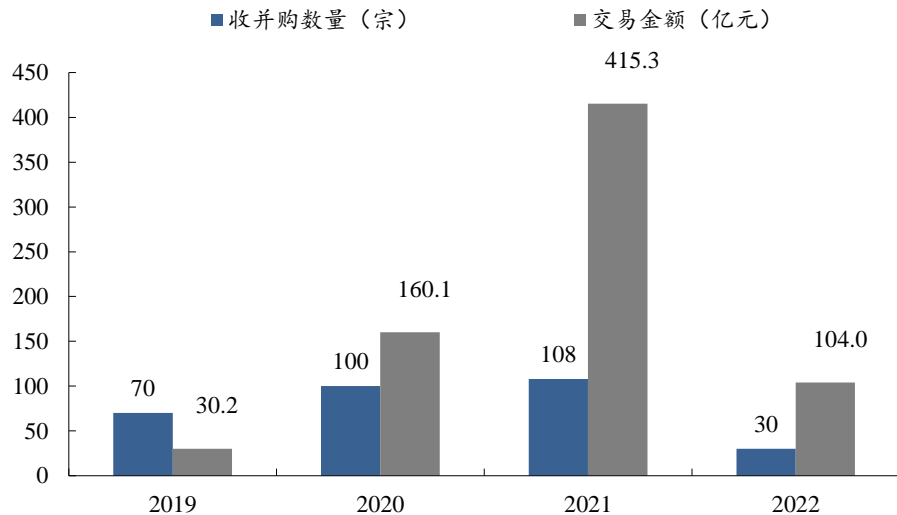


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 收并购成为买方市场，央国企成唯一玩家

2022 年收并购市场逐渐降温。根据中指、中物研协数据以及整理的公司公告，2022 年物业行业已披露相关信息的并购交易共 30 宗，总计金额 104.0 亿元，较 2021 年全年 415.3 亿元的并购总金额大幅下降 75.0%。

图27: 物业市场近年来收并购详情

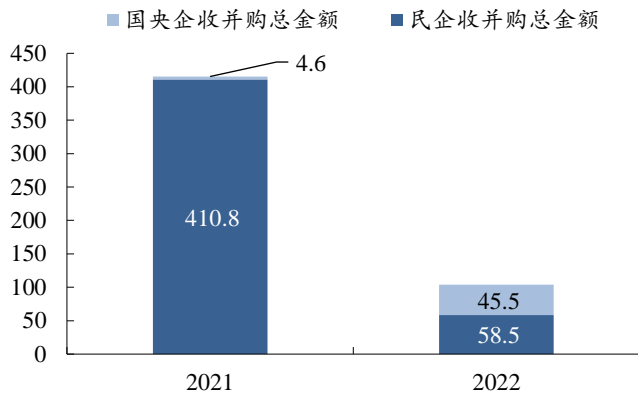


数据来源: 中指数据, 中物研协, 东吴证券研究所

国央企成为物业并购市场主力。2022 年已披露相关信息的并购交易中国央企并购金额总计 45.5 亿元，占总金额的 43.7%。而 2021 年国央企并购总金额仅为 4.6 亿元，

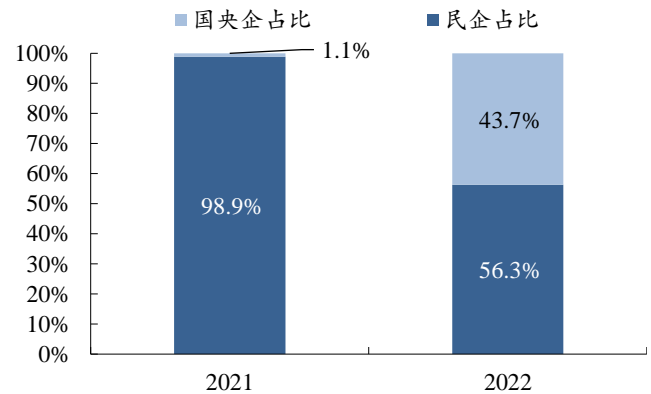
占比仅为 1.1%。2022 年收并购市场国央企中以华润万象生活最为活跃，2022 年华润万象生活分别以 10.6、24.9 亿元的交易对价收购了禹洲物业、中南服务，总金额为 35.5 亿元。此外招商积余也斥资 5.4 亿元收购了新中物业以及尚未披露相关交易信息的汇勤物业。我们认为随着民企关联方公司支持的减弱，国央企将在收并购市场持续保持优势。

图28：国央企及民企并购总金额（亿元）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图29：国央企及民企并购金额占比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

表1：2022年物业行业国央企收并购详情

收购企业	标的企业	标的企业类型	收购时间	PE	收购价格 (亿元)	股权占比 (%)	收购面积 (万平方米)
华润万象生活	禹洲物业	商业物业	2022/1/5	13.9	10.6	100	1760
华润万象生活	中南服务	物企	2022/1/21	14.1	24.9	100	5147
京城佳业	北京卓联物业	物企	2022/4/29	4.6	0.08	60	--
金茂服务	首置服务	物企	2022/6/17	13.8	4.5	100	--
招商积余	新中物业	办公物业	2022/6/29	20.0	5.4	67	--
招商积余	汇勤物业	物企	2022/7/15	--	--	65	--

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

备注：PE 计算采用收购价格除以标的公司收购前一年税后净利润

物业收并购成为买方市场。2022 年物业收并购市场回归理性，大宗交易数量大幅减少。2021 年收购金额达到 10 亿元以上的交易有 8 宗，2022 年仅为 4 宗；且前十大交易的金额均值及最大值都出现了较大幅度减少。2022 年前十大交易 PE 均值仅为 14.4 倍，较 2021 年 16.6 倍的 PE 均值同样出现了回撤。

表2: 近两年物业收并购金额前十交易

收购企业	标的企业	标的企业 类型	收购时间	PE	收购价格 (亿元)	股权占比 (%)	收购面积 (万平方米)
2021年物业收并购金额前十交易							
碧桂园服务	富力物业	物企	2021/9/20	14.0	100.0	100	8600
碧桂园服务	嘉宝服务	物企	2021/6	--	72.3	95	--
碧桂园服务	邻里乐	物企	2021/9/28	10.7	33.0	100	--
融创服务	融乐时代	商业物业	2021/11/8	--	18.0	100	305
世茂服务	上海世茂商业	商业物业	2021/12/13	18.1	16.5	100	465
恒大物业	宁波市亚太酒店物业服务有 限公司	酒店物业	2021/1/29	19.1	15.0	100	8000
合景悠活	雪松智联科技 集团	物企	2021/1/18	13.2	13.2	80	8600
龙湖智慧服务	亿达服务	物企	2021/3/4	26.1	12.7	100	1664
正荣服务	正荣商业	商业物业	2021/5/19	15.0	8.9	99	--
世茂服务	金沙田	物企	2021/8	--	8.6	60	--
2022年物业收并购金额前十交易							
碧桂园服务	中梁百悦智佳	物企	2022/2/14	24.7	31.3	94	3320
华润万象生活	中南服务	物企	2022/1/21	14.1	24.9	100	5147
华润万象生活	禹洲物业	商业物业	2022/1/5	13.9	10.6	100	1760
华润万象生活	祥生物业	物企	2022/9/28	9.9	10.4	100	2350
招商积余	新中物业	办公物业	2022/6/29	20.0	5.4	67	--
远洋服务	天津熙合	物企	2022/8/12	9.4	5.0	100	1390
金茂服务	首置服务	物企	2022/6/17	13.8	4.5	100	--
金科服务	31项托儿所物 业	学校物企	2022/7/7	--	2.03	--	8
朗诗绿色生活	北海朗润商业 管理	商业物业	2022/12/16	--	2.02	100	--
新希望服务	明宇商服	物企	2022/4/11	9.6	1.8	51	--

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

备注: PE 计算采用收购价格除以标的公司收购前一年税后净利润

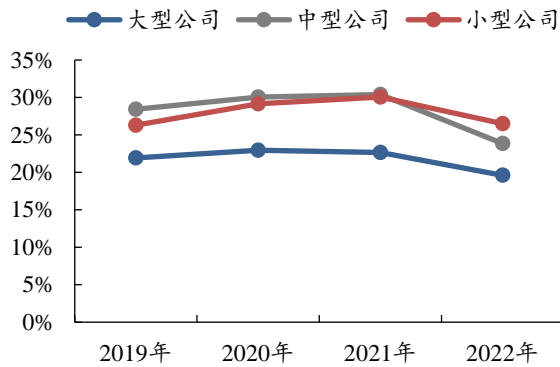
2. 去伪存真: 财务数据开始回归行业真实水准

2.1. 各项业务利润率回归真实

受疫情及房地产行业下行影响, 2022年物业公司综合毛利率下滑, 其中民企下滑幅度较国企更大。2022年样本物业公司的毛利率为21.2%, 同比下降4.1pct。从企业性质看, 民企毛利率降幅更高, 相对于央国企的毛利率优势正在逐年缩小。央国企2022年毛利率同比小幅下降1.0pct至20.0%; 民企2022年毛利率同比大幅下降5.1pct至21.6%。从企业规模看, 大型公司的毛利率绝对值仍处于相对地位, 2022年仅19.6%,

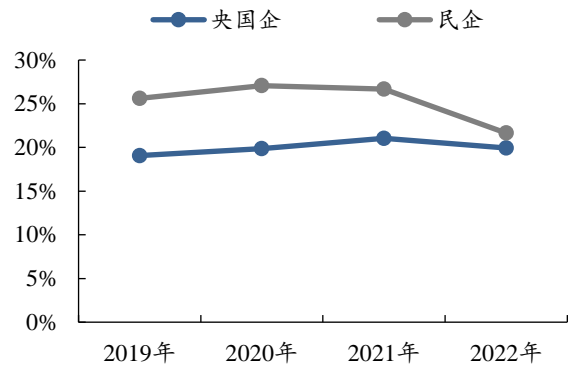
中型公司 2022 年的毛利率同比降幅最高为 6.5pct。

图30：不同规模物业公司综合毛利率对比



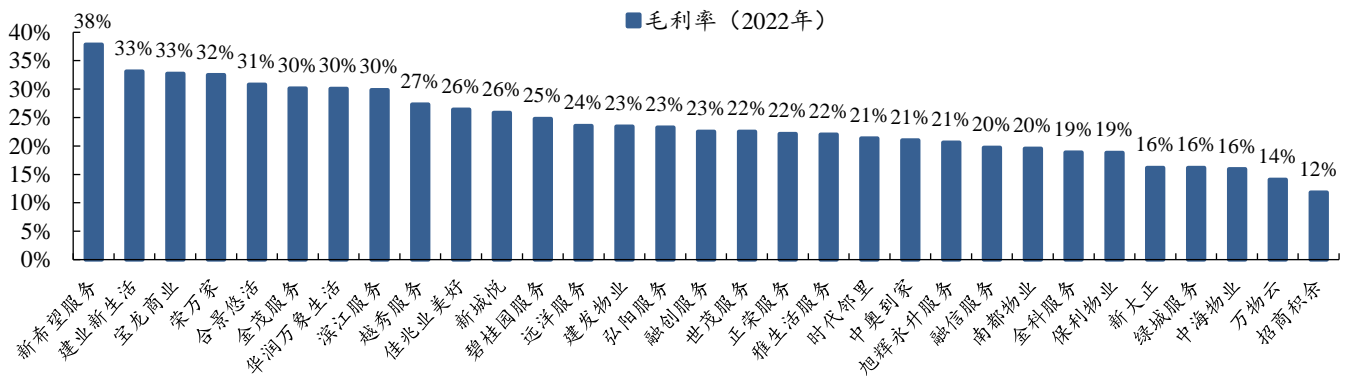
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图31：央国企和民企综合毛利率对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

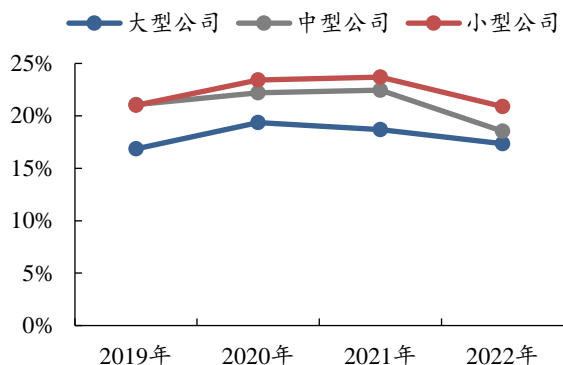
图32：样本物业公司 2022 年综合毛利率



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

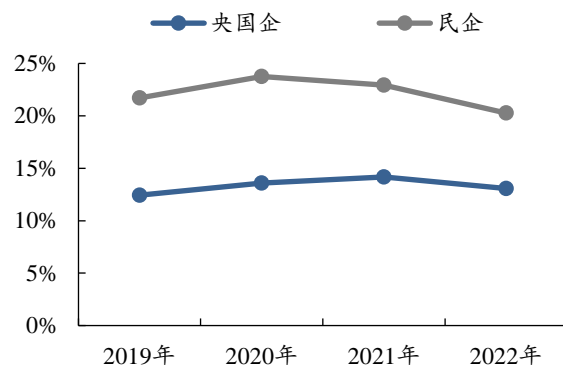
基础物管毛利率：受疫情影响人工成本增加，基础物管毛利率小幅下降，民企降幅相对央国企较大但绝对值仍有优势。预计未来基础物管毛利率将触底企稳。2022 年样本物业公司基础物管业务的毛利率为 18.1%，同比下降 2.2pct。从企业性质看，2022 年民企同比下降 2.6pct 至 20.3%，央国企同比下降 1.1pct 至 13.1%。绝对值上民企毛利率依然远高于央国企，其中新希望服务、荣万家、碧桂园服务的基础物管毛利率最高，均超过 25%；招商积余、绿城服务、中海物业的基础物管毛利率最低，均低于 14%。

图33: 不同规模物业公司基础物管毛利率对比



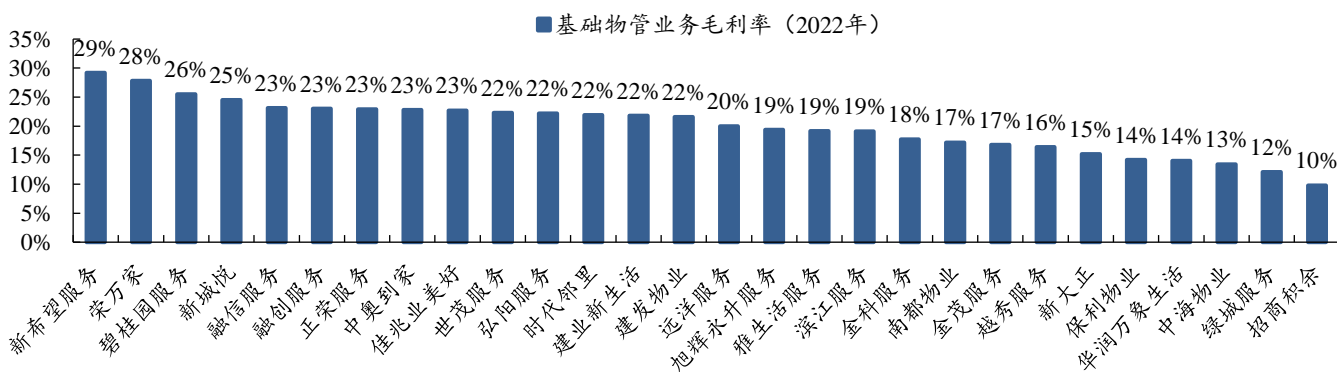
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图34: 央国企和民企基础物管毛利率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

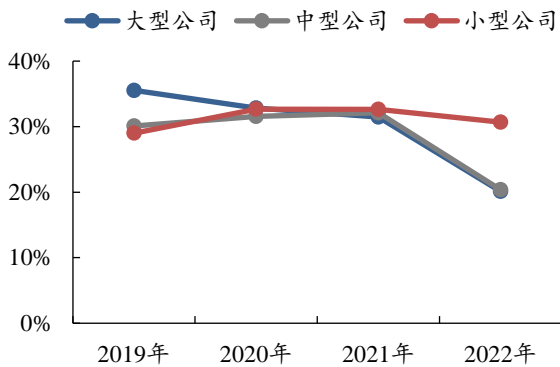
图35: 样本物业公司 2022 年基础物管毛利率



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

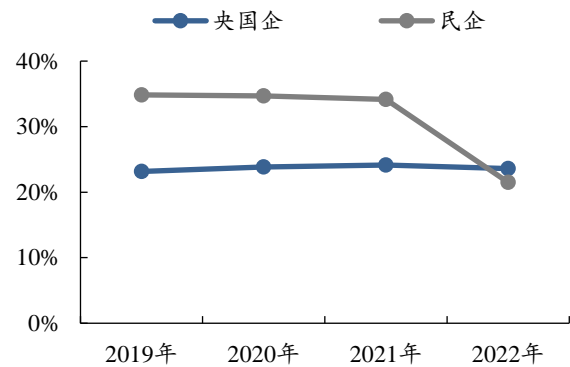
非业主增值业务毛利率: 受关联方暴雷拖累, 民企非业主增值业务毛利率大幅下降; 央国企毛利率保持平稳。预计未来民企非业主增值业务毛利率将继续下探。2022年样本物业公司非业主增值业务的毛利率为 22.2%, 同比下降 9.7pct。从企业性质看, 2022年民企同比大幅下降 12.6pct 至 21.5%, 央国企同比下降 0.5pct 至 23.6%。绝对值上民企毛利率已跌至央国企之下, 考虑到房地产行业供给侧出清仍在进行当中, 民营房企融资环境及信用情况仍未明显改善, 我们认为未来物业公司对关联方的依赖度将持续降低, 民企非业主增值业务的毛利率仍有继续下探的可能。

图36: 不同规模物业公司非业主增值服务毛利率对比



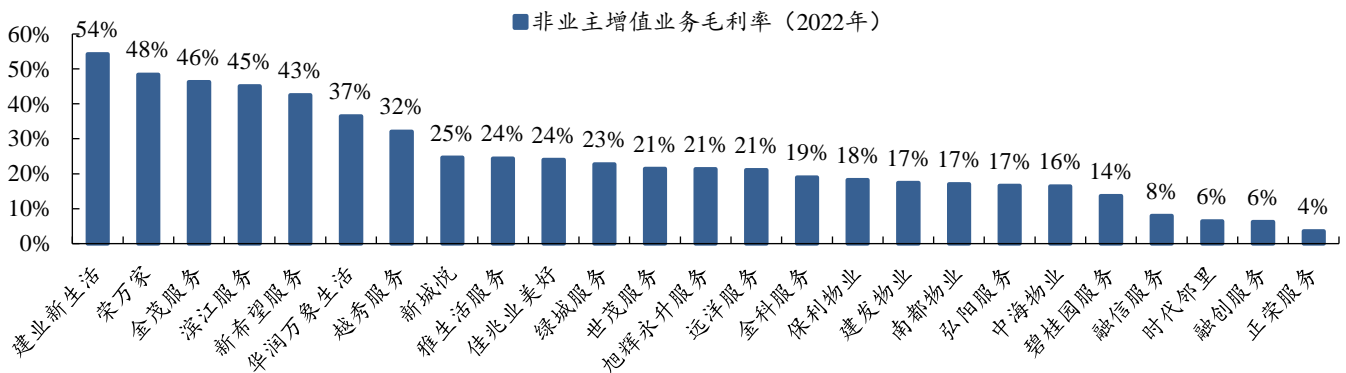
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图37: 央国企和民企非业主增值服务毛利率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

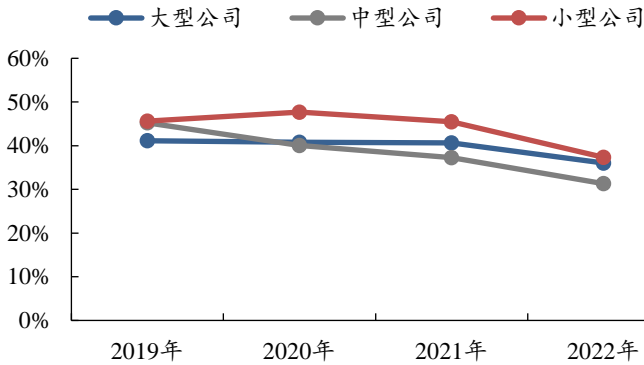
图38: 样本物业公司 2022 年非业主增值服务毛利率



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

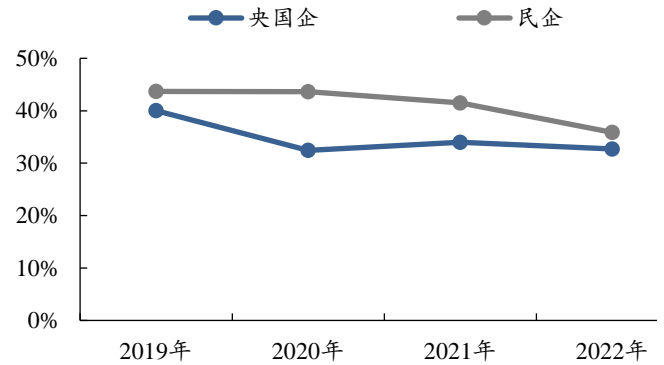
社区增值业务毛利率: 多项业务疫情期间难以开展, 社区增值业务毛利率下降。预计未来社区增值业务毛利率将企稳回升。2022 年样本物业公司社区增值业务的毛利率为 35.0%, 同比下降 5.0pct。从企业性质看, 2022 年民企同比下降 5.6pct 至 35.9%, 央国企同比下降 1.3pct 至 32.7%。绝对值上民企和央国企的差距近年来迅速缩小, 考虑到疫情期间难以开展的多项增值业务如房产经纪、美居服务、到家服务、停车、团餐在今年有望逐步恢复, 伴随着业务模式的成熟和规模效应的体现, 我们预计未来社区增值业务的毛利率将企稳回升。

图39: 不同规模物业公司社区增值服务毛利率对比



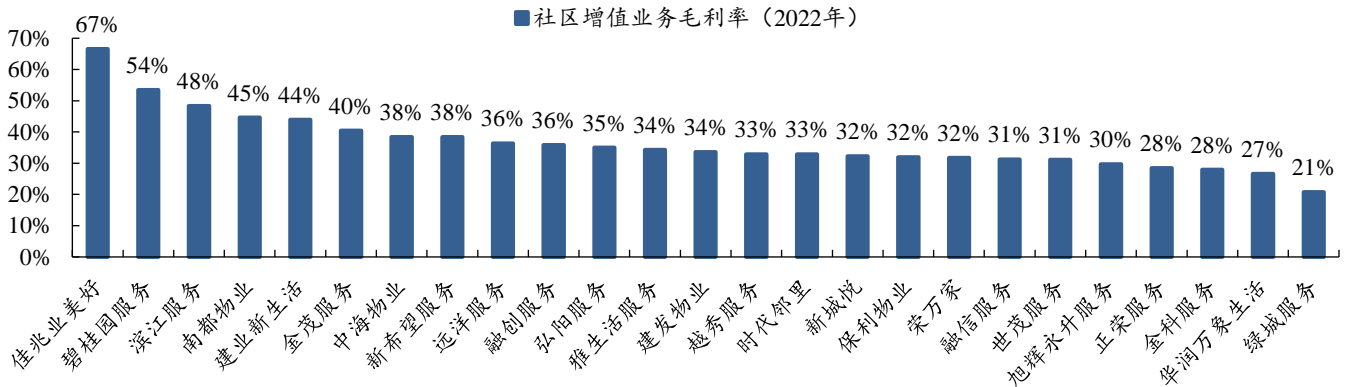
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图40: 央国企和民企社区增值服务毛利率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图41: 样本物业公司 2022 年社区增值服务毛利率



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

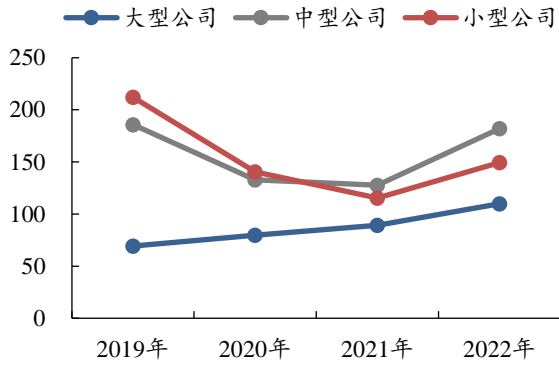
2.2. 应收及商誉的减值、无形资产摊销拖累业绩表现

2020-2021 年部分物业公司高溢价收并购以及关联方风险外溢带来的应收账款减值、商誉减值、无形资产摊销, 在 2022 年毛利率普遍下滑的基础上, 进一步拖累了业绩表现。

民企应收账款周转天数显著增长, 国企回款情况相对健康。部分民企商誉占总资产比例较高。2022 年样本物业公司中民企的应收账款周转天数为 146 天, 较 2021 年的 111 天提升 35 天; 而央国企的应收账款周转天数为 78 天, 较 2021 年的 70 天仅提升 8 天。这主要是因为部分民企 2022 年受关联方地产公司财务状况恶化影响, 承担了较大的应收账款压力。同时, 前几年大规模的溢价收并购让部分民企的商誉占总资产比例

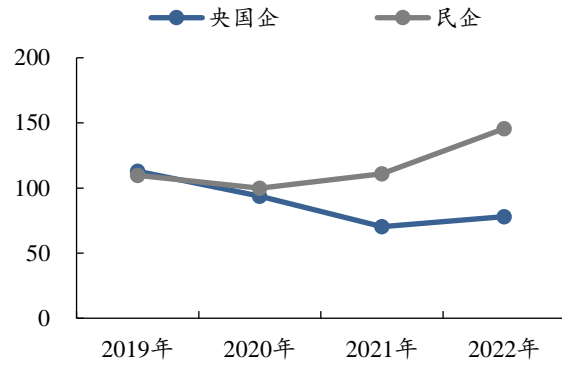
高企。前三名为正荣服务、碧桂园服务和合景悠活，占比分别为 27.1%、25.5% 和 23.0%。

图42: 不同规模物业公司应收账款周转天数对比(天)



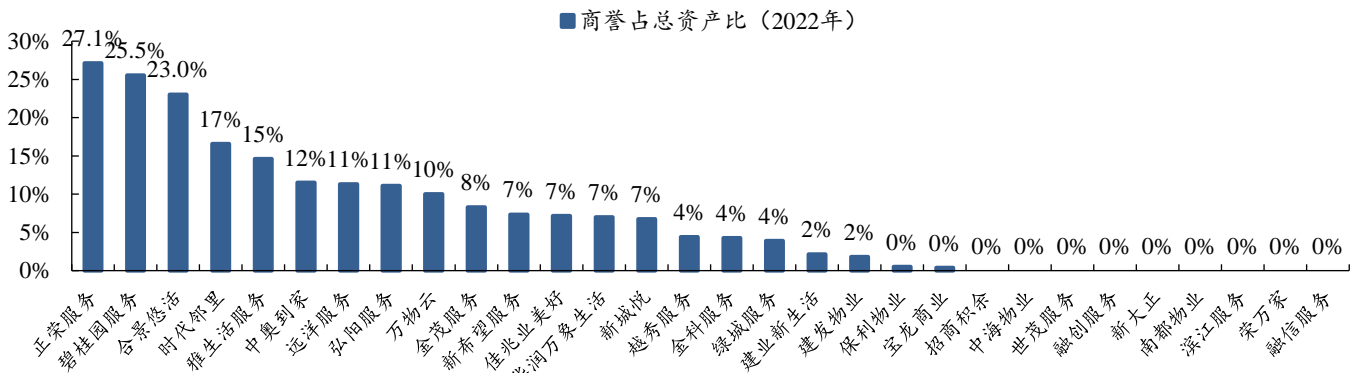
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图43: 央国企和民企应收账款周转天数对比(天)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

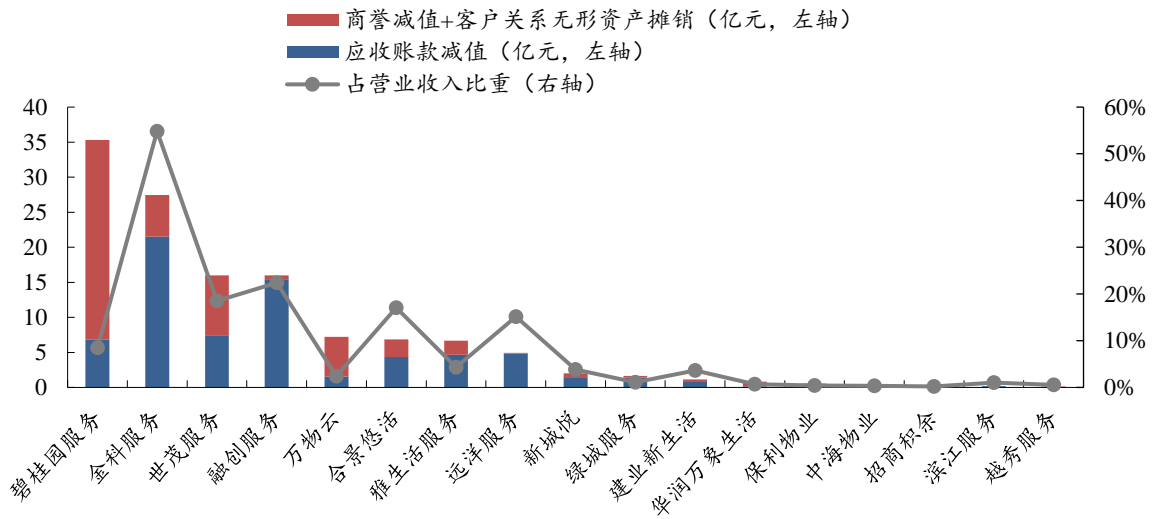
图44: 样本物业公司 2022 年商誉占总资产比例



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

多家民企大幅计提应收账款及商誉减值金额，预计 2023 年仍有一定减值压力。
 2022 年多家民企大幅计提应收账款及商誉减值损失。由于每家公司记录收并购带来的商誉和客户关系等无形资产的方式不同，我们采用统计的商誉减值和无形资产中客户关系科目的摊销金额之和的方式，对不同公司进行对比。如图表所示，计提减值金额超过 5 亿元人民币的物管企业中仅万物云 1 家央国企，其余皆为民企。排名前三的为碧桂园服务、金科服务和世茂服务，分别计提减值损失 35.3 亿元（占营收比例 8.5%，下同）、27.5 亿元（54.8%）和 16.0 亿元（18.5%）。

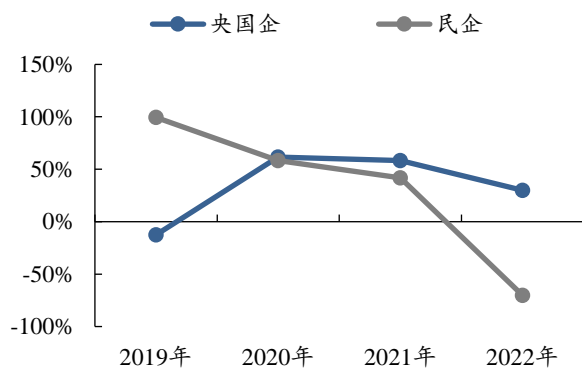
图45: 样本物业公司 2022 年应收账款及商誉减值金额 (含无形资产中的客户关系摊销)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

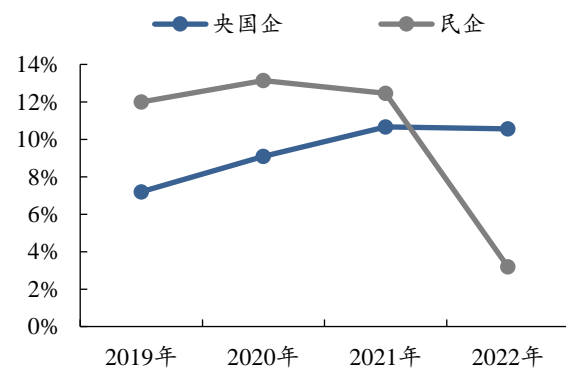
受毛利率降低和计提减值损失影响, 民企归母净利润增速由正转负, 预计未来短期内业绩承压, 央国企和民企分化趋势愈加显著。2022 年民企归母净利润增速由 2021 年的 41.8% 锐减至 -70.3%, 相对应的归母净利率由 12.5% 降至 3.2%。而央国企业绩增长平稳, 归母净利率保持稳定: 2022 年央国企的归母净利润增速为 29.8% 同比下降 28.5pct, 归母净利率为 10.5% 同比微降 0.2pct。

图46: 央国企和民企归母净利润增速对比



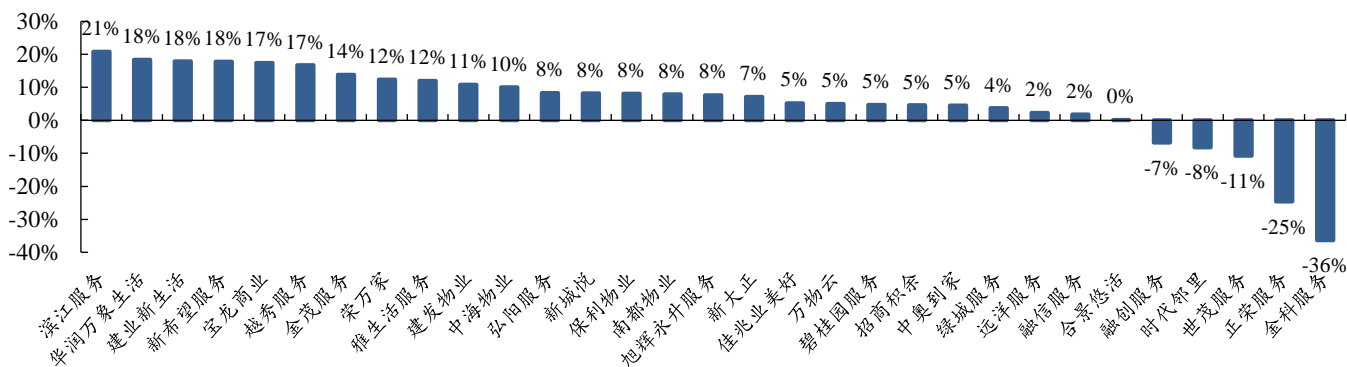
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图47: 央国企和民企归母净利率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图48: 样本物业公司 2022 年归母净利率



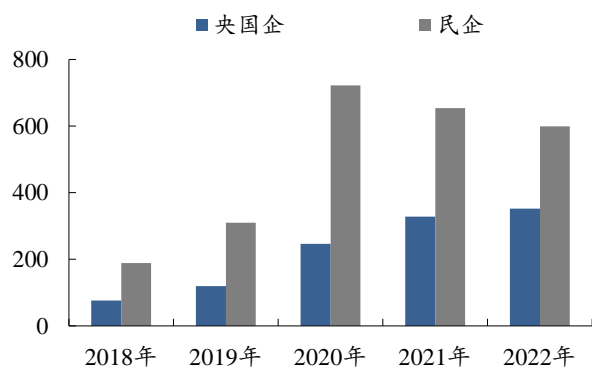
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2.3. 回归现金流业务本质

在经历了 2018-2021 年的高估值高增长阶段以及 2021-2022 年的业绩增速下滑、估值回归阶段之后，物业行业逐步回归现金流业务的本质。作为长坡后雪的赛道，只有优秀的现金流状况和可复制的好口碑才能帮助物业公司在全国范围内复制商业模式实现稳步增长。

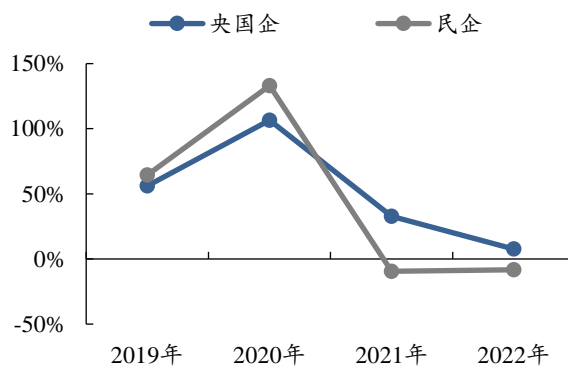
物业公司的账面现金依然充裕。作为轻资产的“现金奶牛”行业，尽管 2022 年物业公司承担了一定的回款压力，但货币资金依然充裕。样本央国企 2022 年末的货币资金同比增长 7.6%，而民企于 2022 年末的货币资金同比减少 8.4%，降幅较 2021 年末的 9.4% 有所收窄。

图49：央国企和民企货币资金对比（亿元）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图50：央国企和民企归货币资金增速对比

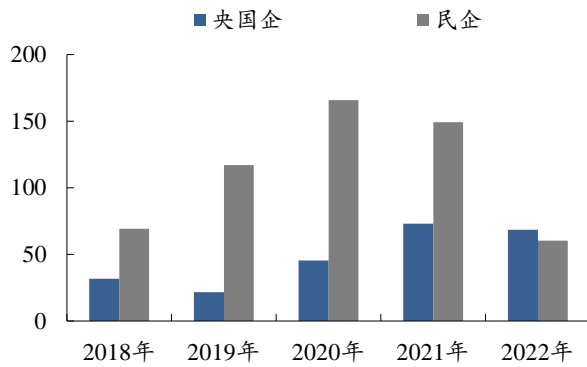


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

民企经营活动现金流同比大幅下降，不同物业公司净现比分化愈发明显。2022 年

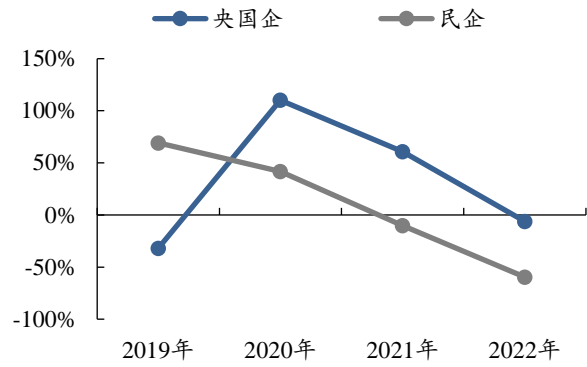
央国企的经营活动现金流同比微降 6.3%，而民企大幅下降 59.6%。不同物业公司净现比分化愈发明显，央国企的净现比普遍较高。行业净现比排名前三的为滨江服务、建发物业、万物云，分别为 2.7、2.0、1.8。

图51: 央国企和民企经营活动现金流对比 (亿元)



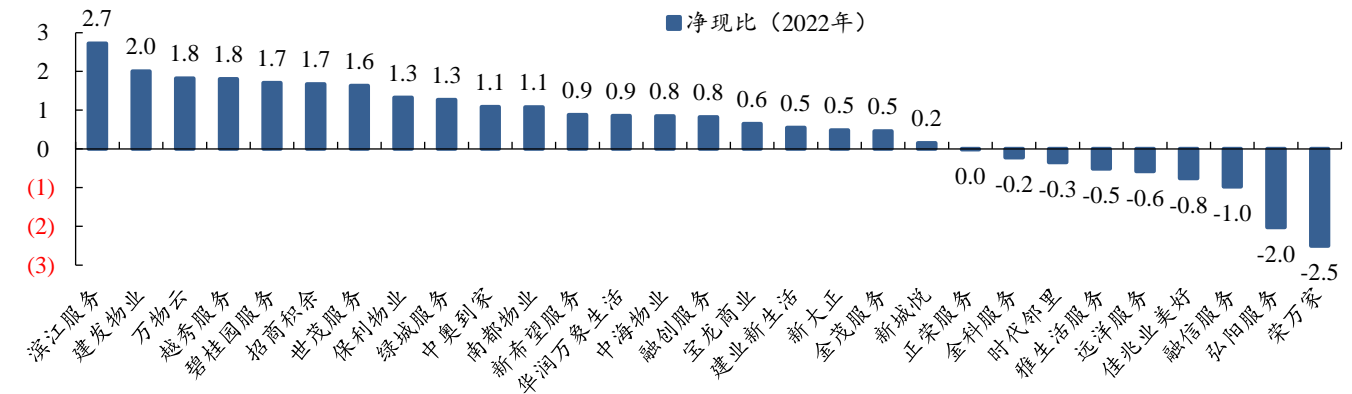
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图52: 央国企和民企经营活动现金流增速对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

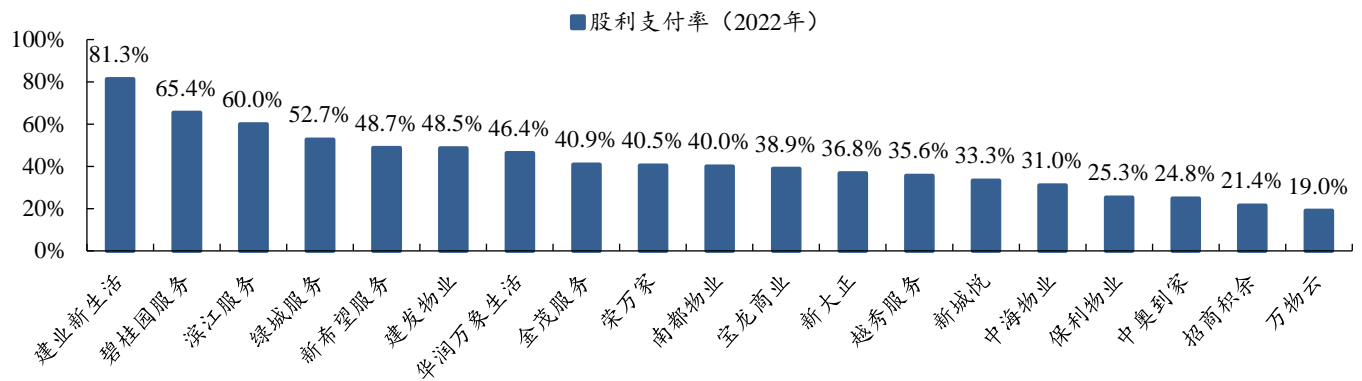
图53: 样本物业公司 2022 年净现比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

股利支付率维持高位。2022 年 19 家样本物业企业平均股利支付率为 41.9%，稳健派息回馈投资者。其中建业新生活、碧桂园服务、滨江服务、绿城服务的股利支付率超过 50%。

图54: 样本物业公司 2022 年股利支付率



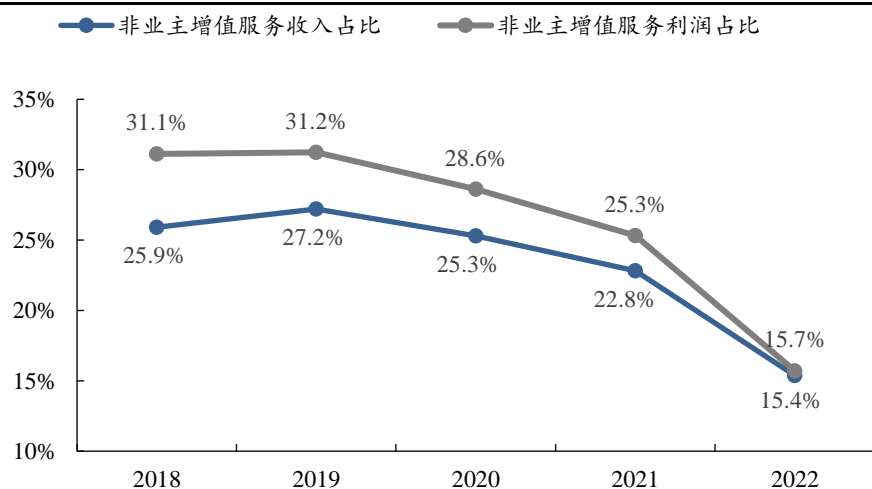
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

3. 浴火重生: 独立性与特色业务

3.1. 关联交易业务占比降低, 关联方交付面积占比下降

非业主增值服务收入及利润占比出现大幅下滑。2022 年样本公司非业主增值服务收入仅占总营收的 15.4%，同比大幅下滑 7.4pct；毛利润仅占总毛利润的 15.7%，同比下滑 9.6pct。从趋势上看非业主增值服务收入及利润占比已连续三年呈下滑趋势，2022 年尤盛。细分至公司层面，2022 年 31 家样本公司中仅越秀服务一家公司非业主增值服务收入及利润占比出现了提升，但增幅仅为 1.5 和 0.6pct。我们预计未来行业内将保持非业主增值服务比重下滑的趋势，物管企业普遍将和地产关联度降低，周期属性会越来越弱。

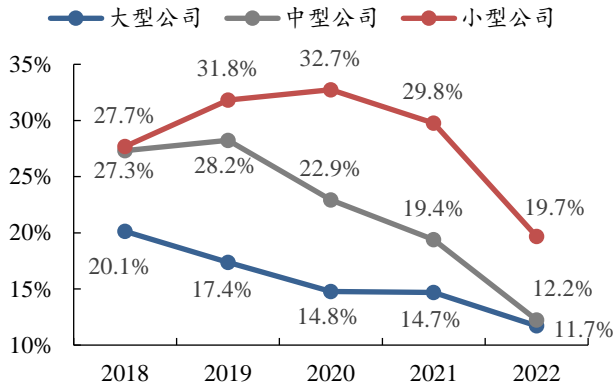
图55: 非业主增值服务收入及利润占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

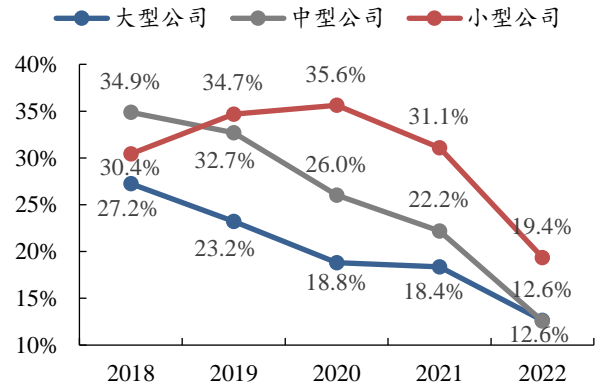
大型公司占比下滑幅度较小，中小型企业占比变化剧烈。细分至公司规模来看，2022 年大型公司非业主增值服务收入及毛利润占比分别为 11.7%及 12.6%，同比分别下降 3、5.8pct。中小型企业均出现较大幅度的收入及利润比重下降。此外，从变化趋势上看，小型公司从 2020 年才开始逐渐降低非业主增值服务的占比，可见其对关联方业务的依赖程度较大。

图56: 分规模非业主增值服务收入占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

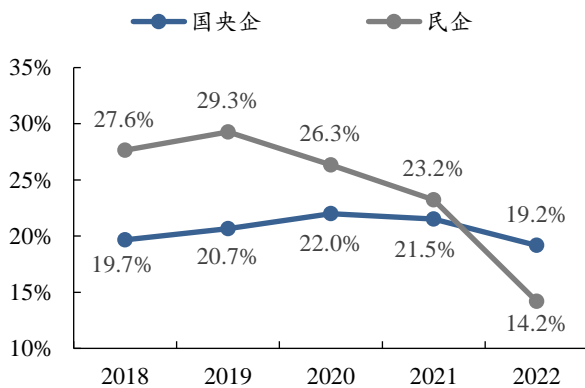
图57: 分规模非业主增值服务利润占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

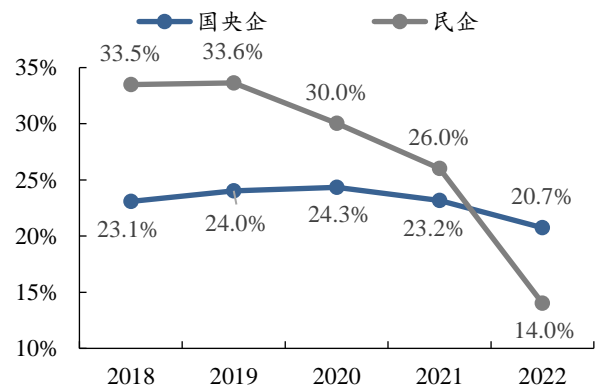
民企受到疫情剧烈冲击，占比出现大幅下降。2021 年及以前，民企对于关联方的业务依赖程度显著大于国央企，2021 年民企非业主增值服务收入及利润占比分别为 23.2%及 26.0%。2022 年受疫情及关联公司开发业务萎缩影响，民企非业主增值服务收入及毛利润占比锐减至 14.2%及 14.0%。国央企得益于其稳健经营的主旨，2022 年非业主增值服务占比仅出现小幅下滑。

图58: 国央企及民企非业主增值服务收入占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图59: 国央企及民企非业主增值服务利润占比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

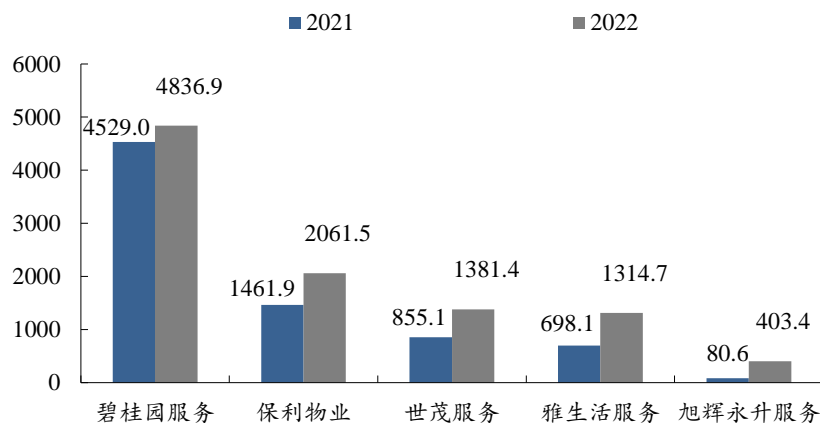
3.2. 多元特色业务初见雏形

由于与关联方/大股东的关联业务占比下降，其对于物业公司业绩的贡献也将退坡，在此大背景下，物业公司未来业绩增长的差异将来源于其服务边界的拓宽，即务实的第二增长曲线。近几年物业公司在业态扩围和增值服务方面进行了诸多尝试，多元特色业务已初见雏形，我们认为兼具市场规模广阔和竞争格局优秀的城市服务、团餐以及 TOD 物管业务值得关注。

3.2.1. 城市服务

城市服务仍为蓝海赛道，各企业正加紧布局。城市服务通常意义上包括市政一体化、城市公共空间运营服务及数字化建设等板块，主要包括换位、绿化保养、基础设施运营、城市场馆运营、景区运营及智慧城市等业务。目前各头部物管企业城市服务业务尚处于布局阶段，主要扩张方式包括合资合作、战略合作、公开竞标和投资收购等。目前碧桂园服务、保利服务城市服务业务已初具规模，2022 年营收分别为 48.4、20.6 亿元（由于保利服务未披露具体城市服务营收，这里选取“公共及其他物业”营收代替）。

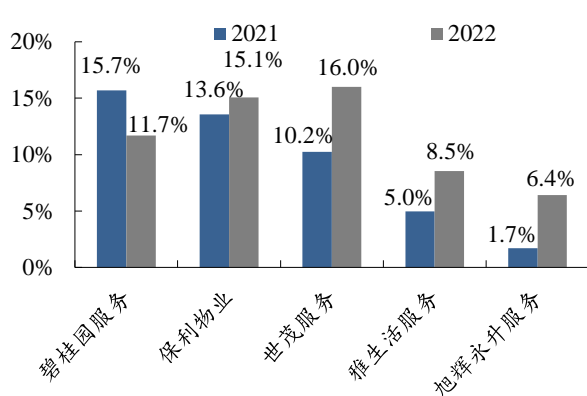
图60：头部城市服务企业营收详情（百万元）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

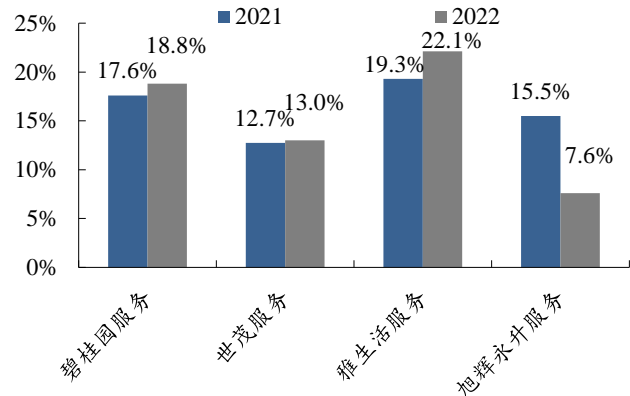
头部企业城市服务业务营收占比及毛利率逐渐提升。2022 年各城市服务头部企业城市服务营收占比均出现了较大提升，可见其增速远高于传统的基础物管服务及增值服务。2022 年碧桂园服务的城市服务营收占比下滑较大主要系碧桂园服务 2022 年总营收从 288.4 亿提升至 413.7 亿，而城市服务营收提升不大。碧桂园服务在进行大规模收购后仍需时间对被收购的项目进行消化和融合。各企业毛利率水平均保持小幅增长，旭辉永升服务毛利率水平骤降主要系 2022 年大规模的城市服务业务拓展所致。

图61: 头部城市服务企业营收占总营收比重



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图62: 头部城市服务企业毛利率情况

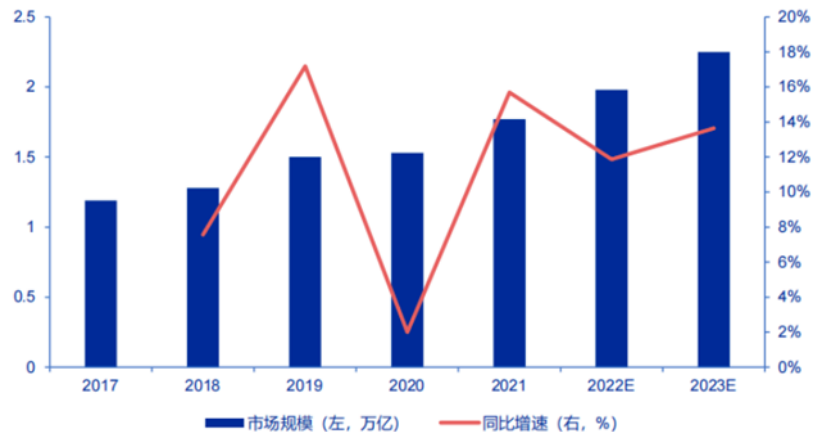


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 团餐业务

我国团餐市场增长空间大, 增长势头稳定。根据中国饭店协会发布的《2022 年度中国团餐发展报告》, 2020 年受疫情影响, 餐饮市场总规模同比下降 15.4%, 而团餐市场仍有 2.0% 的微弱增长, 规模达 1.5 万亿。2021 年餐饮市场回暖的背景下, 团餐行业实现了 15.8% 的增幅, 市场规模近 1.8 万亿。

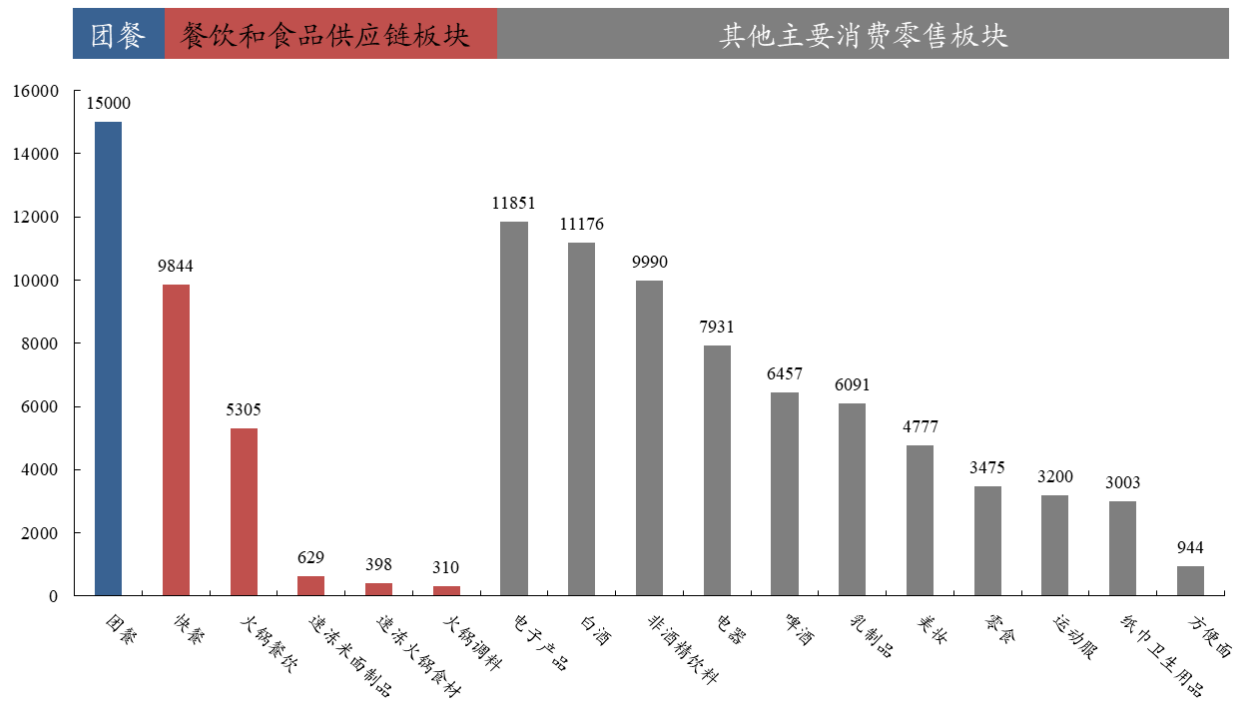
图63: 中国团餐市场规模统计及增速



数据来源: 艾媒咨询, 宸睿资本, 东吴证券研究所

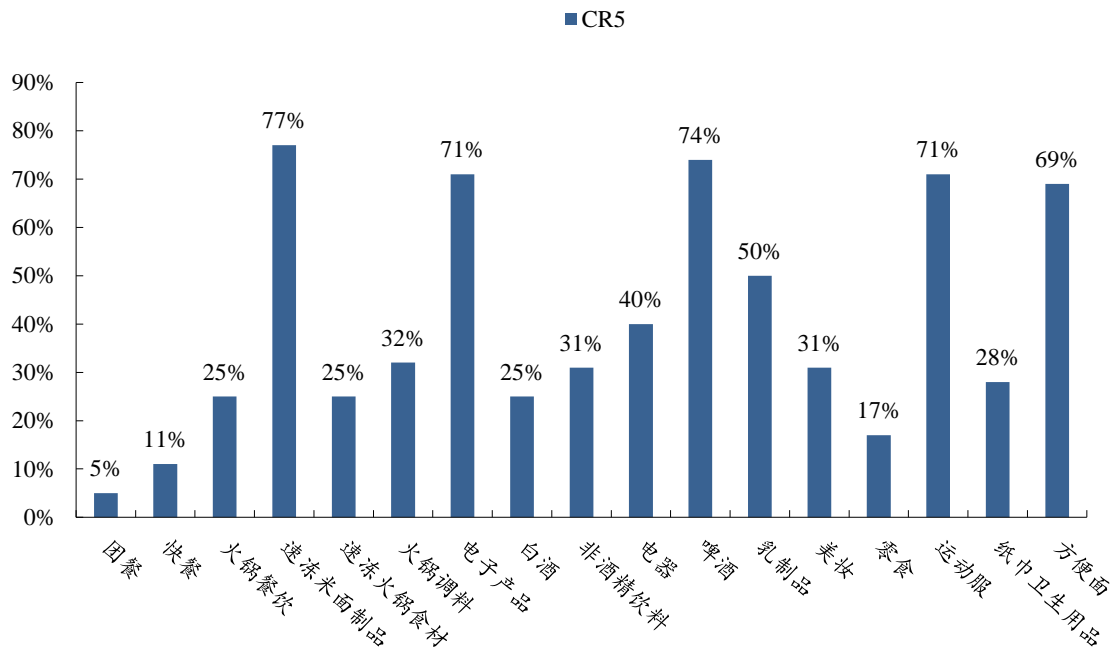
相较于各主要类似板块, 团餐市场规模更大, 行业集中度更低。2019 年团餐市场规模达到了 15000 亿元, 远高于餐饮和食品供应链各子版块市场规模, 同时也略高于各主要消费零售板块。同时团餐市场的行业集中度 (CR5) <5%, 远小于餐饮及食品供应链及其他各主要消费零售子版块的行业集中度。

图64：2019年各主要餐饮及消费板块市场规模（亿元）



数据来源：Euromonitor、Frost & Sullivan，花旗投资银行部，宸睿资本，东吴证券研究所

图65：2019年各主要餐饮及消费板块行业集中度（CR5）



数据来源：Euromonitor、Frost & Sullivan，花旗投资银行部，宸睿资本，东吴证券研究所

2022年我国团餐百强市占率仅有6.7%，远低于海外团餐市场行业集中度。据报告，北美、德国、法国、英国、巴西及澳大利亚的头部企业2022年现有市场比重达到了

99%、99%、83%、65%、64%及 57%。而中国团餐市场 2022 年 CR100 仅有 6.7%，行业集中度仍存在较大的提升空间。此外，除部分新三板挂牌的中小团餐企业之外，尚无营收超过百亿元的团餐上市公司。

表3: 海外团餐市场规模、代表企业及市场集中度

	北美	德国	法国	英国	巴西	澳大利亚	
外包市场规模总计	42294	3450	8050	10400	2200	4200	
现有运营商数量	48	31	22	35	5	11	中国团餐市场 企业数量超过 10 万家
头部企业现有市场比重	99%	99%	83%	65%	64%	57%	CR100 仅有 6.7%
估计尾部运营商数量	5-10	0-5	80	187	45	44	
	四大龙头·市场份额						
Compass	41%	17%	15%	31%	26%	27%	海外团餐市场
Sodexo	25%	6%	27%	12%	--	--	四大龙头市场份额超 50%
Aramark	24%	15%	--	5%	--	--	北美区域 CR4 达到 92%
Elior	2%	--	--	6%	20%	11%	主要市场只有 10-50 家营运企业
四大公司市场份额合计	92%	38%	69%	53%	46%	38%	

数据来源: Euromonitor、Frost & Sullivan, 花旗投资银行部, 宸睿资本, 东吴证券研究所

物业公司布局团餐业务的时间并不太久, 目前也仅有新城悦服务、新希望服务、金科服务、雅生活服务公司等进入这一赛道, 切入的模式基本为初期的收购+后期运营扩张。虽然当前该业务的营收规模较小, 但增长速度普遍较高, 行业竞争格局又存在足够的施展空间, 布局较早的公司有机会通过团餐业务拓宽其服务边界。

表4: 各主要公司团餐业务情况

公司	目前业务情况
新希望服务	重点发力医疗赛道, 已成为医疗赛道产业链较长、服务场景较全、辐射层级较多的团餐运营服务商。2022 年团餐运营项目 14 个, 市场外拓项目 6 个。
雅生活服务	成立“乐膳荟”机构团餐业务平台, 联手美餐为企业及机构客户提供一体化的餐饮综合服务。基于客户需求提供员工餐厅营建服务、传统餐厅数字化升级、企业配餐业务, 实现多场景覆盖。
新城悦服务	2022 年团餐业务营收达到 3.55 亿元 (+334.2%), 成为仅次于物业管理服务的单项业务。聚焦于高校团餐业务, 2H22 在管高校团餐单项目月均收入达到 40 万元。
金科服务	2022 年餐食服务(团餐和社餐)及酒店管理业务营收达到 3.4 亿元 (+305.9%)。

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

3.2.3. TOD 物管业务

TOD (Transit-Oriented Development), 即以公共交通为导向的开发模式, 公共交

通枢纽连接围绕集工作、商业、文化、教育、居住为一体的混合用途地区，使公共交通在居民区或者商业区的使用最大化。当前日本、新加坡等发达国家已经形成相对成熟的 TOD 模式，我国的 TOD 模式尚处于快速发展阶段，拥有 TOD 综合物管能力的物业公司有望在未来的业务拓展中占据先发优势。

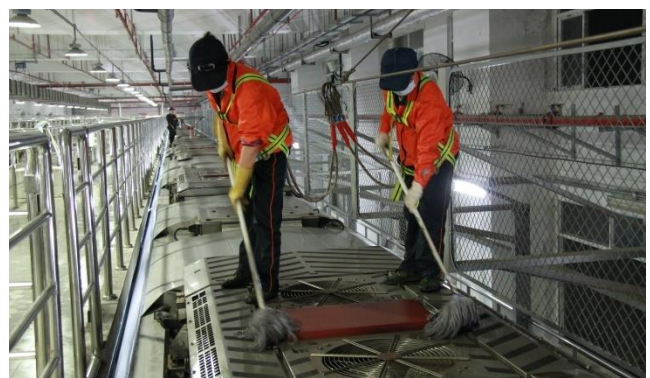
TOD 物管业务分为盖上和盖下两块：盖上为住宅和商业的物业管理，盖下为车辆段和站点服务，包括地铁或者高铁的清洗、消毒、清洁、保养以及停车场业务等。目前我国 TOD 物管行业龙头为越秀服务。

图66：列车零部件维护保养



数据来源：越秀服务官网，东吴证券研究所

图67：列车顶部清洁



数据来源：越秀服务官网，东吴证券研究所

全国 TOD 市场空间广阔发展迅速。TOD 模式下，交通网络与城市核心范畴有机连接，结合大型商业、办公空间和住宅物业，快速推进城市发展。国务院印发的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：2020 年我国城市轨道交通运营历程达到 6600 公里，2025 年预期达到 10000 公里。而根据中国交通运输部，截至 2022 年 12 月 31 日，中国共有 53 个城市开通运营城市轨道交通线路 290 条，运营里程合共 9584 公里，已接近完成 2025 年目标，发展速度超出预期。

越秀服务于 TOD 物管市场已形成较高技术壁垒。2020 年 11 月 23 日，公司向公司的战略投资者广州地铁收购了广州地铁环境工程及广州地铁物业管理，成为了拥有“地铁环境工程维护+地铁物业管理运营业务”的复合型物业管理服务提供商。在车辆段服务中，公司承担地铁列车等特种设备清洗等工作，因而能够建立从一众竞争者中脱颖而出的技术壁垒。

大股东强力支持为越秀服务未来发展提供丰厚土壤。公司的控股股东越秀地产亦是国内最大的 TOD 物业发展商之一，而越秀地产的第二大股东为广州地铁。2022 年越秀地产于广州新增 TOD 琶洲南项目，新增 TOD 土地储备 43 万平方米，同比增长 104%。2022 年，越秀地产共计有 TOD 项目 8 个，其中大湾区 7 个，占公司总土储面

积的 13.6%，占比实现连续 4 年维持在高位，并在 2022 年全年实现 TOD 销售 220.9 亿元，同比增长 23.6%。另外根据广州地铁的规划，广州地铁将于 2023 年建成五号线东延线及七号线二期，实现主城区南北基本覆盖，越秀地产将有机会进一步与广州地铁开展合作，持续推进公司 TOD 战略。

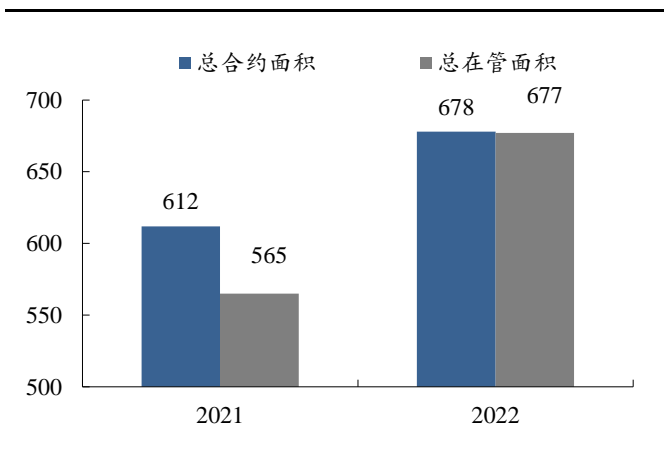
表5: 截至 2022 年 12 月 31 日越秀地产 TOD 项目储备

项目名称	总建面(万平方米)
广州琶洲南 TOD	42.9
广州星瀚 TOD	61.4
广州星航 TOD	20.8
广州星樾 TOD	46.5
广州星樾山畔 TOD	28.0
广州星汇城 TOD	58.4
广州星图 TOD	90.7
杭州勾庄 TOD	37.0

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

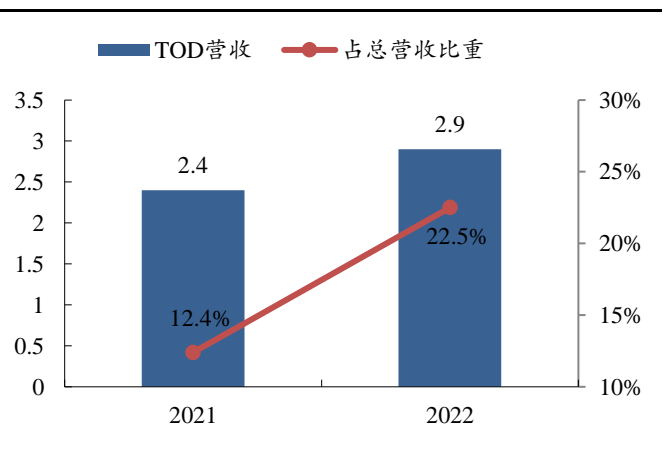
越秀服务 TOD 业务保持稳定增长，2022 年年内新拓取得突破。2022 年公司 TOD 业务总在管面积增值 677 万平方米；TOD 业务营收达到 2.9 亿元，占总营收比重为 22.5%。于 2022 年上半年，公司成功中标福州地铁 2 号线及长沙地铁 6 号线物业管理服务项目。2022 年 7 月及 10 月分别成功中标青岛地铁 4 号线及丽江地铁 1 号线物业管理服务项目，为实现其 TOD 物业管理业务的全国布局夯实基础。

图68: TOD 业务在管面积及合约面积 (万平方米)



数据来源：公司业绩会，东吴证券研究所

图69: TOD 业务营收及占总营收比重 (亿元)



数据来源：公司业绩会，东吴证券研究所

4. 推荐关注

4.1. “分化”成为关键词，一技傍身方显投资价值

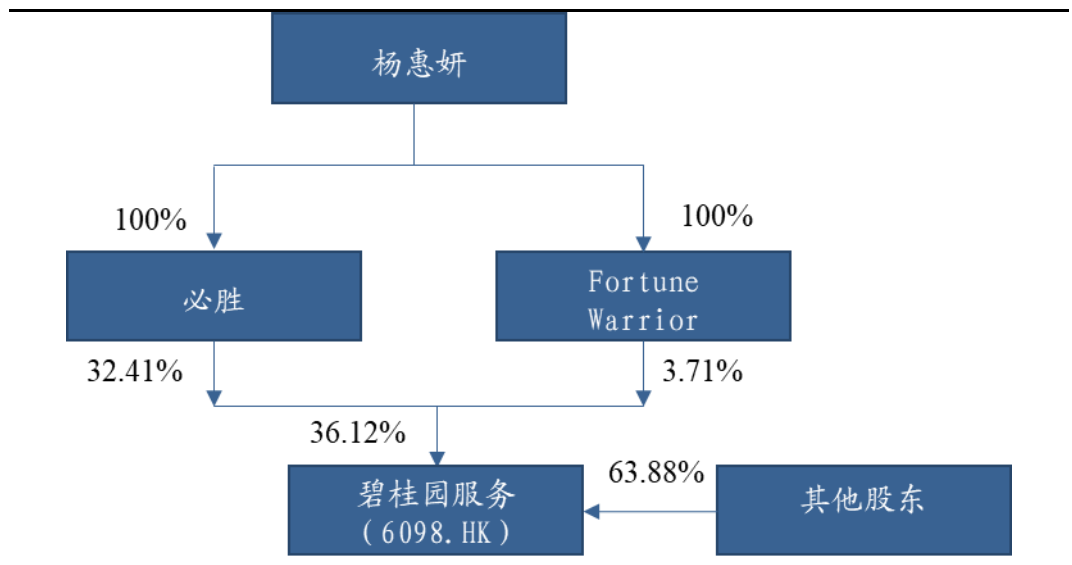
在经历疫情以及关联方现金流危机洗礼后，物业行业逐步回归现金流业务的本质，各项财务数据回归真实水平。未来无论是房地产行业还是物业行业，都将进入逐渐分化的发展阶段，优质公司与平庸公司的价值创造能力可能将是指数式的差异。因此中长期维度下，市场化外拓能力和服务边界的拓宽能力这两大核心能力将逐渐主导公司间的分化差异，拥有这两大核心能力的公司方有长期投资价值。

我们认为物业行业轻资产、高增长的优势仍在，通过降低对关联方的依赖、增强独立性以及发展特色业务寻找第二增长极，优质民企和央企有望在未来实现业绩的稳步增长。我们综合考虑了短期需要考虑的因素（大股东/关联方情况、前期估值调整幅度）和长期需要考虑的因素（市场化能力、第二增长曲线）。当前时点，我们推荐关注华润万象生活、碧桂园服务、雅生活服务、保利物业、越秀服务、招商积余、建发物业。

4.2. 碧桂园服务

碧桂园服务实际控制人为杨惠妍女士，其通过必胜及 Fortune Warrior 合计持有公司 36.12% 的股权。近两年来，公司多次通过配股进行融资，控股股东持股比例有所稀释，此外 2022 年 12 月 11 日公司控股股东减持 2.37 亿股（对应 7.03% 股权比例），但减持后公司的控制权没有发生变化。碧桂园（2007.HK）与公司并无直接的股权关联，两家公司的实际控制人均为杨惠妍女士。

图70：碧桂园服务股权结构情况（截止至 2023 年 05 月 06 日）

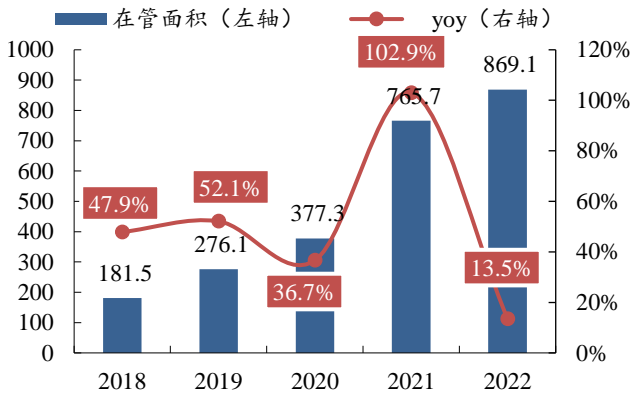


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截止至 2022 年 12 月，公司在管面积为 8.7 亿方，排名行业第一。2020 年以来，公司通过几次大型收并购使在管面积实现快速增长，其中 2021 年收购昔日行业龙头公

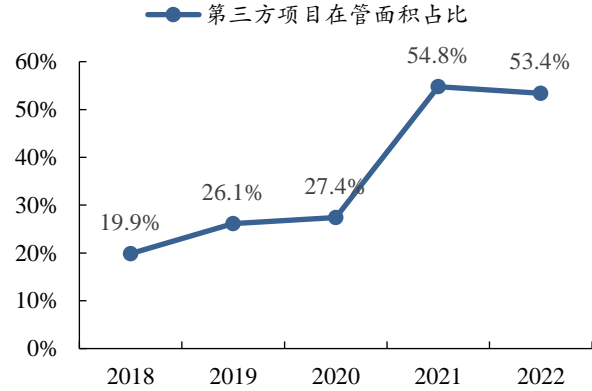
司彩生活使其当年在管面积实现翻番，同时，也让其第三方项目的面积占比从 2020 年的 27.4% 大幅增长至 2021 年的 54.8%。预计后续公司大概率将不会进行大规模的收购，消化和融合蓝光嘉宝、彩生活和中梁物业等被收购方的存量项目将是公司未来几年的重点工作。

图71: 碧桂园服务在管面积详情 (百万方)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图72: 碧桂园服务第三方项目面积占比

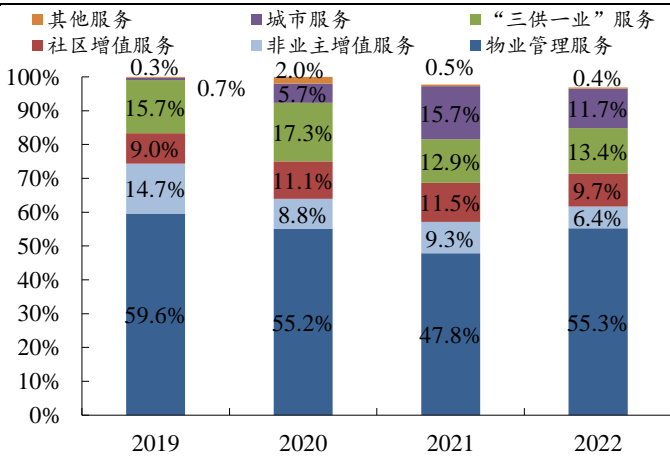


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从收入结构看, 物业管理服务仍是第一大业务, 2021 年和 2022 分别占比 47.8%、55.3%; 三供一业增速与公司整体增速保持一致, 收入占比稳定在 13.4% 左右; 社区增值服务和非业主增值服务业务的收入占比均有所下降。

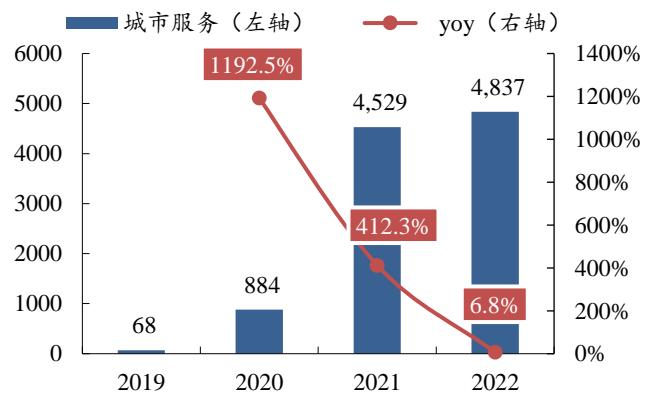
城市服务是公司近几年进行战略布局的业务, 公司在 2020 年通过对满国康洁和福建东飞两家公司的收购, 成功布局环卫服务领域, 并通过环卫服务逐步切入绿化养护、智慧停车等其他城市服务业务。2022 年实现城市服务业务收入 48.4 亿元, 同比增长 6.8%。预计 2023 年公司在完成对两家公司的消化和融合后增速将重新回升。

图73: 碧桂园服务各业务收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图74: 碧桂园服务城市服务业务营收及增速 (百万元)

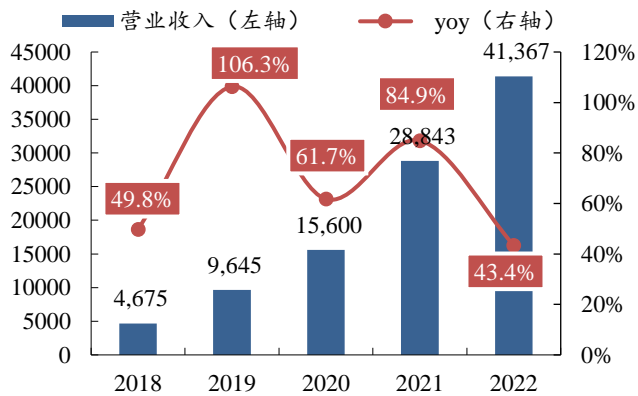


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司过去几年实现了较快的营收和业绩增速, 2018-2022 年营业收入的 CAGR 为

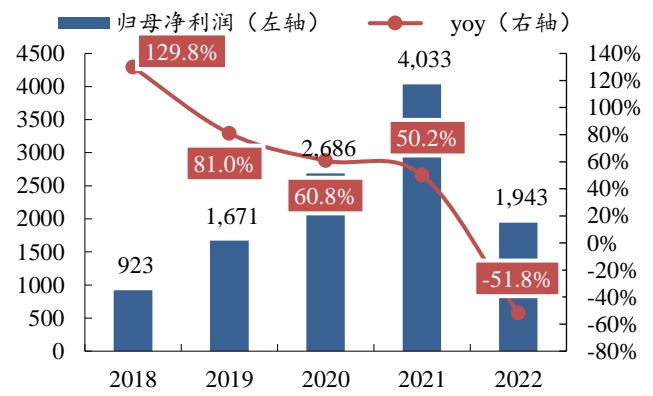
72.5%。较高的复合增速主要是由于公司 2020-2021 年的几起大型收并购，2022 年公司回归以内生增长为主的发展模式后，增速将有所回落，但高质量的稳定增长将与当前行业发展阶段更为匹配。2022 年归母净利润出现较大跌幅，主要是由于公司当年计提了 17.7 亿元的商誉及其他无形资产减值。

图75: 碧桂园服务历年营业收入及增速 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图76: 碧桂园服务历年归母净利润 (百万元)

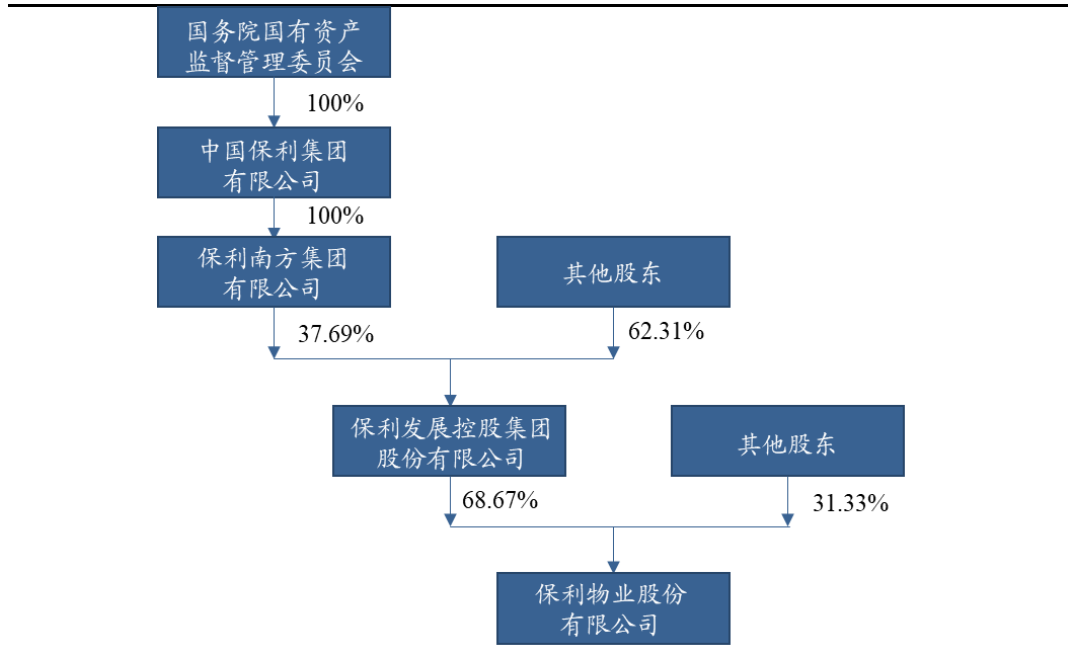


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 保利物业

保利物业为保利集团主要的轻资产运营平台，其控股股东为保利发展（600048.SH），截至2023年5月6日持股比例为68.67%，实际控制人为国务院国资委。近年来公司各主要股东持股比例并未改变，公司股权结构较为稳定。

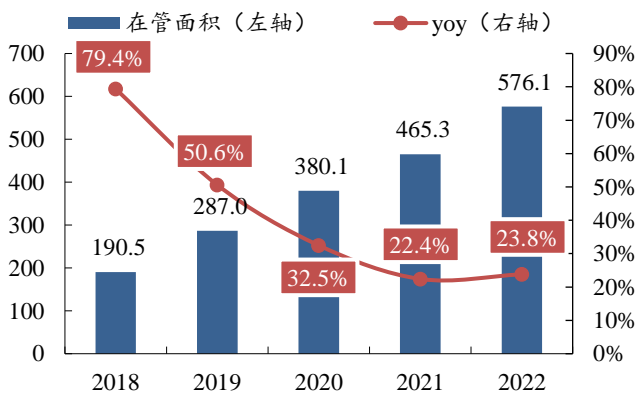
图77: 保利物业股权结构（截止至2023年05月06日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

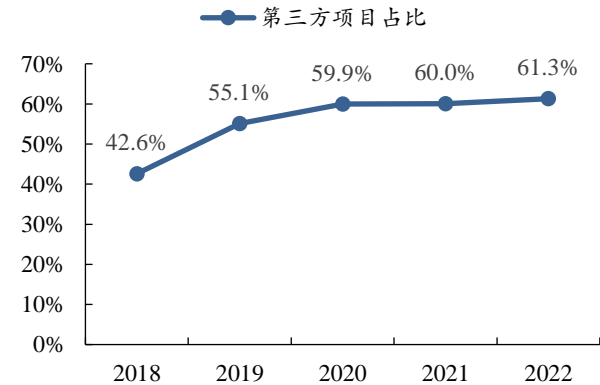
截止至2022年12月，公司在管面积为5.8亿平方米，处于行业内第一梯队；在管面积较2021年增长23.8%，在2022年物业行业普遍增速放缓的大背景下，公司在较大规模的基础上仍能取得稳定增长体现出了较强的拓展能力。公司2022年在管面积中第三方项目占比为61.3%，较2021年上涨1.3pct。公司在第三方项目的拓展上较少采用收并购的方式，近5年内公司几乎没有大宗并购交易，行业内少见。这体现出了公司较强的市场拓展能力。

图78: 保利物业在管面积及增速（百万平）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图79: 保利物业在管面积中第三方项目占比

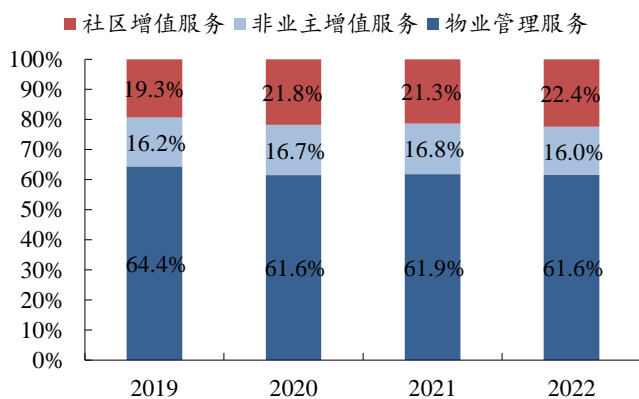


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从收入结构上来看，公司各业务占比基本上保持稳定。其中物业管理服务近年来基本保持在 61%左右的占比，2022 年社区增值服务营收占比微增至 22.4%，非业主增值服务营收占比略降至 16.0%。

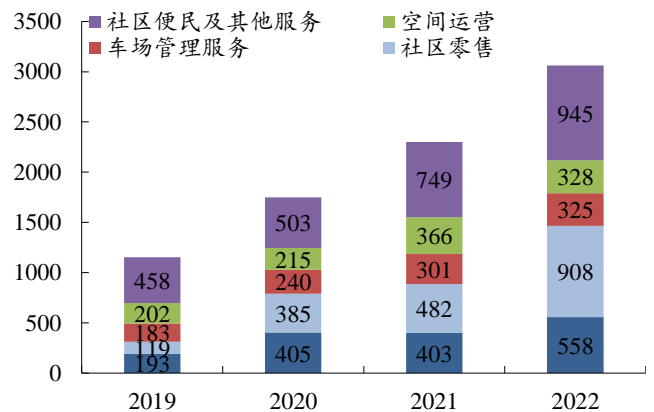
近年来公司社区增值服务表现强劲，2022 年公司社区增值服务营收 30.6 亿元，2018 至 2022 年 CAGR 为 48.9%。这主要得益于公司管理规模的扩张及服务用户的增长，叠加优质基础服务带来的客户黏性，为小区增值服务开展带来了良好的业务基础。2022 年公司社区零售及社区便民服务取得较大突破，营收分别达到 9.1、9.5 亿元，较 2021 年分别增长 88.4%、26.1%。此外空间运营服务营收小幅下滑至 3.3 亿元。

图80：保利物业各业务收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

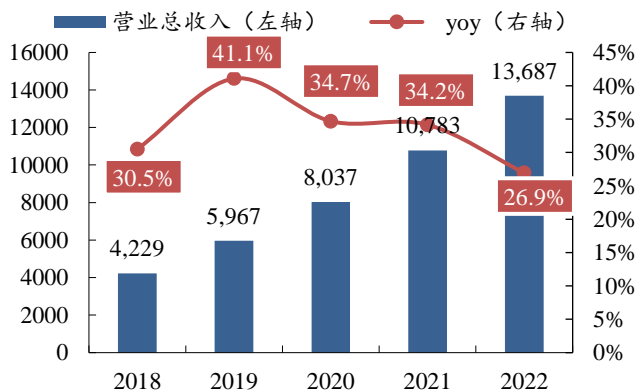
图81：社区增值服务各细分服务详情（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

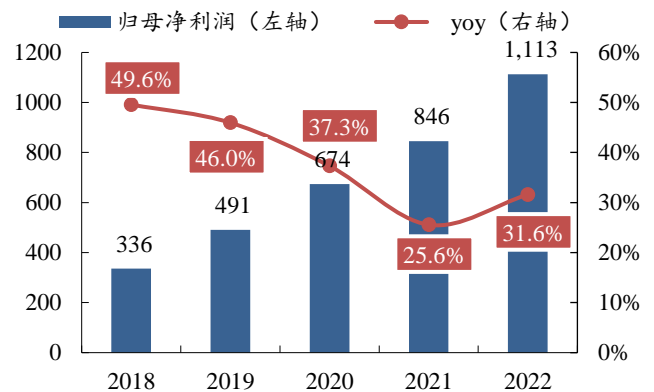
公司 2018 至 2022 年营业收入和归母净利润的 CAGR 分别为 34.1%和 34.9%。公司在 2022 年营业收入增速小幅放缓的背景下仍能够取得归母净利润 31.6%的增长，较去年提升 6.0pct，足以体现公司较强的经营能力。2023 年行业摆脱疫情影响，我们预计公司将继续提升第三方项目占比，同时公司长期坚持的不采取收并购的拓展方式将帮助公司在日益激烈的市拓市场上赢得一席之地。

图82：保利物业营收及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图83：保利物业归母净利润及增速（百万元）

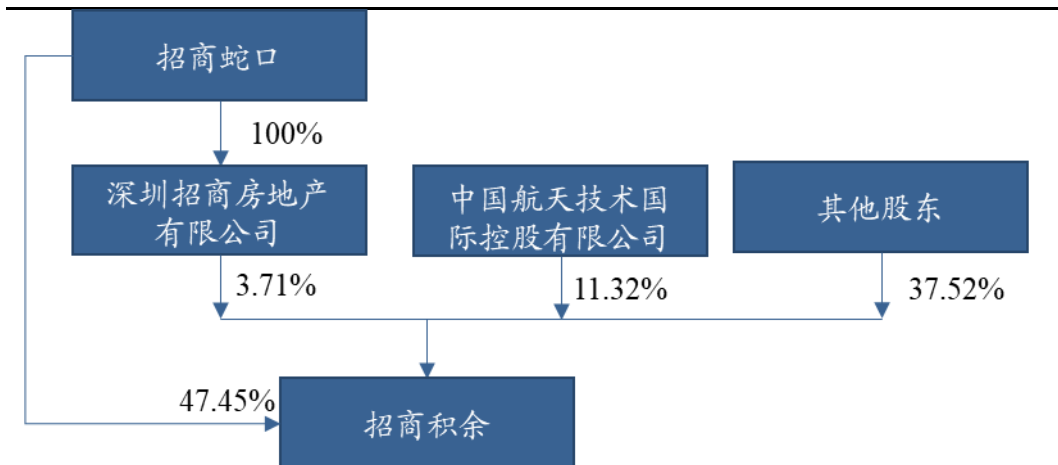


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.4. 招商积余

招商积余的控股股东为招商蛇口（001979.SZ），其通过直接持有 47.45%的股权及全资控股的深圳招商房地产间接持有 3.71%的股权合计持有 51.16%的股权实现控股，实际控制人为国务院国资委。2022 年 12 月 5 日，公司合计 3.9 亿股限售股解除限售上市流通，占公司总股本的 37.1%。

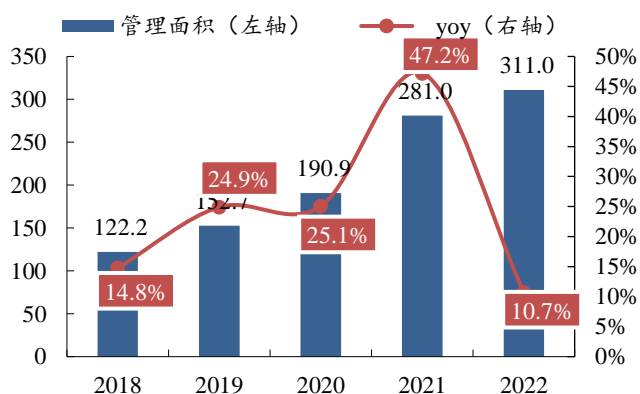
图84：招商积余股权结构（截止至 2023 年 05 月 06 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

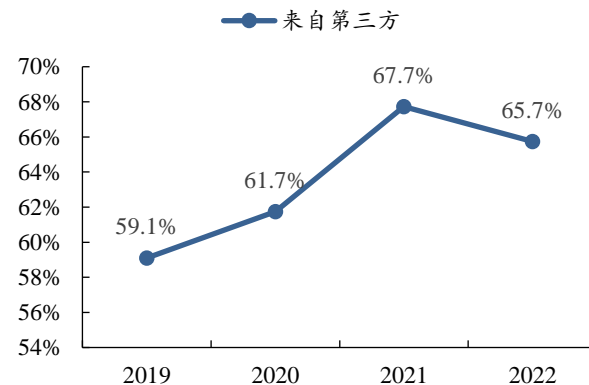
截止至 2022 年 12 月，公司在管面积为 3.1 亿平，较 2021 年增长 10.7%，增速下滑了 36.5pct。出现大幅度增速下滑一方面是因为公司 2021 年公司在收并购市场表现积极收购了上航物业南航物业等标的，另一方面是因为 2022 年物业行业受疫情冲击较大，许多项目招投标发生滞后，严重影响企业市拓。2022 年公司在管面积中来自第三方项目小幅下滑至 65.7%，仍然展现出较强的第三方外拓能力。

图85：招商积余在管面积及增速（百万方）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图86：招商积余在管面积中第三方项目占比



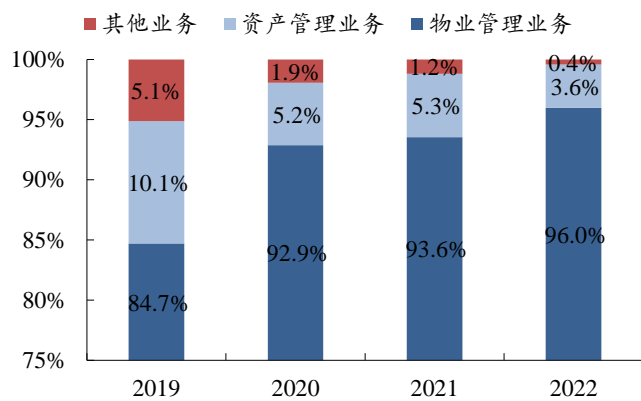
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从营收结构上看，2022 年物业管理业务占比已不断提升至 96%；资产管理业务占

比降至 3.6%，主要系购物中心、酒店等持有型物业收入减少，以及按国家政策减免房产租金所致；其他业务占比降至 0.4%，主要系报告期内房地产项目尾盘收入减少所致。

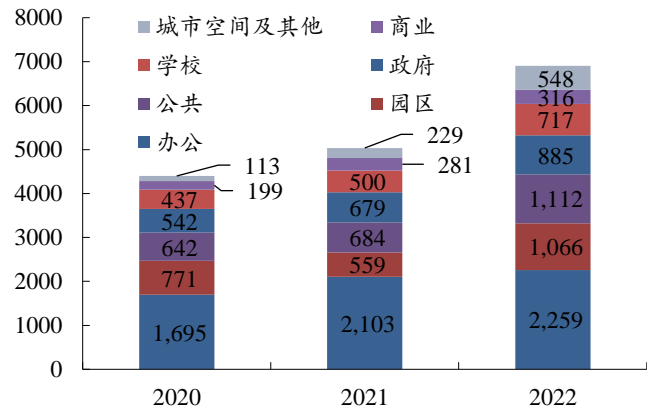
2022 年物业管理业务中非住宅物业营收 69 亿元，占比 55.2%。非住宅业务中主要以园区业务及公共业务营收增幅最大，2022 年园区及公共业务营收分别为 10.7 及 11.1 亿元。

图87: 招商积余各业务营收占比详情



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

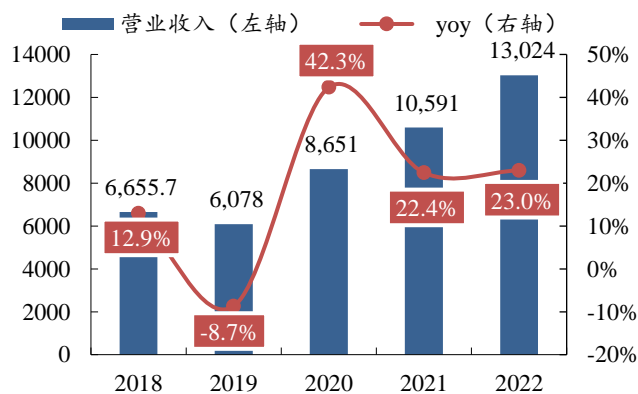
图88: 非住宅物业各细分业务营收详情 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

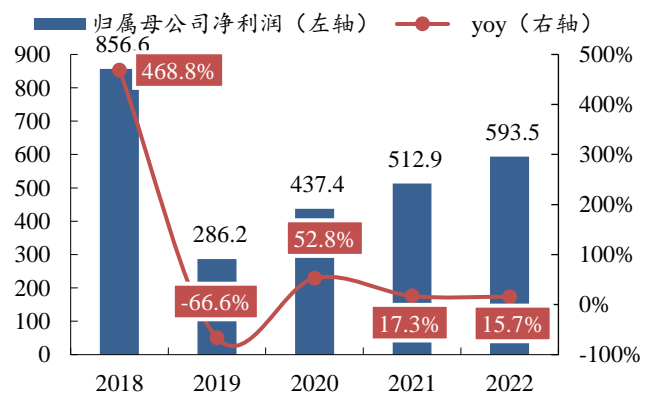
公司 2018-2022 年营业收入 CAGR 为 18.3%。公司历史上营收出现较大波动主要是因为 2019 年公司完成重大资产重组，公司不再从事房地产开发业务，所以其他业务板块营收减少 18.3 亿元。而后公司营收增速稳定在 23% 左右。公司归母净利润 2018 年高达 8.6 亿元主要是因为公司转让三家房地产项目公司取得投资收益所致，若剔除上述子公司转让投资收益影响，2019 年归属于母公司所有者净利润同比增加 4.3 亿元，较上年同期增长 335.0%。2022 年，公司将深圳中航城、昆山中航、赣州九方 3 家公司全部股权转让至股东招商蛇口下属子公司并完成股权过户。重组后公司持续优化资产负债表，推进轻重资产分离。

图89: 招商积余营业收入及增速 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图90: 招商积余归母净利润及增速 (百万元)

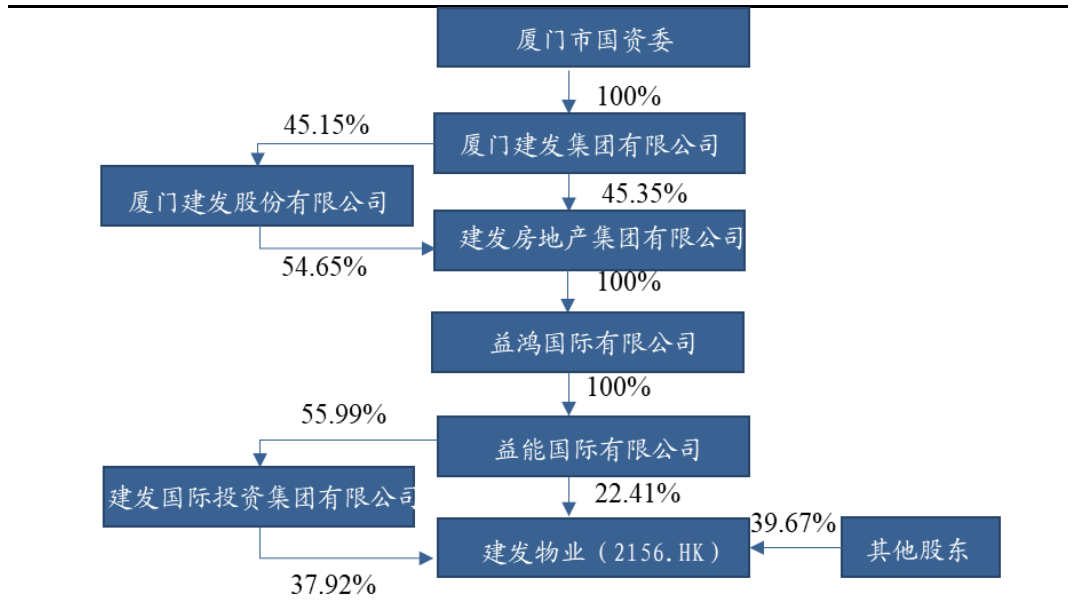


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.5. 建发物业

建发物业为建发集团的主要轻资产运营平台，厦门建发集团有限公司为其控股股东。截止至 2023 年 5 月 6 日建发集团共计持有建发物业 60.33% 的股权，实际控制人为厦门市国资委。2022 年 12 月 15 日，公司根据股权激励计划向本集团不超过 105 位雇员授予 705 万股限制性股份，占公告日已发行股本的 0.53%。

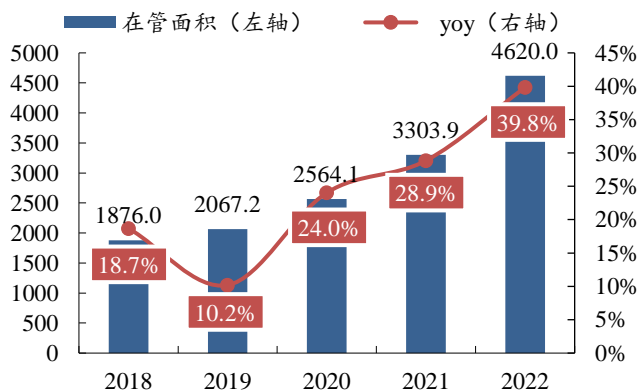
图91: 建发物业股权结构 (截止至 2023 年 05 月 06 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

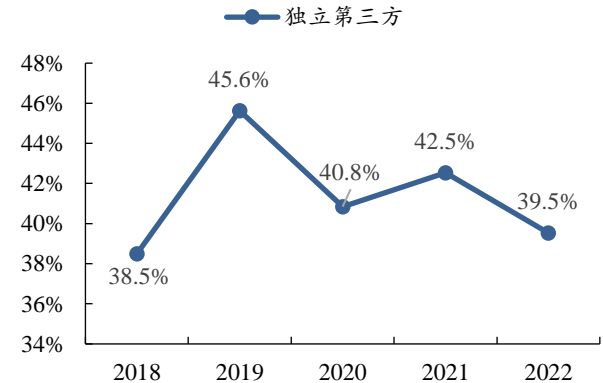
截止至 2022 年 12 月，公司在管面积为 4620 万平，较 2021 年增长 39.8%，增速上涨 10.9pct。在 2022 年行业普遍增速放缓的大背景下公司仍能取得逆势增长，展现出其母公司较强的经营能力。2022 年公司在管面积中第三方项目占比逐渐下滑至 39.5%，说明公司加强了对于来自母公司建发集团的关联项目的依赖。我们预计 2023 年行业摆脱疫情影响后，公司第三方项目占比将逐渐回升。

图92: 建发物业在管面积及增速 (万方)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图93: 在管面积中第三方项目占比



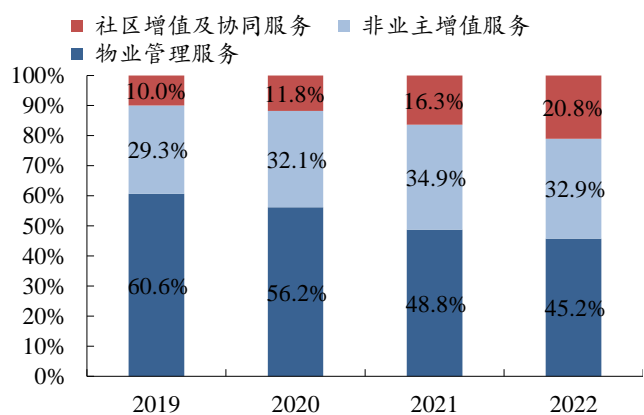
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从收入结构上来看公司近年来在社区增值服务及非业主增值服务上持续发力，

2022 年分别占比 20.8%及 32.9%；物业管理服务占比逐渐下降至 45.2%。

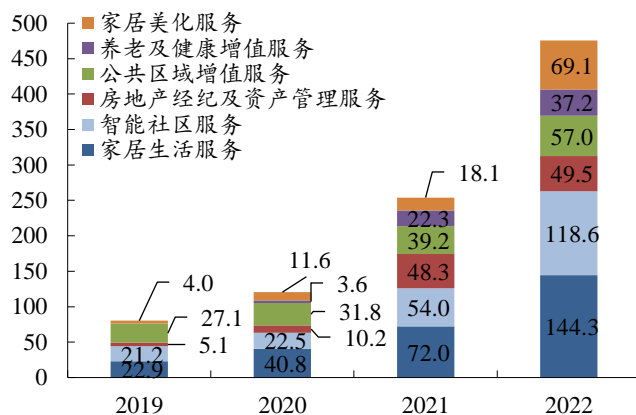
社区增值服务是公司近年来重点发展的业务，2022 年营收 4.8 亿元，2019-2022CAGR 为 81.2%。其中家居生活服务 2022 年营收 1.4 亿元，取得较大增长，主要系公司通过整合资源，丰富网上购物平台“建发物业臻选”，在食品、酒类及日用刚需板块为客户提供更高质量的产品。

图94: 建发物业各业务营收占比详情



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

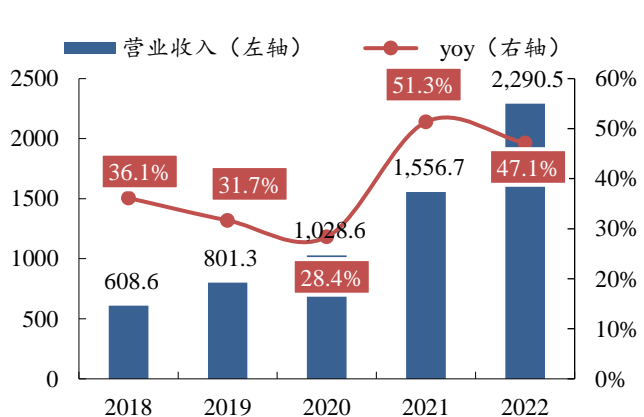
图95: 建发物业社区增值服务营收详情 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

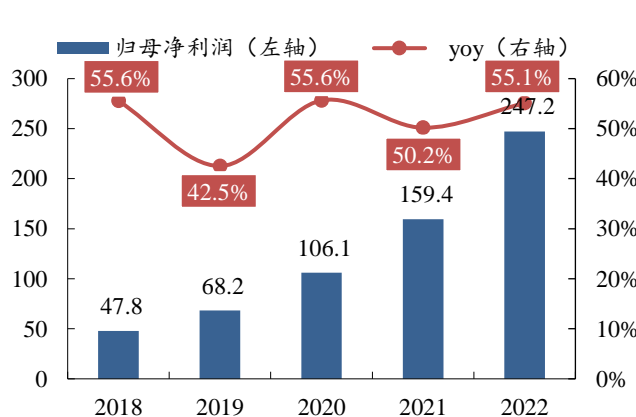
公司 2018-2022 年营业收入及归母净利润的 CAGR 分别为 39.3 和 50.8%。公司营业收入近两年保持较高幅度增速主要因为母公司房地产开发业务持续稳定开展，在地产开发逐渐紧缩的背景下公司能够稳定的从母公司获得新项目十分可贵。公司归母净利润增速几乎保持在 50%以上，展现出较强的经营能力。我们预计公司 2023 年营收及归母净利润将继续保持较高增速。

图96: 建发物业营业收入及增速 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图97: 建发物业归母净利润及增速 (百万元)

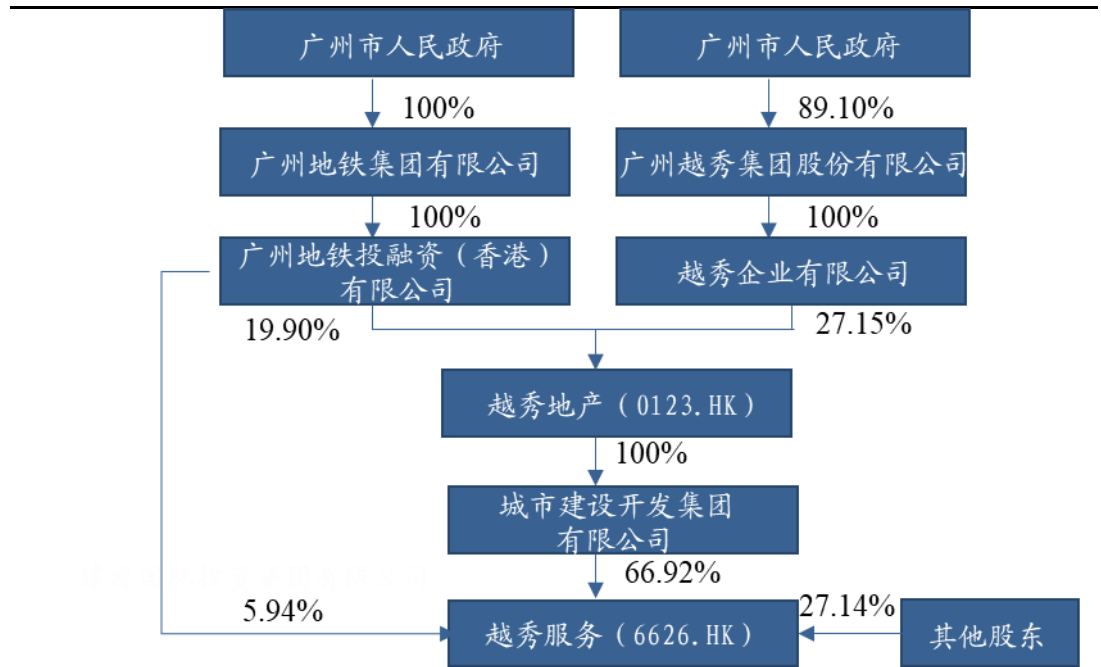


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.6. 越秀服务

越秀服务为越秀地产主要的轻资产运营平台，越秀地产（0123.HK）为其控股股东，截止至 2023 年 5 月 6 日越秀地产持股比例为 66.92%，实际控制人为广州市人民政府。近年来公司各主要股东持股比例并未改变，公司股权结构较为稳定。

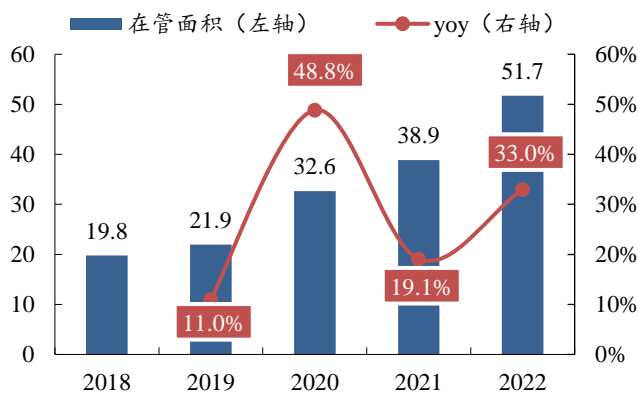
图98：越秀服务股权结构（截止至 2023 年 05 月 06 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

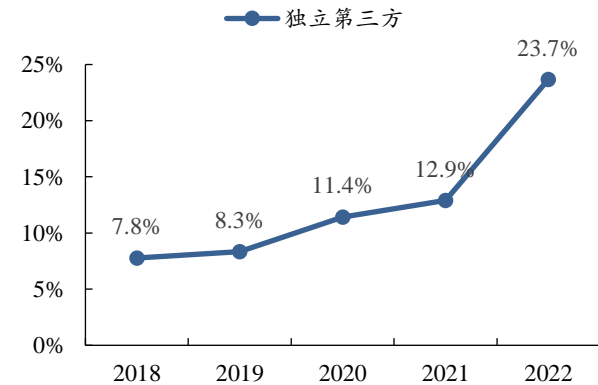
截止至 2022 年 12 月，公司在管面积达到 5170 万平，较 2021 年增长 33.0%。公司 2022 年收购了广州长隆集团旗下广州市秉信物业管理有限公司 100% 股权，总对价人民币 950 万元，新增合约面积约 79 万平，为上市以来首单收并购。公司在管面积中第三方项目占比已由 2018 年的 7.8% 增长至 2022 年的 23.7%，公司正逐渐减少对母公司项目的依赖。

图99：越秀服务在管面积及增速（百万方）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图100：在管面积中第三方项目占比

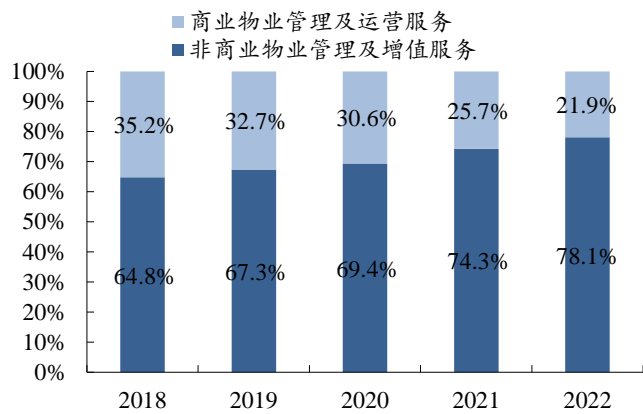


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从收入结构上看，公司非商业物业管理及增值服务营收占比不断提升，2022 年已增值 78.1%。其中 TOD 物业管理业务取得突破。2022 年，公司成功中标福州地铁 2 号线、长沙地铁 6 号线、青岛地铁 4 号线及丽江地铁 1 号线物业管理服务项目。

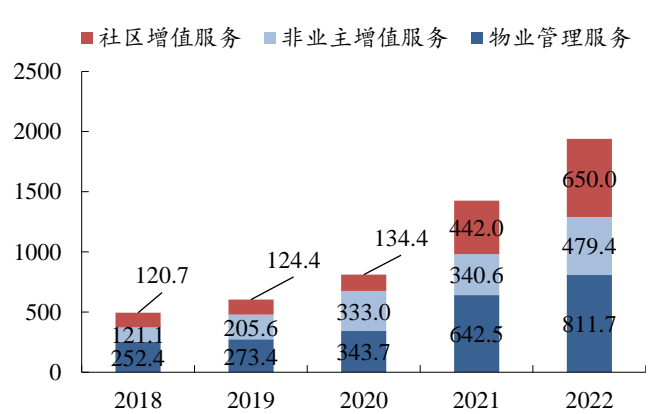
2022 年物业管理服务、非业主增值服务及社区增值服务营收分别达到 8.1、4.8 及 6.5 亿元。其中社区增值服务增长最快，主要系非商业物业在管面积增加，服务用户增长以及家居生活服务类型多样化所致

图101: 越秀服务各业务营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

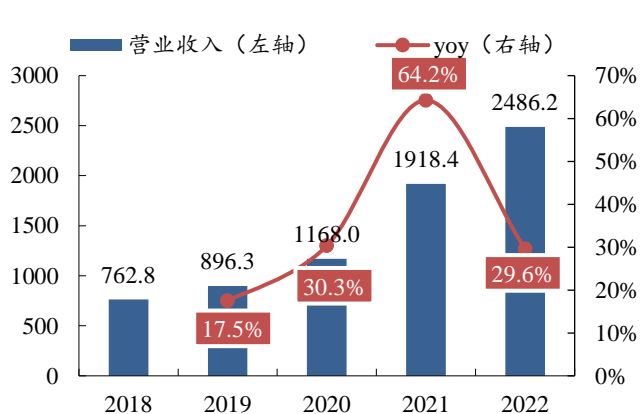
图102: 越秀服务非商业物业管理业务营收 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

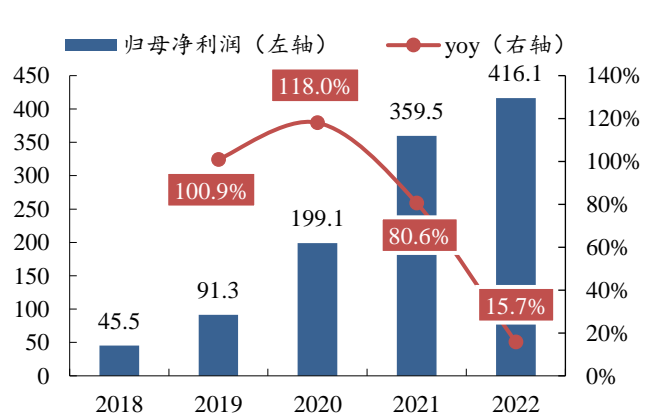
公司 2018 年至 2022 年营业收入及归母净利润的 CAGR 分别为 34.4%和 73.9%。公司 2021 年以前一直保持较高的营业收入及归母净利润增速，2022 年受疫情影响两者增速都出现了下滑。我们预计 2023 年公司将继续承接关联方项目，同时发力第三方外拓市场，营业收入及归母净利润的增速将有所回升。

图103: 越秀服务营业收入及增速 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图104: 越秀服务归母净利润及增速 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 大股东/关联方交付项目持续下降，将造成基础物业服务收入不及预期。
- 2) 地产销售复苏不及预期，将造成售楼处服务等非业主增值服务收入不及预期。
- 3) 社会总需求恢复缓慢，造成社区增值服务业务恢复不及预期。
- 4) 第三方外拓市场竞争愈加激烈，造成外拓规模不及预期拖累业绩。

碧桂园服务 (06098.HK)

物管龙头规模领跑，多元发展拓宽边界

买入 (首次)

2023年05月22日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

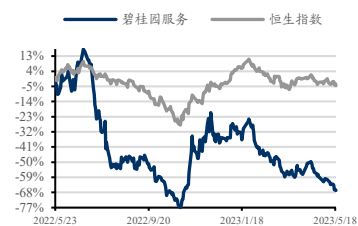
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	41,367	47,923	55,011	61,810
同比	44%	16%	15%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	1,943	4,101	4,749	5,367
同比	-52%	111%	16%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.58	1.22	1.41	1.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.07	7.19	6.21	5.49

关键词: #市占率上升

投资要点,

- 公司实控人保持稳定:** 碧桂园服务实际控制人为杨惠妍女士,截至2023年05月18日其通过必胜及 Fortune Warrior 合计持有公司 36.12% 的股权。近两年来,公司多次通过配股进行融资,控股股东持股比例有所稀释,此外2022年12月11日公司控股股东减持 2.37 亿股 (对应 7.03% 股权比例),但减持后公司的控制权没有发生变化。碧桂园 (2007.HK) 与公司并无直接的股权关联,两家公司的实际控制人均为杨惠妍女士。
- 大规模收并购助力公司成就行业第一在管面积:** 截止至2022年12月,公司在管面积为 8.7 亿方,排名行业第一。2020 年以来,公司通过多次大型收并购使在管面积实现快速增长,其中 2021 年收购昔日行业龙头公司彩生活使其当年在管面积实现翻番,同时也让其第三方项目的面积占比从 27.4% 大幅增长至 54.8%。我们预计后续公司大概率将不会再进行大规模的收购,消化和融合蓝光嘉宝、彩生活和中梁物业等被收购方的存量项目将是公司未来几年的重点工作。
- 基础物管占比保持稳定,城市服务发展迅猛:** 从收入结构看,物业管理服务仍是第一大业务,2021 年和 2022 分别占比 47.8%、55.3%; 三供一业增速与公司整体增速保持一致,收入占比稳定在 13.4% 左右; 社区增值服务和非业主增值服务业务的收入占比均有所下降。城市服务是公司近几年进行战略布局的业务,公司在 2020 年通过对满国康洁和福建东飞两家公司的收购,成功布局环卫服务领域,并通过环卫服务逐步切入绿化养护、智慧停车等其他城市服务业务。2022 年实现城市服务业务收入 48.4 亿元,同比增长 6.8%。预计 2023 年公司在完成对两家公司的消化和融合后增速将重新回升。
- 高营收增速有所回落,大额度减值计提削弱归母净利润表现:** 公司过去几年实现了较快的营收和业绩增速,2018-2022 年营业收入的 CAGR 为 72.5%。较高的复合增速主要是由于公司 2020-2021 年的几起大型收并购,2022 年公司回归以内生增长为主的发展模式后,增速将有所回落,但高质量的稳定增长将与当前行业发展阶段更为匹配。2022 年归母净利润出现较大跌幅,主要是由于公司当年计提了 17.7 亿元的商誉及无形资产减值。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 41.0/47.5/53.7 亿元,对应 EPS 为 1.22/1.41/1.59 元,对应市盈率为 7.2/6.2/5.5 倍,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 大股东/关联方交付项目规模不及预期; 物业管理费提升不及预期; 社会总需求恢复缓慢。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	9.94
一年最低/最高价	6.52/38.30
市净率(倍)	0.90
港股流通市值(百万港元)	33,528.89

基础数据

每股净资产(港元)	11.10
资产负债率(%)	43.05
总股本(百万股)	3,373.13
流通股本(百万股)	3,373.13

相关研究

- 《碧桂园服务(06098.HK.): 2021 年年报点评: 业绩高增 50.2%, 品牌拓展&收并购强劲》**
2022-04-04
- 《碧桂园服务(06098.HK.): 2021 年中报点评: 业绩同比高增 61%, 多元赛道齐发力》**
2021-08-30

碧桂园服务三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	34,656	40,490	46,171	51,631	营业总收入	41,367	47,923	55,011	61,810
现金及现金等价物	11,216	15,462	19,727	23,735	营业成本	31,109	35,501	40,785	45,857
应收账款及票据	15,358	16,591	17,791	18,568	销售费用	438	508	583	655
存货	271	275	287	286	管理费用	4,270	4,984	5,721	6,428
其他流动资产	7,812	8,161	8,366	9,042	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	35,420	35,312	35,639	36,550	其他费用	0	0	0	0
固定资产	1,478	1,900	2,470	3,173	经营利润	5,549	6,930	7,922	8,870
商誉及无形资产	26,107	24,906	23,760	22,667	利息收入	143	112	155	197
长期投资	645	821	982	1,169	利息支出	215	66	76	83
其他长期投资	6,141	6,141	6,141	6,141	其他收益	-2,041	-162	-112	-69
其他非流动资产	1,050	1,544	2,286	3,399	利润总额	3,486	6,813	7,889	8,915
资产总计	70,077	75,802	81,810	88,180	所得税	1,224	2,044	2,367	2,675
流动负债	24,994	26,782	27,933	28,595	净利润	2,261	4,769	5,522	6,241
短期借款	1,238	1,420	1,606	1,731	少数股东损益	318	668	773	874
应付账款及票据	5,977	5,857	6,138	6,095	归属母公司净利润	1,943	4,101	4,749	5,367
其他流动负债	17,780	19,505	20,189	20,768	EBIT	5,599	6,930	7,922	8,870
非流动负债	5,174	4,542	4,077	3,745	EBITDA	7,468	8,308	9,297	10,260
长期借款	1,016	1,216	1,416	1,616	毛利率(%)	24.80	25.92	25.86	25.81
其他非流动负债	4,158	3,326	2,661	2,129	归母净利率(%)	4.70	8.56	8.63	8.68
负债合计	30,168	31,324	32,010	32,340	收入增长率(%)	43.59	15.71	14.79	12.36
股本及储备	37,492	41,394	45,943	51,110	归母净利润增长率(%)	-51.82	111.04	15.79	13.01
少数股东权益	2,453	3,120	3,893	4,767					
其他	-36	-36	-36	-36					
负债和股东权益	70,077	75,802	81,810	88,180					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,321	6,495	6,734	6,967	每股净资产(元)	11.10	12.26	13.61	15.14
投资活动现金流	755	-2,364	-2,580	-3,001	最新发行在外股份(百万股)	3,373.13	3,373.13	3,373.13	3,373.13
筹资活动现金流	-4,411	316	311	242	ROIC(%)	8.47	10.87	11.10	11.09
现金净增加额	-403	4,247	4,264	4,008	ROE-摊薄(%)	5.19	9.92	10.34	10.51
折旧和摊销	1,869	1,379	1,376	1,390	资产负债率(%)	43.05	41.32	39.13	36.67
资本开支	-896	-600	-800	-1,000	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.07	7.19	6.21	5.49
营运资本变动	-2,138	119	-352	-815	P/B (现价)	0.79	0.71	0.64	0.58

数据来源: Wind 数据, 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为报告日的汇率, 预测均为东吴证券研究所预测。

保利物业 (06049.HK)

央企物管龙头，增长稳健外拓强劲

买入 (首次)

2023年05月22日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,687	16,962	20,556	24,764
同比	27%	24%	21%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	1,113	1,356	1,652	1,981
同比	32%	22%	22%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.01	2.45	2.98	3.58
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.42	15.12	12.42	10.35

关键词: #市占率上升

投资要点

- **国资委控股央企，股权结构稳定:** 保利物业为保利集团主要的轻资产运营平台，其控股股东为保利发展 (600048.SH)，截至 2023 年 5 月 6 日持股比例为 68.67%，实际控制人为国务院国资委。近年来公司各主要股东持股比例并未改变，公司股权结构较为稳定。
- **在管面积增速稳定，第三方市场拓展强劲:** 截止至 2022 年 12 月，公司在管面积为 5.8 亿平方米，处于行业内第一梯队；在管面积较 2021 年增长 23.8%，在 2022 年物业行业普遍增速放缓的大背景下，公司在较大规模的基础上仍能取得稳定增长体现出了较强的拓展能力。公司 2022 年在管面积中第三方项目占比为 61.3%，较 2021 年上涨 1.3pct。公司在第三方项目的拓展上较少采用收并购的方式，近 5 年内公司几乎没有大宗并购交易，行业内少见。这体现出了公司较强的市场拓展能力。
- **基础物管占比保持稳定，社区增值服务表现亮眼:** 从收入结构上来看，公司各业务占比基本上保持稳定。其中物业管理服务近年来基本保持在 61% 左右的占比，2022 年社区增值服务营收占比微增至 22.4%，非业主增值服务营收占比略降至 16.0%。近年来公司社区增值服务表现强劲，2022 年公司社区增值服务营收 30.6 亿元，2018 至 2022 年 CAGR 为 48.9%。这主要得益于公司管理规模的扩张及服务用户的增长，叠加优质基础服务带来的客户黏性，为小区增值服务开展带来了良好的业务基础。2022 年公司社区零售及社区便民服务取得较大突破，营收分别达到 9.1、9.5 亿元，较 2021 年分别增长 88.4%、26.1%。此外空间运营服务营收小幅下滑至 3.3 亿元。
- **归母净利润逆势增长体现公司稳健经营能力:** 公司 2018 至 2022 年营业收入和归母净利润的 CAGR 分别为 34.1% 和 34.9%。公司在 2022 年营业收入增速小幅放缓的背景下仍能够取得归母净利润 31.6% 的增长，增幅较去年提升 6.0pct，足以体现公司较强的经营能力。2023 年行业摆脱疫情影响，我们预计公司将继续提升第三方项目占比，同时公司长期坚持的不采取收并购的拓展方式将帮助公司在日益激烈的市拓市场上赢得一席之地。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 13.6/16.5/19.8 亿元，对应 EPS 为 2.45/2.98/3.58 元，对应市盈率为 15.1/12.4/10.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 大股东/关联方交付项目规模不及预期；物业管理费提升不及预期；社会总需求恢复缓慢。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	40.30
一年最低/最高价	28.40/60.15
市净率(倍)	2.90
港股流通市值(亿港元)	6,179.34

基础数据

每股净资产(港元)	13.90
资产负债率(%)	40.16
总股本(百万股)	553.33
流通股本(百万股)	153.33

相关研究

《保利物业(06049.HK): 盈利向好，规模拓张，央企资源优势明显》

2020-03-27

《保利物业(06049.HK): 资源禀赋优势显著，央企物管开启新征程》

2020-03-12

保利物业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,133	13,576	15,291	17,352	营业总收入	13,687	16,962	20,556	24,764
现金及现金等价物	8,956	10,366	11,948	13,896	营业成本	11,113	13,748	16,644	20,056
应收账款及票据	2,263	2,200	2,268	2,318	销售费用	6	10	12	15
存货	40	43	47	48	管理费用	1,207	1,493	1,809	2,179
其他流动资产	873	967	1,028	1,090	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	977	954	940	966	其他费用	0	0	0	0
固定资产	159	94	36	16	经营利润	1,360	1,711	2,091	2,514
商誉及无形资产	174	157	141	127	利息收入	80	90	104	119
长期投资	68	78	88	98	利息支出	5	5	5	5
其他长期投资	524	574	624	674	其他收益	125	105	116	128
其他非流动资产	50	50	50	50	利润总额	1,513	1,854	2,257	2,708
资产总计	13,110	14,530	16,231	18,318	所得税	380	473	576	691
流动负债	5,185	5,543	5,939	6,435	净利润	1,133	1,381	1,682	2,017
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	20	25	30	36
应付账款及票据	1,575	1,862	2,198	2,522	归属母公司净利润	1,113	1,356	1,652	1,981
其他流动负债	3,610	3,681	3,741	3,913	EBIT	1,361	1,711	2,091	2,514
非流动负债	80	72	65	58	EBITDA	1,742	1,742	2,113	2,529
长期借款	0	0	0	0	毛利率(%)	18.81	18.95	19.03	19.01
其他非流动负债	80	72	65	58	归母净利率(%)	8.13	7.99	8.03	8.00
负债合计	5,265	5,614	6,003	6,493	收入增长率(%)	26.92	23.93	21.19	20.47
股本及储备	7,691	8,737	10,018	11,579	归母净利润增长率(%)	31.60	21.85	21.79	19.95
少数股东权益	154	179	209	246					
其他	0	0	0	0					
负债和股东权益	13,110	14,530	16,231	18,318					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,474	1,635	1,856	2,295	每股净资产(元)	13.90	15.79	18.11	20.93
投资活动现金流	-98	89	101	78	最新发行在外股份(百万股)	553.33	553.33	553.33	553.33
筹资活动现金流	-138	-315	-375	-425	ROIC(%)	13.83	15.21	16.27	16.98
现金净增加额	1,266	1,410	1,582	1,948	ROE-摊薄(%)	14.47	15.52	16.49	17.11
折旧和摊销	382	31	23	17	资产负债率(%)	40.16	38.64	36.99	35.44
资本开支	-74	52	52	17	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.42	15.12	12.42	10.35
营运资本变动	-6	324	263	383	P/B(现价)	2.67	2.35	2.05	1.77

数据来源: Wind 数据, 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为报告日的汇率, 预测均为东吴证券研究所预测。

招商积余 (001914)

内生外拓优势显著，龙头央企轻装上阵

买入 (首次)

2023年05月22日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,024	15,842	19,039	22,853
同比	23%	22%	20%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	594	767	951	1,163
同比	16%	29%	24%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.56	0.72	0.90	1.10
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.89	21.58	17.40	14.24

关键词: #市占率上升

投资要点

- **国资委控股央企:** 招商积余的控股股东为招商蛇口 (001979.SZ), 其通过直接持有 47.45% 的股权及全资控股的深圳招商房地产间接持有 3.71% 的股权合计持有 51.16% 的股权实现控股, 实际控制人为国务院国资委。2022 年 12 月 5 日, 公司合计 3.9 亿股限售股解除限售上市流通, 占公司总股本的 37.1%。
- **在管面积增速下滑难掩公司较强市场拓展能力:** 截止至 2022 年 12 月, 公司在管面积为 3.1 亿平, 较 2021 年增长 10.7%, 增速下滑了 36.5pct。出现大幅度增速下滑一方面是因为公司 2021 年公司在收并购市场表现积极收购了上航物业南航物业等标的, 另一方面是因为 2022 年物业行业受疫情冲击较大, 许多项目招投标发生滞后, 严重影响企业市拓。2022 年公司在管面积中来自第三方项目小幅下滑至 65.7%, 仍然展现出较强的第三方外拓能力。
- **基础物管营收占比不断提升, 园区物管营收出现较大增幅:** 从营收结构上看, 物业管理业务占比已不断提升至 96%, 资产管理业务占比降至 3.6%, 主要系购物中心、酒店等持有型物业收入减少, 以及按国家政策减免房产租金所致; 其他业务占比降至 0.4%, 主要系报告期内房地产项目尾盘收入减少所致。2022 年物业管理业务中非住宅物业营收 69 亿元, 占比 55.2%。非住宅业务中主要以园区业务及公共业务营收增幅最大, 2022 年园区及公共业务营收分别为 10.7 及 11.1 亿元。
- **剥离房地产开发业务, 轻装上阵:** 公司 2018-2022 年营业收入 CAGR 为 18.3%。公司历史上营收出现较大波动主要是因为 2019 年公司完成重大资产重组, 公司不再从事房地产开发业务, 所以其他业务板块营收减少 18.3 亿元。而后公司营收增速稳定在 23% 左右。2022 年, 公司将深圳中航城、昆山中航、赣州九方 3 家公司全部股权转让至股东招商蛇口下属子公司并完成股权过户。重组后公司持续优化资产负债表, 推进轻重资产分离。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 7.7/9.5/11.6 亿元, 对应 EPS 为 0.72/0.90/1.10 元, 对应市盈率为 21.6/17.4/14.2 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 大股东/关联方交付项目规模不及预期; 轻重资产剥离不及预期; 社会总需求恢复缓慢。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.55
一年最低/最高价	13.17/19.20
市净率(倍)	1.77
流通 A 股市值(百万元)	16,486.72
总市值(百万元)	16,488.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.80
资产负债率(% ,LF)	47.92
总股本(百万股)	1,060.35
流通 A 股(百万股)	1,060.24

相关研究

《招商积余(001914): 业务转型期, 业绩平稳过渡, 后续盈利改善空间大》

2020-04-30

《招商积余(001914): 物管业务表现优异, 利润改善空间大》

2020-04-14

招商积余三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,848	9,846	11,674	13,622	营业总收入	13,024	15,842	19,039	22,853
货币资金及交易性金融资产	3,167	4,985	6,241	7,702	营业成本(含金融类)	11,482	13,914	16,709	20,062
经营性应收款项	2,508	2,602	2,760	3,031	税金及附加	87	114	151	182
存货	1,164	1,155	1,259	1,305	销售费用	71	105	105	126
合同资产	0	0	0	0	管理费用	469	586	704	846
其他流动资产	1,009	1,104	1,414	1,585	研发费用	48	54	65	78
非流动资产	9,967	9,605	9,685	10,090	财务费用	94	62	49	41
长期股权投资	68	83	98	111	加:其他收益	111	135	162	194
固定资产及使用权资产	714	665	609	517	投资净收益	45	54	65	78
在建工程	0	2	6	8	公允价值变动	-8	0	0	0
无形资产	30	32	36	40	减值损失	-97	-91	-87	-83
商誉	3,194	3,404	3,683	4,056	资产处置收益	1	2	2	2
长期待摊费用	117	117	117	117	营业利润	825	1,106	1,398	1,709
其他非流动资产	5,845	5,301	5,138	5,242	营业外净收支	-3	7	5	4
资产总计	17,815	19,450	21,359	23,712	利润总额	822	1,113	1,402	1,714
流动负债	5,415	6,243	7,186	8,405	减:所得税	253	390	491	600
短期借款及一年内到期的非流动负债	181	163	147	132	净利润	569	723	912	1,114
经营性应付款项	1,713	1,861	2,058	2,426	减:少数股东损益	-25	-43	-40	-48
合同负债	780	946	1,119	1,324	归属母公司净利润	594	767	951	1,163
其他流动负债	2,740	3,272	3,861	4,523	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.72	0.90	1.10
非流动负债	3,089	3,209	3,329	3,449	EBIT	950	1,226	1,485	1,768
长期借款	743	843	943	1,043	EBITDA	1,064	1,322	1,605	1,900
应付债券	1,500	1,500	1,500	1,500	毛利率(%)	11.84	12.17	12.24	12.21
租赁负债	50	70	90	110	归母净利率(%)	4.56	4.84	5.00	5.09
其他非流动负债	797	797	797	797	收入增长率(%)	22.97	21.64	20.18	20.03
负债合计	8,504	9,452	10,515	11,854	归母净利润增长率(%)	15.72	29.21	24.03	22.21
归属母公司股东权益	9,150	9,881	10,766	11,828					
少数股东权益	161	118	78	30					
所有者权益合计	9,311	9,999	10,844	11,858					
负债和股东权益	17,815	19,450	21,359	23,712					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	995	1,609	1,533	2,095	每股净资产(元)	8.63	9.32	10.15	11.16
投资活动现金流	624	329	-130	-453	最新发行在外股份(百万股)	1,060	1,060	1,060	1,060
筹资活动现金流	-519	-119	-148	-182	ROIC(%)	5.73	6.54	7.40	8.16
现金净增加额	1,100	1,818	1,256	1,461	ROE-摊薄(%)	6.49	7.76	8.84	9.83
折旧和摊销	114	96	120	132	资产负债率(%)	47.73	48.59	49.23	49.99
资本开支	-26	-253	-343	-413	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.89	21.58	17.40	14.24
营运资本变动	117	666	387	746	P/B (现价)	1.81	1.68	1.54	1.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

建发物业 (02156.HK)

股东支持强劲，业绩稳健增长

买入 (首次)

2023年05月22日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,290	3,242	4,249	5,373
同比	47%	42%	31%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	247	333	433	549
同比	55%	35%	30%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.18	0.25	0.32	0.41
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.45	14.44	11.09	8.75

关键词: #市占率上升

投资要点

- **国资委控股央企，股权激励充足：**建发物业为建发集团的主要轻资产运营平台，厦门建发集团有限公司为其控股股东。截止至2023年5月6日建发集团共计持有建发物业60.33%的股权，实际控制人为厦门市国资委。2022年12月15日，公司根据股权激励计划向本集团不超过105位雇员授予705万股限制性股份，占公告日已发行股本的0.53%。
- **大股东建发集团项目供给稳定，在管面积增速逆势增长：**截止至2022年12月，公司在管面积为4620万平，较2021年增长39.8%，增速上涨10.9pct。在2022年行业普遍增速放缓的大背景下公司仍能取得逆势增长，展现出其母公司较强的经营能力。2022年公司在管面积中第三方项目占比逐渐下滑至39.5%。我们预计2023年行业摆脱疫情影响后，公司第三方项目占比将逐渐回升。
- **增值服务营收占比逐渐提升，家居生活服务取得突破：**从收入结构上来看公司近年来在社区增值服务及非业主增值服务上持续发力，2022年分别占比20.8%及32.9%；物业管理服务占比逐渐下降至45.2%。社区增值服务是公司近年来重点发展的业务，2022年营收4.8亿元，2019-2022CAGR为81.2%。其中家居生活服务2022年营收1.4亿元，取得较大增长，主要系公司通过整合资源，丰富网上购物平台“建发物业臻选”，在食品、酒类及日用刚需板块为客户提供更高质量的产品。
- **公司营收及归母净利润保持较高增速：**公司2018-2022年营业收入及归母净利润的CAGR分别为39.3和50.8%。公司营业收入近两年保持较高幅度增速主要因为母公司房地产开发业务持续稳定开展，在地产开发逐渐紧缩的背景下公司能够稳定的从母公司获得新项目十分可贵。公司归母净利润增速几乎保持在50%以上，展现出较强的经营能力。我们预计公司2023年营收及归母净利润将继续保持较高增速。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为3.3/4.3/5.5亿元，对应EPS为0.25/0.32/0.41元，对应市盈率为14.4/11.1/8.8倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**大股东/关联方交付项目规模不及预期；物业管理费提升不及预期；社会总需求恢复缓慢。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.08
一年最低/最高价	2.40/5.21
市净率(倍)	4.38
港股流通市值(百万港元)	5,480.71

基础数据

每股净资产(港元)	0.93
资产负债率(%)	61.51
总股本(百万股)	1,343.31
流通股本(百万股)	1,343.31

相关研究

建发物业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,157	3,522	3,937	4,463	营业总收入	2,290	3,242	4,249	5,373
现金及现金等价物	2,703	3,003	3,290	3,742	营业成本	1,753	2,478	3,239	4,085
应收账款及票据	241	292	411	484	销售费用	8	10	13	16
存货	40	32	32	31	管理费用	0	393	511	639
其他流动资产	173	195	204	207	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	150	149	150	153	其他费用	0	0	0	0
固定资产	36	35	34	33	经营利润	529	362	486	632
商誉及无形资产	98	98	100	104	利息收入	72	54	60	66
长期投资	1	1	1	1	利息支出	1	1	1	1
其他长期投资	0	0	0	0	其他收益	13	10	11	12
其他非流动资产	15	15	15	15	利润总额	325	438	570	724
资产总计	3,307	3,670	4,087	4,616	所得税	73	99	129	164
流动负债	2,005	2,200	2,391	2,629	净利润	251	339	441	560
短期借款	2	2	2	2	少数股东损益	4	6	8	11
应付账款及票据	154	160	163	167	归属母公司净利润	247	333	433	549
其他流动负债	1,850	2,039	2,227	2,461	EBIT	532	379	505	651
非流动负债	28	28	29	29	EBITDA	553	393	519	666
长期借款	9	11	13	15	毛利率(%)	23.44	23.57	23.76	23.96
其他非流动负债	20	18	16	15	归母净利率(%)	10.79	10.27	10.20	10.22
负债合计	2,034	2,229	2,419	2,658	收入增长率(%)	47.24	42.11	30.97	26.33
股本及储备	1,211	1,374	1,592	1,872	归母净利润增长率(%)	55.11	34.66	30.16	26.73
少数股东权益	27	33	41	52					
其他	35	35	35	35					
负债和股东权益	3,307	3,670	4,087	4,616					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	496	473	508	727	每股净资产(元)	0.93	1.05	1.21	1.42
投资活动现金流	6	-5	-6	-7	最新发行在外股份(百万股)	1,343.31	1,343.31	1,343.31	1,343.31
筹资活动现金流	-60	-169	-214	-269	ROIC(%)	35.60	21.44	24.92	27.58
现金净增加额	442	300	288	452	ROE-摊薄(%)	19.84	23.63	26.63	28.81
折旧和摊销	21	14	14	14	资产负债率(%)	61.51	60.72	59.19	57.58
资本开支	-17	-13	-15	-17	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.45	14.44	11.09	8.75
营运资本变动	254	130	62	164	P/B(现价)	3.84	3.41	2.95	2.52

数据来源: Wind 数据, 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为报告日的汇率, 预测均为东吴证券研究所预测。

越秀服务 (06626.HK)

国资背景加持的 TOD 物管赛道龙头

买入 (首次)

2023年05月22日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,486	3,165	3,922	4,844
同比	30%	27%	24%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	416	513	622	747
同比	16%	23%	21%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.27	0.34	0.41	0.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	11.07	8.99	7.41	6.17

关键词: #市占率上升

投资要点

- **地方国企轻资产平台:** 越秀服务为越秀地产主要的轻资产运营平台, 越秀地产 (0123.HK) 为其控股股东, 截止至 2023 年 5 月 6 日越秀地产持股比例为 66.92%, 实际控制人为广州市人民政府。近年来公司各主要股东持股比例并未改变, 公司股权结构较为稳定。
- **在管面积稳定增长, 外拓全面发力:** 截止至 2022 年 12 月, 公司在管面积达到 5170 万平, 较 2021 年增长 33.0%。公司 2022 年收购了广州长隆集团旗下广州市秉信物业管理有限公司 100% 股权, 总对价人民币 950 万元, 新增合约面积约 79 万平, 为上市以来首单收并购。公司在管面积中第三方项目占比已由 2018 年的 7.8% 增长至 2022 年的 23.7%, 公司正逐渐减少对母公司项目的依赖。
- **TOD 物管业务取得较大突破:** 从收入结构上看, 公司非商业物业管理及增值服务营收占比不断提升, 2022 年已增至 78.1%。其中 TOD 物业管理业务取得突破。2022 年公司 TOD 业务总在管面积增至 677 万平方米; TOD 业务营收达到 2.9 亿元, 占总营收比重为 22.5%。2022 年, 公司成功中标福州地铁 2 号线、长沙地铁 6 号线、青岛地铁 4 号线及丽江地铁 1 号线物业管理服务项目。2022 年物业管理服务、非业主增值服务及社区增值服务营收分别达到 8.1、4.8 及 6.5 亿元。其中社区增值服务增长最快, 主要系非商业物业在管面积增加, 服务用户增长以及家居生活服务类型多样化所致。
- **受疫情影响业绩增速有所下滑:** 公司 2018 年至 2022 年营业收入及归母净利润的 CAGR 分别为 34.4% 和 73.9%。公司 2021 年以前一直保持较高的营业收入及归母净利润增速, 2022 年受疫情影响两者增速都出现了下滑。我们预计 2023 年公司将继续承接关联方项目, 同时发力第三方外拓市场, 营业收入及归母净利润的增速将有所回升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 5.1/6.2/7.5 亿元, 对应 EPS 为 0.34/0.41/0.49 元, 对应市盈率为 9.0/7.4/6.2 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 大股东/关联方交付项目规模不及预期; TOD 省外拓展不及预期; 社会总需求恢复缓慢。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.23
一年最低/最高价	2.25/5.12
市净率(倍)	1.53
港股流通市值(百万港元)	4,916.16

基础数据

每股净资产(港元)	2.12
资产负债率(%)	42.98
总股本(百万股)	1,522.03
流通股本(百万股)	1,522.03

相关研究

越秀服务三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,418	5,986	6,645	7,437	营业总收入	2,486	3,165	3,922	4,844
现金及现金等价物	4,361	4,811	5,328	5,979	营业成本	1,807	2,293	2,835	3,496
应收账款及票据	604	614	652	694	销售费用	0	0	0	0
存货	6	8	8	9	管理费用	211	272	341	426
其他流动资产	447	554	657	756	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	530	492	457	426	其他费用	0	0	0	0
固定资产	37	31	25	20	经营利润	469	600	746	922
商誉及无形资产	421	388	359	332	利息收入	75	87	96	107
长期投资	1	1	1	1	利息支出	3	3	3	3
其他长期投资	32	32	32	32	其他收益	35	26	28	31
其他非流动资产	40	40	40	40	利润总额	576	710	868	1,057
资产总计	5,948	6,477	7,102	7,863	所得税	152	187	230	291
流动负债	2,021	2,235	2,455	2,729	净利润	424	523	638	766
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	8	10	16	19
应付账款及票据	353	352	356	380	归属母公司净利润	416	513	622	747
其他流动负债	1,667	1,883	2,098	2,349	EBIT	469	600	746	922
非流动负债	536	483	434	391	EBITDA	548	646	789	961
长期借款	0	0	0	0	毛利率(%)	27.33	27.55	27.73	27.83
其他非流动负债	536	483	434	391	归母净利率(%)	16.74	16.20	15.86	15.42
负债合计	2,557	2,718	2,889	3,120	收入增长率(%)	29.63	27.26	23.94	23.49
股本及储备	3,223	3,580	4,018	4,530	归母净利润增长率(%)	15.73	23.24	21.34	20.06
少数股东权益	169	179	195	214					
其他	0	0	0	0					
负债和股东权益	5,948	6,477	7,102	7,863					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	750	643	733	908	每股净资产(元)	2.12	2.35	2.64	2.98
投资活动现金流	-22	-35	-28	-20	最新发行在外股份(百万股)	1,522.03	1,522.03	1,522.03	1,522.03
筹资活动现金流	-184	-158	-188	-238	ROIC(%)	10.67	12.36	13.76	14.92
现金净增加额	557	450	518	651	ROE-摊薄(%)	12.91	14.32	15.49	16.49
折旧和摊销	79	46	42	39	资产负债率(%)	42.98	41.96	40.68	39.67
资本开支	-20	-8	-8	-8	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.07	8.99	7.41	6.17
营运资本变动	252	97	78	132	P/B(现价)	1.43	1.29	1.15	1.02

数据来源: Wind 数据, 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为报告日的汇率, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

