

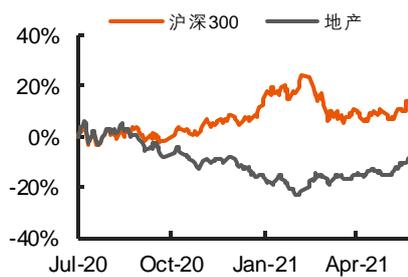
地产杂谈系列之九

聊聊 2021 年新上市和待上市物企

中性（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之八：人口流入叠加财富累积，大城市群发展可期》 2021-07-02
 《行业深度报告*地产*地产杂谈系列之七：从凯德模式寻商管成功之鉴》 2021-06-27
 《行业深度报告*地产*地产杂谈系列之六：从主流房企对比观龙湖高估值之谜》 2021-06-11
 《行业深度报告*地产*地产杂谈系列之五：细数主流商管企业，经营发展各有千秋》 2021-06-03
 《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之四：2021年新开工持续低迷之惑》 2021-05-27
 《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之三：商业物管与住宅物管差异之辨》 2021-05-19
 《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之二：顺丰房托上市在即，REITs架构与资产如何？》 2021-05-12

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
 S1060514080002
 yangkan034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号
 S1060520090003
 zhengxiwen239@pingan.com.cn



- **物管行业发展迅速，新待上市企业规模庞大：**2021 年至今已有荣万家、宋都服务、星盛商业、新希望服务、越秀服务、中骏商管、朗诗绿色生活陆续登陆港股市场，同时已通过聆讯企业 4 家、上市处理中 20 家，整体规模较为庞大。
- **体量相对有限，盈利能力&增长潜力存在差异：**新/待上市物企 2020 年收入、归母净利润均值为 7.7 亿元、1 亿元，较 2021 年前已上市物企（31.6 亿元、4.4 亿元）普遍偏小。其中长城物业集团、富力物业服务、荣万家收入靠前，分别为 30.4、26、18.1 亿元，荣万家、富力物业服务、长城物业集团归母净利润靠前，分别为 2.6、2.4、2.1 亿元。业务结构、品牌定位等不同带来盈利能力差异，新/待上市物企中星盛商业、德商产投、中骏商管 2020 年毛利率较高，分别为 56.3%、49%、44.3%。新/待上市物企合约在管面积比普遍高于 1 倍，保障短期规模增长；其中中梁百悦智佳服务、康桥悦生活、中骏商管覆盖比例靠前，更具保障。
- **业务趋向多元，关联方依赖度普遍较高：**除传统综合型物企外，部分专攻细分领域物企亦崭露头角，如已上市物企星盛商业专注商业物业运营、待上市物企珠江管理倾向公建服务。业务线来看，基础物管、非业主增值服务贡献收入绝对比重，相较而言社区增值服务有待进一步加强。商业物管来看，服务业态涵盖购物中心、写字楼、服务式公寓等多种类型。新/待上市物企 2020 年来自关联方管理规模占比均值为 65.3%，关联方依赖程度偏高。考虑行业竞争加剧，集中度提升趋势明确，在主流物企纷纷设立较快增长目标之下，新/待上市物企仅依靠关联方支持或难以跟上脚步，预计后续各企业将进一步寻求市场化拓展。
- **估值呈现分化，扩张仍为主要发力方向：**截至 2021 年 7 月 8 日，2021 年新上市物企中骏商管、越秀服务、星盛商业市值分别为 82、75.3、52.6 亿港元，排名靠前，PE (TTM) 分别为 44.3 倍、31.8 倍、34.9 倍，估值亦相对更高。部分新/待上市物企上市所得款项中，50% 预计用作规模扩张，主要计划通过收购、战略投资等多渠道提升市场份额；此外，信息化投入、丰富及推广增值服务亦为重要投资方向。
- **投资建议：**2021 年新上市及待上市物企整体呈现规模偏小、业务多元等特征，后续降低关联方依赖度，通过市场化、战略收购等多渠道提升市场份额，加大数字化、增值服务投入预计将为主要发展方向。当前物管行业仍处快速发展阶段，具备规模及资金优势，综合实力突出企业更易抓住机遇、脱颖而出，建议关注碧桂园服务、金科服务、融创服务、新城悦服务、保利物业、星盛商业等。
- **风险提示：**1) 市场化不及预期风险；2) 行业利润率下行风险；3) 增值服务发展不及预期风险。

正文目录

一、	样本说明	4
二、	规模体量相对偏小，盈利能力&增长潜力分化.....	4
三、	业务趋向多元，关联方依赖度普遍较高.....	7
四、	估值呈现分化，规模扩张仍为主要发力方向.....	11
五、	投资建议	12
六、	风险提示	13

图表目录

图表 1	新/待上市物企一览	4
图表 2	新/待上市物企收入规模对比	5
图表 3	新/待上市物企归母净利润规模对比	5
图表 4	新/待上市物企利润率对比	6
图表 5	新/待上市物企管理面积及合约/在管比	7
图表 6	传统综合型物企 2020 年收入构成	8
图表 7	商管加持型物企 2020 年收入构成	8
图表 8	公建侧重型物企 2020 年收入构成	8
图表 9	传统综合型物业 2020 年在管面积以住宅为主	9
图表 10	新/待上市物企商管项目类型	9
图表 11	新/待上市物企 2020 年末在管商业项目详情	10
图表 12	部分新/待上市物企商业物业平均物管费	10
图表 13	新/待上市物企 2020 年来自关联方、第三方管理规模占比	11
图表 14	部分新/待上市物企上市所得款项预计用途	12
图表 15	新上市物企估值呈现分化	12

一、 样本说明

2021 年多家物管企业陆续上市，同时待上市公司数量亦具备一定规模。本文以 2021 年新/待上市物企为分析标的，梳理规模、盈利能力、业务构成、估值等信息，并总结与 2021 年以前上市物企差异。截至 2021 年 7 月 8 日，分析样本共 31 家物企，其中已上市 7 家，分别为中骏商管、越秀服务、新希望服务、星盛商业、宋都服务、荣万家、朗诗绿色生活，已通过港交所聆讯 4 家，分别为领悦服务集团、德信服务集团、康桥悦生活、融信服务，上市处理中 20 家。

图表1 新/待上市物企一览

物企	关联房企	物企	关联房企	物企	关联房企
中骏商管	中骏集团控股	珠江管理	珠江实业集团	东原仁知城市运营服务	迪马股份
越秀服务	越秀地产	融汇悦生活	融汇集团	中梁百悦智佳服务	中梁控股
新希望服务	新希望房产	润华物业	无	明宇商服	明宇集团
星盛商业	星河控股	俊发七彩	俊发集团	富力物业服务	富力集团
宋都服务	宋都股份	众安智慧生活	众安集团	海悦生活	海伦堡中国
荣万家	荣盛发展	禹佳生活	禹洲集团	中南服务	中南集团
朗诗绿色生活	朗诗绿色地产	长城物业集团	无	天誉青创	天誉置业
领悦服务集团	领地控股集团	阳光智博	阳光城	新力服务	新力集团
德信服务集团	德信中国	力高健康	力高集团	东原仁知城市运营服务	迪马股份
康桥悦生活	康桥集团	祥生活服务	祥生集团		
融信服务	融信中国	德商产投	德商集团		

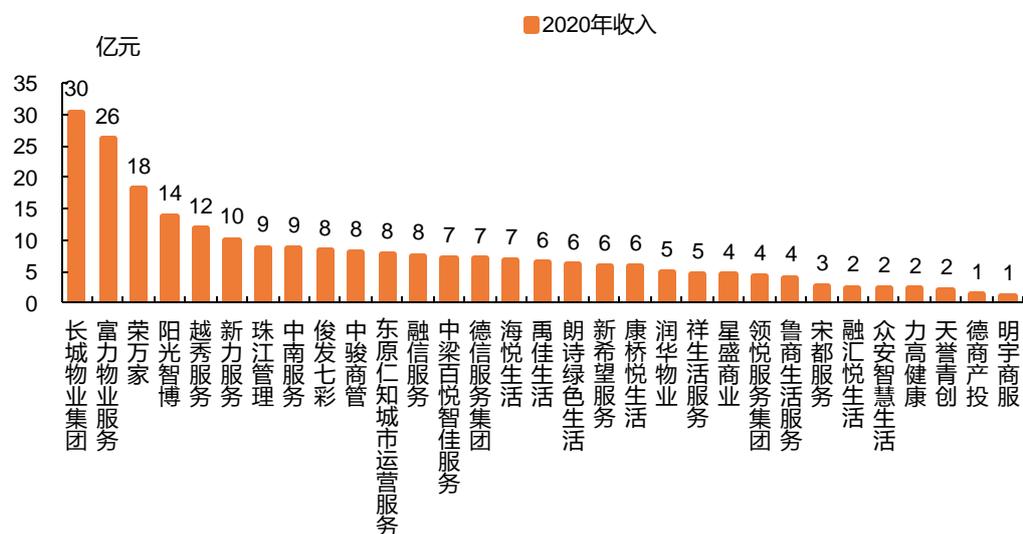
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 规模体量相对偏小，盈利能力&增长潜力分化

新/待上市物企规模偏小，盈利能力呈现差异。当前新/待上市物企 2020 年收入、归母净利润均值分别为 7.7 亿元、1 亿元，较 2021 年前已上市物企普遍偏小，后者 2020 年收入、归母净利润均值分别达 31.6 亿元、4.4 亿元。究其原因，一方面新/待上市标的关联房企实力偏弱，另一方面，新/待上市物企区域深耕型居多，覆盖范围相对有限，例如润华物业精耕山东、众安智慧生活深植浙江省及长三角地区、明宇商服四川省贡献绝大部分收益。

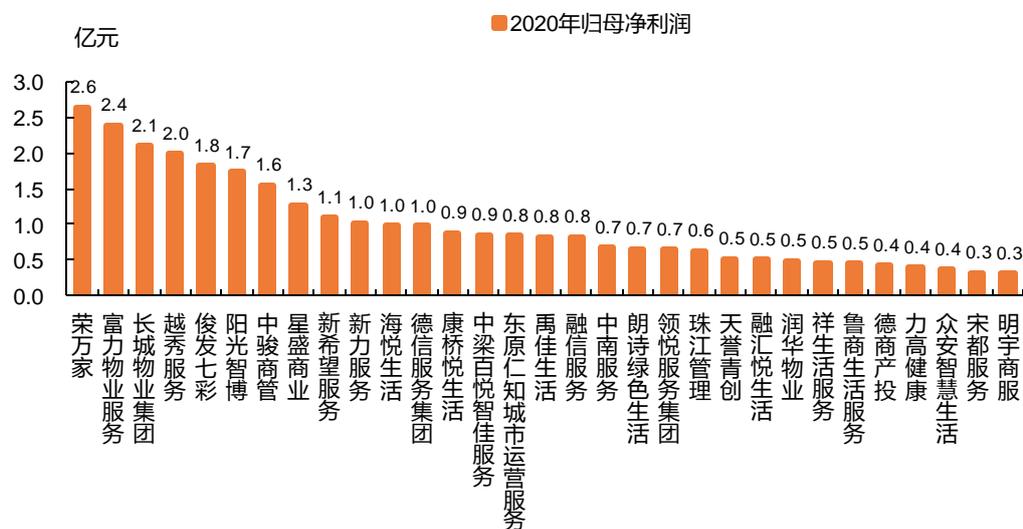
2020 年长城物业集团、富力物业服务、荣万家收入靠前，分别为 30.4、26、18.1 亿元，荣万家、富力物业服务、长城物业集团归母净利润靠前，分别为 2.6、2.4、2.1 亿元。

图表2 新/待上市物企收入规模对比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 新/待上市物企归母净利润规模对比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

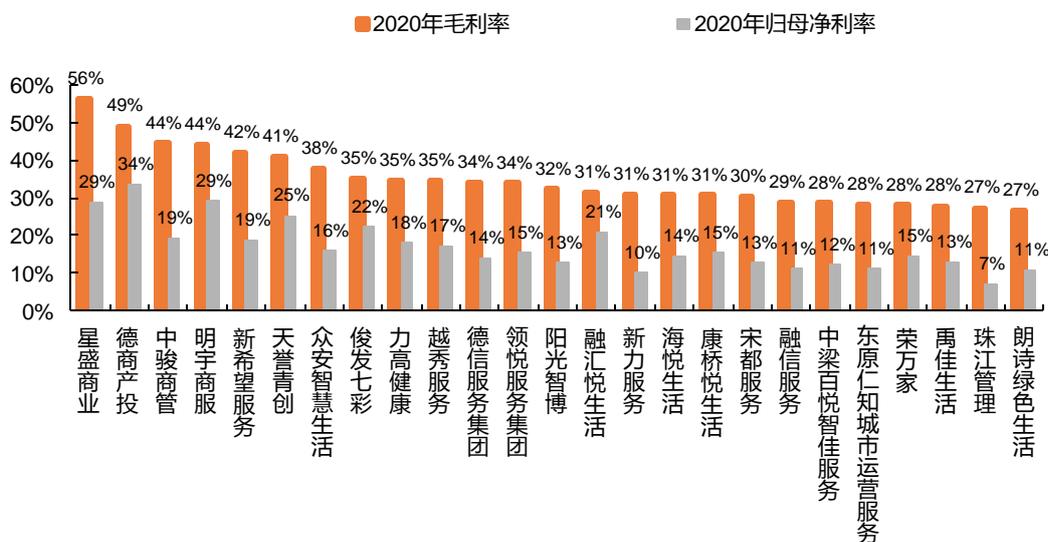
新/待上市物企中, 2020年星盛商业、德商产投、中骏商管毛利率较高, 分别为 56.3%、49%、44.3%; 德商产投、明宇商服、星盛商业归母净利率较高, 分别为 33.6%、29%、28.7%。

盈利能力差异与业务结构、品牌定位等因素相关:

- 星盛商业为纯商管标的、中骏商管 2020年 46%收入来自商业管理及运营, 商业物业管理由于服务单一业主、参与运营等专业服务, 享受更高利润率水平。

- 德商产投住宅与非住宅业态并重，2020年在管面积占比42.7%与57.3%，住宅服务定位中高端，2020年物管费2.7元/平米/月，非住宅包含写字楼、街区、产业园等，2020年物管费4.9元/平米/月；此外2020年非业主增值服务毛利率为各业务最高，达58.1%，贡献51.7%毛利。
- 明宇商服偏向商用物业管理（主要包括写字楼、酒店、服务式公寓等），2020年在管面积占比71%、平均物管费11.25元/平米/月，带动物业管理服务毛利率达36.9%；此外2020年专项委托业务（涉及商用物业招商咨询、开发商交付前服务等）、增值服务业务毛利率达55.8%、75.6%，毛利润贡献分别为27.3%、13.7%。

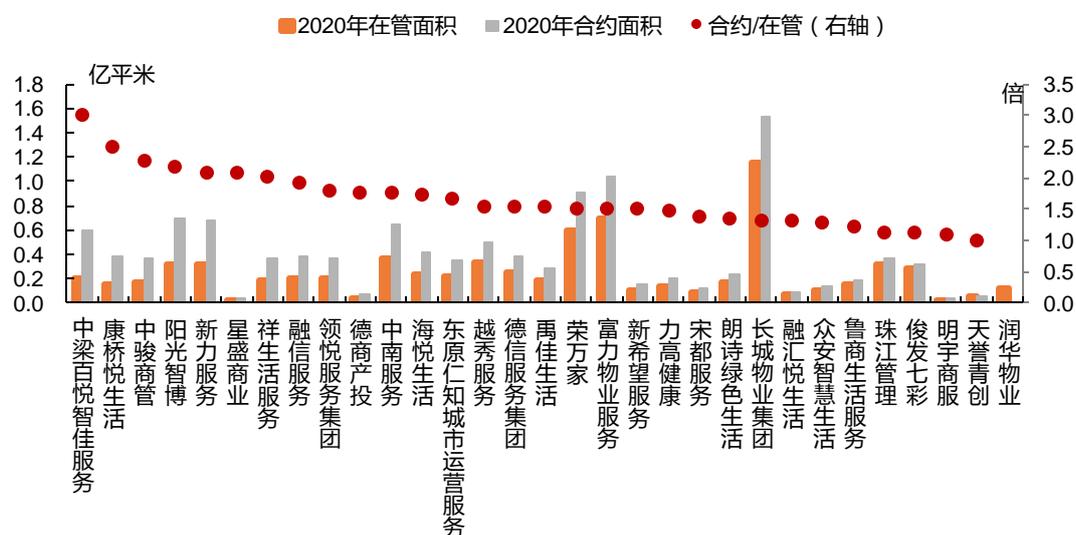
图表4 新/待上市物企利润率对比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

新/待上市物企合约在管面积比普遍高于1倍，短期增长具备支撑。2020年末长城物业集团、富力物业服务、荣万家合约面积较大，分别为1.5、1、0.9亿平米；中梁百悦智佳服务、康桥悦生活、中骏商管合约在管面积比分别为3、2.5、2.3倍，高覆盖比例预计将对后续规模增长形成支撑。

图表5 新/待上市物企管理面积及合约/在管比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 润华物业未公布合约面积

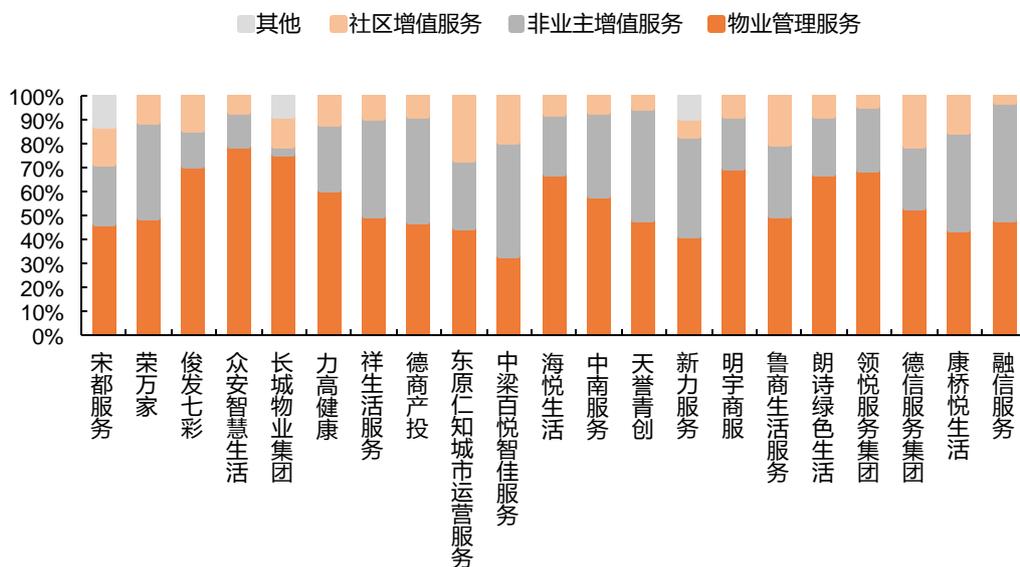
三、业务趋向多元，关联方依赖度普遍较高

新/待上市物企业务更趋多元，细分领域标的崭露头角。除传统综合型物企外，部分专攻细分领域物企亦出现在2021年新/待上市企业名单中。2021年新/待上市物企可根据业务侧重分为三类，具体有：

- 1) 传统综合型物企：此为已上市物企主流类型，该类企业同时为住宅与非住宅物业提供基础物管服务，其中住宅占绝大比重，除物业管理服务外，还针对小区住户提供社区增值服务、针对开发商等提供非业主增值服务；
- 2) 商管加持型物企：近年传统综合型物企开始注重商业物业运营能力培养，部分新/待上市物企已覆盖商管业务，如2020年中骏商管商业管理及运营服务收入占比46%、越秀服务占比31%，而星盛商业则为专注商业物业运营的纯商管标的；
- 3) 公建侧重型物企：该类物企管理业态倾向公建等非住宅领域，专业性相对更强。

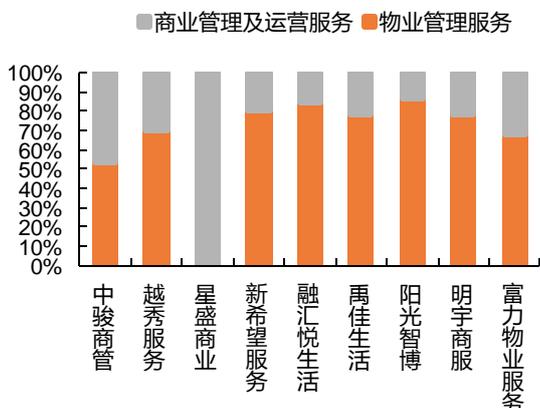
基础物管&非业主增值业绩贡献度较高，社区增值有待加强。从21家传统综合型的新/待上市物企2020年收入构成来看，物业管理服务、非业主增值服务收入分别占比56%、31%，贡献绝对比重；社区增值服务收入占比11%，有待进一步加强。

图表6 传统综合型物企 2020 年收入构成



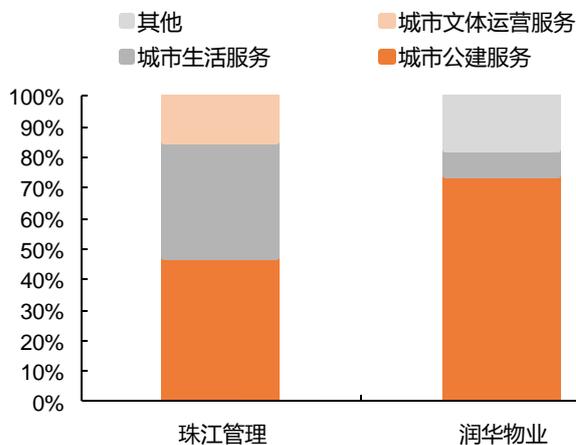
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表7 商管加持型物企 2020 年收入构成



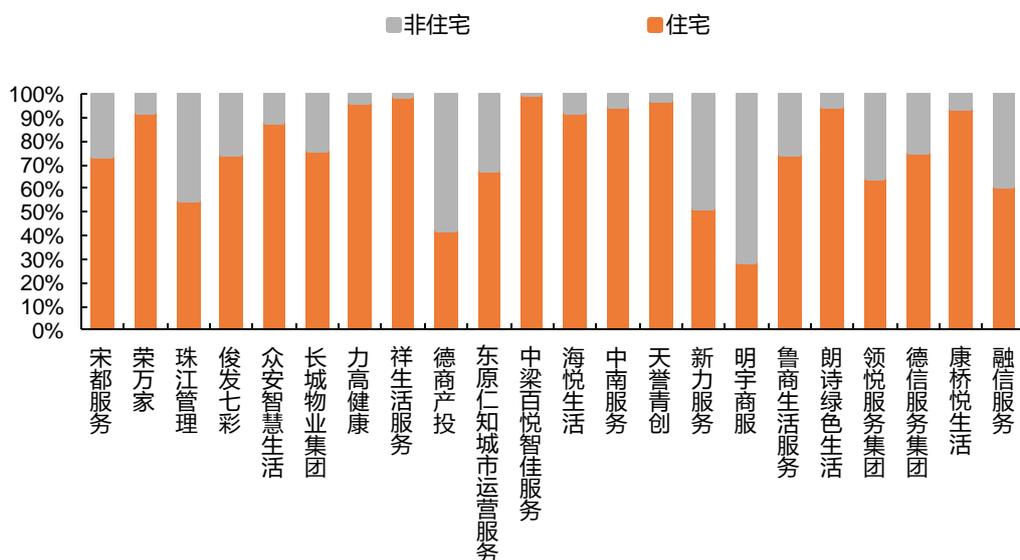
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表8 公建侧重型物企 2020 年收入构成



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 传统综合型物业 2020年在管面积以住宅为主



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

商业物管涵盖购物中心、写字楼、服务式公寓等多种类型，各企业管理规模&布局侧重存在差异。新希望服务主要管理购物中心、写字楼、产业园，阳光智博、富力物业服务均主要管理购物中心、写字楼、服务式公寓，类型相对丰富；星盛商业则专攻购物中心运营管理。

管理规模方面，富力物业服务在管零售物业 126 项、写字楼 47 项、服务式公寓 82 项，规模优势明显。其余新/待上市物企中，禹佳生活在管购物中心/商业街 23 座、星盛商业在管购物中心 22 座，越秀服务在管写字楼 12 座，在细分类别中规模相对靠前。

图表10 新/待上市物企商管项目类型

	购物中心	写字楼	产业园	文旅物业	服务式公寓
中骏商管	√	√			
越秀服务	√	√			
星盛商业	√				
新希望服务	√	√	√		
融汇悦生活	√			√	
禹佳生活	√	√			
阳光智博	√	√			√
富力物业服务	√	√			√

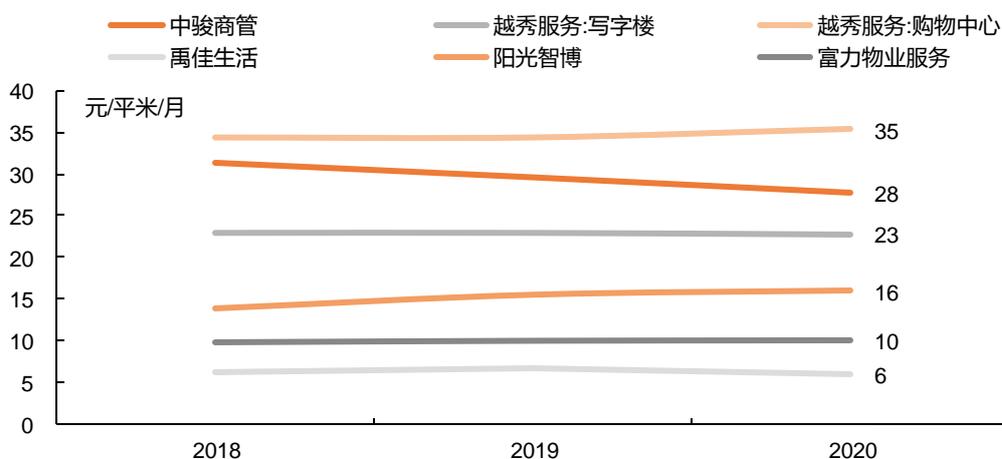
资料来源:平安证券研究所

图表11 新/待上市物企 2020 年末在管商业项目详情

物管公司	在管项目	代表项目
中骏商管	购物中心 5 个、写字楼 5 个	北京 CBD 中骏世界城（购物街）、泉州世界城（购物商场）、上海中骏广场一/二期（写字楼）
越秀服务	写字楼 12 个、购物中心 3 个	广州国际金融中心（写字楼+购物商场+酒店+服务式公寓）、广州越秀金融大厦（写字楼）、广州 VT101 维多利广场（写字楼+购物中心）、武汉越秀·财富中心（写字楼+购物中心）
星盛商业	购物中心 22 个	深圳福田星河 cocopark（购物中心）、深圳龙华星河 cococity（购物中心）
新希望服务	写字楼 3 个、购物中心 6 个、专业市场 2 个、产业园 1 个	成都新希望国际（办公楼+购物街）、南宁国际家居博览中心（专业市场）、成都中鼎国际（办公楼）、上海半岛科技园（上海）
融汇悦生活	文旅小镇 5 个、购物中心 10 个	重庆融汇溪西陀小镇（文旅小镇）、重庆融汇温泉城 G1 融汇广场（购物中心）、重庆融汇半岛社区商店
禹佳生活	购物中心 23 个、写字楼 5 个	厦门禹洲世贸城（购物中心）、上海金桥国际一/二/三期（商业街）、厦门禹洲广场（写字楼）
阳光智博	购物中心 13 个、写字楼 5 个、服务式公寓 4 个	福州乌山白金项目（社区商业）、上海外高桥阳光天地（购物商场）、福州时代广场（办公楼）、西安高新睿湾公寓（服务式公寓）
富力物业服务	零售物业 126 项、写字楼 47 项、服务式公寓 82 项、其他 2 项	广州富力中心、广州盈泰广场、广州盈凯广场

资料来源：公司公告，平安证券研究所

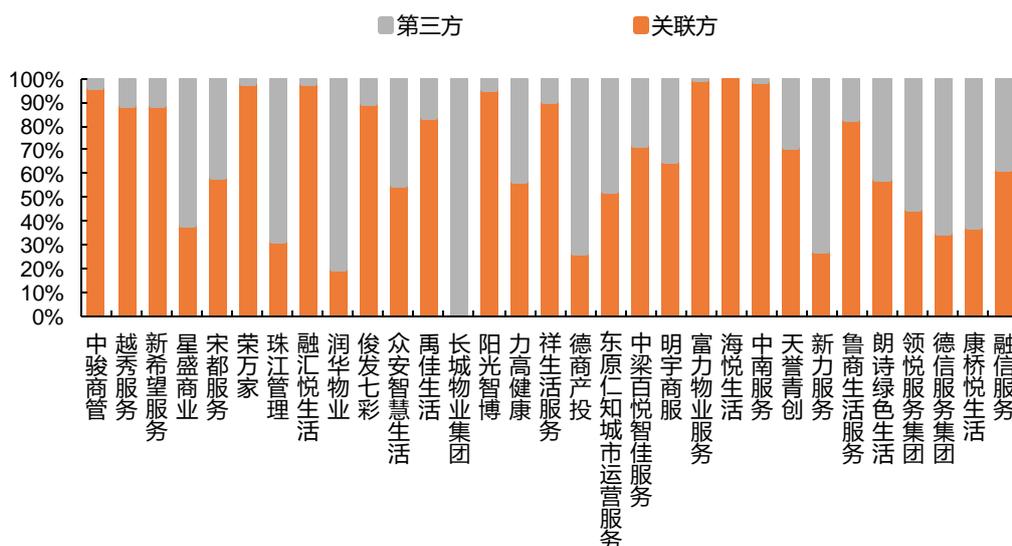
图表12 部分新/待上市物企商业物业平均物管费



资料来源：公司公告，平安证券研究所

关联方依赖度普遍较高，市场化拓展为后续发展突破关键因素之一。当前新/待上市物企 2020 年来自关联方管理规模占比均值为 65.3%、第三方管理规模占比均值为 34.7%。其中海悦生活在管项目全部来自关联房企海伦堡，富力物业服务、中南服务来自关联方管理规模占比 99.9%、98.8%，相对较高；对比而言，长城物业集团为完全独立物管企业，润华物业、德商产投来自关联方管理规模占比 19.8%、26.4%，相对较低。考虑行业竞争加剧，集中度提升趋势明确，在主流物企纷纷设立较快增长目标之下，新/待上市物企仅依靠关联方支持或难以跟上脚步，预计后续各企业将进一步寻求市场化拓展。

图表 13 新/待上市物企 2020 年来自关联方、第三方管理规模占比



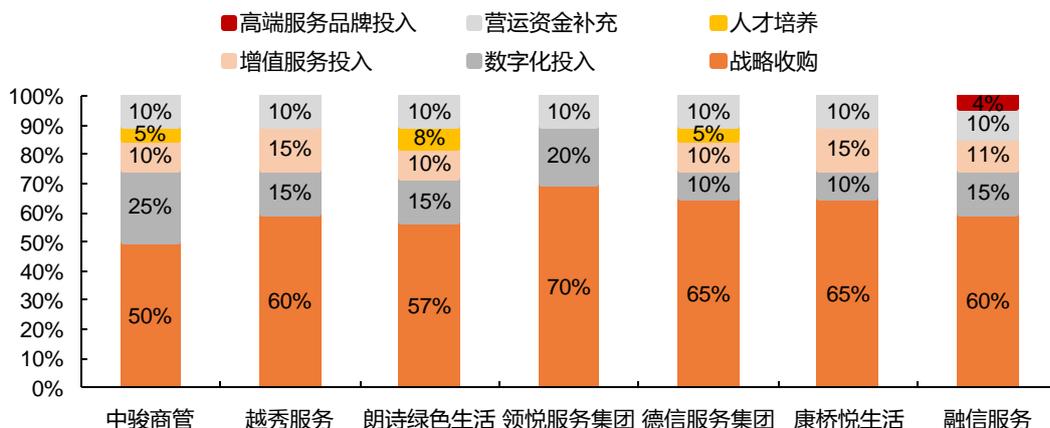
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 星盛商业为合约面积口径, 润华物业为收入口径, 其余为在管面积口径; 珠江管理仅考虑住宅在管面积部分

四、估值呈现分化，规模扩张仍为主要发力方向

上市所得款项预计主要用作规模扩张，其次投入数字化、增值服务等方向。从部分新/待上市物企所得款项预计用途来看，50%以上将用作规模扩张，主要通过收购、战略投资等多渠道提升市场份额。此外，信息化投入、丰富及推广增值服务亦为重点投资方向。

图表14 部分新/待上市物企上市所得款项预计用途



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

新上市物企市值、估值呈现分化。截至2021年7月8日,2021年新上市物企中中骏商管、越秀服务、星盛商业市值分别为82、75.3、52.6亿港元,排名靠前。同时以上三家物管公司由于具备商业运营能力、较强关联方背景等原因,估值亦相对较高,中骏商管、星盛商业、越秀服务PE(TTM)分别为44.3倍、34.9倍与31.8倍。

图表15 新上市物企估值呈现分化

	上市首日涨跌幅(%)	市值(亿港元)	PE(TTM)
中骏商管	8.1	82.0	44.3
越秀服务	0.0	75.3	31.8
新希望服务	0.5	22.4	17.2
星盛商业	3.6	52.6	34.9
宋都服务	-36.0	3.3	8.5
荣万家	-8.2	35.5	11.3
朗诗绿色生活	41.5	18.0	23.1
2021年前上市物企均值	—	227	33.8
2021年前上市物企中位数	—	61	29.1

资料来源:Wind, 平安证券研究所

注:数据截至2021年7月8日

五、投资建议

2021年新上市及待上市物企整体呈现规模偏小、业务多元等特征,后续降低关联方依赖度,通过市场化、战略收购等多渠道提升市场份额,加大数字化、增值服务投入预计将为主要发展方向。当前物管行业仍处快速发展阶段,具备规模及资金优势,综合实力突出企业更易抓住机遇、脱颖而出,建议关注碧桂园服务、金科服务、融创服务、新城悦服务、保利物业、星盛商业等。

六、风险提示

- 1) 市场化发展不及预期风险：市场化发展一方面可减轻关联房企依赖度，另一方面可进一步挖掘增长空间。但当前收并购市场热度较高，若后续收购标的估值持续走高且整合难度加大，第三方外拓难度提升，将对市场化发展产生不利影响。
- 2) 行业利润率下行风险：由于人工成本刚性上升，物业费动态提价机制形成缓慢，若科技赋能降本增效不及预期，基础物管服务面临盈利能力下行风险。
- 3) 社区增值服务培育及发展不及预期风险：社区增值服务当前处于量变积累过程，细分领域盈利模式跑通尚需时日，存在发展进程不及预期风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033