

物业管理行业 2021 年中报综述：增收更 增利 强者恒强

——房地产/物业服务及管理



投资摘要：

A+H 物业管理上市公司已超 50 家。物业管理板块营收规模靠前的 A+H30 家物管公司 2021H1 实现 828 亿元，碧桂园服务以 117 亿元位列首位，恒大物业和雅生活服务分别以 79 亿和 62 亿位列二三名，平均收入为 57 亿元。

- ◆ 一线公司平均收入 57 亿元，二线公司平均收入 13 亿元。
- ◆ 碧桂园服务、恒大物业、雅生活、绿城服务和保利物业位列上市物管公司规模前五名。营收超过 50 亿元，管理面积超过 2 亿平，合约面积超过 5 亿平。

业绩超 60% 高速增长，确定性高。21H1 主要上市物管公司整体营收同比增长 56%，较 20H1 提升 26pct（受 2020H1 低基数影响），归母净利润同比增长 65%，较 20H1 提升 7pct。继续保持高速增长。

- ◆ 增收更增利，强者恒强。疫情前后的收入增速对比，一线公司抗风险能力强，收入确定性高，疫情得到控制后，能够迅速恢复增速。
- ◆ 在管面积快速增加，覆盖倍数高。从成长性来看，21H1 虽然疫情影响仍未消退，但多数物管公司在管面积及合约面积同比均保持了较为平稳的增长。多数物管公司在管面积增速在 30%-60% 之间。世茂服务在管面积同比增速超 100%，恒大物业、新城悦服务、旭辉永升服务和融创服务均超过 60%。

利润率持续提升趋势。21H1，主要上市物管公司整体毛利率为 29.1%，较 20H1 提升 0.3pct；净利率为 15.2%，较 20H1 提升 0.7pct。

- ◆ 毛利率和净利率均提升。核心因素为一是规模效应，二是高利润率增值业务占比提升，三是板块高估值下公司有动力通过提升利润率来扩大利润规模。
- ◆ 期间费用率持续降低。21H1 物管公司期间费用率平均为 8.7%，同比下降 1pct，效率进一步提升。期间费用率的持续降低有利于行业净利率的提升。

收入结构优化，物业类型多样化。物业板块仍以物业管理收入为主，龙头公司占比一般在 60% 左右。

- ◆ 业主增值收入占比由 13% 提升至 15%。业主增值服务收入主要来源于服务的业主，收入质量较高，毛利率也较高，是未来业绩增长的重要来源。业主增值服务做的较好的有世茂服务、旭辉永升服务、绿城服务、碧桂园服务、新城悦等。
- ◆ 非业主增值服务占比由 26% 降低至 19%。非业主增值服务属于关联交易，该业务的质量相对较低。收入及毛利占比较高的有融创服务、雅生活、恒大物业、中海物业等。
- ◆ 物业类型多样化。华润万象生活和宝龙商业非住宅物业以购物中心为主，因此非住宅面积占比较低；保利物业非住宅物业包括公共物业，相关在管面积多，因此非住宅面积占比较高。

投资策略：中长期坚定看好物业管理板块，未来成长空间仍然巨大，业态的横向拓展及增值服务的纵向延伸，确保快速成长；短期来看，受“房住不炒”和“双减”调控政策影响，业绩期板块均录得不同程度跌幅，重点公司估值更加具有吸引力，建议持有优质的龙头。优先推荐碧桂园服务、旭辉永升服务、世茂服务，商业管理板块华润万象生活、宝龙商业，园区物业板块特发服务等。

风险提示：业务扩展不及预期风险、物业管理费率降低风险、疫情反复风险。

评级

增持（首次）

2021 年 09 月 10 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

王源

分析师

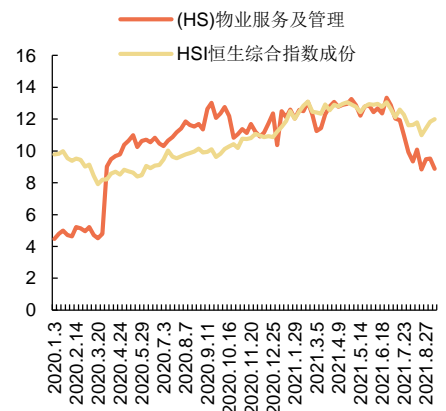
SAC 执业证书编号：S1660521040001

Wangyuan02@shgsec.com

行业基本资料

股票家数	57
行业平均市盈率	18.6
市场平均市盈率	4.6

行业表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

行业重点公司跟踪

证券 简称	EPS(元)			PE			PB	投资 评级
	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
华润万象生活	0.48	0.75	0.89	69.91	45.37	37.92	7	买入
特发服务	0.99	0.99	1.12	26.21	26.28	23.25	3.6	买入

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 物管上市公司已超 50 家 收入破 1200 亿	4
2. 业绩超 60%高速增长 确定性高	5
2.1 增收更增利 强者恒强	5
2.2 在管面积快速增加 覆盖倍数高	6
3. 利润率延续提升趋势	7
3.1 毛利率和净利率均提升	7
3.2 期间费用率持续降低	9
4. 收入结构优化 物业类型多样化	9
4.1 盈利质量持续提升	9
4.2 物业类型多样化	10
5. 估值及投资策略	11

图表目录

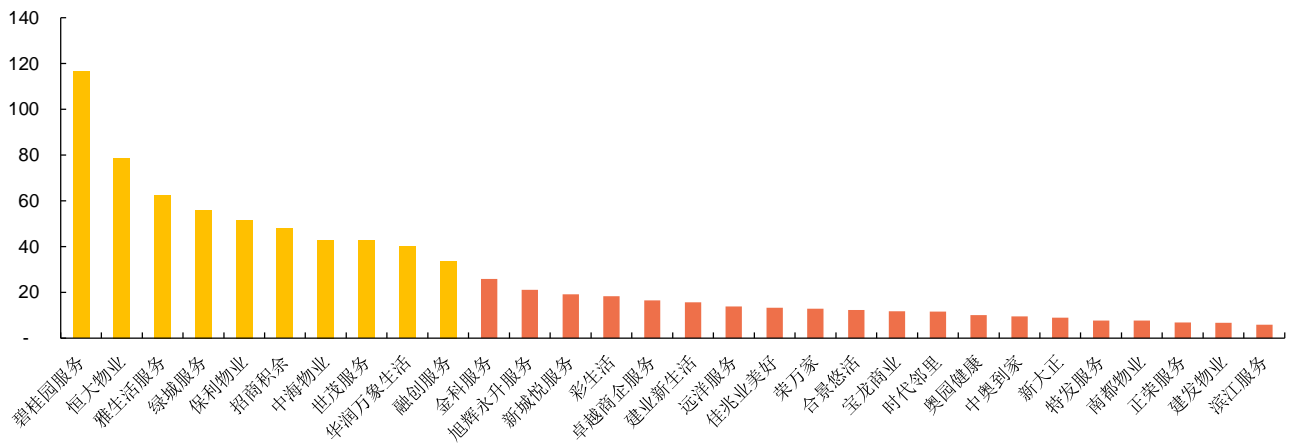
图 1: 2021H1 物业板块营业收入排名	4
图 2: 2021H1 主要物管公司合约面积 (百万平)	4
图 3: 2021H1 主要物管公司在管面积 (百万平)	4
图 4: 2017-2021H1 物管板块营业收入增速 (%)	5
图 5: 2021H1 主要物管公司营业收入增速 (%)	5
图 6: 2017-2021H1 物管板块净利润增速 (%)	6
图 7: 2021H1 主要物管公司净利润增速 (%)	6
图 8: 2017-2020 年百强住宅物业服务费率	6
图 9: 2021H1 主要物管公司合约面积增速 (%)	7
图 10: 2021H1 主要物管公司在管面积增速 (%)	7
图 11: 21H1 主要物管公司储备面积对在管面积的覆盖倍数	7
图 12: 2017-2021H1 物管板块毛利率	8
图 13: 2017-2021H1 物管板块净利率	8
图 14: 2020H1-2021H1 主要物管公司毛利率	8
图 15: 2020H1-2021H1 主要物管公司净利率	8
图 16: 2017-2021H1 物管板块期间费率	9
图 17: 2020H1-2021H1 主要物管公司期间费用率	9
图 18: 2021H1 主要物管公司营业收入占比	10
图 19: 2021H1 主要物管公司毛利占比	10
图 20: 2021H1 主要物管公司项目来源和分类	11
图 21: 主要物管公司基于业绩增长速度及增长质量排名	12
表 1: 主要物管公司估值表	12
表 2: 重点跟踪公司	13

1. 物管上市公司已超 50 家 收入破 1200 亿

A+H 物业管理上市公司已达 57 家。2019 年和 2020 年是物业管理公司上市密集期，截至 2021 年 9 月，港股上市物管公司 53 家，A 股 4 家。我们选取物业管理板块营收规模靠前的 A+H30 家物管公司作为研究对象，其中，定义 2021 年中报收入超过 30 亿的 10 家公司为一线公司，包括碧桂园服务、恒大物业、雅生活服务；定义其余 20 家为二线公司包括金科服务、宝龙商业、特发服务等。

行业一线公司收入均突破 30 亿。30 家物管公司 2020 年实现收入 1245 亿，2021H1 实现 828 亿元，碧桂园服务以 117 亿元位列首位，恒大物业和雅生活服务分别以 79 亿和 62 亿位列二三名，平均收入为 57 亿元。一线公司平均收入 57 亿元，二线公司平均收入 13 亿元。

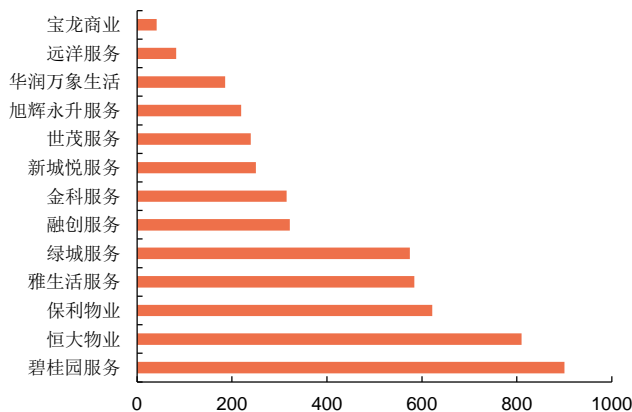
图1：2021H1 物业板块营业收入排名



资料来源：Wind，申港证券研究所

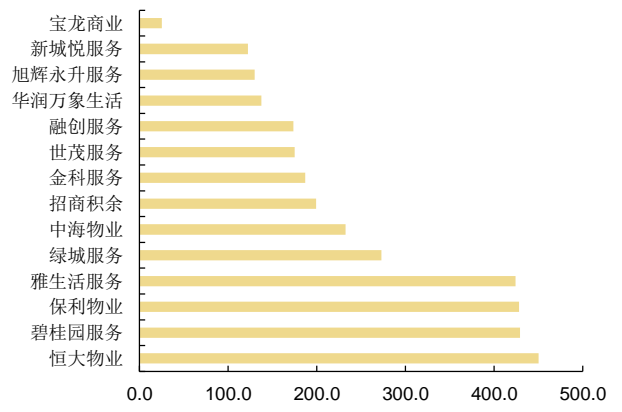
碧桂园服务、恒大物业、雅生活、绿城服务和保利物业位列上市物管公司规模前五名。2021H1 五家公司营收都超过 50 亿元，在管面积规模都超过 2 亿平，合约面积规模都超过 5 亿平。

图2：2021H1 主要物管公司合约面积（百万平）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：2021H1 主要物管公司在管面积（百万平）



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 业绩超 60%高速增长 确定性高

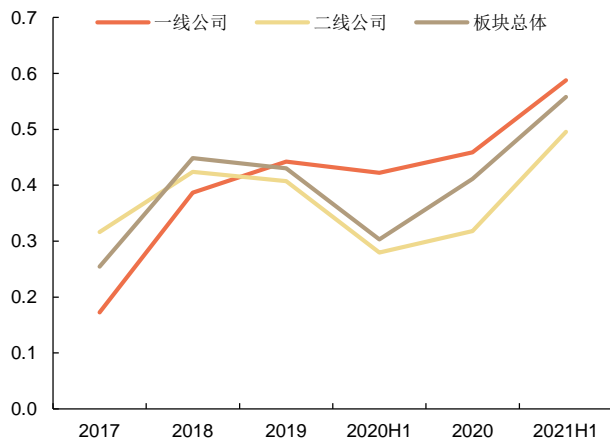
2.1 增收更增利 强者恒强

物业板块营业收入增速达 60%。2018 年和 2019 年收入增速均超过 40%。2020 年受疫情影响，2020H1 收入增速放缓至 30%，全年为 41%。随着疫情得到控制，由于低基数的因素，2021H1 营收增速达到 60%，较 2020H1 提升 30pct。

一线公司增速更快，强者恒强趋势凸显。自 2019 年，一线公司的收入增速大幅领先二线公司。2021H1，一线公司收入增速为 59%，领先于二线公司的 50%。2020H1，一线公司收入增速为 42%，大幅领先于二线公司的 28%。疫情前后的收入增速对比，表明一是一线公司抗风险能力强，收入确定性高，二是强者恒强，疫情得到控制后，能够迅速恢复增速。

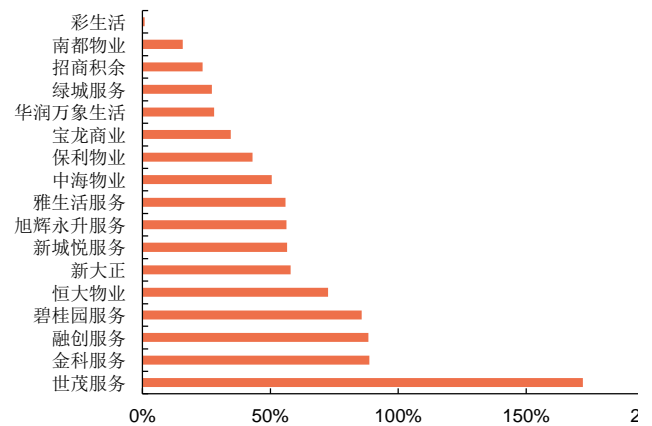
各大物管公司收入增速分化明显。世茂服务以同比增速 172%位列第一位，碧桂园服务、融创服务、金科服务等均超过 80%。相对比，南都物业、招商积余等收入增速不及 30%。

图4：2017-2021H1 物管板块营业收入增速（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：2021H1 主要物管公司营业收入增速（%）

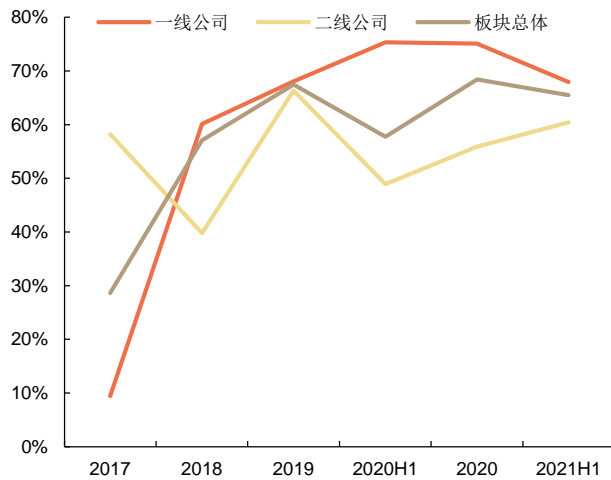


资料来源：Wind，申港证券研究所

净利润增速达 65%，增收更增利。自 2018 年，物业板块净利润增速维持 60%左右的高位，尽管 2020 年受疫情影响，净利润增速依旧高达 68%，体现出行业的稳定性。2021H1 净利润增速为 65%，较 2020H1 提升 7pct。

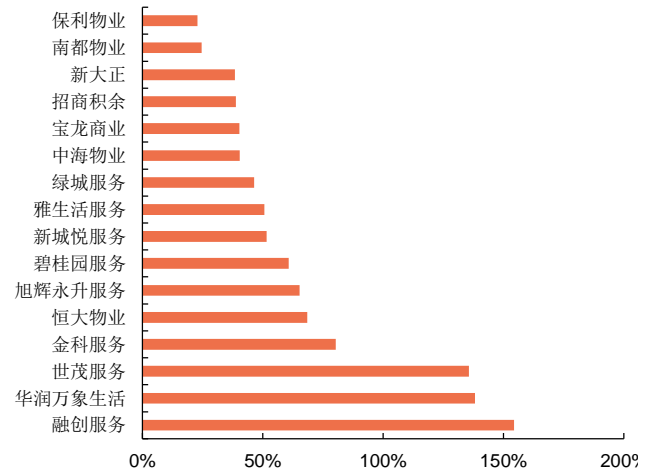
一线公司增速更快，强者恒强进一步验证。自 2019 年，一线公司的净利润增速领先二线公司。2021H1，一线公司净利润增速为 65%，领先于二线公司的 60%。2020H1，一线公司净利润增速为 75%，大幅领先于二线公司的 49%。疫情前后的收入增速对比，表明一是一线公司抗风险能力强，收入确定性高，二是强者恒强，疫情得到控制后，能够迅速恢复增速。

图6：2017-2021H1 物管板块净利润增速 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：2021H1 主要物管公司净利润增速 (%)

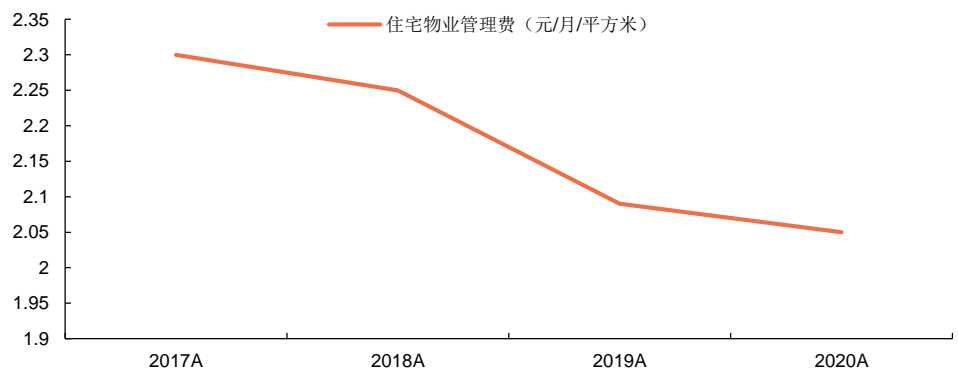


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 在管面积快速增加 覆盖倍数高

业绩高增长的核心驱动因素为在管面积。根据中指研究院数据，行业百强的住宅物业管理费率自 2017 年一直降低，原因为老破小物业渗透，物业费较低。随着新房交付比例提升，预计物业费能够企稳。在物管费率较难提升的背景下，物管公司致力于扩大规模，实现规模效应，促进业绩高增长。

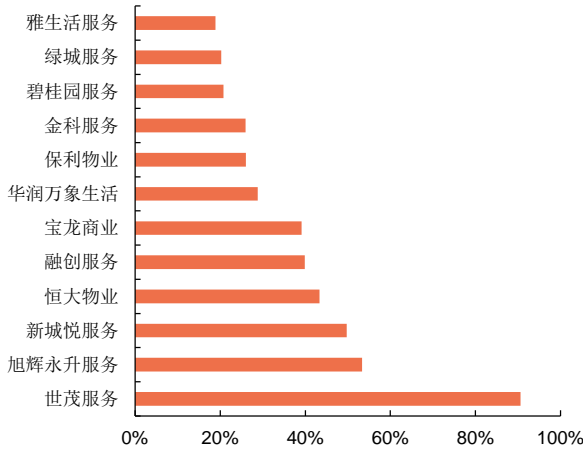
图8：2017-2020 年百强住宅物业服务费率



资料来源：中指研究院，申港证券研究所

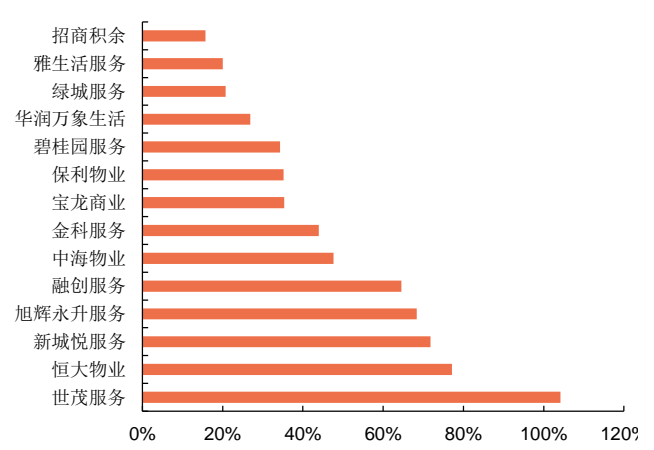
多数物管公司在管面积增速在 30%-60% 之间。世茂服务在管面积同比增速超 100%，恒大物业、新城悦服务、旭辉永升服务和融创服务均超过 60%。相对比，招商积余、雅生活服务和绿城服务增速不及 30%。

图9：2021H1 主要物管公司合约面积增速（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

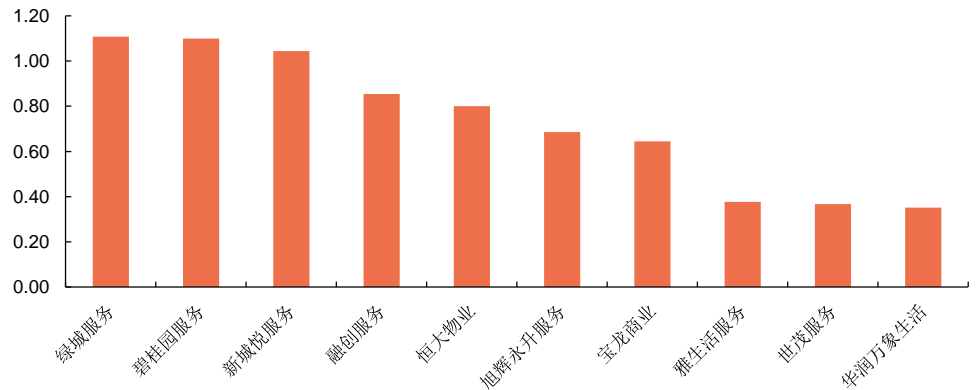
图10：2021H1 主要物管公司在管面积增速（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

储备面积对在管面积的覆盖倍数确保未来业绩增长。储备面积经过 1-4 年会逐步转化为在管面积，储备面积对在管面积的覆盖倍数越大，业绩保障程度越高。主要物管公司中，碧桂园服务、绿城服务、新城悦服务覆盖倍数均超过 1 倍，融创、恒大、永升的业绩保障程度也较高。华润万象及宝龙商业核心业务是商业管理，其业绩保障程度也非常高。

图11：21H1 主要物管公司储备面积对在管面积的覆盖倍数



资料来源：Wind，申港证券研究所

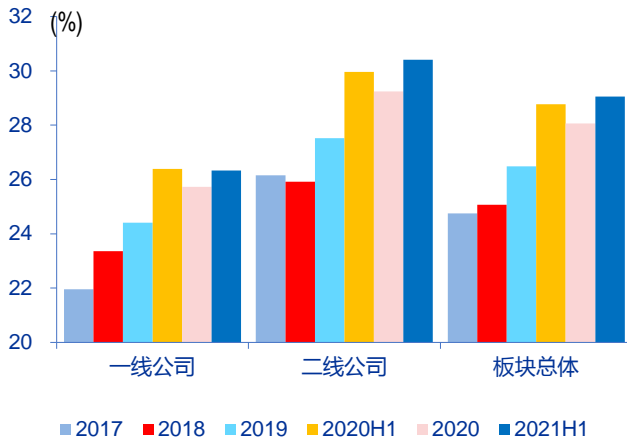
3. 利润率延续提升趋势

3.1 毛利率和净利率均提升

毛利率和净利率自 2017 年持续提升。21H1，主要上市物管公司整体毛利率为 29.1%，较 20H1 提升 0.3pct；净利率为 15.2%，较 20H1 提升 0.7pct。尽管 21 年新冠疫情政府补贴、社保减免的退坡，主要物管公司仍然延续近几年利润率呈现上行趋势，核心因素为一是规模效应，二是高利润率增值业务占比提升，三是板块高估值下公司有动力通过提升利润率来扩大利润规模。

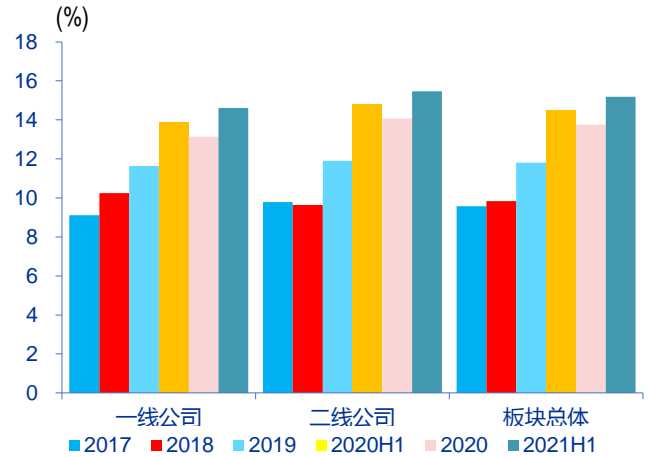
二线城市利润率高于一线城市。分结构来看，一线城市毛利率 26.3%，较 20H1 放缓 0.1pct，二线城市毛利率 30.4%，较 20H1 提升 0.4pct；一线城市净利率 14.6%，较 20H1 提升 0.7pct，二线城市净利率 15.5%，较 20H1 提升 0.7pct。整体来看，二线城市利润率更高，也表明一线城市未来利润率有改善空间。

图12：2017-2021H1 物管板块毛利率



资料来源：Wind, 申港证券研究所

图13：2017-2021H1 物管板块净利率

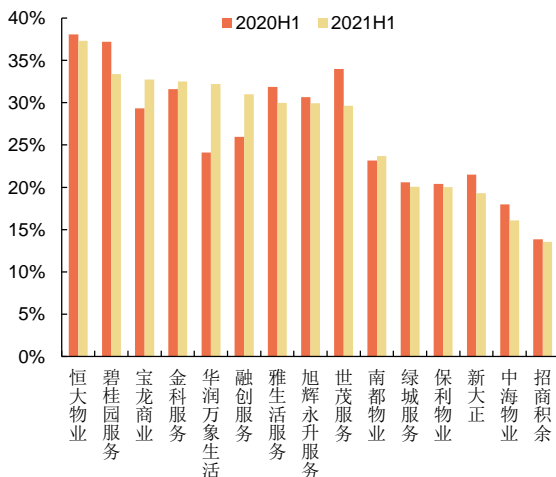


资料来源：Wind, 申港证券研究所

民营物管公司毛利率相对较高。分公司来看，21H1 恒大、碧桂园、永升、宝龙、金科、雅生活等民营企业毛利率及净利率较高，这些公司也普遍具有较强的母公司支持，利润有一定的调节空间；招商积余、中海物业、保利物业等央企国企利润率相对较低。新大正、南都物业利润率保持相对平稳；绿城服务追求服务品质，利润率偏低，未来有修复空间。

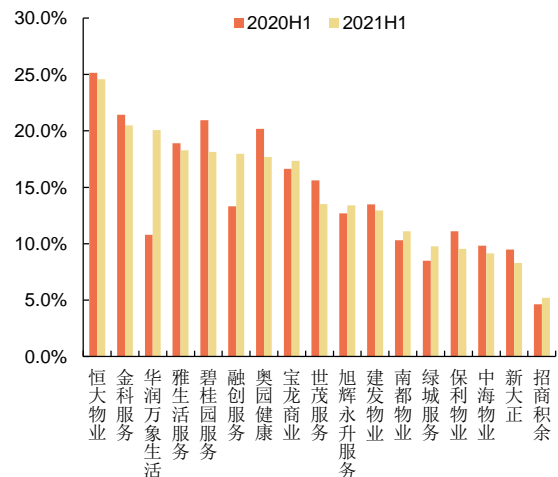
21H1 各大龙头公司的净利率较 20H1 涨跌互现。华润（商业运营收入 2020H2 开始确认）、融创、宝龙等利润率上行，恒大、碧桂园、世茂等利润率下行。随着规模效应进一步显现和科技应用，预计当前的利润率可以维持并有提升的潜力。

图14：2020H1-2021H1 主要物管公司毛利率



资料来源：Wind, 申港证券研究所

图15：2020H1-2021H1 主要物管公司净利率



资料来源：Wind, 申港证券研究所

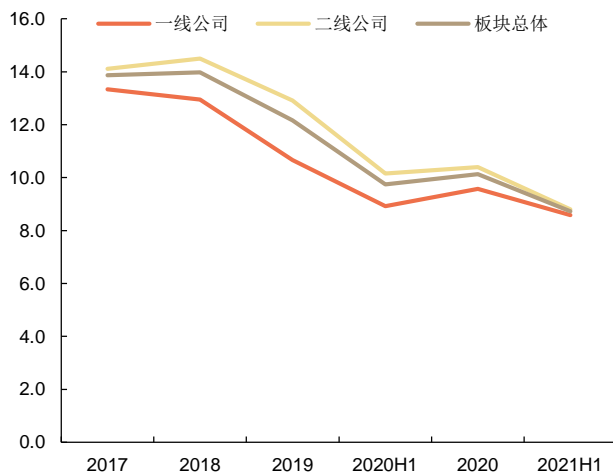
3.2 期间费用率持续降低

期间费用率持续降低，效率进一步提升。21H1 物管公司期间费用率平均为 8.7%，同比下降 1pct，效率进一步提升。期间费用率的持续降低有利于行业净利率的提升。实际上多数物管公司现金流充沛，负债较少，期间费用率主要包括管理费用率和销售费用率。

一线公司费用率更低，规模效应更显著。分结构来看，21H1 一线公司三项费用率 8.6%，同比下降 0.3pct，二线公司三项费用率 8.8%，同比下降 1.4pct。一线公司自 2017 年持续低于二线城市。

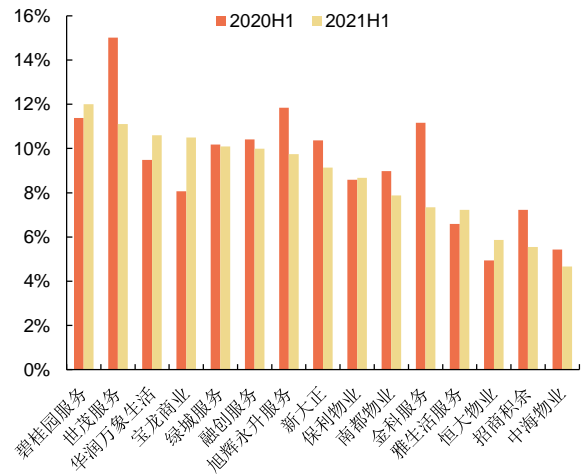
国企或央企期间费用率相对较低。分公司来看，21H1 费用率较低的有中海物业和招商积余等。费用率较高的是碧桂园服务、世茂服务等。国企物业通常品牌效应明显，用于宣传的销售费用较少，因而销售费用率较低。

图16：2017-2021H1 物管板块期间费率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图17：2020H1-2021H1 主要物管公司期间费用率



资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 收入结构优化 物业类型多样化

4.1 盈利质量持续提升

物业板块仍以物业管理收入为主，增值收入占比提升。物业管理服务是物管公司的业务基础，物管收入主要与物业管理规模有关，龙头公司占比一般在 60%左右。占比较高的有彩生活、中海物业、绿城服务等。

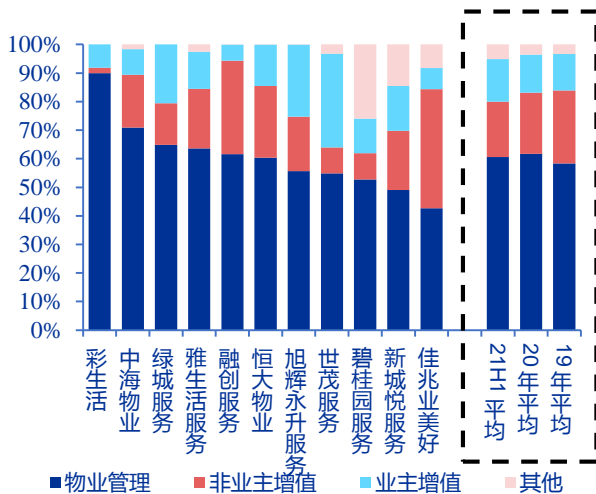
业主增值收入占比由 13%提升至 15%。业主增值服务收入主要来源于服务的业主，收入质量较高，毛利率也较高，是未来业绩增长的重要来源。业主增值服务做的较好的有世茂服务、旭辉永升服务、绿城服务、碧桂园服务、新城悦等。

非业主增值服务占比由 26%降低至 19%。非业主增值服务主要是为关联开发商提供案场、咨询等服务，属于关联交易，该业务的质量相对较低，收入及毛利占比较高的有融创服务、雅生活、恒大物业、中海物业等。

业主增值毛利占比 24%。2021H1，主要物管公司毛利占比分别为物业管理 54%、业主增值 24%和非业主增值 22%。相较收入占比，业主增值服务已成为重要业绩贡献点。

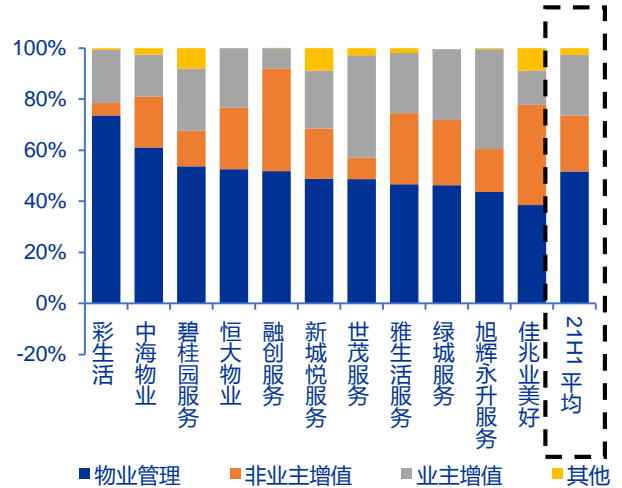
综合来看，物业板块盈利质量持续提升，较高的有世茂服务、旭辉永升服务、绿城服务等。

图18：2021H1 主要物管公司营业收入占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图19：2021H1 主要物管公司毛利占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

4.2 物业类型多样化

关联地产公司越强大，在管面积中来自关联方的占比一般越高；而在管面积中来自第三方的比例越高，一般表明公司第三方外拓能力越强。碧桂园、华润、保利、世茂、积余等，关联公司的开发能力较强，可以给物管公司输送较为确定的管理面积。第三方外拓能力较强的有碧桂园、融创、永升、保利、绿城、积余等。

非住宅物业利润率更高，物业类型多样化。华润万象生活和宝龙商业非住宅物业以购物中心为主，因此非住宅面积占比较低；保利物业非住宅物业包括公共物业，相关在管面积多，因此非住宅面积占比较高。

综合母公司强大、外拓能力强、增长质量较高的公司有碧桂园服务、旭辉永升服务、世茂服务等。

图20：2021H1 主要物管公司项目来源和分类

	住宅	非住宅	第三方	关联方
中海物业	NA	NA	26%	74%
华润万象生活	90%	10%	29%	71%
远洋服务	81%	19%	32%	68%
卓越商企	33%	67%	37%	63%
招商积余	49%	51%	38%	62%
碧桂园服务	77%	23%	46%	54%
保利物业	42%	58%	59%	41%
佳兆业美好	58%	42%	64%	36%
世茂服务	59%	41%	70%	30%
雅生活服务	45%	55%	75%	25%
时代邻里	45%	55%	77%	23%
合景悠活	59%	41%	80%	20%
旭辉永升服务	67%	33%	82%	19%
绿城服务	78%	23%	NA	NA
宝龙商业	65%	35%	NA	NA

资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 估值及投资策略

我们基于物管公司业绩增长速度、增长质量和营收规模，筛选出具有收入规模优势、高增速及业绩高质量的标的，分别是世茂服务、碧桂园服务和旭辉永升服务。

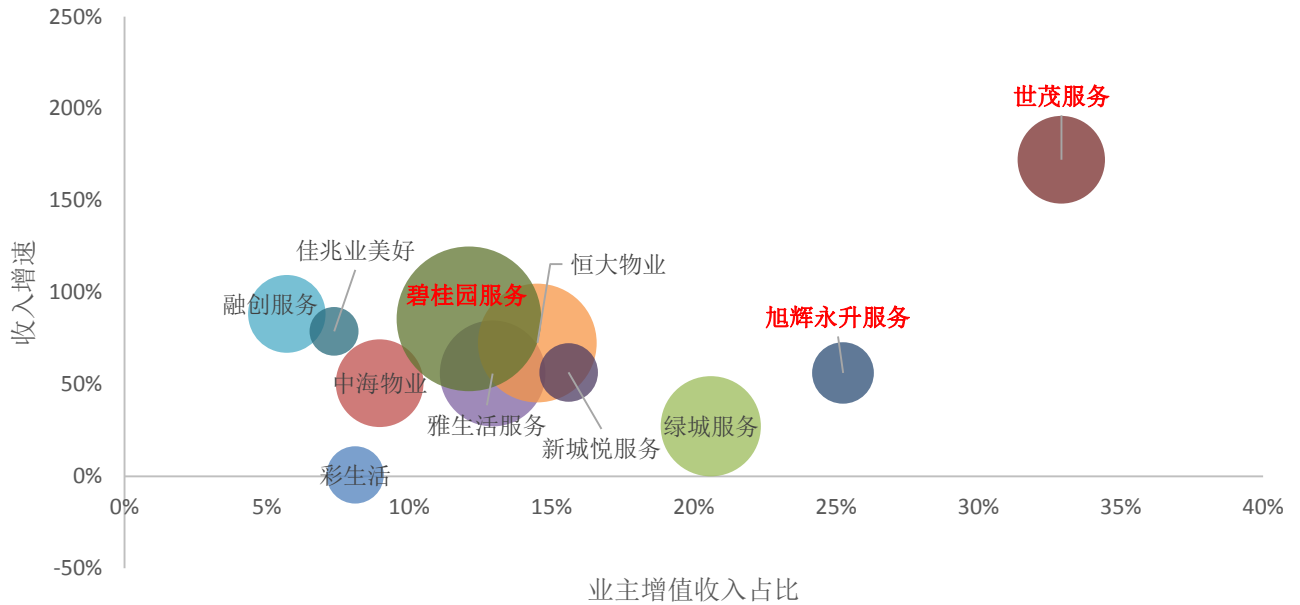
- ◆ 增长速度方面，预计未来 2 年龙头公司仍可保持较快增长，其中，碧桂园服务、旭辉永升服务、华润万象、世茂服务可保持 50%+ 增速，其他龙头公司也可以保持 20%+ 增速。
- ◆ 增长质量方面，来自关联交易输送的业绩含金量较低，碧桂园服务、旭辉永升服务、绿城服务关联交易占比较低，业绩质量较高；业主增值服务是未来主要发展方向，收入质量高，世茂服务、旭辉永生服务等占比较高。

中长期坚定看好物业管理板块。基础物业管理行业未来成长空间仍然巨大，成长速度较快；而业态的横向拓展及增值服务的纵向延伸，也都带来巨大的想象空间。龙头公司的核心竞争力更强，业绩增速更高，成长确定性更强，中长期成长空间更大，中长期角度保持推荐碧桂园服务、华润万象生活。

短期来看，中报业绩披露结束，接下来一个季度板块处于数据真空期，利好因素相对较少；受“房住不炒”和“双减”调控政策影响，业绩期板块均录得不同程度跌幅，重点公司估值更加具有吸引力，建议持有优质的龙头。

当前估值下，优先推荐碧桂园服务、旭辉永升服务、世茂服务，商业管理板块华润万象生活、宝龙商业，园区物业板块特发服务等。

图21：主要物管公司基于业绩增长速度及增长质量排名



资料来源：Wind，申港证券研究所

快速增长的业绩对估值形成支撑。龙头物管公司 2021 和 2022 年对应平均 PE 分别为 27 和 19 倍，平均 PB 为 4.4 倍。龙头物管 2021H1 利润增速为 65%，21 年平均 PEG 在 0.5 倍左右，而参考海外五大行 15-19 年平均 PEG 在 1.2 倍，且国内龙头物管公司成长性更强，当前估值水平并未高估。

表1：主要物管公司估值表

序号	代码	证券简称	总市值 (亿元)	TTM	2021E	2022E	PB
1	6098.HK	碧桂园服务	1,600.87	46.01	38.23	25.35	5.63
2	1209.HK	华润万象生活	709.28	55.27	46.54	33.93	5.48
3	1516.HK	融创服务	448.27	46.35	35.15	22.17	4.52
4	6666.HK	恒大物业	415.88	12.13	9.4	6.3	3.52
5	3319.HK	雅生活服务	370.72	17.4	15.7	11.98	3.54
6	0873.HK	世茂服务	330.76	32.3	25.77	15.41	4.98
7	9666.HK	金科服务	245.5	28.8	22.48	14.51	3.32
8	2869.HK	绿城服务	225.97	25.6	23.47	17.41	3.32
9	6049.HK	保利物业	248	26.9	23.18	17.56	3.2
10	1995.HK	旭辉永升服务	204.11	40.7	32.64	21.96	6.69
		平均值	479.94	33.15	27.26	18.66	4.42

资料来源：Wind，申港证券研究所

表2: 重点跟踪公司

公司 名称	投资 评级	盈利预测 (百万元)				PE 估值			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华润万象生活	买入	6,783.79	9,273.06	11,226.40	13,412.00	69.91	45.37	37.92	30.63
特发服务	买入	1,108.66	1,606.66	1,832.12	2,111.14	26.21	25.73	22.76	19.80

资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师简介

王源，男，现任职于申港证券，北京大学金融硕士，研究方向为房地产，证书编号：S1660521040001。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上