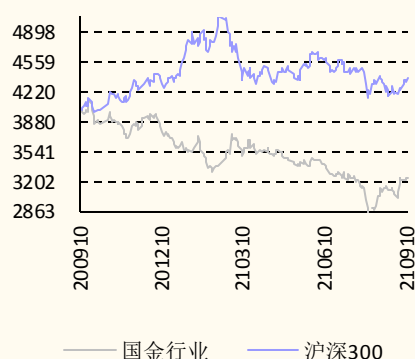


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	3250
沪深 300 指数	5014
上证指数	3703
深证成指	14772
中小板综指	14045



## 相关报告

- 1.《房住不炒仍是主基调，下半年销售预计走弱-房地产周报》，2021.9.6
- 2.《毛利率见底回升，销售下行亟待政策修复-地产行业 2021 年中报综述》，2021.9.5
- 3.《结算毛利率仍在下行，销售毛利率有望企稳-房地产行业周报》，2021.4.27
- 4.《关注集中供地和人口政策-房地产行业周报》，2021.4.19
- 5.《调控信号频繁释放，三四线土拍热度上涨-房地产行业周报》，2021.4.12

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
niwenyi@gzq.com.cn

杜昊旻 联系人

## 成长属性未改，估值修复可期

## 业绩回顾

■ **高增长属性未改。**上市物管板块 1H21 收入合计 904 亿元人民币，同比+54%；毛利率平均值 30.6%，相较去年同期下滑 0.2pcts；归母净利润合计 141 亿元，同比+65%；归母净利润率平均值 15.2%，相较去年同期提升 0.7pcts。1H21 收入规模前三为碧桂园服务、恒大物业、雅生活服务，分别为 116 亿元、79 亿元、62 亿元；板块收入平均值 18 亿元，中位值 9 亿元。1H21 归母净利润同比增速排名前三为华发物业服务、弘阳服务、融创服务，分别为 389%、157%、154%；板块平均值 66%，中位值 52%。

■ **积极信号 1: 基础物管毛利率稳定，且毛利润占比降到一半以下。**市场一直担心基础物管毛利率会下滑。我们认为无论是短期，还是长期，这一点对整体毛利率的影响都没有那么大。主要因为 3 点：①短期来看，增量新盘加入，密度叠加和智能化改造均可对冲人力成本上涨。1H21 上市物管公司基础物管毛利率保持稳定。②长期来看，我们认为物业费市场化定价是大势所趋，科技化和社会认知度提升均有助于行业实现优质优价发展。③基础物管毛利润占比降到 50%以下，基础物管对整体毛利率影响在减弱。

■ **积极信号 2: 强者恒强，整合加速。**11 家（占比 20%）头部物管公司 1H21 新增在管面积 6.8 亿方，占新增总额的 65%。头部物管公司整体增速均值 62%，远高于小型物管公司增速均值 38%。

■ **积极信号 3: 物管公司自身业务能力正在提升。**1H21 上市物管公司在管面积中第三方占比普遍提升，社区增值服务收入和毛利润占比提升。国金地产统计的 20 家物管公司 1H21 物管公司社区增值服务收入占比提升 3.9pcts 至 16.5%，毛利润占比提升 6.2pcts 至 25.6%。

■ **负面信号 1: 应收账款回款无明显改善。**1H21 上市物管公司应收账款/收入的平均值为 48.1%，较去年同期仅下降 0.3pcts。2020 年因为疫情原因，各项业务账期都有所拉长，应收账款/收入较 2019 有所提升。今年相较去年并无大幅改善。

■ **负面信号 2: 商誉增长快。**1H21 上市物管公司用于并购的金额超过 170 亿元，已超过 2020 年全年并购规模。截至 1H21，上市物管公司商誉合计超过 240 亿元，相较 2020 年底增长 72%。

■ **估值已回调至底部阶段，上市公司回购股份彰显信心。**截至 2021 年 9 月 9 日，上市物管板块 PE (ttm) 均值为 19.0x，相较 1 月高点已经回调 51%，我们认为已是底部阶段。碧桂园服务、新城悦服务、融创服务、时代邻里、卓越商企服务等公司（或控股股东）今年累计回购金额合计超过 9 亿港元。

## 投资建议

■ 我们认为板块经过半年调整，目前已处于底部阶段。我们认为行业发展的长期逻辑依然通顺，政策对行业的态度不是打压，而是规范化发展。未来或将有进一步助力物业费市场化定价的政策落地，板块估值有望修复。我们认为外拓能力强，社区增值服务落地有方的公司未来业绩增长性和确定性相对更高，推荐金科服务，建议关注碧桂园服务、华润万象生活。

## 风险提示

■ 房地产销售和竣工低于预期；并购整合不顺；增值服务发展不及预期

## 内容目录

核心观点	3
积极信号 1: 基础物管毛利率稳定, 且毛利润占比平均值降到一半以下	3
积极信号 2: 强者恒强, 整合加速	3
积极信号 3: 物管公司自身能力正在提升	3
负面信号 1: 应收账款回款无明显改善	4
负面信号 2: 商誉增长快	4
业绩回顾	4
市场表现	10
估值已回调至底部阶段	10
上市公司回购股份, 真金白银彰显信心	11
投资建议	11
风险提示	12

## 图表目录

图表 1: 上市物管公司 1H21 收入情况	5
图表 2: 上市物管公司 1H21 销售费用率情况	5
图表 3: 上市物管公司 1H21 管理费用率情况	6
图表 4: 上市物管公司 1H21 归母净利润情况	6
图表 5: 上市物管公司 1H21 收入增速前 3	7
图表 6: 上市物管公司 1H21 归母净利润前 3	7
图表 7: 上市物管公司 1H21 收入构成	7
图表 8: 上市物管公司 1H21 毛利润构成	7
图表 9: 上市物管公司 1H21 社区增值服务收入占比情况	7
图表 10: 上市物管公司 1H21 在管面积情况	8
图表 11: 上市物管公司 1H21 在管面积中的第三方占比	8
图表 12: 上市物管公司 1H21 在管面积中的住宅占比	8
图表 13: 上市物管公司 1H21 应收账款增速与当期收入增速的对比情况	9
图表 14: 上市物管公司 1H21 商誉占总资产比例的情况	9
图表 15: 上市物管公司 1H21 商誉占总资产比例的情况	10
图表 16: 上市物管公司股价涨跌幅平均值走势	11
图表 17: 上市物管公司 PE (ttm) 大幅回调	11
图表 18: 上市物管公司回购情况	11
图表 19: 覆盖公司估值情况	12

## 核心观点

- 我们认为上市物管公司 1H21 中报透露出 3 点积极信号和 2 点负面信号。

### 积极信号 1: 基础物管毛利率稳定, 且毛利润占比平均值降到一半以下

- 市场一直担心基础物管毛利率会下滑。我们认为无论是短期, 还是长期, 这一点对公司整体毛利率的影响都没有那么大。主要因为 3 个原因:
  - ①短期来看, 虽然物业费全面提价仍较为困难, 老项目在单价不变的情况下面临人工成本逐年上涨的压力, 但我们认为这并不会大幅影响快速成长中的头部物管公司毛利率。因为一方面, 物管公司目前发展快, 每年有大量毛利率较高的新盘增量; 另一方面, 密度叠加可以降低管理成本, 科技化手段可以降低人工成本占比, 智能化设备改造也能节约能耗成本。以上两点在短期可以对冲人工成本上涨对基础物管毛利率的侵蚀, 不至于大幅度下滑。从 1H21 表现来看, 在社保减免退坡的情况下, 上市物管公司的基础物管毛利率仍能保持稳定。国金地产统计的公布分业务毛利率的 20 家上市物管公司中, 1H21 毛利率上升和下降的数量各占一半。1H21 基础物管毛利率平均值为 25.2%, 相较 1H20 仅下滑 0.1pcts。
  - ②长期来看, 我们认为物业费市场化定价是大势所趋, 质价相符更有利于行业良币驱逐劣币。2021 年 1 月住建部等十部委发布的《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》文件中也透露出支持物业费动态调整的信号, 《通知》原文指出: “物业服务价格主要通过市场竞争形成, 由业主与物业服务企业在物业服务合同中约定服务价格, 可根据服务标准和物价指数等因素动态调整。” 此外, 科技的发展也将提升业委会的投票决策效率, 因疫情而暂停调价投票等现象未来将有所改善。在经历过疫情和郑州暴雨等灾难后, 物业行业的社会认知度和重要性都有所提升, 我们认为优质优价是行业的未来, 也是人们追求美好生活的必然选择。
  - ③基础物管毛利率波动对公司整体毛利率变动的的影响在减少。从物管公司的利润结构来看, 基础物管的毛利润贡献占比已经降到一半以下, 物管公司未来成长的主要动力已经切换到了增值服务上。国金地产统计的公布分业务毛利润的 20 家上市物管公司 1H21 的基础物管毛利润占比为 47.0%, 相较去年同期下降 5.7pcts。

### 积极信号 2: 强者恒强, 整合加速

- ①1H21 在管面积 1 亿方以上的物管公司共 11 家, 家数占上市物管公司的 21%, 该类公司 1H21 新增在管面积合计 6.8 亿方, 占上市物管公司 1H21 新增在管面积总量的 65%。②1H21 上市物管公司的收入增速有所分化, 住宅为主&关联房企排名 TOP50 的物管公司 1H21 收入增速平均值为 62%, 中位值为 55%; 而住宅为主&关联房企在 TOP51 及以后或无关联房企的物管公司, 1H21 收入增速平均值为 38%, 中位值为 31%。管理业态非住为主的物管公司收入增速介于以上两类之间, 1H21 收入增速平均值为 38%, 中位值为 31%。

### 积极信号 3: 物管公司自身能力正在提升

- 1H21 上市物管公司在管面积中第三方占比提升, 社区增值服务毛利润占比大幅提升。国金地产统计的 20 家物管公司 1H21 物管公司社区增值服务收入占比提升 3.9pcts 至 16.5%, 毛利润占比提升 6.2pcts 至 25.6%。从当前上市物管公司的 PE 估值来看, 市场基本按照关联房企强弱来定价。我们认为物管公司自身的多元化业务开展能力尚未完全被市场认知。关联房企稳健发展是物业公司前期发展的基础, 也是短期业绩增长的保障, 但中长期来看, 我们认为市场外拓能力强, 收并购整合能力强, 社区增值服务发展成熟的具有自身能力优势的物管公司有望获得超额收益。

### 负面信号 1: 应收账款回款无明显改善

1H21 上市物管公司应收账款/收入的平均值维持 48% 的高位, 较去年同期仅下降 0.3pcts。因为物业费通常于年底缴纳, 全年该比例通常较低, 平均值约在 20% 的水平。即使不考虑半年全年的差异, 就半年数据同比来看, 今年尚未明显改善。2020 年因为疫情原因, 各项业务账期都有所拉长, 应收账款/收入较 2019 有所提升。我们认为该项指标后续值得重点观察, 如若全年数据仍未有好转, 或是风险信号。我们认为物业公司在快速发展的同时, 也应注意回款状况。

1H21 应收账款增速超过同期收入增速的公司数量占比达 55%。我们认为这或有两方面原因: ①物管公司开始进入城市服务领域, 该块业务账款回收情况不如基础物管和增值业务; ②部分公司上半年并表了并购标的的资产负债, 但上半年标的的收入并未全部并表。

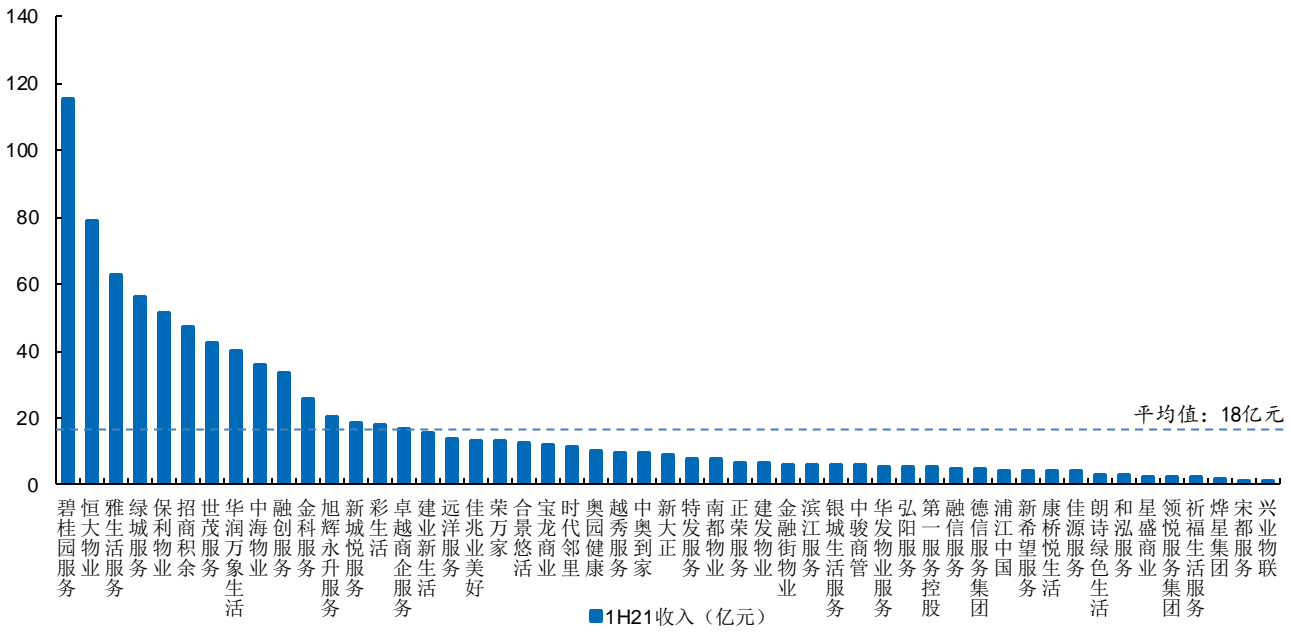
### 负面信号 2: 商誉增长快

1H21 上市物管公司用于并购的金额超过 170 亿元人民币, 已超过 2020 年全年并购规模。大量并购也带来了商誉的快速增长。截至 1H21, 上市物管公司商誉合计超过 240 亿元人民币, 相较 2020 年底增长 72%。上市物管公司中 1H21 商誉占总资产的比例超过 10% 的有 11 家。目前上市物管公司的并购虽然已经延伸到增值服务产业链和城市服务领域, 但核心标的仍然以物业管理公司为主。若未来并购标的因整合不顺或二手盘外拓竞争加剧产生丢盘现象, 或有减值风险。

## 业绩回顾

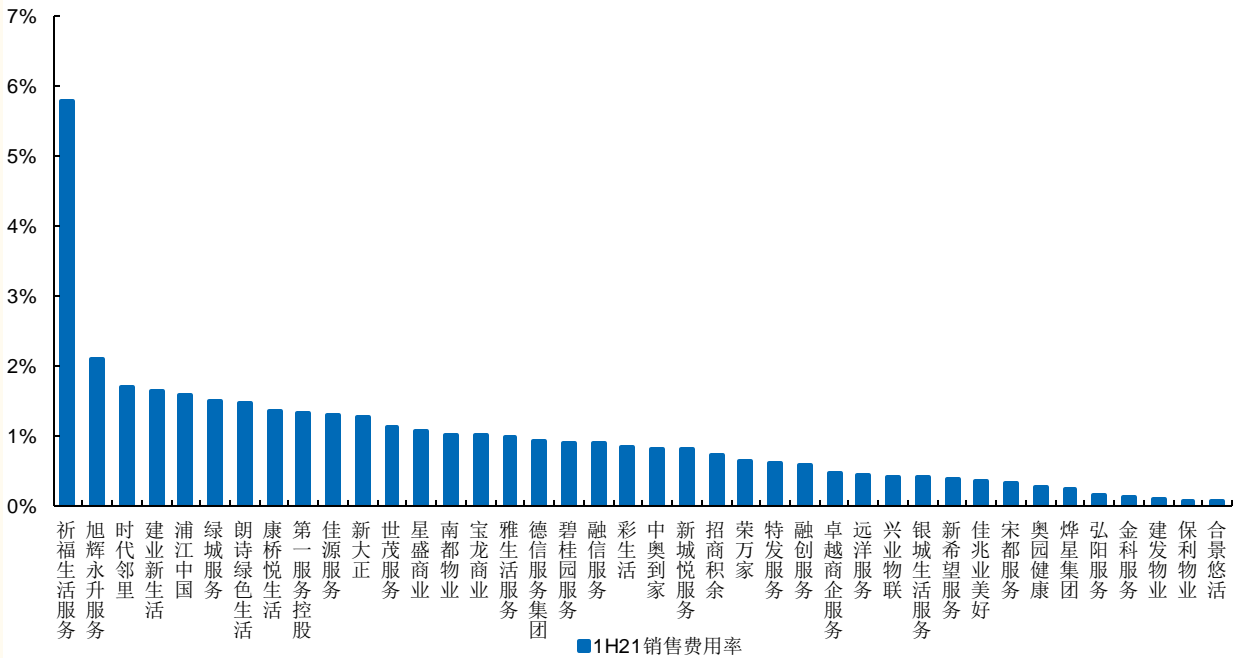
- 上市物管板块 1H21 收入合计 904 亿元人民币 (下文除特殊标注外, 货币单位皆为人民币), 同比+54%; 毛利率平均值为 30.6%, 较去年同期下滑 0.2pcts; 归母净利润合计 141 亿元, 同比+65%; 归母净利润率平均值为 15.2%, 较去年同期提升 0.7pcts。毛利率轻微下滑主要因为: ①社保减免退坡导致基础物管毛利率小幅下滑; ②社区增值服务中毛利率相对较低的业务收入占比提升导致板块毛利率下滑。毛利率小幅下滑但归母净利润率上升主要受益于管理费用率的下降。
- 1H21 收入规模前三的是碧桂园服务、恒大物业、雅生活服务, 分别为 116 亿元、79 亿元、62 亿元。板块平均值为 18 亿元, 中位值为 9 亿元。
- 1H21 收入同比增速排名前三的公司是世茂服务、越秀服务、和泓服务, 分别为 171%、108%、92%。板块平均值为 52%, 中位值为 53%。
- 1H21 归母净利润排名前三的是碧桂园服务、恒大物业、雅生活服务, 分别为 21 亿元、19 亿元、11 亿元。板块平均值为 2.8 亿元, 中位值为 1.5 亿元。
- 1H21 归母净利润同比增速排名前三的是华发物业服务、弘阳服务、融创服务, 分别为 389%、157%、154%。板块平均值为 66%, 中位值为 52%。

图表 1: 上市物管公司 1H21 收入情况



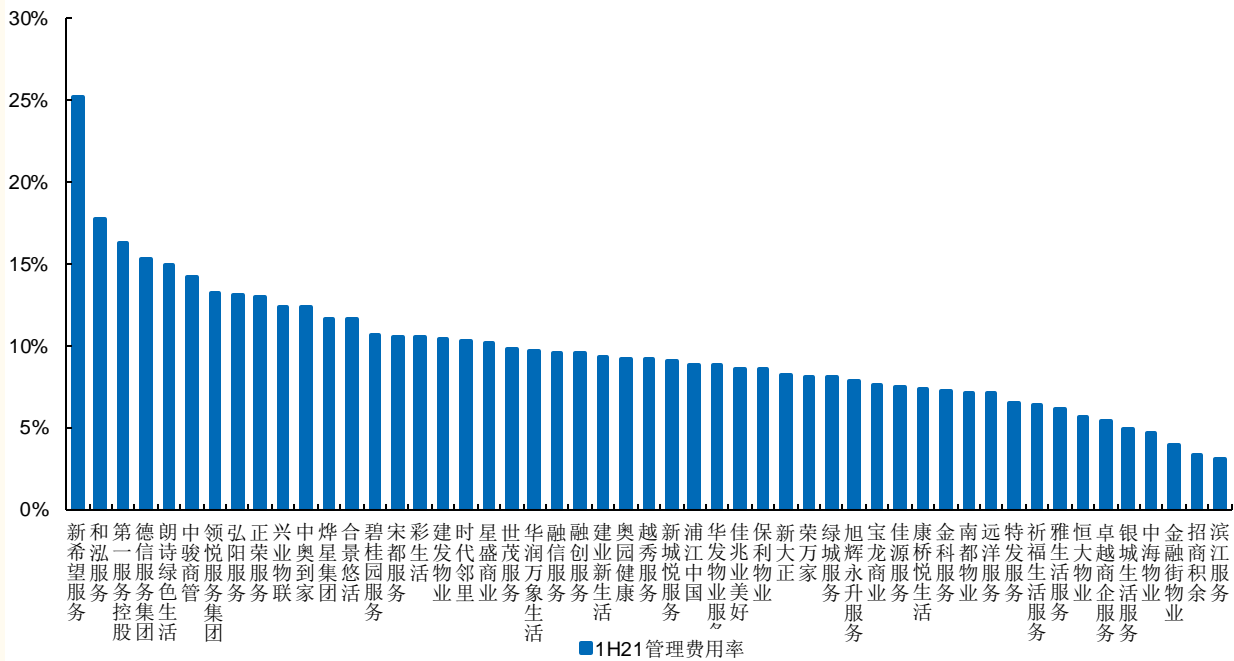
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 上市物管公司 1H21 销售费用率情况



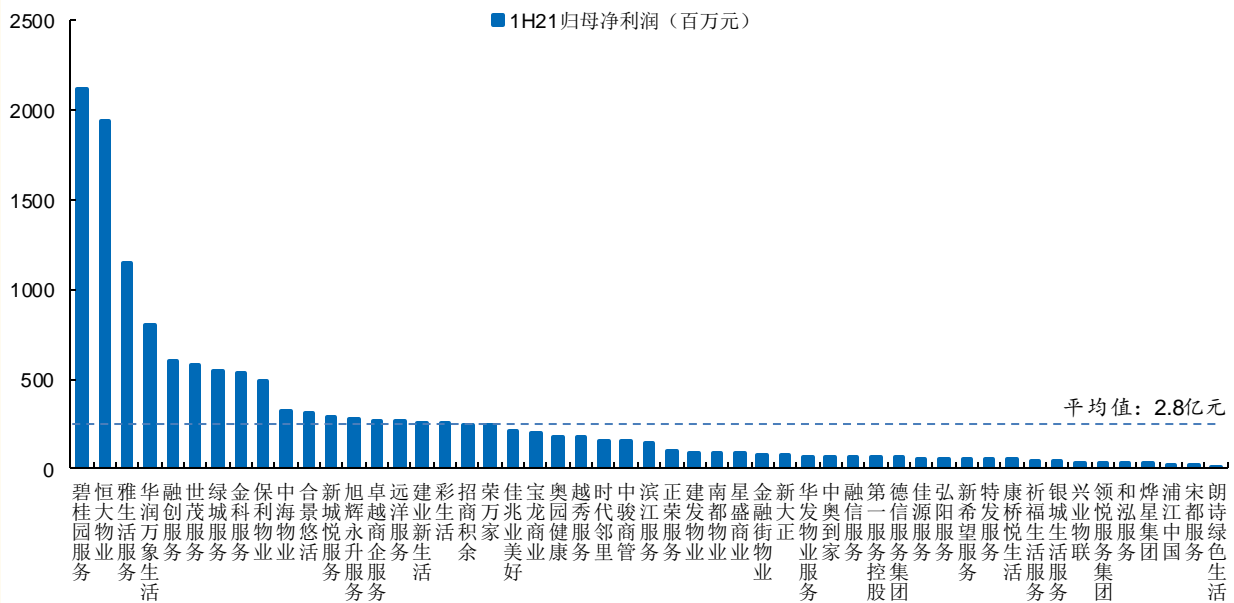
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 上市物管公司 1H21 管理费用率情况



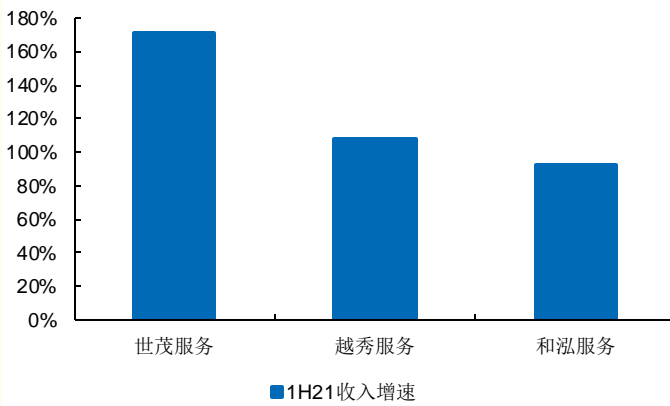
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 上市物管公司 1H21 归母净利润情况



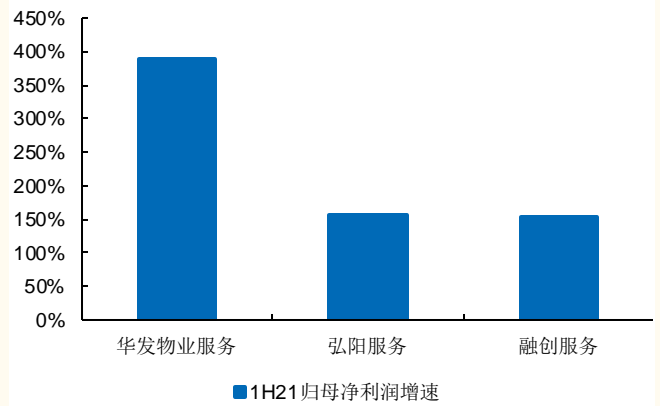
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 上市物管公司 1H21 收入增速前 3



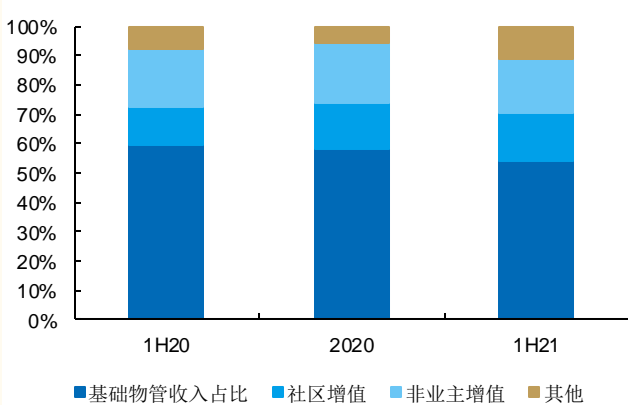
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 上市物管公司 1H21 归母净利润前 3



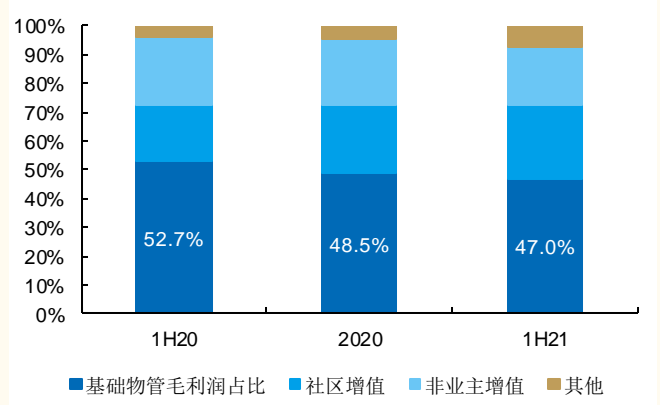
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 上市物管公司 1H21 收入构成



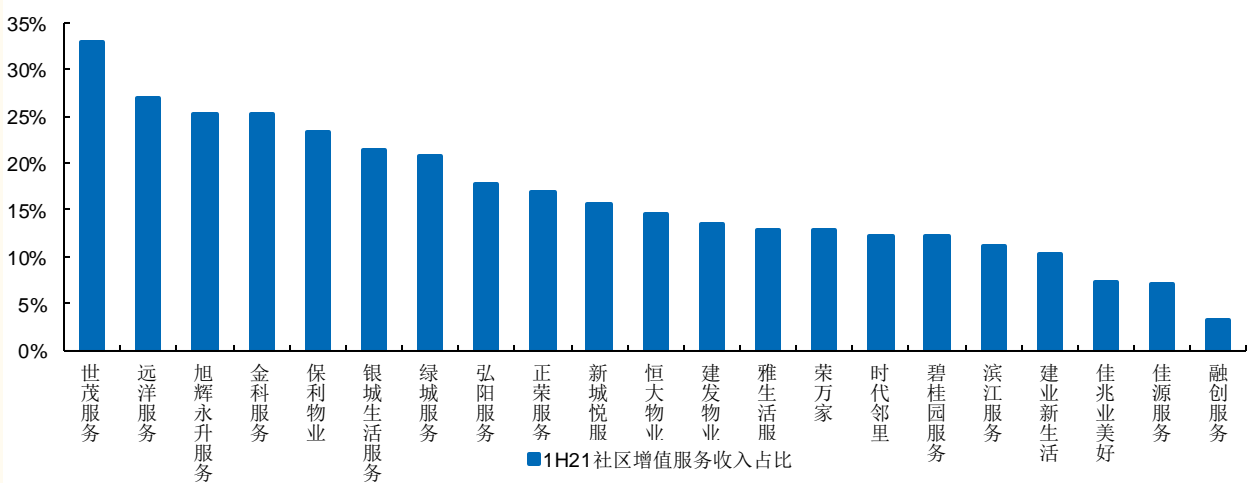
来源: Wind, 国金证券研究所 注: 我们一共统计了 20 家披露了分业务收入的上物管公司, 对此进行分析。20 家公司分别为碧桂园服务、恒大物业、融创服务、金科服务、旭辉永升服务、保利物业、绿城服务、雅生活服务、世茂服务、新城悦服务、建业新生活、时代邻里、远洋服务、正荣服务、滨江服务、荣万家、建发物业、佳兆业美好、弘阳服务、银城生活服务

图表 8: 上市物管公司 1H21 毛利润构成



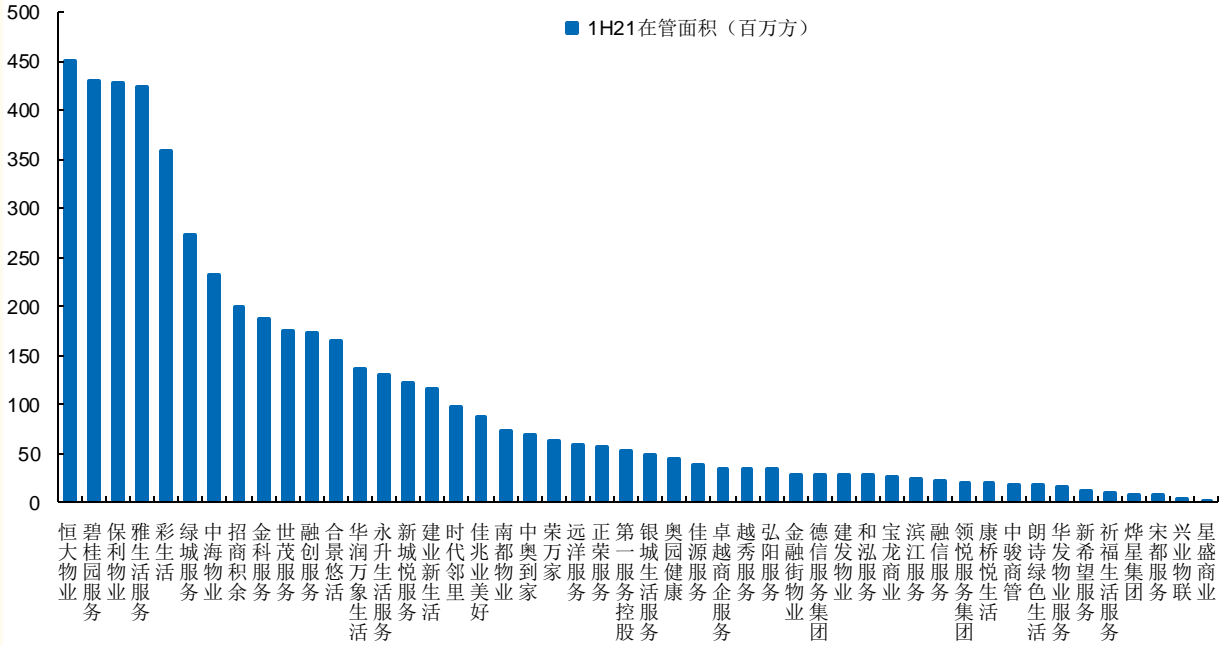
来源: Wind, 国金证券研究所 注: 除建发物业尚未披露毛利润构成剔除外, 其余样本公司与图 5 注释一致

图表 9: 上市物管公司 1H21 社区增值服务收入占比情况



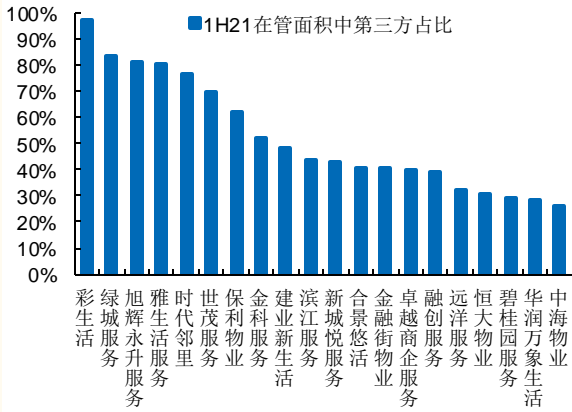
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 上市物管公司 1H21 在管面积情况



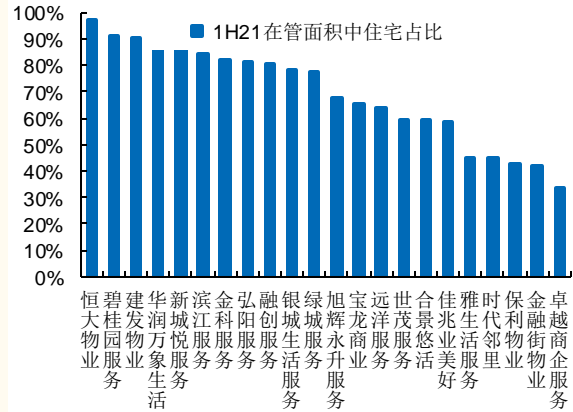
来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 为保持与以往口径一致, 碧桂园服务的在管面积暂未包括蓝光嘉宝服务的并表面积和三供一业面积

图表 11: 上市物管公司 1H21 在管面积中的第三方占比



来源: Wind, 国金证券研究所

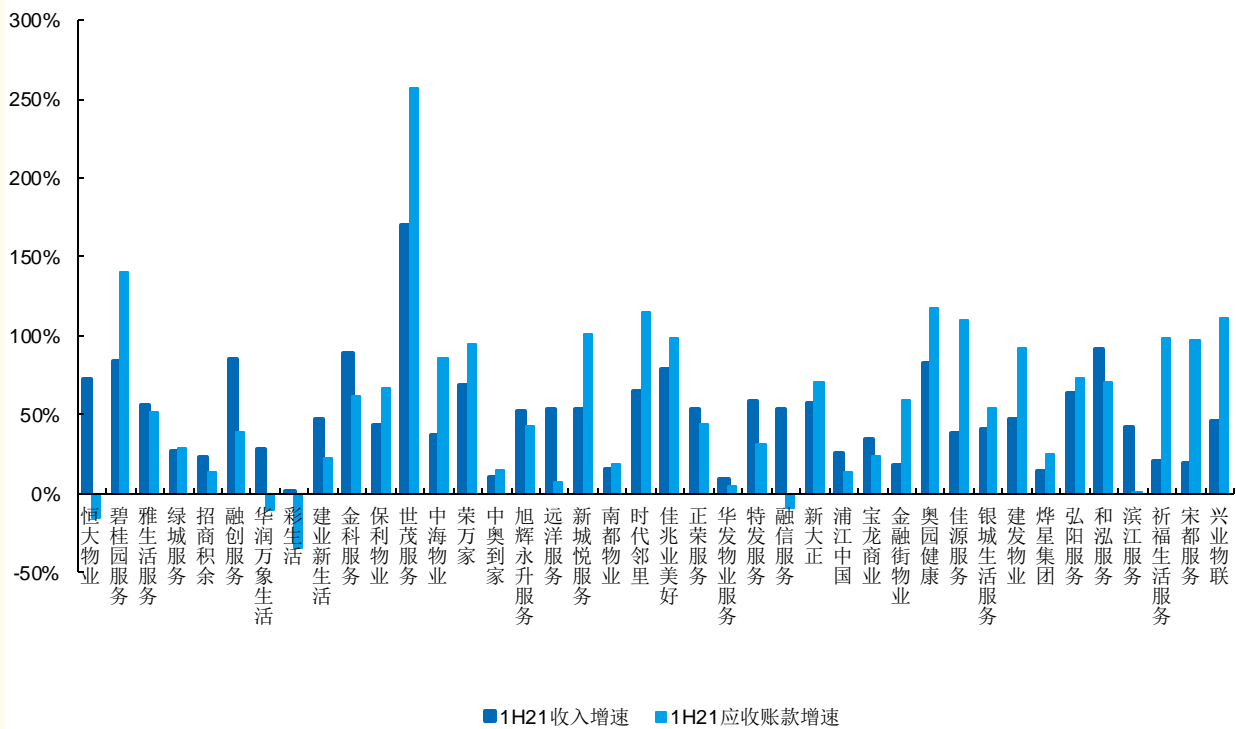
图表 12: 上市物管公司 1H21 在管面积中的住宅占比



来源: Wind, 国金证券研究所

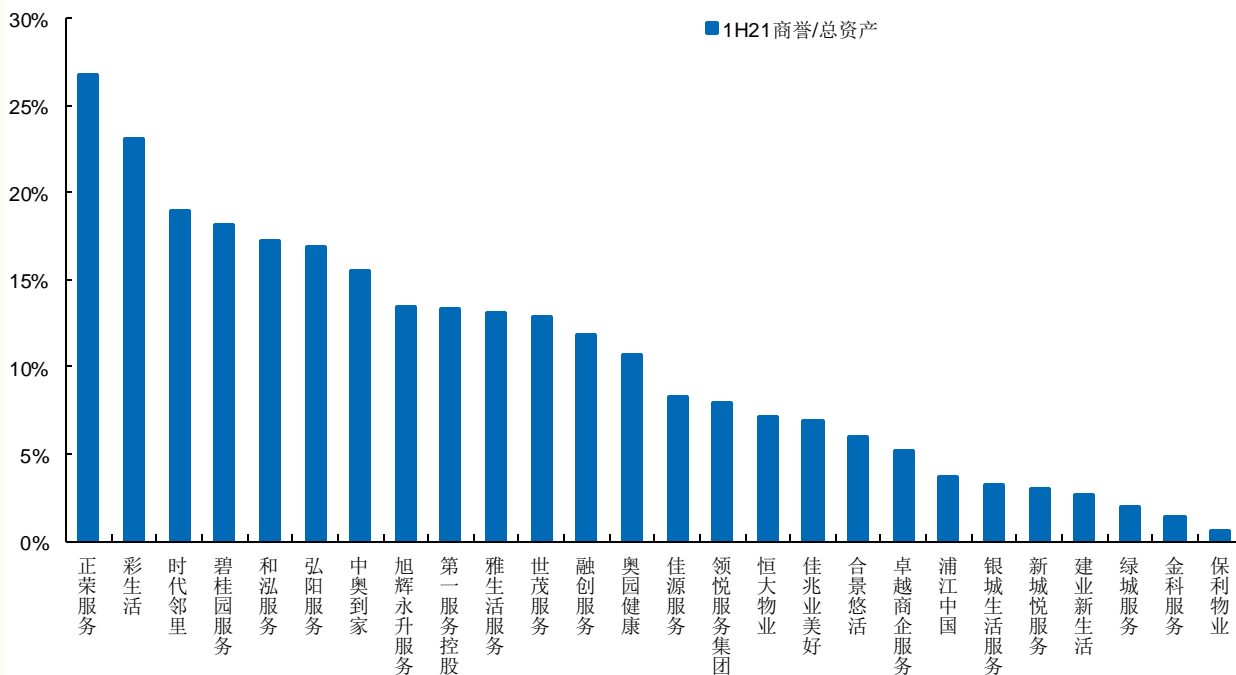


图表 13: 上市物管公司 1H21 应收账款增速与当期收入增速的对比情况



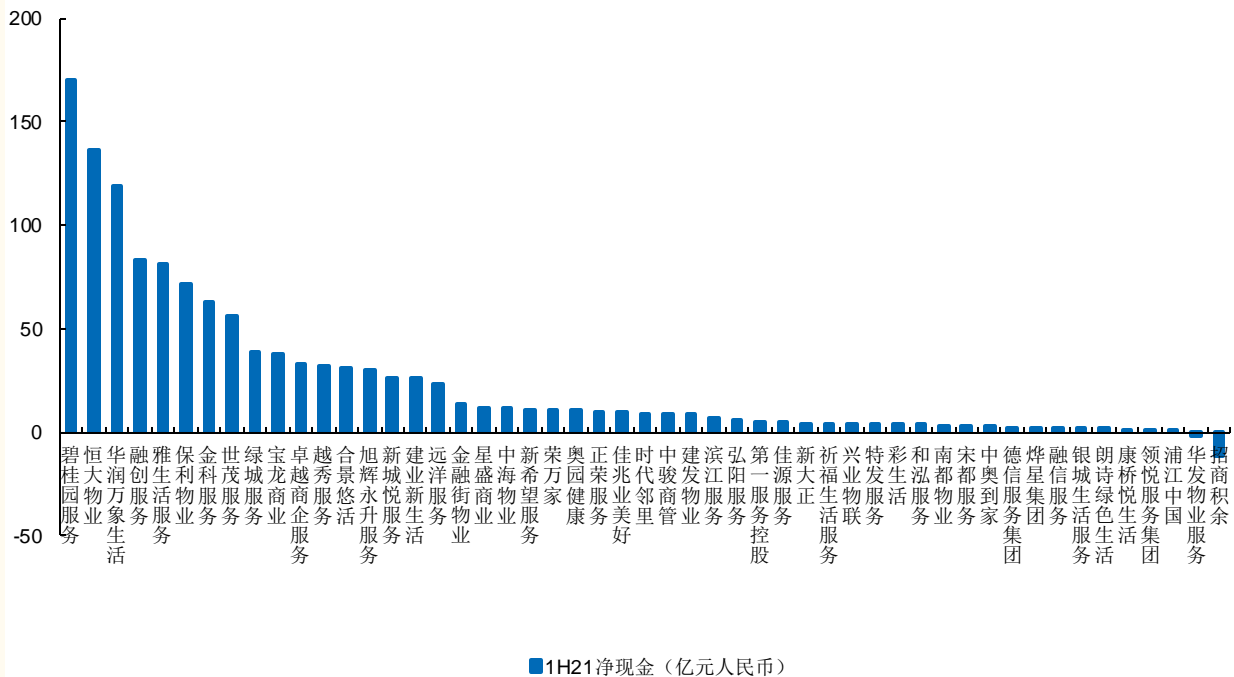
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 上市物管公司 1H21 商誉占总资产比例的情况



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 上市物管公司 1H21 商誉占总资产比例的情况



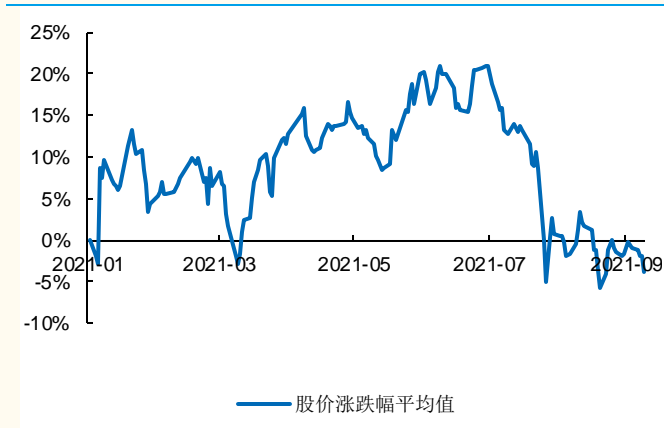
来源: wind, 国金证券研究所

## 市场表现

### 估值已回调至底部阶段

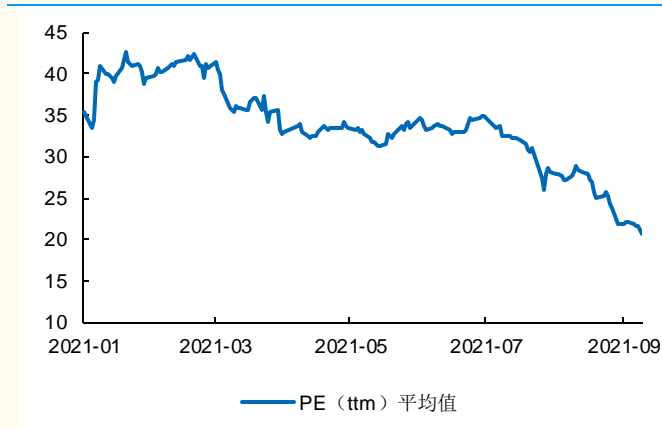
- 2021年1月5日, 住建部等十部委联合发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》, 其中明确提到两点: 1) 物业服务价格主要通过市场竞争形成, 由业主与物业服务企业在物业服务合同中约定服务价格, 可根据服务标准和物价指数等因素动态调整。2) 鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸, 探索“物业服务+生活服务”模式, 满足居民多样化多层次居住生活需求。《通知》出台后, 市场认为物业费提价、社区增值多元发展等长期逻辑变得更为通顺, 板块迎来一波猛烈上涨。2021年1月6日单天, 板块股价涨幅平均值暴涨14%。
- 物管板块 PE (ttm) 平均值也在1月20日到了上半年的最高点, 达42x。此后随着地产调控政策收紧, 恒大等民营房企的流动性问题爆发, 以及八部委规范物业行业发展的政策出台, 规范社保缴纳等问题的爆发, 板块估值一直回调。截至2021年9月9日, 上市物管板块 PE (ttm) 均值为19.0x, 相较1月高点已经回调51%。
- 我们认为物业板块目前已处于底部盘整阶段。我们认为物业行业发展的长期逻辑没有改变, 物业费市场化定价依然是未来的大趋势。

图表 16: 上市物管公司股价涨跌幅平均值走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 上市物管公司 PE (ttm) 大幅回调



来源: Wind, 国金证券研究所

### 上市公司回购股份，真金白银彰显信心

- 2021 年 7 月，住建部等八部门发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提到对于物业公司“未按照物业服务合同约定内容和标准提供服务；未按规定公示物业服务收费项目标准、业主共有部分的经营与收益情况、维修资金使用情况等相关信息；超出合同约定或公示收费项目标准收取费用；擅自利用业主共有部分开展经营活动，侵占、挪用业主共有部分经营收益；物业服务合同依法解除或者终止后，无正当理由拒不退出物业服务项目”等现象开展整治工作。该政策引发市场较大担心，发布后一周内，板块股价平均回调 16%。此后，诸多上市物管公司发布了回购股价的公告，并于业绩期后开始回购。碧桂园服务 8 月至今，已经累计回购股份超过 1020 万股，回购金额超过 6 亿港元；新城悦服务、融创服务、时代邻里、卓越商企服务等公司（或控股股东）今年累计回购金额分别达到了 1.6 亿港元、5127 万港元、3392 万港元、3277 万港元。

图表 18: 上市物管公司回购情况

公司	时间	回购金额 (百万港元)	回购主体
碧桂园服务	2021 年 8-9 月	614.70	公司
融创服务	2021 年 7 月 27 日	51.27	公司
新城悦服务	2021 年 7 月-9 月	163.99	公司
卓越商企服务	2021 年 4 月-8 月	32.77	控股股东和管理层
宝龙商业	2021 年 8 月	13.25	公司
建业新生活	2021 年 5 月和 7 月	6.21	管理层
时代邻里	2021 年 5 月、7 月、8 月	33.92	控股股东
星盛商业	2021 年 8 月	2.44	管理层

来源: Wind, 国金证券研究所

### 投资建议

- 我们认为板块经过半年调整，目前已处于底部阶段。我们认为行业发展的长期逻辑依然通顺，政策对物业的态度不是打压，而是促进行业规范化发展。未来或将有进一步助力物业费市场化定价的政策落地，板块估值有望修复。我们认为外拓能力强，社区增值服务落地有方的公司未来业绩增长性和确定性相对更高，推荐金科服务，建议关注碧桂园服务、华润万象生活。

**图表 19: 覆盖公司估值情况**

公司	代码	评级	市值 (亿元人民币)	PE			归母净利润 (百万元人民币)			归母净利润增速			PEG
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
金科服务	9666.HK	买入	240	38.9	21.6	14.3	618	1,113	1,678	69%	80%	51%	0.33
华润万象生活	1209.HK	增持	709	86.6	48.8	37.0	818	1,452	1,915	124%	78%	32%	0.92
<b>平均值</b>			<b>474</b>	<b>62.8</b>	<b>35.2</b>	<b>25.7</b>	<b>718</b>	<b>1,283</b>	<b>1,796</b>	<b>96%</b>	<b>79%</b>	<b>41%</b>	<b>0.63</b>

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2021 年 9 月 9 日; 2) 预测数据为国金预测; 3) PEG 分子为 2021PE, 分母为归母净利润 2020-22 年 CAGR

### 风险提示

- **房地产销售和竣工低于预期。** 每年地产竣工是物管行业高质量的增量来源, 若地产销售严重下滑, 竣工远低于预期, 则会影响大部分物管公司管理规模的增长。
- **并购整合不顺。** 当前并购是多数物管公司业绩增长的重要手段, 并购成功与否取决于标的质量和后续的整合情况。并购标的若是物业管理公司, 后期若整合不顺, 则已签约在管的项目也可能出现丢盘现象。
- **增值服务发展不及预期。** 市场对物业如何应用好社区消费这一场景给予厚望。若物管公司在此方面的探索失败, 业绩增速不及预期, 或将影响板块估值。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402