

物业板块超额收益与开发关系几何？

——物业管理及服务行业深度报告



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

在“房住不炒+两集中”等调控环境下，地产开发公司资金压力凸显。房地产开发板块全部为流量业务，相比而言，物业管理板块业务除了流量，还包括基础物管、增值服务等存量业务。以碧桂园服务为例，开发的收入贡献比例不断降低，2020年已不足20%。因此需要理性看待开发承压对于物管公司的影响。

我们总结了物业板块行情的驱动因素

2021年4月19日，恒生公司推出“恒生物业服务及管理指数”。我们采取“恒生物业服务及管理指数”的编制方法，将指数拓展至2014年6月，以此，复盘过去8年物管板块的历史行情。

超额收益短期看合约面积，长期看收入结构。行情核心驱动因素为估值的提升，估值的支撑因素在于合约在管面积的增长，合约面积决定了公司的物管规模基础。长期要关注公司的收入结构，增值服务收入是否取得突破，占比得以提升。

我们总结了地产行业政策调控与物业板块超额收益关系

我们复盘2014-2021房地产行业政策，将8年间分成7个连续地产调控周期（分成正向、平稳和负向），分别分析各周期物业板块超额收益情况。

核心结论：

- 地产行业政策影响房地产开发板块超额收益。行业政策传导到基本面的见效期较长，同时也受货币政策等其他因素影响。正向行业政策周期，地产股绝对涨幅大，大幅跑赢大盘。
- 地产政策平稳的时段，物业板块获高超额收益。2017.12-2018.6 和 2019.1-2019.12 两个时间段，物业板块分别大幅跑赢恒生指数 87 和 49 个百分点。

开发的收入贡献比例持续降低

- 碧桂园服务来自开发的收入贡献比例不断降低。由2017年的24%降低至2020年的19.6%，其中，2018年高达32%。因此，应该理性看待开发承压对于物管公司的影响。
- 2021H1新增在管面积与开发相关比重为60.56%。碧桂园服务2021年中报业绩发布会，新增合同管理面积中碧桂园占比55.7%，存量项目占新增项目比重为70.8%。

物业行业画像

- 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10月，港股上市物管公司53家，A股4家。
- 物管公司的核心业务可以分为基础物业管理服务收入、非业主增值服务、业主增值服务。

投资策略：在地产调控的大环境下，物管公司之间的合并将成为主要趋势，头部物管公司TOP10预计市场份额不断提升。建议关注合约面积规模大、增值服务收入占比高、现金流充足的物管龙头公司，如碧桂园服务、旭辉永升服务和世茂服务等。

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11月26日

王源

分析师

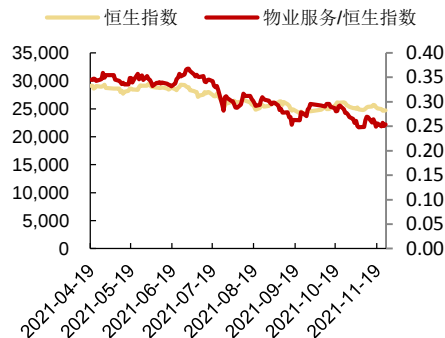
SAC 执业证书编号：S1660521040001

Wangyuan02@shgsec.com

行业基本资料

股票家数	57
行业平均市盈率	27.82
市场平均市盈率	13.19

行业表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 引言	5
1.1 物业板块行情的驱动因素	5
1.2 地产行业政策调控与物业板块超额收益	5
2. 物业行业画像	6
2.1 四层梯队 业态多元化	6
2.2 物业板块上市公司里程碑	9
3. 复盘 2014 年至 2021 年物业板块历史行情	10
3.1 2014.6-2015.4 彩生活拉开物管公司上市序幕	11
3.2 2015.4-2018.2 持恒指数	12
3.3 2018.3-2020.2 碧桂园服务引领住宅物业高潮	15
3.4 2020.3-2021.10 华润万象引领商业物业	16
4. 复盘地产行业政策调控与物业板块超额收益	19
4.1 2014.6-2016.9 放松调控 正向周期	20
4.2 2016.10-2017.12 因城施策 整体负向周期	20
4.3 2017.12-2018.6 短暂政策平稳期	21
4.4 2018.7-2018.12 “房住不炒”升级 负向周期	22
4.5 2019.1-2019.12 平稳周期	22
4.6 2020.1-2021.7 “新冠疫情”应对期	23
4.7 2020.8-2021.10 “三条红线”叠加“两集中”负向周期	24
5. 开发的收入贡献比例持续降低	25

图表目录

图 1: 2014-2021 各年新上市物管公司数量.....	6
图 2: 物业 100 强业务拆分	6
图 3: 物管收入驱动因素	8
图 4: 2014-2020 年 TOP10 和 TOP100 物管公司市场份额	8
图 5: 2009-2020 年 TOP10 和 TOP100 地产公司市场份额	8
图 6: 物业板块上市公司里程碑.....	9
图 7: 物业管理行业 8 年的历史行情可以划分为 4 个波动周期.....	10
图 8: 2014.6-2015.4 恒生指数与物管板块超额收益.....	11
图 9: 彩生活彩之云平台模式	11
图 10: 2014.6-2015.4 彩生活 PE 大幅提升	12
图 11: 2014-2015 彩生活合约面积与半年度环比增速.....	12
图 12: 2015.4-2018.2 恒生指数与物管板块超额收益.....	12
图 13: 2015.4-2018.2 彩生活 PE 大幅下行	13
图 14: 2015-2017 年彩生活合约面积与半年度环比增速.....	13
图 15: 彩生活收入结构	13
图 16: 三家主要物管上市公司 PE.....	14
图 17: 绿城服务收入结构	14
图 18: 中海物业收入结构	14
图 19: 2017.12-2020.2 恒生指数与物管板块超额收益.....	15
图 20: 2017.12-2020.2 碧桂园服务 PE.....	15
图 21: 2014-2021 年百强净利润均值和增速.....	15
图 22: 2014-2021 百强储备项目面积和增速.....	16
图 23: 碧桂园服务收入结构.....	16
图 24: 2020.3-2021.10 恒生指数与物管板块超额收益.....	17
图 25: 华润万象生活收入结构	17
图 26: 宝龙商业收入结构	17
图 27: 2019-2021 宝龙商业与碧桂园服务 PE.....	18
图 28: 2020-2021 华润万象生活与碧桂园服务 PE	18
图 29: 2019-2024 年购物中心运营在管建面 CAGR=7.1% (亿平)	18
图 30: 2014.6-2021.10 物业板块超额收益与恒生指数.....	19
图 31: 2014-2021 商品房销售面积同比与申万房地产指数	19
图 32: 2014.6-2016.9 商品房销售面积同比	20
图 33: 2014.6-2016.9 物管板块超额收益	20
图 34: 2016.10-2017.12 商品房销售面积同比	21
图 35: 2016.10-2017.12 物管板块超额收益	21
图 36: 2017.12-2018.6 商品房销售面积同比	21
图 37: 2017.12-2018.6 物管板块超额收益	21
图 38: 2018.7-2018.12 商品房销售面积同比	22
图 39: 2018.7-2018.12 物管板块超额收益	22
图 40: 2019.1-2019.12 商品房销售面积同比	23
图 41: 2019.1-2019.12 物管板块超额收益	23

图 42: 2020.1-2021.10 商品房销售面积同比	23
图 43: 2020.1-2020.7 物管板块超额收益	23
图 44: 2020.1-2021.10 商品房销售面积同比	24
图 45: 2020.1-2021.10 物管板块超额收益	24
图 46: 物管公司收入增量和存量划分	25
图 47: 增量在管面积与开发的关系	25
图 48: 碧桂园服务 2021H1 新增合同管理面积结构	26
图 49: 碧桂园服务 2020 和 2021H1 存量项目占新增项目的比重	26
图 50: 2021H1 主要物管公司基于业绩增长速度及增长质量排名	28
表 1: 主要物管公司总市值与 2020 年营业总收入	7
表 2: 历次行情与地产行业政策汇总	24
表 3: 碧桂园服务历年在管面积和合约面积	26
表 4: 碧桂园服务历年开发收入贡献比例	27

1. 引言

彩生活于 2014 年 1 月 6 日在上交所上市，截至 2021 年 10 月，港股上市物管公司 53 家，A 股 4 家。物业管理公司以轻资产模式开展业务，基础业务是根基，增值业务决定收入空间，享受远高于房地产开发板块的估值。本篇报告通过复盘 2004 年至 2021 年物业板块行情，尝试得出物业板块超额收益的驱动因素。

2020 年自出台“三条红线”、“两集中”等政策以来，房地产开发处于地产调控负向周期，个别房企资金压力较大，市场对于新房增量出现担忧，物业管理板块也因此表现不佳。本篇报告通过复盘 2004 年至 2021 年地产行业政策，判断地产行业政策与物业板块超额收益的关系。

1.1 物业板块行情的驱动因素

2021 年 4 月 19 日，恒生公司推出“恒生物业服务及管理指数”。我们采取“恒生物业服务及管理指数”的编制方法，将指数拓展至 2014 年 6 月，以此，复盘过去 8 年物管板块的历史行情。

8 年的历史行情可以划分为 4 个波动周期。

超额收益短期看合约面积，长期看收入结构。行情核心驱动因素为估值的提升，估值的支撑因素在于合约在管面积的增长，合约面积决定了公司的物管规模基础。长期要关注公司的收入结构，增值服务收入是否取得突破，占比得以提升。

1.2 地产行业政策调控与物业板块超额收益

我们复盘 2014-2021 房地产行业政策，将 8 年间分成 7 个连续地产调控周期（分成正向、平稳和负向），分别分析各周期物业板块超额收益情况。

核心结论：

地产行业政策影响房地产超额收益。行业政策传导到基本面的见效期较长，同时也受货币政策等其他因素影响。正向行业政策周期，地产股绝对涨幅大，大幅跑赢大盘。

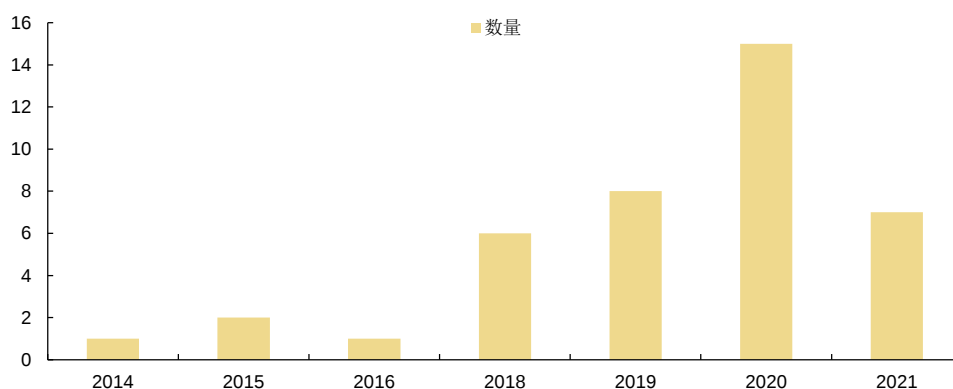
地产政策平稳的时段，物业板块获高超额收益。2014-2016 年，由于仅彩生活一家，跑输行业更多的原因在于彩生活业务拓展不及预期，不具有行业代表性；2017.12-2018.6 和 2019.1-2019.12 两个地产政策平稳的时间段，物业板块大幅跑赢恒生指数。因此，当地产行业政策平稳时，物业板块表现较好。

2. 物业行业画像

2.1 四层梯队 业态多元化

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 10 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+H40 家物管公司作为研究对象，其中，截至 2021 年 10 月 31 日，市值超过 300 亿共 6 家，分别为碧桂园服务、华润万象生活、融创服务、恒大物业、雅生活服务 and 世茂服务；市值在 100-300 亿之间共 9 家；市值在 50-100 亿之间共 10 家；市值在 15-50 亿之间共 15 家。

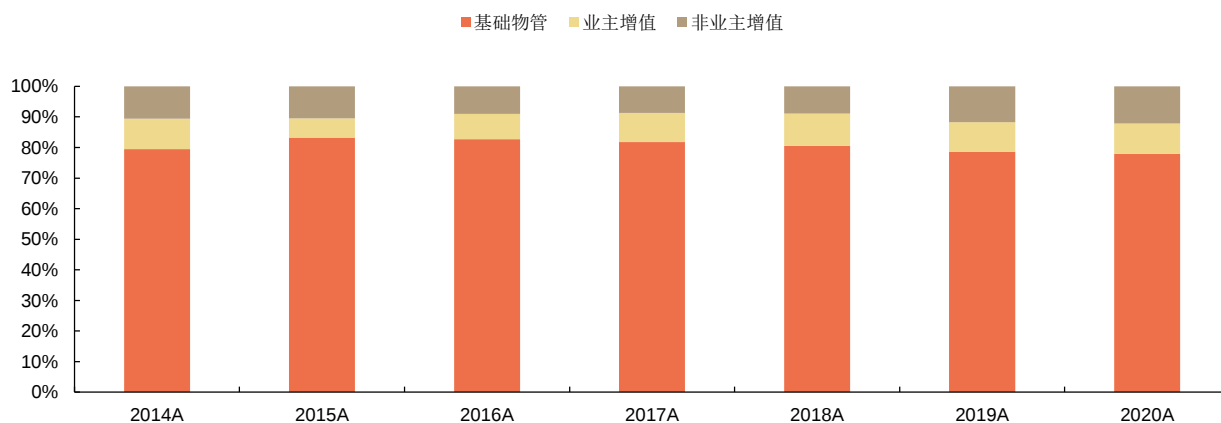
图1：2014-2021 各年新上市物管公司数量



资料来源：Wind，申港证券研究所

物管公司的核心业务可以分为基础物业管理服务收入、非业主增值服务、业主增值服务。其中，基础物业管理服务收入属于物管公司传统业务，这类业务是基于在管面积收取物业费。非业主增值服务和业主增值服务是基于物业服务提供的增值服务，根据服务对象区分服务类型。

图2：物业 100 强业务拆分



资料来源：中指研究院，申港证券研究所

表1：主要物管公司总市值与 2020 年营业总收入

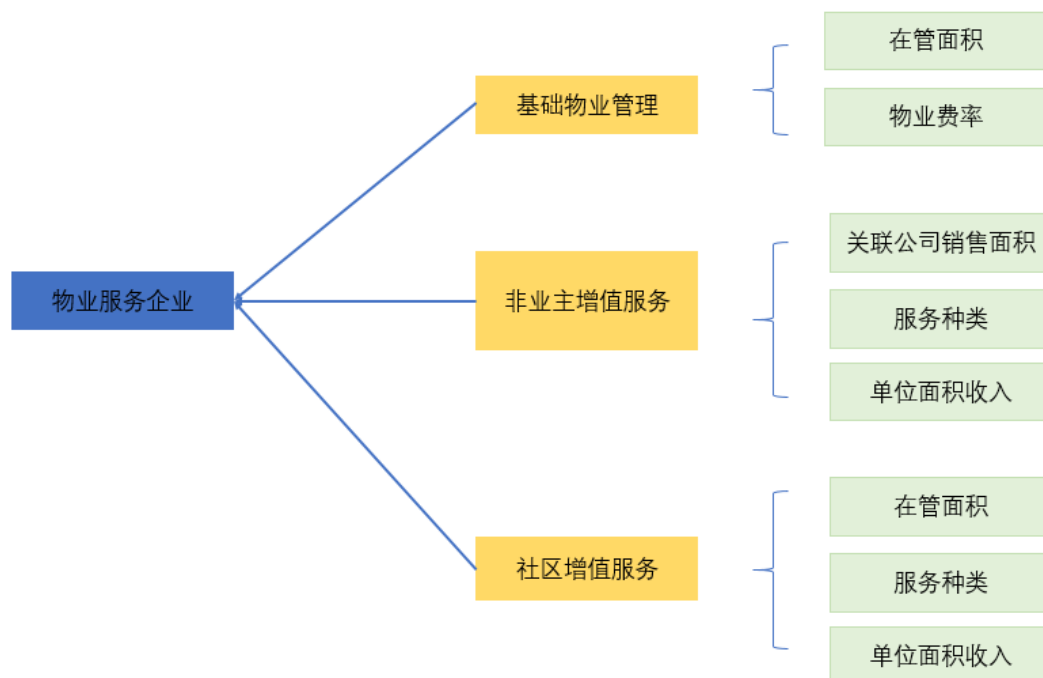
证券简称	总市值 (亿元)	收入 (亿元)	证券简称	总市值 (亿元)	收入 (亿元)	证券简称	总市值 (亿元)	收入 (亿元)	证券简称	总市值 (亿元)	收入 (亿元)
碧桂园服务	1946.98	156.10	金科服务	274.85	33.61	中骏商管	83.42	8.06	星盛商业	39.37	4.43
华润万象生活	934.68	67.84	绿城服务	250.83	101.14	绿城管理控股	75.19	18.14	时代邻里	36.17	17.60
融创服务	489.29	46.24	保利物业	241.81	80.38	建业新生活	72.39	26.55	德信服务集团	32.95	6.92
恒大物业	430.27	105.12	旭辉永升服务	235.86	31.23	卓越商企服务	62.96	25.25	荣万家	32.04	18.09
雅生活服务	370.62	100.29	中海物业	230.08	65.52	滨江服务	58.74	9.62	特发服务	29.65	11.03
世茂服务	350.81	50.37	招商积余	143.15	85.60	越秀服务	54.64	11.68	南都物业	26.36	14.08
			新城悦服务	131.61	28.73	新大正	51.83	13.10	奥园健康	26.36	14.13
			宝龙商业	113.19	19.23	建发物业	51.78	10.29	融信服务	26.07	7.50
			合景悠活	106.74	15.18	远洋服务	50.56	21.97	康桥悦生活	25.69	5.76
						正荣服务	50.32	11.07	佳源服务	25.51	6.16
									佳兆业美好	25.43	17.32
									和泓服务	23.35	4.17
									彩生活	20.38	35.99
									华发物业服务	18.11	10.89
									金融街物业	15.16	11.31

资料来源：Wind，申港证券研究所

注：市值时间取 2021 年 10 月 31

存量与增量业务的驱动因素完全不同。基础物业管理服务收入业务的主要驱动因素为在管面积规模，由于住宅物业管理费率较难提升，因此业务成长主要靠规模的增长。非业主增值服务驱动因素更多地为关联公司的新房销售面积。业主增值服务目前处于“量价齐升”的状态，在管面积增加的同时叠加增值服务内容的增多。为了清楚展现物业公司的业务构成以及相应的驱动因素，我们采用“价”“量”分析的方法进行汇总。

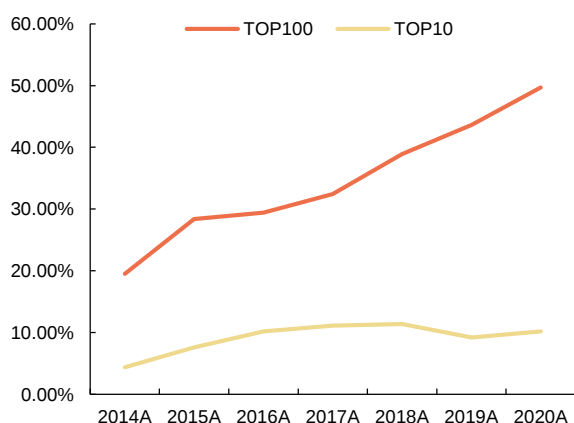
图3：物管收入驱动因素



资料来源：Wind，申港证券研究所

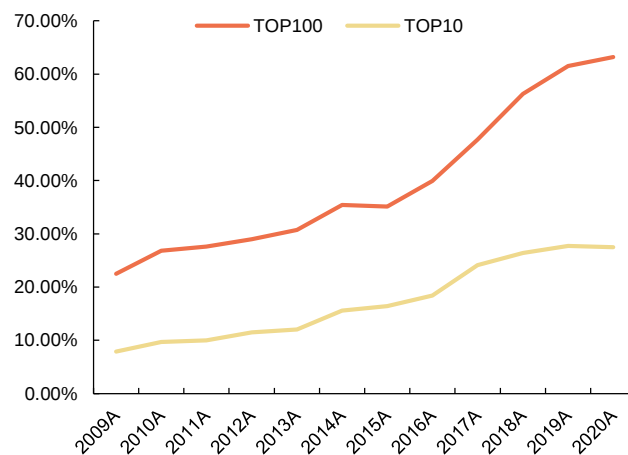
市场分散，TOP10 市场份额较房地产开发存在较大差距。自 2014 至 2020 年，TOP100 物管公司市场份额从 19.5%提升至 49.7%，市场快速集中。但是同期 TOP10 物管公司市场份额仅从 4.4%提升至 10.2%。相对比房地产开发公司，TOP100 从 2009 年的 22.5 提升至 2020 年的 63.2%，TOP10 从 2009 年的 7.9% 提升至 2020 年的 27.5%。

图4：2014-2020 年 TOP10 和 TOP100 物管公司市场份额



资料来源：房天下，申港证券研究所

图5：2009-2020 年 TOP10 和 TOP100 地产公司市场份额



资料来源：房天下，申港证券研究所

2.2 物业板块上市公司里程碑

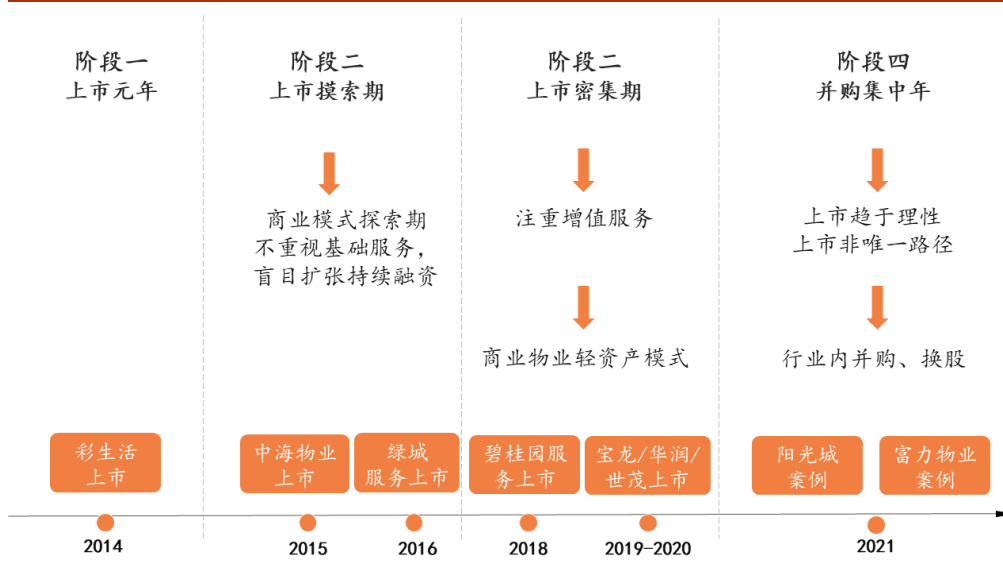
2014 年是物业公司上市的元年。1981 年深圳从香港引入物业服务，国内正式诞生物业服务企业。彩生活于 2014 年 6 月 30 日成为物业上市第一股。

2014-2017 年是上市摸索期。在此期间，中海物业和绿城服务先后在港股上市，3 年间仅 3 家物管公司上市。上市公司商业模式尚处于探索期，对于物业的基础服务重视不足，倾向于互联网模式。

2018-2020 年是上市密集期。碧桂园服务、雅生活服务、招商积余为代表物管公司集中上市，3 年间一共上市 29 家物管公司。其中，宝龙商业于 2019 年 12 月 30 日上市，成为第一家商管公司；物业管理公司类型百花齐放。商业、园区等非住宅业态利润率高于住宅项目，以华润万象生活、中骏商管为代表商管，特发服务为代表园区等完成上市。

2021 年成为并购集中年。市场趋于理性，上市非唯一路径，并购和换股成为新选择。其中，蓝光嘉宝退市、富力物业放弃上市，阳光城与万科完成换股。行业内并购整合成为重要选择。

图6：物业板块上市公司里程碑



资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

3. 复盘 2014 年至 2021 年物业板块历史行情

2021 年 4 月 19 日，恒生公司推出“恒生物业服务及管理指数”，此项新指数追踪物业管理板块的高增长潜力，旨在提供一个参考基准以反映在香港上市的 30 家最大物业管理及相关服务公司股价的整体走势。

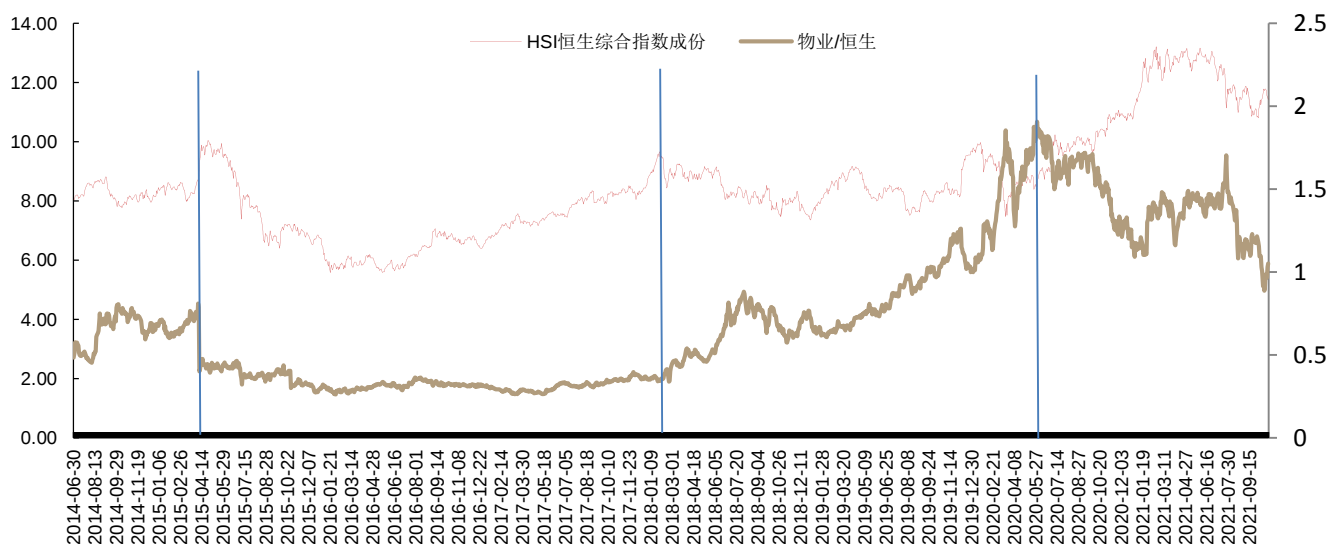
我们采取“恒生物业服务及管理指数”的编制方法，将指数拓展至 2014 年 6 月，以此，复盘过去 8 年物管板块的历史行情。其中，2014-2019 年上市公司数量较少，重点分析个股走势。

8 年的历史行情可以划分为 4 个波动周期。在复盘物业板块 2014 年至 2021 年历史行情中，我们将恒生指数作为市场行情代表，计算物业板块超额收益。

- ◆ 2014.6-2015.4 彩生活拉开物管公司上市序幕。
- ◆ 2015.4-2018.2 上市摸索期持平恒生指数。
- ◆ 2018.3-2020.2 上市密集期，碧桂园服务引领住宅物业高潮。
- ◆ 2020.12-2021.10 并购集中年，华润万象引领商业物业。

超额收益短期看合约面积，长期看收入结构。行情核心驱动因素为估值的提升，估值的支撑因素在于合约在管面积的增长，合约面积决定了公司的物管规模基础。长期要关注公司的收入结构，增值服务收入是否取得突破，占比得以提升。

图7：物业管理行业 8 年的历史行情可以划分为 4 个波动周期



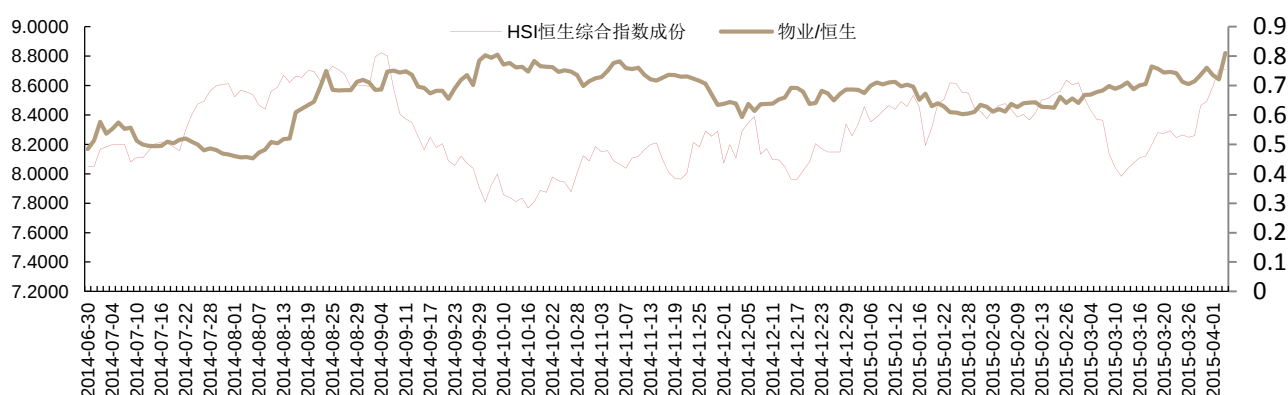
资料来源：Wind，申港证券研究所

3.1 2014.6-2015.4 彩生活拉开物管公司上市序幕

2014 年 6 月 30 日，彩生活在港交所上市，首日涨幅 21.69%，拉开了物管公司上市序幕。在此时间段，仅彩生活，涨幅 81%，同期恒生指数涨幅为 8%，跑赢 73%。

母公司规模小，规模增长靠并购。彩生活成立于 2002 年，控股股东是小规模房企花样年控股（1777.HK）。由于花样年销售规模较小，2014 年销售面积仅 138 万平方米，占彩生活当年合约面积的比重不足 2%，因此彩生活上市后主要以并购作为规模增长的主要方式。

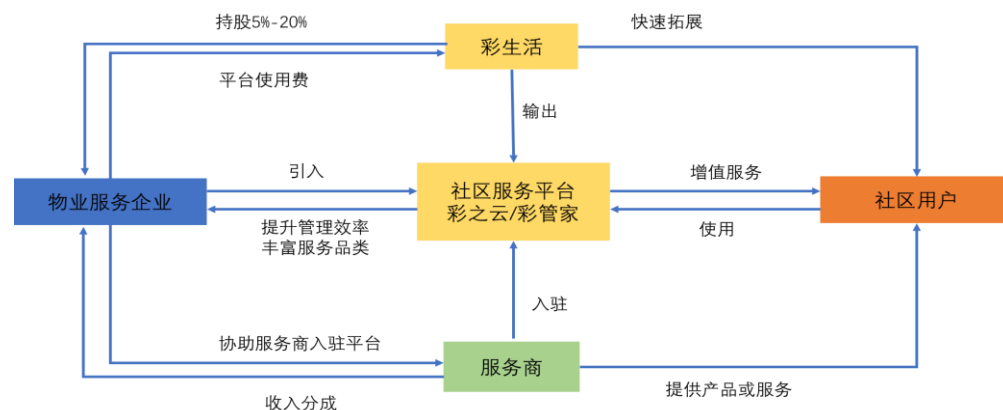
图8：2014.6-2015.4 恒生指数与物管板块超额收益



资料来源：Wind，申港证券研究所

确立物管平台模式。彩生活开发出彩之云 APP 及相关平台，通过互联网化的方式提升基础物业管理各模块，吸引服务商入驻平台，为社区居民提供产品或服务，从而获得收入分成。

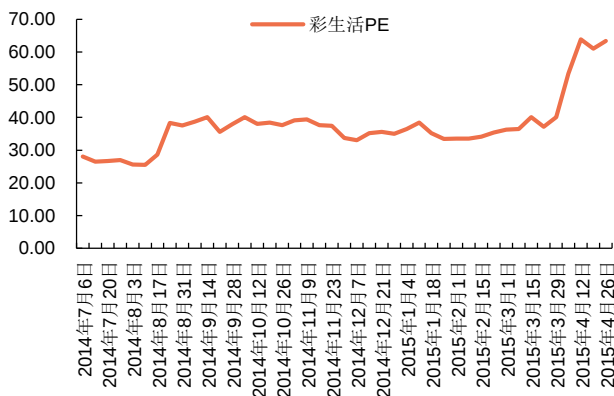
图9：彩生活彩之云平台模式



资料来源：公司年报，申港证券研究所

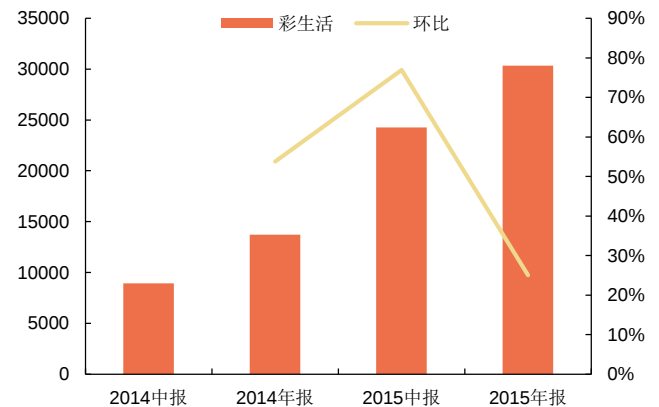
合约面积快速增长，PE 提升至 63 倍。彩生活 2014 年合约面积达 1.4 亿平，2015 年中报较 2014 年底增长 77%。同期，PE 大幅提升至 63 倍。在此时间段，彩生活涨幅 81%，跑赢恒生指数 73 个百分点。

图10：2014.6-2015.4 彩生活 PE 大幅提升



资料来源：Wind，申港证券研究所

图11：2014-2015 彩生活合约面积与半年度环比增速

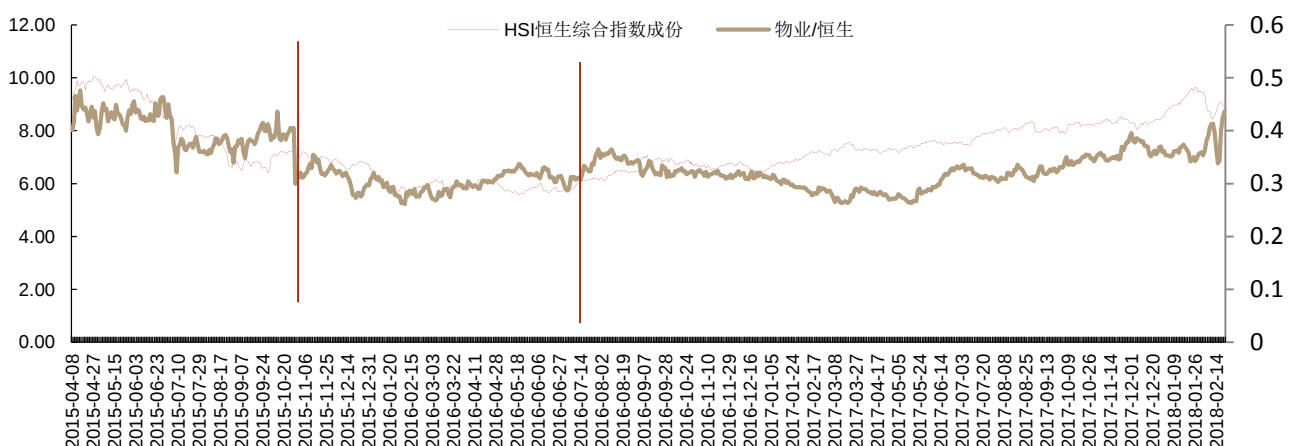


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 2015.4-2018.2 持平恒生指数

自 2015 年 10 月，中海物业和绿城服务先后在港交所上市，拉开物管公司上市序幕。在此时间段，涨幅 5%，同期恒生指数涨幅为-4%，跑赢 9%。

图12：2015.4-2018.2 恒生指数与物管板块超额收益

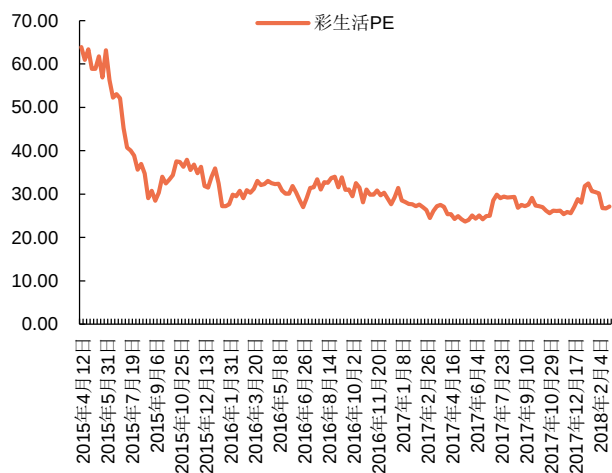


资料来源：Wind，申港证券研究所

合约面积增速放缓，PE 下行至 30 倍。彩生活 2015 年报较 2015 中报增长 25%，随后增速进一步放缓至 2017 年报的 6%，仅个位数增长。同期，PE 大幅下行至 30

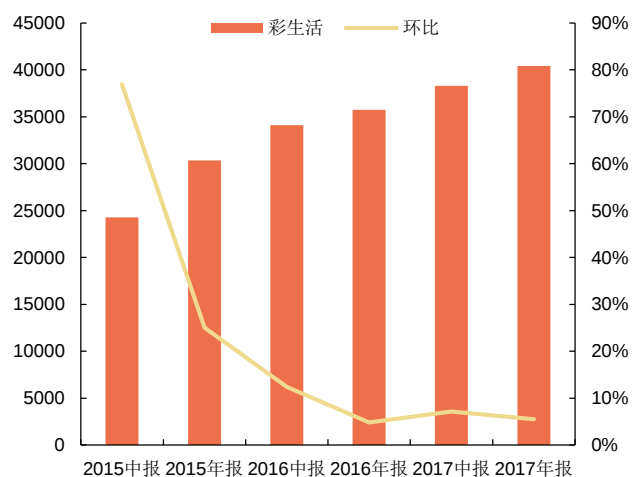
倍。

图13：2015.4-2018.2 彩生活 PE 大幅下行



资料来源：Wind，申港证券研究所

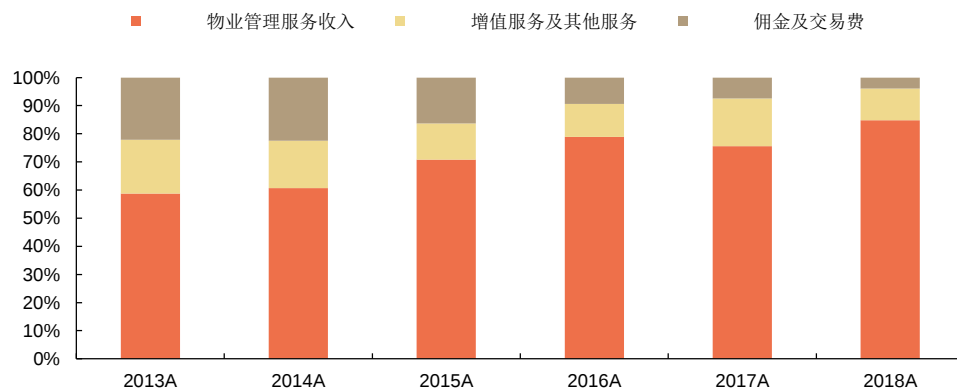
图14：2015-2017 年彩生活合约面积与半年度环比增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

彩生活增值服务未能突破，收入结构恶化。彩生活物管收入占比不降反升，增值服务未兑现收入预期。

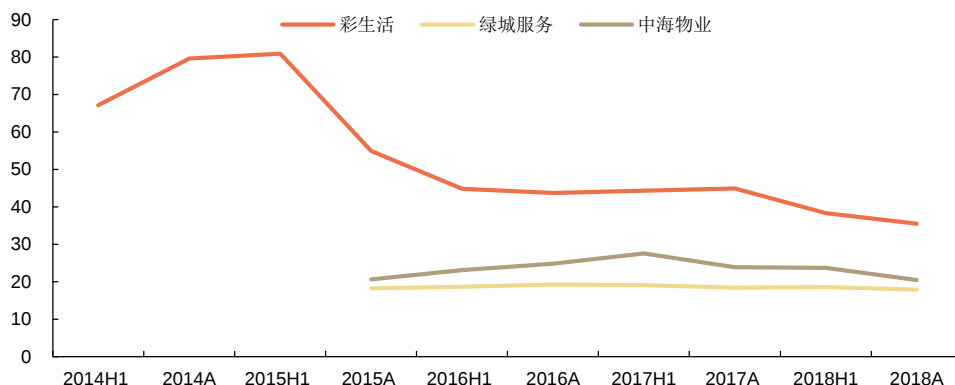
图15：彩生活收入结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

三家主要物管上市公司 PE 回落。彩生活自 80 倍 PE 回落至 44 倍。中海物业和绿城服务上市后 PE 维持在 30 倍左右。

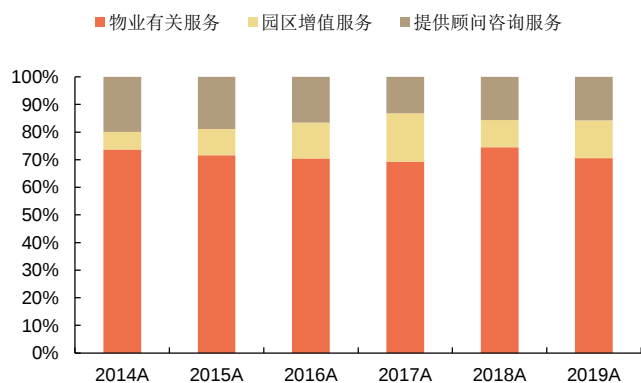
图16：三家主要物管上市公司 PE



资料来源：Wind，申港证券研究所

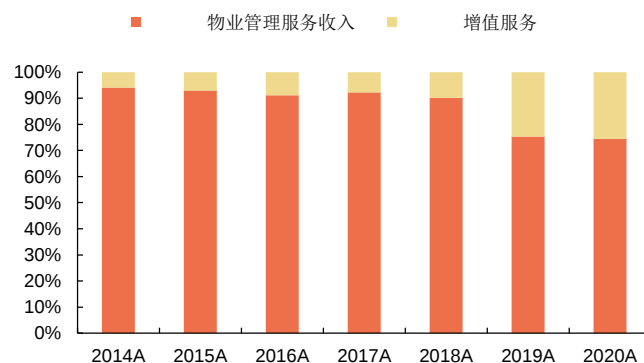
绿城服务和中海物业收入结构保持稳定。基础业务是物业公司发展其他业务的根基，增值业务是物业公司收入空间的驱动因素。

图17：绿城服务收入结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

图18：中海物业收入结构

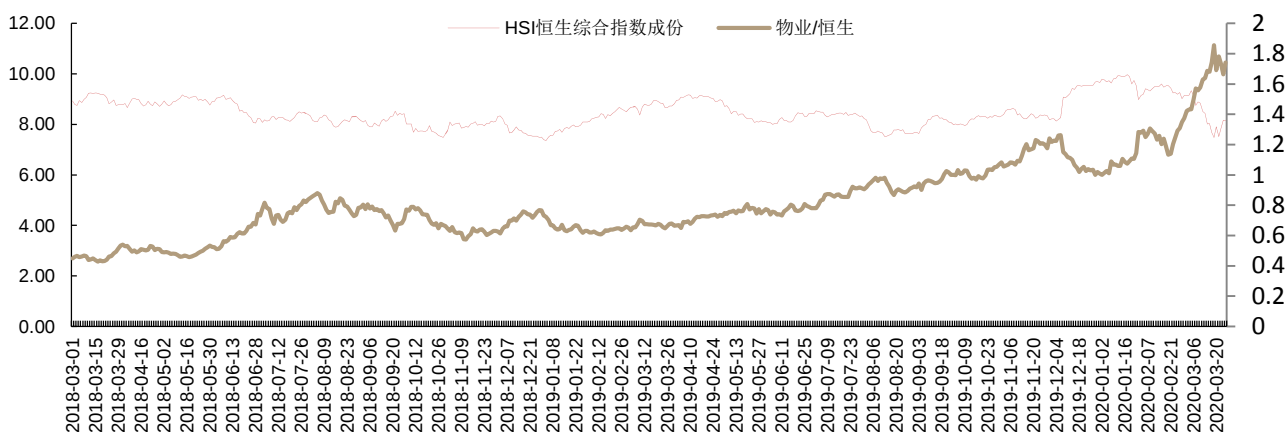


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.3 2018.3-2020.2 碧桂园服务引领住宅物业高潮

2018 年上市潮, 多家头部物管公司上市。自碧桂园服务上市, 物管板块上涨 254%, 同期恒生指数涨跌幅为-9%, 大幅跑赢市场 263 个百分点。

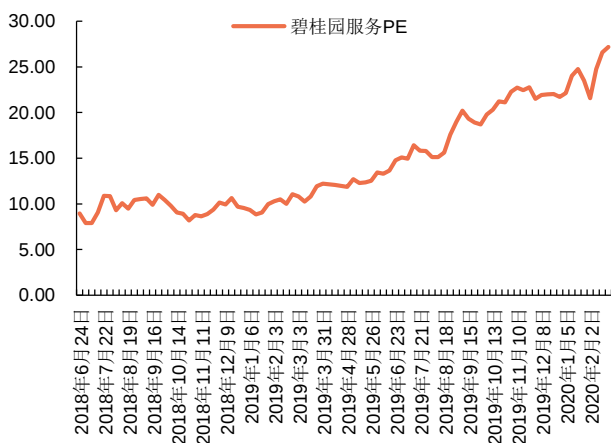
图19: 2017.12-2020.2 恒生指数与物管板块超额收益



资料来源: Wind, 申港证券研究所

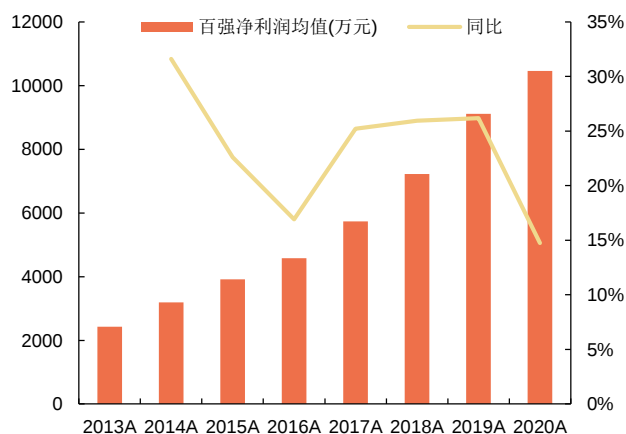
“戴维斯双击”引领物业超额收益行情。2018-2019 年行业利润维持 25% 以上的增速, 估值持续提升。以碧桂园服务为例, PE 自 2018 年 6 月的 10 倍提升至 2020 年 2 月的 27 倍。

图20: 2017.12-2020.2 碧桂园服务 PE



资料来源: Wind, 申港证券研究所

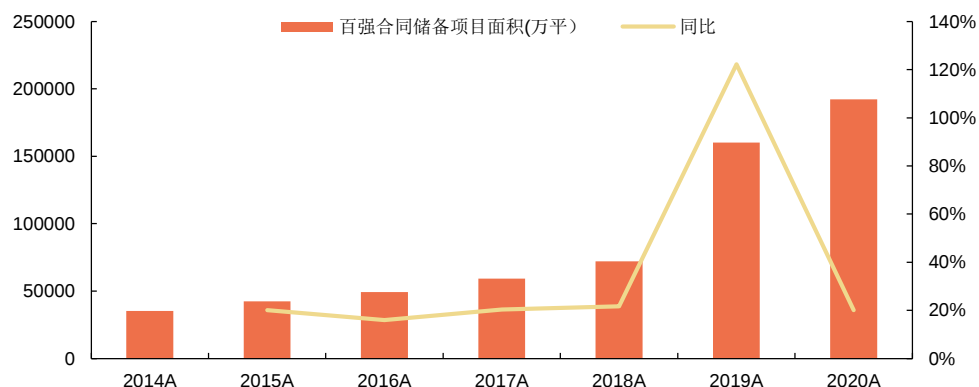
图21: 2014-2021 年百强净利润均值和增速



资料来源: 中指研究院, 申港证券研究所

百强储备项目于 2019 年取得突破。2018 年百强储备项目面积同比增速 22%, 2019 年同比增速高达 122%。合约面积在此期间得以大幅增加。

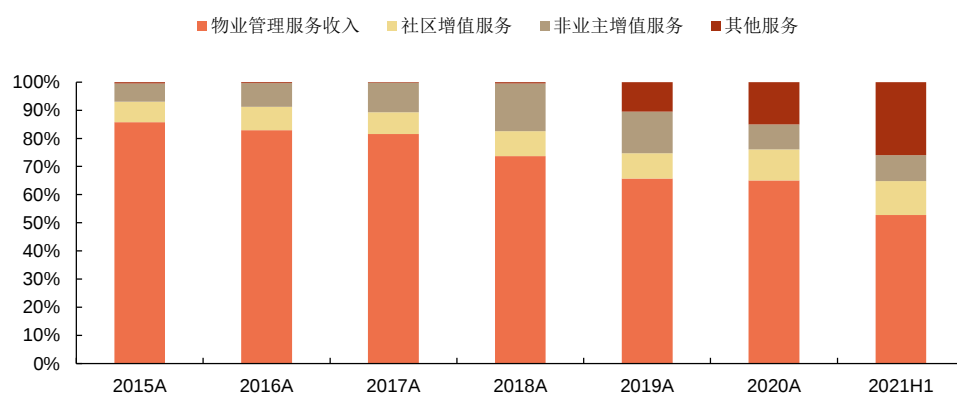
图22：2014-2021 百强储备项目面积和增速



资料来源：中指研究院，申港证券研究所

碧桂园服务物管收入占比下降。碧桂园服务自上市后，物管收入占比持续下降，从2017年的81.5%降至2019年的66%，公司依托基础物业服务，不断开拓新业务。

图23：碧桂园服务收入结构

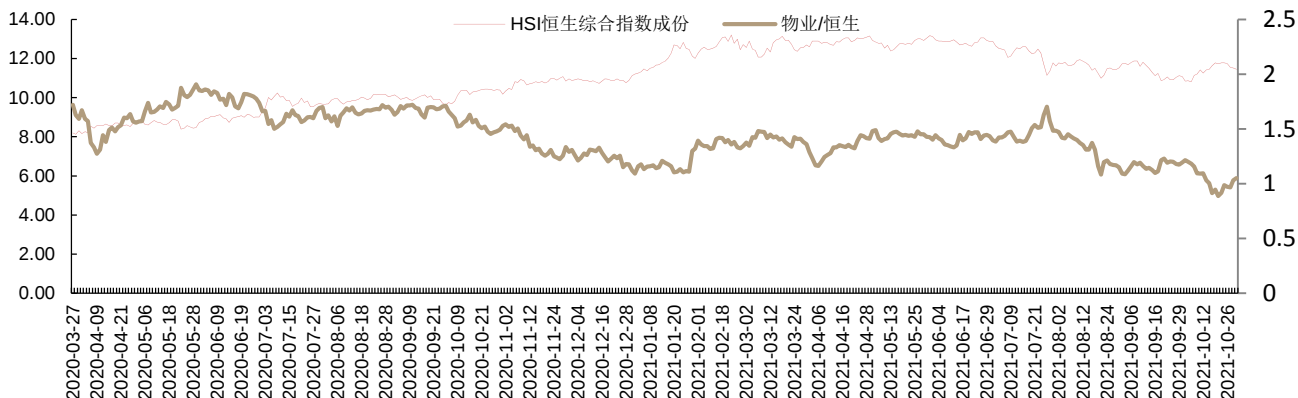


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.4 2020.3-2021.10 华润万象引领商业物业

商业物业管理公司估值更高。宝龙商业于2019年12月30日上市，成为第一家商管公司。华润万象生活于2020年12月9日上市，上市之初市场估值高达63倍，高于同期碧桂园服务的41倍。在此时间段，物管板块下跌15%，同期恒生指数涨跌幅为40%，大幅跑输55个百分点。

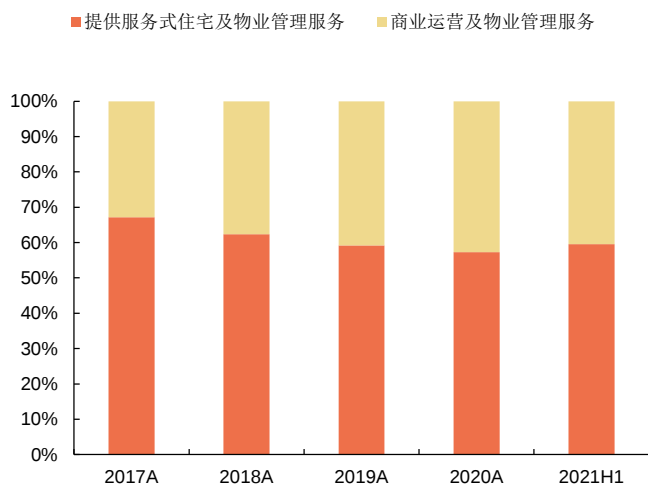
图24：2020.3-2021.10 恒生指数与物管板块超额收益



资料来源：Wind，申港证券研究所

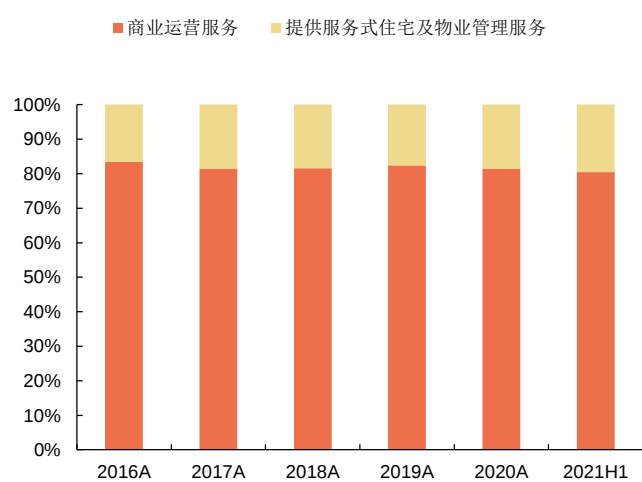
收入结构维持稳定，尚未产生突破。宝龙商业商业运营服务占比在 80%以上，华润万象生活商业运营收入占比在 50%-70%之间。

图25：华润万象生活收入结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

图26：宝龙商业收入结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

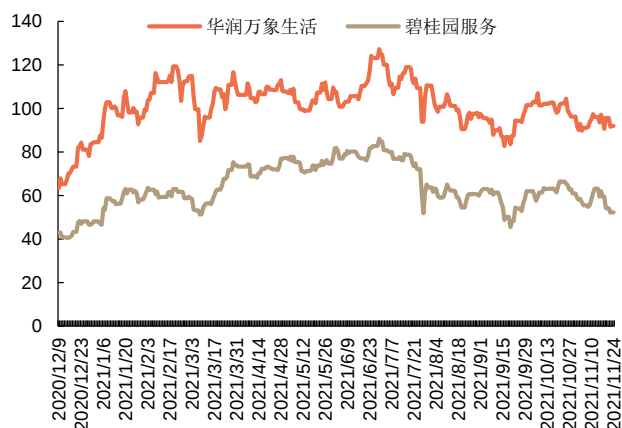
华润万象生活估值高于碧桂园服务。自 2020 年 12 月上市以来，华润万象生活的 PE 倍数一直大幅高于同时期的碧桂园服务。

图27：2019-2021 宝龙商业与碧桂园服务 PE



资料来源：Wind，申港证券研究所

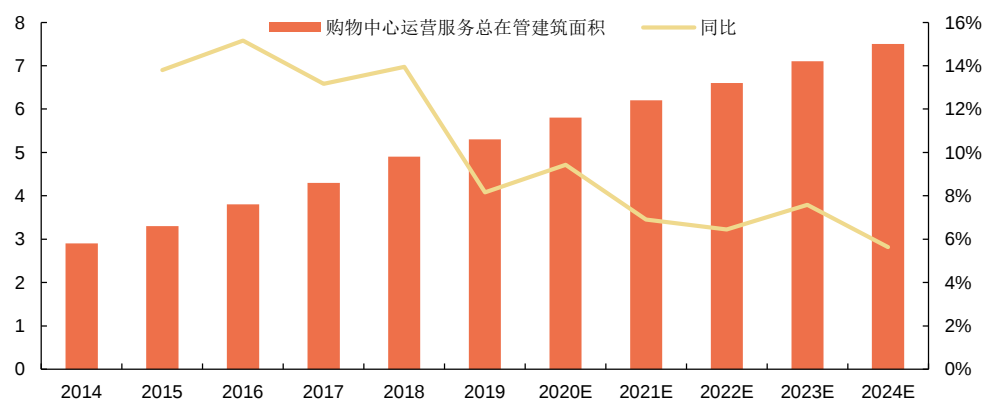
图28：2020-2021 华润万象生活与碧桂园服务 PE



资料来源：Wind，申港证券研究所

商管行业空间大，增速有所放缓：根据 Frost&Sullivan 数据预测，2019-2024 年我国购物中心运营业务的在管建面与收入复合增速分别为 7.1%、9.9%，预测至 2024 年商业运营在管建面将达 7.5 亿平，总收入将达 2789 亿元。

图29：2019-2024 年购物中心运营在管建面 CAGR=7.1%（亿平）

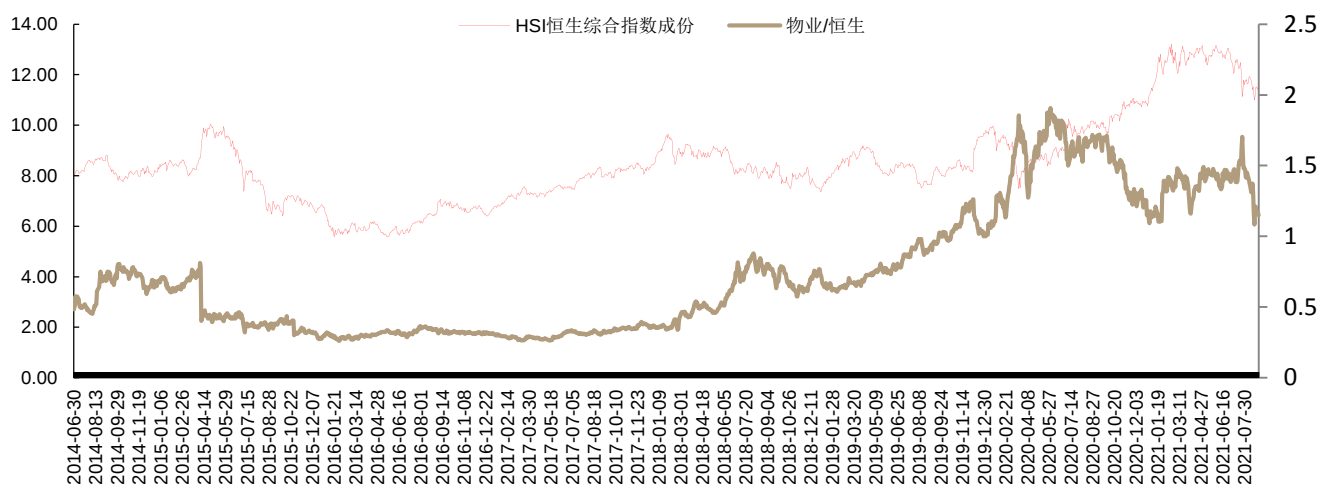


资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 复盘地产行业政策调控与物业板块超额收益

地产政策平稳的时段，物业板块获高超额收益。我们复盘 2014-2021 年房地产行业政策，将 8 年间分成 7 个连续地产调控周期（分成正向、平稳和负向），分别分析各周期物业板块超额收益情况。

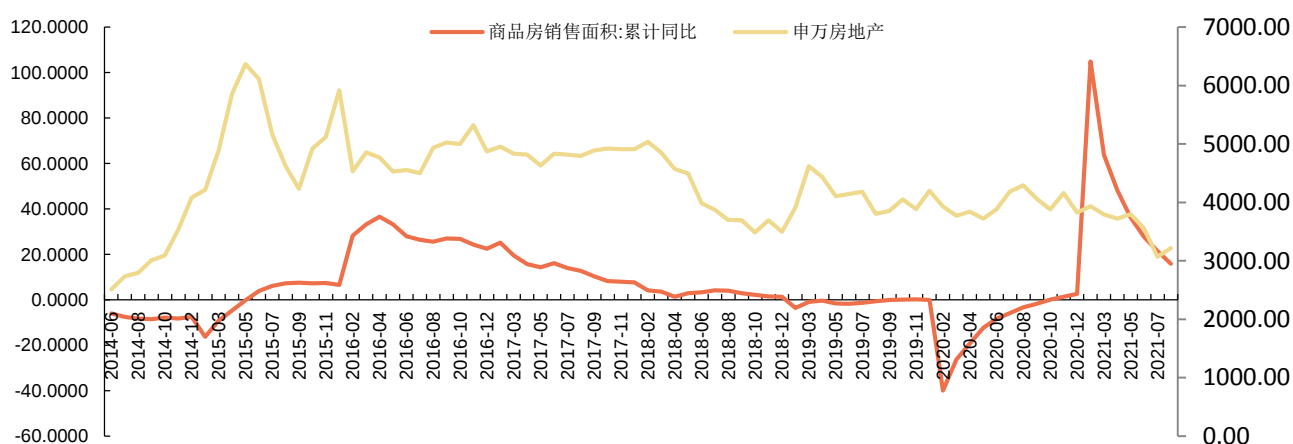
图30：2014.6-2021.10 物业板块超额收益与恒生指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

地产行业政策影响房地产超额收益。行业政策传导到基本面的见效期较长，同时也受货币政策等其他因素影响。正向行业政策周期，地产股绝对涨幅大，大幅跑赢大盘。

图31：2014-2021 商品房销售面积同比与申万房地产指数



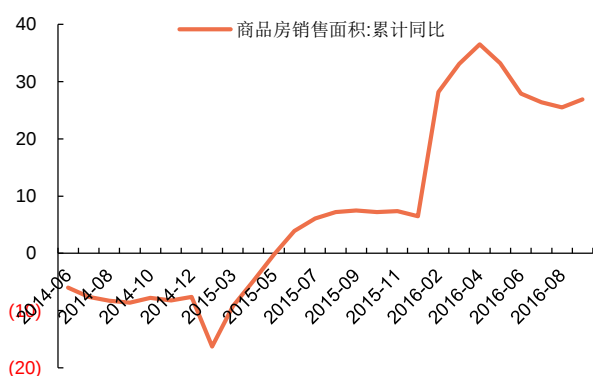
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.1 2014.6-2016.9 放松调控 正向周期

2014 年 6 月证监会通知大力支持首套房需求，同时部分地方政府开始放松限购；央行和银监会于 2014 年 9 月 30 日出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（930 新政），贷款最低首付款比例为 30%；2015 年 3 月 30 日中国人民银行、住建部、银监会联合发布《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，将二套房最低首付比例调整为不低于 40%；2016 年 2 月 19 日，国家三部门联合发布政策，2016 年 2 月 22 日起，房地产交易环节契税、营业税全面下调。

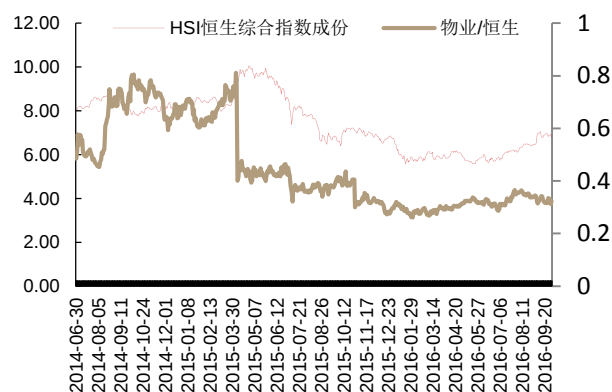
行业政策正向周期，板块跑输。受益持续政策支持，商品房销售面积同比增速大幅提升至 36.5%。在此时间段，物业板块涨跌幅为 -43.54%，恒生指数为 -15.5%，跑输 28.04 个百分点。鉴于该时间段上市物管公司较少，行业代表性较弱。

图32：2014.6-2016.9 商品房销售面积同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图33：2014.6-2016.9 物管板块超额收益



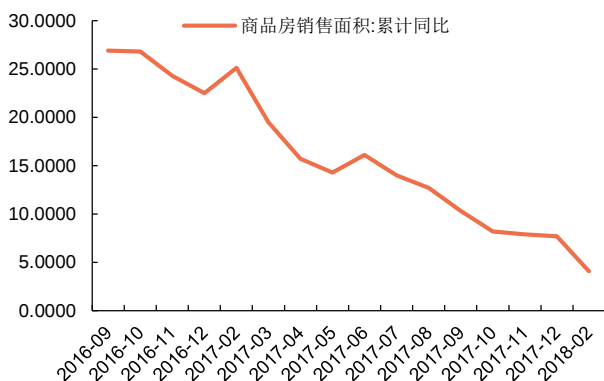
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.2 2016.10-2017.12 因城施策 整体负向周期

2016 年 9 月 30 日，北京市人民政府办公厅转发市住房城乡建设委等部门《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》的通知，从严从细调控，过去首套房首付执行 30%、二套首付 50%的标准，新政首付比例提高了 5%-20%，同时，新政变为认房又认贷；不同级别城市的调控政策先后出台，因城施策，行业政策整体转为负向。

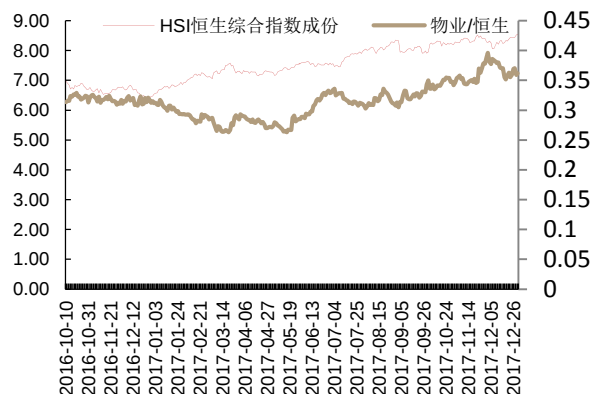
行业政策负向周期，板块跑赢。商品房销售面积同比大幅下滑。在此时间段，物业板块涨跌幅为 41.28%，恒生指数为 22.48%，跑赢 18.8 个百分点。

图34：2016.10-2017.12 商品房销售面积同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图35：2016.10-2017.12 物管板块超额收益



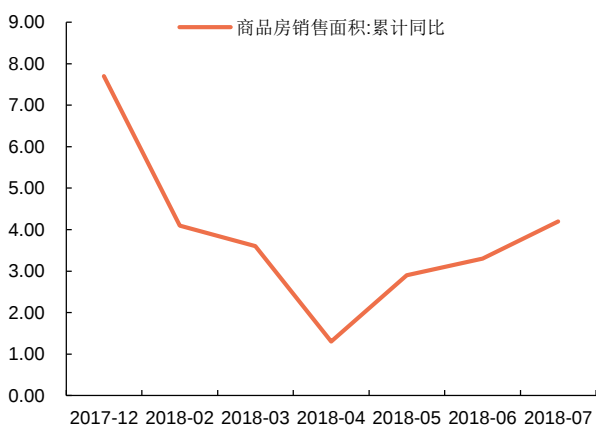
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.3 2017.12-2018.6 短暂政策平稳期

2017年12月，全国住房城乡建设工作会议明确“满足首套刚需，支持改善需求，遏制投机炒房”；12月23日召开的全国住房城乡建设工作会议，提出2018年棚改目标580万套，超市场预期16%；“房住不炒”在2018年3月的全国两会中被正式提出，给全年房地产市场定下主基调。

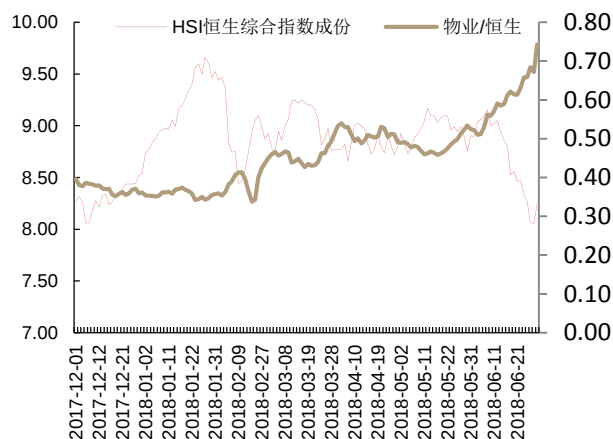
行业政策平稳期，板块跑赢。调控力度虽大，但销售额表现较好。2018年1-6月份全国房地产开发投资和销售情况中，上半年商品房销售额达66945亿元，增长13.2%。今年上半年的销售额已经达到了去年的一半。在此时间段，物业板块涨跌幅为87%，恒生指数为0%，跑赢87个百分点。

图36：2017.12-2018.6 商品房销售面积同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图37：2017.12-2018.6 物管板块超额收益



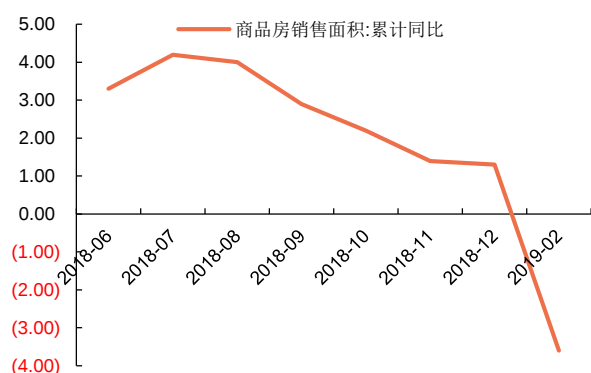
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.4 2018.7-2018.12 “房住不炒”升级 负向周期

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”；深圳发布《关于进一步加强房地产调控促进房地产市场平稳健康发展的通知》在《通知》中，深圳政府颁布了一系列“公寓禁售”、“商品住房禁转让”的规定。

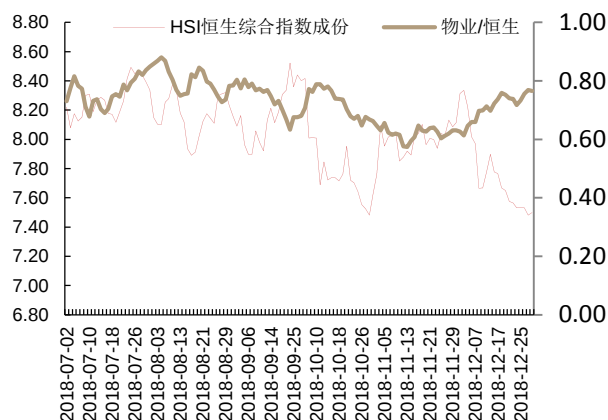
行业政策负向周期，板块跑赢。随着调控升级，销售面积大幅下滑。在此时间段，物业板块涨跌幅为-4%，恒生指数为-9%，跑赢5个百分点。

图38：2018.7-2018.12 商品房销售面积同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图39：2018.7-2018.12 物管板块超额收益



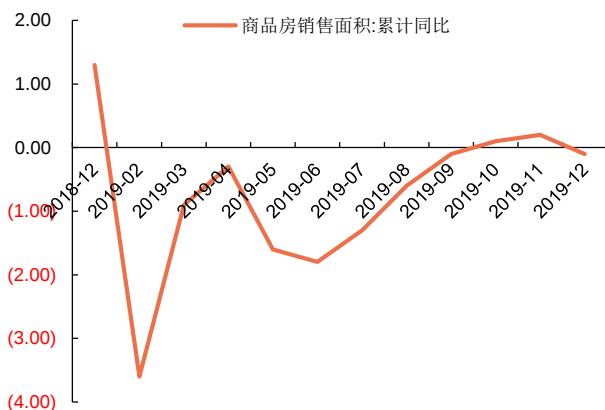
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.5 2019.1-2019.12 平稳周期

1-4 月份，多城调降人才落户门槛，呼和浩特、宁波等市更是出台人才购房补贴这类刺激性政策；5-7 月份，地方调控关注房价红线，苏州、西安等市相继升级调控；8 月份以来，人才新政不断发力，“四限”调控局部放松；7 月 30 日政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

行业政策平稳周期，板块跑赢。随着调控平稳，销售面积企稳。在此时间段，物业板块涨跌幅为 80%，恒生指数为 31%，跑赢 49 个百分点。

图40：2019.1-2019.12 商品房销售面积同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图41：2019.1-2019.12 物管板块超额收益



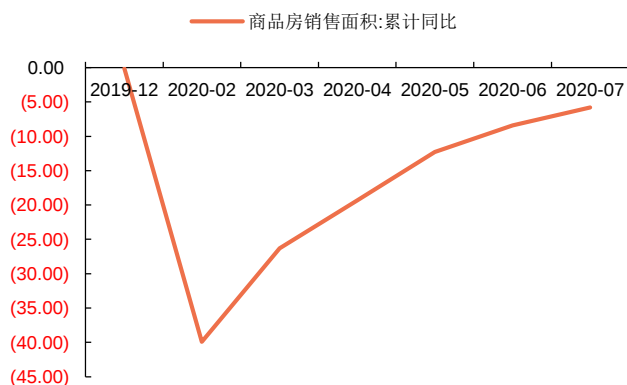
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.6 2020.1-2021.7 “新冠疫情”应对期

1月20日国家卫健委高级别专家组组长钟南山院士在接受央视连线时明确表示，目前可以肯定，此次新型冠状病毒感染的肺炎，存在人传人的现象。受疫情影响，全国多个城市针对房地产市场下发了“暂停经营”的通知，明令禁止售楼处、中介门店继续营业；地方政府部门为稳住房地产市场，纷纷出台一系列地产扶持政策，如西安自然资源和规划局出台10条政策，其中新出让土地原则上可按起始价格的20%确定竞买保证金。

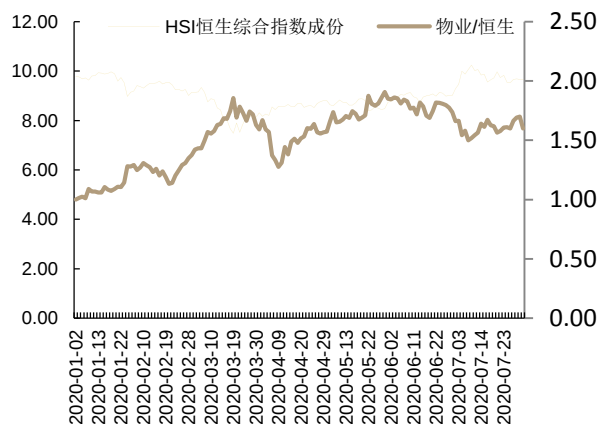
“新冠疫情”应对期，板块跑赢。受疫情影响，2月销售面积大幅下滑，随着地方政府扶持政策，逐渐恢复。在此时间段，物业板块涨跌幅为58%，恒生指数为-1%，跑赢59个百分点。

图42：2020.1-2021.10 商品房销售面积同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图43：2020.1-2020.7 物管板块超额收益



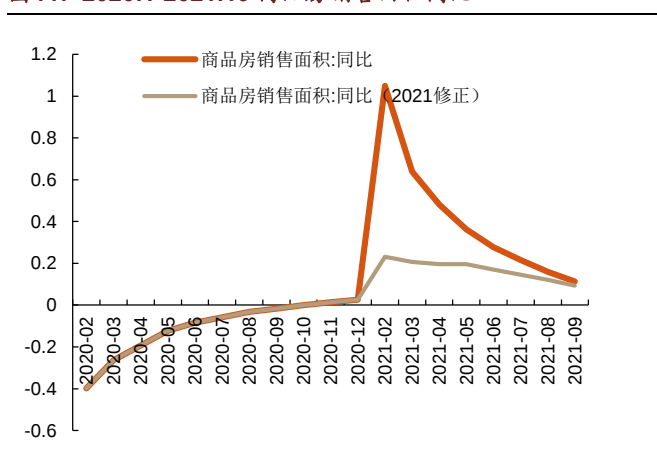
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.7 2020.8-2021.10 “三条红线”叠加“两集中”负向周期

2020年8月20日，央行、住建部北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制，与会房企包括碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、中海、华侨城、绿地、华润和阳光城12家房企，它们也成了首批试点“三道红线”的房企。2021年2月23日至24日，天津、郑州、青岛等城市的自然资源和规划局相继发布“两集中”政策。

行业政策负向周期，板块跑输。在此时间段，物业板块涨跌幅为-24%，恒生指数为18%，跑输42个百分点。

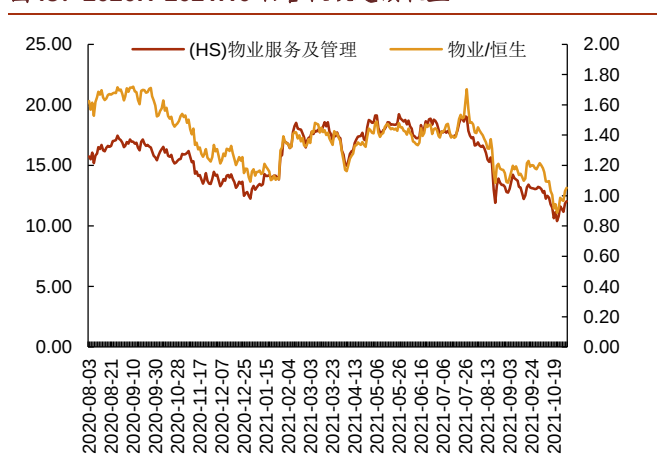
图44：2020.1-2021.10 商品房销售面积同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

注：修正为2021数据比2019年

图45：2020.1-2021.10 物管板块超额收益



资料来源：Wind，申港证券研究所

结论：

地产行业政策影响房地产超额收益。行业政策传导到基本面的见效期较长，同时也受货币政策等其他因素影响。正向行业政策周期，地产股绝对涨幅大，大幅跑赢大盘。

地产政策平稳的时段，物业板块获高超额收益。2014-2016年，由于仅彩生活一家，跑输行业更多的原因在彩生活业务拓展不及预期的原因，不具有行业代表性；2017.12-2018.6和2019.1-2019.12两个时间段，物业板块大幅跑赢恒生指数。因此，当地产行业政策平稳时，物业板块表现较好。

表2：历次行情与地产行业政策汇总

	地产政策	房地产（申万）	物业板块涨跌幅	恒生指数涨跌幅	超额收益
2014.6-2016.9	正向	99%	-43.54%	-15.5%	-28.04%
2016.10-2017.12	负向	-2%	41.28%	22.48%	18.8%
2017.12-2018.6	平稳	-25%	87%	0%	87%
2018.7-2018.12	负向	-5%	-4%	-9%	5%
2019.1-2019.12	平稳	18%	80%	31%	49%
2020.1-2020.7	应对“新冠疫情”	-3%	58%	-1%	59%
2020.8-2021.10	负向	-1%	-24%	18%	-42%

资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 开发的收入贡献比例持续降低

根据前文复盘地产行业政策与物业板块超额收益，我们尝试测算物管公司收入中开发的贡献比例。

物管公司收入可拆分为增量和存量，增量与开发相关。增量业务与开发有关的业务分别是基础物业管理（在管面积增量）、业主增值服务（新房交付装修）、非业主增值服务（新房销售和案场服务等）。

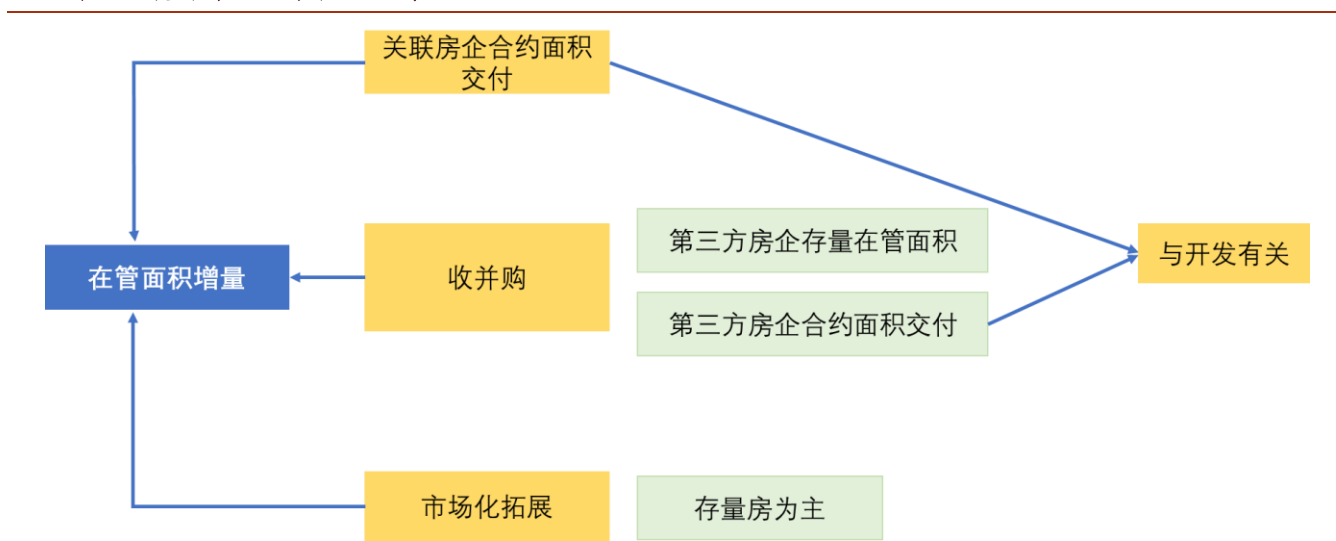
图46：物管公司收入增量和存量划分



资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

在管面积增量中，关联房企交付和收并购与房地产开发相关。在管面积增量主要包括关联房企交付、收并购和市场化拓展，前两个分别与房地产开发有关。

图47：增量在管面积与开发的关系



资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

因此，开发对收入的贡献比=在管面积增量/期末在管面积 * 在管面积增量与开发相关比例 * 基础物业管理收入占比+非业主增值服务收入占比+业主增值服务收入占比 * 新房装修收入比重。

其中，新增在管面积与开发相关的比重=关联房企合约面积交付比重+第三方合约面积交付比重 * (1-存量项目占比)。

以碧桂园服务为代表，我们测算其 2020 年开发对收入贡献比例为 19.6%。碧桂园服务作为行业龙头，业务多元，覆盖基础物业管理、业主增值服务、非业主增值服务、三供一业和城市服务等，自 2018 年上市至 2021 年 10 月 31 日，股价自 8.67 港元升至 60.5 港元，基础物管收入占比持续降低，具备行业代表性。

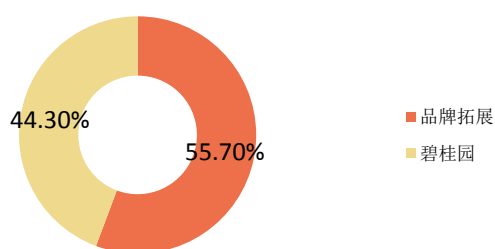
表3：碧桂园服务历年在管面积和合约面积

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021H1
碧桂园销售面积（万平）	6,066	5,416	6,237	6,734	3,185
碧桂园服务在管面积（万平）	12,280	18,150	27,610	37,730	42,910
新增（万平）	3,180	5,870	9,460	10,120	5,180
碧桂园服务合约面积（万平）	32,950	50,500	68,470	82,050	90,070
新增（万平）	12,240	17,550	17,970	13,580	8,020

资料来源：碧桂园服务年报，申港证券研究所

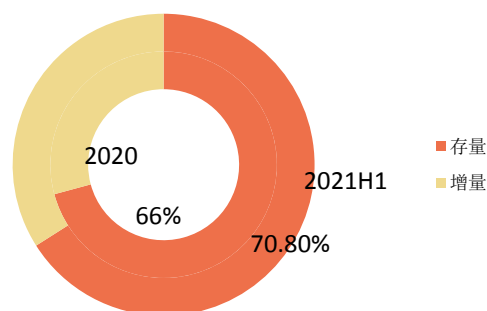
2021H1 新增在管面积与开发相关比重为 60.56%。碧桂园服务 2021 年中报业绩发布会，新增合同管理面积中碧桂园占比 55.7%，存量项目占新增项目比重为 70.8%。

图48：碧桂园服务 2021H1 新增合同管理面积结构



资料来源：碧桂园服务 2021 年中报业绩发布会，申港证券研究所

图49：碧桂园服务 2020 和 2021H1 存量项目占新增项目的比重



资料来源：碧桂园服务 2021 年中报业绩发布会，申港证券研究所

为测算开发对收入贡献比例，做以下假设：

- ◆ 由于社区增值服务收入占比整体不高，其中新房装修部分忽略不计；
- ◆ 在管面积增量在年初即创造收入，存在一定高估；
- ◆ 增量项目与存量项目物业费保持一致；
- ◆ 新增在管面积与开发相关的比重，过去要比 2021H1 要高。

表4：碧桂园服务历年开发收入贡献比例

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021H1
来自开发的收入贡献比例	24.23%	32.18%	28.94%	19.60%	13.03%
新增在管面积与开发相关的比重	24.14%	32.07%	28.84%	19.52%	13.01%
新增在管面积/年末在管面积	64.56%	63.56%	62.56%	61.56%	60.56%
基础物管收入占比	26%	32%	34%	27%	12%
非业主增值服务占比	81.51%	73.70%	65.76%	65.04%	52.74%

资料来源：碧桂园服务 2021 年中报业绩发布会，申港证券研究所

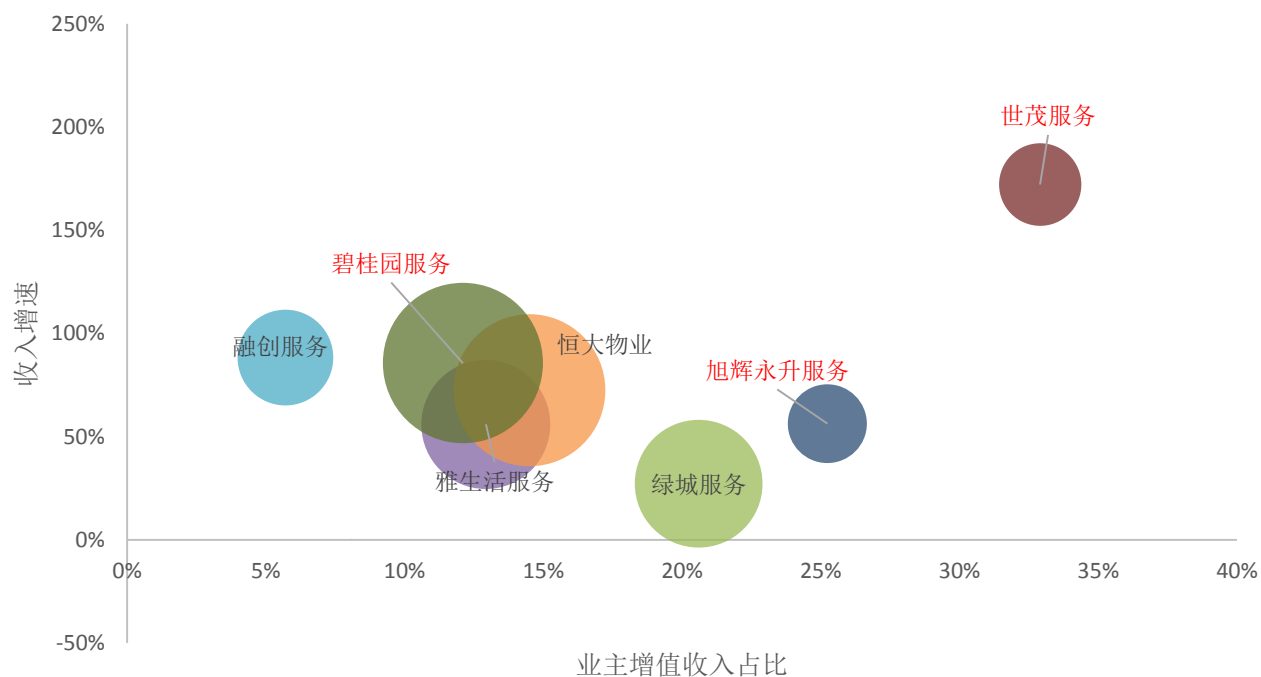
碧桂园服务来自开发的收入贡献比例不断降低，由 2017 年的 24% 降低至 2020 年的 19.6%，其中，2018 年高达 32%。因此，应该理性看待开发承压对于物管公司的影响。

投资建议：在“房住不炒+两集中”等调控环境下，地产开发公司资金压力凸显。房地产开发板块全部为流量业务，相比而言，物业管理板块业务除了流量，还包括基础物管、增值服务等存量业务；以碧桂园服务为例，开发的收入贡献比例不断降低，2020 年已不足 20%。因此需要理性看待开发承压对于物管公司的影响。在地产调控的大环境下，物管公司之间的合并将成为主要趋势，头部物管公司 TOP10 预计市场份额不断提升，建议关注合约面积规模大、增值服务收入占比高、现金流充足的物管龙头。

我们基于物管公司业绩增长速度、增长质量和合约面积规模，筛选出具有规模优势、高增速及业绩高质量的标的，分别是碧桂园服务、旭辉永升服务和世茂服务等。

- ◆ 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，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、旭辉永升服务等占比较高。
- ◆ 合约面积规模，碧桂园服务、恒大物业、保利物业位居前列。

图50：2021H1 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

分析师简介

王源，男，现任职于申港证券，证书编号：S1660521040001。北京大学金融硕士，3年多层次资本市场研究工作经验，研究方向为多层次资本市场改革和物业管理。

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**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。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，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。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（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本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。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本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。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。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

市场基准指数为恒生指数

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