

# 房地产

## 天风问答系列：如何看待明年物业板块的投资机会

证券研究报告

2021年12月18日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业点评:基本面探底放缓,政策合力稳预期——统计局 11 月数据点评》 2021-12-16
- 2 《房地产-行业点评:中央经济工作会议点评:开拓高质量发展之路》 2021-12-12
- 3 《房地产-行业研究周报:土地成交环比升温,楼市因城施策——房地产土地周报 1205》 2021-12-05

**物业行业发生了哪些变化? 1) 政策面持续向好, 引导行业可持续发展:** 政策在引导行业提升管理/规范化水平的同时, 也更倾向于促进经营业态的多元化和物业收费的市场化; 同时随着各地推进物业覆盖率的政策执行落地, 以及老旧小区改造完成, 或将进一步提升存量住房物管渗透率。中长期来看, 行业政策导向整体偏友好, 更有利于形成良好的物管行业可持续发展的经营模式和盈利模式; **2) 行业规模层级明显, 集中度提升:** 21 年以来上市物管公司合约、在管面积延续近年来的高速发展态势, 规模持续实现突破。其中大型物管公司规模分化趋势明显, 平均合约及在管面积显著高于行业均值, 合约在管比维持在 182% 以上, 预计未来行业规模仍将维持高速增长; **3) 非住占比维持高位, 业态更趋多元化:** 上市物管企业加大力度布局商业写字楼、产业园区、医院、学校、交通等具备更高管理门槛的多元化物业管理业态, 同时成立商管品牌, 通过标准化的经营管理措施有效提升公司多元业态的运营能力、形成良好的品牌积累, 未来多元化经营板块有望成为来源稳定的主要收益现金流之一; **4) 规模并购力度加大, 协同三方外拓双轮驱动:** 第三方在管面积占比由 2017 年的 40% 提升至接近 60%, 市场化外拓逐渐成为物管公司低成本扩大管理规模的重要方式。虽然外拓项目占比提升对公司短期整体盈利能力或有一定拖累, 但随着收入结构优化, 长远来看在规模效应和区域密集度优势下物管公司的综合成本有望进一步降低, 同时增值服务业态的渗透对规模面积的盈利将形成良好的补充; **5) 产业链横向纵向整合发展至跨界并购:** 从行业收并购端趋势来看, 从产业链横向、纵向整合, 发展至突破产业链进行跨界并购, 服务业态更趋多元化。我们认为龙头物管公司在未来行业整合过程中更具备估值优势, 可有效消化被并购端估值相对较低的产业链/跨行业公司; 同时, 在头部物管公司全国化布局的规模效应和区域密集度优势下, 通过系统化改造、管理融合、科技赋能等方式, 或可有效提高被并购标的公司运营效率、降低管理运营成本, 从而在扩大营收规模的同时进一步增厚盈利。

### 如何看待压制估值的几个因素?

1) 关联公司信用风险: 2021H1 样本物管公司约 40.6% 的在管面积来自关联方, 非业主增值服务的营收占比接近 17.4%, 粗略估算仍有接近 58% 的营收来自于关联方。从关联方面积占比和非业主增值服务收入占比趋势来看, 两者均呈现逐年下降趋势, 我们相信随着未来物管行业第三方外拓占比的不断扩大, 物管公司对关联地产方的依赖度会逐步降低, 而由此导致的估值压制或将逐步修复。

2) 行业整体竣工交付面积或低于预期: 在当前政策保民生保交付的底线, 我们预计竣工周期的延长对主流物业公司的影响是一个延后效应。竣工交付的延后最终会影响到明后年物业公司在管面积的交付, 在行业风险事件的交叉影响下, 叠加行业销售的放缓, 预计明年竣工增速依然承压, 同时在 22 年开发投资负增长的预期下, 物业行业未来高增速的预期或将与未来竣工交付可能实现的增速不匹配, 从而对行业未来年度营收和利润的增长形成压力。

### 业绩预期会面临修正吗?

主流上市物管企业中, 有 10 家 21、22 年盈利预测一致预期下调, 23 年有 12 家下调。从行业一致预期情况来看, 22、23 年度行业经营业绩预测的下调程度和我们预估的多种因素对行业业绩的影响程度基本一致, 表明物管行业受地产行业的影响在市场的预期之内, 对于估值的压制或已充分体现。而行业估值处于阶段性历史估值底部, 中长期来看行业基本面向好的趋势不改, 行业估值有望迎来较好的修复。

**投资建议:** 随着行业集中度提升, 预计物业管理行业竞争将加剧, 中等规模的物管公司有望通过收购实现规模层级的跨越, 但行业整体并购整合效果有待观察。我们认为物管行业整体正处于成长初期, 未来随着住宅物管集中度不断提升及非住宅业态潜力不断释放, 行业的营收和利润仍将维持高成长性; 同时增值服务业态尚在不断探索和丰富, 从未来增长潜力来看依然具备较大的想象空间。建议重点关注母公司实力较强、经营相对稳健的大中型物管公司 (如碧桂园服务、保利物业、中海物业、招商积余) 和具备独立第三方外拓能力优势的物企 (如旭辉永升服务、金科服务); 同时策略性关注商管业态经营能力强的公司 (如华润万象、宝龙商业)。

**风险提示:** 物管费收缴不及时、人员成本上涨、并购整合不及预期

## 内容目录

1. 物业行业发生了哪些变化? .....	4
1.1. 政策面持续向好, 鼓励引导行业可持续发展 .....	4
1.2. 行业整合加剧, 收并购助力规模突破及业态延伸 .....	5
1.2.1. 行业规模层级明显, 集中度提升 .....	5
1.2.2. 非住占比维持高位, 业态更趋多元化 .....	6
1.2.3. 规模并购力度加大, 协同三方外拓双轮驱动 .....	7
1.2.4. 产业链横向纵向整合发展至跨界并购 .....	8
1.2.5. 毛利率现分化, 成本管控见成效 .....	9
2. 如何看待压制估值的几个因素? .....	10
2.1. 板块估值分化持续, 小型物管持续回调 .....	10
2.2. 多因素制约估值提升, 行业风险有待出清 .....	11
3. 业绩预期会面临修正吗? .....	13
3.1. 政策或迎边际放松, 物企业绩预期有望修正 .....	13
3.2. 哪些公司会胜出? .....	14
4. 投资建议 .....	15
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1: 2017-2021H1 样本物管公司平均在管面积 (单位: 万方) .....	5
图 2: 2017-2021H1 样本物管公司平均合约面积 (单位: 万方) .....	5
图 3: 2018-2021h1 样本物管公司在管面积增速 .....	5
图 4: 2018-2021h1 样本物管公司合约面积增速 .....	5
图 5: 2017-2021H1 样本物管公司合约在管比 .....	6
图 6: 2017-2021H1 样本物管公司非住宅业态在管面积占比 .....	6
图 7: 2017-2021h1 物管公司第三方在管面积占比 .....	7
图 8: 2021H1 部分样本公司新增合约面积来源结构 (单位: 万平) .....	7
图 9: 2017-2021h1 物管公司历年毛利率 .....	9
图 10: 2017-2021h1 物管公司历年销管费率 .....	9
图 11: 2018-2021h1 物管公司历年加权平均 ROE .....	9
图 12: 2020h1-2021h1 样本物管公司平均 PE .....	10
图 13: 2020h1-2021h1 样本物管公司估值情况 (30 家) .....	10
图 14: 2021h1 样本物管公司在管&合约估值比 (21 家) .....	11
图 15: 2017-2021H1 来自关联方的基础物管面积占比 .....	11
图 16: 2017-2021H1 非业主增值服务营收占比 .....	11
图 17: 全国销售面积预测及同比 .....	12
图 18: 全国销售额预测及同比 .....	12
图 19: 全国房地产开发投资额及累计增速 .....	12
图 20: 全国竣工面积预测及同比 .....	12

图 21: 物业板块 2021 年 1 月 1 日-2021 年 12 月 16 日 PE-BAND .....	14
图 22: 样本物管公司 PE/中报的业绩增速 (30 家) .....	15
表 1: 2021 年物管行业重要政策汇总 .....	4
表 2: 近年样本物管公司布局商写物管情况 .....	7
表 3: 2021 年部分物管企业收并购情况 .....	8
表 4: 2021-2023 年物管企业净利润盈利预测修正 .....	13

## 1. 物业行业发生了哪些变化？

### 1.1. 政策面持续向好，鼓励引导行业可持续发展

2021 年国家在促进物业行业规范化、市场化发展方面进一步细化政策。针对物业管理行业缺乏行之有效的监督机制，1 月份住建部等十部门出台《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，明确要求建立物业服务信息公开制度和物业服务企业信用管理制度，从提升物业管理服务水平、强化物业服务监管等六方面对提升住宅物业管理水平和效能提出要求。“十四五”规划中明确提出加强物业服务监管，要求企业整顿内部，规范运营。住建部等八部门联合发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》。在因城施策的基调下，重点整治涉及物业服务的相关问题。

同时，地方政府相继出台新规，鼓励、引导、规范物管行业的发展。《杭州市物业管理条例》提出物业服务人不得泄露在物业服务中获取的业主、非业主使用人的个人信息等一系列规定。《上海市住房发展“十四五”规划》提出深化完善物业服务市场机制，推行物业服务价格评估制度，利用市场对物业服务进行规范调节。青岛市政府鼓励物业服务企业拓展业务范围，发展物业中介新业态和新模式同时规范物业服务企业从事房地产中介活动。

整体来看，2021 年物管行业政策的导向更趋向于鼓励和引导行业规范化发展，进一步保障人民美好生活。在行业竞争加剧、企业快速规模化扩张的阶段，政府监管的加强有利于避免和规范在资本化进程中可能出现的一些“乱象”，维持行业的健康和可持续发展。政策在引导行业提升内外部管理水平和规范化水平的同时，也更倾向于促进物业行业经营业态的多元化和物业管理收费的市场化。同时随着各地政府推进物业覆盖率的政策执行落地，以及老旧小区改造完成，将进一步提升存量住房中物业管理渗透率。中长期来看，行业政策导向整体偏友好，更有利于形成良好的物业管理行业可持续发展的经营模式和盈利模式。

表 1：2021 年物管行业重要政策汇总

时间	发文部门	政策文件	政策内容
1 月 5 日	住建部等十部门	《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	从提升物业管理服务水平、强化物业服务监督管理等 6 方面对提升住宅物业管理水平和效能提出要求
3 月 1 日	十三届全国人大四次会议	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加强物业服务监管、提高物业服务覆盖率、服务质量和标准化水平；督促业委会和物业服务企业履行职责，改进社区物业服务管理
3 月 2 日	国务院	关于实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接	提升安置区社区管理服务水平
3 月 3 日	青岛市政府	《关于支持物业服务企业开展房地产中介服务有关意见的通知》	鼓励物业服务企业拓展业务范围，发展物业中介新业态和新模式，规范物业服务企业从事房地产中介活动
3 月 9 日	商务部 流通发展司	关于公开征求《城市一刻钟便民生活圈建设（征求意见稿）》意见的通知	建立多方共商共管机制，探索成立由物业公司、居民代表等组成的社区商业管理机构或自律组织
4 月 6 日	住建部等	《关于加快数字家庭提高居住品质的指导意见》	推进数字家庭系统基础平台与智慧物业管理等平台的对接，完善标准体系建设
6 月 18 日	发改委民政部	关于印发《“十四五”民政事业发展规划》的通知	规划中社区治理体系和社区养老成为重点工程
7 月 23 日	住建部等 8 部门	《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》	重点整治物业服务等房地产相关领域的突出问题
8 月 9 日	杭州市人大	《杭州市物业管理条例》	明确建立物业管理信息网络系统，明确对物业服务行为的监管规范要求
8 月 13 日	上海市人民政府	《上海市住房发展“十四五”规划》	深化完善物业服务市场机制，建立“质价相符”的物业服务市场调节机制，推行物业服务价格评估制度，落实物业服务企业服务质量主体责任
9 月 2 日	发改委、住建部	关于加强城镇老旧小区改造配套设施建设的通知	推行物业专业化管理

资料来源：国务院、商务部、发改委、各地方政府住建部、天风证券研究所

## 1.2. 行业整合加剧，收并购助力规模突破及业态延伸

受政策面的持续支持，物管行业实现快速发展，行业竞争也在加剧。在地产行业“三道红线”下，房企融资端收紧，地产开发业务增速放缓，物管行业成为房企多元化发展的重要通道。而当前物管企业上市筹集资金较充足，资本涌入加快行业整合，物管企业通过收并购快速实现规模层级的突破，中小企业加速向龙头集中。从 2021 年物管行业一级市场情况来看，热度依然不减，截止目前物管上市企业已超过 50 家，我们以其中 30 家核心上市物管公司数据来观察行业的变化和趋势。

综合考虑公司代表性和数据披露情况，我们剔除上市公司中规模相对较小的物管公司，将样本范围定为截至 2021 年 6 月 30 日已披露半年报且 2020 年营收在 10 亿元以上的 30 家上市物管公司（下称“样本物管公司”），对 2021 年上半年业绩表现、经营情况等内容进行梳理。我们认为选用营收作为分类标准最能反映物管公司的业务规模。同时顺应行业的分化趋势，对比不同规模公司的经营成果，我们按照 2020 年营收进行分组：营收大于 100 亿元的 4 家为“大型物管公司”，30-100 亿元的 9 家为“中型物管公司”，10-30 亿元的 17 家为“小型物管公司”。

大型物管公司包括：碧桂园服务、恒大物业、绿城服务、雅生活服务 4 家上市公司；中型物管公司包括：招商积余、保利物业、华润万象生活、中海物业、世茂服务、融创服务、彩生活、金科服务、旭辉永升服务 9 家上市公司；小型物管公司包括：新城悦服务、建业新生活、卓越商企服务、远洋服务、宝龙商业、荣万家、时代邻里、中奥到家、佳兆业美好、合景悠活、南都物业、奥园健康、新大正、金融街物业、正荣服务、特发服务、建发物业 17 家上市公司。

### 1.2.1. 行业规模层级明显，集中度提升

21 年以来上市物管公司在管面积、合约面积延续近年来的高速发展态势，规模持续不断实现突破。从体量上看，2021 上半年物管公司在管面积、合约面积较去年同期均有较大提升，规模体量上的差距也进一步拉大。

图 1：2017-2021H1 样本物管公司平均在管面积（单位：万方）



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

图 3：2018-2021h1 样本物管公司在管面积增速



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

图 2：2017-2021H1 样本物管公司平均合约面积（单位：万方）



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

图 4：2018-2021h1 样本物管公司合约面积增速

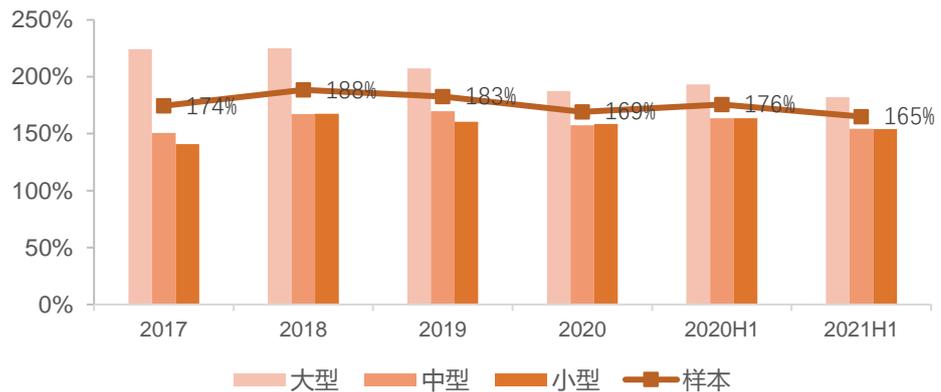


资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

其中大型物管公司规模分化趋势明显，平均合约及在管面积显著高于行业均值，行业集中度进一步提升。预计物业管理行业竞争将加剧，企业需要根据自身条件明确战略方向，持续探索和适时布局多元化业态，从而保持长期可持续的稳健增长。

从增速上看，小型物管公司因在管面积、合约面积基数较低，同比增速高于大中型物管公司。自 19 年以来，各类物管公司在管面积年增速均保持在 30%以上，合约面积年增速均保持在 20%以上；合约在管比维持在 141%以上的高位，其中大型公司合约在管比均大于 182%，物管行业充沛的合约储备项目有效保障未来年度在管面积的结转，发展前景广阔。未来年度随着政策支持、老旧小区改造的完成和房地产行业竣工恢复多重利好下，我们预计行业规模依然会保持较快增长。

图 5：2017-2021H1 样本物管公司合约在管比

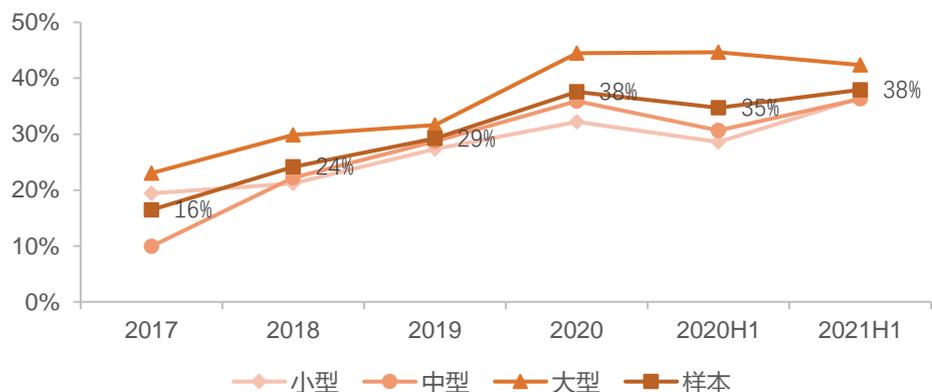


资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

### 1.2.2. 非住占比维持高位，业态更趋多元化

上市物管企业加大力度布局非住宅业态，包括商业写字楼、产业园区、医院、学校、交通等具备更高管理门槛的多元化物业管理业态。近年来头部物管公司纷纷成立自己的商业物管品牌以满足和适应自身发展需求，如保利物业 19 年成立星云企服，中海物业 19 年成立海纳万商等，新城悦服务 20 年成立诚悦时代。各类规模物管公司非住宅业态在管面积占比逐年稳步提升，其中大型物管公司非住宅业态在管面积占比已接近 45%。在物管公司多元化发展战略下，通过标准化运营管理等措施，将有效提升公司多元业态的运营能力，形成良好的品牌积累，未来多元化经营板块有望成为来源稳定的主要收益现金流之一。

图 6：2017-2021H1 样本物管公司非住宅业态在管面积占比



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

表 2：近年样本物管公司布局商写物管情况

品牌成立时间	关联地产	物业企业	品牌
2021	碧桂园	碧桂园服务	收购富力物业
2020	新城控股	新城悦	诚悦时代
2020	正荣地产	正荣服务	荣企
2019	绿城中国	绿城服务	绿城云享
2019	保利地产	保利物业	星云企服
2019	中海地产	中海物业	海纳万商
2018	旭辉集团	旭辉永升服务	悦泽商办
2005	华润置地	华润万象生活	-

资料来源：Wind、各公司年报半年报、乐居财经、天风证券研究所

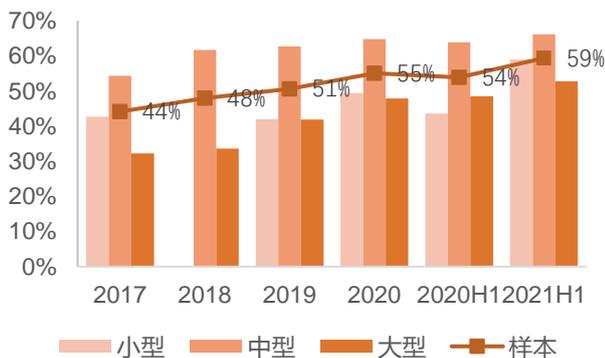
### 1.2.3. 规模并购力度加大，协同三方外拓双轮驱动

近年来物管行业高速发展，物管公司自身关联的地产集团所交付的在管面积已经不能完全满足公司在管面积的增长目标，物管行业的竞争已渐渐由关联方增量盘的竞争转为第三方存量和增量盘的竞争阶段，这促使物管公司发展第三方外拓市场和进行收并购。

第三方外拓作为轻资产路径，前期不需要投入大量成本；同时也能较好体现公司管理能力和品牌效应。自 2017 年以来，第三方在管面积占比由约 40% 提升至接近 60%，中型物管公司第三方外拓比例相对最高，小型和大型物管公司分化未见明显差异，可见市场化外拓逐渐成为物管公司低成本扩大管理规模的重要方式；其中金科服务、旭辉永升、保利物业和绿城服务新增市拓面积占新增合约面积的比例均超过 70%，市拓能力为行业中较为优秀的水平。虽然外拓项目占比提升对公司短期整体盈利能力或有一定拖累，但随着收入结构优化，长远来看在规模效应和区域密集度优势下物管公司的综合成本有望进一步降低，同时增值服务业态的渗透对规模面积的盈利将形成良好的补充。

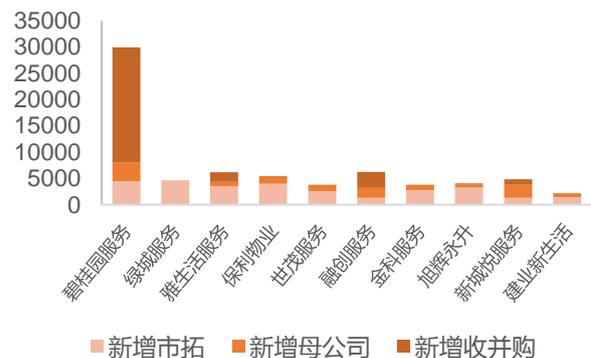
\*因数据局限，包含第三方外拓与收并购

图 7：2017-2021H1 物管公司第三方在管面积占比



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

图 8：2021H1 部分样本公司新增合约面积来源结构（单位：万平）



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

收并购作为物管公司最直接的快速扩大区域和业态覆盖面的实现规模跨越的方式，今年主流物管公司频频出手，规模物管企业收并购力度加大，超 10 亿并购案增多。受制于“三道红线”等政策，房企融资端收紧，为缓解流动性压力，部分房企出售物业资产：龙湖智慧服务收购亿达服务；花样年收购绿润物业。此外，具备一定规模的物企并购力度加大，碧桂园在 2021 年下半年收并购金额超百亿，包括以不超过 100 亿元的代价收购富良环球 100% 的股权；以不超过 33 亿元的代价收购邻里乐控股 100% 的股权。

收并购规模加大使得行业集中度快速提高，马太效应更加明显；同时，规模物管企业凭借完善的品质服务体系和良好的服务口碑，通过市场化招投标获取中小开发商的新盘和存量盘资源，将促进物管行业集中度进一步提升。

### 1.2.4. 产业链横向纵向整合发展至跨界并购

同时收购标的向多元化方向发展，物管公司业务得以外延。2021年物管企业不再局限于传统的住宅、商业物业等业务，业务通过收并购向外延伸，环卫、技术等业务成为物管企业热门收购标的。从物管企业收并购标的来看，2021年物管收并购集中在增值服务、城市环卫、商管服务、技术赋能等方向；增值服务领域，物业企业并购大多围绕生活零售、保险、房屋经纪与家居展开。旭辉永升以6.96亿元收购美凯龙物业商管80%的股权；城市环卫涉及地下治理等专业领域，旭辉永升、佳兆业美好等物企通过收并购涉足；融创服务、银城生活服务通过收购商管公司拓展物业管理范畴。物业管理企业通过多元化方向收并购以优化自身的业务结构、突破技术壁垒，抢占新兴领域的市场。

表3：2021年部分物管企业收并购情况

时间	公司名称	收购标的	对价(万元)	标的类型	股权占比
10月15日	旭辉永升	上海美凯龙物业	69600	为家居商场提供物业管理服务	80%
9月30日		湖南美中环境	5819.1	环卫项目营运及管理	51%
9月1日	远洋亿家	郑州远鑫物业	-	物管公司	100%
6月23日	彩生活	北京达尔文国际物业	-	物管公司	100%
8月27日	佳兆业美好	河北保定市政环境	36960	城市综合服务	70%
11月8日	融创服务	融乐时代	180000	商业运营管理	100%
9月30日	康桥悦生活	西安立丰物业	16407	物管公司	80%
7月1日	银城生活服务	银城国际商业物业	1161.7	物管公司及生活小区增值服务	100%
8月20日	世茂服务	无锡市金沙田科技	84240	智慧环保	60%
6月10日	方圆房服	方恒资讯技术	450	资讯技术应用、网站软件开发等	100%
2月8日	新城悦服务	云柜网络	3293.13	智能仓储设备销售、租赁；仓储服务；网络技术服务	100%
1月18日	合景悠活	雪松智联科技	131600	智慧城市运营服务	80%
3月4日	龙湖智慧服务	亿达服务	127300	产业园区、写字楼、公共服务、学校等物业服务	100%
7月5日	花样年	绿闵物业	126000	物业管理及增值服务	100%
4月27日	恒大物业	恒大保险经纪	3919.83	保险经纪	100%
5月20日	正荣服务	正荣商业	89100	商业运营及管理	99%
4月13日	碧桂园服务	碧桂园商管	2000	商管服务	100%
2月25日		蓝光嘉宝服务	484700	综合性物业服务	65%
9月20日		富力物业	1000000	综合性物业服务	100%
9月28日		邻里乐	330000	物管公司	100%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

从行业收并购趋势来看，从产业链横向、纵向整合，发展至突破产业链进行跨界并购，服务业态更趋多元化。我们认为龙头物管公司在未来行业整合过程中更具备估值优势，可有效消化被并购端估值相对较低的产业链/跨行业公司；同时，在头部物管公司全国化布局的规模效应和区域密集度优势下，通过系统化改造、管理融合、科技赋能等方式，或可有效提高被并购标的公司运营效率、降低管理运营成本，从而在扩大营收规模的同时进一步增厚盈利。

收并购的高效整合，无论是在住宅业态扩大在管规模、加深区域管理密度，还是在非住宅业态方面快速构建对于商写、学校、医院、社区媒体等类型服务能力的提升都大有帮助。同时如在未来行业融资政策松动、收并购政策不纳入考核的前提下，物管企业也可依靠其集团公司对其它地产业务的收并购进而兼并其物业子版块获得管理面积的快速提升，如远洋服务依靠远洋地产收购红星地产从而获得红星物业，其中规模较大的国企央企类物业公司（如华润万象生活、保利物业、中海物业等）可能会有更多机会。

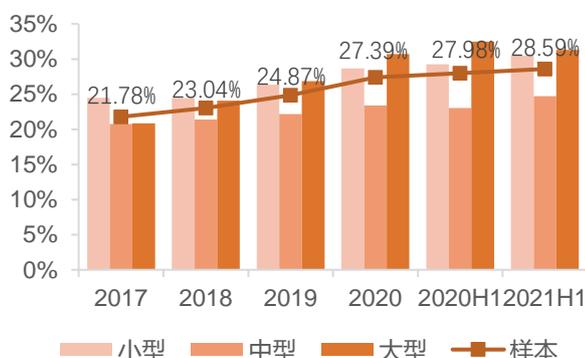
### 1.2.5. 毛利率现分化，成本管控见成效

随着收并购和市场外拓的来的第三方在管面积占比的提升，关联地产公司对对应物管企业的贡献度相对减小，在收入结构的变化下毛利率愈发成为企业整体经营管理能力的体现。

样本组 30 家行业主流上市物管公司毛利率近年来稳步上升，销管费率持续下降，行业总体运营能力和盈利能力逐步提高；分公司规模来看，截至 2021 年上半年末，小型、大型物管公司毛利率约 30%，比中型物管公司高出近 6 个百分点；销管费率以大型企业为最优，大、中、小型企业呈阶梯式向上。其中，中型企业费率改善较为明显；大中型企业行业分化和规模效应显著；各类型企业成本管控可见成效，费率差距逐渐缩小。未来随着行业集中度的进一步提升，物管公司毛利率的差异或进一步加大。

样本组 30 家行业主流上市物管公司 ROE 集体下滑，2021H1 ROE 均值 9.5%较去年同期下滑 5pct，较去年全年下滑 10pct；而样本组整体平均毛利率自 19 年来一直维持在 25%-30% 之间，一定程度上体现了物管企业的盈利能力较为稳定，ROE 下滑主要源于再融资带来的杠杆水平的回落而非盈利能力的回落，未来随着再融资完成和收并购收益的贡献度提升 ROE 或将得到一定程度的修复。

图 9：2017-2021h1 物管公司历年毛利率



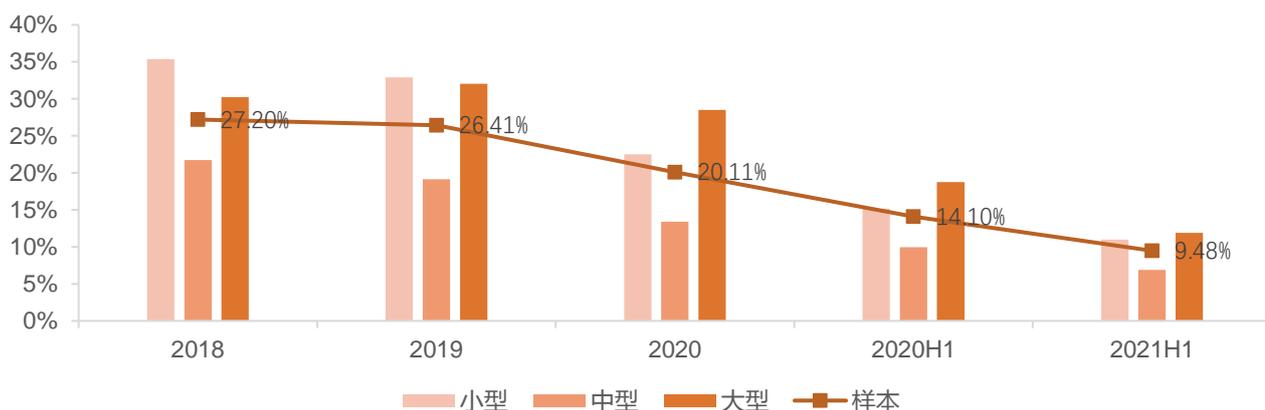
资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

图 10：2017-2021h1 物管公司历年销管费率



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

图 11：2018-2021h1 物管公司历年加权平均 ROE



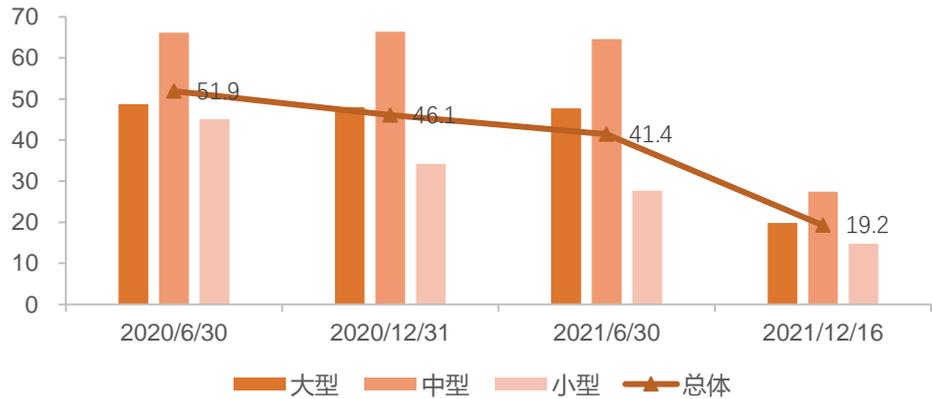
资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

## 2. 如何看待压制估值的几个因素？

### 2.1. 板块估值分化持续，小型物管持续回调

本次我们选择 30 家规模靠前的物管公司样本进行分析，对 2021 上半年的估值表现、经营情况和未来预期进行内容梳理。截至 2021 年 12 月 16 日，样本物管公司整体 PE 倍数为 19.2 倍，较去年底的 46.1 净下降 26.8X，调整幅度达到 58.2%。整体来看，大中型物管公司估值享有较多溢价，基本保持稳定的形态；小型物管公司 PE 均值折价较多而使整体样本 PE 均值处于较低水平，板块估值分化持续。

图 12：2020h1-2021h1 样本物管公司平均 PE

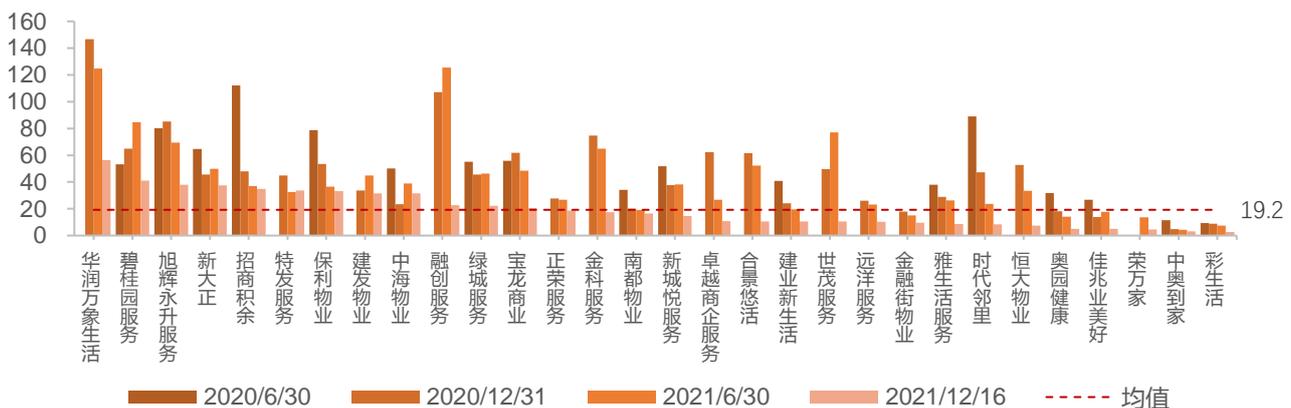


资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

其中，个股间估值出现较大分化：华润万象生活、碧桂园服务、旭辉永升服务、新大正、招商积余、特发服务、保利物业、建发物业、中海物业、融创服务、绿城服务、宝龙商业等公司 PE 高于均值 19.2X；而正荣服务、金科服务、南都物业、新城悦服务等在 15X-20X 的区间；金融街物业、雅生活服务、时代邻里恒大物业等公司则低于 10X。从个股估值变化程度来看，中海物业和建发物业估值分别为 31.4X 和 31.5X，较上年末分别净提升+8.3X 和-2.1X，估值变化程度最小；恒大物业、合景悠活、卓越商企服务、时代邻里等企业估值调整较多，比去年同期估值下降超过 80%。

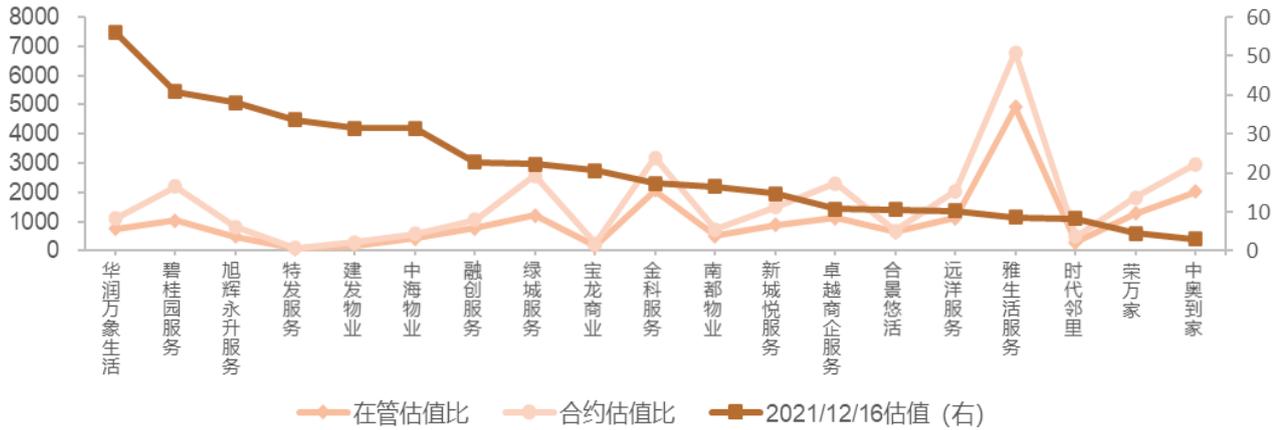
估值在平均线 19.2X 以上的 12 家物管公司中，大型物管占 2 家、中型物管为 6 家，而 17 家小型物管仅入围 4 家；估值低于 10X 的 9 家物管公司其中 6 家来自小型物管公司，1 家为中型物管公司（彩生活），两家为大型物管公司（恒大物业、雅生活）；规模效应估值分层较为明显。目前来看以并购为主的大型物管公司雅生活服务估值水平相对较低，一定程度上说明市场对其并购效果持观望态度，而恒大物业、奥园健康、佳兆业美好、彩生活等物管公司则为其母公司信用风险拖累估值低迷。

图 13：2020h1-2021h1 样本物管公司估值情况（30 家）



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

图 14：2021h1 样本物管公司在管&合约估值比（21 家）



资料来源：Wind、中指研究院、天风证券研究所

## 2.2. 多因素制约估值提升，行业风险有待出清

今年以来，在地产行业政策全面调控下，房企风险事件频发，而物业管理行业的合约在管面积的主要来源于地产开发企业的项目竣工交付，从而引发市场对于行业未来交付结转收入的不确定性的担忧。

### 1) 关联公司信用风险担忧：

由 P7，图 7-2017-2021h1 物管公司第三方在管面积占比可知，虽然近年来物管公司第三方外拓在管面积占比不断上升，但截止到 2021H1 样本物管公司仍有接近 40.6% 的在管面积交付来自于地产关联方；而非业主增值服务也大多来自于母公司/兄弟公司关联业务，样本公司 2021H1 非业主增值服务的平均营收占比接近 17.4%。按关联方交付在管面积占比粗略估算，则仍有接近 58% 的营收来自于关联方。从今年部分地产公司陆续发生风险事件开始，在物管行业基础在管面积与增值服务板块仍有相当比例来源于母公司或兄弟公司的物业交付/关联交易的情况下，因可能发生的关联地产公司信用危机导致的交付面积和非业主增值服务收入的不确定性或将显著影响公司营收和利润，从而导致行业估值承受较大压力。

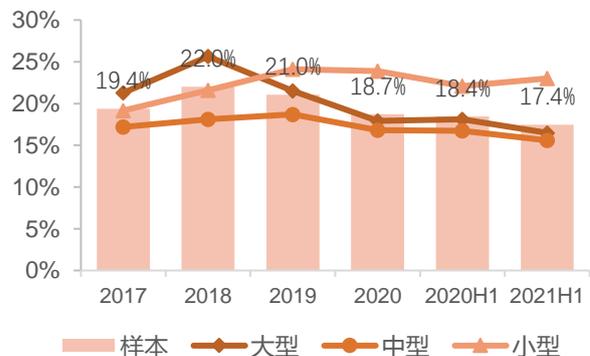
从关联方面积占比和非业主增值服务收入占比趋势来看，两者均呈现逐年下降趋势，我们相信随着未来物管行业第三方外拓占比的不断扩大，物管公司对关联地产方的依赖度会逐步降低，而由此导致的估值压制或将逐步修复。

图 15：2017-2021H1 来自关联方的基础物管面积占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：2017-2021H1 非业主增值服务营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

2) 行业整体竣工交付面积或低于预期的影响:

在宏观政策严调控下，地产行业销售增速逐渐步入放缓周期。一方面，当期合同销售影响到地产行业未来 2-3 年的竣工结转与物业行业管理面积交付的预期，我们预计 2022 年全国商品房销售面积同比增速为-6.3%，全国商品房销售金额同比增速为-6.1%，从行业整体合同销售预期来看，物业行业从 2022 年开始营收压力将有所增加；另一方面，今年因频发的房企风险事件导致开发投资放缓、项目停工和交付延后。其中包括自有项目暂停施工、合作项目交叉影响等，行业整体竣工交付的不确定性加大，这与我们对房地产投资开发额的预测一致（预计 2022 年开发投资同比-2.6%，而 19-20 年较高的开发投资增速将对 21-22 年度的施工竣工面积形成一定支撑）。

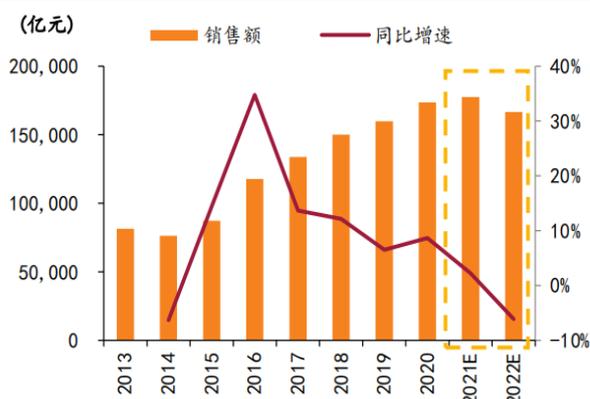
在当前政策保民生保交付的底线下，我们预计竣工周期的延长对主流物业公司的影响是一个延后效应。去年因受疫情影响，房地产竣工周期有所延长，竣工增速处于历年来来的低位，市场预计今年竣工将有较大幅度增长。而在地产行业严调控下，从今年实际的竣工数据来看，仅取得不到 3% 的较低增速。竣工交付的延后最终会影响到明后年物业公司在管面积的交付，在行业风险事件的交叉影响下，叠加行业销售的放缓，预计明年竣工增速依然承压，同时在 22 年开发投资负增长的预期下，物业行业未来高增速的预期或将与未来竣工交付可能实现的增速不匹配，从而对行业未来年度营收和利润的增长形成压力。

图 17：全国销售面积预测及同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 18：全国销售额预测及同比



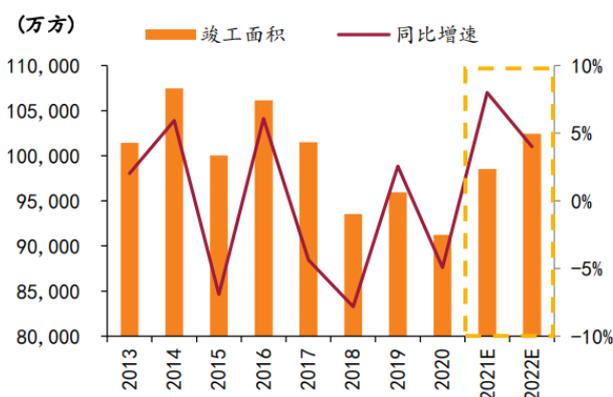
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：全国房地产开发投资额及累计增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：全国竣工面积预测及同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 业绩预期会面临修正吗？

#### 3.1. 政策或迎边际放松，物企业绩预期有望修正

从盈利预测层面，今年以来，受部分房地产开发企业风险事件的影响，市场对物业行业前景和物企经营存续性产生一定程度的担忧，同时随着 21 年下半年房企销售的下滑，部分物管企业的盈利预测和业绩预期面临向下修正，根据对比主流上市物管企业未来 2~3 年行业一致预测，年初至今具备净利润一致预测的 24 家物管企业中有 10 家下调了 21 和 22 年净利润预期，其中招商积余、保利物业和金融街物业下调幅度均超过 10%；而具备 2023 年净利润一致预测的 22 家物管企业中则有 12 家下调了净利润预期，其中恒大物业、绿城服务、招商积余、建业新生活等 6 家物管公司下调幅度均超过 10%，佳兆业更是下调超过 30%。我们预计在未来地产行业政策松绑及销售恢复的前提下，物管企业盈利预测和业绩预期或将得到一定程度的修复。

表 4：2021-2023 年物管企业净利润盈利预测修正

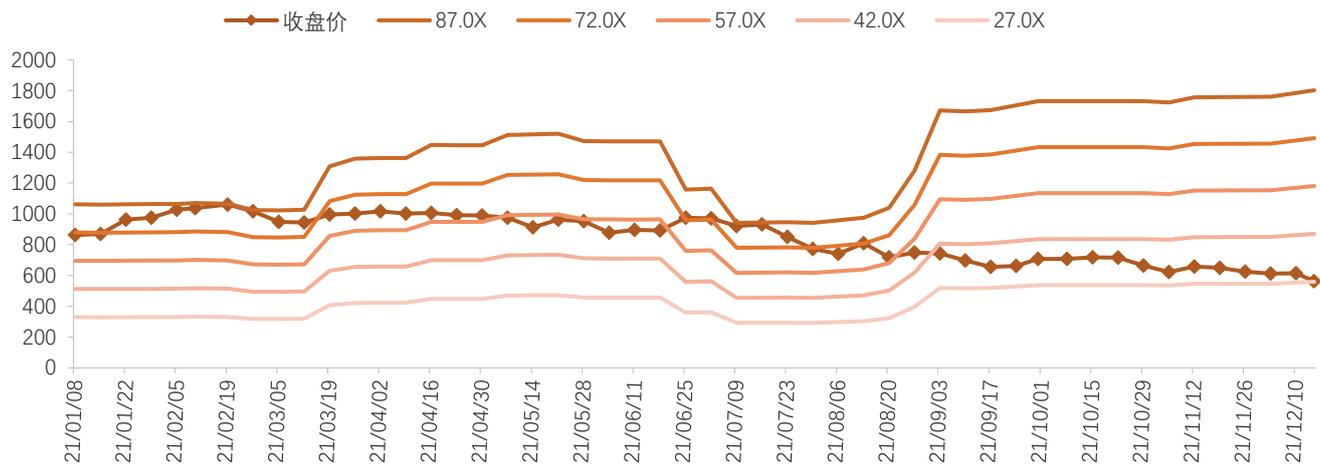
证券简称	2021 净利润预测变动%	2022 净利润预测变动%	2023 净利润预测变动%
碧桂园服务	19.72	31.84	-3.31
恒大物业	-	-	-10.72
绿城服务	9.21	11.13	-10.77
雅生活服务	8.18	15.70	15.04
招商积余	-27.02	-27.63	-14.77
保利物业	-11.14	-14.43	4.08
华润万象生活	11.22	15.41	8.86
中海物业	3.33	10.65	1.20
世茂服务	-4.10	-8.38	-1.15
融创服务	3.92	0.97	6.33
彩生活	-	-	-
金科服务	5.24	11.29	-1.51
旭辉永升服务	5.51	4.37	2.22
新城悦服务	5.34	4.48	1.78
建业新生活	7.31	12.94	-12.41
卓越商企服务	-1.17	-1.39	-
远洋服务	-	-	-0.37
宝龙商业	5.34	9.17	0.80
荣万家	-	-	-
时代邻里	-0.07	-0.75	-0.16
中奥到家	-	-	-
佳兆业美好	-2.39	-6.46	-30.39
合景悠活	20.69	31.99	-10.06
南都物业	-1.69	-4.85	-
奥园健康	-5.69	2.88	-
新大正	1.12	15.23	1.44
金融街物业	-11.24	-18.67	-6.42
正荣服务	-3.05	-4.09	6.20
特发服务	16.52	10.29	-
建发物业	-	-	-

资料来源：WIND 一致预期、天风证券研究所；附注：2021 与 2022 年为年初和最新 12.14 日的净利润预测对比，2023 年为一季度末与最新 12.14 日的净利润预测对比

整体上，从行业一致预期情况来看，22、23 年度行业经营业绩预测的下调程度，和我们预估的多种因素对行业业绩的影响程度基本一致，表明物管行业受地产行业的影响在市场的预期之内，对于估值的压制或已充分体现。

在上述多种因素的制约下，从行业历史估值表现来看，物业板块整体估值从年初的 71X 逐步降低到年末的 27X，处于阶段性历史估值底部。我们认为行业短期内或持续受风险事件影响，估值存在突破历史估值区间底部的可能性。中长期来看，行业基本面向好的趋势不改，待地产行业风险出清，市场对于物业管理公司业绩的不确定性的顾虑消除，估值有望迎来较好的修复。

图 21：物业板块 2021 年 1 月 1 日-2021 年 12 月 16 日 PE-BAND



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3.2. 哪些公司会胜出？

从板块历史表现来看，具备持续扩张能力和增值服务渗透能力的大型物管公司（如碧桂园服务），依靠母公司实力和庞大的在管面积更易享有估值溢价：1）高市值下的充裕流通股本更能容纳资金流通；2）稳定供应的基础物管面积和高估值下的行业整合能力可以抵消部分竣工交付不确定性所带来的风险；3）在政府关系和公众认知层面已形成的市场影响力和品牌、口碑的积累均能助力公司长远的可持续发展；4）全国布局的相对完善和区域密集度的深化将更好地促进公司市场化外拓、增值服务的延伸和非住宅业态的探索和发展。

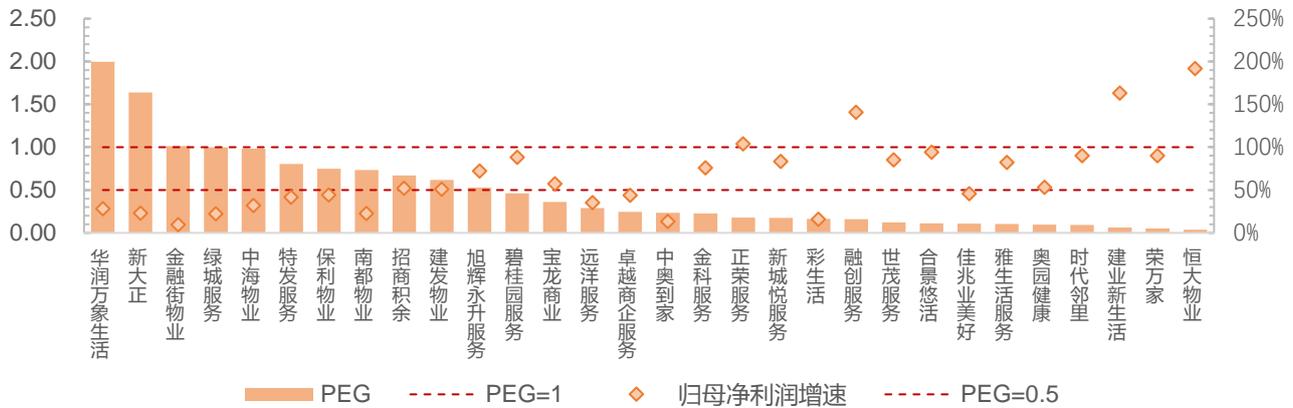
第三方独立外拓能力强的物业管理公司（如旭辉永升、金科服务）同时享有估值溢价：第三方独立外拓作为低成本的轻资产经营模式，体现的是公司的运营管理能力和品牌效应，旭辉永升和金科服务虽在规模上处于中型物管公司层级，但凭借其良好的独立外拓能力享受了第一梯队的估值溢价。中长期来看，具备较强独立外拓能力的物管公司受行业风险因素的影响较小，业务的可持续性较强，未来有望快速实现规模层级的突破。

商业运营管理业态经营能力强的公司（如华润万象、宝龙商业）：华润万象作为 05 年就已布局商业领域的老牌商管品牌，其市场估值溢价近年一直保持在前三水平，而一向重视发展商业物管的宝龙商业更是成为小型物管公司中进入估值排名前列的公司。

考虑大多数物管公司在未来两到三年仍保持较高业绩增速，我们使用即期的 PE 倍数（截止日 12 月 16 日的的数据）/近三年归母净利润复合增速，粗略考察各家物管公司的投资潜力。高 PE/G 倍数在某种程度上代表在相对较低的增速下，市场给予公司的较高溢价。A 股中的新大正、特发服务、招商积余 PE/G 倍数排于前列；港股华润万象生活、绿城服务、中海物业、保利物业、建发物业 PE/G 倍数居前；在本次市场回调后，PE/G 倍数大于 1 的物管公司仅包括华润万象生活、新大正、金融街物业、绿城服务。而 PE/G 倍数越低，说明公司的市盈率较低，或业绩增速较高，存在低估的可能性。PE/G 值小于 1 而大于 0.5

的公司有中海物业、保利物业、招商积余、旭辉永升服务等共计 7 家；而碧桂园服务、宝龙商业、远洋服务、卓越商企服务、金科服务、新城悦服务等共计 19 家上市物业公司 PE/G 倍数在 0.5 倍以下。

图 22：样本物管公司 PE/中报的业绩增速（30 家）



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4. 投资建议

随着行业集中度提升，预计物业管理行业竞争将加剧，加大布局非住宅业态、发展第三方外拓、继续调整改善运营能力或是物企未来主要的发力方向，中等规模的物管公司有望通过收并购实现规模层级的跨越，但行业整体并购整合效果有待观察。我们认为物管行业整体正处于成长初期，未来随着住宅物管集中度不断提升及非住宅业态潜力不断释放，行业的营收和利润仍将维持高成长性；同时增值服务业态尚在不断探索和丰富，从未来增长潜力来看，依然具备较大的想象空间。**建议重点关注母公司实力较强、经营相对稳健的大中型物管公司（如碧桂园服务、保利物业、中海物业、招商积余）和具备独立第三方外拓能力优势的物企（如旭辉永升服务、金科服务）；同时策略性关注商管业态经营能力强的公司（如华润万象、宝龙商业）。**

## 5. 风险提示

风险提示：物管费收缴不及时，人员成本上涨，并购整合不及预期

- 1) 物管费收缴不及时：**物管费收缴不及时会使得物管公司应收账款堆积，坏账拨备增加导致利润侵蚀；
- 2) 人员成本上涨：**雇员薪资福利增加，会使得整体成本上升，毛利率下降，从而影响拉低公司净利率水平；
- 3) 并购整合不及预期：**由于当前物管公司多借助收并购手段扩大公司规模，若存在并购整合无法顺利开展，或整合后效果不及预期，可能会导致公司运营资金使用效率降低，影响公司盈利表现

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com