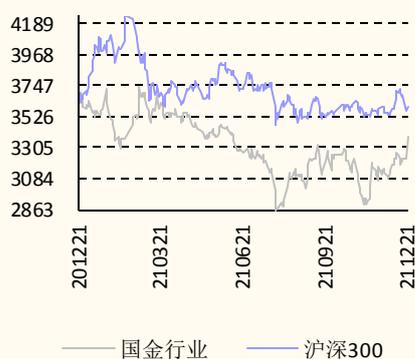


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	3390
沪深300指数	4913
上证指数	3625
深证成指	14689
中小板综指	14145



相关报告

- 1.《按揭改善销售下行，地产投资仍承压-11月统计局数据点评》，2021.12.15
- 2.《最大变化是从“稳市场”到“稳行业”-中央经济工作会议点评》，2021.12.12
- 3.《冬去春来-地产年度策略》，2021.12.6
- 4.《郑州土拍降温，碧桂园服务融资80亿港元-地产周报》，2021.11.21
- 5.《销售下滑幅度达年内最大，开发投资跌幅扩大-10月统计局数据点...》，2021.11.16

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

整合加速，风物长宜放眼量

核心观点

- **短期稳健优先推荐国企，长期效率为主推荐民企。**今年地产行业动荡较大，房企暴雷不断，物管板块估值也随之承压。我们预计明年春节过后，地产行业竞争格局会变得明朗，届时物管板块估值也会随之修复。短期来看，国企物管公司因为关联房企稳健而享有更高确定性和估值，我们看好已经出台股权激励计划的**保利物业**。中长期来看，物管公司自身的运营效率高将决定其估值高低。在这一点上，我们认为民营物业公司更可能胜出。主要看好两类：第一，受益于物业行业整合加速，规模大幅提升，增值服务方面探索出成熟产品线后能快速起量的头部物管公司，推荐**碧桂园服务**。第二，基础物管密度高，口碑好，且在增值服务方面发展有方的区域龙头物业公司。这些物业公司的关联房企流动性危机解除后，未来估值修复弹性较大。推荐**金科服务、建业新生活**。
- **政策面预计持续友善。**虽然物业是地产的子行业之一，但不同于经常被调控的地产行业，物业行业受到政策的颇多支持。今年以来，住建部和各个地方政府都出台了诸多支持物业公司做好质价相符，以及鼓励物业公司探索各类增值服务的文件。我们认为，物业公司是政府基层治理的重要抓手，无论是疫情期间的防疫工作，还是突发灾难（比如河南7月的洪灾）时的救援工作，物业公司均做出了突出贡献。我们预计未来在政策面上，仍会获得诸多支持和鼓励，而非打压。
- **地产行业出清，物管板块承压。**今年4月至今，物管板块的整体股价走势跟地产基本一致。截至2021年12月21日，恒生物管指数相较2021年4月20日下跌了47%，同期克而瑞内房股领先指数下跌40%。我们认为这主要是因为地产行业出清，诸多房企面临生死问题，这使得市场对于物管公司未来成长性产生质疑，也对公司未来控制权归属担忧提升，关联房企的存活问题成为决定物管公司估值的核心因素。
- **整合加速，头部物企逆势提升份额。**根据国金地产不完全统计，2021年上市物管公司在并购方面的现金支出合计超过300亿元人民币，相较2020年翻了一倍以上。碧桂园服务是今年并购市场上的最大买家，其对蓝光嘉宝服务、富力物业和彩生活核心资产这三笔并购的对价都在几十亿甚至达百亿元。仅这三笔并购将为碧桂园服务带去至少2.5亿方在管面积，相当于其2020年底在管面积的66%。我们认为，在管规模和密度（背后是业主体量和消费潜力）是物业公司做好业主增值服务的基础，行业整合加速有利于头部公司更快扩大规模、加深密度，进而更快打通可行的社区增值服务业务线，加速第二成长曲线的实现。
- **上市热潮退却，规模赛接近尾声。**今年新上市物业公司9家，数量是去年的一半。我们认为主要因为：①板块估值回调，且分化明显，中小物业公司上市意义减弱。②部分房企流动性出现问题，不得不将旗下拟上市的物业公司出售以换回现金。我们预计明年万物云和龙湖智慧服务上市后，由于刚上市的头部物管公司对规模增长仍有诉求，并购市场预计还将维持一定热度。到明年年底，预计物管行业的规模竞赛或将迎来尾声，届时在管规模的排名情况将趋向稳定。

风险提示

- 关联房企竣工和销售大幅下滑；并购整合不顺；增值服务开展进度不及预期

内容目录

2021 年回顾	3
股价承压且分化	3
板块估值回调，物管公司上市速度放缓	4
整合加速，头部物企逆势提升份额	6
2022 年展望	7
政策面预计持续向好	7
上市热潮退却，规模赛接近尾声	8
社区增值服务持续发力	9
短期稳健优先，推荐国企物业	10
长期效率为主，推荐民企物业	11
风险提示	11
重点公司简析	12
金科服务（目标价 71.54 港元/股，“买入”评级）	12
建业新生活（目标价 7.02 港元/股，“买入”评级）	12

图表目录

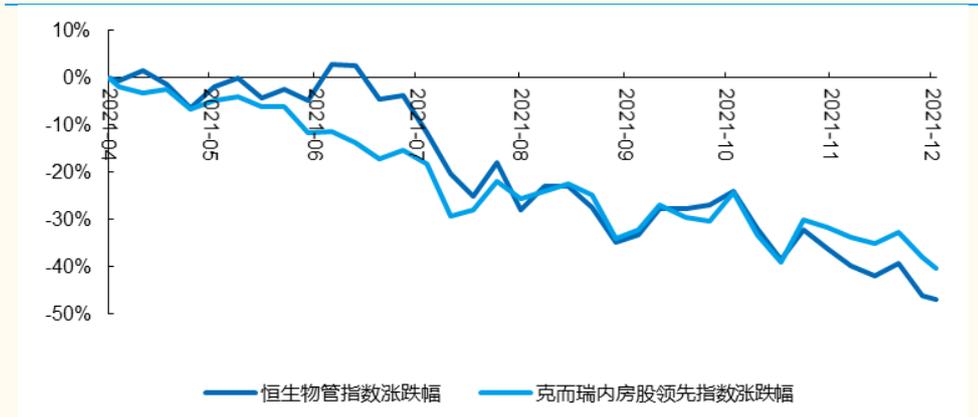
图表 1: 恒生物管指数和克而瑞内房股领先指数涨跌幅走势基本一致	3
图表 2: 保利物业和保利发展今年的股价涨跌幅	3
图表 3: 建发物业和建发国际今年的股价涨跌幅	3
图表 4: 碧桂园服务和碧桂园今年的股价涨跌幅	4
图表 5: 旭辉永升服务和旭辉控股今年的股价涨跌幅	4
图表 6: 金科服务和金科股份今年的股价涨跌幅	4
图表 7: 建业新生活和建业地产今年的股价涨跌幅	4
图表 8: 2014-21 年新上市物管公司数量	4
图表 9: 今年以来物管板块 PE 估值大幅调整	5
图表 10: 2021 年物管公司递表和新上市情况梳理	5
图表 11: 上市物管公司 2021 年部分并购梳理	6
图表 12: 2021 年物业行业重点政策梳理	7
图表 13: 物管公司 PE 估值分化表	8
图表 14: 20 家上市物管公司合并后的 2018-1H21 的收入构成变化	10
图表 15: 20 家上市物管公司合并后的 2018-1H21 的毛利润构成变化	10
图表 16: 上市国企物管公司 PE (ttm) 走势	11
图表 17: 房企未来 12 个月到期债务情况	11

2021 年回顾

股价承压且分化

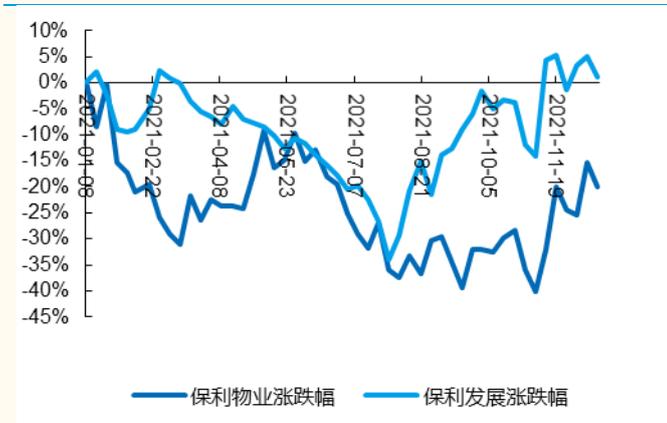
- **地产行业出清，物管板块承压。**今年 4 月至今，物管板块的整体股价走势跟地产基本一致。截至 2021 年 12 月 21 日，恒生物管指数相较 2021 年 4 月 20 日下跌了 47%，同期克而瑞内房股领先指数下跌了 40%。我们认为，这主要因为地产行业今年动荡较大，行业整体现金流承压，诸多房企面临生死问题，这使得市场对于物管公司未来的成长性产生质疑，也对公司未来控制权归属担忧提升，关联房企的存活问题成为决定物管公司估值的核心因素。
- **个股之间股价表现分化显著。**本次地产行业出清，暴雷多是民营房企，国企开发商在一定程度上是受益者，未来集中度有提升空间，地产行业国企民企之间股价表现分化明显。对应到物管板块也是如此，国企民企分化明显。举例来看，保利发展和保利物业股价走势均于 7 月开始修复；今年销售实现逆势高增长的国企开发商建发国际，截至 2021 年 12 月 21 日，今年以来股价涨幅超过 30%，旗下的建发物业也受益于关联房企高确定性的增长，今年股价录得 40% 以上涨幅。而民营物管公司，不管是头部的碧桂园服务，还是成长性较高的旭辉永升服务、金科服务和建业新生活今年以来股价均有所下跌。

图表 1：恒生物管指数和克而瑞内房股领先指数涨跌幅走势基本一致



来源：Wind，国金证券研究所 注：以 2021 年 4 月 20 日当天收盘价为初始价格，因恒生物管指数于当天开始生效。

图表 2：保利物业和保利发展今年的股价涨跌幅



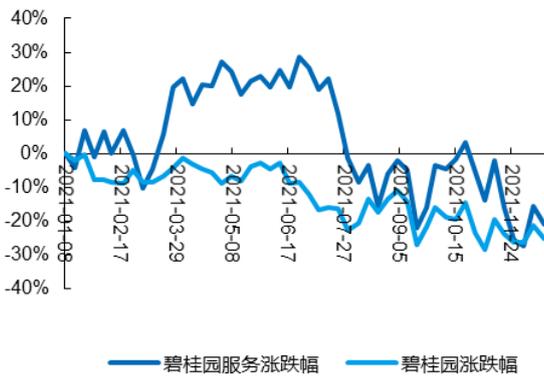
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：建发物业和建发国际今年的股价涨跌幅



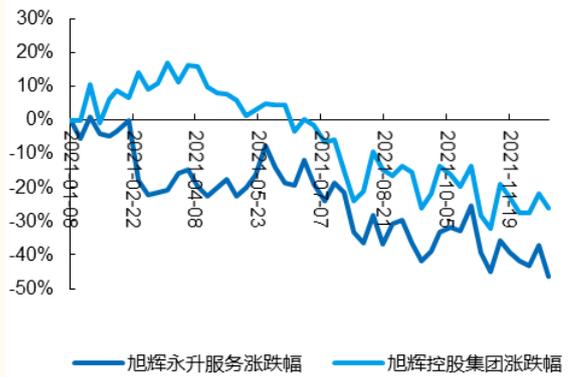
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4: 碧桂园服务和碧桂园今年的股价涨跌幅



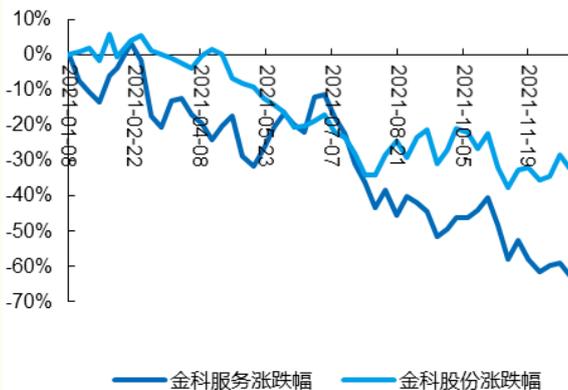
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 旭辉永升服务和旭辉控股今年的股价涨跌幅



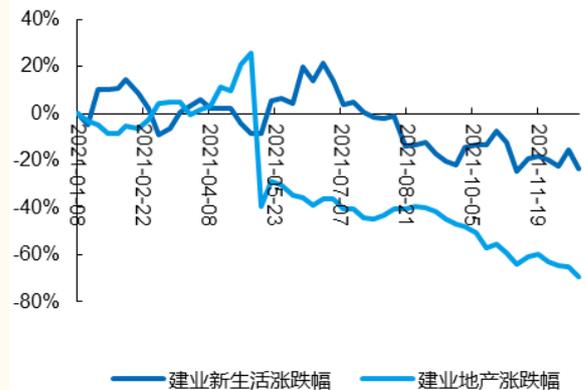
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 金科服务和金科股份今年的股价涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 建业新生活 and 建业地产今年的股价涨跌幅

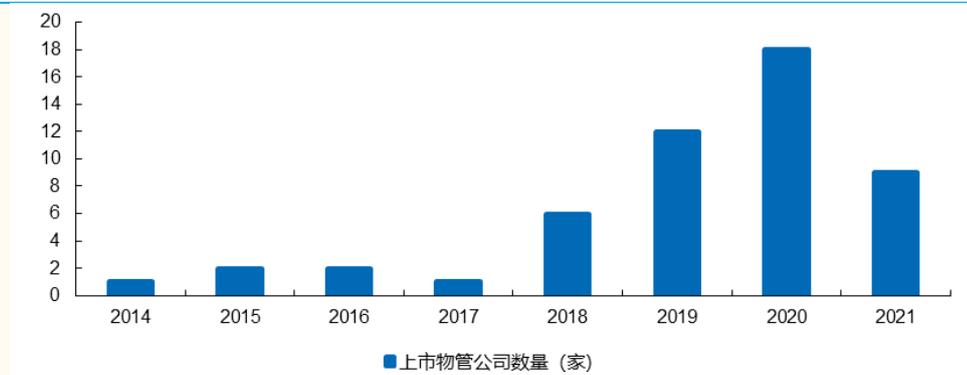


来源: Wind, 国金证券研究所

板块估值回调, 物管公司上市速度放缓

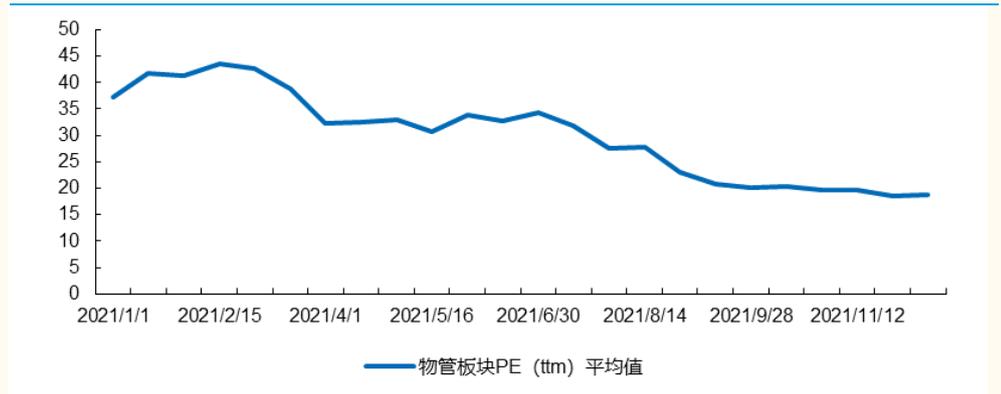
- 根据国金地产统计, 2021 年新上市物管公司 9 家, 数量仅为去年的一半。我们认为主要有 3 点原因: ①今年房地产行业动荡较大, 影响了物管板块估值, 上市物管公司整体 PE (ttm) 平均值从年初的 37x 调整到现在的 18x; ②当前物管板块估值分化明显, 关联房企较弱或者没有关联房企的物管公司估值都不高, 而目前拟上市的物管公司大多属于这类, 当前阶段较难获得投资人关注, 上市意义减弱。③部分房企流动性出现问题, 不得不将旗下拟上市的物业公司出售以换回现金。

图表 8: 2014-21 年新上市物管公司数量



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 今年以来物管板块 PE 估值大幅调整



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 2021 年物管公司递表和新上市情况梳理

公司名称	递表时间	当前进度
新希望服务	2021 年 1 月 13 日	已上市
德信服务	2021 年 1 月 18 日	已上市
世纪金源服务	2021 年 1 月 22 日	失效, 再次递表
朗诗绿色服务	2021 年 1 月 25 日	已上市
中骏商管	2021 年 1 月 28 日	已上市
领悦服务	2021 年 2 月 9 日	已上市
康桥悦生活	2021 年 2 月 9 日	已上市
新力服务	2021 年 3 月 10 日	关联房企暴雷, 曾与金科服务洽谈收购事宜
天誉青创智联	2021 年 3 月 26 日	失效
中南服务商业	2021 年 3 月 29 日	失效, 再次递表, 目前已过聆讯
海悦生活控股	2021 年 4 月 23 日	失效
富力物业	2021 年 4 月 26 日	已被碧桂园服务收购
明宇商服	2021 年 4 月 28 日	失效, 再次递表
中梁百悦智佳	2021 年 4 月 29 日	失效, 再次递表
东原仁知城市服务	2021 年 4 月 30 日	失效, 再次递表
融信服务	2021 年 5 月 4 日	已上市
京城佳业	2021 年 5 月 10 日	已上市
德商产投服务	2021 年 5 月 25 日	已上市
祥生活服务	2021 年 5 月 28 日	失效
力高健康生活	2021 年 6 月 9 日	失效, 再次递表
阳光智博	2021 年 6 月 11 日	撤销上市, 与万物云换股
禹佳生活服务	2021 年 6 月 11 日	第一次递表是 2020 年 12 月, 本次是二次递表
长城物业	2021 年 6 月 16 日	暂未上市
众安智慧生活	2021 年 6 月 24 日	暂未上市
俊发七彩服务	2021 年 6 月 27 日	暂未上市
上房服务	2021 年 6 月 28 日	暂未上市
润华物业	2021 年 6 月 29 日	暂未上市
融汇悦生活	2021 年 6 月 30 日	暂未上市
珠江城市服务	2021 年 6 月 30 日	暂未上市
鲁商生活服务	2021 年 7 月 3 日	暂未上市
世纪金源服务	2021 年 7 月 26 日	这是二次递表

苏新美好生活服务	2021年8月30日	暂未上市
金茂物业	2021年8月31日	暂未上市
中南服务商业	2021年9月3日	这是二次递表
万盈服务	2021年9月20日	暂未上市
明宇商服	2021年11月4日	这是二次递表
东原仁知城市运营服务	2021年11月11日	这是二次递表
中梁百悦智佳	2021年11月24日	这是二次递表

来源: Wind, 国金证券研究所

整合加速，头部物企逆势提升份额

根据国金地产统计，2021年上市物管公司在并购方面的现金支出合计超过300亿元人民币，相较2020年翻了一倍以上。下半年物业行业并购项目落地速度加快，主要因为地产行业自7月份开始进入下行趋势，房企暴雷不断，不少房企为了自救不得不出售旗下物业公司。碧桂园服务今年在并购市场上尤为活跃，成为了3笔对价高达几十亿甚至百亿的大并购买家。碧桂园服务对蓝光嘉宝服务、富力物业和彩生活的核心资产的这三笔并购将为其带去至少2.5亿方的在管面积，相当于其2020年底在管面积的66%。

我们认为，规模和密度（背后是业主数量和消费潜力）是物业公司做好业主增值服务的基础，行业整合加速有利于头部公司更快扩大规模、加深密度，进而更快打通可行的社区增值服务业务线，加速第二成长曲线的实现。我们认为在基础物管的增量项目竞争上，物业公司之间的竞争是零和博弈。但在业主增值服务的业务线上，物业公司之间更多是战友而非对手。头部物业公司打通某项增值业务，对其他物业公司来说是一件好事。我们认为头部物管公司探索和发展业主增值服务的土壤，会因为本次整合加速会变得更为成熟。

图表 11: 上市物管公司 2021 年部分并购梳理

序号	物管公司	日期	并购标的	主要类型	收购对价 (百万元)	股权比例	对应估值 (百万元)
1	碧桂园服务	2021/9/20	富力物业	物业管理	10,000	100%	10,000
2	碧桂园服务	2021/3/22	蓝光嘉宝服务	物业管理	5,432	71%	7,633
3	碧桂园服务	2021/9/28	邻里乐控股 (彩生活核心资产)	物业管理	3,300	100%	3,300
4	恒大物业	2021/1/29	宁波雅太酒店 物业	物业管理	1,500	100%	1,500
5	合景悠活	2021/1/17	雪松智联科技 集团有限公司	物业管理	1,316	80%	1,645
6	永升生活服务	2021/10/15	红星美凯龙物 业 71 个项目	物业管理	993	80%	1,242
7	正荣服务	2021/6/29	正荣商业管理	商管	891	99%	900
8	世茂服务	2021/8/1	无锡市金沙田 科技有限公司	环卫	842	60%	1,403
9	世茂服务	2021/8/20	无锡市金沙田 科技有限公司	环卫	842	100%	842
10	融创服务	2021/5/7	彰泰服务	物业管理	730	80%	913
11	融创服务	2021/11/1	第一服务	物业管理	693	32%	2,150
12	世茂服务	2021/4/19	深圳深兄	环卫	511	67%	763
13	新城悦服务	2021/6/29	上海申勤	物业管理	498	80%	623
14	合景悠活	2021/6/29	上海申勤物业 管理服务有限 公司	物业服务	498	80%	623

15	恒大物业	2021/2/28	深圳福田物业	物业管理	371	100%	371
16	佳兆业美好	2021/8/27	河北昌润达环境工程有限公司	环卫	370	70%	528
17	恒大物业	2021/2/28	武汉杰佰利物业	物业管理	307	70%	438
18	招商积余	2021/3/12	招商蛇口企业管理(深圳)有限公司	商业运营	290	100%	290
19	雅生活服务	2021/7/2	济南宏泰	物业管理	282	100%	282
20	雅生活服务	2021/3/22	北京慧丰清轩环境科技集团	环卫	281	51%	550
21	恒大物业	2021/3/17	浙江金都物业	物业管理	252	100%	252
22	招商积余	2021/5/12	深圳西部港口保安服务	安保服务	234	100%	234
23	卓越商企服务	2021/6/30	北京环球财富物业管理	物业管理	225	75%	300

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2022 年展望

政策面预计持续向好

- 虽然物业是地产的子行业之一, 但不同于经常被调控的地产行业, 物业行业受到政策的颇多支持。今年以来, 住建部和各个地方政府都出台了诸多支持物业公司做好质价相符, 鼓励物业公司探索各类增值服务的文件。我们认为, 物业公司也是政府基层治理的重要抓手, 无论是疫情期间的防疫工作, 还是突发灾难(比如河南 7 月爆发的洪灾)时的救援工作, 物业公司均做出了突出贡献, 预计未来在政策面上, 仍会获得诸多支持和鼓励, 而非打压。

图表 12: 2021 年物业行业重点政策梳理

时间	部门	政策文件	主要内容
2021/1/5	住房和城乡建设部等十部门	《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	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。物业服务企业开展养老、家政等生活性服务业, 可依规申请相应优惠扶持政策。 3) 鼓励物业服务企业运用物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术, 建设智慧物业管理服务平台, 提升物业智慧管理服务水平。
2021/3/5	青岛市住房和城乡建设局	《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》	1) 鼓励物业服务企业开展房地产中介服务。 2) 支持物业服务企业实现线上交易服务。 3) 规范物业服务企业从事房地产中介活动
2021/3/9	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。探索成立由街道社区、 物业公司 、主要商户、社区志愿者和居民代表组成的社区商业管理机构或自律组织, 参与公共设施规划建设决策, 制定并统一实施经营服务标准, 统筹品牌引进、业态调整、设施改造、促销活动、人员培训, 实现服务规范、商户做大、居民满意的良性循环。

2021/8/13 上海市政府 《上海市住房发展“十四五”规划》

1) 加快推进智慧物业建设与城市管理“一网统管”融合，充分运用物联感知、大数据、云计算等，推动住宅小区治理和物业基础设施配套数字化、智慧化转型。开发建设应用场景，闭合业务流程，推进线上线下服务融合发展。

2) 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，完善物业服务价格信息发布机制，重点推进物业费标准较低的老旧小区启动价格调整工作和物业服务酬金制计价模式。完善物业管理项目招投标制度。鼓励引导规模较小的相邻小区进行区域合并或管理合并。促进物业企业专业化、连锁化、品牌化经营。

来源：政府官网，国金证券研究所

上市热潮退却，规模赛接近尾声

- 当前上市物管公司估值分化较为明显。关联房企较强的物管公司，2020年PE均值为31x，而关联房企较弱或完全独立的第三方物业公司，2020年PE均值只有16x。我们认为未来这种分化还会继续下去，中小物业公司的上市热情会逐渐退却。我们预计明年万物云和龙湖智慧服务会上市，带来两方面影响：①刚上市的头部物管公司对规模增长仍有诉求，并购市场预计还将维持一定热度。我们预计到明年年底，物管行业的规模竞赛或将迎来尾声，届时在管规模的排名情况将趋向稳定。②头部物管公司在增值服务和科技化方面的探索或让市场看到物业公司的更多可能，有望提升板块优质公司的估值中枢。

图表 13: 物管公司 PE 估值分化表

类别	公司简称	关联房企排名	1H21 在管面积 (百万方)	PE 2020	PE 2021E	PE 2022E	PE 2023E	PE-2020 平均值	
住宅业态为主	关联房企强	碧桂园服务	1	429	52	33	22	15	31
		恒大物业	2	450	9	6	4	3	
		融创服务	4	173	36	17	11	7	
		保利物业	5	428	37	28	22	17	
		中海物业	6	233	35	27	21	16	
		世茂服务	8	175	15	8	5	3	
		招商积余	10	200	39	28	22	17	
		新城悦服务	12	122	18	12	9	6	
		旭辉永升服务	14	130	45	28	19	13	
		金科服务	16	187	26	15	10	7	
	关联房企中等	绿城服务	19	273	27	20	15	11	18
		融信服务	21	23	24				
		正荣服务	22	56	23	14	10	7	
		佳兆业美好	25	86	7	5	4	3	
		雅生活服务	26	424	10	7	5	4	
		滨江服务	27	25	22	15	11	8	
		荣万家	28	63	7				
		奥园健康	29	44	6	4	3	2	
		建发物业	31	28	39	26			
		华发物业服务	34	17	43				
远洋服务	36	58	14	8	6	5			
合景悠活	39	165	17	7	4	3			
新希望服务	40	13	12	6	4	3			

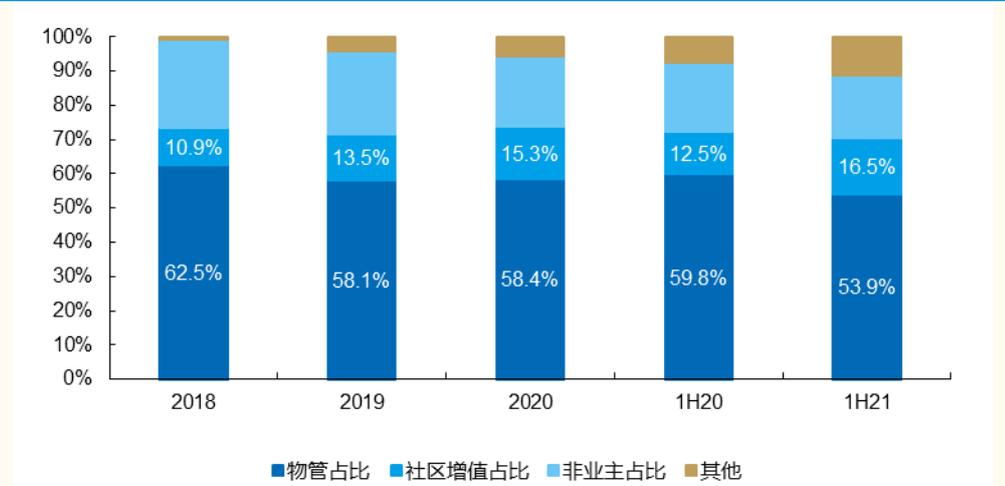
关联房企弱或无	时代邻里	43	98	10	6	4	3	16
	弘阳服务	49	34	19				
	建业新生活	57	115	12	8	6	4	
	德信服务集团	62	27	26	15	9	7	
	彩生活	72	359	3				
	第一服务控股	76	53	15				
	佳源服务	87	38	28				
	朗诗绿色生活	92	18	16	12	8	5	
	领悦服务集团	98	21	15				
	康桥悦生活	105	20	23				
	银城生活服务	113	49	11	8	6	4	
	鑫苑服务	116	35	7				
	宋都服务	126	8	11				
	烨星集团	188	8	10				
	南都物业	无	72	20	16	14	11	
	中奥到家	无	69	3				
	祈福生活服务	无	10	3				
	浦江中国	无	25	24				
和泓服务	无	34	33					
非住业态为主	华润万象生活	9	122	85	45	33	25	30
	中骏商管	41	19	37				
	卓越商企服务	44	35	14	9	6	5	
	越秀服务	46	35	20	10	6	4	
	宝龙商业	55	25	24	16	11	8	
	兴业物联	77	4	7				
	金融街物业	81	28	11	8	6	6	
	星盛商业	84	2	23	16	11	9	
	特发服务	无	未披露	37	27	24	21	
新大正	无	未披露	45	33	23	17		
整体平均值		103	22	16	11	8		
整体中位值		47	20	14	9	7		

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2021 年 12 月 21 日; 2) 金科服务和建业新生活 2021-23 年预测值为国金预测, 其余公司均为 wind 一致预期预测, 2021-23 年 PE 显示为空, 则表示暂无一致预期; 3) 此处关联房企排名为 2020 年克而瑞全口径销售金额排行榜中的名次。

社区增值服务持续发力

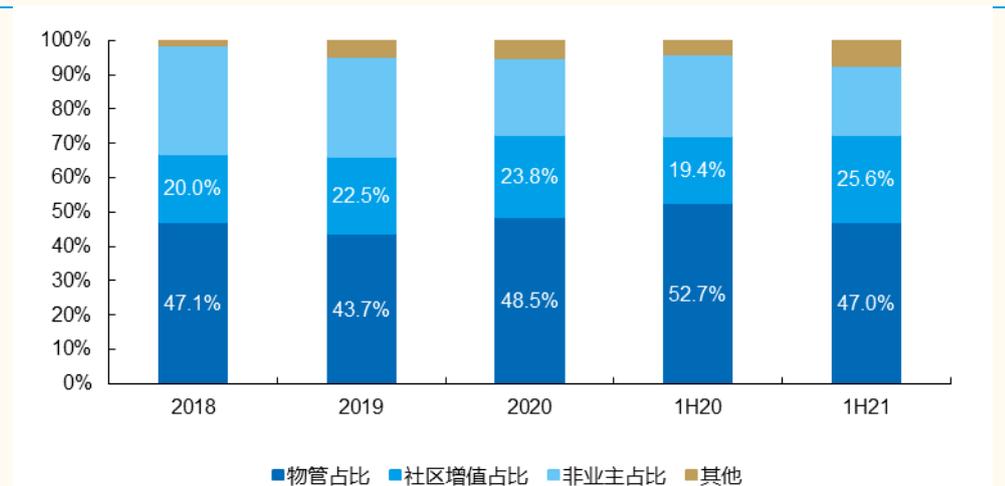
- 从 2021 年中报业绩来看, 根据我们的统计, 20 家上市物管公司基础物管的收入占比虽然仍高达 54%, 但毛利润占比已经降到了 47%, 而社区增值服务收入占比和毛利润占比已经分别提升至 17% 和 25%。随着物业公司管理规模的基数变大, 增值服务、城市服务等其他业务的发展, 关联房企对物业公司增长的支持比重在降低。我们认为明年物业公司在社区增值服务上会持续发力, 物业公司自身的运营能力也将有所体现。我们认为, 社区增值服务是否能探索出成熟可复制的产品线, 将决定远期物管板块的估值中枢高低。

图表 14: 20 家上市物管公司合并后的 2018-1H21 的收入构成变化



来源: Wind, 国金证券研究所 注: 20 家上市物管公司包括碧桂园服务、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、佳兆业美好、佳源服务、弘阳服务、银城生活服务。下同。

图表 15: 20 家上市物管公司合并后的 2018-1H21 的毛利润构成变化

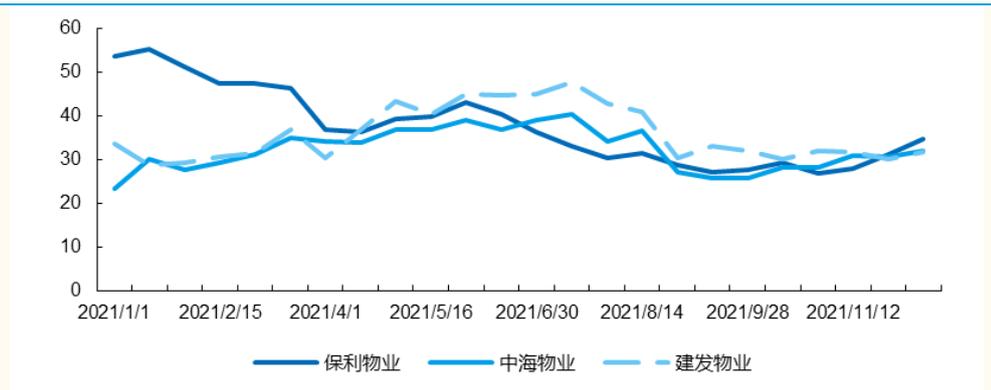


来源: Wind, 国金证券研究所

短期稳健优先，推荐国企物业

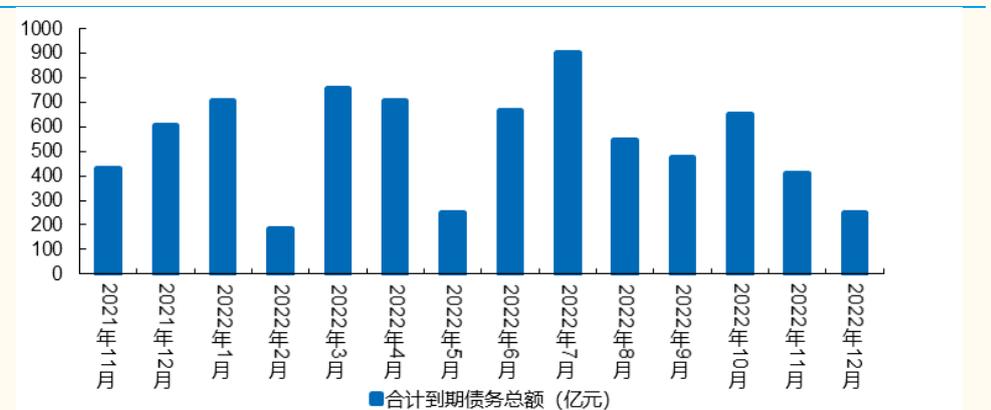
- 当前房地产行业政策底已过，从中央到地方均有边际改善政策陆续出台。但全国商品房销售增速仍在下滑，地产行业基本面尚未到底。明年 1 月份是房企的偿债高峰，叠加农历年前需结清一些工程款，我们预计春节前仍会有部分房企暴雷，届时对整个物管板块投资情绪或有负面冲击。我们认为当前阶段，对于民营房企未来的生死情况，难以提前下绝对正确的预判。短期来看，我们认为国企物业相对更为稳健，PE (ttm) 基本稳定在 30x 以上。我们更看好发布了股权激励计划的保利物业。

图表 16: 上市国企物管公司 PE (ttm) 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 房企未来 12 个月到期债务情况



来源: 中指院, 国金证券研究所 注: 到期债务包括信用债和海外债

长期效率为主, 推荐民企物业

- 物业管理行业是一个人力密集型行业。长期来看, 无论是基础物管业务, 还是增值服务业务, 我们认为运营效率是决定物业公司竞争力的关键。在这一点上, 我们更看好激励机制更到位, 决策更灵活的民企。关于社区增值服务, 市场担忧物业公司无法与美团、拼多多等互联网平台竞争, 但我们认为, 未来在社区增值服务方面, 打败物业公司的不是传统互联网平台, 而是吸收了新型人才的“新”物业公司。
- 长期来看, 我们看好两类民企物业: 第一, 受益于物业行业整合加速, 规模大幅提升, 增值服务方面探索出成熟产品线后能快速起量的头部物管公司, 推荐碧桂园服务。第二, 基础物管密度高, 口碑好, 且在增值服务方面发展有方的区域龙头物业公司。这些物业公司的关联房企流动性危机解除后, 未来估值修复弹性较大。推荐金科服务、建业新生活。

风险提示

- 关联房企竣工和销售大幅下滑。关联房企的竣工和销售是物业公司在管面积和合约面积的重要来源之一, 若严重下滑, 则会影响关联物管公司的规模增长。
- 并购整合不顺。并购虽然促进了行业的整合, 有利于后续开展社区增值服务, 但是部分公司今年并购较为频繁, 存在后续整合不顺的可能。若整合不顺, 可能会影响社区增值服务开展的时间, 甚至已签约在管项目也可能

出现丢盘，导致并购得不偿失。

- **增值服务发展不及预期。**我们认为未来一年是检验物业公司是否能应用好社区消费这一场景创造价值的关键年份。若物管公司在此方面探索失败，则业绩增速可能不及预期，板块估值中枢也或将有所下调。

重点公司简析

金科服务（目标价 71.54 港元/股，“买入”评级）

- 西南物管龙头，开启跨越式发展进程。金科服务于 2000 年成立，现已成为为住宅、商写、公建等多种业态提供综合智慧服务的企业。公司连续 6 年蝉联中国物企综合实力 10 强，连续 6 年保持中西部市场占有率第一。金科服务外拓市场强劲，且社区增值服务跨越式发展，与外拓联动形成业务闭环。比如：①通过旅游业务这一入口，从经销门票开始，进而获得旅游景区的物业管理权。②通过团餐业务的进驻，获得一些政府办公楼、产业园等项目的物业管理权。
- 2021 年 12 月，金科服务引入博裕投资作为战略投资人，公司原控股股东金科股份将向博裕投资转让所持金科服务 1.44 亿股 H 股全流通股份(约占金科服务总股本的 22%)，转让交易金额为 37.34 亿港元。博裕投资是国内领先的投资基金，在物管行业投资方面有深厚积累和深入认知，2017 年成为了万科物业的战略投资者，持股比例达 25%。我们认为本次博裕投资的加入释放多重积极信号：①证明金科服务在基础物管方面的实力和在增值服务方面的潜力，能吸引到其大手笔入股。②金科服务有望与博裕投资实现战略协同。博裕投资后续可以在多元化发展、收并购方面为金科服务赋能，而且博裕旗下的被投企业也可以在社区增值服务和智能化等多方面与金科服务展开合作，实现共赢。
- 金科股份流入大笔现金，安全性愈发有保障。在上述交易完成后，金科股份将收到 37 亿港元现金。我们认为在地产行业流动性危机严重的当下，这笔现金将为金科股份带来更厚的安全垫，能够帮助其度过本轮地产行业危机，并在之后把握住更好拿地机遇。而金科股份的稳健发展，也将为金科服务未来的发展奠定坚实基础。
- 当前市场对物业公司最大的担忧是其关联房企出现流动性问题导致破产，我们认为引入博裕投资后，金科股份破产危机已暂时解除，金科服务的估值预计也会迎来较大修复。我们维持公司盈利预测不变，也维持 71.54 港元/股的目标价，对应 2021-22 年 PE 分别为 35.0x 和 23.2x。
- **风险提示：**金科股份销售下滑幅度超预期；并购进度不及预期；疫情反复影响超预期

建业新生活（目标价 7.02 港元/股，“买入”评级）

- **中部最大物管公司：有密度，有口碑，有增长。**①建业新生活是中部最大物管公司，深耕河南 27 年。截至 1H21，在管面积 1.15 亿方，合约面积 2.1 亿方，合管比达 1.8 倍；在管面积中 1.0 亿方在河南省内，且河南省内单城市平均在管面积是河南省全部物管公司平均值的 25 倍。②建业物业在河南有良好口碑，物业费有品牌溢价。③未来增长有保障。公司不仅有建业地产和中原建业代建的支持，自身外拓能力也很强，再加上收并购的助力，近几年管理规模增长较有保障。我们预计 2021 年新增在管面积在 4,000 万方以上（其中来自建业地产约 1,300 万方，去年底收购的泰华锦业贡献 1,000 万方以上），相较于年底的总在管面积有 40%以上增幅。
- **“建业+”平台发展：有战略，有优势，有初步成果。**公司着力打造“建业+”这一互联网平台成为“大中原美好本地生活的超级入口”，让用户通过线上下单就能足不出户满足所需的产品/服务，比如生鲜食品和家政服务。

我们认为公司相较传统互联网平台有 3 点优势：①口碑好，有品牌背书。公司物业服务第三方客户满意度达 90%。②员工与业主有天然的强链接，更有信任感。③履约成本低。管理项目密度高，单区域内业主体量大，在最后社区配送环节成本更低。2021 年 10 月，“建业+”单月交易额达 1.6 亿元，创年内新高，相较 2021 年 1 月的交易额增长 100%。

- 我们看好公司发展，预计公司 2021-23 年归母净利润为 6.2 亿元、8.8 亿元和 12.0 亿元，同比增速为 45%、42%、36%。以区域深耕为特色的其他 3 家上市物管公司 2021 年 PE 均值为 15.8x，考虑到公司估值受压制的因素预计将有边际改善，我们给予公司 12.0x 的 2021 年 PE，对应目标价 7.02 港元，对应 2022-23 年 PE 为 8.4x 和 6.2x。
- **风险提示：**建业地产销售下滑幅度超预期；市场外拓不及预期；生活服务开展不及预期

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