



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

风险因子缓释，发展路径渐明

——房地产行业（物业服务）2023年度投资策略

作者 分析师：何缅南


执业证书编号：S0930518060006

联系人：韦勇强


2022年11月27日




证券研究报告

 **政策面友好：**中央持续强化物业行业基层治理作用，物业行业定位“社区治理基层支柱”，从中央到地方的各级政府政策支持力度较强；物业企业在提升全社会就业水平方面作用凸显，并在疫情防控、社区养老托幼、智慧社区建设、老旧小区改造等方面具有较高参与度。

发展空间大：我们认为物管行业在时间与空间维度上都具备较高投资价值，当前我国的城镇化水平、第三产业发展水平相当于发达国家六十年前（1960年）水平，城镇化的质变蕴藏养老、幼托、社区服务、城市服务等各项民生领域的需求；第三产业迅速发展，居民消费逐渐由物质型消费转向服务型消费，物业贴近业主，天然具备服务场景，能充分挖掘增值业务潜力。

 **基本面稳健：**2022年上半年，在宏观经济与地产开发环境影响下，叠加疫情和消费低迷因素扰动，物业管理规模仍实现稳健扩张，营收和归母净利润稳定增长，证明物业服务行业具备可穿越经济周期的增长模式，以及轻资产、低杠杆、高效率的运营优势，基本面稳健。

资本市场表现：2022年以来，光大AH物管板块受到美联储加息、俄乌冲突、新冠疫情冲击以及个别房地产企业信用风险的影响，出现较大幅度回调；但我们认为物管行业的政策面、基本面以及发展前景向好的趋势均没有出现变化；随着后续地产信用问题的厘清、个别公司风险事件的有序处理，以及港股市场整体价值逐步体现，物管板块的整体估值有望修复。

 **房地产调控出台更为积极的支持措施：**11月8日，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，11月11日银保监会发布金融支持地产16条措施，保持房地产融资有序稳定；11月14日银保监会等指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。11月以来监管层出台多重政策，恢复优质房企信用再扩张能力，叠加疫情防控措施优化、美联储过快加息预期缓解，板块情绪明显修复。

 **投资建议关注三条主线：**

- 1) “估值修复”：关注房地产行业流动性回暖、个别房企信用风险逐步出清带来的风险溢价下降，推荐碧桂园服务、新城悦服务，建议关注金科服务、世茂服务、融创服务、建业新生活。
- 2) “独立发展”：关注第三方拓展能力较强的物管公司，第三方在管面积占比超过80%，已基本具备独立经营和扩张能力的民企物管，推荐绿城服务，建议关注旭辉永升服务，雅生活服务；品牌力强，第三方拓展竞争优势明显的公司，建议关注万物云。
- 3) “稳健国企”：持续看好国企物管公司的稳健发展和低风险带来的估值溢价，推荐保利物业、中海物业，建议关注华润万象生活、招商积余、远洋服务、金茂服务、越秀服务、建发物业。

 **风险提示：**人工成本快速提升风险，第三方外拓竞争风险，增值服务拓展风险，关联方依赖风险，外包业务质量风险。

- ❑ 1、观点回顾：前期重点报告核心观点回顾整理
- ❑ 2、政策导向：中央强化物管基层治理作用，地方支持力度较强
- ❑ 3、增长驱动：三大驱动与三大发展路径，海外对标，行业空间广阔
- ❑ 4、板块数据：多因素扰动下板块营收稳健增长，基本面表现稳定
- ❑ 5、横向对比：民企与国企重点公司规模、业务、利润率对比
- ❑ 6、投资建议：关注“估值修复”、“独立发展”、“稳健国企”三条主线
- ❑ 7、风险提示

1、前期核心观点回顾整理



物管科技赋能有助于增收降本，提升长期竞争力，是物业服务企业应对人工成本挤压的重要手段。

——2020.3《物管搭台，科技唱戏——光大证券物业管理及科技行业联合报告》

头部的物业服务企业有望承担起城市综合管理运营平台的功能，成为城市“大管家”。

——2020.5《从社区到城市，走向更广阔天地——物业服务企业拓展城市服务专题研究报告》

复盘物业行业五年资本市场发展脉络，展现物业服务板块在节点性事件下的表现。

——2020.6《复盘五年发展历程，展望五大发展趋势——物业服务行业2020年下半年投资策略报告》

物管行业重塑社会形象，体现责任担当，政府-企业-居民的互动性、信任度、配合度提升。

——2021.1《2021：社会治理基层支柱，百舸争流使命担当——房地产（物业服务）2021年投资策略报告》

地产股的“隐含价值”定义：1) 多元化业务板块有一定规模性和成熟度，具备单独分拆上市条件，但目前尚未分拆；2) 开发经营稳健，“三道红线”绿档，信用优势明显，风险溢价较小；3) 安全边际高，股息率较高具备吸引力。

——2021.6《关注“隐含价值”较高的地产龙头——对近期房地产AH板块表现差异的分析及投资建议》

物业行业具备可穿越经济周期的增长模式以及轻资产、低杠杆、高效率的运营优势，短期市场波动不影响长期发展向好。随着后续地产信用问题的厘清、个别公司风险事件的有序处理、以及港股市场整体价值逐步体现，物管板块整体估值有望修复。

——2021.11《2022：青山依旧在，惯看秋月春风——房地产（物业服务）2022年投资策略报告》

我国物管企业得益于资本加持和政策导向，目前正处于发展壮大的关键时期，关键点包括：1) 社区增值服务的渗透率和单位产值提升空间较大；2) 公共服务属性提供“增信”；3) 现金为王低杠杆运行。行业基本面及发展前景向好的趋势没有改变。

——2022.5《三产就业人数近半，物管开启独立发展——房地产（物业服务）2022年中期投资策略》

2.1、中央：强化物业基层治理角色，持续推进智慧社区建设

物业行业承担部分公共服务职能，中央政策支持力度较强。2022年以来，中央各部门持续出台相关政策，指引物业企业参与社区养老、老旧小区改造、智慧社区建设等。

表1:中央政府部门关于物业行业的重点政策摘要（2022.1.1-2022.10.31）

日期	中央政府部门	主要政策内容
2022.3.5	国务院	发布《政府工作报告》，提出加大社区养老、托幼等配套设施建设力度，在规划、用地、用房等方面给予更多支持。促进家政服务业提质扩容，积极应对人口老龄化,优化城乡养老服务供给,支持社会力量提供日间照料、助餐助洁、康复护理等服务,鼓励发展农村互助式养老服务。
2022.5.1	住房和城乡建设部 国家邮政局	发布《关于做好疫情防控期间寄递服务保障工作的通知》，提出将物业服务企业纳入当地疫情防控体系，协助解决物业服务企业在防疫工作中遇到的实际困难，指导物业服务企业做好物业管理区域内的疫情防控工作，切实保障一线物业服务从业人员必要的个人防护物品和消毒物资。鼓励有条件的地区按照政府向物业服务企业购买公共服务的方式，给予物业服务企业一定补偿。
2022.5.20	民政部、中央政法委 等九部门	发布《关于深入推进智慧社区建设的意见》，提出到2025年，基本构建起网格化管理、精细化服务、信息化支撑、开放共享的智慧社区服务平台，健全完善政府指导、多方参与的智慧社区建设资金投入机制，鼓励社会力量参与“互联网+社区服务”，创新提供服务模式和产品。
2022.6.6	民政部、教育部、财政部、 人力资源社会保障部	发布《关于做好2022年普通高校毕业生到城乡社区就业工作的通知》，支持在社区提供养老、托育、家政、物业、健康等服务的机构（含企业、事业单位、社会组织）加快发展，增强吸纳高校毕业生就业能力，按规定落实相应补贴政策。
2022.7.12	国家发展改革委	发布《“十四五”新型城镇化实施方案》，提出提高物业服务覆盖率，开展物业服务标准化试点；重点在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等“三区一村”改造为主要内容的城市更新改造。
2022.9.23	民政部、财政部	发布《关于做好2022年居家和社区基本养老服务提升行动项目组织实施工作的通知》，《通知》明确，两部门共同确定在北京市西城区等42个地区实施2022年居家和社区基本养老服务提升行动项目；通过中央专项彩票公益金支持，面向经济困难的失能、部分失能老年人建设10万张家庭养老床位；鼓励在设施建设、机构培育等方面积极探索，形成可复制可推广的居家社区养老服务有效模式。
2022.10.31	住建部、民政部	发布《住房和城乡建设部办公厅 民政部办公厅关于开展完整社区建设试点工作的通知》，（一）完善社区服务设施，适应居民日常生活需求，配建便利店、菜店、食堂、邮件和快件寄递服务设施、家政服务网点等便民商业服务设施。（二）打造宜居生活环境，结合城镇老旧小区改造、城市燃气管道老化更新改造等工作，加强小区基础设施改造工作。（三）推进智能化服务，引入物联网、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。（四）健全社区治理机制，建立健全党组织领导的社区协商机制，引导居民全程参与完整社区建设。

资料来源：各政府部门官网，光大证券研究所整理

2.2、地方：积极落实中央政策，支持物业行业发展







地方政府积极落实中央政策，充分肯定物业在小区治理作出的贡献，对物业企业发放疫情防控补贴，并支持物业参与旧改和社区养老等；物业企业拥有丰富的基层治理经验，与政府、居民互动性较高，未来物业企业有望在街道治理、市政设施维护、城市服务等领域进一步拓宽发展空间。

表2: 地方政府部门关于物业行业的重点政策摘要（2022.1.1-2022.10.31）

日期	地方政府部门	主要政策内容
2022.2.9	北京市民政局、财政局等五部门	发布《关于开展“物业服务+养老服务”试点工作的通知》，《通知》指出，北京市将重点选择在北京首开集团、万科集团、北京天恒置业集团、远洋亿家物业服务股份有限公司等公司旗下的物业养老服务企业开展试点。本次“物业服务+养老服务”试点期限暂定为一年。
2022.4.22	北京市住房城乡建设委、市发展改革委等五部门	发布《关于进一步加强老旧小区改造工程建设组织管理的意见》，《意见》提出，重点围绕强化老旧小区改造项目立项等前期工作、提升规划设计水平、强化施工组织管理、强化工程验收和保修工作、强化改造工程监督管理等7个方面，制定了38条举措。物业服务企业应当全过程参与老旧小区改造工作，抓好质量安全风险分级管控和状况测评工作。
2022.5.17	苏州市民政局、住房和城乡建设局	发布《关于进一步支持“社区+物业+养老”服务发展的九项措施》，支持物业服务企业发挥常驻社区、贴近居民、响应快速的独特优势；深化智慧物业的建设内涵，赋能物业服务企业从对物的管理向对人的服务转变；推动物业服务企业在取得养老服务资格的前提下，组建专业化服务队伍，参与老年人适老化改造、家庭养老夜间照护等养老服务项目。
2022.7.27	河北省民政厅等十部门	发布《关于深入推进智慧社区建设的实施意见》，提出全省将充分运用现代信息技术，不断提升城乡社区治理服务智慧化、智能化水平；依托已有平台，因地制宜推进智慧社区综合信息平台建设；促进智慧小区建设，拓展智能门禁、车辆管理、视频监控等物联网和云服务。
2022.8.9	深圳市住房和城乡建设局、财政局	发布《深圳市2022年度物业服务企业疫情防控服务财政补贴发放指引》，提出为保障防疫工作持续深入推进，激励物业服务企业积极配合街道、社区开展联防联控工作，减轻企业防疫物资、消杀服务支出负担，根据深圳市政府工作部署要求，向物业服务企业发放相关疫情防控补贴并制定该指引。
2022.8.10	江苏省人民政府办公厅	印发《江苏省“十四五”城乡社区服务体系建设规划》，全面强化社区党组织对业主大会、业主委员会和物业企业的指导，探索建立养老、托育、家政、物业等领域社区服务信用管理体系；推进社区服务标准化建设，鼓励制定社区服务标准，研究制定智慧社区建设标准。
2022.8.29	厦门市建设局	制定《“大物业”管理模式工作指引》，探索引入“大物业”管理模式，推动党建引领下无物业小区逐步实现从“靠社区管”到“居民自管”再到“有物业管”的发展新路径，鼓励“大物业”管理单位在试行期间，采取“先尝后买、共建共治、长效管理”的方式，让居民感受到物业服务为生活带来的改善作用。
2022.10.10	江西住房和城乡建设厅等五部门	印发《进一步加大力度推进既有住宅加装电梯工作的通知》，制定了包括优化动议表决比例、建立健全异议调解机制、加大资金支持力度和加强质量安全监管等在内的9条措施，明确建立健全“一协商、两调解、多方参与”异议调解机制，鼓励房地产开发、物业服务、电梯生产、电梯安装等企业参与既有住宅加装电梯的投资建设和运营管理。

资料来源：各政府部门官网，光大证券研究所整理

3、行业增长驱动与发展路径

-  **增长驱动一：城镇化发展新阶段，着力点由“量”向“质”转变。**城镇化的质变蕴藏养老、医疗、幼托、软设施、社区服务、城市服务等各项民生领域的投资需求及价值。
-  **增长驱动二：第三产业重要性、占比提升。**第三产业迅速发展，居民消费逐渐由物质型消费转向服务型消费，物业贴近业主，天然具备服务场景，能充分挖掘增值业务潜力。
-  **增长驱动三：物管渗透率持续提升。**随着居民服务消费意识觉醒，以及地方政府落实对物业管理覆盖率指标要求，物业管理渗透率有望进一步提升。
-  **发展路径一：“物业+养老”。**社区养老逐渐成为刚性需求，物业长期积累的小区服务经验使得物管企业有能力解决高龄、空巢、独居、失能老年人生活照料和照护难题。
-  **发展路径二：“物业+旧改”。**“十四五”期末需完成2000年底前建成的老旧小区改造任务，旧改加速推进，可提高物管企业的渗透率，扩大物管行业的市场空间。
-  **发展路径三：“物业+科技”。**物管通过科技赋能，削减人工成本，提升长期竞争力，同时在智慧社区建设中承担更多的责任，迎来重要发展机遇。

3.1、城镇化下一阶段，由“量”向“质”转变

立足新发展时代，城镇化的着力点由“量”向“质”转变，即提升城市的功能和品质，城镇化的质变带来公共服务需求的巨大缺口，蕴藏养老、医疗、幼托、软设施、社区服务、城市服务等各项民生领域的投资机会。2022年7月，国家发改委印发《“十四五”新型城镇化实施方案》，为未来的城镇化指明了方向，制定“超大特大城市中心城区非核心功能有序疏解，大中城市功能品质进一步提升”“小城市发展活力不断增强，以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展”等目标。

图1：我国城镇化率（1982-2021年）

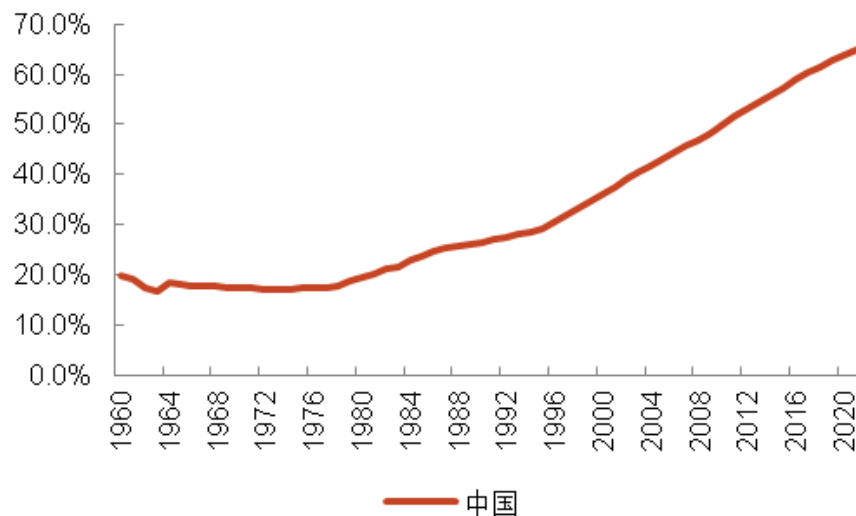
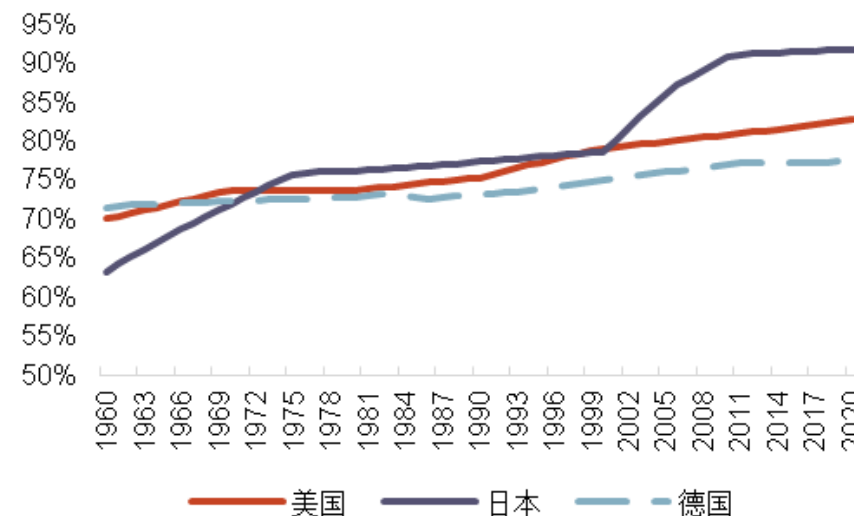


图2：主要发达国家城镇化率（1960-2021年）

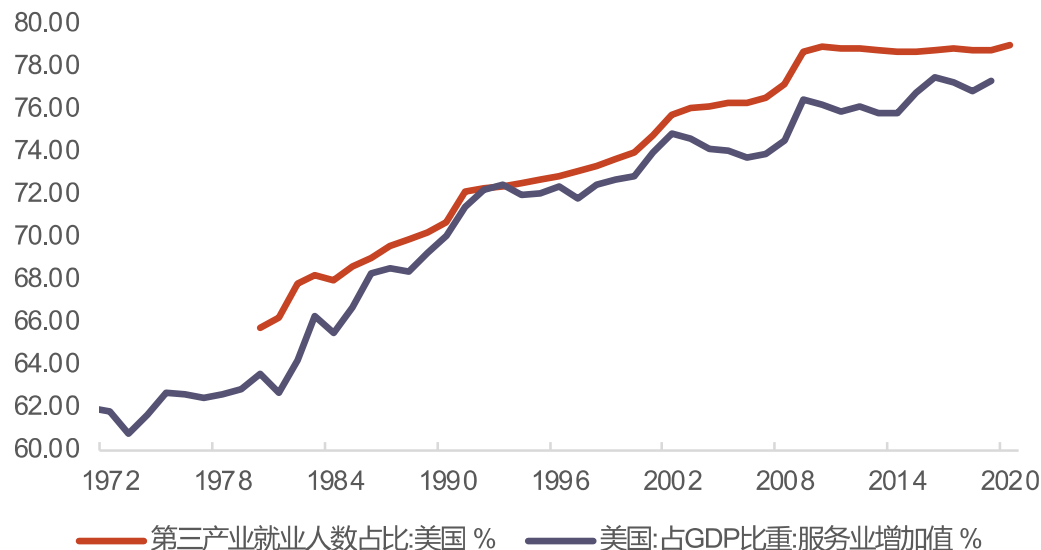


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3.2、第三产业就业人数占比提升

近百年来，欧美国家工业化步入尾声，第二产业在国民经济中的比重逐渐降低，第三产业迅速发展。例如美国从上世纪70年代起，服务业增加值占GDP比重开始超过60%，随之而来的是第三产业就业人数开始快速提升，由1980年的占比66%持续提升至2020年的占比近80%。

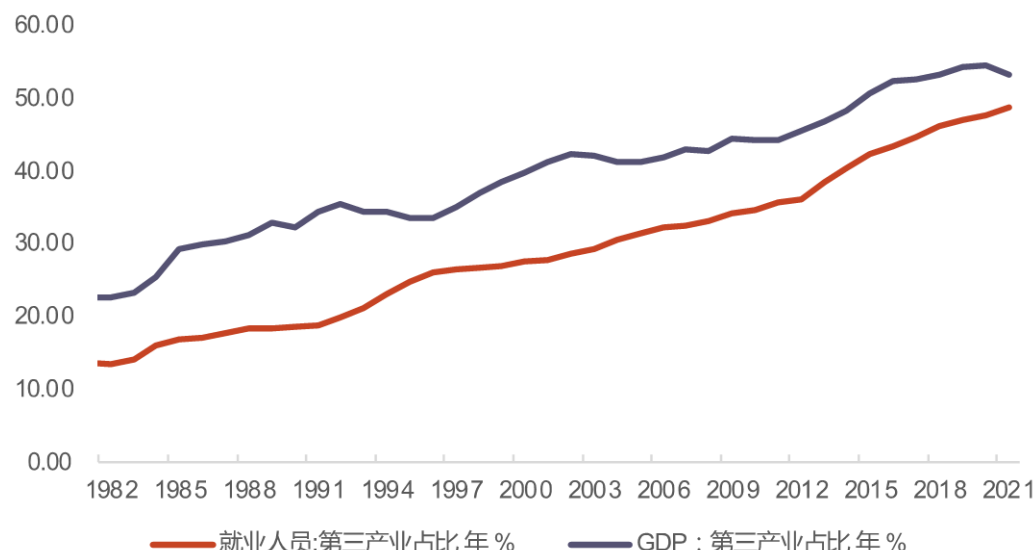
图3：美国第三产业的就业人员占比（%）、服务业增加值的GDP占比（%）



注：美国第三产业就业人数占比数据截至2020年，服务业增加值占GDP比重数据截至2019年

我国第三产业的就业人员占比从1980年的13.5%提升至2021年的48.7%，第三产业增加值占GDP的比重从1980年的22.6%提升至2021年的53.3%。居民消费逐渐由物质型消费转向服务型消费，物业贴近业主，天然具备服务场景，能充分挖掘增值业务潜力。

图4：我国第三产业的就业人数占比（%）和GDP占比（%）



注：我国第三产业就业人数占比和GDP占比数据均截至2021年

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3.3、行业增长驱动：物管渗透率持续提升

据中指研究院统计，2021年百强物业在管面积均值5693万平方米，占据52%市场份额（面积规模），由此推算行业2021年在管面积约110亿平（2020年98亿平，全国城镇住宅存量351亿平），物管仍有较大的渗透空间；中指研究院预计到2025年，在新增城镇人口需求、改善性需求、拆迁改造需求带动下，全国城镇住宅存量将由2020年的351亿平增加72亿平至423亿平；随着居民服务消费意识觉醒，对美好社区生活的需求释放，以及地方政府落实对物业管理覆盖率指标要求，物业管理渗透率有望进一步提升。

图5：我国新开工、竣工房屋面积（2000-2021）

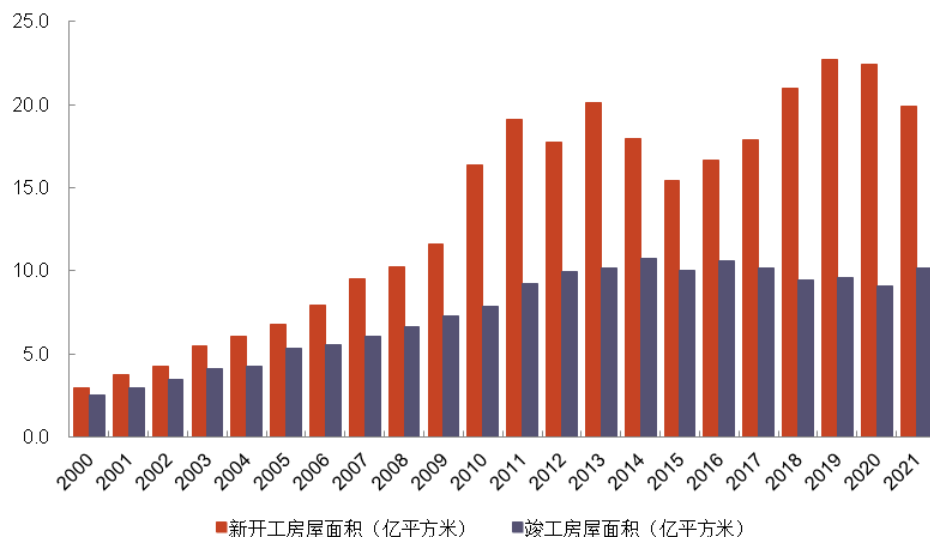
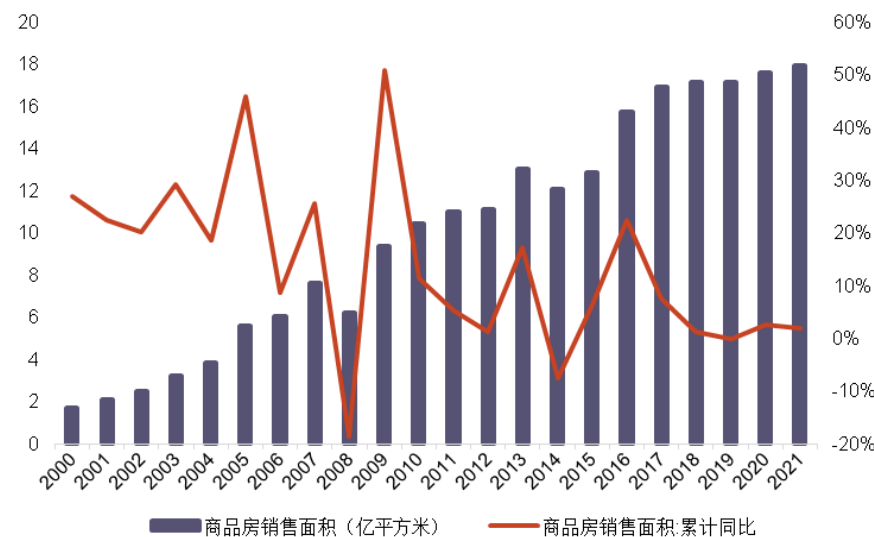


图6：我国商品房销售面积（2000-2021）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

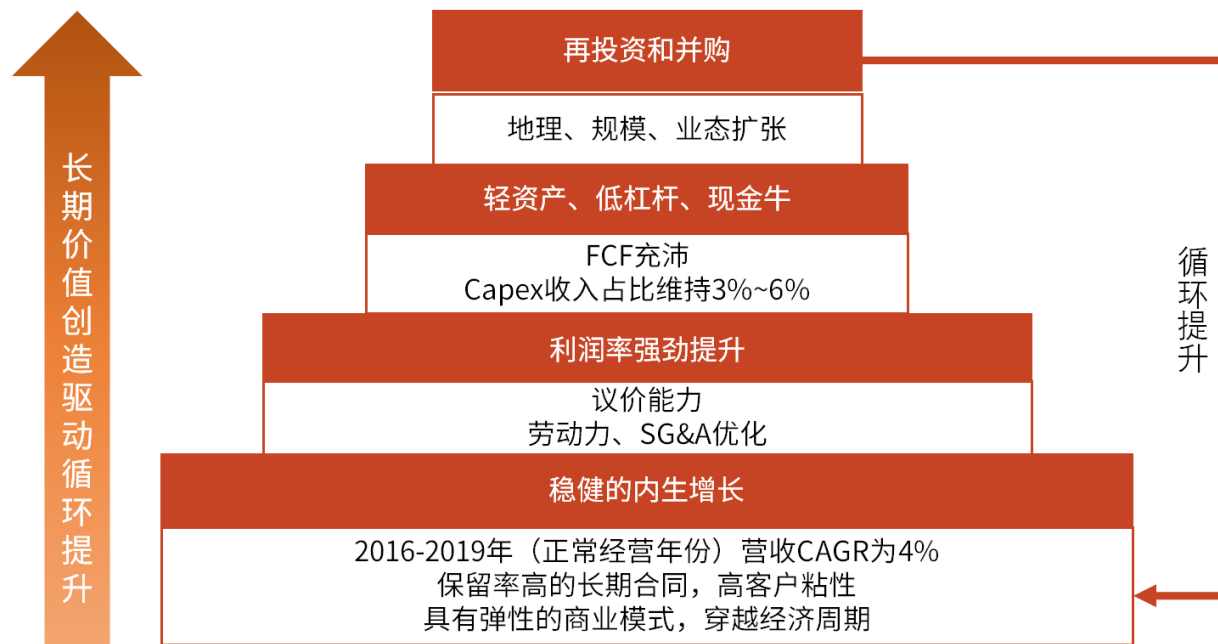
3.3、国际对标（1）爱玛客：全球标杆服务公司九十年发展

爱玛客（Aramark, ARMK.N）是全球领先的标杆性配餐、设施和制服服务供应商。公司服务业态广泛且多元，龙头地位稳固，在北美配餐和设施服务领域排名前三，制服服务领域排名第二。公司1932年成立，1963年初次上市，历经资本市场“三次登陆”，市场价值得到充分体现。

公司基于多元业态布局，穿越经济周期，内生增长稳健，自由现金流充沛；行业龙头地位稳固，赋予公司较强的供应链议价能力，整体呈现出轻资产、低杠杆、高效率的运营模式，自由现金流充沛，有力支撑了公司在产业链上下游进行活跃的并购及再投资，不断扩大经营规模，增厚利润水平，形成了良性循环。

详见20210928发布的报告《透视爱玛客（ARMK.N），全球标杆服务公司九十年发展之路——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（1）》

图7：爱玛客的长期价值创造驱动循环提升体系示意图



资料来源：爱玛客公司公告，光大证券研究所绘制

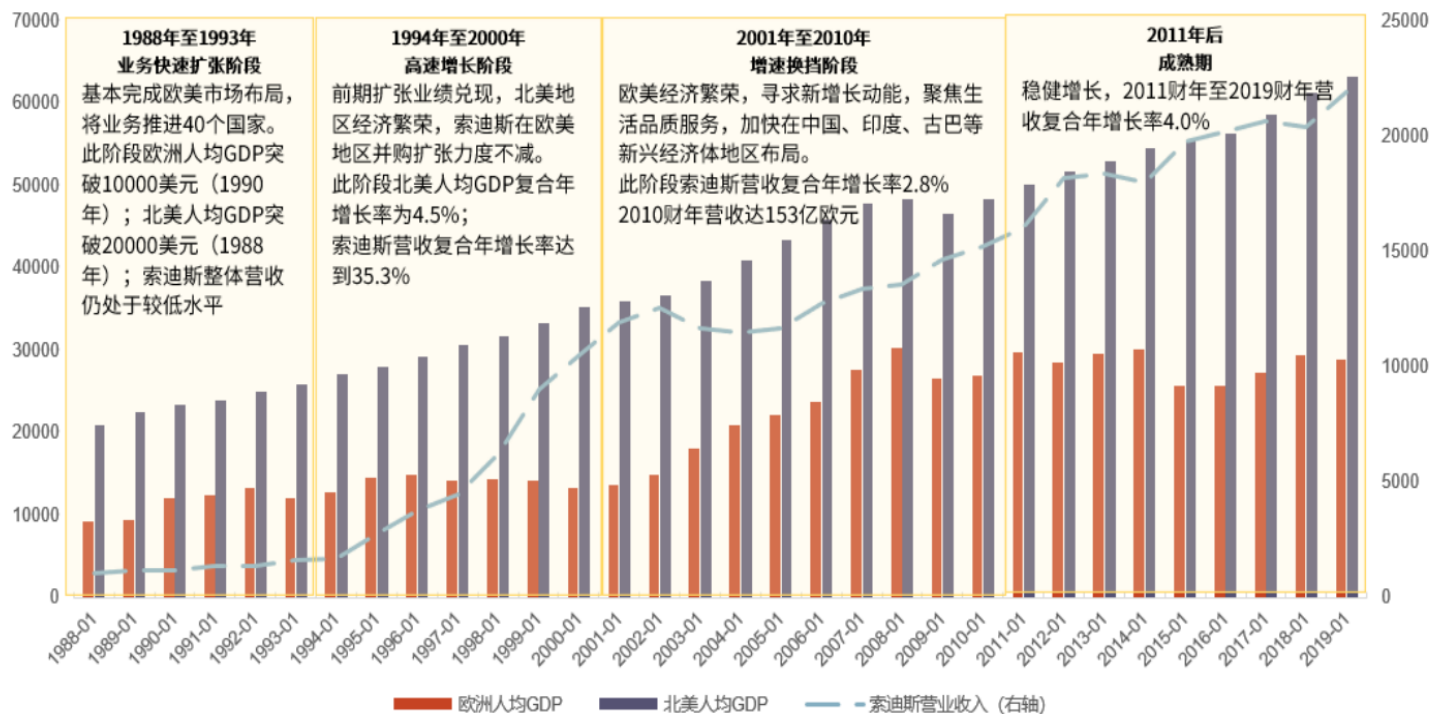
3.3、国际对标（2）索迪斯：五十年发展，领跑全球IFM

索迪斯始于1966年，团餐服务起家，1983年登陆巴黎证券交易所；历经多年，业务已布局全球64个国家。公司利用1983年至1993十年时间加速完成欧美市场布局，此阶段欧洲、北美人均GDP分别突破10,000美元、20,000美元大关，消费结构升级，服务型消费需求旺盛，公司业绩快速增长，逐步成长为全球综合设施管理龙头。

公司经营水平较高，善于控制人力成本，高客户续约率与员工留存率保障公司业绩和治理效能，多元业态赋予公司弹性的商业模式，由此带来稳健的内生增长。近年来公司在新兴市场（亚太、南美）发力扩张，中国、印度、巴西等国的发展将会给索迪斯未来业绩增长打开空间。

详见20211123发布的报告《借鉴索迪斯（SW.PA），五十年领跑全球IFM——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（2）》

图8：索迪斯营收（右轴，单位：百万欧元）与欧美人均GDP（单位：美元）发展变化



资料来源：索迪斯公司公告，wind，光大证券研究所整理

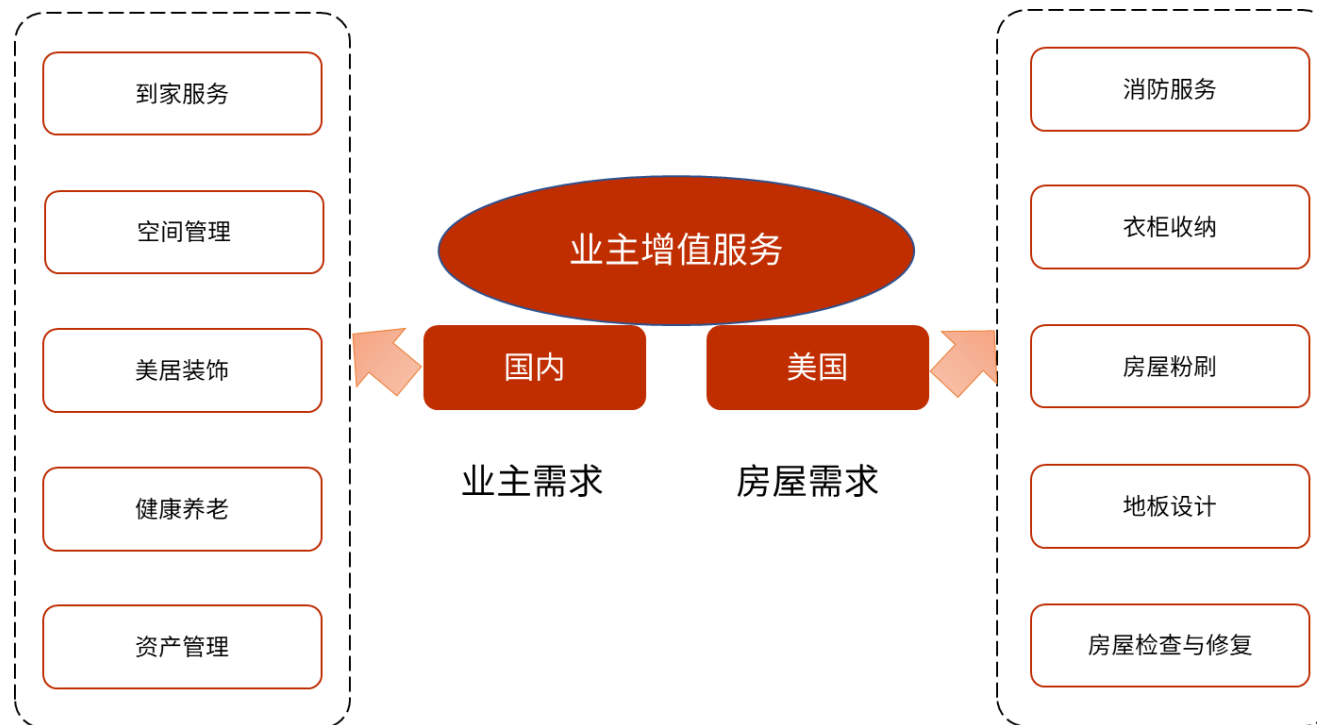
3.3、国际对标（3）FSV：何以支撑60倍PE高估值？

成立于1989年的FirstService是北美地区的社区物业服务行业龙头，当前已经发展成典型物业管理公司的成熟形态，并且仍通过增值服务的高速增长，保持经营稳健及持续扩张，其发展路径、经营模式对于国内物业企业的前景探索具有较强的借鉴意义。

公司通过内生增长和收购活动创造了稳健的收入和利润增长，“物业管理+增值服务”双轮驱动，通过并购扩大业务经营覆盖范围和业务板块数量，逐渐构建出完整的服务体系，管理和经营模式成熟，非常注重精细化运营，在设施设备和员工培训方面不吝成本，高度关注客户体验。

详见20220118发布的报告《聚焦FirstService（FSV.O），何以支撑60倍PE高估值？——光大证券物业服务行业国际巨头对标系列专题研究报告（3）》

图9：FirstService和国内物业企业增值服务的常规业务范围对比



资料来源：FSV公司公告，光大证券研究所绘制

3.3、国际对标借鉴点：社区增值、公服属性、现金为王



1、社区增值服务的渗透率和单位产值提升空间较大。中国物业企业在管项目区域集中度较高，且由于人口基数和人口分布特点，在同等的物业管理面积下，客户基数更为庞大，增值服务的渗透率和单位产值提升空间较大。

2、物业管理的公共服务属性提供“增信”。
“社会治理基层支柱”的公服属性为物管企业提供有力“增信”，帮助企业获得更多政策支持机会以及社会关注，得到资本市场的充分认可，在三大物业国际巨头发展过程中均有体现。

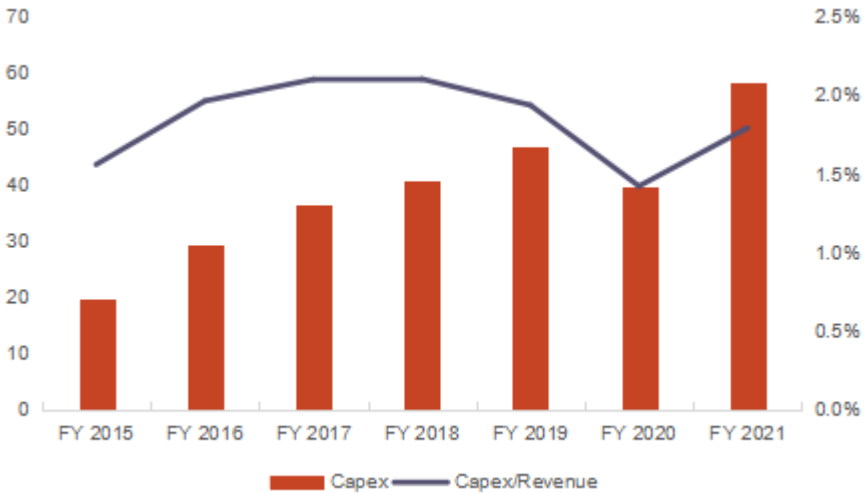
3、现金为王，低杠杆运行。优秀的物业企业，凭借其较强的供应链议价能力，自由现金流充沛，实现低杠杆轻资产运营策略，价值创造较少依赖资本投入。例如爱玛客的Capex营收占比长期维持2-3%左右；Firstservice资本支出占比长期维持在1.5-2%左右。

表3：Firstservice与碧桂园服务的户均增值服务金额比较（2021年）

2021年	Firstservice	碧桂园服务
营业收入（亿元）	208	288
社区增值营业收入（亿元）	106	33.3
在管户数（万户）	170	742
户均增值服务金额（元/年）	6263	449

资料来源：FSV公司公告，碧桂园服务公告，光大证券研究所整理，换算汇率：1美元=6.4元人民币

图10：Firstservice历年资本性支出（百万美元）及占营收的比重（右轴）



资料来源：FSV公司公告，光大证券研究所整理

3.4、行业发展路径：“物业+养老”

近年我国老龄人口占比呈现加速提升趋势，且老龄人口基数庞大。

为应对日益突出的老龄化问题，十九届五中全会首次将应对人口老龄化上升为国家战略，随后在“十四五”规划2035年远景目标纲要中提到未来要全要素构建养老服务体系，打造家居、社区、机构协同发展的养老体系，以有效强化基本养老服务，满足多样化、多层次养老服务需求。

图11：全球及中国65岁以上人口占比

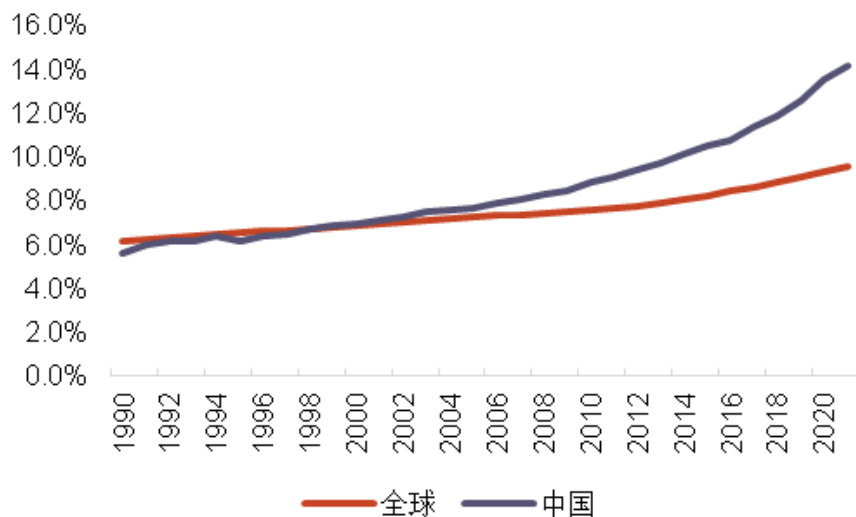
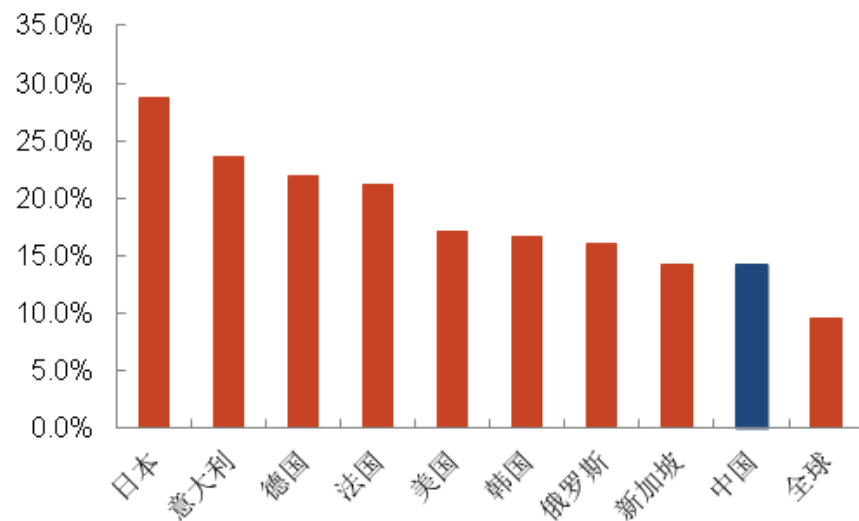


图12：2021年中国老龄人口占比与世界主要国家对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3.4、行业发展路径：“物业+养老”

社区养老逐渐成为刚性需求，物业作为小区“管家”，贴近业主，也更容易获得小区居民的信任，长期积累的小区服务经验使得物管企业有能力解决高龄、空巢、独居、失能老年人生活照料和长期照护难题。部分物业公司已经开展社区养老服务，集团内部有成熟养老业务的物企更加具备领先优势。

表4:物业公司及其母公司养老项目布局

物业企业及其母公司养老项目布局		
企业	产品类型	典型项目和服务
华润万象生活	物业+养老	沈阳润馨汇：以医养结合为特色，提供健康管理、康复训练、餐饮、娱乐、老年大学、生活管家等全方位服务。 红色管家社区：“关爱长者”，爱老、敬老、助老：生活服务、入户关怀、健康义诊、健康体检
华润置地	城市高端养老综合体、CCRC、城市照护机构、社区康养服务中心等	沈阳南十社区：构建“机构—社区—居家”三级养老服务体系之社区体系，提供日间照料及长期照护等服务。
招商积余	物业+养老	中保太保家园国际颐养社区项目，扩大养老物业蓝海市场布局。为招商蛇口养老产业发展提供协同服务
招商蛇口	护理型养老机构	蛇口招商观颐之家：智慧健康管理、全场景养老、精品专科医院三大业务板块
中海物业	物业+养老	优你互联健康养老业务——社区居家养老服务特约展示店；为合展养老项目提供全委物业服务
中海地产	CCRC养老社区、养老机构、居家养老	中海锦年福居长者公寓、中海锦年芳庭长者社区、中海锦年生活馆等系列康养品牌：“互联网+智慧养老”、引导护理、运动康复、健康管理等
保利物业	CCRC养老社区、养老机构、居家养老	保利和悦会：以社区嵌入式小微机构为载体，提供居家养老、社区养老、特色医养及养老延伸等服务。 和熹健康生活馆：由保利安平专业的养老运营团队为社区居民提供老年大学、健康自助检测、健康管理、康复理疗、助浴理发等服务。
建发物业	养老机构	建发溢佰养老中心：可满足自理、护理、认知症长者的持续照料需求。根据长者身体情况分为自理、半护、全护、特护四种照护模式。
金茂服务	物业+养老	长期开展为社区老年人建立专项档案，定期慰问、陪同就医、定期量血压等工作；组织社区娱乐活动，协调资源开展老年文娱活动；对独居老人，管家实行一对一责任制关怀，定期进行探访慰问，帮助老人解决日常生活问题；社区健康体检（量血压）
越秀地产	CCRC养老社区、养老机构、居家养老	越秀海樾荟：康复医院+养护院，一站式医养结合服务
远洋集团	CLRC养老社区、养老机构、护理院	椿萱茂：阿尔兹海默症护理；护理院：面对慢性病、长期卧床、生活无法自理的长辈提供专业安全的养老生活，由多学科训练有素的团队为患者和家庭提供全年全天的基本医疗、专业护理、康复促进、安宁疗护等全生命周期服务
绿城服务	CCRC养老社区、养老机构、居家养老	椿龄康养：之江陶然里，混龄社区、完善配套和适老设计；提供包括环境维护、星级家政、安心无人托管、亲情服务、营养膳食、宅配送餐、健康档案、健康监测、便捷就医、医后服务、颐养照护等服务。

物业企业及其母公司养老项目布局		
企业	产品类型	典型项目和服务
旭辉永升服务	物业+养老	社区助老服务、居家关爱服务、社区嵌入式养老服务、便民义诊活动
旭辉健康	CCRC养老社区	旭辉·太湖彩园：“一站式”品质生活服务、医疗康养服务，打造独特的社区景观、服务配套和居住环境，定位准财富阶层和小康富裕型人群
	医养型	都市型医养综合体、护理院及康复医院，聚焦北京、上海、长三角区域以及厦门等具有丰富优质资源的城市
	管理输出型产品	投策咨询、运营提升等轻资产服务。面向全国存在前期投策资讯需求和后期社区运营提升需求的养老企业
碧桂园服务	物业+养老	怡然五星长者服务体系：搭建志愿者平台实现居民自治、互助养老；组建了爱心探访服务队；搭建长者和年轻人的服务桥梁——爱幼课堂服务队
碧桂园	CCRC养老社区	惠州永湖山庄：不对外出售，全部自持运营，通过构建全新的医养养护服务体系，打造养老服务新品牌。打造“康、护、食、娱”的五星级养老服务体系，满足长者日常生活照料、健康管理、星级餐饮、文化娱乐等高品质养老生活需求
	CCRC养老社区	九华山庄养老公馆：专业化的酒店式养老服务，集温泉住宿，会议展会、餐饮、娱乐为一体的度假山庄碧桂园九华山庄超级旅游医养综合体，提供会展、温泉、体检、养老等服务
新城控股	CCRC养老社区	南京·心颐荟：通过“原居养老”的理念，集康养公寓、日照与颐养中心、城市酒店三大业态垂直分布于一体的康养模式
融创集团	CCRC养老社区	融爱家藏马山颐养社区：构建“康、养、食、娱、居”五重颐养服务体系，提供包含医疗健康、安心养老、营养膳食、文化娱乐、生活保障等多重生活服务。
世茂服务	物业+养老	0-2KM世茂社区新生态：世茂服务与长期照护专业养老品牌椿熙堂达成战略合作，共同发展居家养老服务业务：提供基本的生活照料、健康管理等服务，还提供专业护理、主动问安、安全监测等服务，为周边社区自理老年人提供专业照护、生活照料、养生康乐、健康管理、社团文化等服务，促进“一老一小”融合发展。
金科集团	CCRC养老社区	武汉阳逻乐活·健康城项目：集颐养中心、文化商业、健康社区为一体的全龄康养社区
万科集团	CCRC养老社区	良渚·随园嘉树：包含文化设施、商务度假、商业、休闲、医疗、教育、交通配套设施，提供日常生活照料，健康管理服务

资料来源：各公司官网、光大证券研究所整理

3.4、行业发展路径：“物业+旧改”



2020年7月起，中央多部门对老旧小区改造持强有力支持态度，政策指导明确、方案清晰，国家发力，决心显现，“十四五”老旧小区改造步入实质性推进阶段。

表5:2020年7月以来各部门推进老旧小区改造相关政策

日期	中央政府部门	主要政策内容
2020.7.20	国务院	国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到2022年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。
2021.1.29	住建部	住建部印发《关于印发城镇老旧小区改造可复制政策机制清单（第二批）的通知》，在前期准备阶段，明确责任主体、制定实施方案、引导居民协商化解意见分歧；在工程审批阶段，进行方案联合审查、专项设计和审查、明确支持政策；在建设安装阶段，落实质量安全责任、联合竣工验收、应用新技术；在运营维护阶段，进行日常维护保养、明确质量保修责任、引入保险机制。
2021.4.8	国家发改委	国家发展和改革委员会印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，提出7方面24项任务。其中，住房和城乡建设部分工负责：支持老旧小区引入市场化物业服务或推行社区托管、社会组织代管等方式，提高物业服务质量和标准化水平等任务。
2021.5.7	国家发改委等	国家发展改革委等四部门联合印发《关于推动城市停车设施发展意见的通知》，要求有效保障基本停车需求；新建居住社区严格按照城市停车规划和居住社区建设标准建设停车位；鼓励有条件的城市加快实施城市更新行动，结合老旧小区、老旧厂区、老旧街区、老旧楼宇等改造，积极扩建新建停车设施。
2021.9.7	国家发改委、住建部	国家发展改革委住房和城乡建设部发布《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；城镇老旧小区完成改造后，有条件的小区通过市场化方式选择专业化物业服务公司接管；认真摸排2000年底前建成的需改造城镇老旧小区存在的配套设施短板，组织相关专业经营单位，联合排查燃气、电力、排水、供热等配套基础设施以及公共空间等可能存在的安全隐患；重点针对养老、托育、停车、便民、充电桩等设施，摸排民生设施缺口情况。
2021.10.10	中共中央、国务院	中共中央、国务院印发《国家标准化发展纲要》。城镇化标准方面，《纲要》指出，要推动新型城镇化标准化建设；研究制定公共资源配置标准，建立县城建设标准、小城镇公共设施建设标准；完善城市生态修复与功能完善、城市信息模型平台、建设工程防灾、更新改造及海绵城市建设等标准；推进城市设计、城市历史文化保护传承与风貌塑造、老旧小区改造等标准化建设，健全街区和公共设施配建标准。
2022.2.21	国务院	国务院印发《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》，提出“十四五”时期，新建城区、新建居住区配套建设养老服务设施达标率要达到100%；提升社区和家庭适老化水平；有序推进城镇老旧小区改造，完成小区路面平整、出入口和通道无障碍改造、地面防滑处理等，在楼梯沿墙加装扶手，在楼层间安装挂壁式休息椅等，做好应急避险等。
2022.3.1	住建部	住房和城乡建设部印发《全国城镇老旧小区改造统计调查制度》，指出，改造计划内容可分为基础类：为满足居民安全需要和基本生活需求的内容；完善类：为满足居民生活便利性需要和改善型生活需求的内容；提升类：为丰富社区服务供给、提升居民生活品质、立足小区及周边实际条件积极推进的内容。

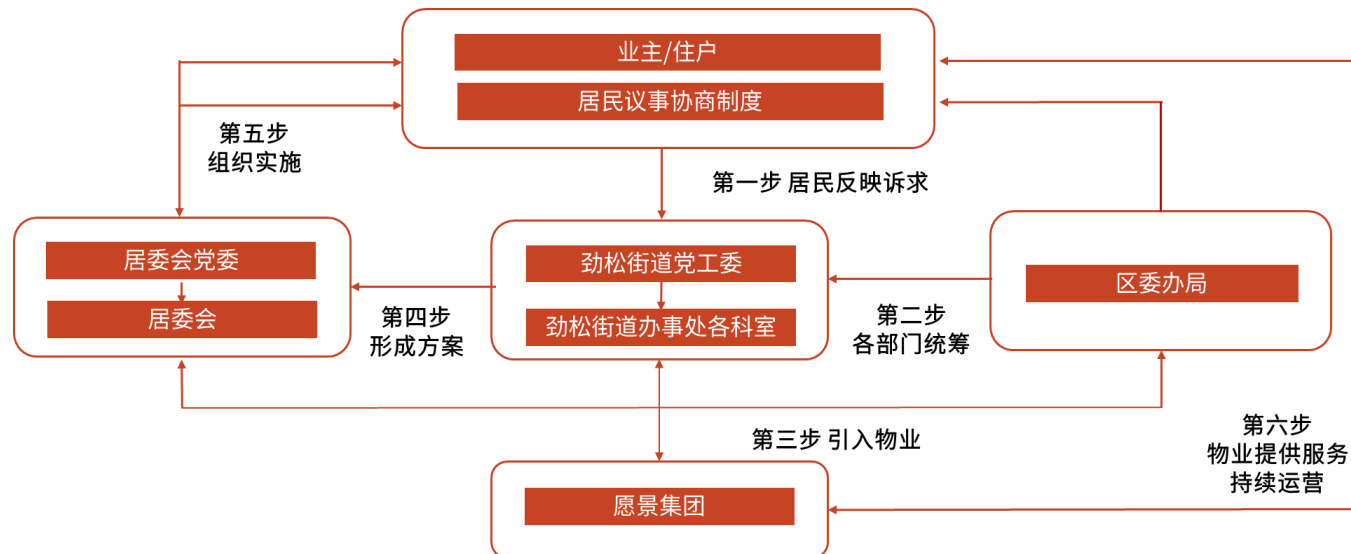
资料来源：各政府部门网站，光大证券研究所整理

3.4、行业发展路径：“物业+旧改”

国务院指出到“十四五”期末，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务；根据住建部摸排，全国2000年以前建成的老旧小区近17万个、涉及居民上亿人、超4200万户、建面约40亿平。

老旧小区改造的加速推进，可提高物管企业的渗透率，扩大物管行业的市场空间，旧改小区选定物业管理模式，可通过招投标或其他业主认可方式选聘物业服务企业。物业企业可发掘到存量住宅的价值，通过“谁受益、谁出资”机制赚取管理费和服务费，这对物管企业是一次难得的发展机遇。同时，政府支持物业企业参与到旧改中来，支持物管行业良性发展，在此背景下，优质的物业企业将脱颖而出。

图13：“劲松模式”物业参与旧改概念图



资料来源：北京市规划和自然资源委员会，光大证券研究所绘制

3.4、行业发展路径：“物业+科技”

■ 物业是劳动密集型行业，人工成本对公司影响较大，若企业不能通过有效手段降本提效，物业费提价受阻，利润率将难以维持。

随着物联网、大数据等技术普及，智能道闸、智能门禁、智能停车场等硬件设施在小区中的渗透率逐渐提升，物管企业有望实现科技赋能，削减人工成本，提升长期竞争力。

图14：重点公司历年员工成本占总营业成本比重

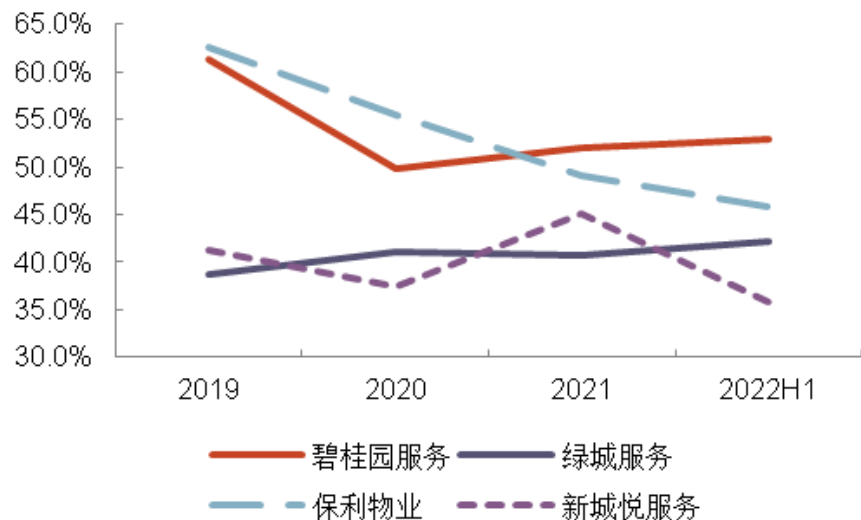
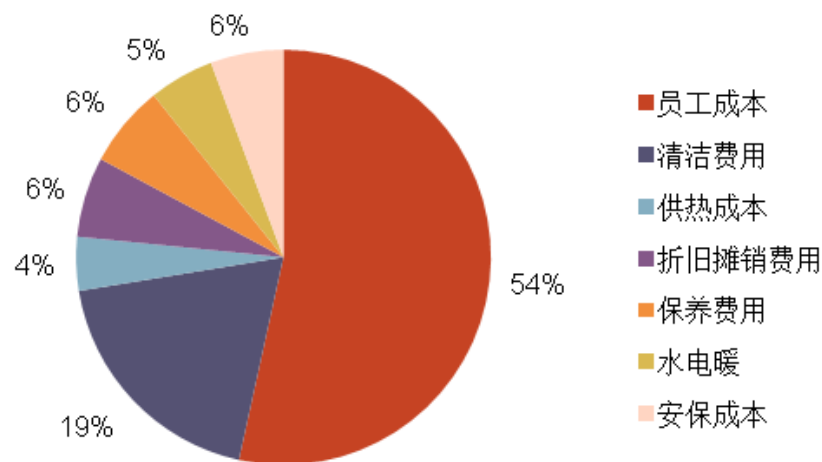


图15：碧桂园服务营业成本构成（2022H1）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

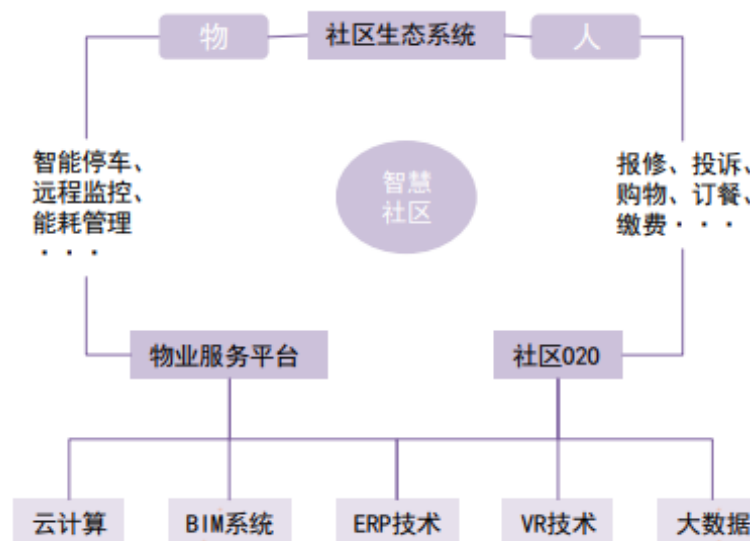
3.4、行业发展路径：“物业+科技”

2022年以来，国家部门多次发文推进智慧物业建设，智慧物业需求有望进一步释放。物业企业深入社区基层，紧贴居民需求，作为提升社区科技能力和管理水平的“网格化、信息化管理单元”，作为承载了疫情常态化管理和数字社区生活场景的“关键实施载体”，在智慧社区建设中承担更多的责任，获得更多的发展机遇。

图16：结合前端设备与终端系统进行智能化管理



图17：智慧社区概念图



资料来源：光大证券研究所绘制

4.1、板块分析：2022年物管股出现较大回撤，11月回暖

光大AH物管板块指数成分股为17家，其中国企组8家（下表前八家），民企组9家。由于俄乌冲突、美联储加息、部分地产开发企业出现信用风险等因素，年初至十月底物业股跌幅较大。十一月以来由于地产政策和港股流动性回暖，物管股明显反弹。

表6:光大物管板块指数成分股资本市场表现（截至2022年11月25日）

代码	简称	总市值 亿人民币	股价 元/港元	PE(LYR)	PE(TTM)	十月 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	十一月以来 涨跌幅
1209.HK	华润万象生活	728.2	35.5	38.4	35.6	-23.7%	-1.2%	54.1%
2669.HK	中海物业	246.4	8.3	27.8	24.6	-27.7%	2.0%	68.6%
6049.HK	保利物业	224.6	45.1	24.1	21.7	-30.3%	-25.9%	55.2%
001914.SZ	招商积余	166.1	15.9	32.9	28.0	-12.0%	-21.0%	18.4%
2156.HK	建发物业	47.4	3.9	27.0	22.2	-21.9%	-10.0%	34.5%
6626.HK	越秀服务	40.0	2.9	10.1	9.7	-21.1%	-12.2%	28.1%
0816.HK	金茂服务	29.3	3.6	15.0	10.7	-36.3%	-37.9%	50.0%
6677.HK	远洋服务	24.7	2.3	5.1	5.3	-8.2%	-46.7%	38.1%
6098.HK	碧桂园服务	578.0	19.0	13.0	12.2	-40.7%	-58.8%	177.6%
2869.HK	绿城服务	146.8	5.0	15.8	21.8	-38.7%	-28.6%	55.9%
3319.HK	雅生活服务	124.7	9.8	4.9	5.3	-28.5%	-23.8%	119.3%
9666.HK	金科服务	85.3	14.5	7.3	9.1	-3.2%	-55.4%	26.0%
1516.HK	融创服务	79.5	2.9	5.7	-71.0	-29.9%	-62.4%	109.4%
1995.HK	旭辉永升服务	74.1	4.7	10.9	9.9	-40.8%	-59.9%	171.7%
1755.HK	新城悦服务	63.3	8.1	10.9	12.9	-37.2%	-26.3%	124.4%
0873.HK	世茂服务	52.2	2.4	4.3	7.4	-24.6%	-56.6%	86.5%
9983.HK	建业新生活	40.1	3.5	5.9	5.9	-10.8%	-18.2%	58.1%
平均		161.8		15.2	10.1	-25.6%	-31.9%	75.1%

资料来源：wind，光大证券研究所，换算汇率：1港币=0.9元人民币
H股股价：港元/股，A股股价：元/股

4.2、板块分析：估值连续两年下台阶，多数位于极小值附近

2020年、2021年、2022年1月1日至11月25日，样本股的综合PE-ttm的年平均数分别为59/46/19，连续两年下台阶。

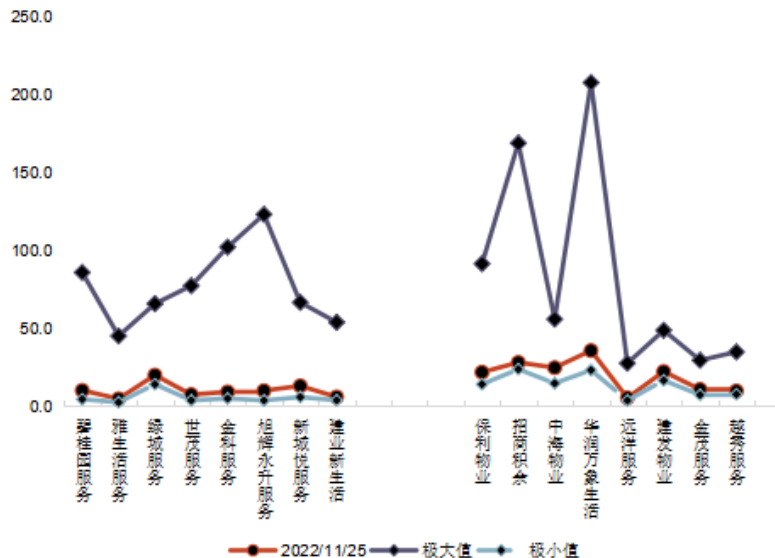
由于房地产行业下行趋势明显，部分民营房企出现信用风险，民企整体风险溢价提升，影响了民企物管的估值表现，国企物管的PE-ttm估值整体高于民企。

17家重点物管当前估值（2022.11.25）多数处于极小值附近，随着后续房地产行业流动性回暖、部分民企地产信用问题的厘清及港股市场整体价值逐步回归，物管板块的整体估值有望出现修复。

图18：综合/民企/国企的PE-ttm均值走势（2020.01.01-2022.11.25）



图19：重点物管股PE-ttm当前值/最大值/最小值（2020.01.01-2022.11.25）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；极大值极小值计算区间为2020.01.01-2022.11.25

4.3、板块分析：营收与归母净利润增速回落



2019-2021年，行业营业收入同比增速基本维持40%以上高速增长，且增速逐年提高，民企物管营收增速高于国企物管。22H1受房地产行业下行和疫情影响，行业营收增速下滑至32%，国企物管27.4%，民企物管34.5%。

归母净利润同比增速呈现下降的趋势，部分民企受到母公司影响导致其归母净利润同比增速大幅度下降，22H1平均同比增速为10.2%（剔除融创服务和世茂服务）。其中，国企物管归母净利润增速为28.8%，民企物管为1.2%（为剔除融创服务和世茂服务后数据，仍显著低于国企物管），民企物管归母净利润增速下滑较快。

图20：近年行业营收同比增速

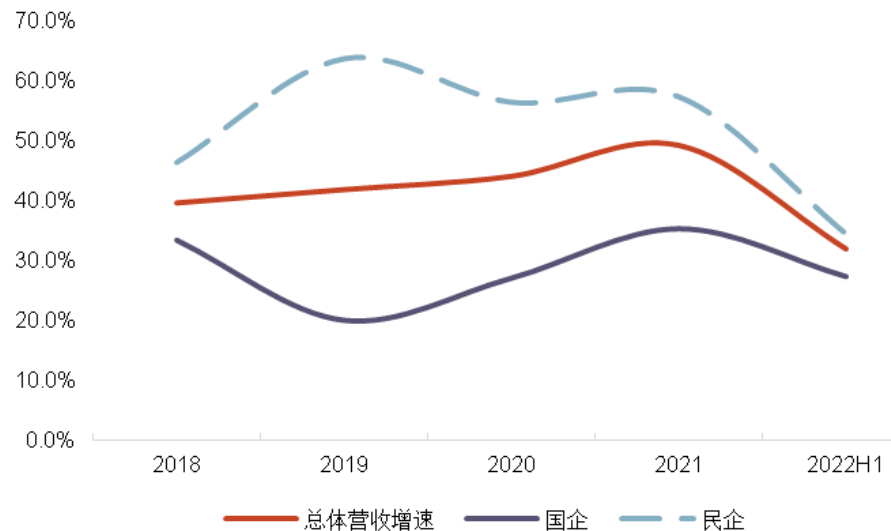
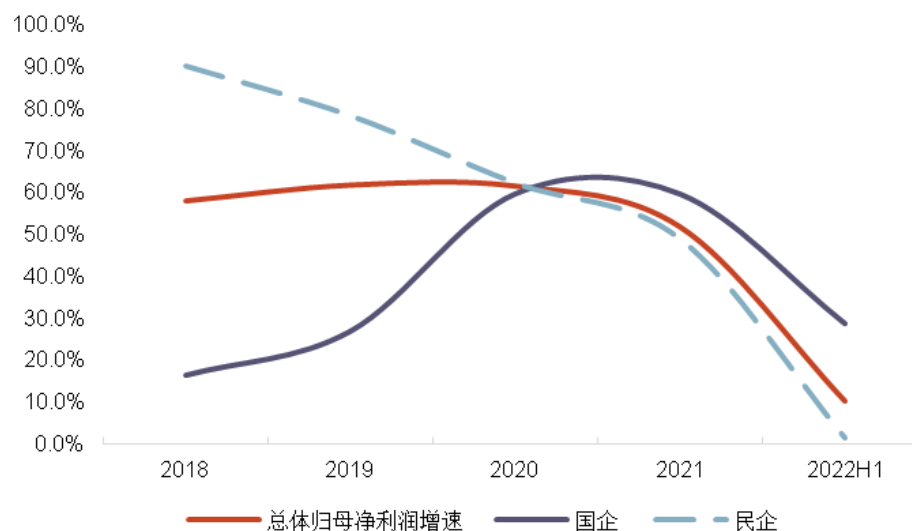


图21：近年行业归母净利润同比增速（2022H1剔除融创服务和世茂服务）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.3、板块分析：毛利率回落至24.5%



22H1，物管公司毛利同比增长19%，国企组与民企组增速收敛至相近水平；2018-2021年行业毛利率由23%稳步提升至26%，民企组毛利率显著高于国企组；22H1整体毛利率回落至24.5%，其中民企组26.1%，国企组21.4%。

毛利率回落主要是结构性因素引起：地产开发关联业务非业主增值业务的毛利率有较大回落，同时高毛利率的社区增值业务增速放缓，展望后续：1)地产企稳，非业主增值业务增速和毛利率同步趋于稳定；2)社区增值业务有望随居民消费复苏而反弹；物业企业通过智能化管理和科技设备实现降本，整体毛利率有望保持稳定水平。

图22：近年行业毛利同比增速

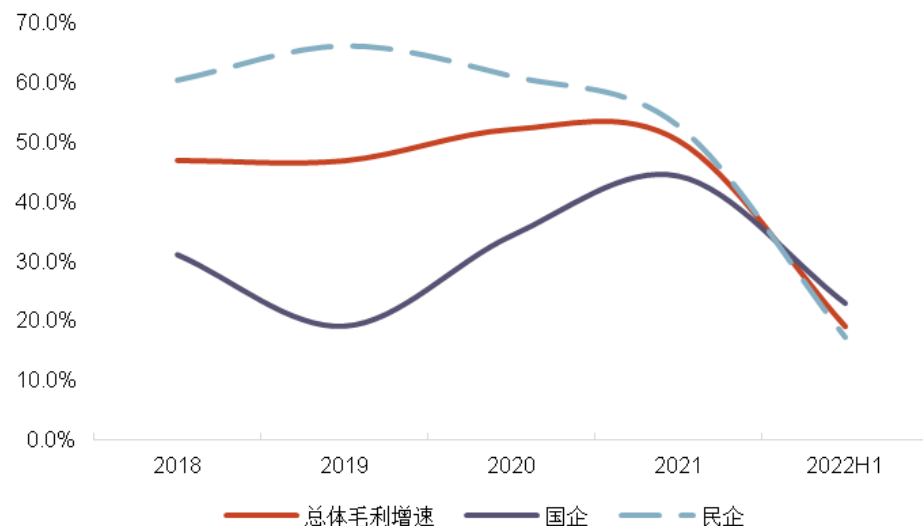
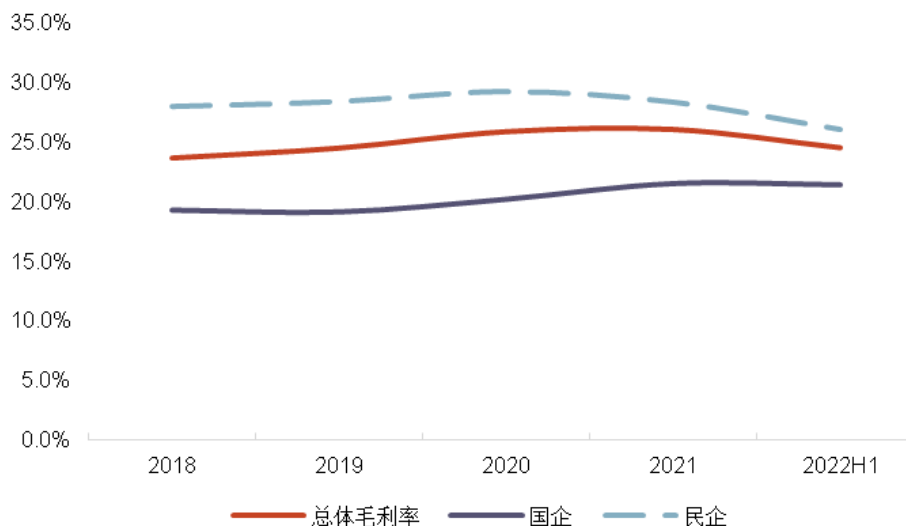


图23：近年行业毛利率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.3、板块分析：净利润率下滑，销售管理费用率逐年优化



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES



2018-2021年，行业归母净利润率由9.4%稳步提升至12.8%，22H1降至9.8%。22H1国企与民企归母净利润率表现出现分化，国企由2021年10.9%进一步提升至11.8%，盈利能力有明显改善；同期的民企物管则由13.7%下降至8.8%，降幅扩大（2021年较2020年高点下降0.8pct），主要由于疫情冲击和房地产市场冲击导致盈利下滑，以及基于谨慎性原则对应收账款计提大额减值（如融创服务和世茂服务等）。

2019-2021年，行业销售管理费用率由10.4%降低至9.4%，2022H1进一步降低至8.7%，行业管理效率提升。

图24：近年行业归母净利润率变化

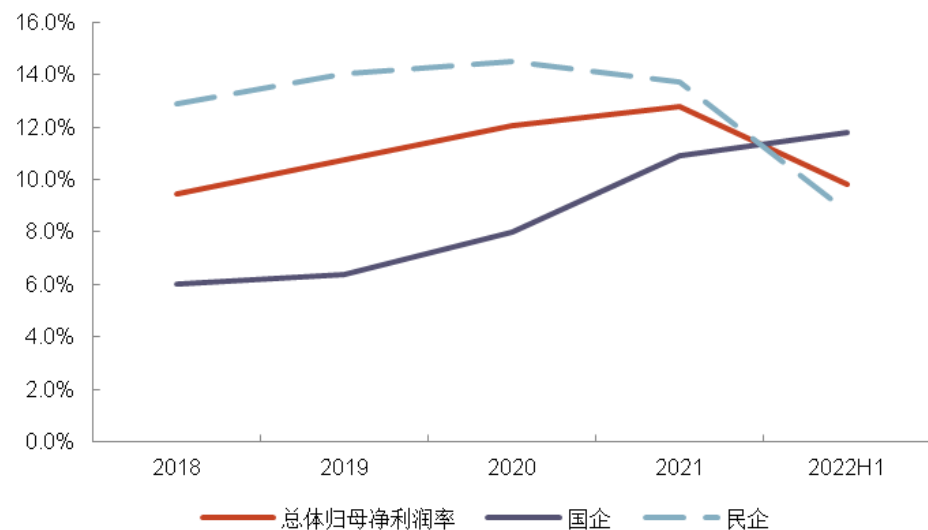
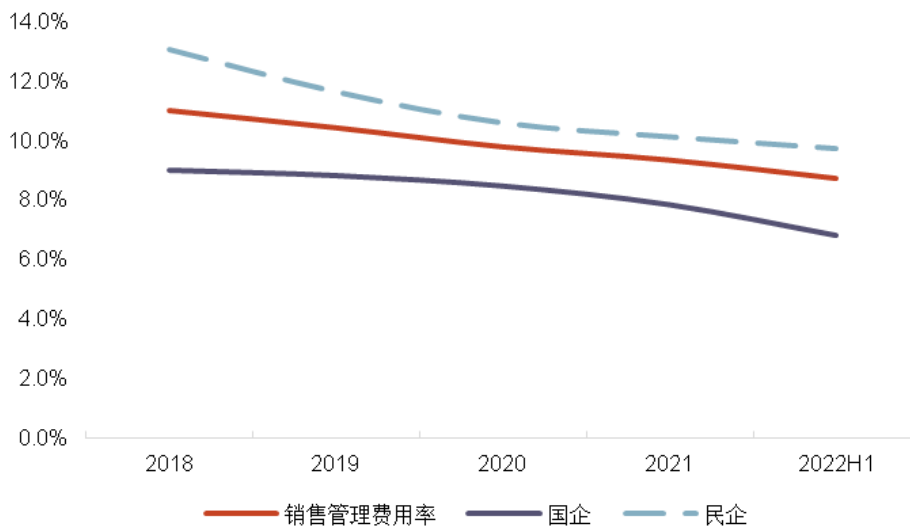


图25：近年行业销售管理费用率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.3、板块分析：少数股东损益占比呈现上升趋势

近年，民企物管少数股东权益占比逐年提升，少数股东损益占比也有较快增长：2021年为7.2%，22H1进一步提升至9.1%。民企与国企整体少数股东损益占比在5.8%，少数股东损益对归母净利润增长有一定影响。

得益于资本助力，物业企业通过成立合资公司和收并购，切入增值服务细分赛道、城市服务等领域，借鉴国际物管龙头发展路径，后续物管加大业务布局力度，并进一步介入上下游产业链，少数股东损益占比仍有上升趋势。

图26：近年行业少数股东权益占比变化

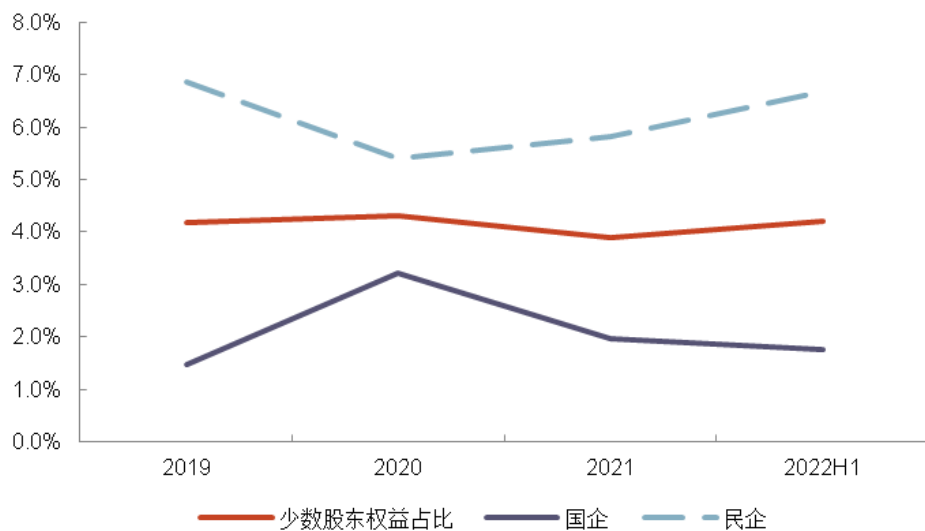
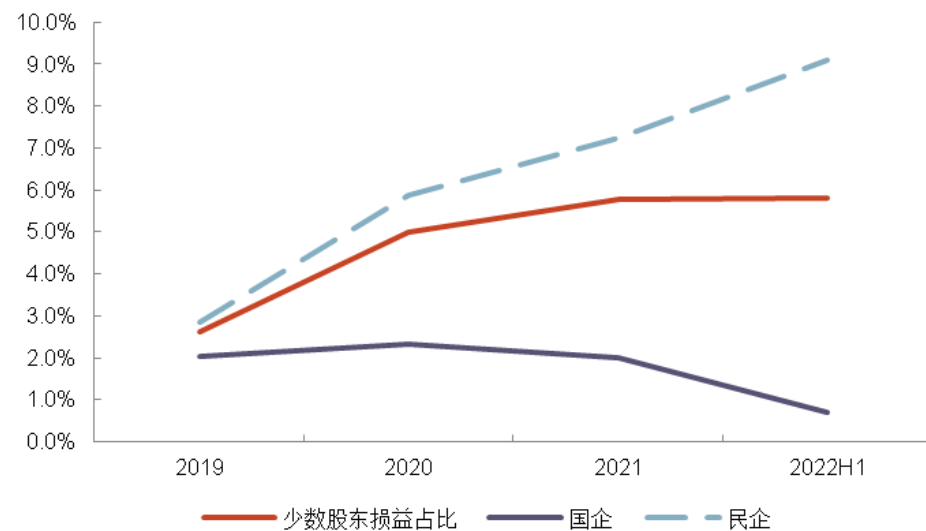


图27：近年行业少数股东损益占比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.4、板块分析：应收规模快速积累



2018-2022H1，随着物管企业扩大经营规模，应收账款同步快速积累，行业应收账款规模由182亿元增至724亿元，其中，民企组由99亿元增至523亿元，国企组由83亿元增至202亿元，民企物管应收账款扩张速度更快。

从周转情况来看，国企组表现好于民企组。国企物管应收账款周转天数由2019年128天缩减至2021年74天，而民企物管由2019年的113天缩减至2020年99天，2021年增加至119天。

2022年上半年由于疫情和宏观经济环境影响，部分物管企业对B端客户暂缓应收款的收缴，而C端居民消费者由于缴费习惯，通常在下半年缴纳应交费用，两大因素导致应收账款周转天数有所增长，预计四季度和2023年应收账款周转情况将有所改善。

图28：应收账款规模（单位：亿元），口径为应收账款与其他应收款

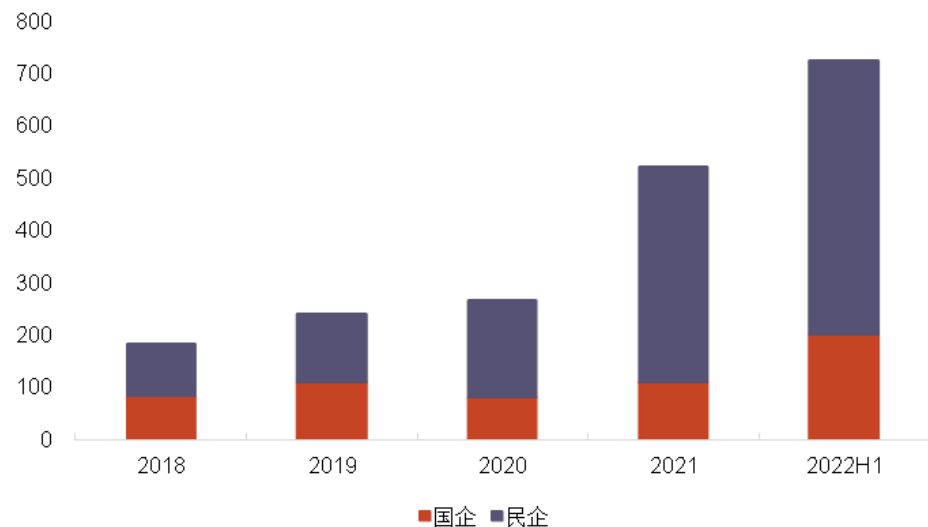
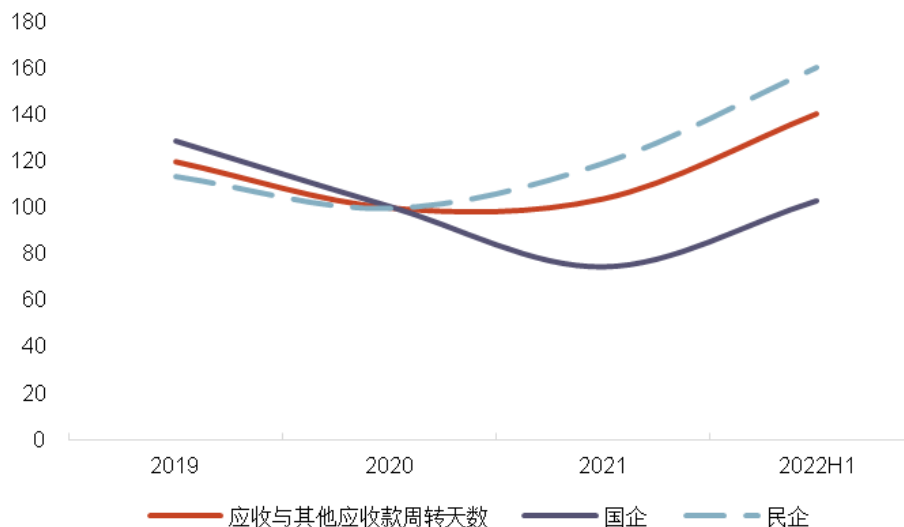


图29：应收账款周转天数（单位：天），口径为应收账款与其他应收款



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.4、板块分析：应付账款周转没有明显分化



应付账款方面，民企组规模扩张同样快于国企组，但周转天数没有明显分化，2019-2021年国企组应付账款周转天数由187天降至150天，民企组由170天降至160天。22H1行业应付账款规模为582亿元，其中国企组200亿元，民企组382亿元，应付账款周转天数为164天。

综合应收与应付账款来看，物管企业应收账款周转天数低于应付账款周转天数，2020年相差70天（国企74天，民企70天），2021年相差54天（国企76天，民企41天），物管企业资金使用效率较高，且国企表现更为优秀。

图30：应付账款规模（单位：亿元），口径为应付账款与其他应付款

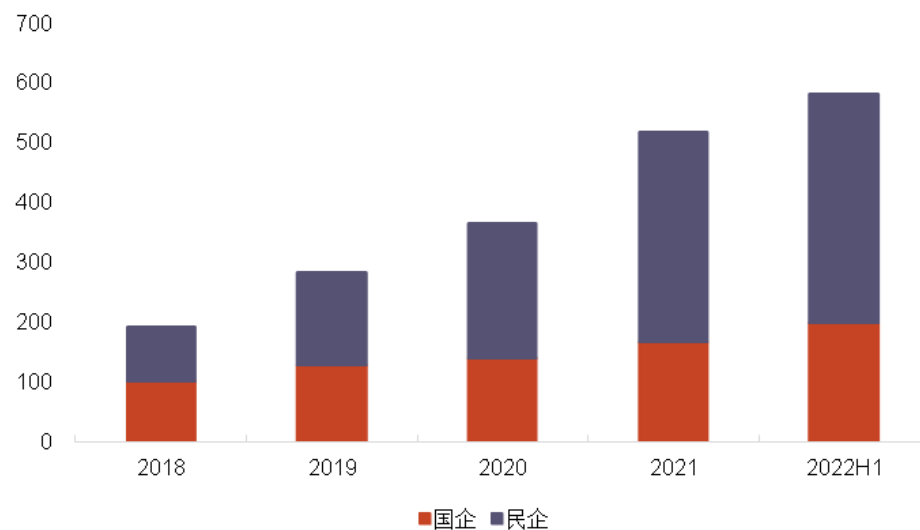
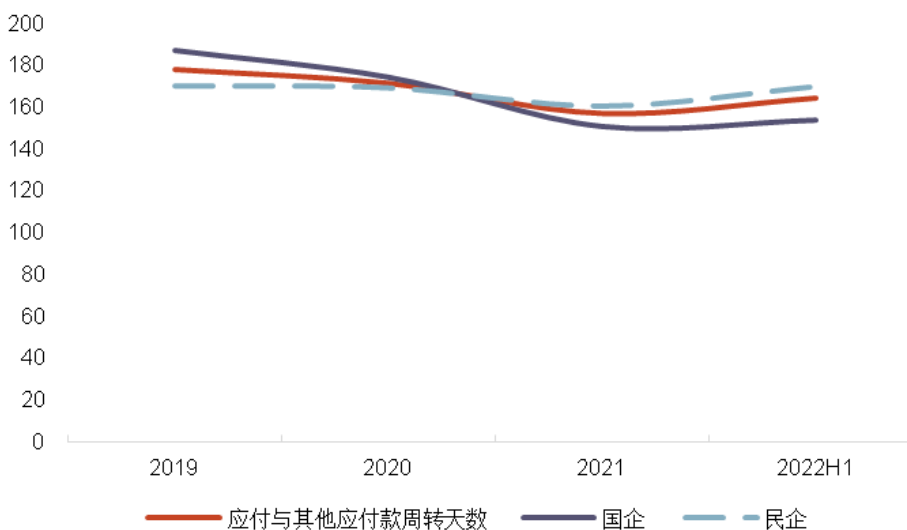


图31：应付账款周转天数,口径为应付账款与其他应付款



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.4、板块分析：金融资产减值大幅提升，拖累利润

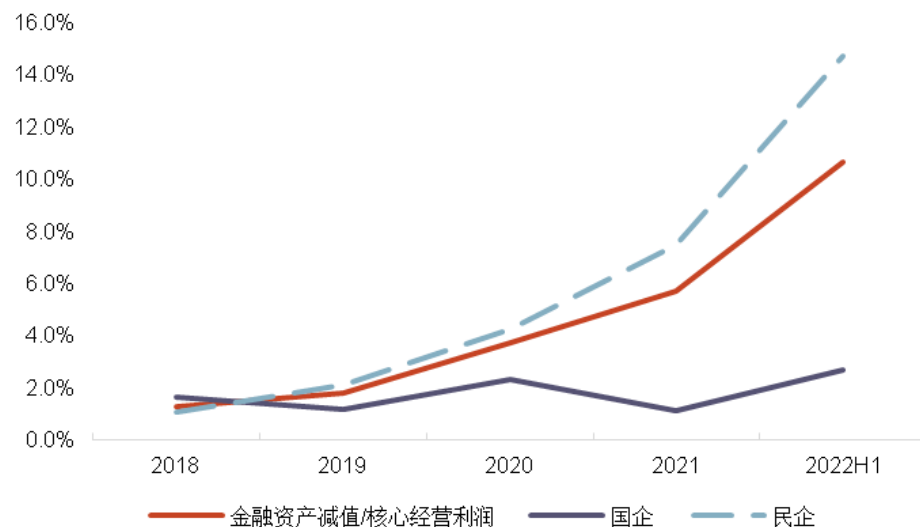


2018-2021年，行业金融资产减值/核心经营利润比例由1.3%提升至5.7%，22H1提升至10.7%（剔除融创服务）；其中民企组（剔除融创服务）由1.1%提升至7.5%，提升速度较快，2022H1进一步提升至14.7%，国企组则由2021年末的1.1%提升至22H1的2.7%。

从应收账款减值拨备比例上看，民企组多数物管公司同步提高应收账款减值拨备比例，夯实利润，民企组拨备比例由2018年2%提升至22H1的5.5%。基于应收款质量考虑，国企组整体拨备比例则没有提升。

我们判断金融资产减值综合考虑了关联方现金流水平，为暂时性因素，且2022年上半年计提较为充分，预计后续对利润影响有限。

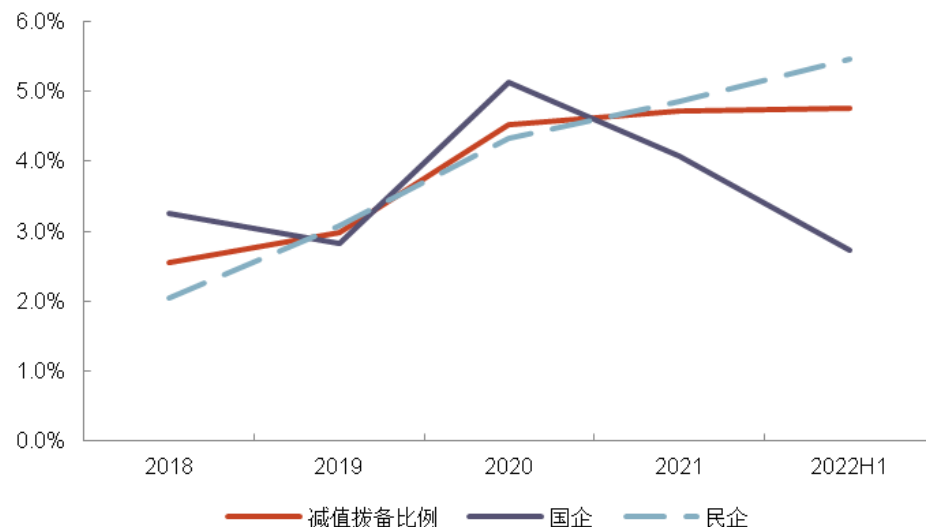
图32：金融资产减值对利润的影响，核心经营利润=毛利-销售管理费用



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，剔除融创服务

请务必参阅正文之后的重要声明

图33：应收账款减值拨备比例，应收口径为应收账款与其他应收款



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5.1、近年在管面积变化：国企物管规模扩张势头依旧



国企组（8家）：截至2022年6月30日，国企物管总在管面积15.6亿平，较2021年末新增2.27亿平，对比2021年全年新增3.49亿平，国企物管公司规模延续高速增长态势。

民企组（9家）：截至2022年6月30日，民企物管总在管面积约30亿平，较2021年末新增2.7亿平，对比2021年全年新增9.7亿平，22年上半年新增在管面积有较大回落，规模扩张速度有所放缓。

整体而言，房地产竣工的延缓尚未对物管公司项目获取造成明显拖累，且物管企业在非住宅业态逐渐发力，规模扩张势头依旧。

图34：国企物管近年在管面积变化（单位：亿平方米）

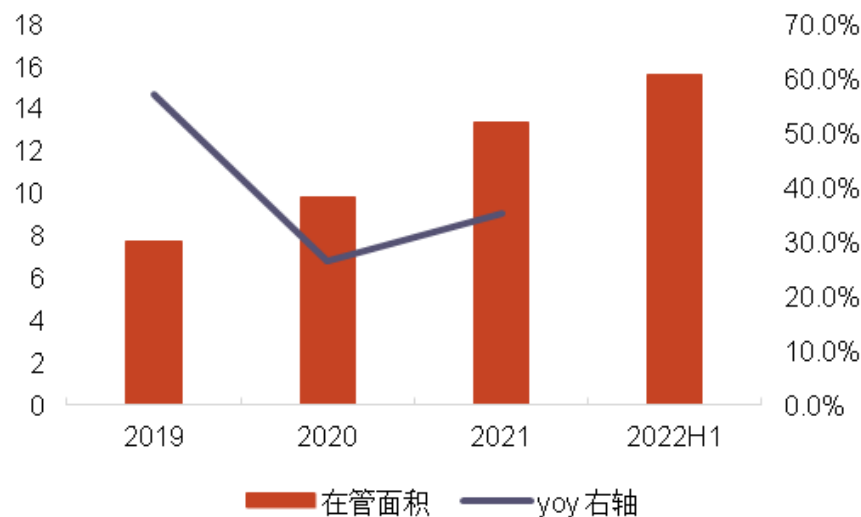
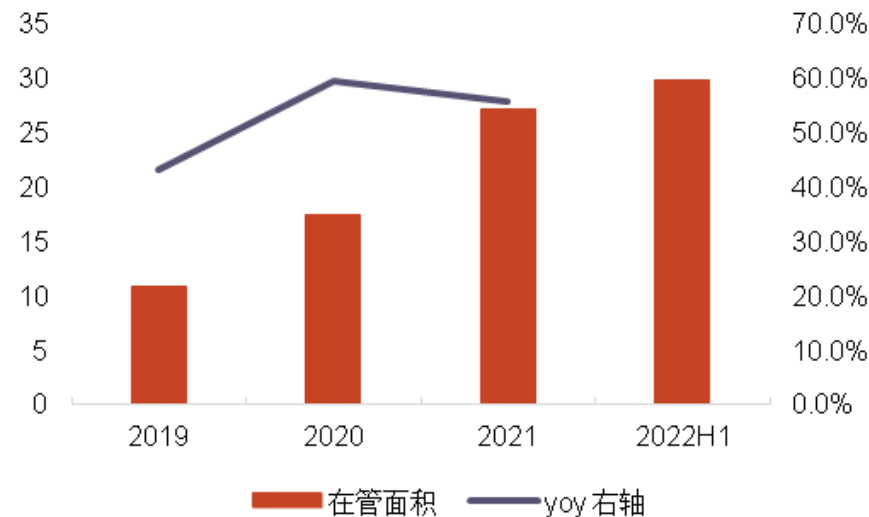


图35：近年民企物管在管面积变化（单位：亿平方米）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

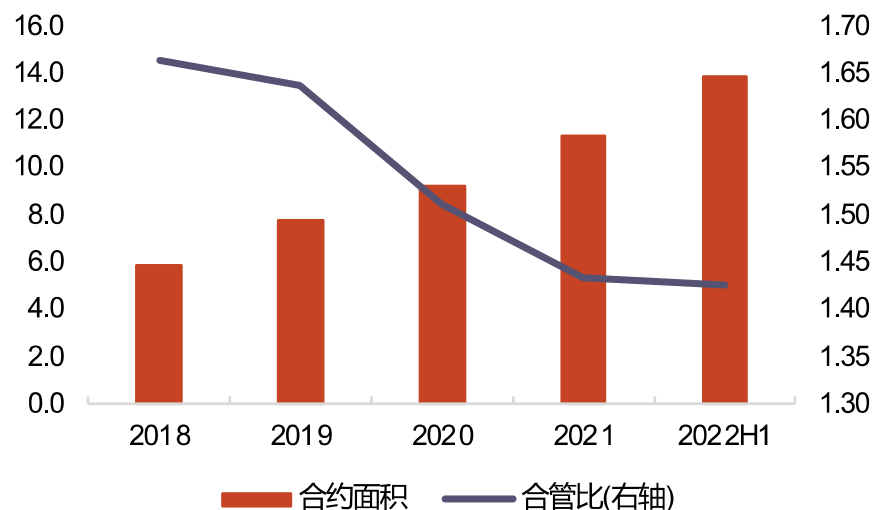
5.1、总体储备面积丰富，平均合管比大于1.4



国企组（8家）：截至2022年6月30日，国企物管合约面积13.9亿平，合管比为1.43（招商积余和中海物业未披露合约面积，计算时剔除）；上半年新增合约面积2.5亿平，超过2021年和2020年全年水平（分别为2.2亿平、1.4亿平），规模扩张势头依旧，且储备面积较为丰富。

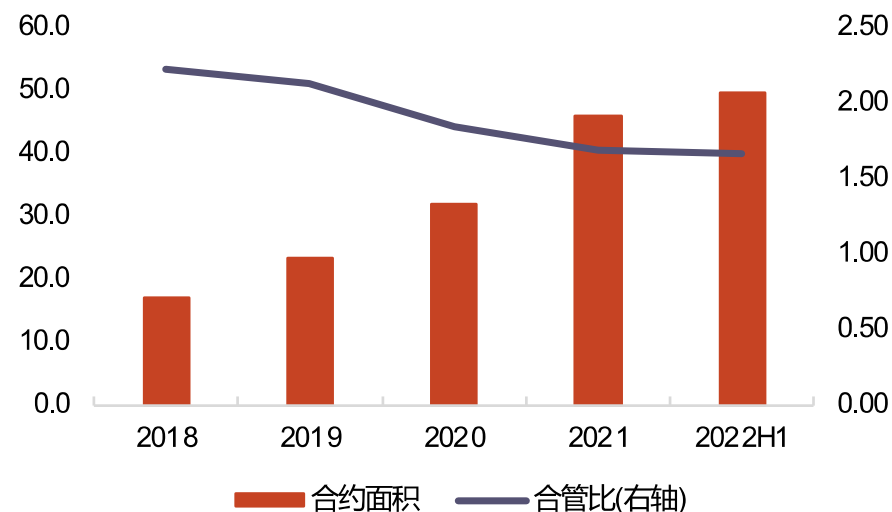
民企组（9家）：截至2022年6月30日，民企物管合约面积49.6亿平，较2021年末新增3.9亿平（2020、2021全年分别新增8.8亿平、13.8亿平），碧桂园服务等前期通过收并购快速扩大规模，合约面积迅速提升；由于外部经济环境和房地产市场环境变化，2022年上半年民企物管通过收并购扩张规模的动力较弱，因而逐渐回归至内生增长渠道。

图36：国企物管近年合约面积及合管比（单位：亿平方米）



注：中海物业和招商积余未披露相关数据

图37：民企物管近年合约面积及合管比（单位：亿平方米）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.2、第三方在管占比逐年提升，物业独立性增强



国企组（8家）： 国企物管第三方在管面积占比逐年提高，2021年末第三方在管面积占比达到50.3%，2022H1为54.2%（越秀服务未披露拆分）。

民企组（9家）： 民企物管第三方在管面积占比明显高于国企物管，截至2021年末为64.9%，2022H1达到66.2%，民企物管在第三方拓展市场和收并购等渠道获取项目来源较为积极。

脱胎于房地产企业的物管公司，正逐渐减少对关联方的依赖，独立发展能力明显提升。

图38：国企物管近年第三方在管面积占比

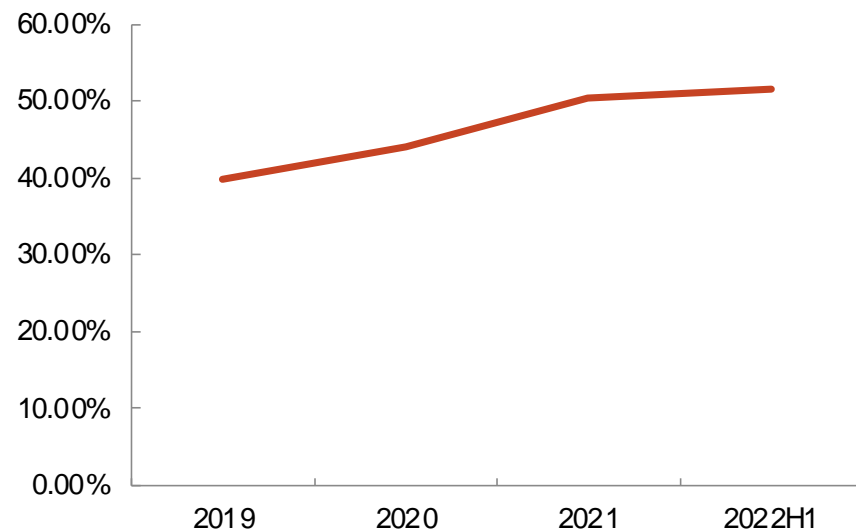
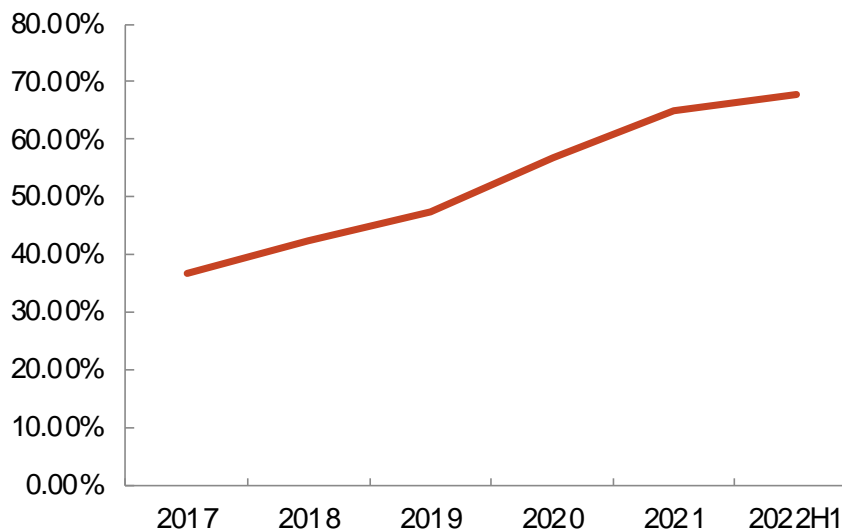


图39：民企物管近年第三方在管面积占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.2、第三方在管占比逐年提升，物业独立性增强



国企组（8家）：截至2022年6月30日，保利物业和招商积余第三方在管面积占比较高，分别为61.6%、66.9%；中海物业较低，为31.1%。

民企组（9家）：截至2022年6月30日，绿城服务、雅生活服务 and 旭辉永升服务在管面积第三方占比超过80%，对关联方的依赖程度低，独立发展能力较强；融创服务第三方在管面积占比为40%，低于平均水平，随着公司在第三方外拓市场逐步发力，第三方占比呈现逐年提升趋势。

图40：国企物管第三方在管面积占比横向对比（截至2022.6.30）

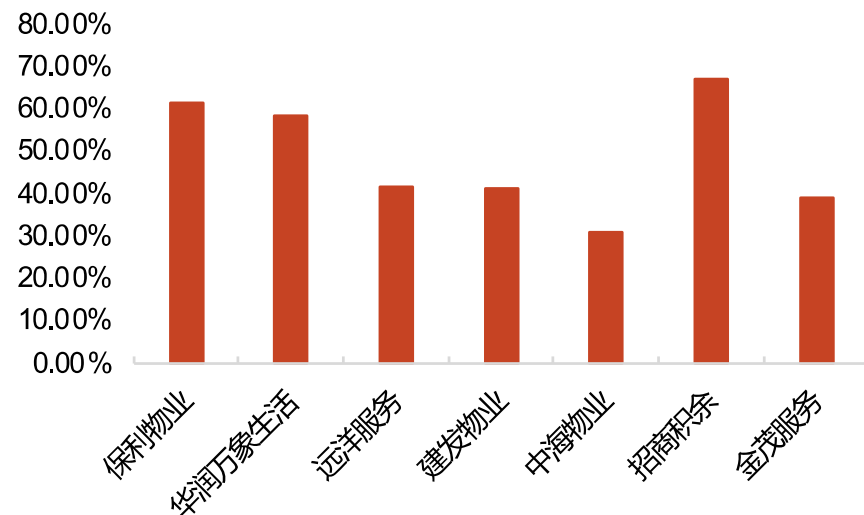
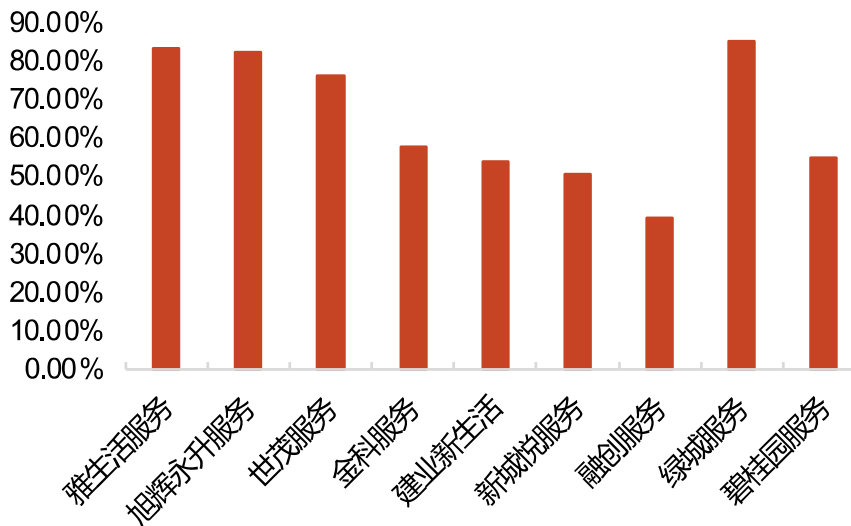


图41：民企物管第三方在管面积占比横向对比（截至2022.6.30）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理；越秀服务未披露第三方在管数据

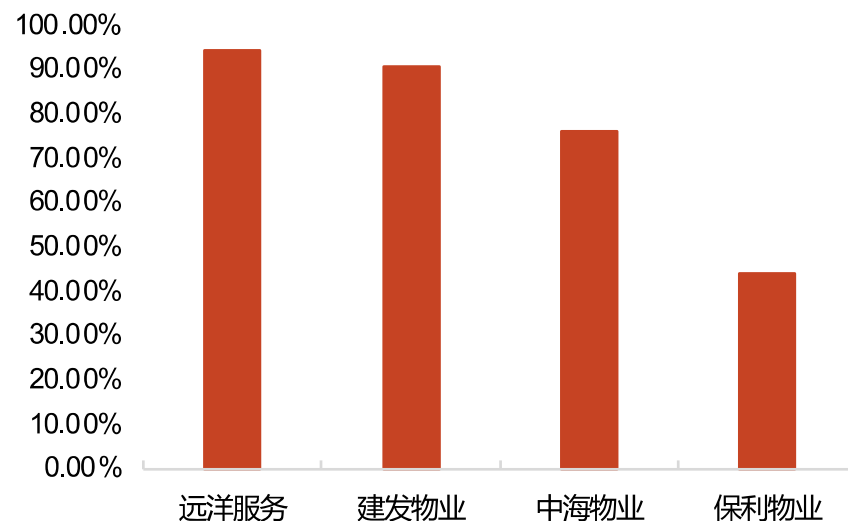
5.2、物管发力非住宅业态



国企组（8家）：截至2022年6月30日，保利物业凭借品牌优势和专业化服务能力，持续重点布局非住宅领域，非住业态在管面积占比达到56.1%，上半年中标已签约的外拓项目中，非住业态单年合同金额占比超过86.2%。

民企组（9家）：截至2022年6月30日，新城悦服务聚焦大后勤大社区战略，外拓发力非住宅市场；世茂服务住宅业态面积占比最低，为56.7%。

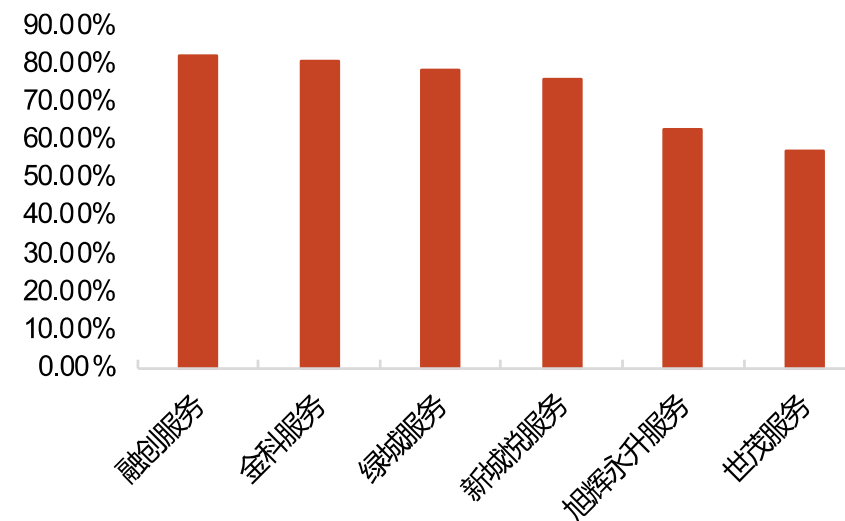
图42：国企物管住宅在管面积占比横向对比（截至2022.6.30）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

注：招商积余、华润万象生活、金茂服务、越秀服务未披露拆分数据

图43：民企物管住宅在管面积占比横向对比（截至2022.6.30）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

注：雅生活服务、碧桂园服务、建业新生活未披露拆分数据

5.3、基础物管业务：维持较高增速，稳健发展



国企组（8家）： 2021年国企组基础物管收入增速为30.1%；22H1基础物管收入增速为31.4%，基本与2021年持平。

民企组（9家）： 凭借大量收并购和积极外拓，民企物管规模扩张速度较快，近两年（2020、2021年）民企物管基础物业管理服务收入平均增速显著高于国企物管，22H1民企组基础物业管理业务收入增速50.2%。

图44：国企物管近年基础物业管理业务收入增速

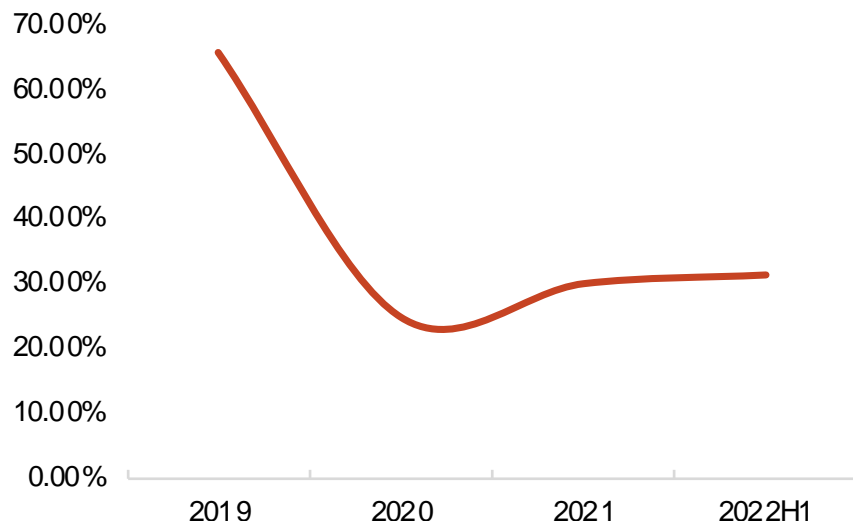
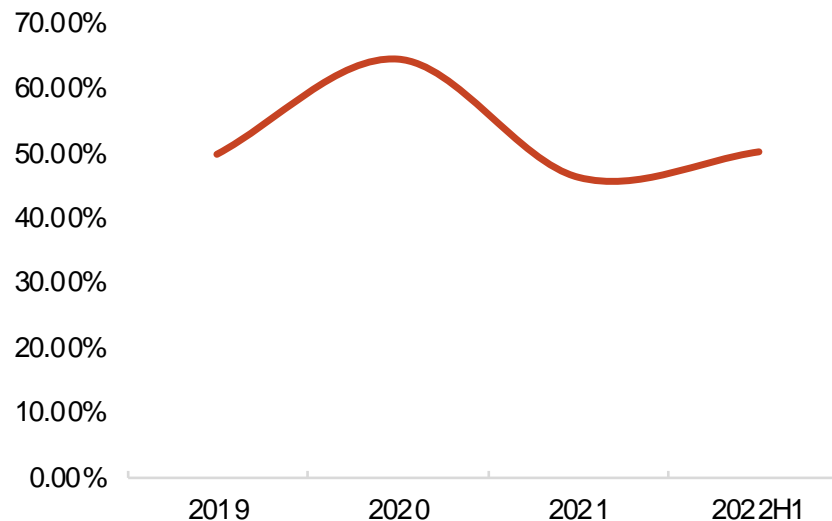


图45：民企物管近年基础物业管理业务收入增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.3、收并购+外拓积极，基础物管维持较高增速



国企组（8家）：22H1金茂服务、中海物业和华润万象生活基础物管收入增速较高，为45.8%、44.1%和37.2%。

民企组（9家）：22H1碧桂园服务由于大量收购项目并入，基础物管收入增速104.9%，领跑民企组及全行业；旭辉永升服务基础物管收入增速为65.0%，高于民企组平均水平。

图46：国企物管22H1基础物业管理业务收入增速横向对比

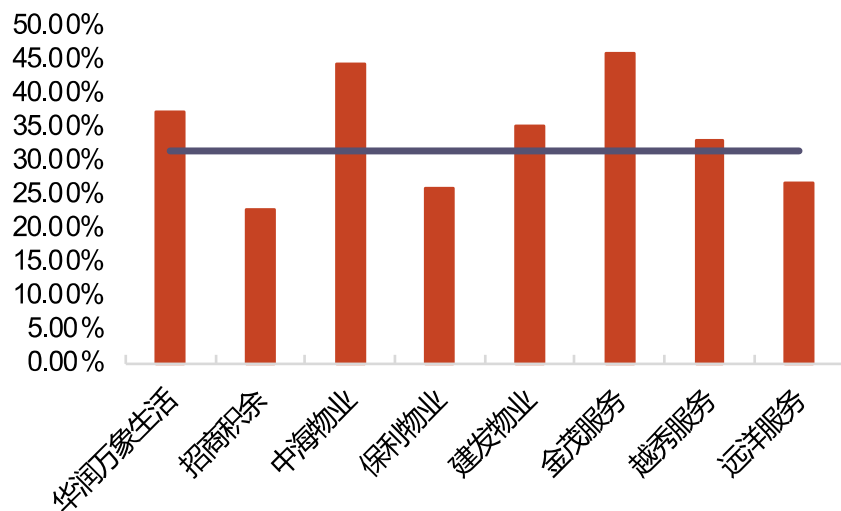
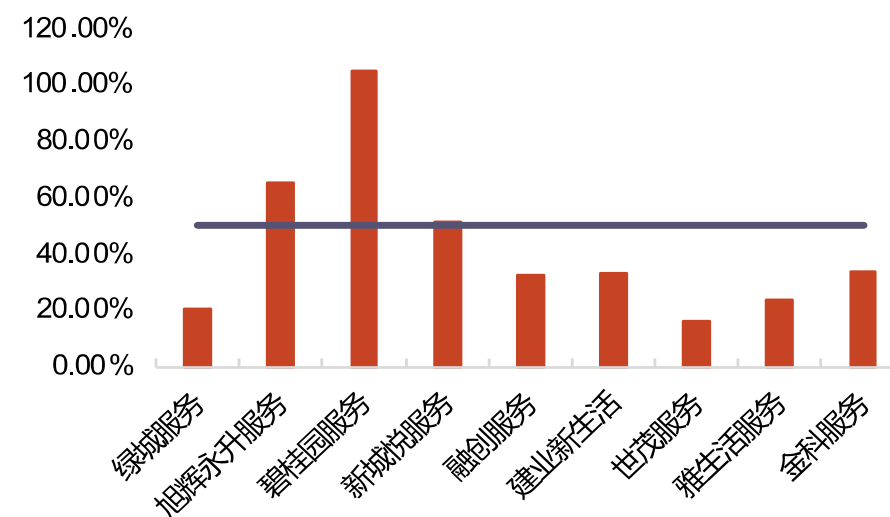


图47：民企物管22H1基础物业管理业务收入增速横向对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

注：蓝线为平均值

5.3、基础物管毛利率：稳中有升，民企相对更高



国企组（8家）：近年国企物管基础物业服务毛利率稳中有升，2019-2021年毛利率分别为13.0%、17.0%、17.9%。22H1基础物业服务毛利率为17.4%。

民企组（9家）：2019-2021年民企物管基础物业服务毛利率分别为21.6%、23.8%、23.3%，均高于国企组毛利率。22H1民企组基础物业管理业务毛利率22.9%（对比国企17.4%），毛利率相对更高。

图48：国企物管近年基础物业管理业务毛利率

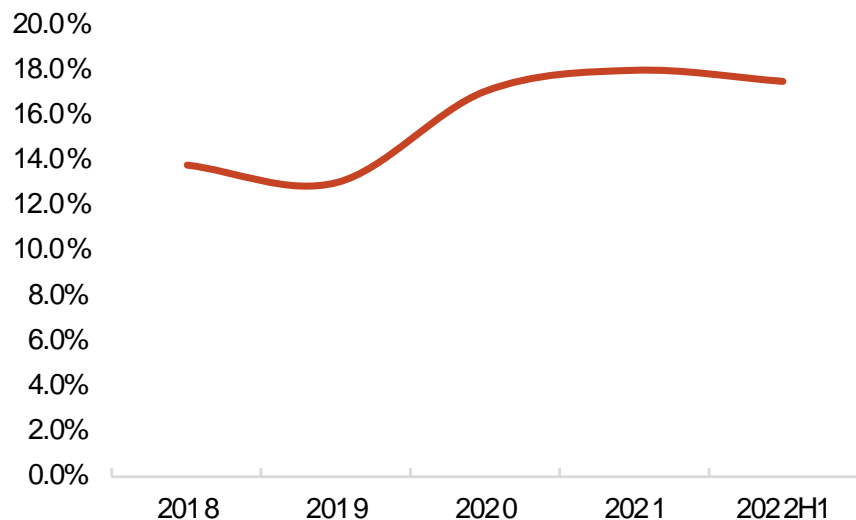
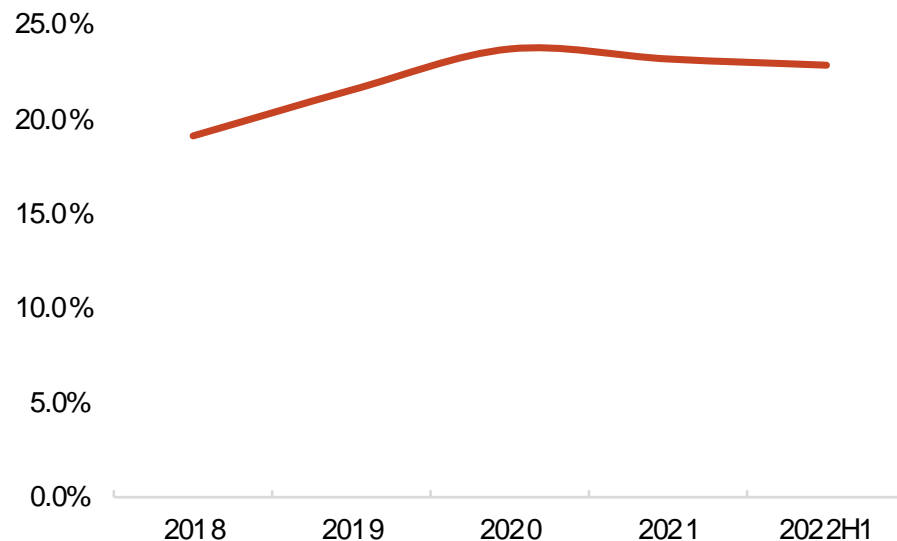


图49：民企物管近年基础物业管理业务毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.3、近年基础物管收入占比：国企、民企占比相当



国企组（8家）：2018-2021年，基础物业管理服务收入占比由63.6%下降至60.0%，2022H1回升至62.2%，在外部经济环境和房地产市场环境的影响下，基础物管作为物业核心业务，对业绩增长起到稳定保障作用。

民企组（9家）：民企物管公司基础物业管理服务为主要收入来源，2022H1占比62.2%（对比国企物管也为62.2%）。

图50：国企物管近年基础物管收入占比

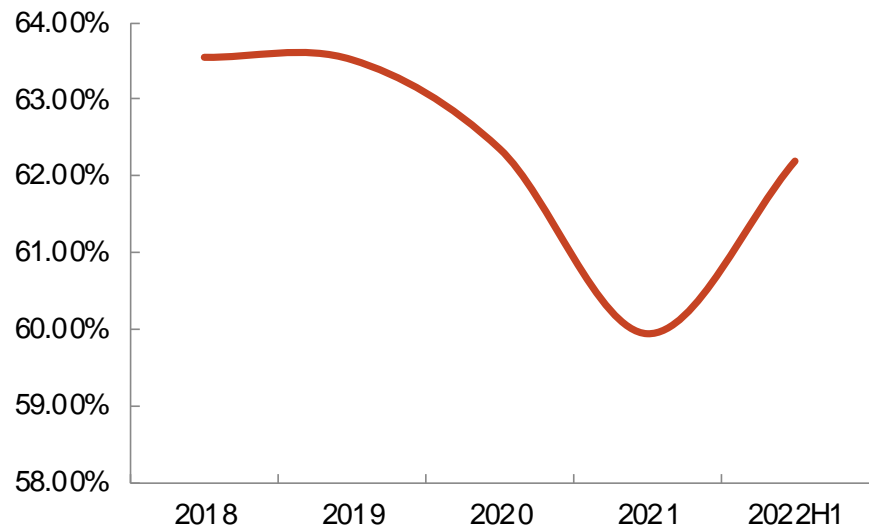
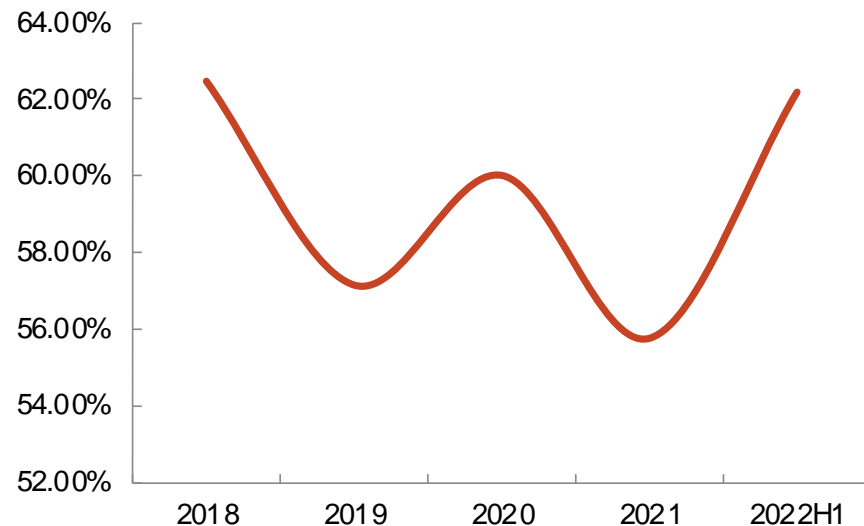


图51：民企物管近年基础物管收入占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.3、基础物管收入占比横向对比



国企组（8家）： 2022H1招商积余和中海物业基础物业管理业务收入占比高于行业平均水平，分别为78%和75.5%，物管基本盘较为稳健。华润万象生活、建发物业、金茂服务、越秀服务基础物管收入占比较低，分别为45.1%、47.7%、49.3%、36.2%。

民企组（9家）： 民企物管整体表现相对差异不大，2022H1金科服务、融创服务基础物管收入占比为68.4%、67.8%，建业新生活较低，为52.4%。

图52：国企物管22H1基础物管收入占比横向对比

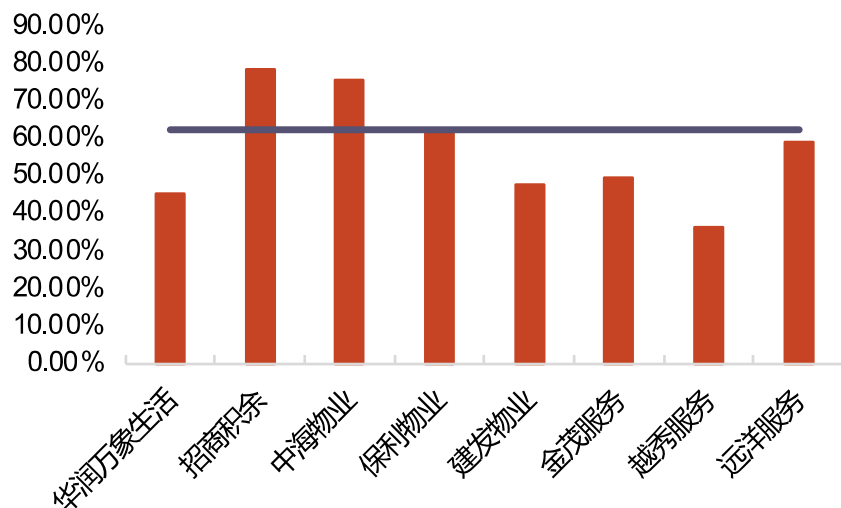
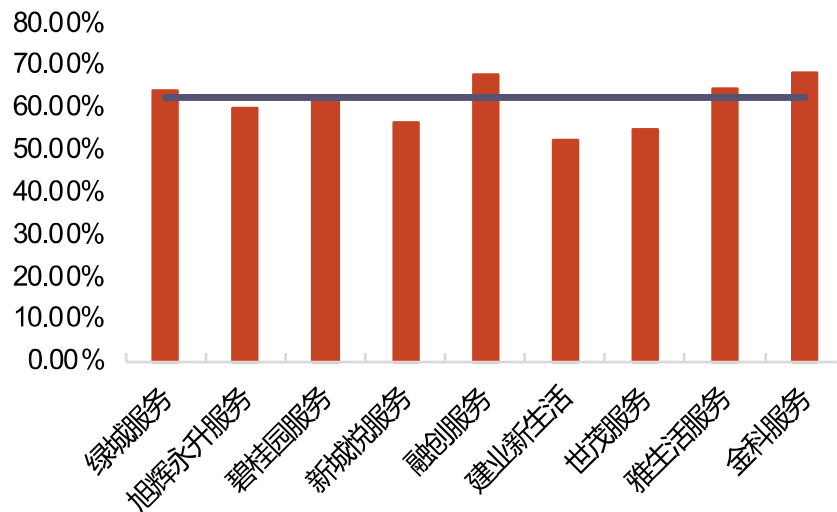


图53：民企物管22H1基础物管收入占比横向对比



5.4、社区增值收入增速放缓



国企组（8家）： 国企物管社区增值收入增速由2019年的47.1%降至2020年的39.3%，稍微降低；2021年国企社区增值收入高速增长（yoy+72.5%），但22H1国企物管社区增值业务收入增速回落至33.7%。

民企组（9家）： 由于2022上半年经济环境变化，叠加疫情影响，部分民企物管前期铺排较多业务条线，业务开展受阻，因此22H1民企物管社区增值业务收入同比增长14.1%，对比2020、2021年全年的72.5%、69.5%有明显减缓。

图54：国企物管近年社区增值业务收入增速

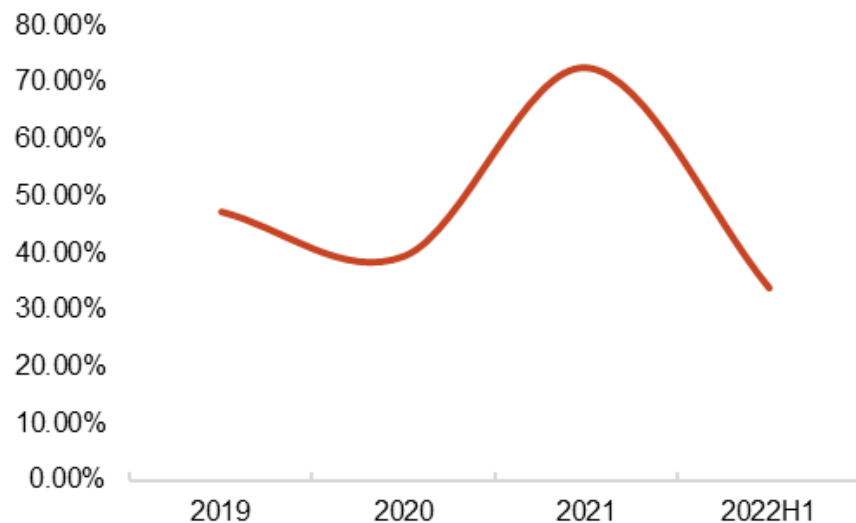
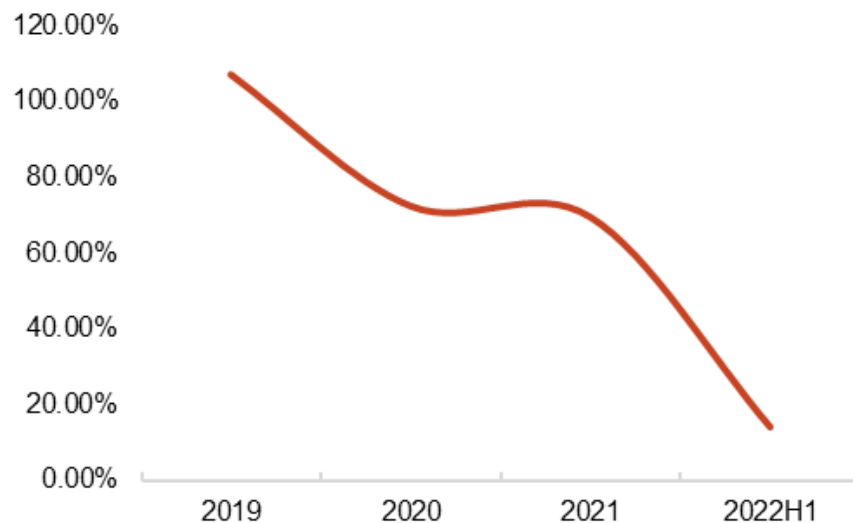


图55：民企物管近年社区增值业务收入增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.4、社区增值发展出现分化



国企组（8家）：金茂服务和招商积余由于业务起步较晚，基数较小，22H1社区增值收入增速较快，分别为221%和136%，远高于国企组平均水平。

民企组（9家）：22H1部分公司社区增值收入增速出现负增长，如世茂服务-25%，金科服务-56%，而新城悦服务大社区大后勤战略持续推进，社区增值收入同比增长113%。

图56：国企物管22H1社区增值业务收入增速横向对比

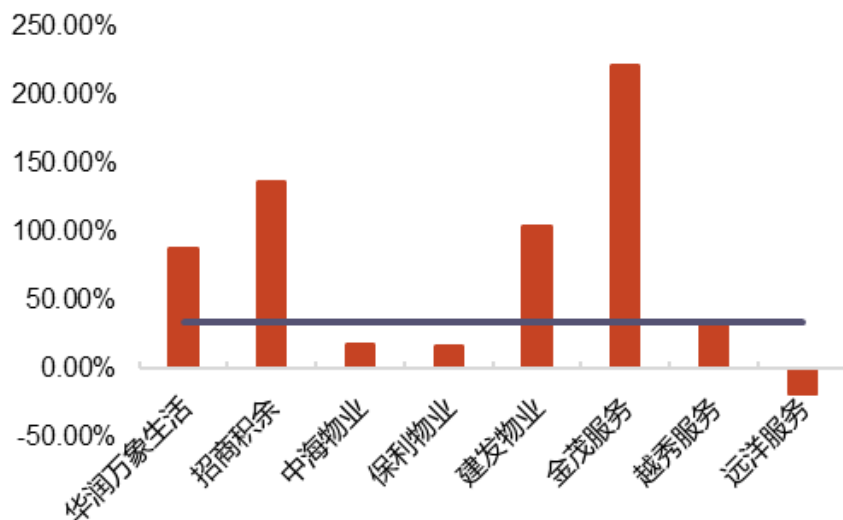
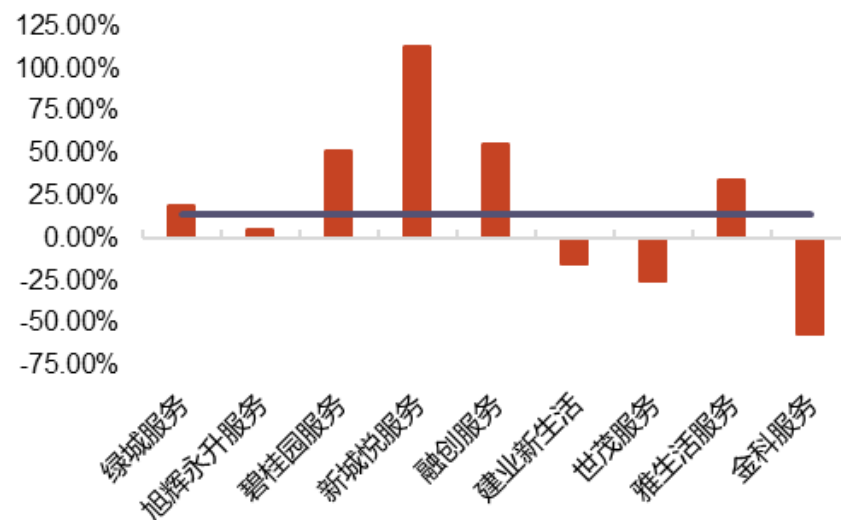


图57：民企物管22H1社区增值业务收入增速横向对比



5.4、社区增值毛利率：民企毛利率相对更高



国企组（8家）：近年国企物管社区增值毛利率稳定在33%-37%区间内，2019-2021年毛利率分别为36.7%、36.5%、33.7%。22H1社区增值毛利率为33.5%，较2021年下降0.3pct。

民企组（9家）：近年民企组公司社区增值毛利率由2019年高位48%降低至2021年42.6%，22H1小幅提升至43.4%。相对国企物管，民企物管近年社区增值毛利率都相对更高。

图58：国企物管近年社区增值业务毛利率

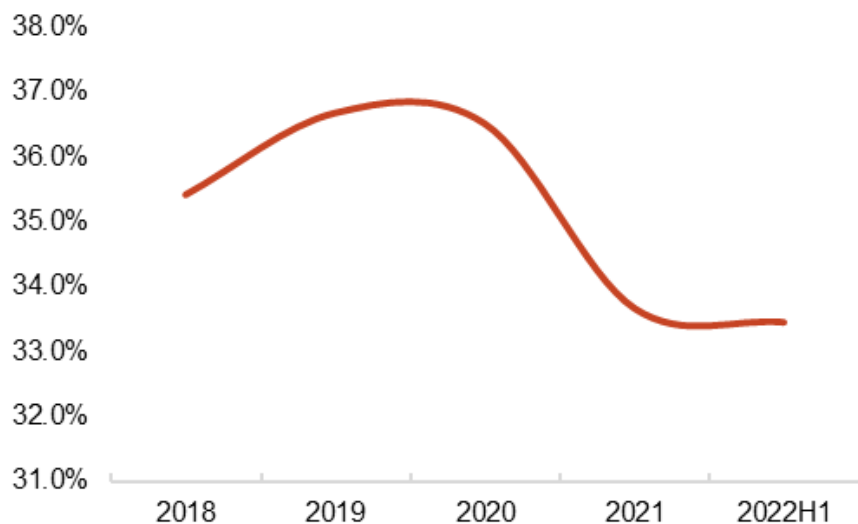
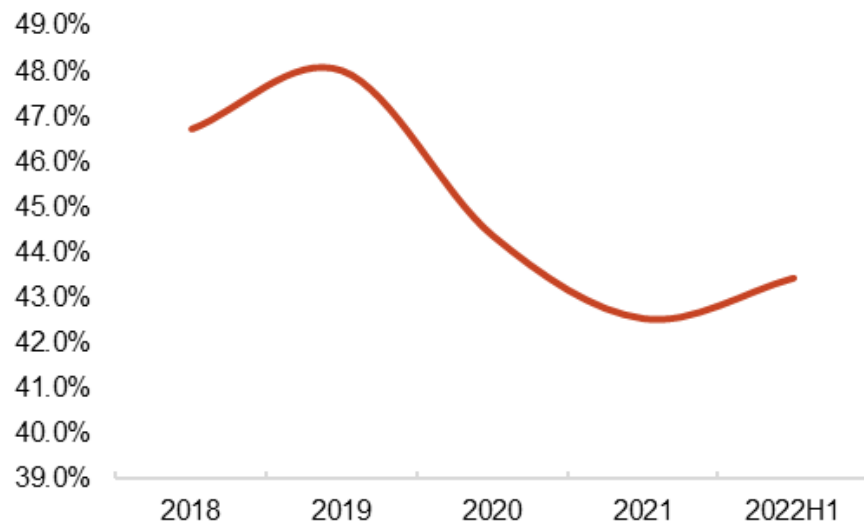


图59：民企物管近年社区增值业务毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.4、近年社区增值收入占比：民企占比高于国企占比



国企组（8家）：社区增值服务收入占比持续提升。2022H1国企物管公司社区增值服务收入占比提升至13%，社区增值逐渐成为物业公司第二增长驱动力。

民企组（9家）：2019-2021年民企物管社区增值服务收入占比分别为14.3%、15.8%、17.0%，均高于国企物管（8.68%、9.51%、12.12%）；22H1民企物管社区增值业务收入占比14.3%，也高于国企物管（13%），但较2021年全年17.0%有所降低。

图60：国企物管公司近年社区增值收入占比

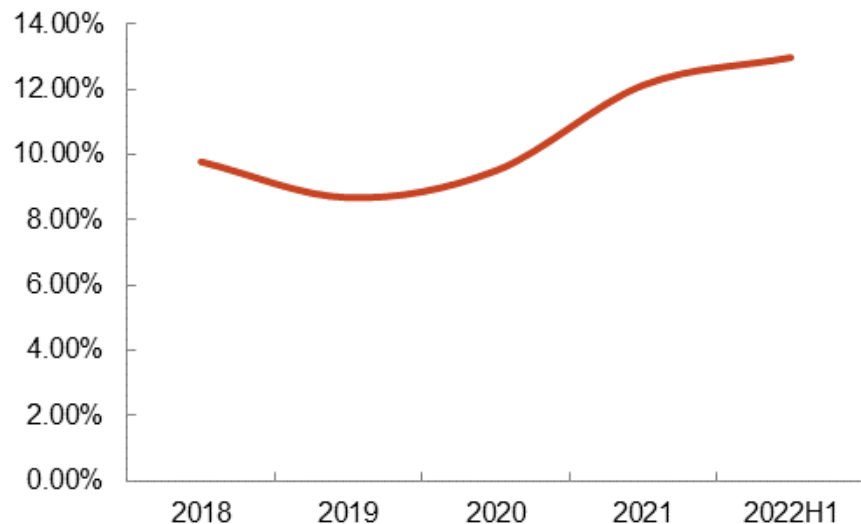
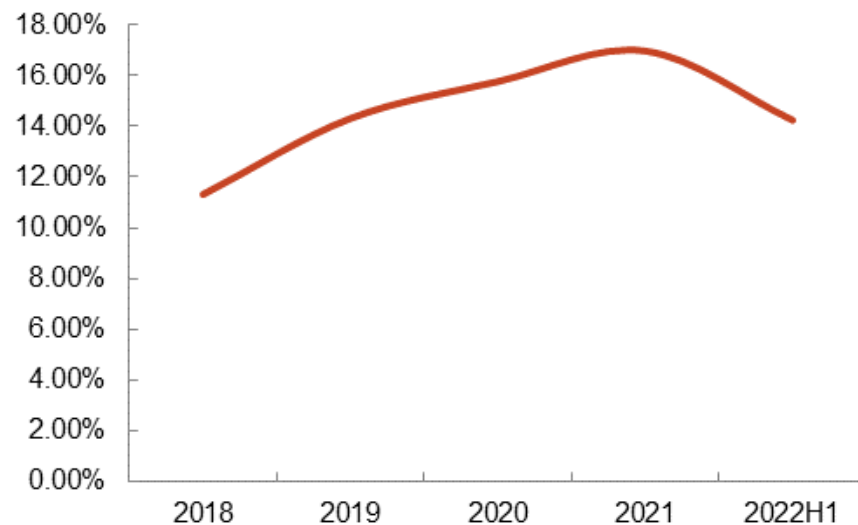


图61：民企物管近年社区增值业务收入占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.4、社区增值收入占比横向对比



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES



国企组（8家）：22H1，保利物业、金茂服务和越秀服务社区增值服务收入占比超过20%，成为重要收入支撑；招商积余由于社区增值业务起步较晚，收入占比为3.6%，但业主对增值服务需求旺盛，业务发展速度快（2022H1同比增速136%），预计后续社区增值收入占比仍有较大提升空间。

民企组（9家）：新城悦服务由于布局大量非周期性业务（如团餐、电梯保养维护、快递柜服务等），受到疫情和消费低迷影响较小，22H1社区增值服务收入占比最高，为25.3%。

图62：2022H1国企物管公司社区增值收入占比横向对比

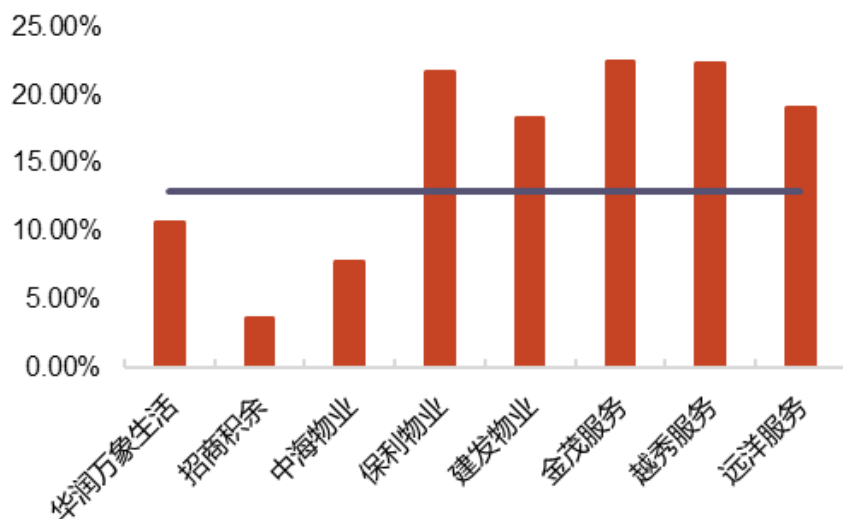
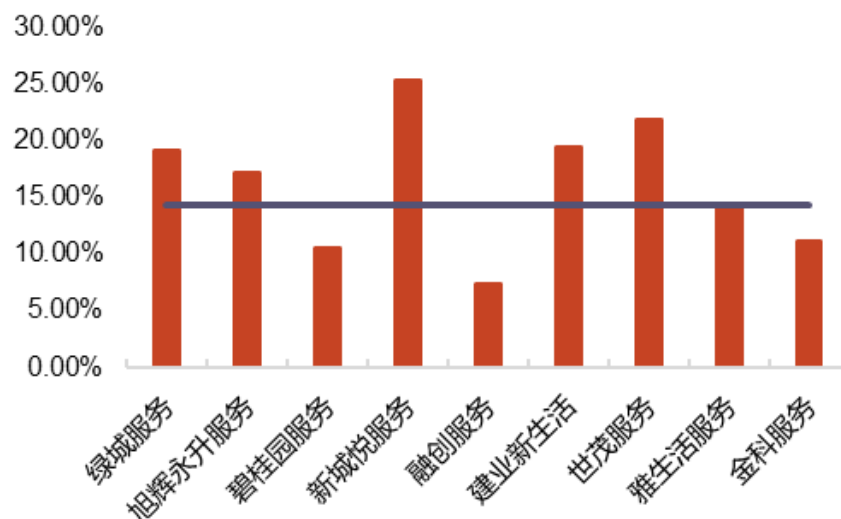


图63：民企物管22H1社区增值业务收入占比横向对比



5.5、非业主增值受地产影响增速明显放缓



国企组（8家）：由于地产开发环境变化，以及业务发展安排，近年国企非业主增值收入增速有明显放缓趋势，2019-2021年国企物管非业主增值服务收入增速分别为61.2%、48.7%、38.9%，22H1为20.6%。

民企组（9家）：2019-2021年民企物管非业主增值服务收入增速分别为58.6%、22.3%、37.4%，呈现出先降后升的趋势。22H1，民企物管受地产开发环境影响较大，非业主增值服务收入增速为-4.3%，下降幅度较大。

图64：国企物管近年非业主增值业务收入增速

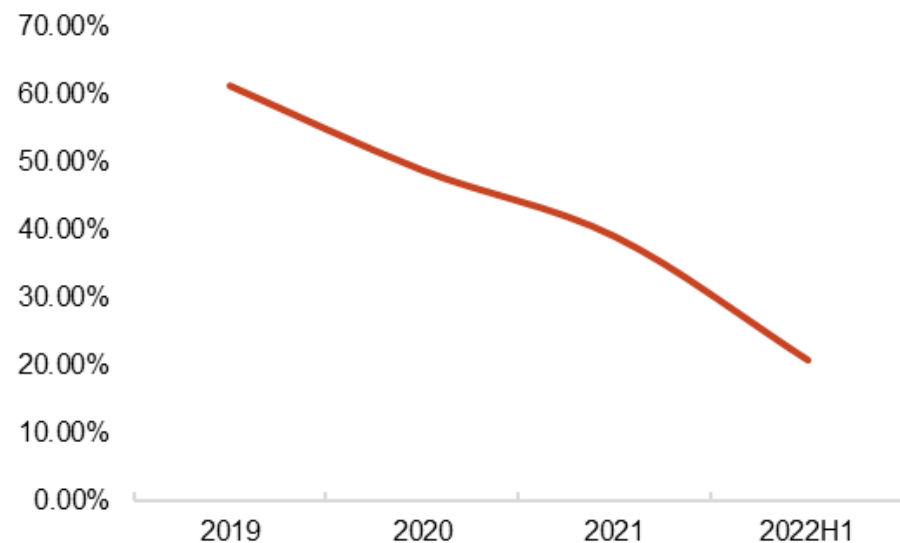
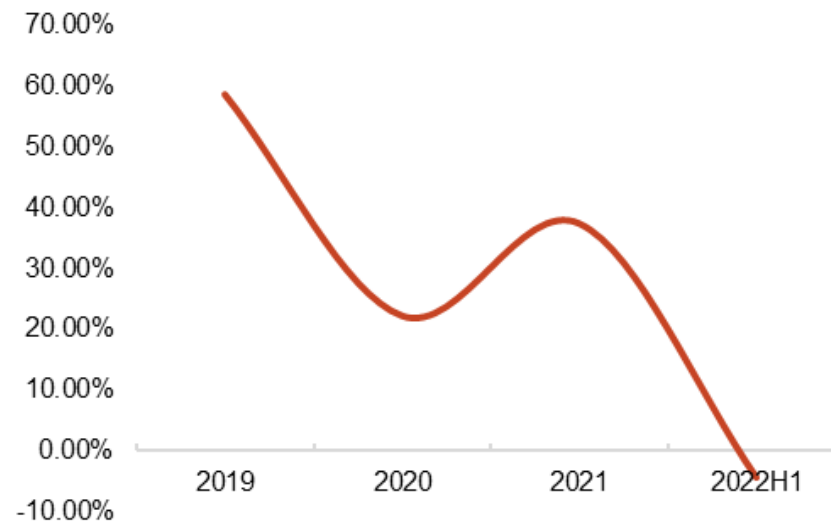


图65：民企物管近年非业主增值业务收入增速



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.5、多数民企非业主增值业务出现收缩

■ 国企组（8家）：22H1，由于母公司稳健经营，大部分国企非业主增值收入实现正增长。保利物业、建发物业、金茂服务和远洋服务非业主增值收入增速分别为35.4%、51.5%、30.1%、31.2%，高于国企组平均水平（20.6%）。

民企组（9家）：22H1，民企受地产影响较大，只有绿城服务、旭辉永升服务和碧桂园服务非业主增值收入实现正增长，分别为17.4%、38.1%、34.6%。

图66：国企物管22H1非业主增值业务收入增速横向对比

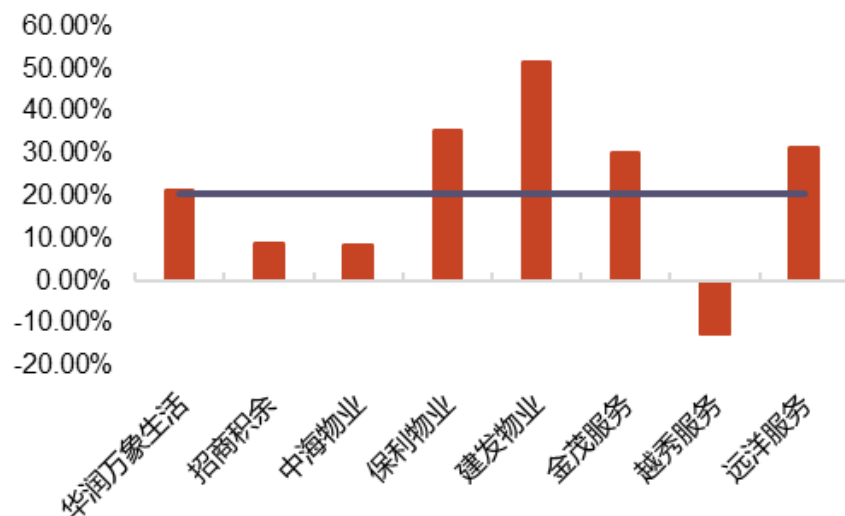
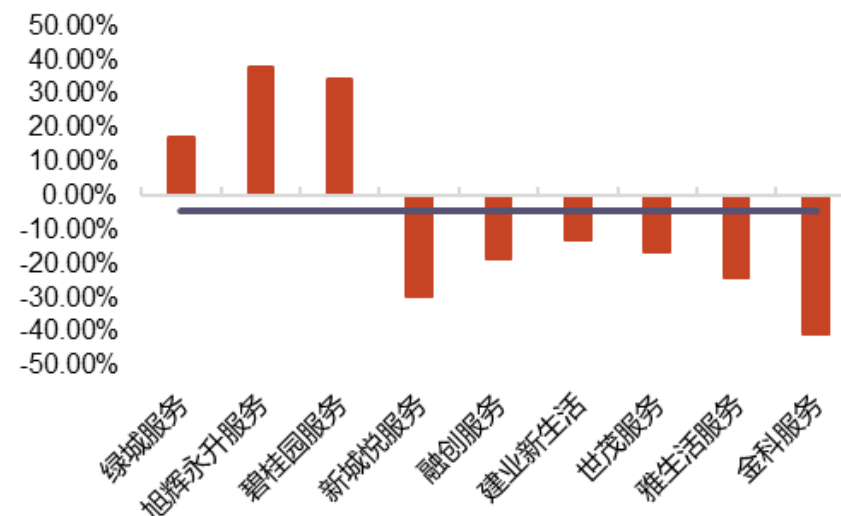


图67：民企物管22H1非业主增值业务收入增速横向对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

注：蓝线为平均值

5.5、非业主增值毛利率：民企回落，国企小幅提升



国企组（8家）： 国企物管非业主增值服务盈利能力逐年提升，毛利率由2019年的23.6%逐步提升至22H1的28.3%。

民企组（9家）： 2019-2021年，民企物管非业主增值服务毛利率分别为34.5%、34.5%、34.8%。22H1民企物管非业主增值服务毛利率回落至29.8%，较2021年下降5pct。

图68：国企物管近年非业主增值业务毛利率

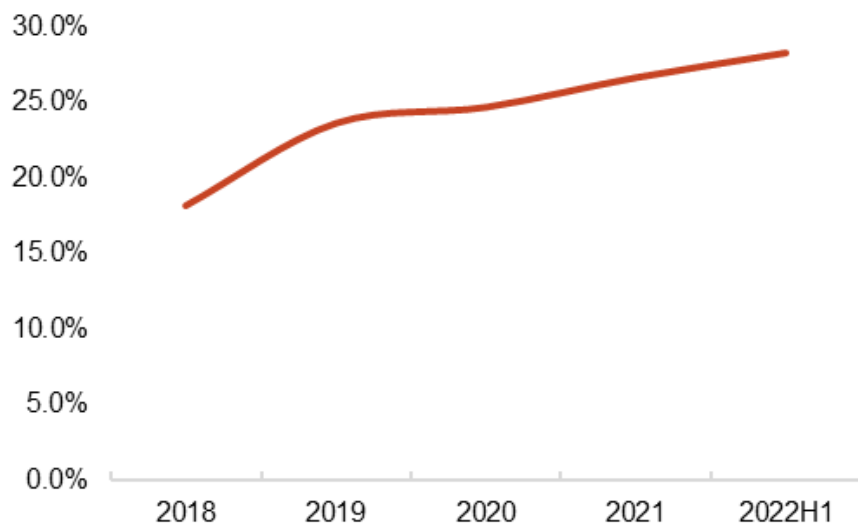
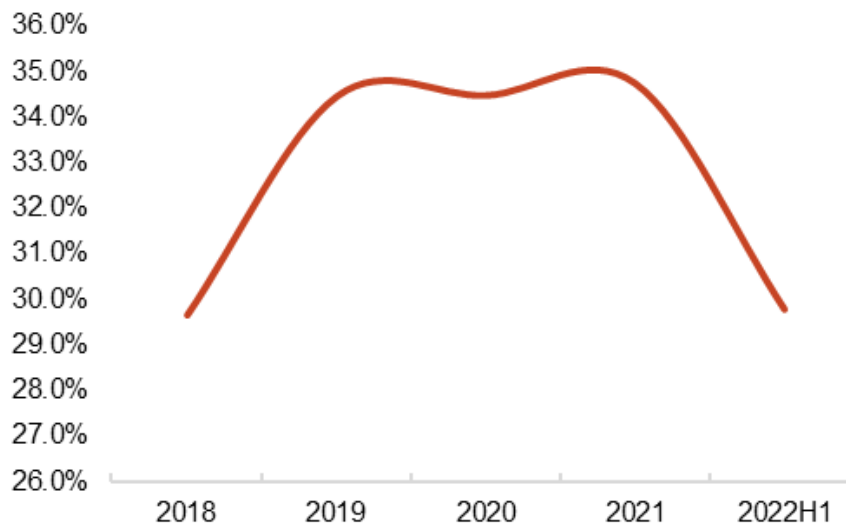


图69：民企物管近年非业主增值业务毛利率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.5、22H1非业主增值毛利率横向对比：民企组平均略高



国企组（8家）：22H1，华润万象生活、金茂服务、越秀服务非业主增值毛利率分别38.8%、47.8%、46.7%，高于国企组平均值（28.3%）。

民企组（9家）：22H1，绿城服务、建业新生活、雅生活服务非业主增值毛利率分别36.0%、47.8%、35.9%，高于民企组平均值（29.8%）。

图70：国企物管22H1非业主增值业务毛利率横向对比

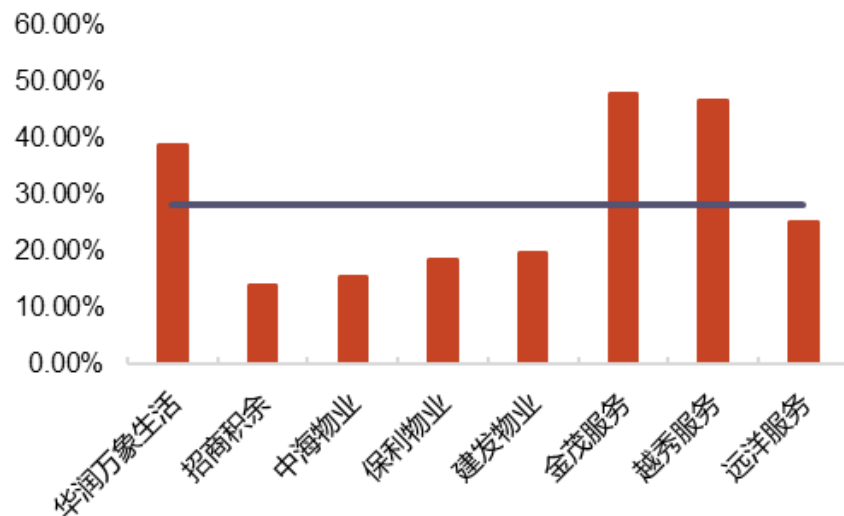
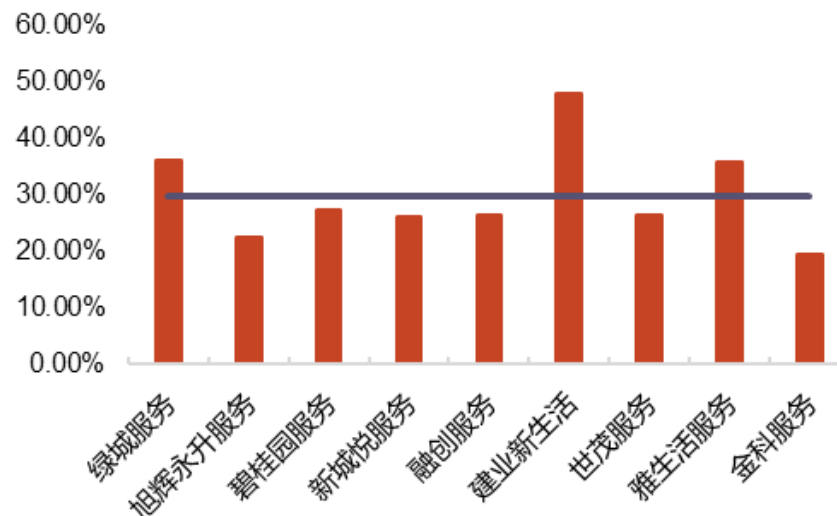


图71：民企物管22H1社区增值业务毛利率横向对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

注：蓝线为平均值

5.5、非业主增值服务收入占比降低

■ 国企组（8家）：2019-2021年国企物管公司非业主增值服务收入占比逐渐提高，分别为14.4%、16.9%、17.3%，22H1回落至15.7%。

■ 民企组（9家）：民企物管非业主增值服务收入占比逐年走低，2019-2021年占比分别为23.7%、18.5%、16.2%，22H1为11.3%。

图72：国企物管公司非业主增值收入占比

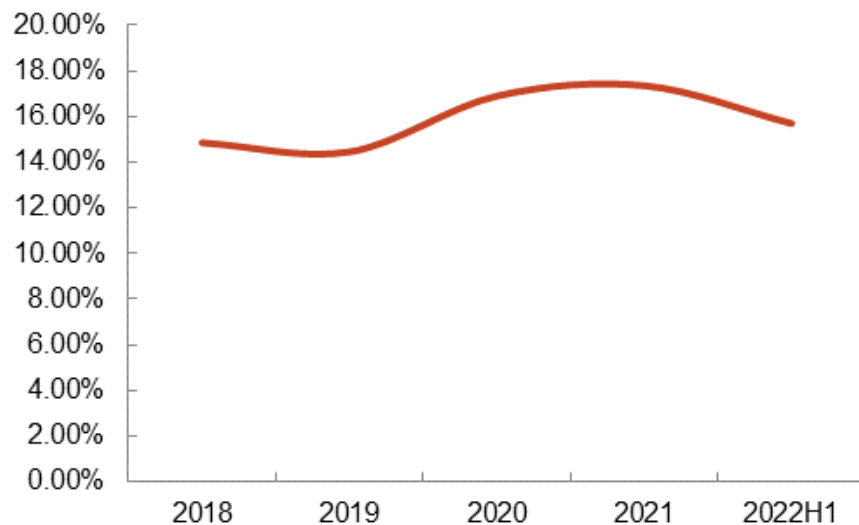
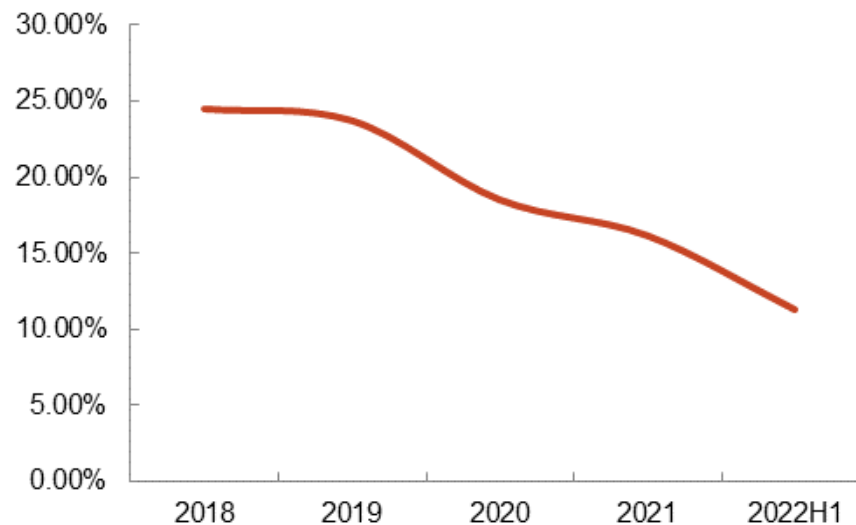


图73：民企物管近年社区增值业务收入占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

5.5、非业主增值收入占比横向对比



国企组（8家）：22H1，建发物业、金茂服务和远洋服务非业主增值服务收入贡献较大，占总收入比重分别为34%、28.3%、22%，高于国企物管平均值（15.7%）；商管龙头华润万象生活非业主增值服务收入占比较低，为7.8%，公司历年非业主增值服务收入占比均低于10%，受到地产开发端影响相对较小。

民企组（9家）：22H1，碧桂园服务非业主增值服务收入占比为7.1%，世茂服务为7.5%，为行业较低水平；融创服务非业主增值服务收入占比较高，为22.1%。

图74：2022H1国企物管公司非业主增值收入占比

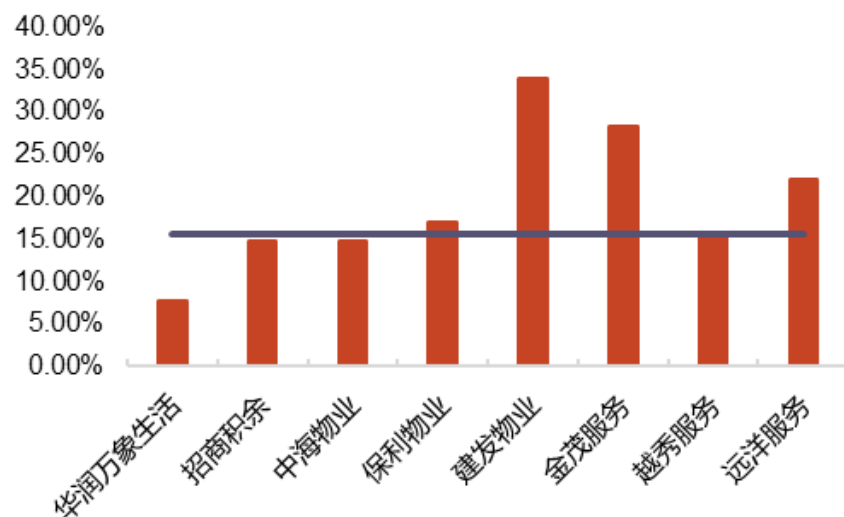
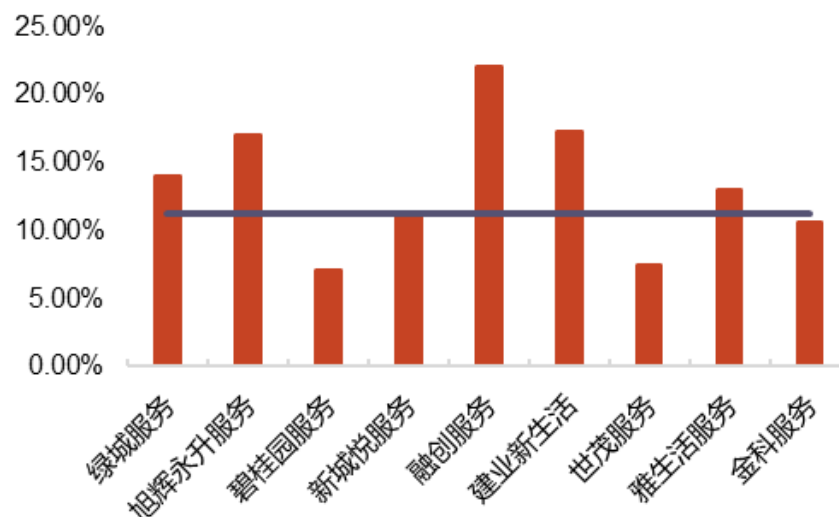


图75：2022H1民企物管公司非业主增值收入占比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

注：蓝线为平均值

5.5、基本面梳理总结与展望



疫情扰动下板块营收稳健增长，利润率小幅回落，费用率进一步优化：2019-2021年，物管板块营收同比增速基本维持40%以上。22H1受房地产行业下行和疫情影响，平均营收增速下滑至32%（国企组27.4%，民企组34.5%），剔除受关联方影响较大的部分民企，平均归母净利润增速为10.2%（国企组28.8%，民企组1.2%）。平均毛利率为24.5%（国企组21.4%，民企组26.1%），平均归母净利率为9.8%（国企组11.8%，民企组8.8%），行业利润率指标没有延续过去三年的上行趋势，有小幅回落。2019-2021年，行业销售管理费用率由11%降低至9.4%，2022H1进一步降低至8.7%。

规模持续扩张，储备面积丰富，发展独立性逐渐提高：22H1物管公司规模持续扩张，其中碧桂园服务在管8.43亿平，合约16.09亿平，领先行业。国企组合管比1.43，民企组合管比1.66；多数公司第三方在管面积占比超50%，其中国企组52%，民企组68%，雅生活服务和旭辉永升服务超过80%，物管企业独立性逐渐提高，正逐渐减少对关联方的依赖。

基础物管稳增长，社区增值业务出现分化，非业主增值业务增速放缓：22H1基础物管收入增速43.2%（国企组31.4%，民企组50.2%），收入占比62.2%（国企民企均为62.2%），毛利率20.2%（国企组17.4%，民企组22.9%），在外部经济环境和疫情影响下，增值业务开展受限制，物管基本盘对业绩起到“稳增长”作用。社区增值收入增速为19.7%（国企组33.7%，民企组14.1%），毛利率38.4%（国企组33.4%，民企组43.4%）。非业主增值收入增速4.8%（国企组20.6%，民企组-4.3%），明显放缓（2020全年30.5%、2021全年37.9%），毛利率29%（国企组28.3%，民企组29.8%）。

我们判断行业2023年全年营收和归母净利润增速分别为30%和20%，短期规模扩张不受地产端影响，势头依旧；减值影响为暂时性，后续对利润影响有限；增值类业务在2023年由于1)规模扩张和渗透率提升；2)居民消费需求逐渐释放；3)地产行业信用风险缓释，逐步筑底回暖；4)2022年的低基数效应等因素作用下，同比增速将有所改观。综合来看，我们认为行业长期向好趋势没有改变。

6.1、基本面稳健政策面友好，待地产与流动性回暖行业β修复



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES



- 1、行业定位：物业行业定位“社区治理基层支柱”，从中央到地方的各级政府政策支持力度较强；物业企业在提升全社会就业水平，疫情防控、社区养老托幼、智慧社区建设、老旧小区改造等方面具有较高参与度，行业整体发展空间广阔。
- 2、国际对标：我们认为物管行业在时间与空间维度上都具备较高投资价值，当前我国的城镇化水平、第三产业发展水平相当于发达国家六十年前（1960年）水平，城镇化的质变蕴藏养老、幼托、社区服务、城市服务等各项民生领域的需求；第三产业迅速发展，居民消费逐渐由物质型消费转向服务型消费，物业贴近业主，天然具备服务场景，能充分挖掘增值业务潜力。
- 3、行业基本面：2022年上半年，在宏观经济与地产开发环境影响下，叠加疫情和消费低迷因素扰动，物业管理规模仍实现稳健扩张，营收和归母净利润稳定增长，证明物业服务行业具备可穿越经济周期的增长模式，以及轻资产、低杠杆、高效率的运营优势，基本面稳健。
- 4、资本市场表现：2022年以来，光大AH物管板块受到美联储加息、俄乌冲突、新冠疫情冲击以及个别房地产企业信用风险的影响，出现较大幅度回调；但我们认为物管行业的政策面、基本面以及发展前景向好的趋势均没有出现变化；随着后续地产信用问题的厘清、个别公司风险事件的有序处理，以及港股市场整体价值逐步体现，物管板块的整体估值有望修复。

6.2、风险因子缓释，近期政策利好频发



1、11月14日，银保监会官网显示，中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。近期房企流动性利好不断，供给和需求两端的政策持续落地。

2、11月11日，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。

近期政策暖风频吹，保持房地产融资有序稳定，叠加疫情防控措施优化、美联储过快加息预期缓解，恒生指数有所反弹，物管板块情绪明显修复。

图76：11月以来美元指数有所走弱（截至2022年11月22日）

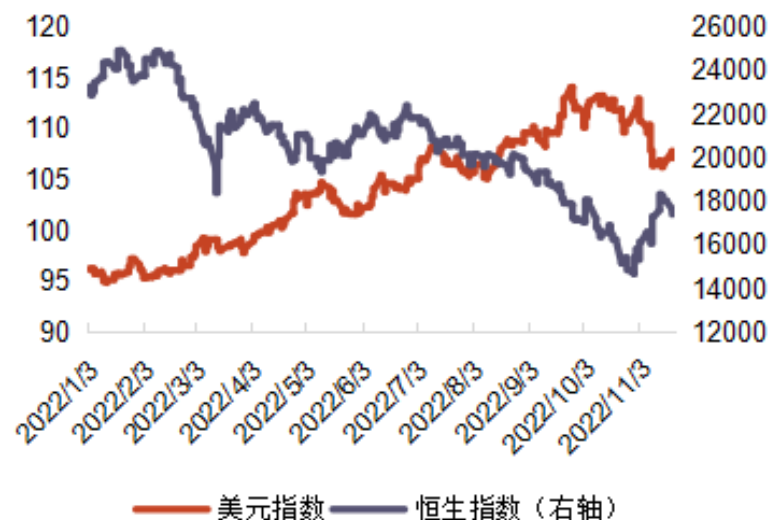
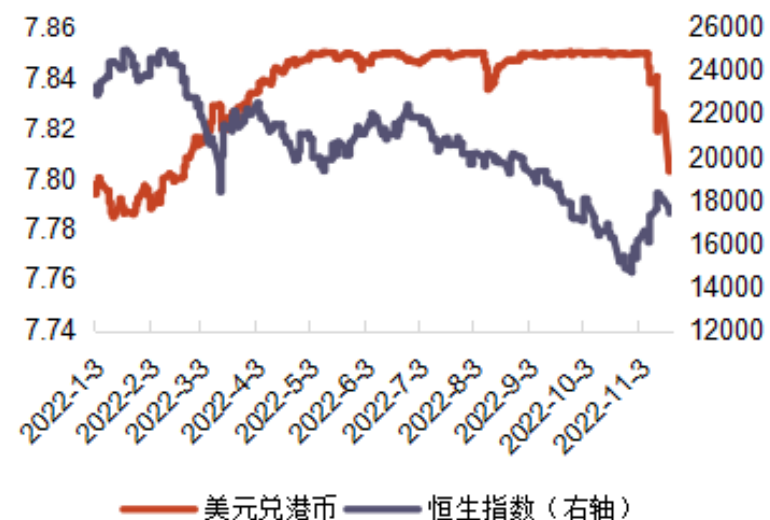


图77：11月以来美元兑换港币脱离7.85（截至2022年11月22日）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

6.3、投资建议：关注估值修复、独立发展、稳健国企三条主线

投资建议：关注三条主线，1) “估值修复”：重点关注房地产行业流动性回暖、民营房企信用风险逐步出清带来的风险溢价下降。推荐碧桂园服务、新城悦服务建议关注金科服务、世茂服务、融创服务、建业新生活。2) “独立发展”：关注第三方拓展能力较强的物管公司，第三方在管面积占比超过80%，已基本具备独立经营和扩张能力的民企物管，推荐绿城服务，建议关注旭辉永升服务，雅生活服务；品牌力强，第三方拓展竞争优势明显的公司，建议关注万物云。3) “稳健国企”：持续看好国企物管公司的稳健发展和低风险带来的估值溢价。推荐保利物业、中海物业，建议关注华润万象生活、招商积余、远洋服务、金茂服务、越秀服务、建发物业。

表7:重点公司盈利预测及估值（截至2022年11月25日）

证券代码	公司名称	收盘价 (港元/元)	EPS(港元/元)				三年 CAGR	P/E(x)				投资评级	
			2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E	本次	变动
1209.HK	华润万象生活	35.45	0.76	1.01	1.23	1.48	25.0%	42.8	32.2	26.3	21.9	买入	维持
001914.SZ	招商积余*	15.90	0.48	0.58	0.68	0.80	18.2%	32.9	27.5	23.4	19.9	买入	维持
2602.HK	万物云	42.05	1.42	1.66	2.05	2.50	21.0%	27.1	23.2	18.8	15.3	买入	维持
6049.HK	保利物业	45.10	1.53	1.93	2.44	3.13	27.0%	26.9	21.4	16.9	13.2	买入	维持
2669.HK	中海物业*	8.33	0.30	0.39	0.50	0.62	27.4%	27.8	21.3	16.6	13.5	买入	维持
2869.HK	绿城服务	5.02	0.26	0.22	0.29	0.36	11.3%	17.6	21.0	15.6	12.8	买入	维持
2156.HK	建发物业	3.94	0.12	0.17	0.25	0.32	39.0%	30.2	20.7	14.6	11.2	买入	维持
0873.HK	世茂服务	2.35	0.45	0.11	0.21	0.26	-16.3%	4.8	19.4	10.0	8.1	增持	维持
9666.HK	金科服务	14.52	1.62	1.10	1.32	1.54	-1.6%	8.2	12.1	10.1	8.6	增持	维持
6098.HK	碧桂园服务	19.04	1.20	1.59	2.19	2.87	33.8%	14.5	10.9	7.9	6.1	买入	维持
1755.HK	新城悦服务	8.08	0.60	0.76	1.18	1.50	35.5%	12.2	9.7	6.2	4.9	买入	维持
1995.HK	旭辉永升服务	4.70	0.35	0.46	0.61	0.78	30.2%	12.2	9.3	7.1	5.5	买入	维持
6626.HK	越秀服务	2.92	0.24	0.32	0.40	0.52	29.9%	11.3	8.5	6.7	5.1	买入	维持
0816.HK	金茂服务	3.60	0.20	0.44	0.66	0.84	62.4%	16.7	7.4	5.0	3.9	买入	维持
9983.HK	建业新生活	3.51	0.49	0.56	0.66	0.78	16.8%	6.6	5.7	4.8	4.1	增持	维持
3319.HK	雅生活服务	9.76	1.63	1.73	2.09	2.31	12.4%	5.5	5.2	4.3	3.9	增持	维持
6677.HK	远洋服务	2.32	0.37	0.43	0.60	0.80	29.5%	5.7	4.9	3.6	2.6	增持	维持
1516.HK	融创服务	2.89	0.42	-0.26	0.19	0.25	-15.2%	6.3	-	13.9	10.4	增持	维持

新城悦服务(1755.HK):缩减地产敞口，非周期业务增长迅速



22H1实现收入24.7亿元，同比增长31.4%；毛利7.2亿元，同比增长24.6%，毛利率为29%；核心归母净利润3.6亿元（剔除美元债损益和减值以及理财产品利息收入），同比增长30%，归母净利润2.3亿元，同比减少21.2%。

外拓积极，非住宅占比进一步提升。截至2022年6月30日，公司在管面积1.7亿平，第三方占比50.9%，在管面积中非住宅项目面积占比由2021年末18.9%提升至24.2%；合约面积约3亿平，上半年对外拓展积极，共完成1960万平的第三方合约面积拓展，覆盖住宅、医院、写字楼和产业园等。

地产开发相关业务依赖降低，收入结构优化。上半年，公司基础物管和社区增值服务收入分别为13.9亿元、6.2亿元，同比增长51%、113%，智慧园区和开发商增值业务受宏观经济、地产开发端影响，收入同比下滑36%、30%，合计收入占比为18%（对比去年同期为35%，去年全年31%），公司调整发展策略，逐渐减少对地产开发相关业务的依赖，聚焦核心业务，持续优化收入结构。

大社区大后勤加速推进。拆分社区增值业务，非周期业务收入同比增长141%，其中社区零售/团餐/设施设备管理收入分别为1.2亿元/1.4亿元/1.1亿元，同比增长116%/253%/87%，截至2022年6月30日，团餐项目超过130个，设施管理（主要是电梯维保）在管电梯接近30000台。大社区聚焦C端客户，提供住宅物管、社区零售、快递柜等服务，大后勤深挖B端客户，提供非住宅物管、团餐、设施管理等服务，大社区大后勤齐发力，成为公司业绩增长的强力引擎。

美元债影响2023年基本消除。由于美元债市场波动，公司投资的房地产类美元债上半年公允价值亏损1.35亿元，并计提1660万元预期信用减值损失，上半年美元债波动影响利润约1.5亿元；根据业绩报，截至2022年6月30日美元债账面价值剩余约8958万元，余额较少，后续影响有限，同时随着房地产市场企稳，预计2023年开始公司基本不受美元债减值影响。

维持预测2022-2024年EPS分别为0.76/1.18/1.50元，当前股价对应2022-24年PE估值为10/6/5倍，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：当前物管行业竞争加剧，第三方外拓或存在较大不确定性；地产美元债继续大幅下跌风险；应收账款减值风险。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,866	4,351	6,103	7,995	10,416
营业收入增长率	41.6%	51.8%	40.3%	31.0%	30.3%
净利润（百万元）	452	525	660	1,031	1,309
净利润增长率	60.4%	16.2%	25.6%	56.1%	27.0%
EPS（元）	0.52	0.60	0.76	1.18	1.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.1%	20.8%	21.2%	25.8%	25.5%
P/E	14.2	12.2	9.7	6.2	4.9
P/B	4.6	2.5	2.1	1.6	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25；汇率1HKD=0.9133CNY，EPS按最新股本摊薄

碧桂园服务(6098.HK):基础物管高增长，社区增值潜力较大



22H1收入200.6亿元，同比增长73.5%，归母净利润25.8亿元，同比增长21.9%；经营性活动现金流净额为23.5亿元，同比增长366.4%，覆盖净利润0.9倍；截至2022年6月30日，公司拥有银行存款和现金总额90亿元。

收并购与市场拓展齐发力，物管基本盘扩大推动业绩高增。2021年收购蓝光嘉宝、富力物业、邻里乐，2022年收购中梁物业，使公司在管面积大幅增加。截至2022年6月30日，公司物业管理（不含三供一业）在管面积8.43亿平，同比增加4.14亿平；合约面积16.09亿平，上半年品牌拓展合约面积4420万平方米，占新增合约面积（不含收并购）比重72%。收并购与市场拓展齐发力，助力公司快速扩大物管基本盘，上半年物业管理收入110亿元，同比增长112%，占总收入比重由2021年同期45%提升至55%，推动整体业绩高增长。

社区增值高成长、高毛利。疫情之下社区增值服务仍表现较强韧性，上半年社区增值服务收入21亿元，同比增长51%，毛利率约60%，维持较高水平。社区增值板块形成六大专业化业务：家政服务/家装服务/社区传媒/本地生活/房产经纪/园区空间，疫情导致业主居家生活需求大幅增长，公司积极铺排一站式生活服务，以“楼下系列”作为社区线下流量入口，完成超过1300个常态化“楼下”网点布局。

展望后续，看好社区增值服务渗透率、管理效率提升。经历大规模并购后公司在管面积跨越式发展，覆盖业主户数达到815万户，按照收入计算2022年上半年户均增值服务金额为259元，对比2020年、2021年同期分别为216元、301元，公司有望凭借优秀整合能力，在并购项目上提升增值服务渗透率，进一步提升项目盈利水平。上半年公司管理费用率为9.7%，较2021年同期10.6%、2021年全年11.3%有明显改善，后续通过增强业务协同，管理费用率有望再优化。

维持预测2022-2024年EPS分别为1.59/2.19/2.87元，当前股价对应2022-24年PE估值为11/8/6倍，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复导致业务开展不及预期，投后整合不及预期。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15,600	28,843	43,641	59,150	76,190
营业收入增长率	61.7%	84.9%	51.3%	35.5%	28.8%
净利润（百万元）	2,686	4,033	5,373	7,391	9,666
净利润增长率	60.8%	50.2%	33.2%	37.6%	30.8%
EPS（元）	0.80	1.20	1.59	2.19	2.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.6%	10.5%	12.5%	15.1%	17.1%
P/E	21.8	14.5	10.9	7.9	6.1
P/B	3.6	1.5	1.4	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25；汇率1HKD=0.9133CNY，EPS按最新股本摊薄

绿城服务(2869.HK):业务稳健增长，非经营性因素影响利润



22H1实现收入68.3亿元，同比增长22%；毛利13.1亿元，同比增长16.9%，毛利率为19.2%；核心经营利润5.9亿元（毛利减销售管理费用），归母净利润3.4亿元，同比减少37.6%。

三大业务稳健发展，科技服务潜力较大。上半年物业管理/园区服务/咨询服务收入分别43.6亿元/13.1亿元/9.6亿元，同比增长20.3%/18.7%/17.4%，三大传统业务均具有较强韧性，在疫情冲击下仍能保持稳健增长。新增科技板块，上半年收入2亿元，公司2014年开始布局科技业务，旗下有4家国家高新技术企业，近500项知识产权，以智能化构建全域平台服务和智慧物业服务两大产品体系，我们认为公司智能化服务走在行业前列，将科技服务板块单列，发展重要性进一步提升，未来增长潜力较大。

规模稳步扩张，储备面积丰富，市场拓展保持高水平。截至2022年6月30日，公司在管面积3.5亿平，较2021年末增加4520万平；储备面积3.7亿平，连续多年高于在管面积，未来业绩增长有坚实保障。外拓表现优秀，上半年新签约合同688个，拓展面积6680万平，实现年度饱和营收21.6亿元，除招投标外，公司积极与市国资委、地区城投等进行股权合作，战略及股权合作公司超过100家，实现资源绑定，稳定获取物管项目。

非经营性因素影响利润。上半年由于经济环境和疫情影响，公司员工成本及资产减值损失准备较去年同期有所增加，公司谨慎计提1亿元贸易及其他应收款减值损失，较去年同期增加85%，叠加金融资产公允价值变动，非经营性因素对利润短期有影响，但我们认为，公司核心经营能力仍然优秀，暂时性因素不影响长期发展向好；展望后续，前期对人力、科技的投入转化为效率的提升，外部环境好转，非经营性因素影响消减，利润率有望回归正常水平。

维持预测2022-2024年EPS分别为0.22/0.29/0.36元，当前股价对应2022-24年PE估值为21/16/13倍，估值具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：当前物管行业竞争加剧，第三方外拓或存在较大不确定性；新冠疫情反复对公司教育板块影响存在不确定性。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,106	12,566	15,385	18,234	21,281
营业收入增长率	17.8%	24.3%	22.4%	18.5%	16.7%
净利润（百万元）	710	846	708	953	1,167
净利润增长率	48.8%	19.1%	-16.3%	34.7%	22.4%
EPS（元）	0.22	0.26	0.22	0.29	0.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.0%	11.5%	8.8%	11.3%	13.0%
P/E	21.0	17.6	21.0	15.6	12.8
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25；汇率1HKD=0.9133CNY，EPS按最新股本摊薄

保利物业(6049.HK):非住占比持续增加，盈利能力稳中有升

22H1收入64.5亿元，同比增长25.2%；毛利13亿元，同比增长26.5%，毛利率为20.2%，净利率为9.9%，同比提升0.1pct；归母净利润6.3亿元，同比增长28%。

收入增长稳健，非住业态占比持续增加。上半年公司三大业务板块齐头并进，收入稳健增长，物业管理/社区增值/非业主增值服务收入分别同比增长26.2%/16.6%/35.4%，占总收入比重分别为61.3%/21.7%/16.9%，与2021年度基本相当。公司专业化服务能力与品牌影响力提升，大物业战略布局加速落地。拆分物业管理收入来源，2022H1非住宅业态（商业和公服）收入占比有所增加，由去年同期35.7%提升至38.9%，近三年（2019-2021）非住业态持续发力，收入增速明显高于住宅业态。

规模具备行业领先地位，关联方支持力度较强，外拓积极，深耕重点业态。截至2022年6月30日，公司在管面积5.2亿平，合约面积7.3亿平，合约项目2575个，覆盖全国206个城市。保利发展稳固房地产行业标杆龙头地位，稳健经营，为保利物业提供持续优质的业务增量。2022H1公司新增合约面积7529万平，其中关联方新增合约面积1767万平（对比2021H1为1512万平），关联方支持力度较强。公司市场化能力不断提升，聚焦核心城市与核心业态，上半年新中标第三方项目单年合同金额12.4亿元，其中已签约6.1亿元，非住业态单年合同金额占比超过86.2%。

盈利能力提升，管理费用明显优化。2022H1公司物业管理/社区增值/非业主增值服务毛利率分别为16.5%/31.9%/18.6%，三大业务毛利率较2021年同期均有小幅提升，整体毛利率由去年同期20%提升至20.2%；公司持续推进精细化管理，建立全业态、全生命周期的管控标准化体系和成本标准体系，从项目最小单元层面实现效率提升，2022H1管理费用率为8%，对比2021年同期8.5%、2021全年9.3%有明显优化。

维持预测2022-2024年EPS分别为1.93/2.44/3.13元，当前股价对应2022-24年PE估值为21/17/13倍，估值具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：当前物管行业竞争加剧，第三方外拓或存在较大不确定性；车位租售业务结算周期尚存不确定性。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,037	10,783	14,296	18,454	23,534
营业收入增长率	34.7%	34.2%	32.6%	29.1%	27.5%
净利润（百万元）	673.5	845.7	1,066.6	1,351.5	1,731.5
净利润增长率	37.3%	25.6%	26.1%	26.7%	28.1%
EPS（元）	1.22	1.53	1.93	2.44	3.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.8%	12.3%	13.8%	15.3%	16.9%
P/E	33.8	26.9	21.4	16.9	13.2
P/B	3.6	3.3	2.9	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25；汇率1HKD=0.9133CNY，EPS按最新股本摊薄

中海物业(2669.HK):夯实物管主航道优势，持续提质增效



22H1营业收入58.1亿港元，同比增长35.3%；实现归母净利润5.2亿港元，同比增长32.7%；毛利率15.1%，归母净利润率9.0%，每股中期股息4港仙（去年同期为3港仙）。

持续聚焦主航道，基础物管发展提速。基础物管上半年收入同比增长44%，近年增速逐步走高（2020H1和2021H1分别为15%、37%；2020和2021全年为18%、36%），公司2022H1基础物管收入占比由去年同期70.9%进一步提升至75.5%；面积上看，截至2022年6月30日，公司已累计进驻142个城市，在管面积2.87亿平，覆盖物业项目1451个。上半年新增在管面积2720万平，新增加项目质量较高，其中住宅项目面积占比66.2%，合同金额14.1亿港币，而非住宅项目占比33.8%，合同金额达到11.5亿港币。当前在管面积中，非住宅业态占比23.9%，仍有较大提升空间。

关联方资源优势、品牌拓展优势，夯实公司物管主航道优势。截至2022年6月30日，在管面积中关联方占比68.9%，上半年新增面积中关联方占比35.4%，关联方中建及中国海外集团持续交付大量优质项目，同时凭借集团品牌优势，公司也积极进行市场化拓展扩大经营规模；资源加品牌助力公司建立护城河，夯实主航道优势，我们认为，后续公司基础物管收入增长驱动力仍较强。






贯彻项目总经理合伙人制度，人均效能持续提升。公司落地并坚定执行项目总经理合伙人制度，通过市场化绩效激励体系和集约化项目管理模式，鼓励员工做好基础物管的同时拓展增值服务，多劳多得，实现个人与公司创收双赢目标。截至2022年6月30日公司员工约5.4万人，上半年人均创收10.8万港元，同比提升24.9%；人均创利1万港元，同比提升22.5%；人均在管面积5329平，同比增加14%，上半年行政及营销费用率3.8%，较去年同期下降0.9pct。

维持预测2022-2024年EPS分别为0.39/0.50/0.62港元，当前股价对应2022-24年PE估值为21/17/14倍，估值具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：当前物管行业竞争加剧，第三方外拓或存在较大不确定性；项目合伙人制度初步实施过程中或存在不确定性。

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万港元）	6,545	9,442	12,743	16,588	20,768
营业收入增长率	19.7%	44.3%	35.0%	30.2%	25.2%
净利润（百万港元）	700	984	1,285	1,650	2,032
净利润增长率	30.2%	40.6%	30.6%	28.4%	23.2%
EPS（港元）	0.21	0.30	0.39	0.50	0.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.6%	32.8%	33.0%	32.7%	31.4%
P/E	39.1	27.8	21.3	16.6	13.5
P/B	12.7	9.1	7.0	5.4	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-25，EPS按最新股本摊薄

-  **人工成本风险。**人工成本占物业服务企业营业成本比重较大，如果最低工资水平上涨过快，将导致行业毛利率水平受到挤压。
-  **第三方外拓竞争风险。**当前物管行业发展进入扩张期，为尽快提升独立经营能力，第三方项目外拓竞争加剧。如在激烈竞争中出现恶意报价、突破底价竞标、招投标贪腐等非正常情况，将出现不利于行业有序发展的风险。
-  **增值服务拓展风险。**非业主增值服务方面，目前仍较大程度上与开发商业务相关（如案场、协销）。对于业主增值服务，多类商业模式正在探索中，盈利水平和竞争格局尚未完全清晰，未来存在一定的拓展风险和试错风险。
-  **关联方依赖风险。**部分具有开发商背景的物业服务企业中，部分在管面积来自于关联方开发商。如开发商业务受阻或改变策略，将导致物业服务企业在的合约面积拓展增速面临下滑的风险。
-  **外包风险。**外包成本占营业成本比重呈逐年上升趋势，如果在外包业务质量方面无法有效控制，将对物业服务企业的品牌形象和业主满意度构成风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



房地产研究团队

分析师：何缅甸

🔧 执业证书编号：S0930518060006

☎ 电话：021-52523801

✉ 邮件：hemiannan@ebscn.com

联系人：韦勇强

电话：021-52523810

邮件：weiyongqiang@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。