

筑底改善可期，精选优质标的 ——物管行业2023年策略报告

2023年1月3日

行业评级

地产 强于大市（维持）

证券分析师

杨侃投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文投资咨询资格编号：S1060520090003

王懂扬投资咨询资格编号：S1060522070003

投资要点

- **回顾：地产及疫情扰动致行业承压。** 2022年受地产困局及疫情反复影响，物管行业经营业绩承压，叠加独立性丧失担忧，板块延续调整。2022年全年恒生物业服务及管理指数累计下跌38.4%，跑输恒生指数（-15.5%）23.0pct；成分股PE（TTM）均值降至7.0倍，处2016年以来1.4%分位，央国企及民营物企估值持续分化。
- **短期不利因素减退，中长期回归高质量发展。** 随着政策发力下房地产逐步修复、疫情防控优化调整后经营活动回归正轨，物管短期负面影响缓解，发展有望逐步改善。中长期新房交付、存量房渗透及非住宅拓展仍可推动行业规模正向增长，主流参与者发展机遇仍存。成本压力下增速预期需适度降低，行业由快速上规模向追求有质量的增长转变，包括巩固基础物管基本盘，树立市场化拓展核心竞争力，社区增值服务注精不注多，以及多维度提质降本增效等等。
- **物企加速分化，央国企及优质民企更具潜力。** 房地产格局重构之下物企亦受到影响，央国企及关联房企风险可控的优质民营物企受房地产调整波及较小，管理面积拓展、业绩表现更佳；后续有望持续分享地产供给侧改革红利，并凭借较强市场化竞争能力，实现稳中向好发展。其中央国企由于关联方支持更为确定、成本端压力更小，增长确定性、业绩稳定性相比优质民营物企更高。
- **投资建议：** 展望2023年，随着不利因素逐渐解除，物管发展持续改善，板块估值有望修复。考虑参与者分化加剧，标的选择将更为聚焦。其中，综合实力突出、增长确定性更高的央国企将持续享受估值溢价，如保利物业、招商积余等；同时基本面筑底修复、独立性担忧解除过程中，前期超跌的优质民营物企有望呈现更高估值弹性，如碧桂园服务、新城悦服务等。
- **风险提示：** 1) 房地产修复低于预期风险；2) 疫情反复风险；3) 盈利能力大幅下行、减值计提超出预期风险。



目录CONTENTS

● 回顾：地产及疫情扰动致行业承压

● 短期不利因素减退，中长期高质量发展

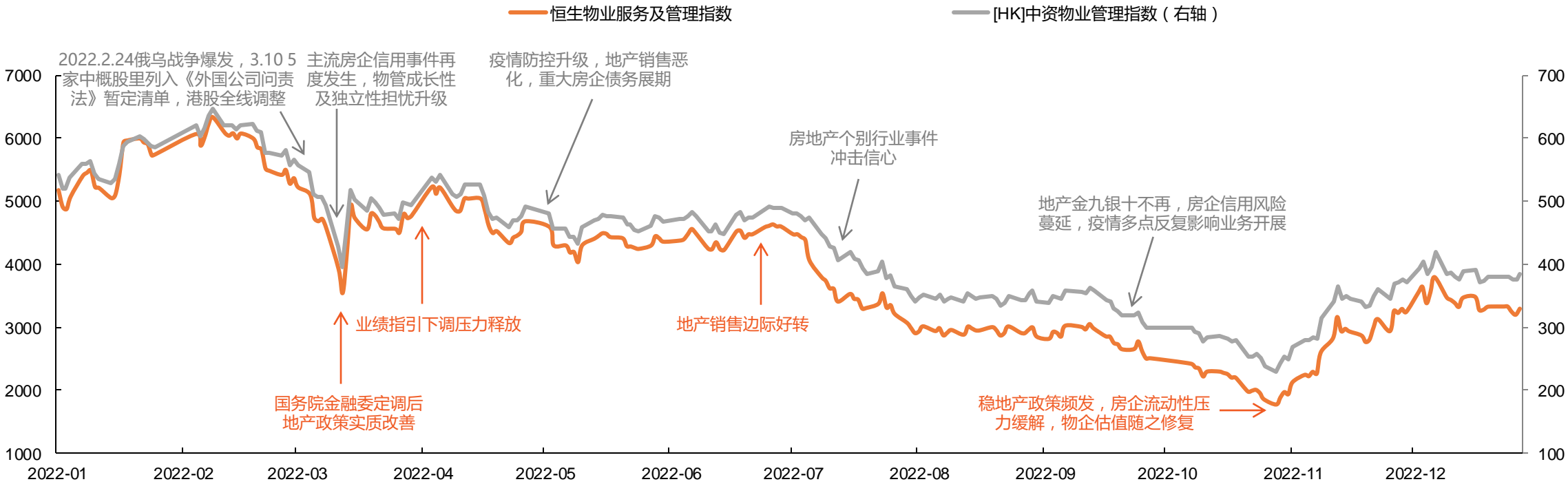
● 物企加速分化，央国企及优质民企更具潜力

● 投资建议与风险提示

1.1 受地产困局及疫情反复影响，板块全年走势承压

➤ 2022年恒生物业服务及管理指数累计下跌38.4%，跑输恒生指数（-15.5%）23.0pct。板块压制源于地产困局及疫情反复两方面影响，其中地产困局带来的物管成长性、独立性冲击为主要原因。11月以来得益于地产稳信用政策持续发力、房企流动性压力缓解，物企估值随之修复，板块呈现反弹。

● 物业管理服务指数走势

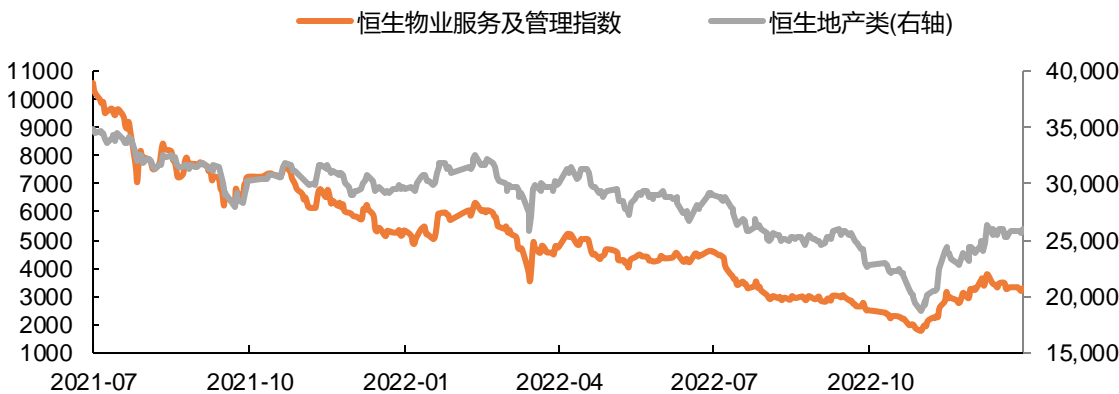


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2地产困局对物管成长性、独立性形成扰动

- 受房地产销售下行影响，2022H1 12家主流物企非业主增值服务收入明显降速，同比增速降至2.1%。
- 房地产下行压力下地产公司希望利用物业资金诉求强烈，2022H2部分物管公司仍出现资金占用、关联借款等情形。同时部分房企出售旗下物管公司股权现象仍在，亦可能对物管公司发展稳定性形成冲击。

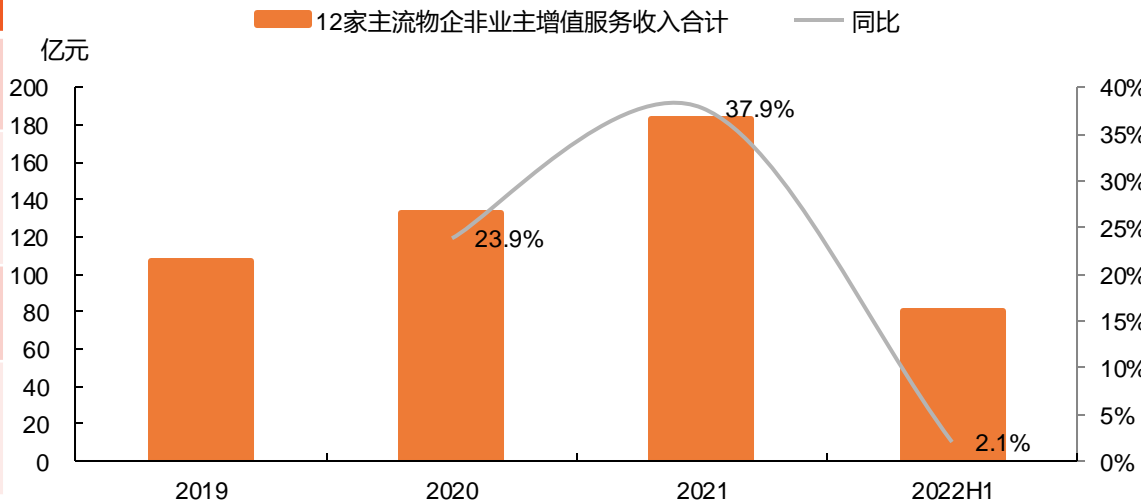
2021年下半年以来物管指数与地产指数走势相关度较高



部分物企资金占用、关联借款等情形

	事项
恒大物业	公司134亿元人民币存款为第三方提供质押保证金，已被相关银行强制执行
第一服务控股	拟变更上市所得剩余款项3.6亿港元用途；其中1.1亿港元原定于投资能源运维项目及获得能源运维权，变更为通过现金股息方式向股东分派，剩余尚未动用款项可能暂时用于投资短期理财产品
鑫苑服务	公司全资附属公司4.02亿元人民币定期存款为公司控股股东鑫苑地产子公司及其他第三方公司贷款融资提供抵押
中骏商管	公司向控股股东中骏集团提供超过9亿元人民币贷款，年利率7%，至2024年底，中骏集团提供资产抵押，抵押率（贷款本金/抵押资产）不少于55%

2022H1 主流物企非业主增值服务明显降速

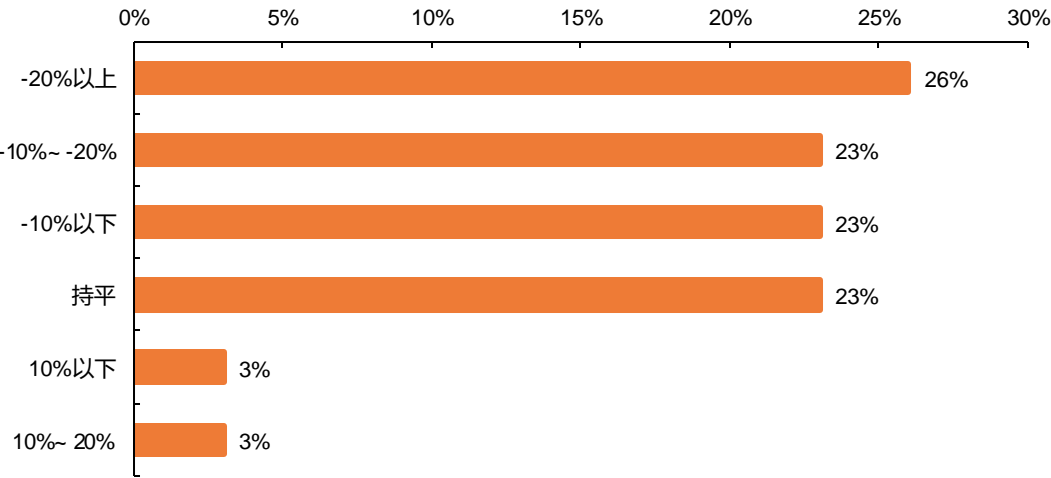


资料来源：Wind，平安证券研究所

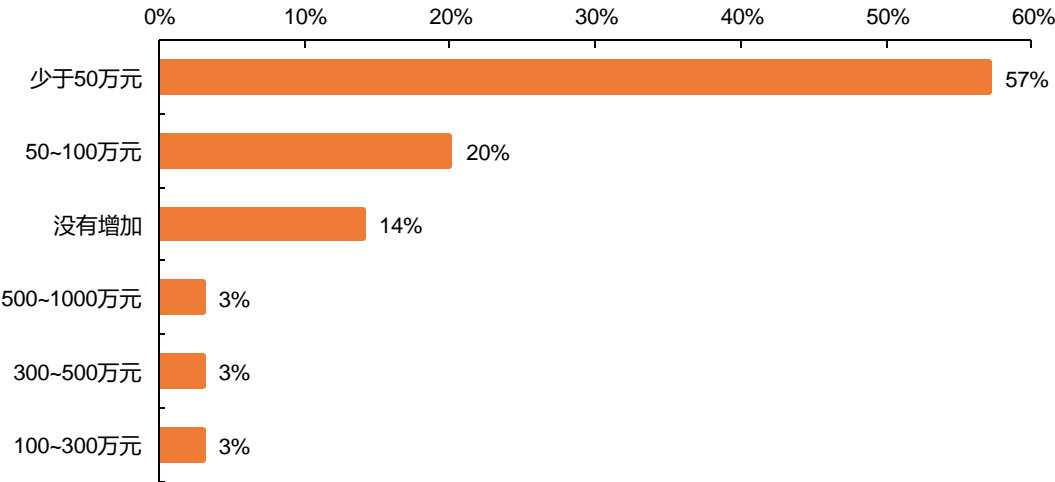
1.3疫情反复对业务开展、服务成本、资金回流等形成冲击

- 业务开展：外拓半径受限，家政等到家类增值服务一定程度受到影响，美居、房屋经纪、车位租售等受疫情及地产下行双重影响，商业管理同时承受销售额波动及租金减免压力。
- 服务成本：防疫人数、时长增加，防疫物资用量提升，补贴力度弱于2020年，防疫成本承压。
- 资金回流：物业费收缴难度上升，政府、企业类客户受疫情及宏观经济波动等制约付费意愿、能力下降。

疫情期间物企物业费收缴率较上年同期表现



物企防疫人工成本预估增加费用

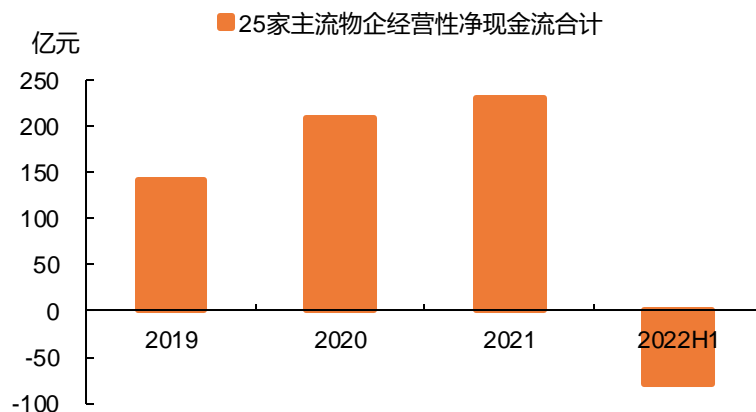


资料来源：克而瑞物管线上问卷，平安证券研究所

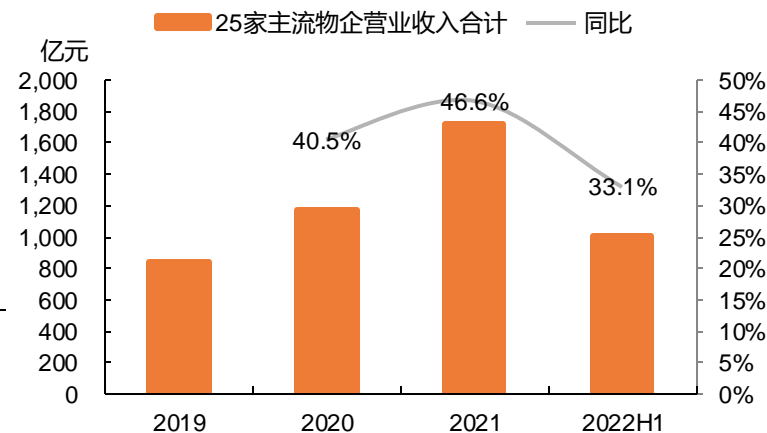
1.4 管理面积增长放缓，收入利润整体承压

➤ 房地产新开工、竣工、销售下行以及疫情反复带来的经营、业绩压力逐步显性化，2022H1主流物企管理面积、营收增速放缓。营收降速叠加毛利率下行、减值计提，2022H1主流物企归母净利润同比下行。2022H1主流物企经营性现金流亦明显恶化。

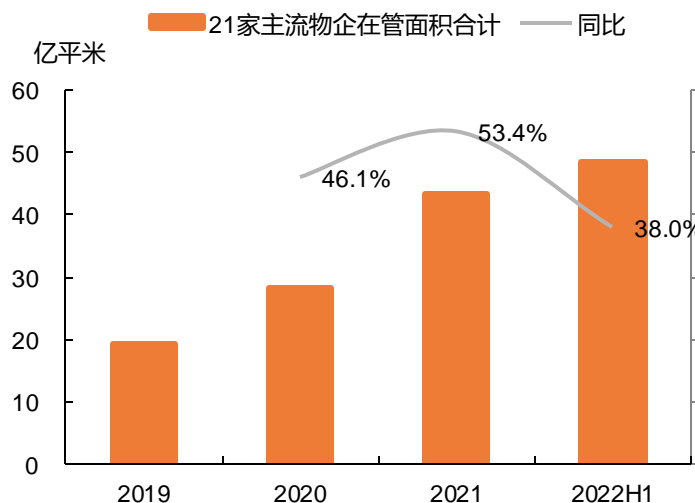
2022H1主流物企经营性净现金流转负



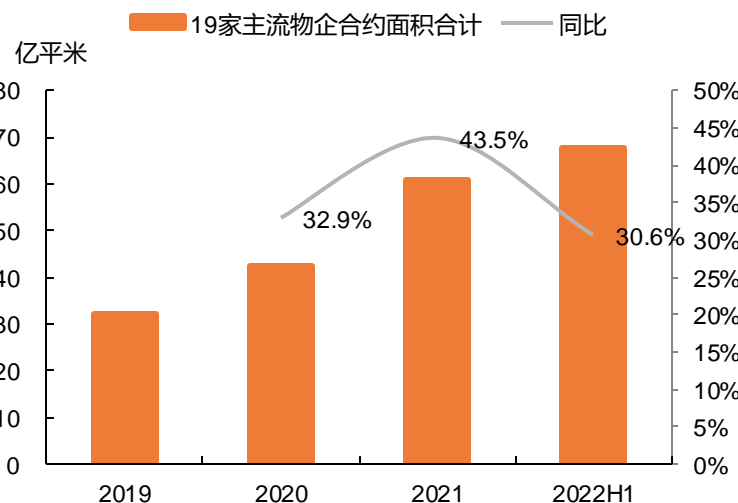
2022H1主流物企营收增速放缓



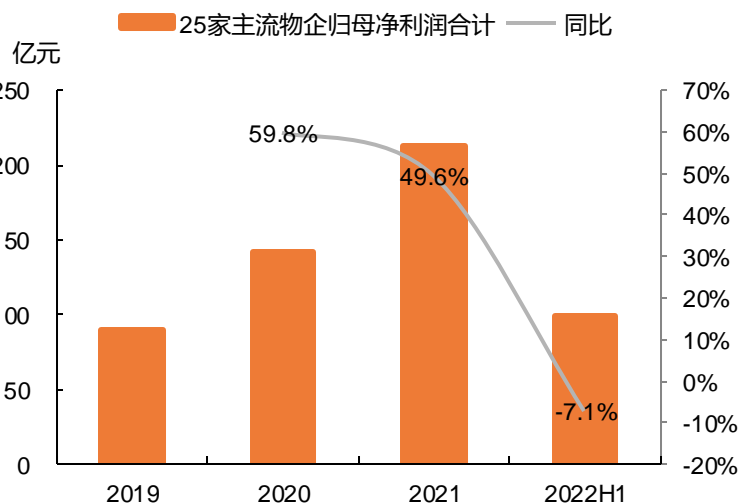
2022H1主流物企在管面积增速放缓



2022H1主流物企合约面积增速放缓



2022H1主流物企归母净利润同比下行

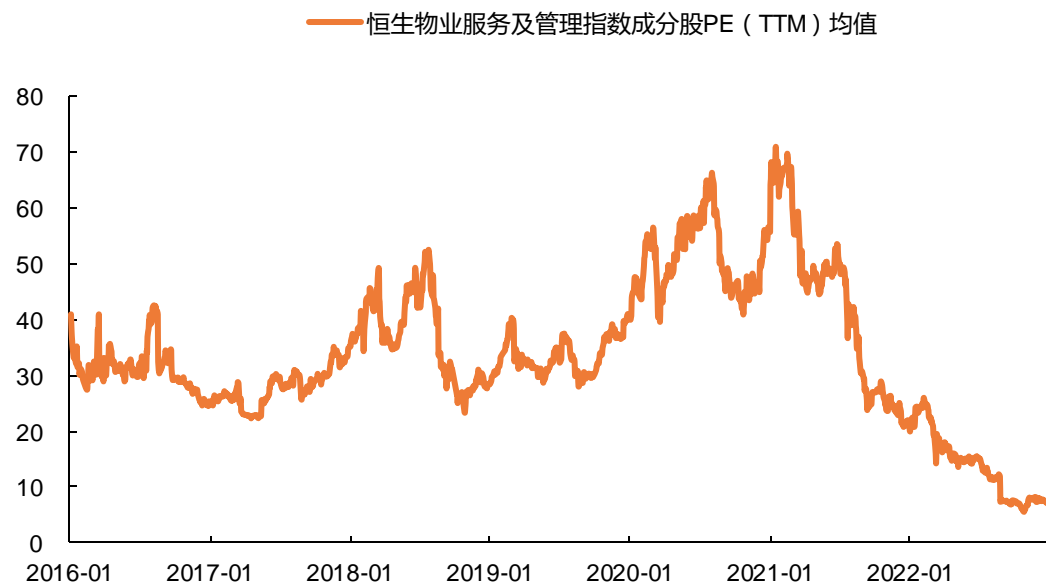


资料来源：公司公告，平安证券研究所

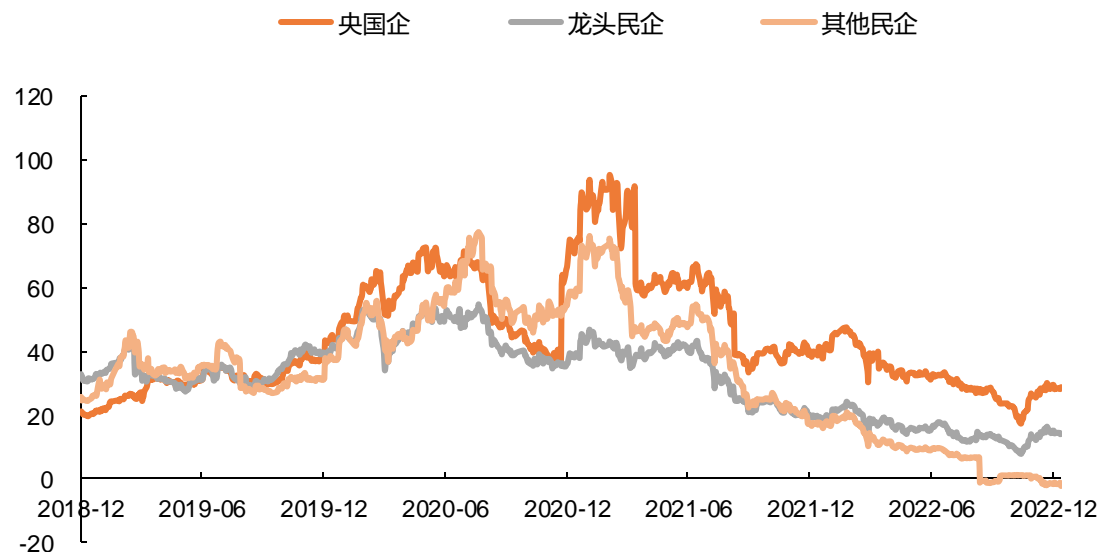
1.5 估值延续低位，物企间呈现分化

- 截至2022/12/30，恒生物业服务及管理指数成分股PE（TTM）均值为7.0倍，处于2016年以来1.4%分位。物企间估值分化延续，央国企物管持续享受估值溢价，PE-TTM均值28.6倍，龙头民企PE-TTM均值14.1倍，其他民企估值则明显承受压力。

上市物企估值延续历史低位



央国企估值高于民企（PE-TTM）



资料来源：Wind，平安证券研究所；央国企物管公司为华润万象生活、中海物业、保利物业，龙头民企为规模靠前且关联房企相对安全物管公司，包括新城悦服务、绿城服务、雅生活服务、碧桂园服务、绿城管理控股，民企为恒生物业服务及管理指数其他成分股



目录CONTENTS

● 回顾：地产及疫情扰动致行业承压

● 短期不利因素减退，中长期高质量发展

● 物企加速分化，央国企及优质民企更具潜力

● 投资建议与风险提示

2.1 疫情防控优化调整，短期影响逐渐消退

➤ 自中央疫情防控“二十条”、“新十条”、对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”等政策相继出台，全国各地积极调整防疫政策，出行限制等基本取消。随着疫情管控优化后大规模感染高峰逐渐渡过、经营活动回归正轨，物管业务开展相关阻碍有望加速消除，防疫成本压力亦有望随之减弱。

● 疫情防控“新十条”相关要求

	主要内容
科学精准划分风险区域	按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域。不得采取各种形式的临时封控。
进一步优化核酸检测	不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。根据防疫工作需要，可开展抗原检测。对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。
优化调整隔离方式	具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。第6、7天连续2次核酸检测Ct值≥35解除隔离，病情加重的及时转定点医院治疗。具备居家隔离条件的密切接触者采取5天居家隔离，也可自愿选择集中隔离，第5天核酸检测阴性后解除隔离。
落实高风险区“快封快解”	连续5天没有新增感染者的高风险区，要及时解封。
保障群众基本购药需求	各地药店要正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。
加快推进老年人新冠病毒疫苗接种	各地要坚持应接尽接原则，聚焦提高60-79岁人群接种率、加快提升80岁及以上人群接种率，作出专项安排。要逐级开展接种禁忌判定的培训，指导医务人员科学判定接种禁忌。细化科普宣传，发动全社会力量参与动员老年人接种，各地可采取激励措施，调动老年人接种疫苗的积极性。
加强重点人群健康情况摸底及分类管理	摸清辖区内患有心脑血管疾病、慢阻肺、糖尿病、慢性肾病、肿瘤、免疫功能缺陷等疾病的老年人及其新冠病毒疫苗接种情况，推进实施分级分类管理。
保障社会正常运转和基本医疗服务	非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。将医务人员、公安、交通物流、商超、保供、水电气暖等保障基本医疗服务和社会正常运转人员纳入“白名单”管理，相关人员做好个人防护、疫苗接种和健康监测，保障正常医疗服务和基本生活物资、水电气暖等供给。
强化涉疫安全保障	严禁以各种方式封堵消防通道、单元门、小区门，确保群众看病就医、紧急避险等外出渠道通畅。推动建立社区与专门医疗机构的对接机制，为独居老人、未成年人、孕产妇、残疾人、慢性病患者等提供就医便利。强化对封控人员、患者和一线工作人员等的关心关爱和心理疏导。
进一步优化学校疫情防控工作	各地各校要坚决落实科学精准防控要求，没有疫情的学校要开展正常的线下教学活动，校园内超市、食堂、体育场馆、图书馆等要正常开放。有疫情的学校要精准划定风险区域，风险区域外仍要保证正常的教学、生活等秩序。

资料来源：政府网站，平安证券研究所

2.2 房地产政策暖风频吹，物管需求修复&独立性担忧缓解可期

- 11月以来地产政策密集出台，从“金融16条”到债股融资“三箭齐发”，政策从“保交楼”逐渐转向“保主体”、避免信用危机进一步蔓延，后续政策预计仍将发力，多措并举维持稳定。根据我们在地产年度策略《政策锚定格局，铅华洗尽见金》中预测，中性假设下，预计2023年全国竣工小幅正增长，全国商品房销售面积降幅收窄至-4.5%，节奏前低后高。
- 随着地产基本面修复，物管管理面积拓展、交付，非业主增值服务以及美居、房屋经纪等社区增值服务发展状况有望逐步改善。房地产流动性压力缓解叠加洗牌出清尘埃落定，地产公司利用物业资金诉求有望降低，物管独立性担忧有望缓解。

● 房地产政策支持力度持续加大

扩大民营房企债券融资支持工具（第二支箭）：“金融16条”全方位支持房地产市场；优质房企可用保函置换预售监管金；六大行万亿授信支持房企；恢复涉房上市公司并购重组及配套融资（第三支箭）研究REITs试点范围拓展到市场化的长租房及商业地产等领域；中央经济工作会议定调平稳发展

阶段性放宽部分城市首套贷款利率下限；下调首套公积金贷款利率0.15pct；退税优惠：居民出售自有住房并1年内购房，售房已缴个税予以退税优惠

2021.9

2021.12

2022.2

2022.3

2022.5

2022.8

2022.9

2022.11-12

政策性银行发行2000亿“保交楼”专项借款；5年期LPR下15bp至4.3%；龙湖、碧桂园等民企获中债增信

下调首套房房贷利率下限至5年期LPR减20bp；5年期LPR超预期下调15bp至4.45%；为碧桂园、龙湖等发债提供信用保护工具

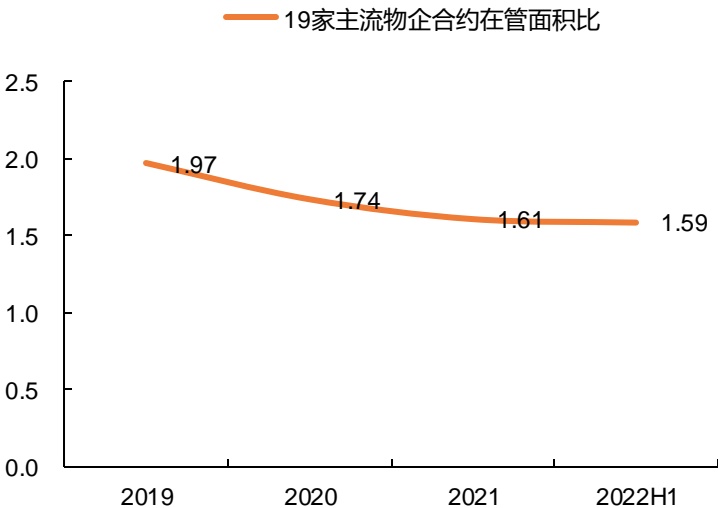
预售资金达到监管额度后的剩余资金可由房企提取使用；满足新市民合理购房信贷需求；今年暂不试点房地产税

保障性租赁住房有关贷款不纳入房企集中度管理

鼓励优质企业加大房地产项目兼并收购，稳妥有序开展并购贷款业务、加大债券融资支持力度

维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益

● 主流物企储备面积依旧充足

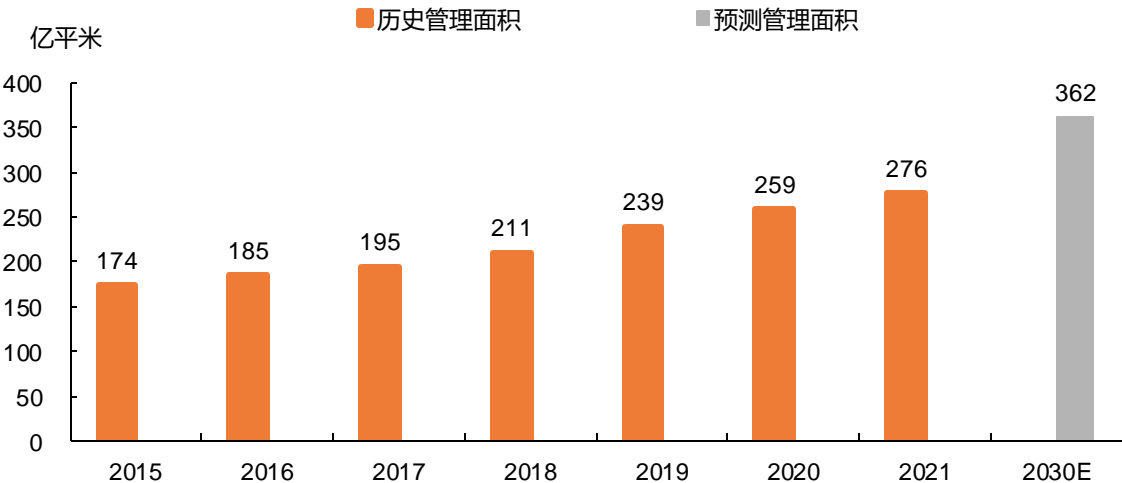


资料来源：政府网站，公司公告，平安证券研究所

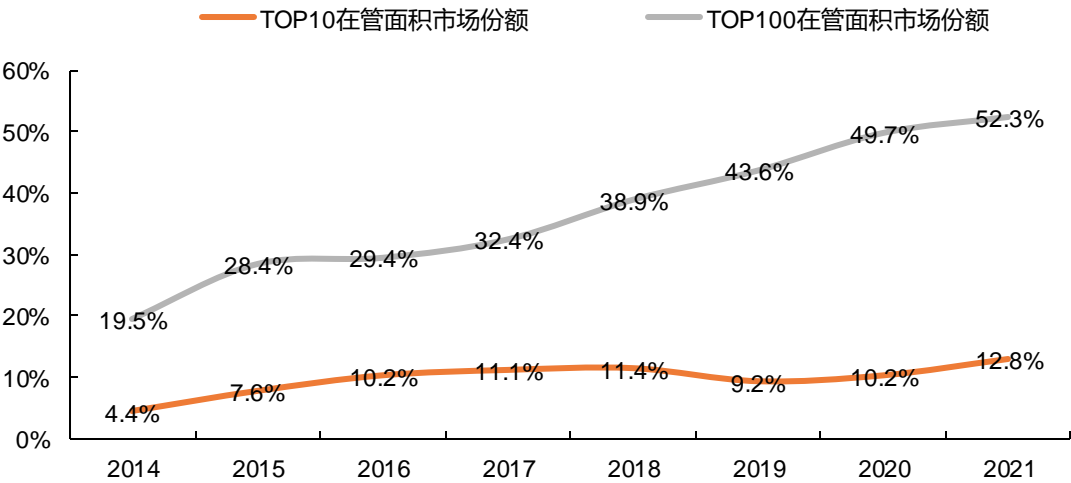
2.3 中长期行业空间广阔格局分散，行业参与者发展机遇仍存

- 中长期维度，新房规模萎缩将不可避免对物管发展产生影响。但由于行业存量规模稳定，新房交付、存量房渗透及非住宅拓展仍可推动管理体量正向增长。同时考虑较为分散的市场格局，行业参与者未来发展机遇仍存。
- 仅考虑基础物管管理面积，根据中指数据，物管行业2021年末在管面积276亿平米，最新测算2030年末在管面积预计362亿平米，2021-2030年年复合增速3%。具体假设：1) 假设2030年全国人口14.5亿人*、城镇化率70%*，人均建面维持2019年39.8平米/人水平，则2030年末住宅存量市场规模为404亿平米；2) 假设2021-2030年住宅物管渗透率每年提升1%，至2030年提升至59%；3) 保守假设2030年末住宅物管、非住宅物管在管面积占比分别为66%、34%，维持2021年水平。

物管行业在管面积及预测



物管行业集中度走势

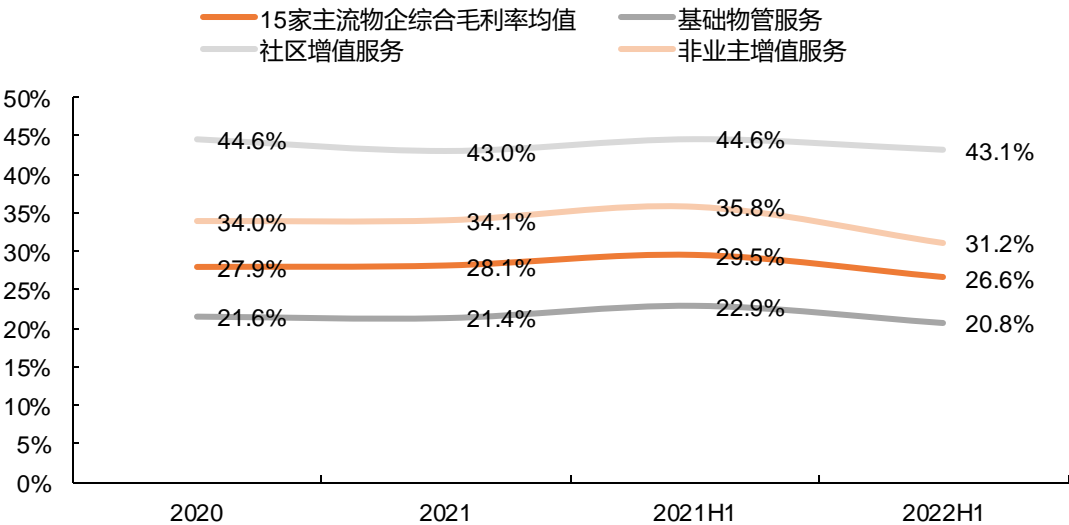


资料来源：Wind，平安证券研究所；2030年全国人口、城镇化率根据《国家人口发展规划（2016年-2030年）》预期发展目标假设

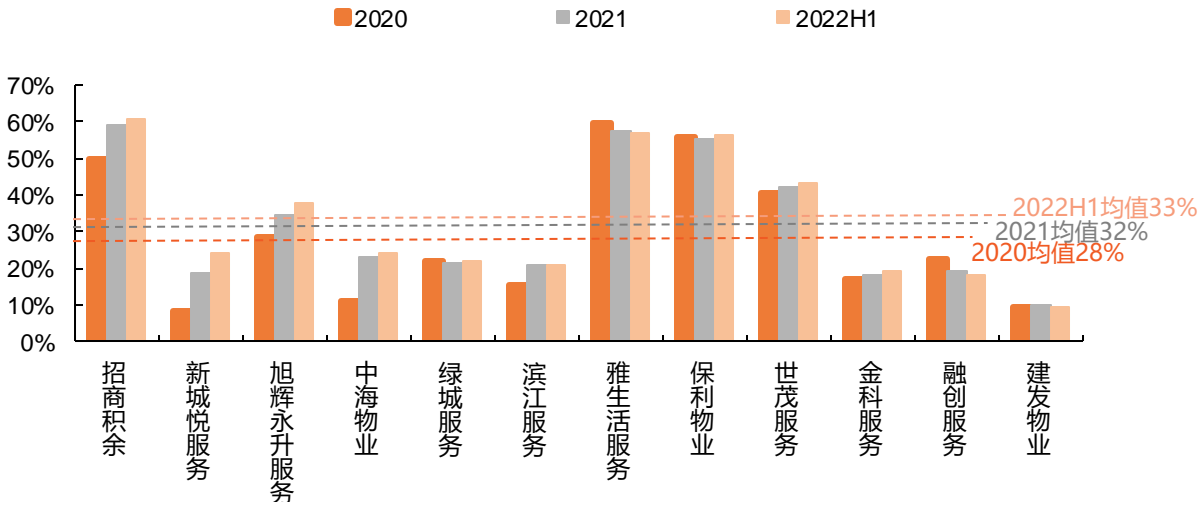
2.4成本压力下适度降低增速预期

- 除新房销售中枢下移对物管规模扩张产生负面影响外，毛利率下行等成本端压力亦可能拖累利润端表现，需适度降低行业未来增速预期。
- 2022H1由于地产下行、防疫成本增加等原因，15家主流物企平均综合毛利率26.6%，同比下降2.9个百分点。后续随着新盘竣工体量收缩、在管项目平均楼龄增高、低毛利率的非住宅项目增长等，盈利能力仍可能趋势下行。

2022H1主流物企综合毛利率同比下行



主流物企非住宅在管面积占比

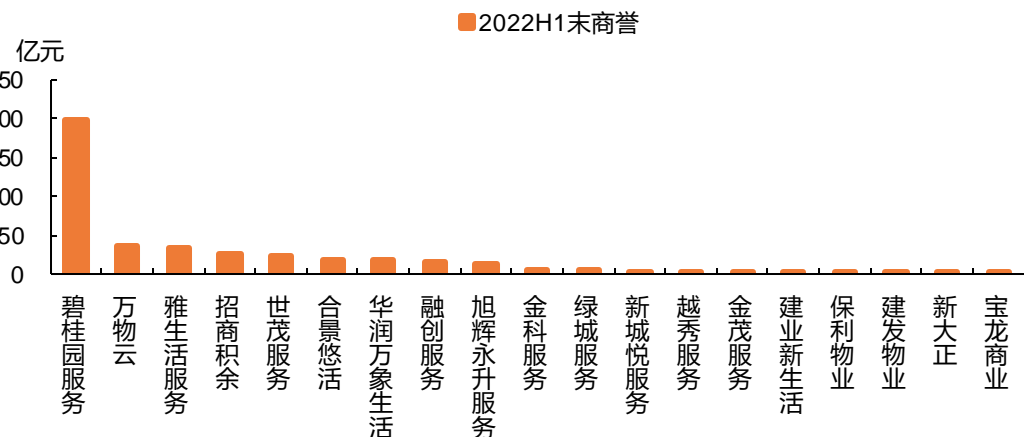


资料来源：公司公告，平安证券研究所

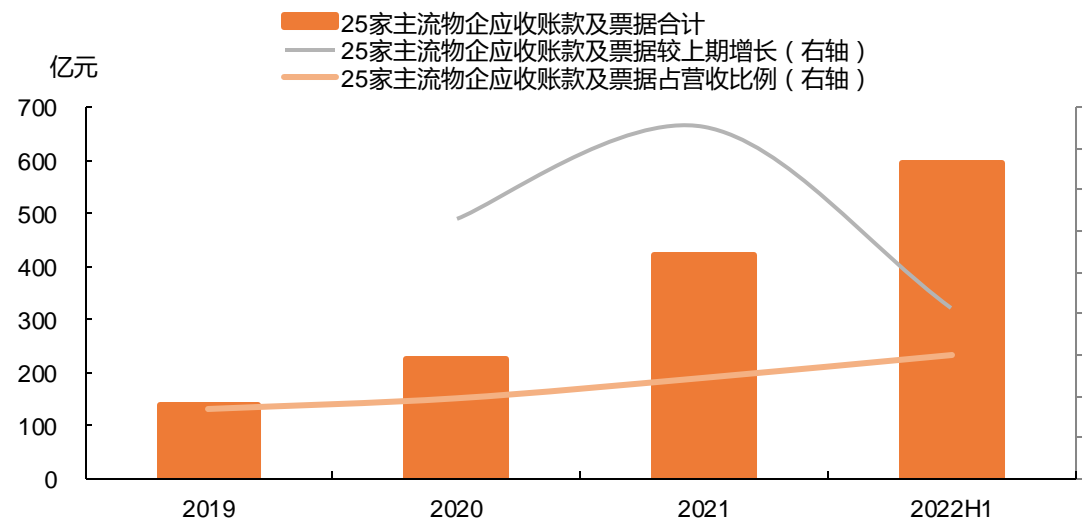
2.4成本压力下适度降低增速预期

➤ 由于前期高速发展，以及疫情、房地产调整导致物业费收缴节点延后、企业、地方政府及开发商资金紧张，行业应收账款及票据持续快速增长、占营收比重亦持续提升。尽管2022H1部分民营物企计提较大比例减值，但由于疫情及房地产负面影响未完全消除、出险房企债务问题解决需要时间，应收账款及票据坏账计提风险仍在。同时，考虑物管持续高速增长难以为继，前期高估值收购形成的商誉亦存在减值压力。

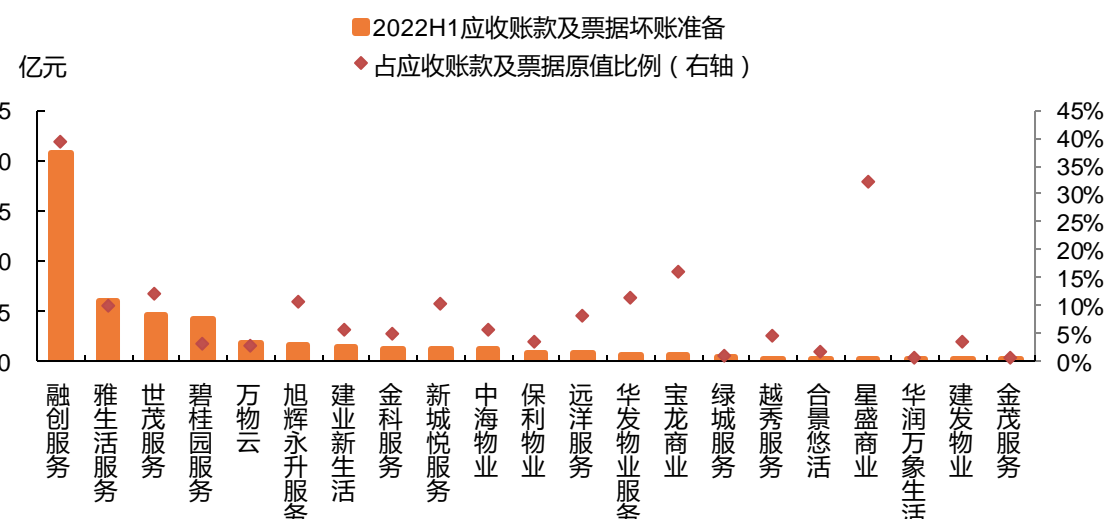
主流物企商誉情况



主流物企应收账款及票据增速、占营收比例



主流物企2022H1计提应收账款及票据坏账准备及占应收账款及票据原值比例

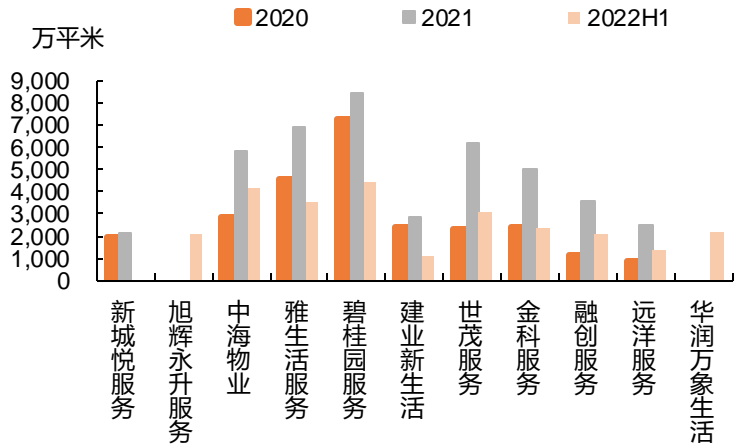


资料来源：公司公告，平安证券研究所；2021H1应收账款及票据占营收比例为占近一年营收比例

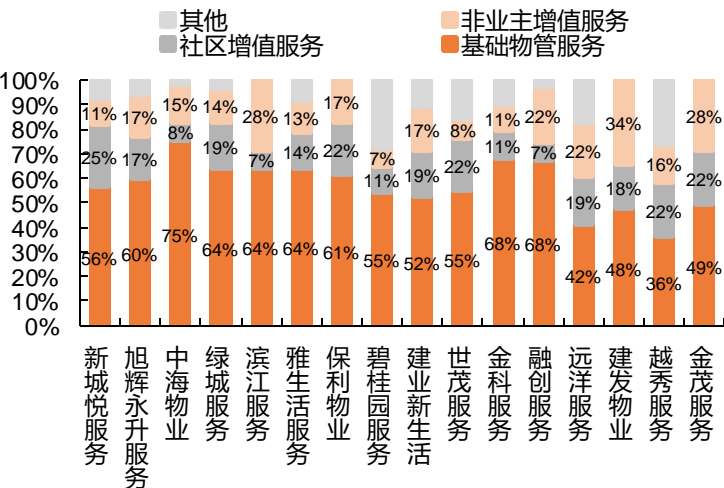
2.5行业回归高质量发展

➤ 精耕基础物管基本盘，向内生发展要动力：2022H1 16家主流物企基础物管服务收入占比均值57.4%，较2021年提升5.3个百分点。作为增值服务开展土壤，基础物管服务仍贡献收入绝对比重，考虑其较强抗周期属性，后续发展依旧值得重视。基础物管拓展方面，外延式并购热度降低，2022年并购交易金额同比下降70.8%；市场化拓展加速扩张，已成为物企长期发展的核心竞争力。

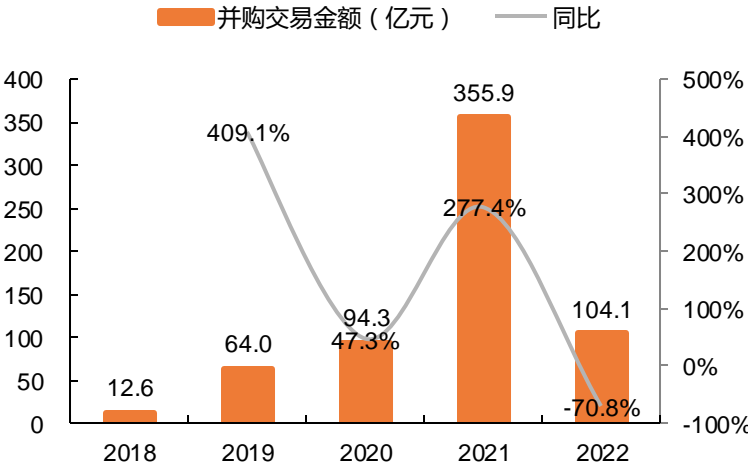
主流物企市场化拓展合约面积情况



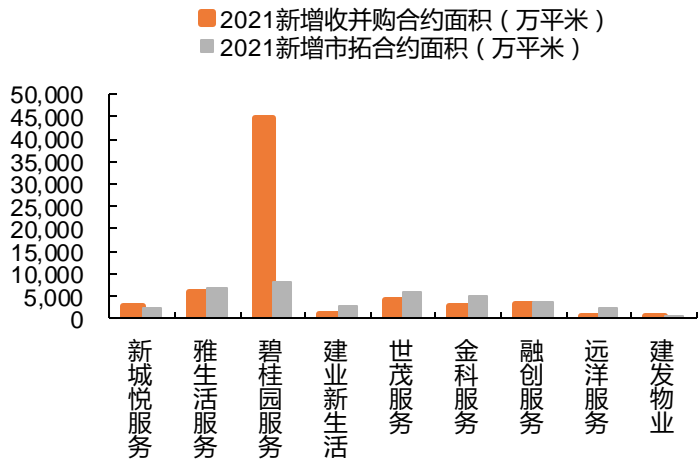
2022H1主流物企基础物管服务收入占绝对比重



2022年并购交易金额明显收缩



市场化拓展成为规模扩张重要渠道

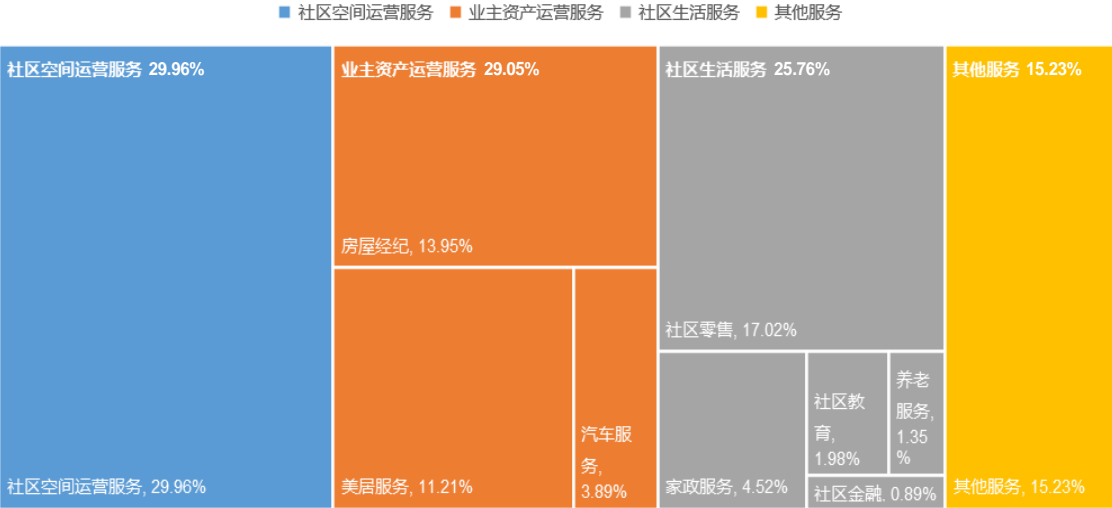


资料来源：公司公告，中物研协，平安证券研究所

2.5行业回归高质量发展

➤ 理顺社区增值服务，现有业务做深做细：社区增值服务作为物业管理第二增长曲线，已形成覆盖业主“全生命周期+全生活场景”服务体系。服务框架搭建完成背景下，我们认为后续社区增值服务发展重点仍在于现有业务深耕细作。同时业务开展过程中企业可适当选择性强化布局，以自身资源禀赋为根本，探索基于自身核心优势的差异化服务体系。

2021年百强物企社区增值服务收入占比



资料来源：中指，克而瑞，平安证券研究所

社区增值服务主要类别及特征

一级分类	主要类别	业务内容	业务特点	运营模式	发展优势与阻碍
社区生活服务	社区零售	生鲜、生活用品供应及配送等	高频、低额	合作，佣金分成为主	优势：近场优势，潜在空间充足 阻碍：同质化高，部分业务培育时间长，整体仍处初级阶段
	家政服务	保洁、维修、垃圾清运等	高频、低额	自营/合作	
	养老服务	日常照料、专业护理等	低频、高额	自营/合作	
	社区教育	托幼、亲子课堂等	高频、高额	自营/合作	
资产运营服务	房屋经纪	房产租售、车位租售等	低频、高额	自营为主	优势：近场优势，关联房企资源优势，售后优势 阻碍：市场化程度低，地产关联度高，长期看新房销售、交付存在瓶颈
	美居服务	拎包入住、室内设计、装修及家电安装等	低频、高额	合作/自营	
空间运营服务	空间管理	公区运营、车场管理等	高频、低额	自营，租金分成	优势：既有资源整合优势，成本优势 阻碍：管理面积强相关，受管理空间制约
	社区传媒	社区广告投放	高频、低额	自营	
其他	餐饮	特色餐品、常规餐饮及相关供应链经营	高频、低额	自营	优势：业务协同优势 阻碍：受经济波动影响、疫情反复影响
	旅居	出行、酒店、景区、签证中心全链条旅游服务	低频、高额	自营	

2.5行业回归高质量发展

- 多维度提质降本增效：未来行业参与者或将通过聚焦服务品质提升、盈利能力增厚、品牌价值提升等维度实现规模增长的提质降本增效。具体包括：
- 以客户为中心深刻洞察客户需求，加快完善服务标准化体系建设，锤炼专业能力提升服务品质。
 - 积极延伸服务链条，构建多元品牌组合，形成品牌概念，塑造品牌价值并增强品牌影响力。
 - 提升服务密度，强化科技运用，实现人效提升、人力节约，达到利润率托举效果。

● 服务浓度提升案例：万物云蝶城模型

蝶城概念	
以街道为单位，以员工20-30分钟可达距离为半径的服务能力圈，且该服务能力圈覆盖至少五万户城市居民。 以蝶城打通社区、商企和城市空间服务边界，实现蝶城内资源共享，提升效率同时保障用户需求快速响应，为街道内所有空间提供混合服务；通过战略性选择街道，实现在管物业和设施在小区、商企和城市公共空间物业服务协同运营，实现区域内供给侧改革。	
蝶城布局	
目标蝶城	服务3000户家庭至6000户家庭的万物云街道，截至2022H1已积累184个。
主攻蝶城	服务6000户家庭至10000户家庭的万物云街道，截至2022H1已积累154个。
标准蝶城	服务超过10000户家庭的万物云街道，截至2022H1已积累141个。

资料来源：中指，公司公告，平安证券研究所



目录CONTENTS

● 回顾：地产及疫情扰动致行业承压

● 短期不利因素减退，中长期高质量发展

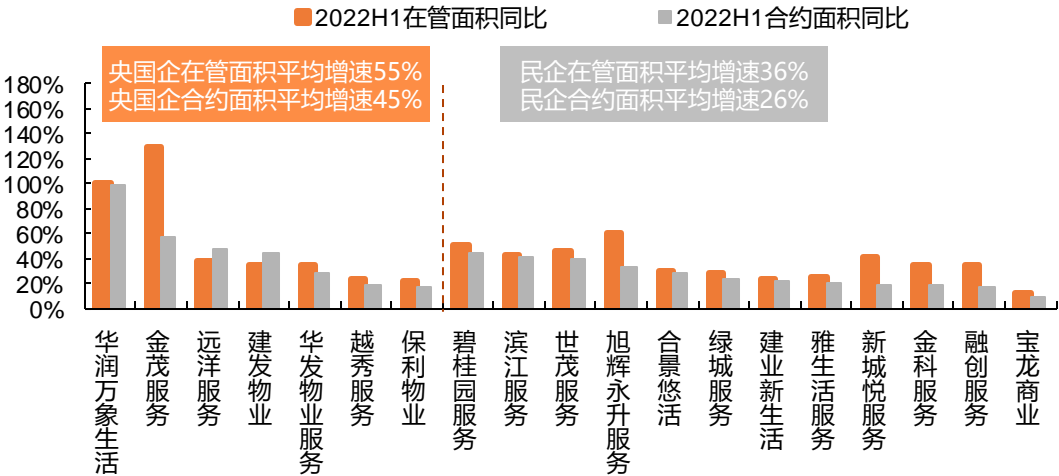
● 物企加速分化，央国企及优质民企更具潜力

● 投资建议与风险提示

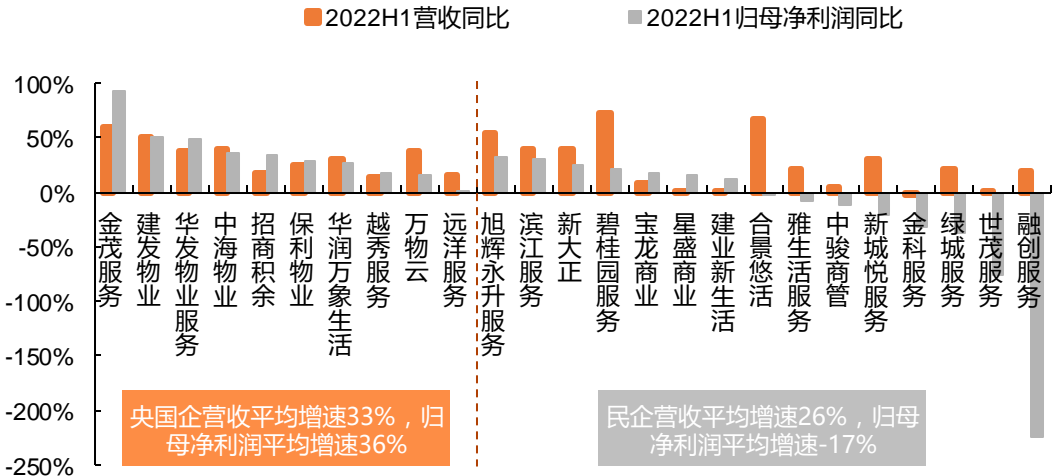
3.1 物企间加速分化，央国企及优质民企相对占优

➤ 随着房企信用事件持续发生，房企债务违约带来的销售、竣工放缓影响着关联物企规模扩张、非业主增值等业务开展，同时房企现金流紧张亦导致物企回款困难、应收账款账期拉长甚至计提减值。相较而言，央国企及关联房企风险可控的优质民营物企受房地产波动影响较小，在面积拓展、业绩表现方面亦相对较好。2022H1 央国企类物管公司在管面积、合约面积平均增速55%、45%，民营类物管公司平均增速36%、26%；2022H1 央国企类物管公司营收、归母净利润平均增速33%、36%，民营类物管公司平均增速26%、-17%。

2022H1 主流物企在管及合约面积增速对比



2022H1 主流物企营收及归母净利润增速对比

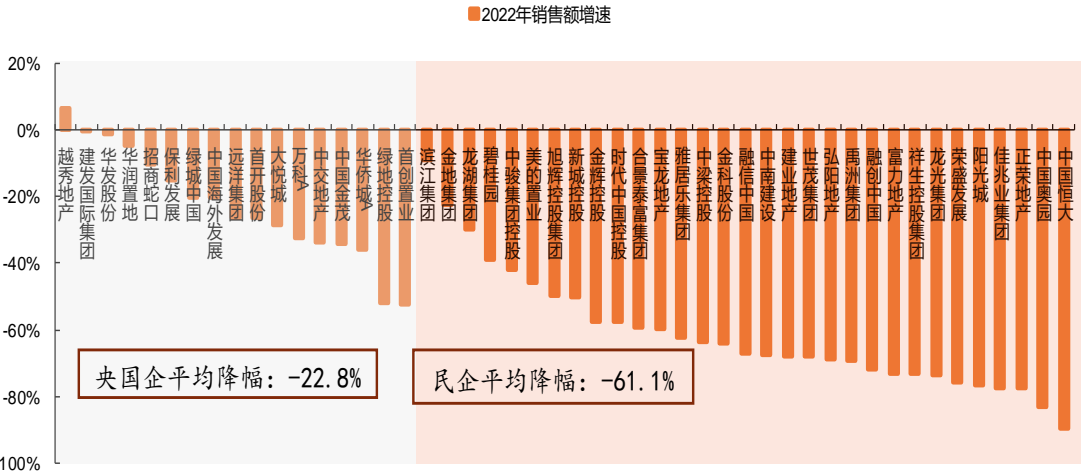


资料来源：公司公告，平安证券研究所

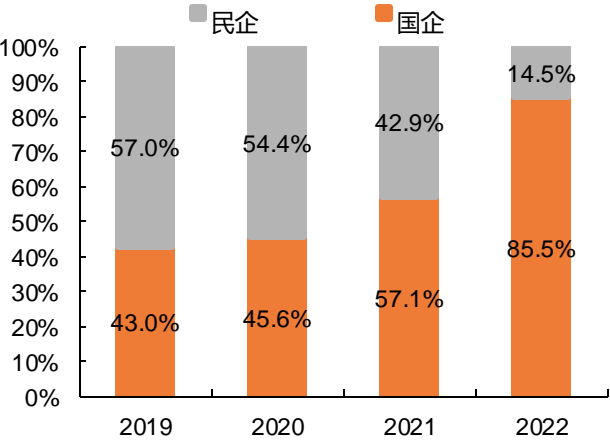
3.2 房企分化将带来物企资源禀赋分化

- 房地产调整以来大部分民营房企经营持续受损，融资顺畅的央国企及高信用民企融资、投资、销售优势则持续凸显，后续随着房地产逐步修复，市场份额有望进一步提升。
- 关联房企向好发展利好物管企业基础服务、非业主增值服务等业务拓展，同时对物企经营稳定性、业务协同性、品牌价值打造等方面亦将起到一定保障。

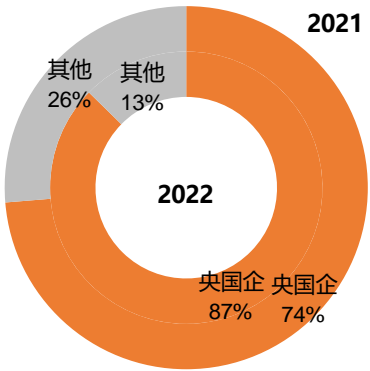
上游房企销售差异终将体现为交付差异



50强房企拿地金额结构



房企境内发债金额结构



资料来源：克而瑞，中指，平安证券研究所

3.3 央国企跃升并购主力，市拓参与者表现各异

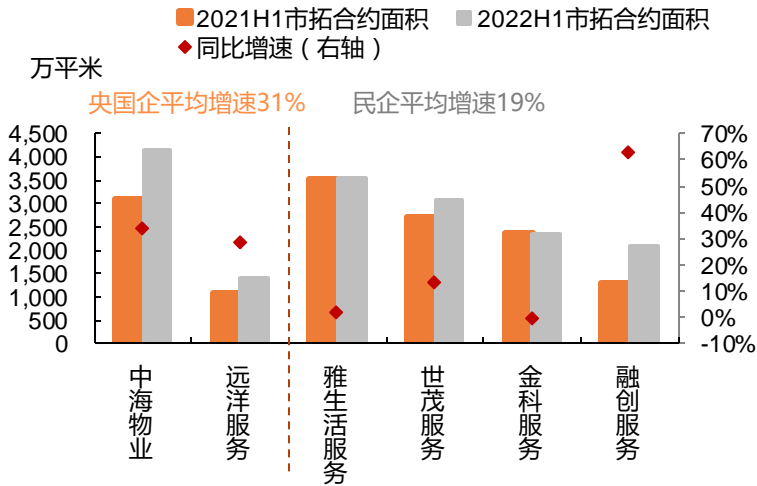
- 2022年收并购市场中国资背景企业表现活跃，并购交易金额占比55.8%。大规模收并购事件中，除碧桂园服务等个别民营物企略有参与外，主要参与者同样为华润万象生活等央国企。往后看，凭借稳健经营、充足现金以及较高资本市场估值，央国企在并购市场预计仍将占据重要位置。
- 市场化拓展方面，行业参与者积极建立相关优势，持续加快扩张步伐，央国企2022H1亦实现不错表现（中海物业同比34%、远洋服务同比29%）。另外保利物业等央国企非住宅领域优势明显，相关市场化竞争能力亦相对更强。

2022年大规模收并购事件明细

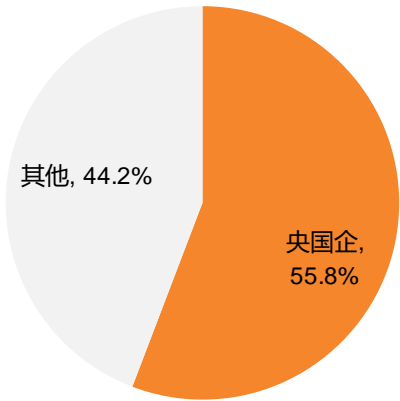
物企	时间	收购标的	收购股权	收购对价 (亿元)	收购PE	标的类型
华润万象生活（央国企）	2022/1/5	禹洲物业	100%	10.58	13.9	物业服务
华润万象生活（央国企）	2022/1/20	中南服务	100%	24.85	14.1	物业服务
合景悠活	2022/1/10	特丽洁环境	50%	1.65	11.0	环卫
碧桂园服务	2022/3/29	中梁百悦智佳	93.76%	31.29	6.6	中高档物业
新希望服务	2022/4/11	明宇环球商管	51%	1.80	9.9	商管物业
招商积余（央国企）	2022/6/16	新中物业	67%	5.36	20.0	金融物业
金茂服务（央国企）	2022/6/17	首置物业	100%	4.50	13.7	高端住宅&商业
远洋服务（央国企）	2022/8/12	红星物业	100%	5.00	6.1	物业服务
华润万象生活（央国企）	2022/9/28	祥生物业	100%	10.37	9.9	物业服务
均值					11.7	

资料来源：中指，公司公告，平安证券研究所；远洋服务收购PE为总对价/2022年估算利润，其余为总对价/2021利润，其中碧桂园服务收购PE计算不考虑在途和未来新增项目对应资金

部分物企市场化拓展增长情况



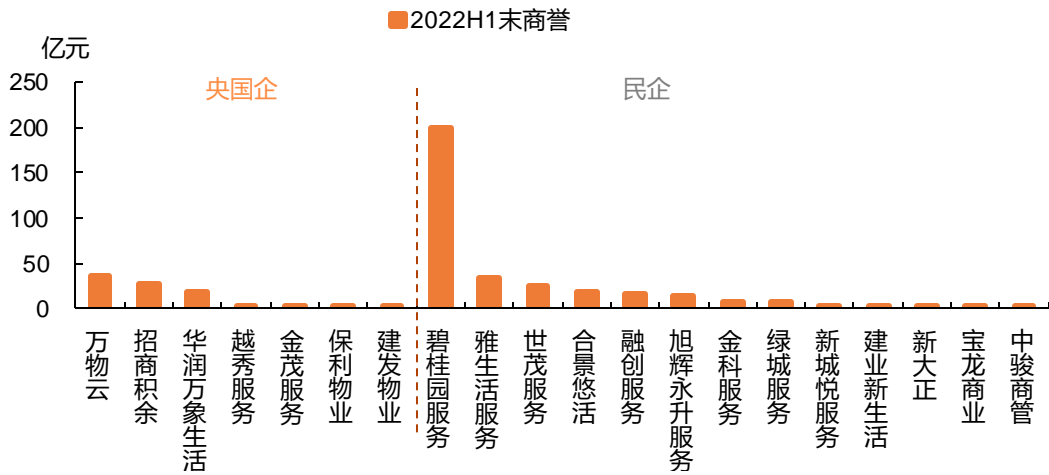
2022年收并购交易金额占比



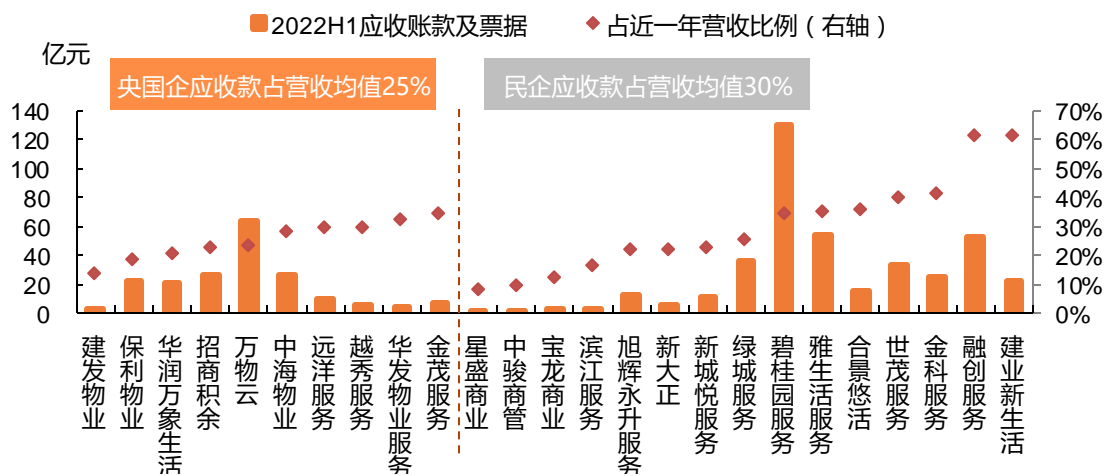
3.4央国企盈利能力偏低，成本端压力更小

- 2022H1主流央国企平均毛利率23.8%，低于主流民营物企的30.2%。由于本身管理存量楼盘较多、非住宅服务面积较大，后续央国企盈利能力下行空间或相对有限。
- 考虑民营物企应收账款及票据规模较高，关联房企已出险物企后续减值压力仍存。同时此前民营物企频繁收购形成的商誉亦存在减值可能。

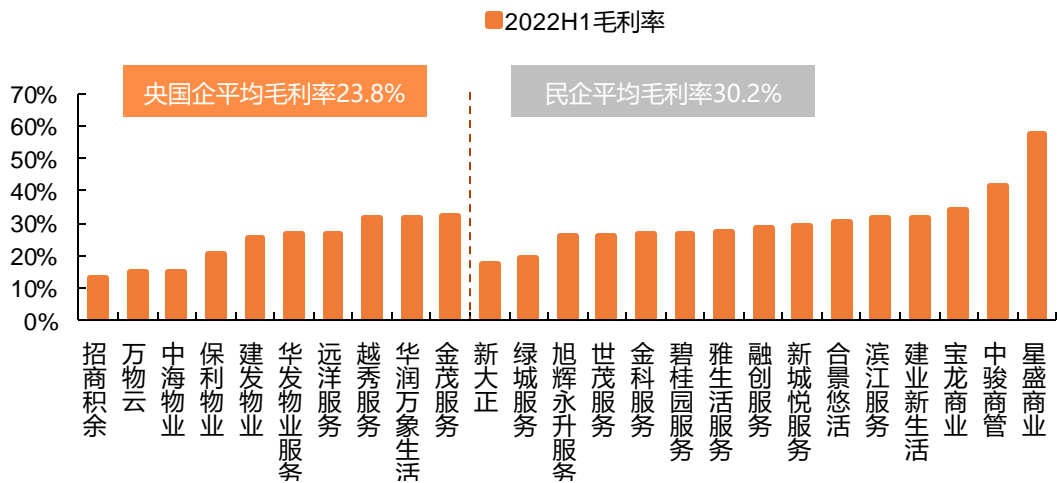
主流物企商誉情况



主流物企应收账款及票据情况对比



主流物企毛利率对比

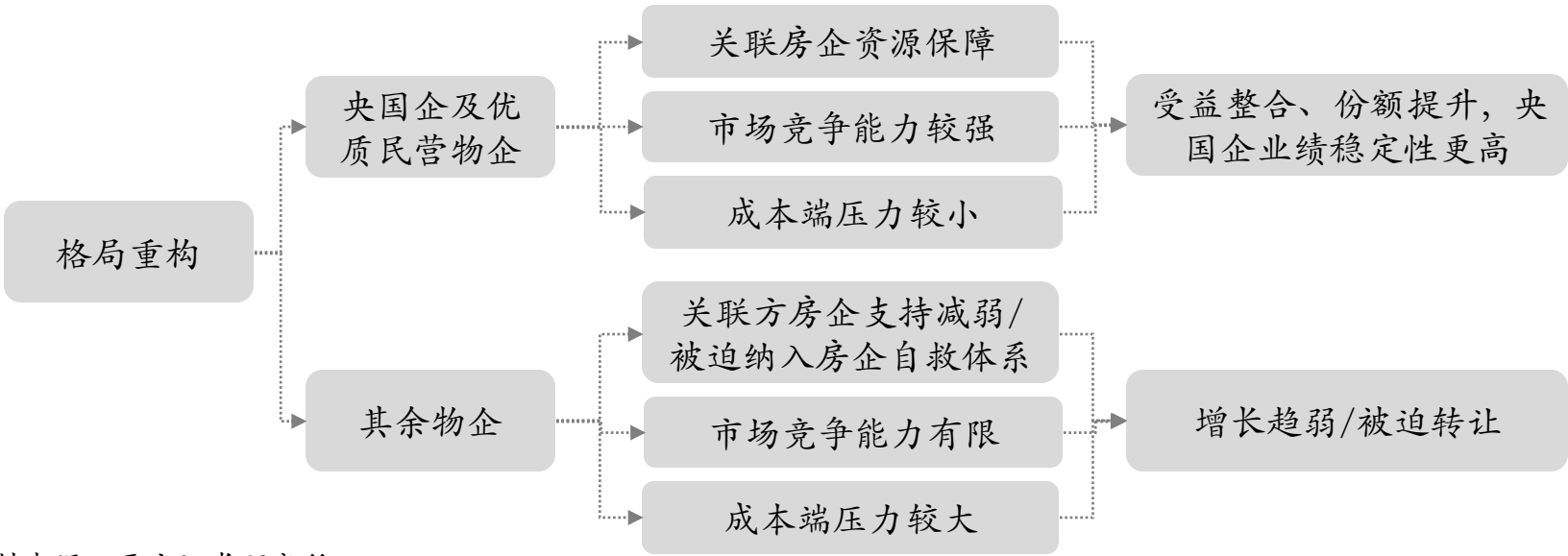


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.5 格局重塑过程中央国企及优质民企料持续受益

➤ 房地产市场波动、格局重构之下，物管竞争格局亦受到影响。其中关联房企信用受损、市场化程度有限物企面临市场竞争能力不足、关联房企支持减弱甚至将其纳入自救体系统筹考虑的窘境，增长潜力有限甚至可能被迫转让以救助关联房企；成本端该类物企应收款回收难度较大、业绩不确定性较高。而央国企及关联房企风险可控的优质民营物企，有望分享地产供给侧改革红利，凭借自身较强竞争实力持续抢占份额。但从央国企及优质民营物企对比来看，由于央国企类地产公司在房地产调整过程中融资、拿地、销售优势更为突出，由此形成的关联方支持将更为确定，同时央国企类物企盈利能力下行及减值压力更小，增长确定性、盈利稳定性相对更高。

● 格局重构过程中央国企及优质民企将持续受益



资料来源：平安证券研究所



目录CONTENTS

● 回顾：地产及疫情扰动致行业承压

● 短期不利因素减退，中长期高质量发展

● 物企加速分化，央国企及优质民企更具潜力

● 投资建议与风险提示

4.1 投资策略

➤ 2022年受地产困局及疫情反复影响，物管行业经营业绩承压，关联房企资金占用偶有发生。展望2023年，随着疫情防控优化调整后经营活动回归正轨、政策发力下房地产逐步修复，物管短期影响缓解，发展有望逐步改善。中长期行业规模仍将正向增长，但成本压力下增速预期需适度降低，行业将由快速上规模向追求有质量的增长转变。房地产格局重构之下物管亦受到影响，物企间加速分化，央国企及关联房企风险可控的优质民营物企相对占优，后续有望持续分享地产供给侧改革红利，实现稳中向好发展。其中央国企由于关联方支持更为确定、成本端压力更小，增长确定性、业绩稳定性相对更高。由于经营业绩压力逐步显现叠加独立性丧失担忧，2022年物管板块延续调整，估值降至历史低位。2023年随着不利因素逐渐解除，板块估值有望修复。考虑参与者分化加剧，标的选择将更为聚焦。其中，综合实力突出、增长确定性更高的央国企将持续享受估值溢价，如保利物业、招商积余等；同时基本面筑底修复、独立性担忧解除过程中，前期超跌的优质民营物企有望呈现更高估值弹性，如碧桂园服务、新城悦服务等。

重点公司盈利预测

股票名称	股票代码	股票价格 (2022-12-30)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
碧桂园服务	6098. HK	17.37	1.20	1.44	1.69	1.95	14.5	12.1	10.3	8.9	推荐
保利物业	6049. HK	41.14	1.53	1.90	2.35	2.89	26.9	21.7	17.5	14.2	推荐
招商积余	001914. SZ	15.38	0.48	0.62	0.79	1.00	32.0	24.8	19.5	15.4	推荐
新城悦服务	1755. HK	8.22	0.60	0.79	1.22	1.57	13.7	10.4	6.7	5.2	推荐
星盛商业	6668. HK	1.89	0.18	0.22	0.28	0.37	10.5	8.6	6.8	5.1	推荐

资料来源：Wind，平安证券研究所；股价单位统一为人民币元/股

4.2 风险提示

- 1) 房地产修复低于预期风险：若房地产销售、投资改善缓慢，房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期，将对物管发展产生持续冲击，并将导致物管独立性担忧进一步升级；
- 2) 疫情反复风险：若疫情持续反复，经营活动修复节奏低于预期，将对物管发展产生不利影响；
- 3) 盈利能力大幅下行、减值计提超出预期风险：盈利能力大幅下行、应收款回收困难计提大幅减值、商誉减值均将对净利润形成侵蚀。

股票投资评级：

- 强烈推荐 （预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐 （预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性 （预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避 （预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市 （预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性 （预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市 （预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。