

曙光已现 估值修复有望持续

——物业管理行业研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈:曙光已现 估值修复有望持续

行业超跌下行 年末触底反弹:2022年,物业板块受到美联储加息、地产债务危机、政策救市等影响,经历了前期加速下行——年末超跌反弹的行情。

估值仍处于历史低位 国央企韧性凸显

- 回顾物业板块近三年估值情况,2022年估值回落明显,目前仍处于历史低位。分民企及国央企来看,国央企物业板块估值亦有所回调,但整体高于民企。
- 我们认为,随着地产政策利好逐步兑现,民营房企信用风险缓释,房地产行业有望于2023年迎来弱复苏,叠加国内经济复苏,市场担忧情绪有望于2023年逐步释放,物业板块估值修复或将持续,而民营物企随着独立性增强、关联风险减弱,估值修复空间更大。

基本面未变 多数个股跌幅较大

- 从个股角度来看,2022年多数物企呈现下跌,但从基本面情况来看,物企22H1总营收及净利润大部分保持正增长。
- 根据22H1在管面积与克而瑞物管22FY在管面积数据对比,在管面积TOP20物企数据均保持正增长,面积的增长预计将会为物企带来营收的增长,物业行业基本面未变。

物企上市降温 并购热情减弱

- 受港交所审核趋严、物业板块估值回落影响,物企赴港上市降温。2022年仅6家物企上市,较2021年13家减少了7家,根据克而瑞物管,2022年递表物企仅3家,较2021年34加减少了31家。
- 并购热情减弱,2022年全年披露并购数量53起,并购交易金额106.09亿元,同比下降70.19%。受民营房企流动性危机影响,民营物企并购交易意愿减弱。

独立性增强 服务边界扩张:根据克而瑞物管,35家披露项目来源的上市物企,其来源于第三方项目的在管面积于2022年中期占比为61.33%,预计2022年全年第三方项目占比将继续提升,非业主增值服务收入占比将继续下滑。

数据追踪(12月28日-12月30日):

资金及交易追踪:

- 沪(深)股通:**A股物业公司中仅招商积余在沪(深)股通中有持股,截至2022年12月30日,持有747.72万股,较上周下跌3.38%,持股市值1.15亿元。
- 港股通:**港股中港股通持股共18家(剔除停牌物企),自2022年12月28日至12月30日,增幅最大的是金科服务,本周增幅0.71%。降幅最大的是旭辉永升服务,降5.41%。持股比例最高为保利物业,为58.97%。持股数量最多为融创服务,为5.44亿股。

投资策略:我们认为2023年将是物企增强其独立性、减弱其房地产附属属性、服务边界持续扩张、开启新周期的一年。目前物业板块已进入最佳配置期,头部物企规模将持续扩大,物企寻求独立扩张能力将持续加强。建议关注物管商管并行且控股股东为央企背景的华润万象生活、关注受母公司拖累风险较小的保利物业、招商积余,关注独立发展能力较高的全国性物企绿城服务,关注高弹性标的碧桂园服务。

风险提示:地产周期性业务下行带来的短期业绩下滑,外拓增速不及预期,关联方应收账款及其他应收款坏账风险。

评级

增持

2023年1月2日

曹旭特

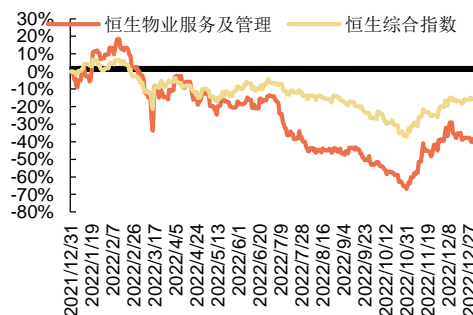
分析师

SAC执业证书编号:S1660519040001

行业基本资料

股票家数	62
行业平均市盈率(TTM)	13.34
港股市场平均市盈率(TTM)	7.97

行业表现走势图



资料来源:wind 申港证券研究所

相关报告

- 1、《碧桂园服务公司深度研究——历经凄风之寒 不坠碧霄之志》2022-12-9
- 2、《华润万象生活公司深度研究——风起万象升》2022-10-31
- 3、《物业管理行业研究周报——物企参与城市服务空间广阔》2022-11-27
- 4、《物业管理行业研究周报——物企规模效应何在》2022-11-6
- 5、《物业管理行业研究周报——从“物业+”看物业服务边界扩张》2022-9-26
- 6、《物业管理行业研究周报——物企估值回归理性 国企凸显价值韧性》2022-9-19

内容目录

1. 每周一谈：曙光已现 估值修复有望持续	3
1.1 行业超跌下行 年末触底反弹	3
1.2 估值仍处于历史低位 国央企韧性凸显	3
1.3 基本面未变 多数个股跌幅较大	4
1.4 物企上市降温 并购热情减弱	5
1.5 独立性增强 服务边界扩张	6
1.6 投资策略	7
2. 本周行情回顾	8
3. 行业动态	9
4. 数据追踪	10
4.1 沪（深）股通资金及交易追踪	10
4.2 港股通资金及交易追踪	11
5. 风险提示	12

图表目录

图 1：恒生物业、恒生地产建筑业及恒生综指 2022 年涨跌幅	3
图 2：近三年恒生物业服务及地产建筑业市盈率（TTM）	3
图 3：近三年民企物业及国央企物业市盈率（TTM）	4
图 4：2022 年市值 10 亿港元以上物企涨跌幅及其营收、净利增速（%）	5
图 5：上市物企在管面积 TOP20 22H1&22FY 在管面积对比	5
图 6：2019-2022 年物业管理行业递表企业数	5
图 7：2018-2022 上市物企披露并购交易金额及数量	6
图 8：2019-2022H1 部分上市物企平均第三方在管面积及占比	6
图 9：50 家上市物企的关联房企的操盘面积及同比增速	7
图 10：41 家上市物企非业主增值服务收入均值、增速及占比	7
图 11：近一年恒生物业服务及管理 VS 恒生指数	8
图 12：各板块周涨跌幅对比	8
图 13：本周涨跌幅前五位（%）	8
图 14：本周涨跌幅后五位（%）	8
图 15：港股物业（931744.CSI）近一年 PE（TTM）	9
图 16：招商积余沪（深）股通持股数量变化及持股市值	10
表 1：港股通持股数量及总市值	11

1. 每周一谈：曙光已现 估值修复有望持续

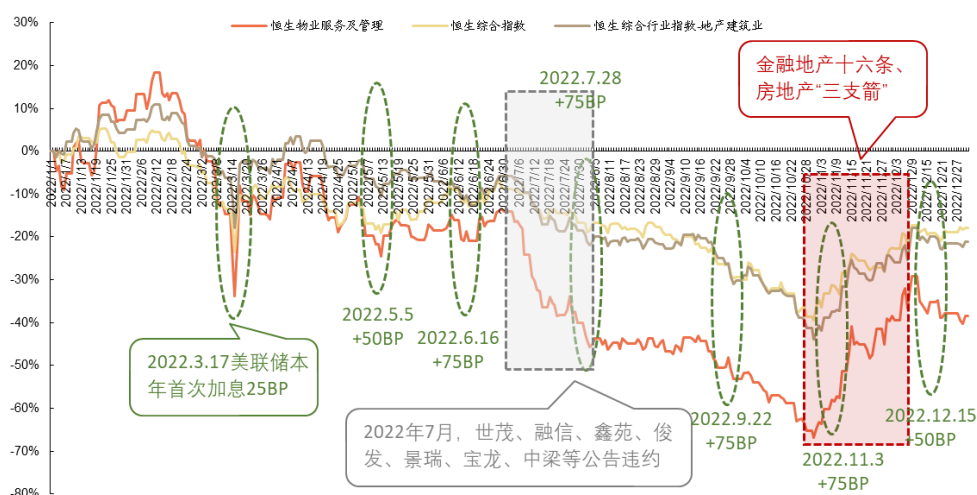
1.1 行业超跌下行 年末触底反弹

2022年，物业板块受到美联储加息、地产债务危机、政策救市等影响，经历了前期加速下行——年末超跌反弹的行情。

由于物业企业多在港股上市，而港股为离岸美元市场，受美联储加息影响较大，叠加2022年地产债务危机拖累，尤其是7月多家房企公告债务/票据违约，引发地产及物业板块超跌下行，物业板块交易以规避风险为主，多为情绪面的影响。

至2022年11月，美联储主席鲍威尔表示美联储最快将于12月缩小加息幅度，劳工部此前公布的数据显示，10月美国核心CPI同比增6.3%，通胀较9月（6.6%）有所回落，美联储加息周期预计将逐步结束，利好港股。同时，11月多项政策出台直接支持房企融资，房地产政策“三箭齐发”，有利于民营房企信用风险缓释，亦有利于对物业企业估值信心的重建。

图1：恒生物业、恒生地产建筑业及恒生综指2022年涨跌幅

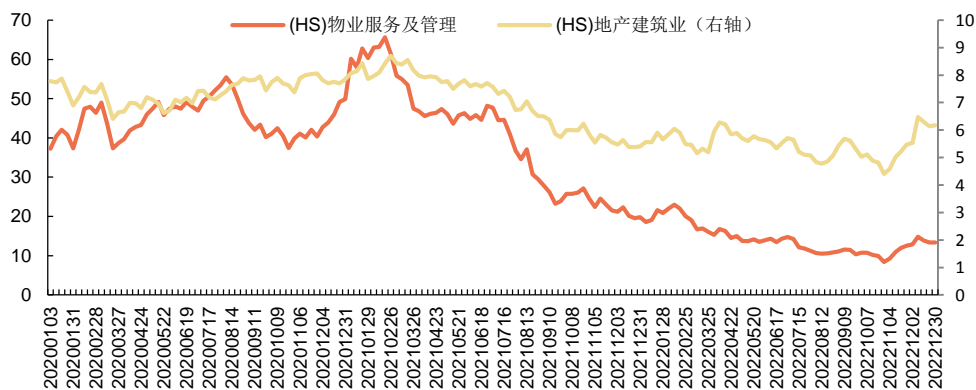


资料来源：wind，新浪财经，新华社，人民网，申港证券研究所

1.2 估值仍处于历史低位 国央企韧性凸显

回顾物业板块近三年估值情况，2022年估值回落明显，目前仍处于历史低位。2020-2021年（HS）物业服务及管理板块市盈率（TTM）均值分别为44.71、39.9，而2022年受房地产行业下行影响，市盈率均值迅速回落至14.22，年末受到房地产政策利好影响，11月估值出现修复，但仍然处于历史低位。

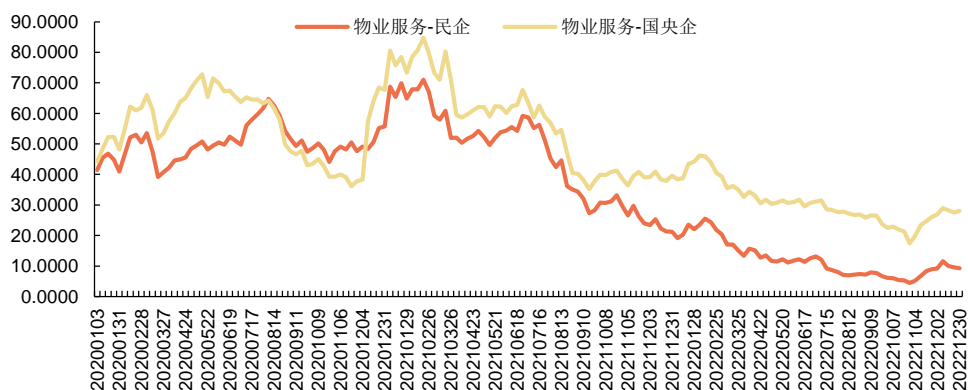
图2：近三年恒生物业服务及地产建筑业市盈率（TTM）



资料来源: wind, 申港证券研究所

分民企及国央企来看, 国央企物业板块估值亦有所回调, 但整体高于民企。我们在行业研究周报《物业估值进入历史低位》中提到, 2018 年全年民营物企估值普遍高于央国企物企, 而后至 2021 年 9 月, 估值走势基本相同, 2021 年 9 月以来, 民企与央国企估值分化明显。

图3: 近三年民企物业及国央企物业市盈率 (TTM)



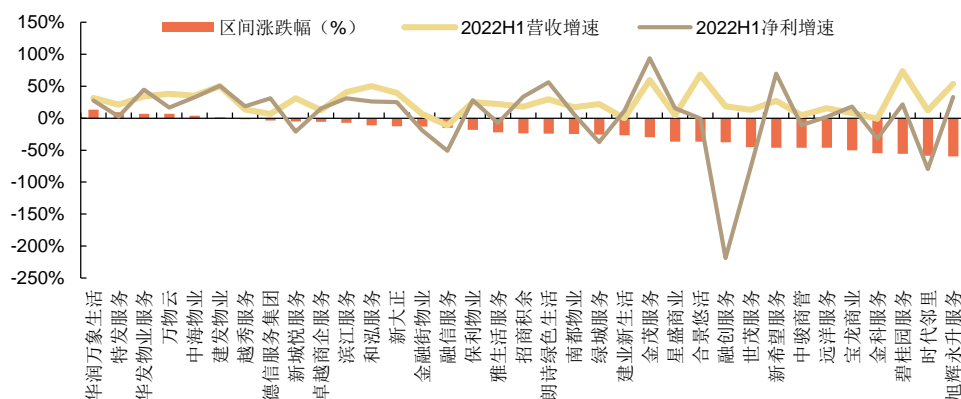
资料来源: wind, 筛选 14 家民营物企分别为: 碧桂园服务、雅生活服务、旭辉永升服务、金科服务、融创服务、世茂服务、新城悦服务、滨江服务、中骏商管、建业新生活、合景悠活、卓越商企服务、宝龙商业、时代邻里, 筛选 7 家央国资物企为: 华润万象生活、金茂服务、中海物业、保利物业、建发物业、越秀服务、金融街物业, 申港证券研究所

我们认为, 随着地产政策利好逐步兑现, 民营房企信用风险缓释, 房地产行业有望于 2023 年迎来弱复苏, 叠加国内经济复苏, 市场担忧情绪有望于 2023 年逐步释放, 物业板块估值修复或将持续, 而民营物企随着独立性增强、关联风险减弱, 估值修复空间更大。

1.3 基本面未变 多数个股跌幅较大

从个股角度来看, 2022 年多数物企呈现下跌, 全年业绩上涨的个股均为国央企物业公司, 民营物企跌幅更深。但从基本面情况来看, 物企 22H1 总营收及净利润大部分保持正增长, 部分物企出现了增收不增利的情况, 主要是受地产周期性业务影响较大, 部分高毛利业务如非业主增值服务及业主增值服务中的房地产经纪业务等下滑。

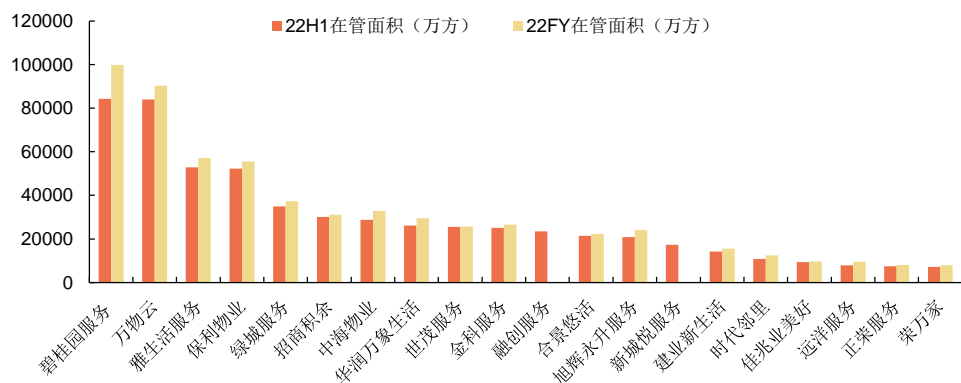
图4：2022年市值10亿港元以上物企涨跌幅及其营收、净利增速（%）



资料来源：wind，剔除停牌物企恒大物业、奥园健康及彩生活，申港证券研究所

物企在管面积保持增长，预计 2022 年物企营收仍保持增长。根据克而瑞物管 CPIC 监测显示，2022 年 TOP10 企业在管面积门槛值达 2.95 亿平方米，与 2021 年相比，TOP10 门槛提升 2500 万方，增幅为 9.26%。根据 22H1 在管面积与克而瑞物管 22FY 在管面积数据对比，在管面积 TOP20 物企数据均保持正增长（除融创服务及新城悦服务数据缺失外），面积的增长预计将会为物企带来营收的增长，物业行业基本面未变。

图5：上市物企在管面积 TOP20 22H1&22FY 在管面积对比

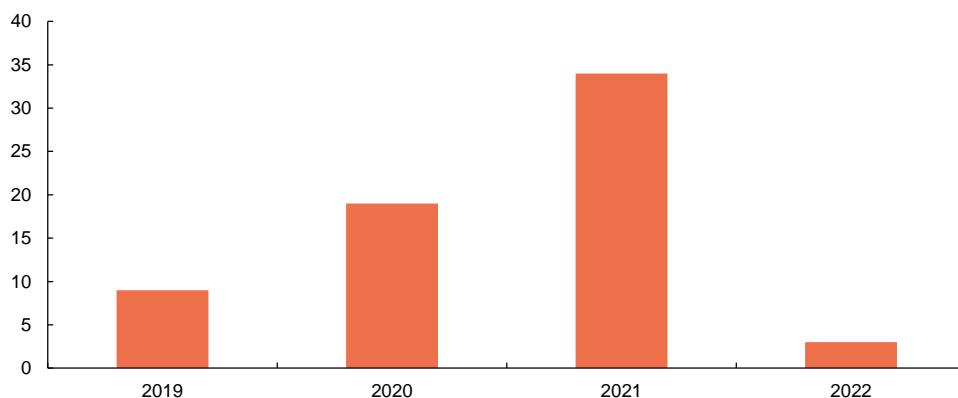


资料来源：乐居财经，克而瑞物管，申港证券研究所

1.4 物企上市降温 并购热情减弱

受港交所审核趋严、物业板块估值回落影响，物企赴港上市降温。根据港交所新规，自 2022 年 1 月 1 日起，港交所正式实施新修订的主板上市规则，将上市申请人的主板盈利规定调高 60%。叠加前述物业板块估值回落，物企上市意愿下降。2022 年仅 6 家物企上市，较 2021 年 13 家减少了 7 家，根据克而瑞物管，2022 年递表物企仅 3 家，较 2021 年 34 家减少了 31 家。

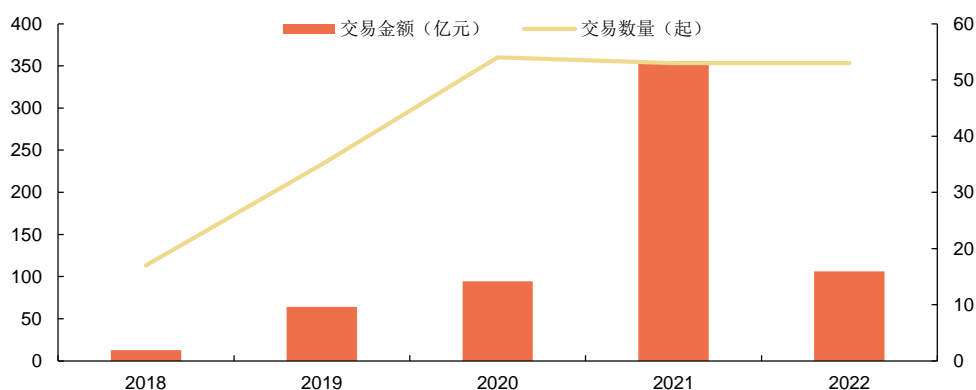
图6：2019-2022 年物业管理行业递表企业数



资料来源：克而瑞物管，申港证券研究所

并购热情减弱，2022 年全年披露并购数量 53 起，并购交易金额 106.09 亿元，同比下降 70.19%。受民营房企流动性危机影响，民营物企并购交易意愿减弱，2022 年并购市场以国央企为主，全年国央企并购交易金额 59.3 亿元，占比约为 56%，而 2021 年国央企并购交易金额占比仅为 1%。

图7：2018-2022 上市物企披露并购交易金额及数量

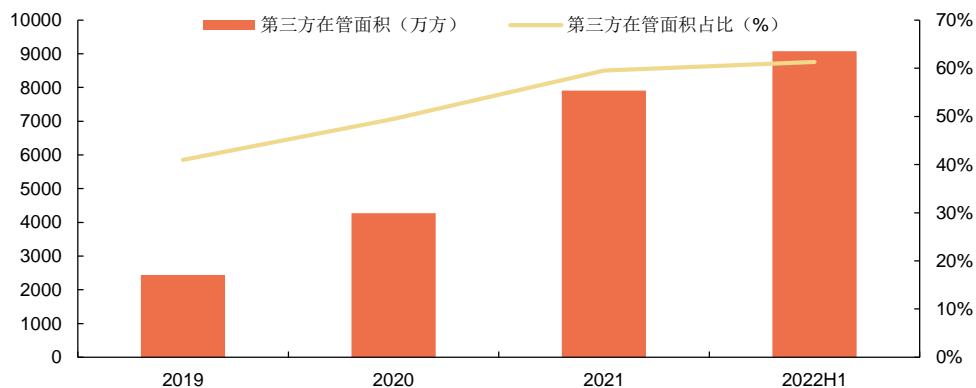


资料来源：克而瑞物管，申港证券研究所

1.5 独立性增强 服务边界扩张

第三方在管面积提升，根据克而瑞物管，35 家披露项目来源的上市物企，其来源于第三方项目的在管面积于 2022 年中期占比为 61.33%。由于房地产销售数据的下滑，房企拿地减少，关联方面积输送持续降低，结合每月物企市场外拓数据，预计 2022 年全年第三方项目占比将继续提升。

图8：2019-2022H1 部分上市物企平均第三方在管面积及占比



资料来源：克而瑞物管，申港证券研究所

地产周期性业务非业主增值服务收入占比下降，2022年50家上市物企的关联房企的操盘面积同比下滑47.55%，案场服务、前介顾问及尾盘销售等业务将大幅减少，预计2022年全年非业主增值服务收入占比将继续下滑。

图9：50家上市物企的关联房企的操盘面积及同比增速

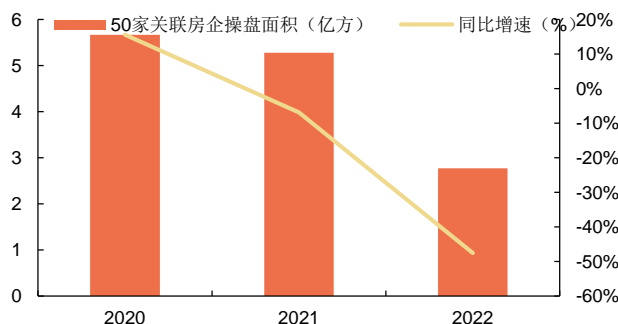


图10：41家上市物企非业主增值服务收入均值、增速及占比

资料来源：克而瑞物管，申港证券研究所

资料来源：克而瑞物管，申港证券研究所

此外，我们在行业研究周报《从“物业+”看物业服务边界扩张》中提到物业服务的边界正在不断扩张，目前行业整体以“物业+增值服务”、“物业+城市服务”及“物业+养老服务”为主进行业务拓张，而城市服务（含老旧小区改造等）、养老服务未来市场空间广阔，随着物业服务边界不断扩张，独立性增强，未来受关联方影响较小的城市服务、养老服务等业务将为物企带来新的增长动力。

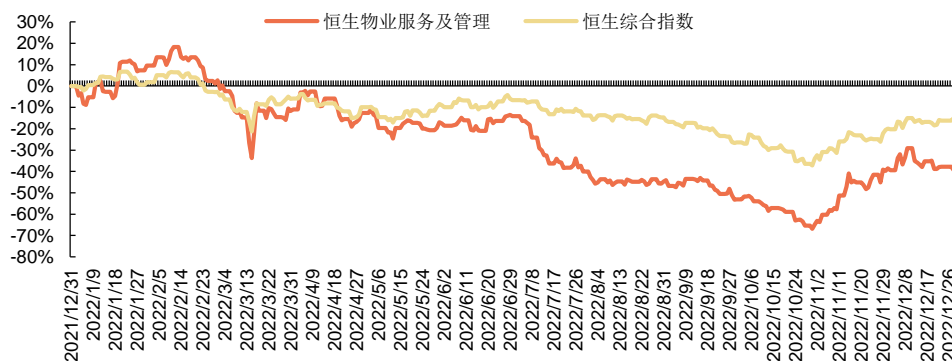
1.6 投资策略

我们认为2023年将是物企增强其独立性、减弱其房地产附属属性、服务边界持续扩张、开启新周期的一年。目前物业板块已进入最佳配置期，头部物企规模将持续扩大，物企寻求独立扩张能力将持续加强。建议关注物管商管并行且控股股东为央企背景的华润万象生活、关注受母公司拖累风险较小的保利物业、招商积余，关注独立发展能力较高的全国性物企绿城服务，关注高弹性标的碧桂园服务。

2. 本周行情回顾

自 2022 年 12 月 26 日至 2022 年 12 月 30 日收盘，恒生物业板块下跌 1.03%，恒生综合指数上涨 0.96%，恒生物业板块跑输恒生综合指数 1.99pct。

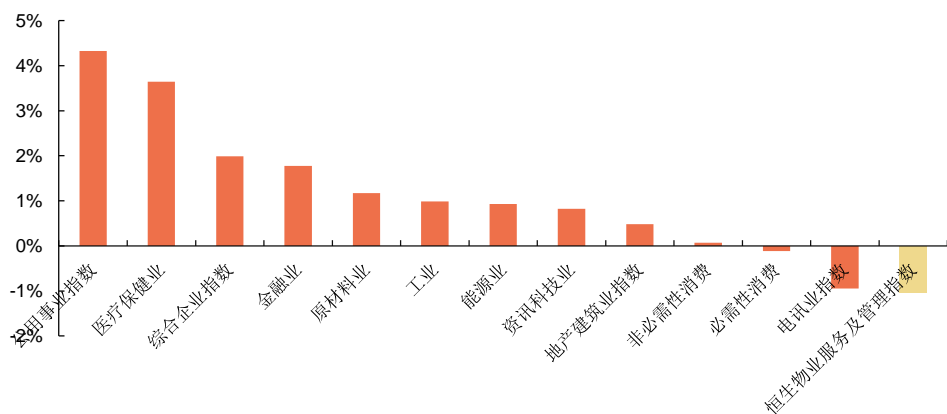
图11：近一年恒生物业服务及管理 vs 恒生指数



资料来源：wind，申港证券研究所

从板块排名来看，与其他板块相比，在恒生综合行业 13 个板块中排名第 13。

图12：各板块周涨跌幅对比

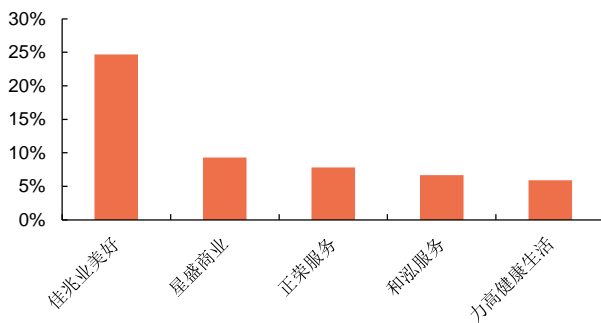


资料来源：wind，申港证券研究所

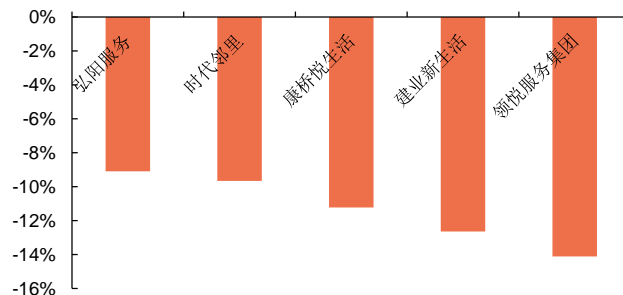
A+H62 名个股统计涨跌幅前五名为：股价涨幅前五名分别为佳兆业美好(24.7%)、星盛商业(9.28%)、正荣服务(7.81%)、和泓服务(6.67%)、力高健康生活(5.91%)。股价跌幅后五名分别为领悦服务集团 (-14.1%)、建业新生活 (-12.64%)、康桥悦生活 (-11.21%)、时代邻里 (-9.65%)、弘阳服务 (-9.09%)。

图13：本周涨跌幅前五位 (%)

图14：本周涨跌幅后五位 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所



资料来源: wind, 申港证券研究所

截止 2022/12/30 港股物业 (931744.CSI) PE (TTM) 为 15.59 倍, 较前一周上涨 0.04, 近一年均值为 15.29 倍, 周内行业估值呈现波动态势。

图15: 港股物业 (931744.CSI) 近一年 PE (TTM)



资料来源: wind, 申港证券研究所

3. 行业动态

众安智慧生活: 通过港交所聆讯, 2022 年上半年收入约 1.52 亿元

12 月 28 日, 众安智慧生活服务有限公司通过港交所聆讯。截至 2022 年 6 月 30 日, 众安智慧生活合共有 116 个合约项目, 总合约建筑面积约为 17.1 百万平方米; 以及合共管理 79 个项目, 在管总建筑面积约为 11.8 百万平方米。2019 年至 2022 年上半年, 众安智慧生活的收入分别为 1.80 亿元、2.31 亿元、2.96 亿元、1.52 亿元; 期内溢利分别为 2871.5 万元、4704.9 万元、4179.0 万元、2080.9 万元。

碧桂园服务: 旗下嘉宝服务转让蓝庆益物业 100% 股权, 统达顶吉物业接盘

12 月 25 日, 碧桂园服务旗下四川嘉宝生活服务集团股份有限公司转让上海蓝庆益物业管理有限公司 100% 股权, 上海统达顶吉物业集团有限公司接盘。

碧桂园服务: 杨惠妍减持后, 向碧桂园提供 50.55 亿港元借款

12 月 27 日, 碧桂园发布自愿公告, 公司 (作为借款人) 与公司控股股东必胜有限

公司（“必胜”，一家由董事会联席主席、执行董事兼本公司控股股东杨惠妍全资拥有的公司，作为贷款方）订立贷款协议。

必胜已同意借出本金额为港币 5,055 百万元的贷款，以支持本集团经营发展。该贷款为免息及无抵押，初始期限为三年一个月，可由订约双方于届满前以书面形式延长。

绿城服务：与蓝颂供应链重续销售框架协议，为期三年

12 月 29 日，绿城服务集团有限公司公告称，重续绿城物业服务（绿城服务全资附属公司）与蓝颂供应链（绿城服务非全资附属公司及关连附属公司）于销售框架协议项下的持续关连交易，年期自 2023 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日止三个年度。

蓝颂供应链同意向绿城物业服务及/或其附属公司供应各种农业商品及产品，包括但不限于新鲜农产品及食品。

中交物业服务集团挂牌成立，与首都机场签约

12 月 27 日，中交物业服务集团有限公司正式挂牌成立。会上，中交房地产集团有限公司与北京首都国际机场临空经济区管委会签署战略合作框架协议，建立了全面战略合作关系。

中交物业服务集团由中交集团、中交房地产、中交一公局、中交投资以及中交物业等共同出资组建，注册资本 3 亿元，成立后将分为总控平台和发展平台，负责制定物业板块未来发展规划，搭建管控体系，进行标准化、专业化、数字化、科技化建设等，负责专业人才体系搭建和培养等。

广东省物协：携手广州电信面向全省物业企业提供近亿元补贴

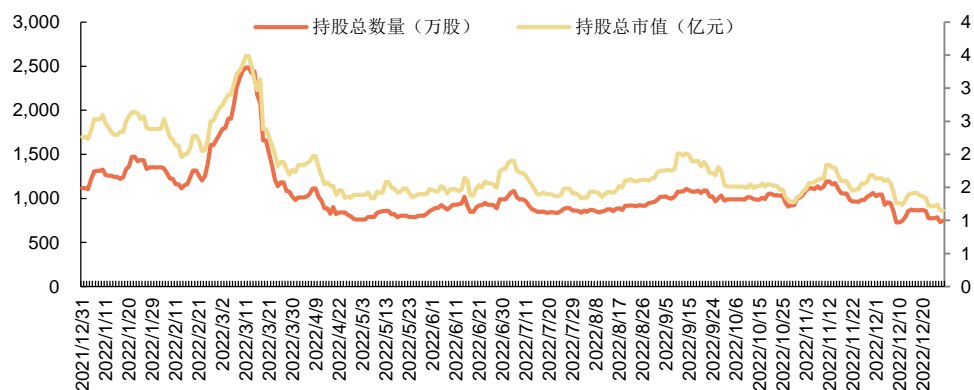
12 月 26 日，广州电信联合广东省物协数字与信息化创新专业委员会以信息化能力搭建业主福利会平台，预计将投入 8000 万消费券响应政府促进消费的号召，此次消费券主要包括智慧物业礼包、智慧家居礼包、智慧安全礼包、智慧教育礼包等，围绕居民智能生活，联合推出组合优惠礼包。

4. 数据追踪

4.1 沪（深）股通资金及交易追踪

A 股物业公司中仅招商积余在沪（深）股通中有持股，截至 2022 年 12 月 30 日，持有 747.72 万股，较上周下跌 3.38%，持股市值 1.15 亿元。

图16：招商积余沪（深）股通持股数量变化及持股市值



资料来源：wind，申港证券研究所

4.2 港股通资金及交易追踪

港股中港股通持股共 18 家（剔除停牌物企），自 2022 年 12 月 28 日至 12 月 30 日，增幅最大的是金科服务，本周增幅 0.71%。降幅最大的是旭辉永升服务，降 5.41%。持股比例最高为保利物业，为 58.97%。持股数量最多为融创服务，为 5.44 亿股。

表1：港股通持股数量及总市值

证券代码	证券简称	港股通持股数量(万股)	港股通持股周变化率(%)	港股通持股占比(%)	港股通持股总市值(亿港元)	收盘价(港元)	周初港股通持股数量(万股)	年初港股通持股数量(万股)
1516.HK	融创服务	54392	0.58	17.79	22.84	4.2	54077	16179
2669.HK	中海物业	49052	-0.06	14.92	39.88	8.13	49083	50850
6098.HK	碧桂园服务	43239	-0.85	12.82	84.06	19.44	43609	25447
0873.HK	世茂服务	40680	-0.95	16.48	11.47	2.82	41070	9717
1995.HK	旭辉永升服务	36675	-5.41	20.96	16.1	4.39	38774	17400
3319.HK	雅生活服务	26297	-2.24	18.52	24.75	9.41	26899	874
2869.HK	绿城服务	24671	0.32	7.59	12.78	5.18	24593	26586
3913.HK	合景悠活	24327	-3.76	12.01	4.21	1.73	25276	1518
9666.HK	金科服务	9994	0.71	15.31	13.69	13.7	9923	4644
6049.HK	保利物业	9041	-0.08	58.97	41.64	46.05	9049	9542
1755.HK	新城悦服务	7589	-3.78	8.72	6.98	9.2	7888	6490
6989.HK	卓越商企服务	7124	-0.28	5.84	2.69	3.77	7144	2855
9909.HK	宝龙商业	6736	-2.43	10.48	4.35	6.46	6904	5285
9983.HK	建业新生活	5905	-5.2	4.62	1.8	3.04	6229	4460
1209.HK	华润万象生活	4685	-0.71	2.05	18.58	39.65	4719	6117
9928.HK	时代邻里	2840	0	2.88	0.29	1.03	2840	4317
2156.HK	建发物业	1181	0	0.88	0.52	4.37	1181	1866
0816.HK	金茂服务	814	-0.17	0.9	0.33	4.09	815	-

资料来源：wind，剔除停牌的恒大物业、彩生活，申港证券研究所

5. 风险提示

地产周期性业务下行带来的短期业绩下滑，外拓增速不及预期，关联方应收账款及其他应收款坏账风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系**申港证券行业评级体系：增持、中性、减持**

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上