

| 证券研究报告 |

物业服务行业2024年投资策略：暗夜已至，月明在即

由子沛
S0740523020005
youzp@zts.com.cn

李垚
S0740520110003
liyao01@zts.com.cn

侯希得
S0740523080001
houxd@zts.com.cn

2024.01.22

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01.
核心观点

02.
2023年物业板块表现回顾

03.
2023年物业行业经营总结

04.
2024年物业行业展望

05.
投资建议



1

核心观点

领先一步

核心观点

- 1. 2023年物业板块表现回顾：**1) **受外部市场及房地产行业影响较大：**2023年初至今，港股物业板块受美元加息导致资金流出，房地产行业下行拖累等因素影响，股价大幅下行；2) **市场对公司治理更为严格：**中海物业拟进行关联收购，股价随后短期下跌超30%；3) **回购增持对股价托底效果不佳：**2023年部分物业公司进行回购与增持操作，但并未对股价有明显提振。
- 2. 2023年物业板块经营总结：**1) **营收增速放缓：**主要因并购大幅减少及地产交付延后，往后看央企收入因交付稳定外拓强势，预计会持续增长；2) **盈利能力稳定：**2022年物业公司开始大幅压降地产关联业务让该板块收入占比和毛利率快速下降，物业服务相关业务毛利率总体稳定，预计往后利润率波动会降低，其中优质公司有望持续优化费用，净利润率或小幅改善；3) **应收款周转天数增加总体可控：**由于业务的快速增长及非住宅业务占比提升，客户付款周期拉长有其客观的原因。
- 3. 物业板块2024年展望：**1) **与房地产进一步脱钩：**物业财报中地产关联业务的收入和利润占比进一步下降，来自地产业务的减值也边际减少；2) **提升分红回馈股东：**头部物业公司逐渐提升股利分派率，随着物业行业减少大规模并购进入平稳增长期，分派率有望进一步提升。

投资建议：央国企背景的物企在强势开发商的支持下有望保持原先的业绩承诺；推荐中海物业、华润万象生活、招商积余、保利物业，同时看好优质物业在行业筑底后有更高的向上弹性；推荐新大正、绿城服务、新城悦服务，建议关注万物云、越秀服务、滨江服务、建发物业。

风险提示：房地产行业竣工低于预期；房地产市场销售低于预期；物业费市场化进度低于预期；物管业务行业渗透率提升不及预期；研报信息使用不及时风险；数据测算偏差风险。



2

2023年物业板块表现回顾

领先一步

板块回顾：2023年受内外部环境因素影响整体表现较弱

2023年初至今，港股物业板块受美元加息导致资金流出，房地产行业下行拖累等因素影响，股价大幅下行。

图表：2023年至今恒生物业管理及服务指数表现情况

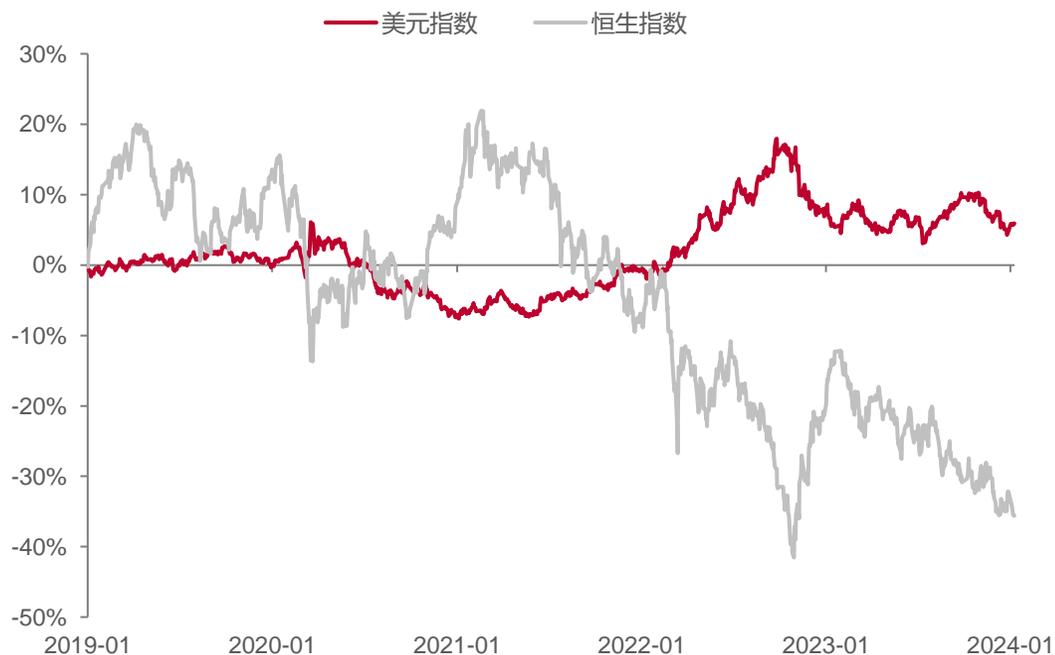


板块回顾：资金流出及房地产拖累是主要因素

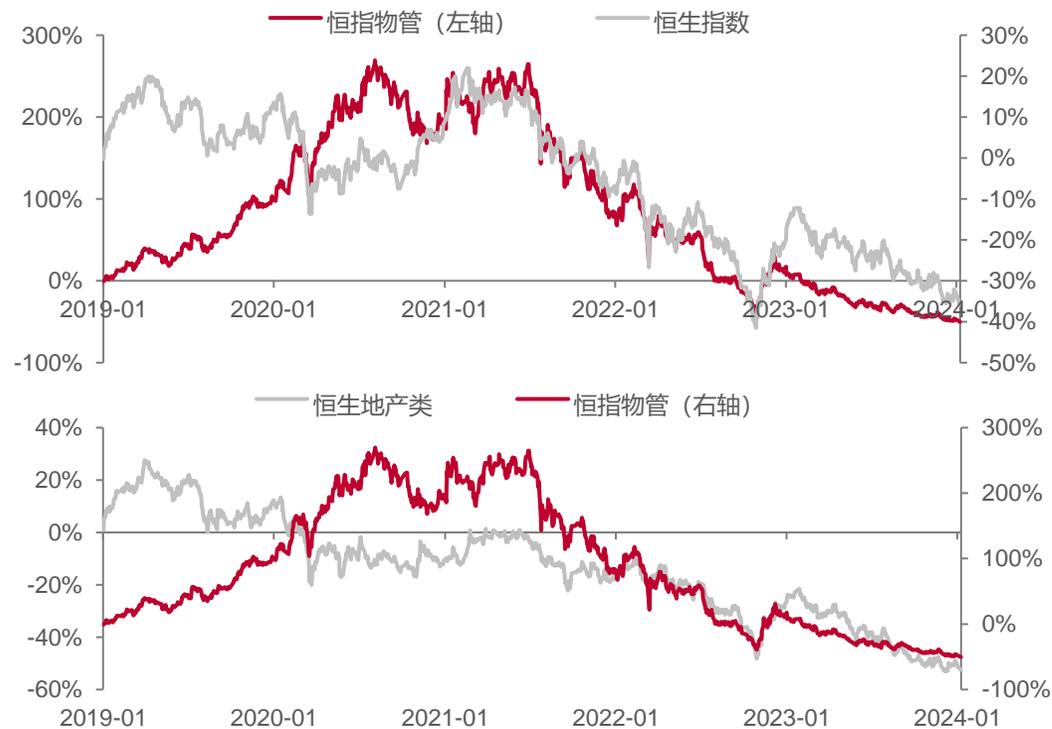
美元处在强势周期，恒指明显承压，而物管板块在2021年后与大盘走势趋同：美元尚未进入降息周期，历史上往往美元强势港股会进入低迷期，物业管理板块在2021年后随着自身增速放缓及与地产的绑定，板块走势跟随恒指，有资金流出压力。

2021年下半年房地产行业开启的下行周期对物管板块影响深远：房地产行业基本面持续走弱，叠加。

图表：恒指表现与美元指数呈负相关关系



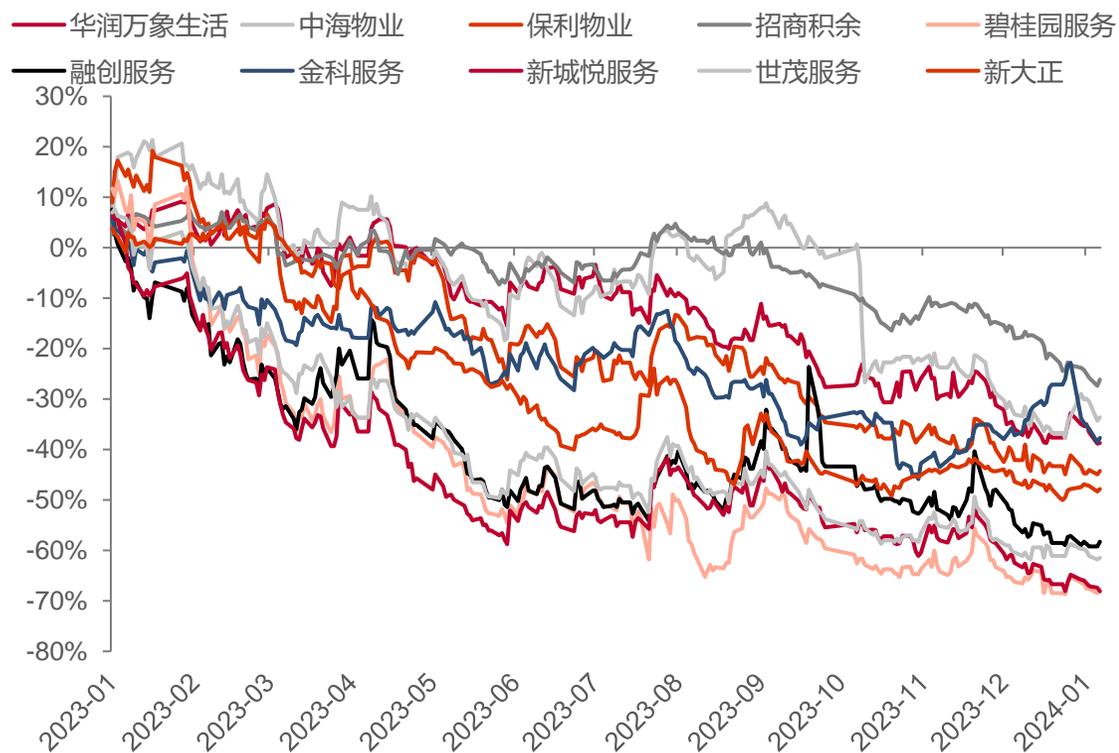
图表：2021年下半年开始物管板块与恒指及地产板块走势趋同



板块回顾：股价整体下行，央企跌幅小于民企

主要公司2023年股价下跌：受资金面及地产周期影响物管主要上市公司2023年录得负增长。
结构上看，央企防御性更强：四家大型央企物业跌幅小于板块基准，而民企物业分类跌幅高于板块基准，我们认为这与地产本身的分化，及公司自身的经营分化高度相关。

图表：2023年主要物业上市公司股价下跌



图表：2023年央企物业相对板块有明显的超额收益



板块回顾：市场对于公司治理更为敏感

中海物业2023年前10月股价较为坚挺，推出收购计划后下跌超30%：中海物业前10月跑赢大多数板块内的公司，但10月11日公告的关联交易，让市场对公司治理感到担忧，随后2天股价有较大幅度的下跌，虽然12月29日公司公告终止交易，但从终止交易至1月初的股价表现看并未有明显修复。

图表：中海物业因对关联方子公司收并购股价大幅调整



板块回顾：回购对股价提振不明显

2023年物企回购与增持效果一般：面对持续的股价下行与公司基本面背离，2023年不少物业公司出台了回购和高管增持案例，但从推动股价修复上看效果不佳。我们认可公司价值低估，以及管理层对于维护股东利益做出的努力，但在宏观国际国内背景及房地产行业的下行周期压力下，物业板块难以走出独立行业，大部分公司股价走势与恒指趋同。

图表：2023年部分上市物业企业回购股份情况（截至2023年12月31日）

证券代码	证券简称	回购金额（亿元）	回购数量（万股）	回购占流通盘比例
9983.hk	建业新生活	0.03	125	0.10%
2869.hk	绿城服务	1.08	3826.6	1.20%
1995.hk	旭辉永升服务	0.07	534.2	0.31%
2602.hk	万物云	0.46	218.56	0.19%
6668.hk	金科服务	1.40	1545.72	2.42%
9666.hk	星盛商业	0.02	153.00	0.15%



3

2023年物业板块经营总结

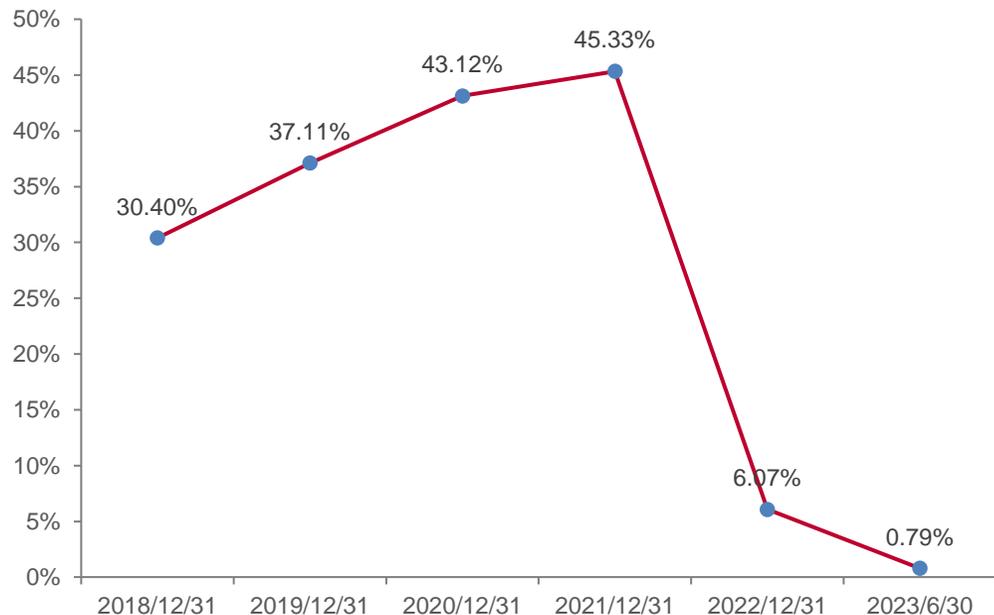
领先一步

营业收入：增速降档、央企更稳定

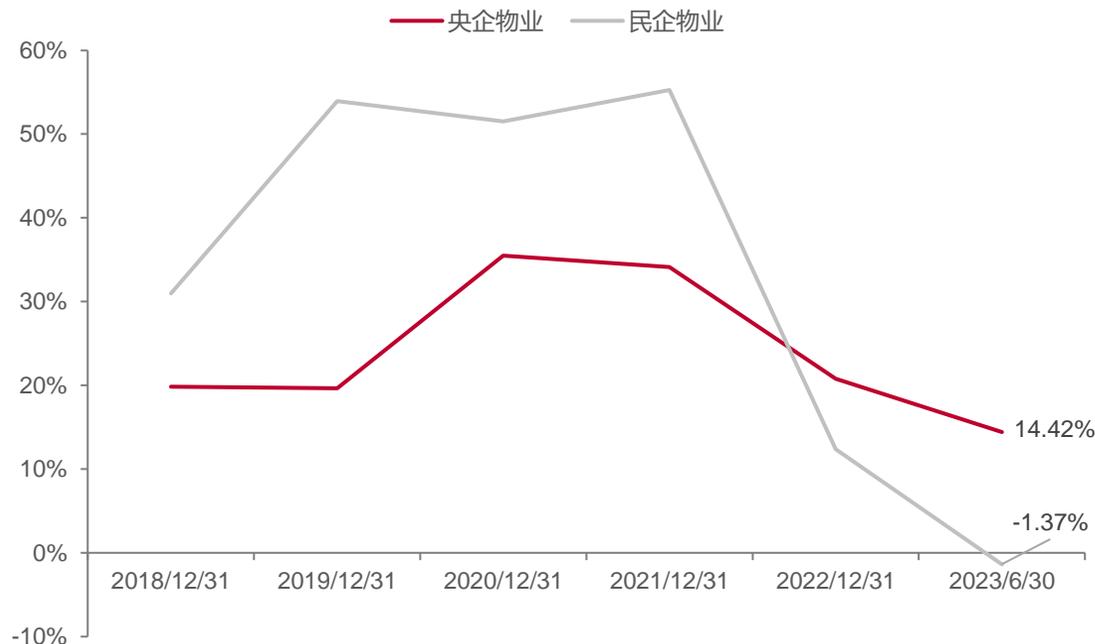
行业收入增速在2022年开始快速降档：物业板块收入增速大幅下滑主要因房地产行业进入下行周期后交付面积的减少及收并购大幅缩量带来外延增长的放缓。

央企表现出明显韧性：由于大部分民企开发背景物业公司在2021年后几乎停止拿地，且在2022年后鲜有并购举措，对应在2023年上半年的收入增速从板块角度看是负增长；相反，央企物业凭借母公司稳定的房地产开发强度及持续扩张意愿，整体营收在高基数上依然维持可观的增速。

图表：物业服务板块收入增速情况



图表：按公司股东背景划分物业服务板块收入增速

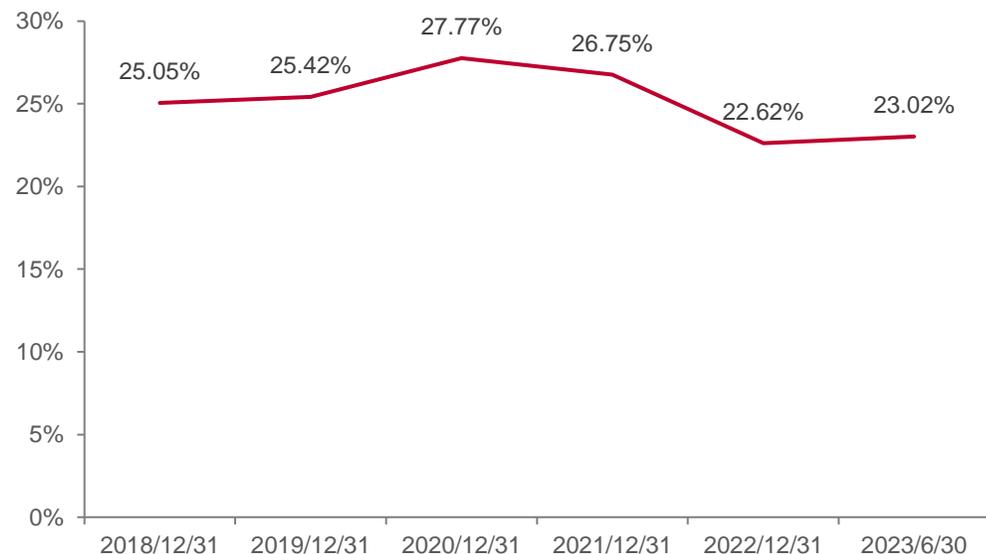


盈利能力：毛利率整体稳定，央企有所改善

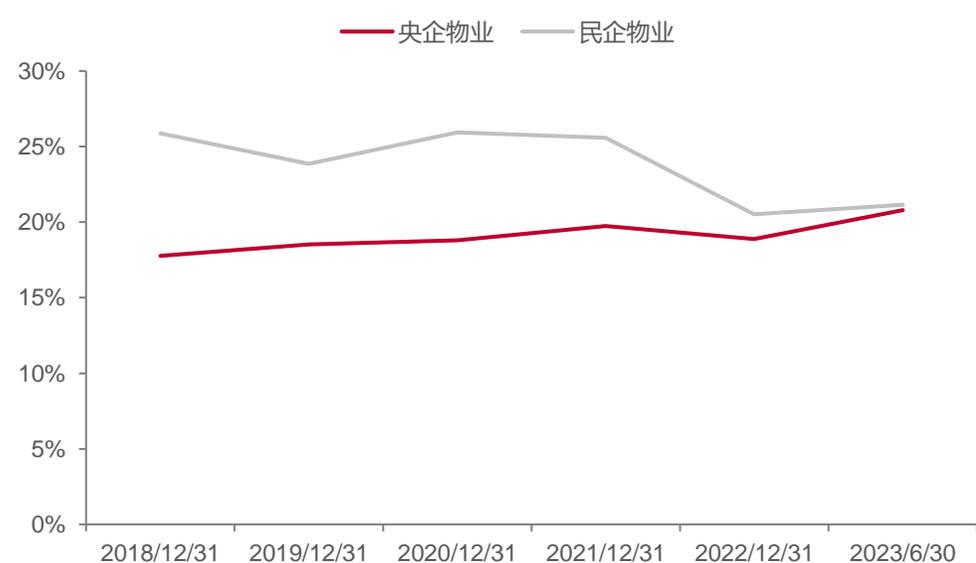
板块综合毛利率基本保持稳定：物业板块2023年H1毛利率相比2022年基本稳定，与板块高点2020-2021年相比有3-4个百分点的下滑，主要因房地产关联业务在2022年开始毛利率大幅下行拖累所致。

央企毛利率稳中有升：民企物业此前一直有低成本优势，且在2021年之前交付新盘较多，短期冲高了毛利率水平，随后至2022年由于民企开发商暴雷，新盘交付逐渐减少；而央企恰恰相反，在2021年后才开始学习民企的管控，进行一系列降本增效举措，因此可以看到至2023年H1，央企已经逐渐追平与民企的成本上的差距。

图表：物业服务板块毛利率情况



图表：按公司股东背景划分物业服务板块毛利率情况

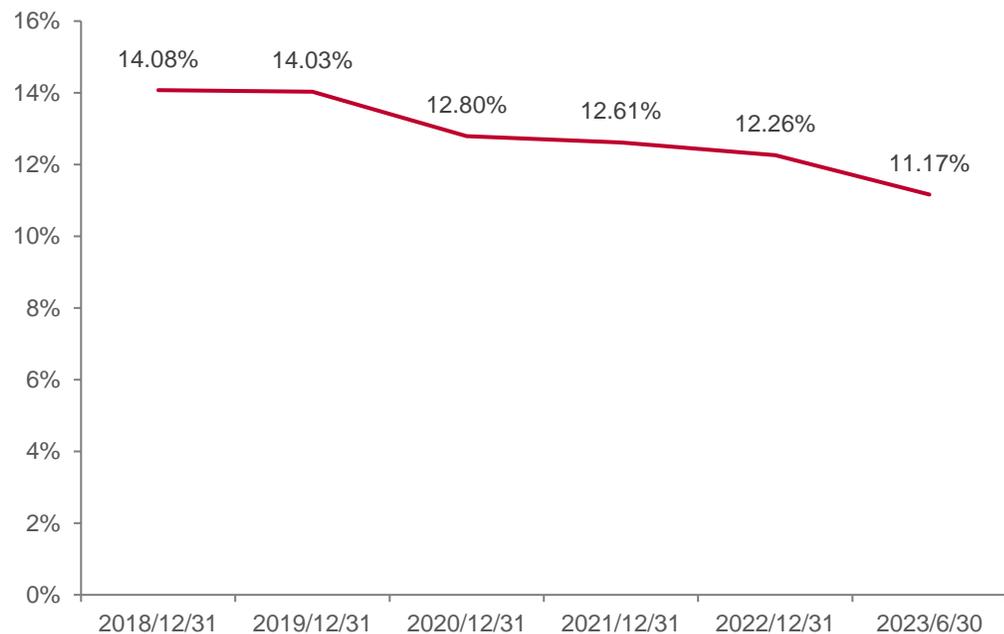


费用控制：销售管理费用率持续下行

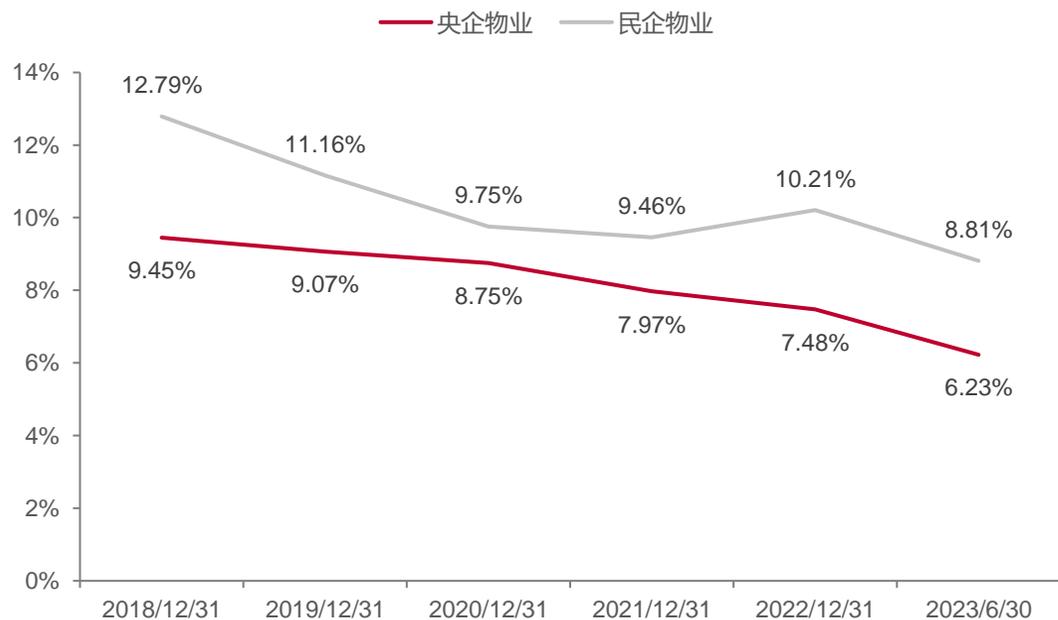
板块整体费用率稳步下行：物业板块销售管理费用率自2018年开始稳步下行，主要因在管面积的不断提升带来的规模效应，及物业公司自身对于管理流程的梳理和数智中后台的使用带来的提升。

央企费用率低于民企：整体上看，央企背景物业公司费用管控水平优于民企，展望后市，我们认为当前中后台提效依旧有空间。

图表：物业服务整体销售管理费用率情况



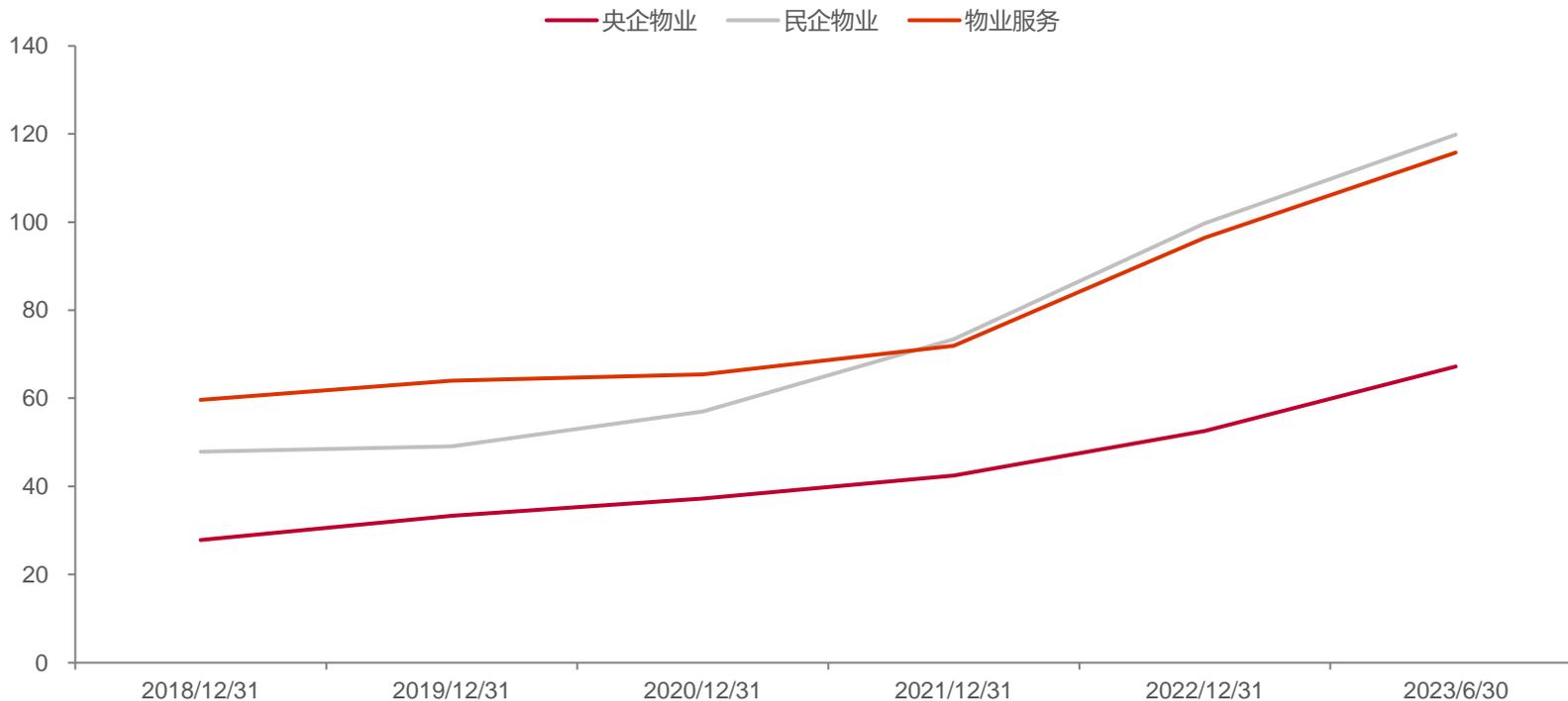
图表：按公司股东背景划分物业服务板块销售管理费用率情况



回款能力：账龄增加但相对可控

物业板块应收款周转天数上升：物业板块应收款周转天数从历史上看是在持续增加的，我们认为这并不一定反应了公司现金流在恶化，而是物业板块本身就处在快速成长期，应收款和实际收到的现金本身就具有时间上的错配；其次，由于非住宅业务占比的持续提升，对公业务付款周期月结、季结占比很高，因此对于拉长应收款天数有一定的推动。

图表：物业服务板块应收账款周转天数情况（天）





4

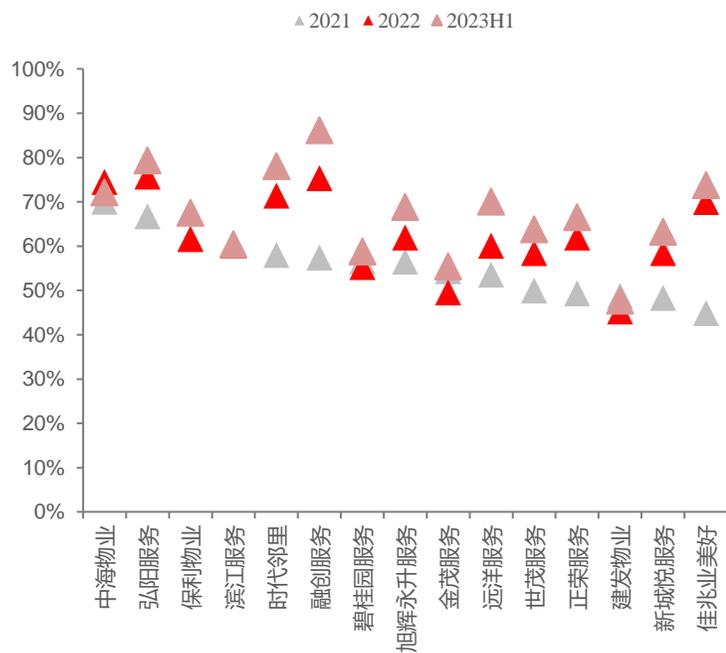
物业板块2024年展望

领先一步

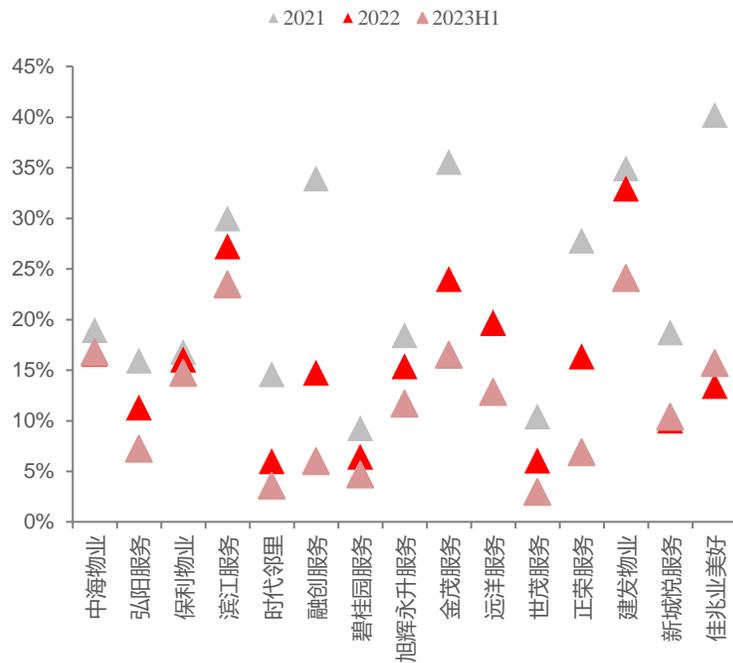
永续业务占比提升、地产关联业务持续压缩

基础物业收入占比提升的同时，关联业务收入占比下降：一方面，我们看到物业公司来自自身永续性物业服务业务的收入占比在2023年H1进一步提升；另一方面，非业主增值服务业务收入呈现出缩量趋势，物业板块脱离地产周期的属性得到增强。

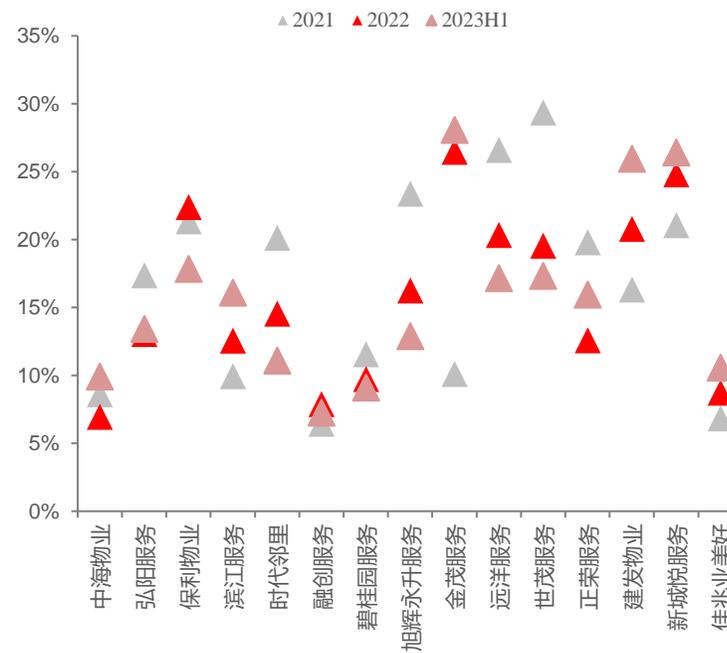
图表：样本物业公司基础物业业务占总收入比例



图表：样本物业公司非业主增值服务占总收入比例



图表：样本物业公司社区增值服务占总收入比例

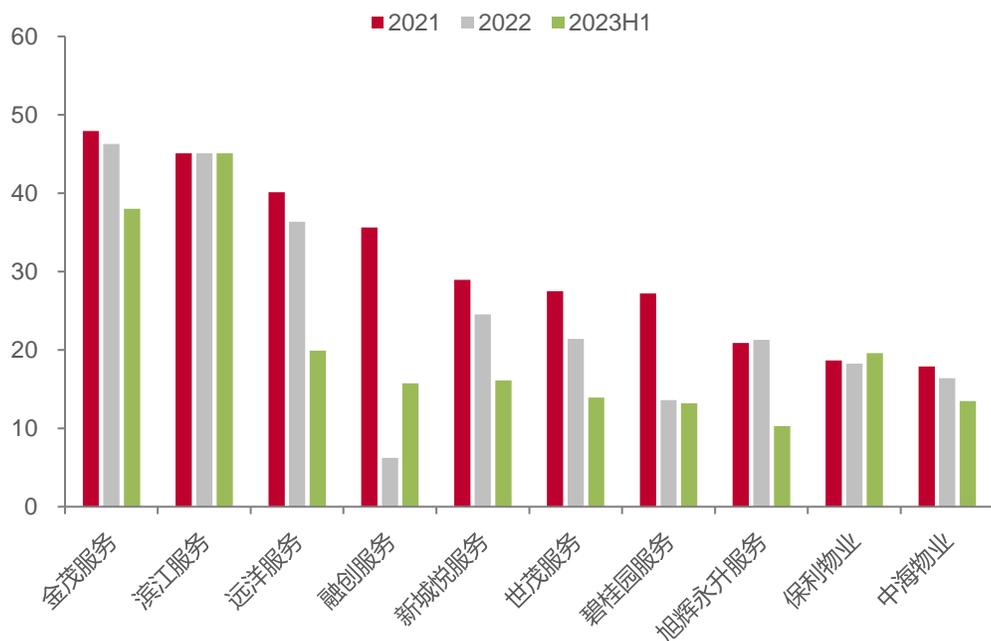


来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

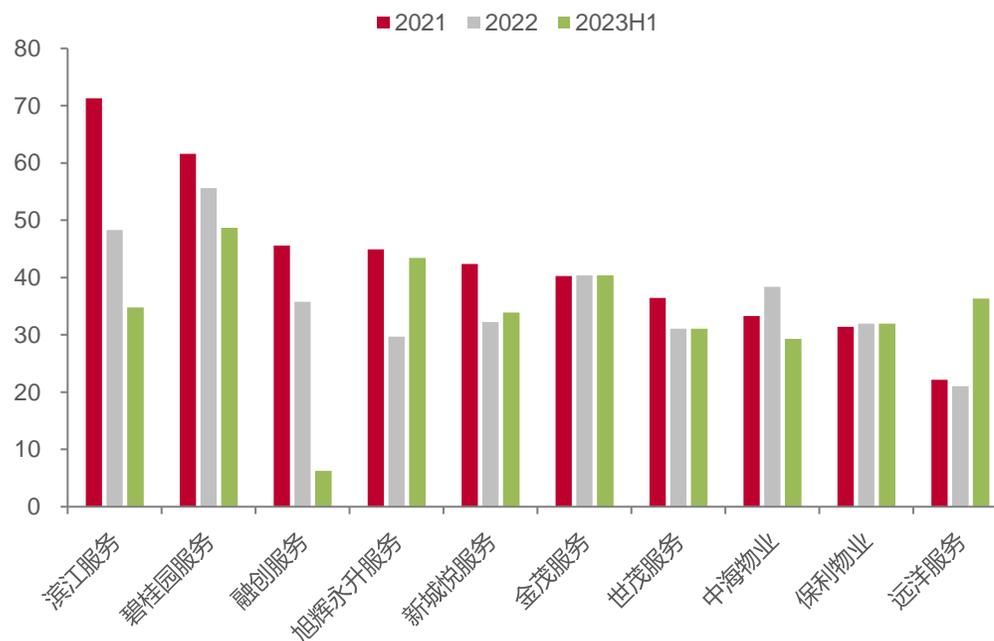
增值服务利润率逐渐稳定

物业公司服务毛利率逐渐落入稳态区间：物业公司的非业主增值服务及社区（业主）增值服务在过去曾被诟病毛利率过高存在利润输送的可能，但经历过2022年地产行业下行周期的挤压，在2023年H1我们看到较多公司的非业主增值服务毛利率已经下行至市场化水平；同时社区增值服务在多数物业公司经历2022年的下行期后，排除个别公司因业务结构的大幅变化导致快速下行，多数公司依旧可以维持在30%左右。

图表：样本物业公司非业主增值服务毛利率情况（%）



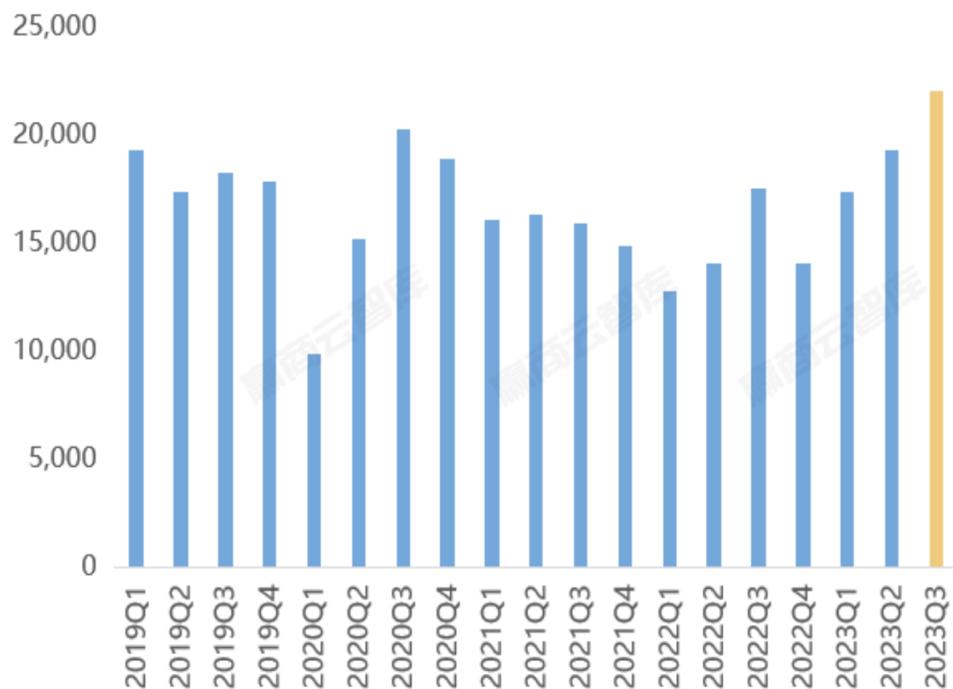
图表：样本物业公司社区增值服务毛利率情况（%）



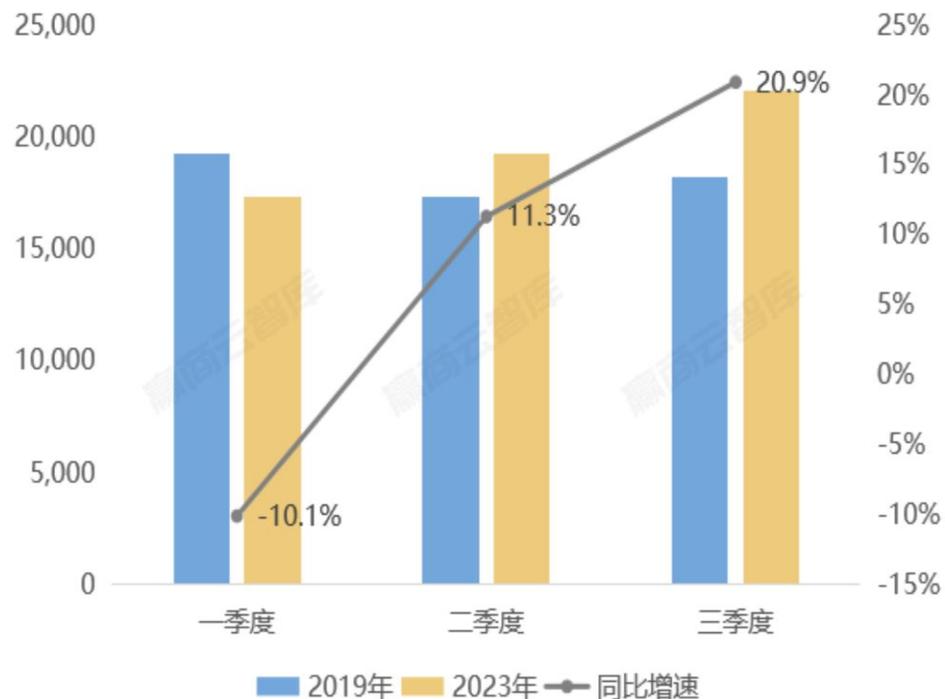
线下场景消费复苏对商管板块带来修复

2023年Q1-Q3数据反映出线下商业复苏迹象明显：疫情常态化管理后，线下商业消费的复苏有助于物业经营者实现经营指标的改善。对物业公司来说，有商管业务的公司板块的收入利润会有明显修复；无商管业务的公司，也能受益经济活动复苏带来对社区增值服务板块高频消费业务的恢复。

图表：2019Q1-2023Q3单购物中心日均客流（人/次）



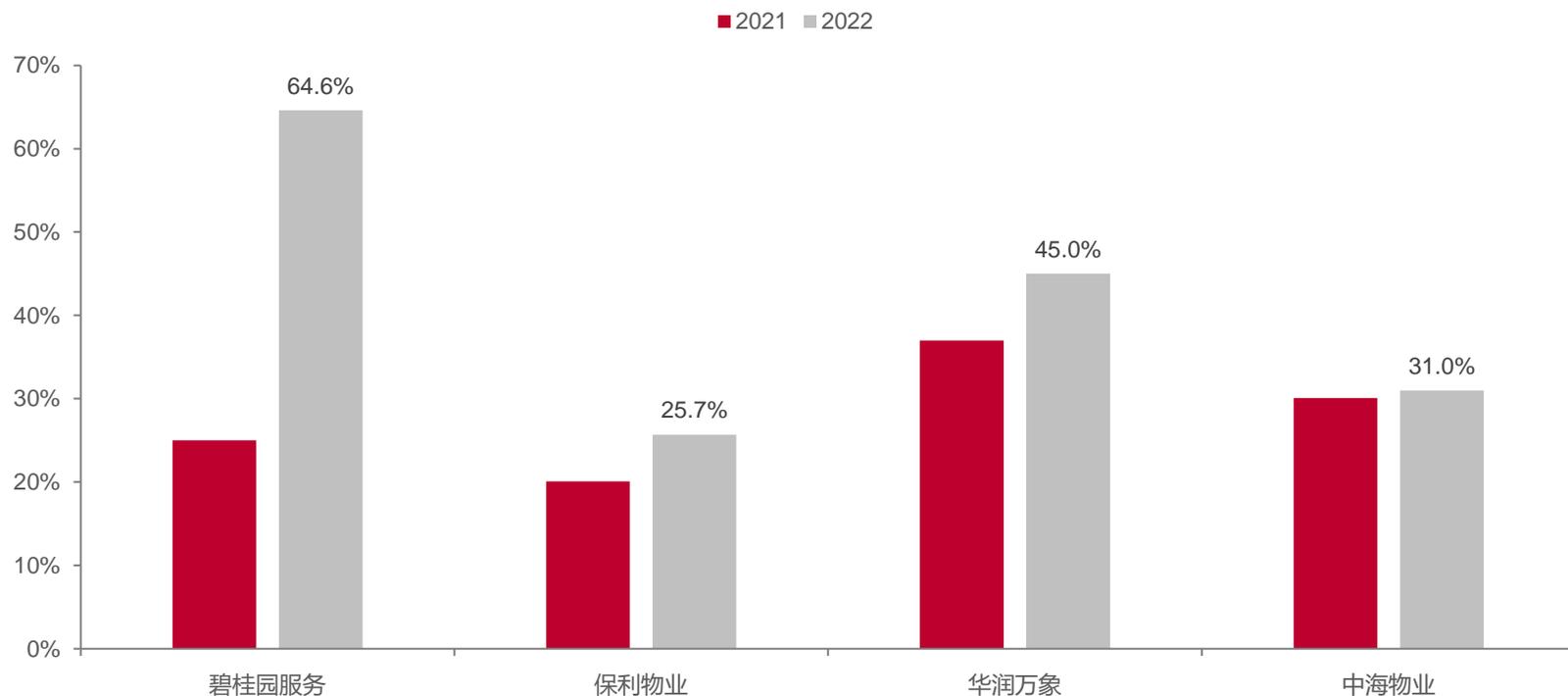
图表：2023Q1-Q3单购物中心日均客流与疫情前的2019年对比情况（人/次）



逐渐提高派息率回馈股东

行业扩张进入稳态，高分红彰显价值：并购潮褪去后，物业行业逐渐回归理性，由于自身发展不需要重资产投入，在手现金可以更多用于回馈股东，同时也可以体现出物业行业所处轻资产赛道现金奶牛属性的价值。

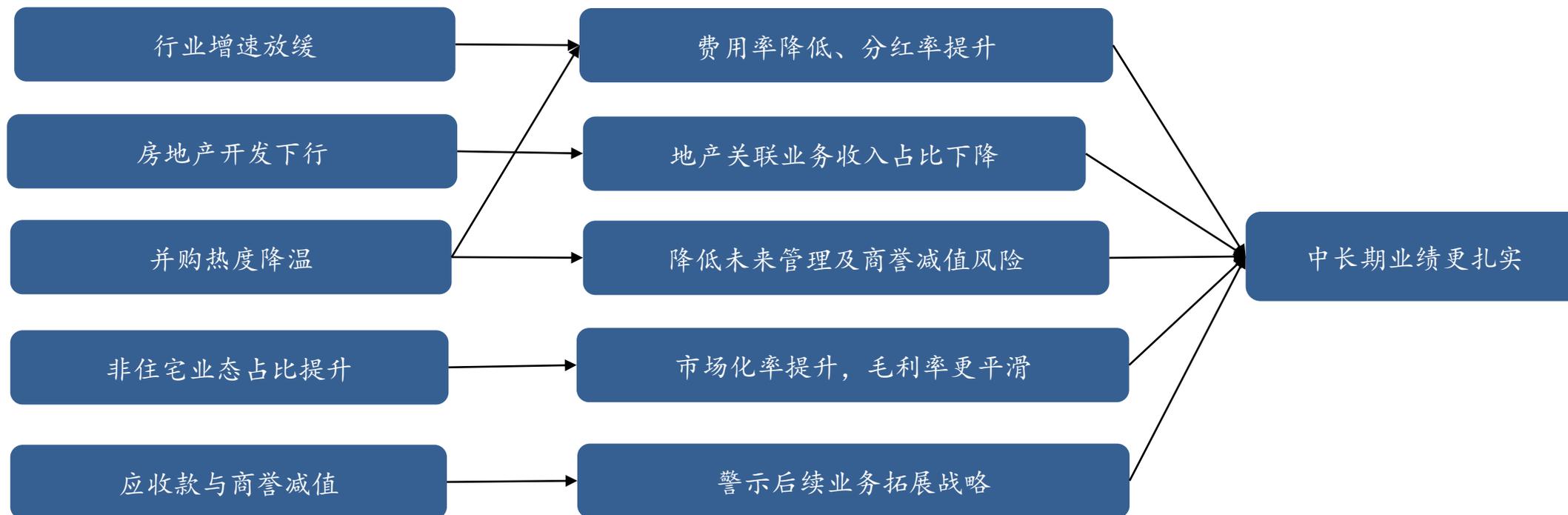
图表：较多大型物业公司在2022年提高派息率



看好物业板块中长期价值

脱离房地产和资本加持，物业股业绩显露本色：过去几年在开发商支持和资本的主推下，部分物业公司取得了超过正常经营均值的增速，随着突如其来的地产周期下行与疫情，增速又快速回落。但这也让我们看到不借助开发商与资本，行业的内生增长依然稳健，制度在不断健全，生态在持续完善，建立在此基础上企业的增长逻辑与业绩表现更具持续性。

图表：物业板块多维度变化正促使价值提升



主要结论及投资建议

1. 2023年物业板块表现回顾：1) **受外部市场及房地产行业影响较大：**2023年初至今，港股物业板块受美元加息导致资金流出，房地产行业下行拖累等因素影响，股价大幅下行；2) **市场对公司治理更为严格：**中海物业拟进行关联收购，股价随后短期下跌超30%；3) **回购增持对股价托底效果不佳：**2023年部分物业公司进行回购与增持操作，但并未对股价有明显提振。

2. 2023年物业板块经营总结：1) **营收增速放缓：**主要因并购大幅减少及地产交付延后，往后看央企收入因交付稳定外拓强势，预计会持续增长；2) **盈利能力稳定：**2022年物业公司开始大幅压降地产关联业务让该板块收入占比和毛利率快速下降，物业服务相关业务毛利率总体稳定，预计往后利润率波动会降低，其中优质公司有望持续优化费用，净利润率或小幅改善；3) **应收款周转天数增加总体可控：**由于业务的快速增长及非住宅业务占比提升，客户付款周期拉长有其客观的原因。

3. 物业板块2024年展望：1) **与房地产进一步脱钩：**物业财报中地产关联业务的收入和利润占比进一步下降，来自地产业务的减值也边际减少；2) **提升分红回馈股东：**头部物业公司逐渐提升股利分派率，随着物业行业减少大规模并购进入平稳增长期，分派率有望进一步提升。

投资建议：央国企背景的物企在强势开发商的支持下有望保持原先的业绩承诺：推荐中海物业、华润万象生活、招商积余、保利物业，同时看好优质物业在行业筑底后有更高的向上弹性：推荐新大正、绿城服务、新城悦服务，建议关注万物云、越秀服务、滨江服务、建发物业。

风险提示：房地产行业竣工低于预期；房地产市场销售低于预期；物业费市场化进度低于预期；物管业务行业渗透率提升不及预期；研报信息使用不及时风险；数据测算偏差风险。

重点推荐标的盈利预测及估值表

简称	股价	EPS				PE				评级
	(人民币元/港元)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
华润万象生活	22.20	0.97	1.28	1.67	2.16	20.8	15.8	12.1	9.4	买入
保利物业	24.45	2.01	2.62	3.26	3.87	11.1	8.5	6.8	5.7	买入
中海物业	5.05	0.39	0.51	0.66	0.85	11.8	9.0	7.0	5.4	买入
招商积余	10.88	0.56	0.74	0.92	1.13	19.4	14.7	11.8	9.6	买入
新大正	11.96	0.82	0.86	1.13	1.44	14.6	13.9	10.6	8.3	买入

风险提示

- **1、房地产行业竣工低于预期：**当前销售面积与竣工面积剪刀差依然未填补，由于当前融资持续收紧，施工进度或低于预期，导致竣工低于预期，从而减缓行业在管面积增量的增速；
- **2、房地产市场销售低于预期：**受行业景气度下行及资金监管收紧影响，商品房销售受抑制，若行业销售持续萎靡，或影响围绕开发商相关的非业主增值服务的业务拓展及收入。
- **3、物业费市场化进度低于预期：**当前物业管理费有部分放开趋势，但从市场化程度来看，依然处在初级阶段，若长期受管控，叠加不断提升的成本，将对基础物业服务毛利率水平产生一定的抑制；
- **4. 物管业务行业渗透率提升不及预期：**本报告较多预测给出了行业渗透率提升的判断，但存在物业全覆盖政策落地进度低于预期，最终导致行业面积增速低于预期的风险。
- **5. 研报信息使用不及时风险：**本报告基于历史数据编写，存在数据引用不及时，未能就最新情况进行解读造成的偏差风险。
- **6. 数据测算偏差风险：**1) 数据分析样本存在主观筛选，可能导致结果与行业实际情况存在偏差风险；2) 行业数据测算均基于一定前提假设条件，存在实际达不到，不及预期的风险。

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。