



房地产服务行业研究

买入（维持评级）

行业点评
证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业 S1130521090001） 分析师：王祎馨（执业 S1130523090003）
duhaomin@gjzq.com.cn wangyixin@gjzq.com.cn

央企物管价值凸显，把握底部配置机会

事件

1月24日，国务院国资委产权管理局负责人谢小兵在新闻发布会上表示：将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。

点评

当前央企物管的市值与估值已大幅回落。截至2024年1月24日，典型央企物管从市值来看，华润万象生活478亿元人民币，较最高值-53.6%；中海物业146亿元人民币，较最高值-52.9%；保利物业130亿元人民币，较最高值-71.7%。从估值水平PE-TTM来看，华润万象生活为18.8x(最高207.2x)；中海物业为10.9x(最高56.0x)；保利物业为10.6x(最高91.6x)，估值均已回调至历史低位，已在一定程度上反应了地产的负面影响。

央企物管的分红比例存在提升空间，后续估值有望修复。2022年华润万象生活、中海物业、保利物业的派息率分别为45%、30%、25%。一方面物企收购退潮，大额支出减少，且轻资产经营模式下资本性开支较少，账上现金逐渐积累，另一方面国资委将市值管理纳入对央企负责人的考核，因此后续央企物管公司有望逐渐提高分红比例，积极回馈股东，进而引导估值中枢上行。

基础物管外拓仍在持续，央企物管增长更快。2021年下半年以来商品房销售进入深度调整期，虽然未来关联房企输送给物企的管理面积逐渐减少，但存量市场外拓的空间仍然广阔。2023年物企大规模外拓仍在持续，TOP50物企全年第三方外拓15亿方，其中各物企表现有所分化，多数民营物企受关联房企违约的影响，面临口碑受损、服务下滑等风险，在外拓竞争中受到拖累；而央企物管品牌背书强，服务品质逐渐提升，已成为外拓市场主力。根据中指院，华润万象生活、中海物业、保利物业外拓面积实现稳健增长，2023年同比增幅均超20%，详见图表1。

政策大力支持，市场空间广阔，物企参与银发经济大有可为。2024年1月15日国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，要求推动有效市场和有为政府更好结合，促进事业产业协同，加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，培育高精尖产品和高品质服务模式。1月17日国家统计局数据显示，截至2023年末我国60岁及以上人口29697万人，占全国人口的21.1%，根据国际标准已迈入中度老龄化社会。根据央视新闻目前我国银发经济规模约7万亿元，占GDP比重约6%，2035年银发经济规模有望达到30万亿元左右。因此在人口老龄化背景下，银发经济市场规模大、政策高度支持。我们认为物管企业扎根社区，与业主距离近、互动频率高，且已开展社区增值服务，天然具备挖掘银发经济的优势，根据政策指引，物企可以发展老年助餐服务、居家养老服务、社区便民消费服务、养老照护服务、老年文体服务等。当前部分央企物管公司已涉足银发经济的部分服务，且能够初步跑通模式，未来布局早、服务好、口碑好、综合实力强的物企有望充分受益于银发经济的发展。

投资建议

在地产持续调整及分化的背景下，2023年央企物管公司外拓占优，同时政策支持发展银发经济释放万亿市场空间，提供新的业务机遇，因此后续业绩持续增长的确信性较强。且随着国资委要求考核央企市值表现，央企物管有望提升分红比例，估值水平或得以修复。当前央企物管的股价及估值已降至底部区间，因此龙头央企物管公司极具配置性价比。重点推荐业绩能够持续增长且派息率存在提升空间的龙头央企物管，如**华润万象生活、中海物业、保利物业**；同时推荐品质高、口碑好、增速快的国企物管，如**建发物业、越秀服务**等。

风险提示

关联房企销售不及预期；物企外拓不及预期；应收账款减值风险



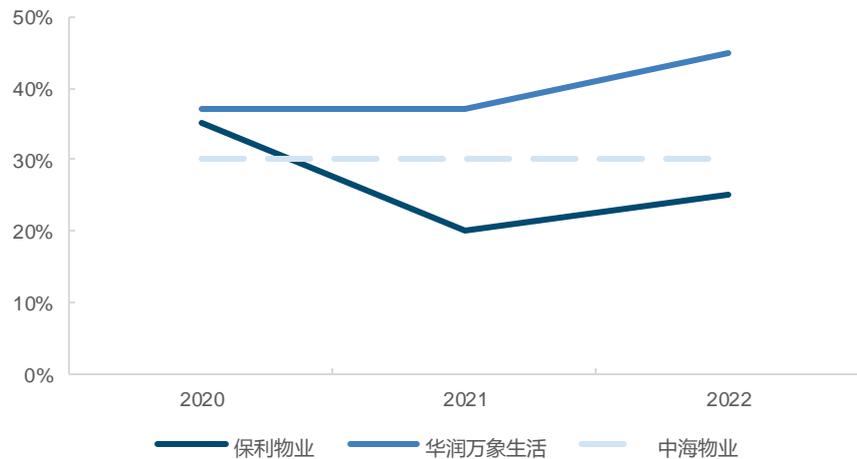
图表附录

图表1: 2023年央企物管公司整体外拓表现更好

2023 排名	2022 排名	企业	2023 第三方拓展面积 (万方)	2022 第三方拓展面积 (万方)	同比
1	1	雅生活服务	11563	15609	-25.9%
2	5	中海物业	11400	9100	25.3%
3	6	龙湖智创生活	9742	8658	12.5%
4	8	保利物业	9509	7816	21.7%
5	19	华润万象生活	9404	3657	157.2%
6	2	碧桂园服务	8546	14716	-41.9%
7	3	万物云	6759	14111	-52.1%
8	9	金科服务	6653	7123	-6.6%
9	10	招商积余	5671	6265	-9.5%
10	7	世茂服务	4552	8380	-45.7%
11	11	金地物业	3883	5900	-34.2%
12	20	绿城服务	3613	3547	1.9%
13	/	合景悠活	3404	/	/
14	22	宝石花物业	3069	2661	15.3%
15	21	新大正	2927	3409	-14.1%
16	17	山东明德物业	2911	4057	-28.2%
17	4	旭辉永升服务	2768	9800	-71.8%
18	14	新城悦服务	2717	4565	-40.5%
19	15	荣万家	2669	4420	-39.6%
20	/	金茂服务	2526	/	/

来源: 中指研究院, 国金证券研究所

图表2: 央企物管公司的派息率仍有提升空间



来源: wind, 国金证券研究所 注: 华润万象生活 2022 年的派息率剔除特别股息



图表3: 物业公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
2669.HK	中海物业	买入	146	12.8	9.6	7.5	11.4	15.2	19.4	41%	34%	28%
6049.HK	保利物业	买入	130	11.7	9.5	7.7	11.1	13.8	16.8	32%	24%	22%
9666.HK	金科服务	买入	48	n.a.	11.3	9.9	-18.2	4.2	4.8	-272%	-123%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	163	8.4	4.0	3.6	19.4	40.3	44.7	-52%	107%	11%
1209.HK	华润万象生活	买入	478	21.7	17.1	14.2	22.1	28.0	33.6	28%	27%	20%
3316.HK	滨江服务	买入	38	9.3	7.3	5.7	4.1	5.2	6.7	28%	27%	29%
6626.HK	越秀服务	买入	34	8.1	7.0	6.0	4.2	4.8	5.6	16%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	38	15.4	9.0	7.9	2.5	4.2	4.8	55%	71%	15%
平均值			134	12.5	9.4	7.8	7.1	14.5	17.1	-16%	23%	19%
中位值			89	11.7	9.2	7.6	7.6	9.5	11.8	28%	27%	18%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2024 年 1 月 24 日; 2) 中海物业、保利物业为 wind 一致预期, 其余均为国金预测

风险提示

关联房企销售不及预期。关联房企销售的项目在竣工后会交付给相应的物管公司, 转化为在管面积, 若关联房企销售不及预期, 会影响物管公司在管面积增长的速度。

外拓不及预期。在销售持续筑底的背景下, 物企新增面积中来自第三方外拓的部分占比越来越大, 当前外拓市场竞争激烈, 若后续外拓不及预期, 同样会影响物企在管面积的增速。

应收账款减值风险。经济存在下行压力, 部分地方政府财政压力较大, 来自地方政府的应收账款或有减值压力。地产行业销售尚未转暖, 跟开发商相关的应收账款也有减值风险。此外, 宏观经济波动下部分业主收入大幅下滑或失业, 物业费拖欠现象或有增加, 若一直持续, 后续来自业主的应收账款减值风险也有所增加。



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究