

# 中期业绩承压，H2关注三条投资主线

## ——物业管理行业2022H1中报综述

2022年9月13日

作者 杨凡  
邮箱 yangfan02@stock.com.cn  
电话 13916395118  
证书编号 S1230521120001

### 1. 经营情况复盘：规模增长趋缓，业务独立性、人效持续提升

- **管理规模稳健增长，增速略有下降：**17家样本物企管理规模保持稳健增长，2022H1在管面积实现同比增长34.1%，合约面积实现同比增长28.5%，但增速较2021年均有所收窄。从合约在管比来看，样本物企2022H1合约在管比1.50，管理规模未来增长潜力仍在。
- **独立第三方在管面积占比提升：**17家样本物企2022H1在管面积中独立第三方占比均值60.3%，较2021H1的50.7%上升约10个百分点，物企独立性不断改善，独立市拓能力不断加强。其中，旭辉永升服务、雅生活服务和合景悠活2022H1在管面积中独立第三方占比超过80%。
- **人均管理面积稳步提升：**从10家披露了管理员工人数的物企数据来看，物业公司管理效率呈现逐步改善状态，2021年人均在管面积较2020年均有所提升，其中，合景悠活改善程度较大，2021年人均管理面积同比提升269%，金科服务管理效率较高，2021年人均管理面积达2.0万平。

### 2. 财务分析：中期业绩承压

- **2022H1营收增速有所收窄：**2022H1样本物企实现营收同比增速36.4%，较2021H1增速收窄16.7个百分点。其中，碧桂园服务(+73.5%)、合景悠活(+68.0%)、金茂服务(+60%)和旭辉永升服务(+53.6%)保持较高增速，2022H1营收仍保持超50%的同比增速。基础物管仍然是物企占比最大的核心业务，17家样本物企2022H1基础物管营业收入占总收入比例约53%，较2021年末提升4个百分点。受疫情和房地产深度调整影响，2022H1物企社区增值服务和非业主增值服务营收占比分别回落2、3个百分点，同比增速分别收窄82.5、56.6个百分点。
- **毛利率有所回落，非业主增值服务毛利率回调最大，社区增值服务毛利率较为稳定：**17家样本物企2022H1整体毛利率约24.5%，较2021年同期下降2.7个百分点，基础物管、社区增值服务、非业主增值服务毛利率分别为18.8%、39.5%、25.9%，较2021年同期分别下降1.1、1.4、7个百分点。
- **提质增效显著，销管费用率整体回落：**17家样本物企2022H1销管费用率约8.4%，较2021年同期收窄0.1个百分点，较2021年全年下降0.9个百分点，保持持续改善趋势。横向对比来看，滨江服务、中海物业和招商积余费用管控效率较高，2022H1销管费用率分别为2.9%、3.8%和4.3%，低于5%的销管费用率处于行业前列。
- **归母净利润增速收窄，归母净利润增速低于收入增速：**17家样本物企2022H1实现归母净利润同比增速10.4%，较2021H1增速收窄53.5个百分点。其中，旭辉永升服务(+33.4%)、滨江服务(+31.2%)、金茂服务(+93.3%)、中海服务(+32.7%)、建发物业(+50.7%)和招商积余(+33.5%)保持较高增速，2022H1归母净利润增速仍保持超30%的同比增速。
- **货币资金同比转负，应收账款占比扩大：**17家样本物企2022H1货币资金659亿元，同比-20.4%，同比增速由正转负，而应收账款规模达407亿元，同比增长55.1%，较2021年末279亿元有明显上升。从应收账款占营业收入的比值来看，2022H1该比值上升至55.1%，较2021年末大幅上升32.5个百分点。

### 3. 投资建议：

2022H1面对上游房地产深度调整以及疫情影响，物业行业出现营收、利润增速下行、毛利率承压、应收账款快速增长等局面，物业企业中期业绩表现承压。我们认为，随着多地出台放松政策，继续从全方位刺激楼市，以及9月纾困专项借款政策继续推进，10月16日大会之前地产政策大致不变，分线城市政策放松在途，房地产行业需求有望迎来底部复苏，有利于压制物业板块估值的不利因素逐渐出清。我们认为，当前物业板块投资可关注以下三条主线：1) 头部央国企物管公司发展稳健，关联方为高信用房企，估值溢价明显，重点推荐：**A - 招商积余；H - 保利物业、中海物业**；并建议关注正处于上市进程的**万物云**；2) 关联公司为安全边际较高、具备困境反转逻辑的优质民企，物管业务独立性不断加强，当前估值极具性价比的弹性标的，重点推荐：**碧桂园服务、旭辉永升服务**；3) 随着疫情得到有效控制以及各地稳增长、促消费政策效果显现，消费有望回暖带动商管公司经营修复，重点推荐：**华润万象生活**，并建议关注正处于上市进程的**龙湖智创生活**。

**风险提示：**房地产政策放松速度及力度不及预期、外拓市场竞争加剧、收并购激进将导致商誉或出现减值风险、经济景气度下行导致居民可支配收入下降、消费疲软，影响商管公司收入。

# 目录

CONTENTS

01

样本物企总览

02

经营分析

03

财务分析

04

估值和投资建议

# 01

## 样本物企 总览

### 样本物企名单

截至目前，A+H股共61家上市物企，其中2022年上市6家，包括金茂服务、力高健康生活、东原仁知服务、鲁商服务、苏新服务和中天服务，目前万物云、龙湖智创生活等4家尚处于递表过程中。

我们选择上市物企中市值较大、业务具备一定代表性的17家公司作为本篇报告的样本企业，17家公司截至2022年9月5日合计市值共2736亿港元，占上市物企总市值约75%。

代码	公司名称	市值 (亿港元/元)
1209.HK	华润万象生活	785
6098.HK	碧桂园服务	464
2669.HK	中海物业	275
6049.HK	保利物业	248
001914.SZ	招商积余	186
2869.HK	绿城服务	175
3319.HK	雅生活服务	108
1995.HK	旭辉永升服务	80
3316.HK	滨江服务	56
9666.HK	金科服务	55
1755.HK	新城悦服务	56
6626.HK	越秀服务	47
2156.HK	建发物业	47
0816.HK	金茂服务	37
6677.HK	远洋服务	29
3913.HK	合景悠活	23
9909.HK	宝龙商业	25

## 样本物企业绩核心数据

	营业收入 (百万元)			毛利率 (%)			归母净利润 (百万元)			归母净利润率 (%)		
	2021	2022H1	2022H1同比	2021	2022H1	2022H1同比变动	2021	2022H1	2022H1同比	2021	2022H1	2022H1同比变动
碧桂园服务	28843	20055	73.5%	30.7%	26.9%	-6.5%	4033	2576	21.9%	14.0%	12.8%	-5.4%
旭辉永升服务	4703	3163	53.6%	27.6%	25.7%	-4.2%	617	377	33.4%	13.1%	11.9%	-1.8%
滨江服务	1399	832	40.6%	32.1%	31.5%	-1.5%	322	190	31.2%	23.0%	22.9%	-1.6%
越秀服务	1918	1090	13.8%	35.0%	31.7%	-4.1%	360	211	18.6%	18.7%	19.3%	0.8%
雅生活服务	14080	7620	22.0%	27.5%	26.9%	-3.1%	2308	1058	-7.4%	16.4%	13.9%	-4.4%
金茂服务	1516	1097	60.0%	31.0%	32.5%	-0.3%	178	169	93.9%	11.7%	15.4%	2.7%
保利物业	10783	6449	25.2%	18.7%	20.2%	0.2%	846	628	28.0%	7.8%	9.7%	0.2%
华润万象生活	8875	5278	31.5%	31.1%	31.7%	-0.5%	1725	1028	27.5%	19.4%	19.5%	-0.6%
中海物业	9442	5814	35.3%	17.4%	15.1%	-1.0%	984	522	32.7%	10.4%	9.0%	-0.2%
绿城服务	12566	6828	22.0%	18.5%	19.2%	-0.8%	846	341	-37.6%	6.7%	5.0%	-4.8%
金科服务	5968	2565	-0.9%	30.9%	26.5%	-6.0%	1057	357	-31.9%	17.7%	13.9%	-6.5%
新城悦服务	4351	2466	31.4%	30.8%	29.0%	-1.6%	525	226	-21.2%	12.1%	9.2%	-6.1%
建发物业	1557	997	49.9%	25.0%	25.6%	-0.8%	159	130	50.7%	10.2%	13.1%	0.1%
远洋服务	2966	1600	15.6%	27.8%	26.8%	-5.1%	439	267	2.1%	14.8%	16.7%	-2.2%
合景悠活	3255	2064	68.0%	37.7%	30.1%	-14.1%	675	314	-0.4%	20.7%	15.2%	-10.5%
宝龙商业	2464	1266	8.2%	33.4%	34.0%	1.2%	438	240	18.2%	17.8%	19.0%	1.6%
招商积余	10591	5646	18.2%	13.8%	12.7%	-0.8%	513	331	33.5%	4.8%	5.9%	0.7%

# 02

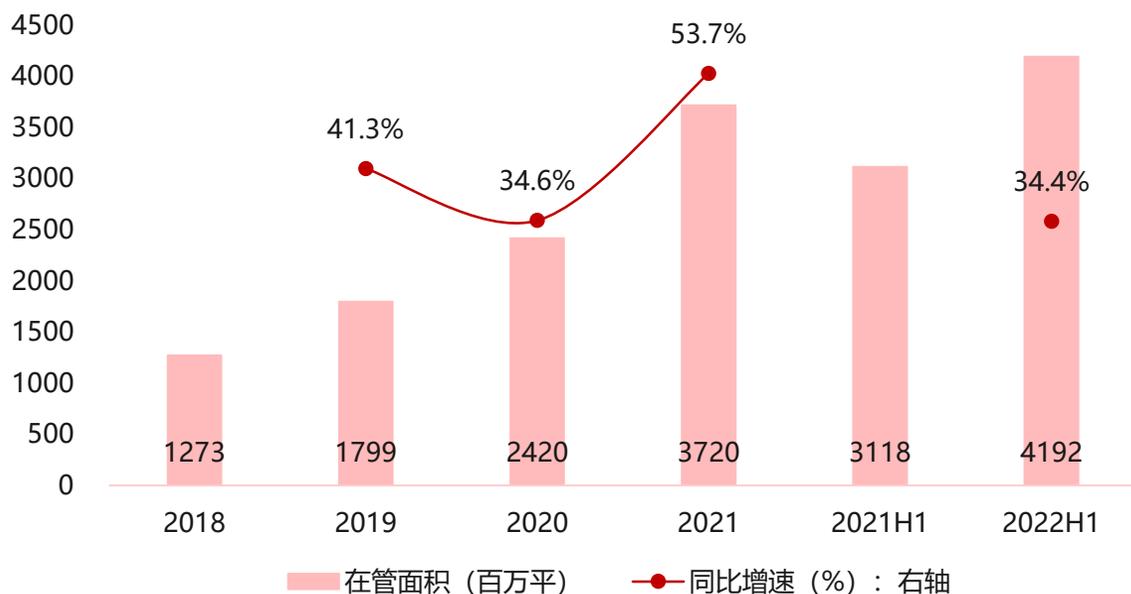
## 经营 分析

### 管理规模：稳健增长，增速略有下降

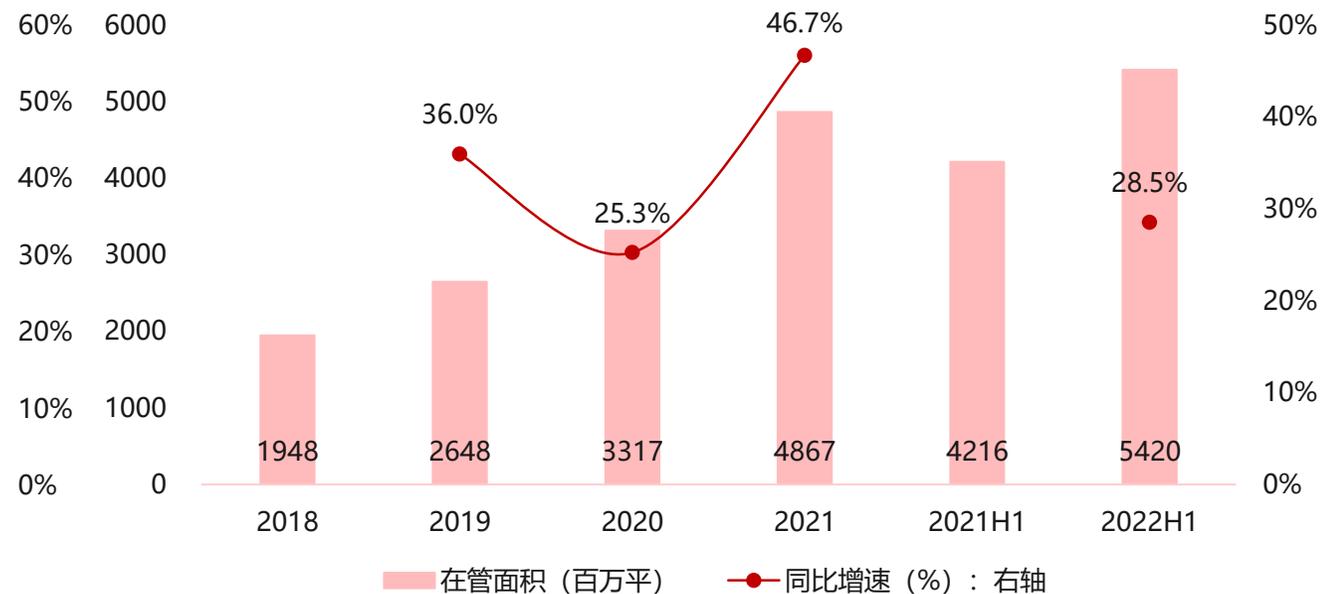
17家样本物企管理规模保持稳健增长，2022H1在管面积41.92亿平，均值2.47亿平，实现同比增长34.1%，17家样本物企2022H1合约面积54.20亿平，均值3.61亿平，实现同比增长28.5%，增速较2021年均有所收窄，在管面积和合约面积分别收窄19.3和18.2个百分点。

从合约在管比来看，17家样本物企（剔除未披露合约数据的招商积余、中海物业）2022H1合约在管比1.50，虽较2021年末的1.53有所下降，但管理规模未来增长潜力仍在。

图：样本物企在管面积及增速



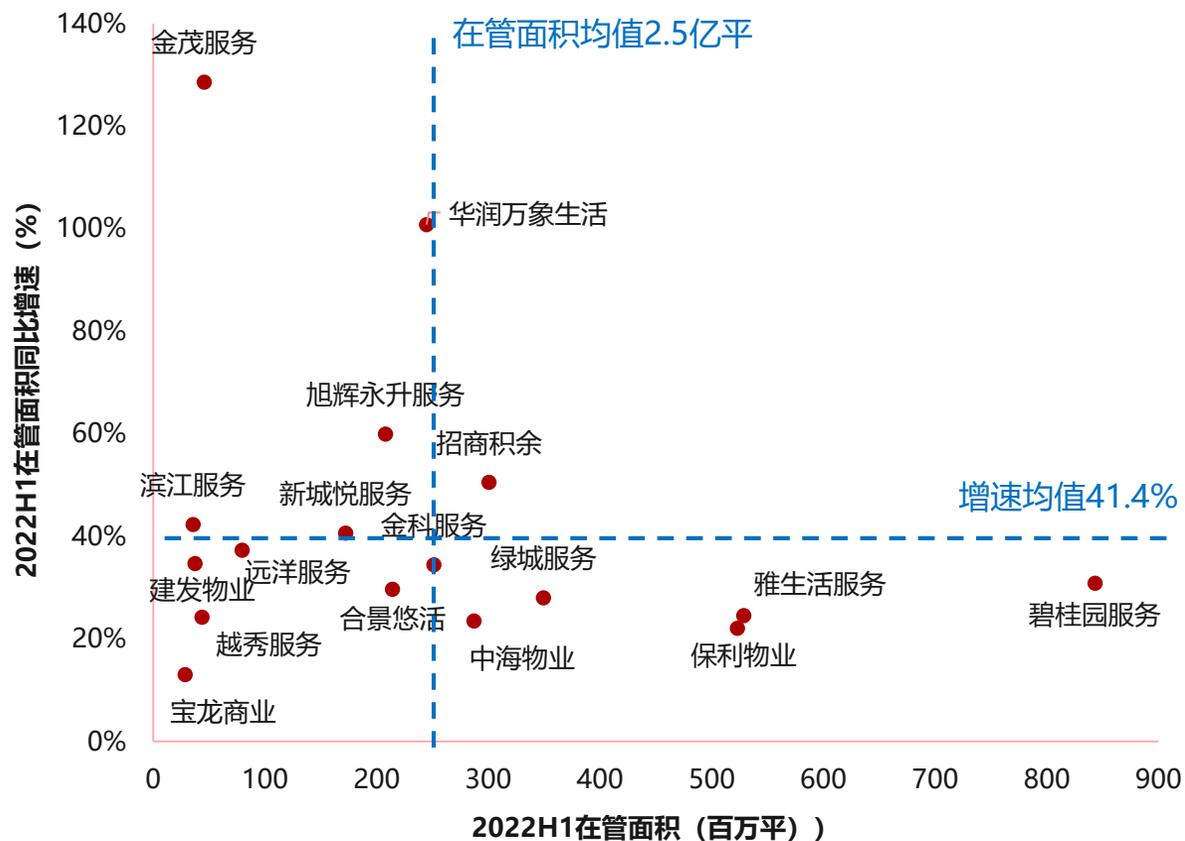
图：样本物企合约面积及增速



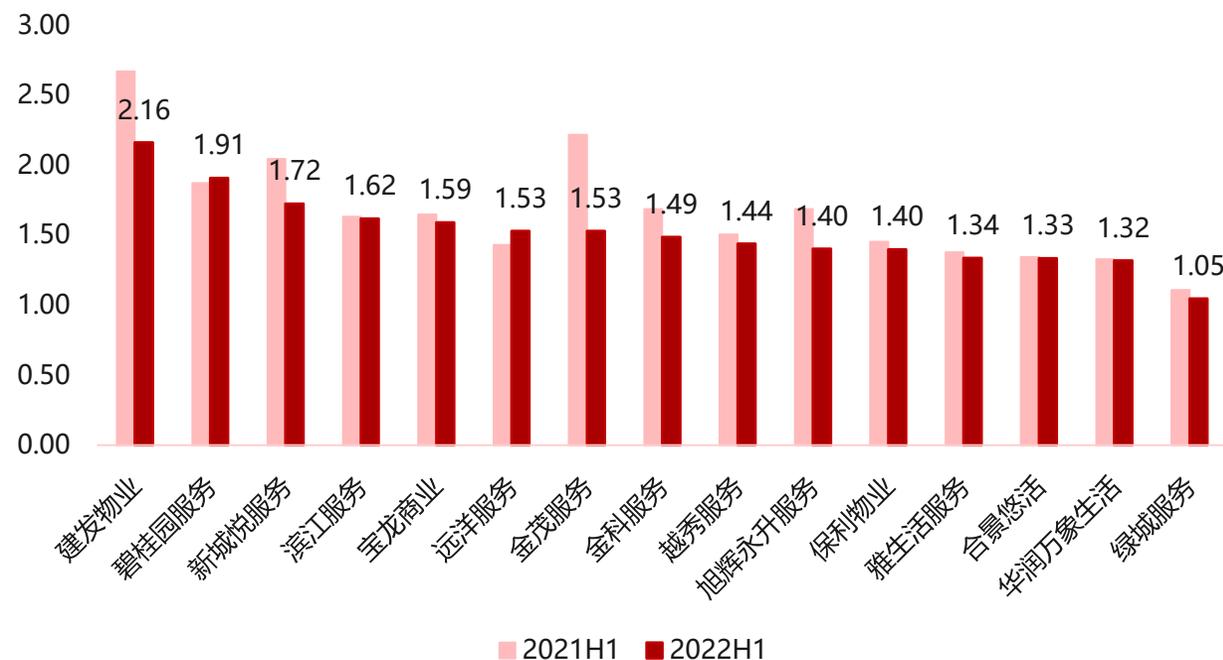
### 管理规模：稳健增长，增速略有下降

17家样本物企2022H1在管面积均值2.5亿平，同比增速均值41.4%，其中，招商积余在管面积规模与增速均保持高于行业平均水平，碧桂园服务、雅生活服务、保利物业管理规模领先但增速低于均值。从规模增长潜力来看，建发物业、碧桂园服务、新城悦服务合约在管比领先，未来潜在规模增长潜力较大。

图：单个物企2022H1在管面积规模和同比增速



图：单个物企合约在管比变化趋势

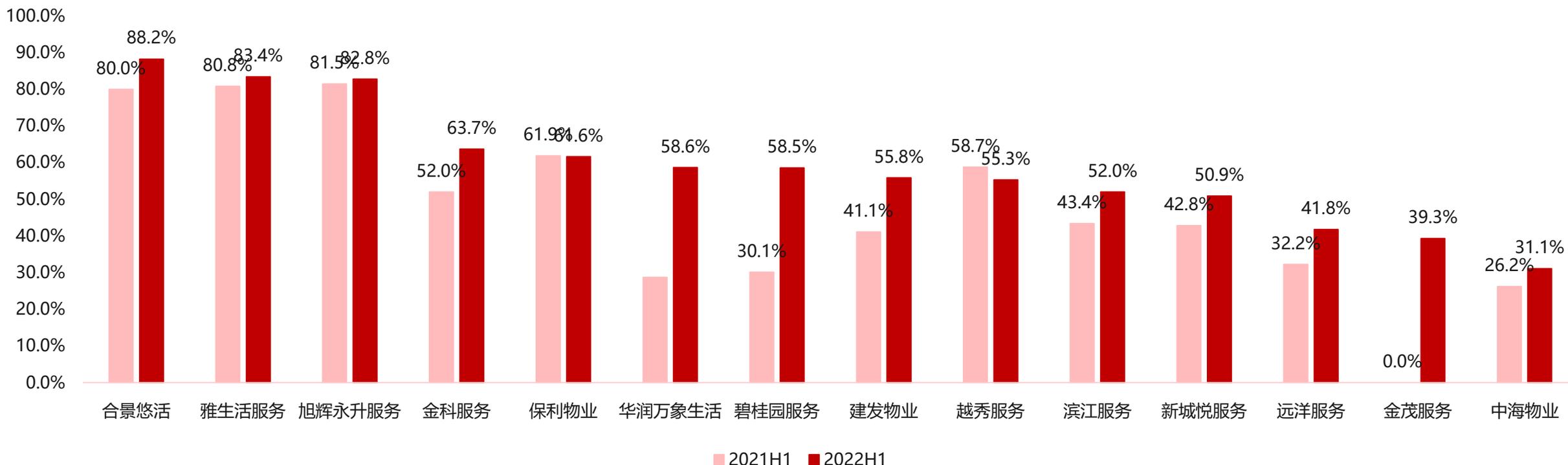


### 独立第三方占比上升

14家披露了第三方在管面积数据的样本物企，2022H1在管面积中独立第三方占比均值58.8%，较2021H1的50.7%上升约8.1个百分点，物企独立性不断改善，独立市拓能力不断加强。

横向对比来看，旭辉永升服务、雅生活服务和合景悠活2022H1在管面积中独立第三方占比超过80%，分别为82.8%、83.4%和88.2%，而碧桂园服务、华润万象生活在管面积中第三方占比提升较为明显，市场拓展能力有所加强。

图：单个物企在管面积中独立第三方面积占比变化情况

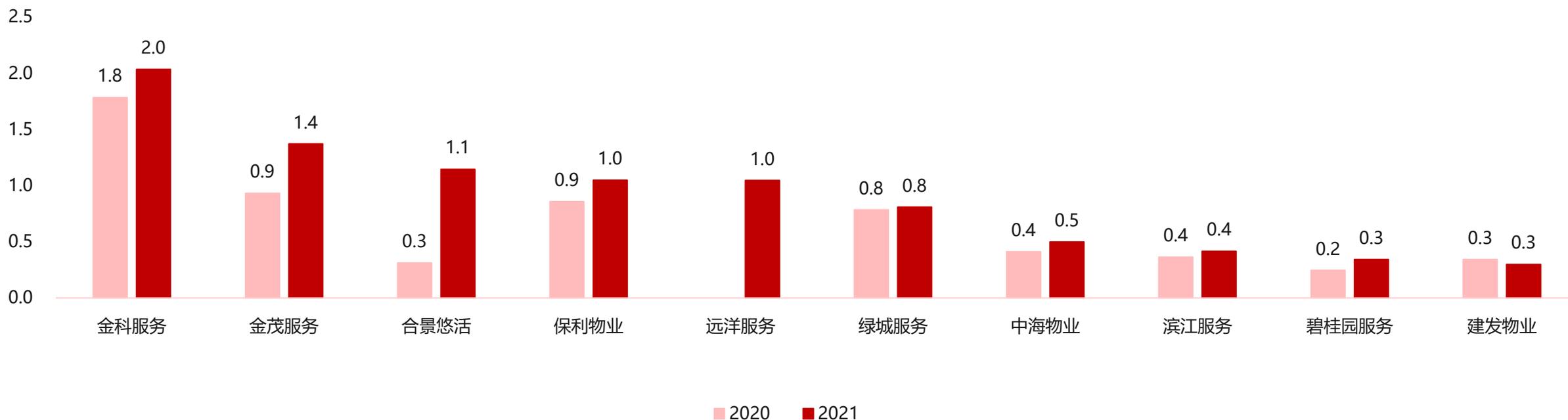


### 管理效率：人均管理面积稳步提升

科技助力降本增效，助力物管公司实现管理边界的突破。从10家披露了管理员工人数的物企数据来看，物业公司管理效率呈现逐步改善状态，2021年人均在管面积较2020年均有提升，2021年10家样本物企人均管理面积均值约0.9万平，较2020年的0.7万平提升约34.4%。

横向对比来看，合景悠活改善程度较大，2021年人均管理面积同比提升269%，而金科服务管理效率较高，2021年人均管理面积达2.0万平，领先其余样本物企。

图：单个物企人均管理面积变化情况（单位：万平）



# 03

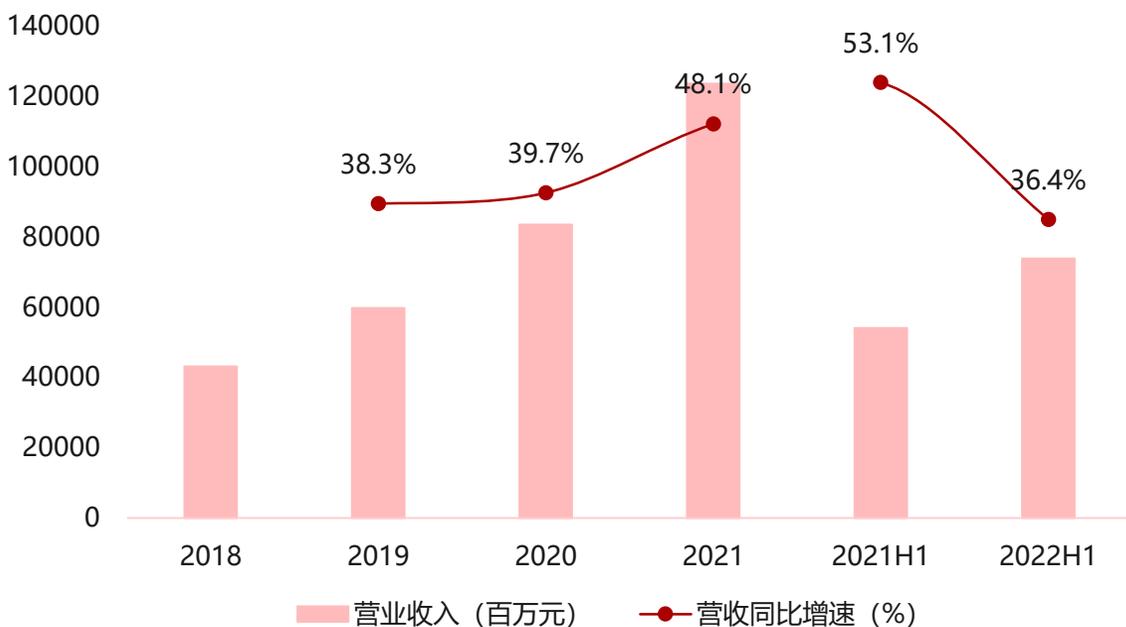
## 财务 分析

### 2022H1 营收增速有所收窄

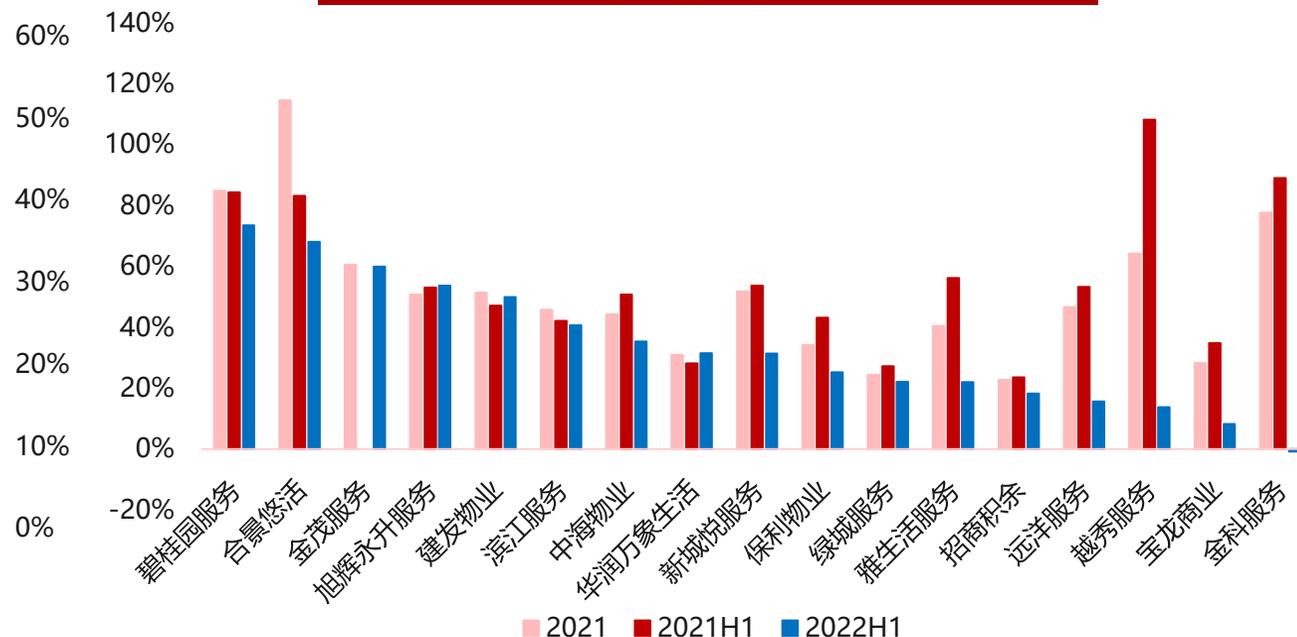
17家样本物企2022H1实现营收748.31亿元，同比增速36.4%，较2021H1增速收窄16.7个百分点。

其中，碧桂园服务(+73.5%)、合景悠活(+68.0%)、金茂服务(+60%)和旭辉永升服务(+53.6%)保持较高增速，2022H1营收仍保持超50%的同比增速。

图：样本物企营收及增速



图：单个物企营收增速变化趋势

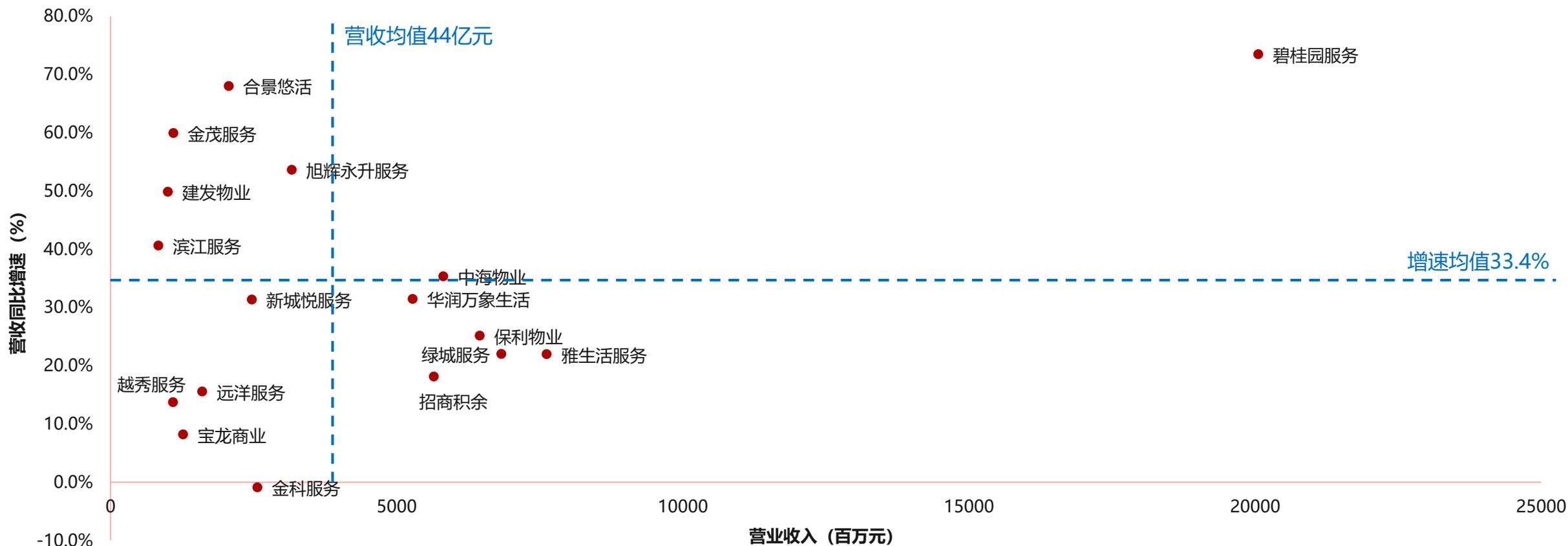


### 碧桂园服务营业规模及同比增速领跑行业

碧桂园服务收入规模和增速均远超行业平均，在规模处于行业领先的同时保持较高增速。

雅生活服务、绿城服务、保利物业、中海物业、招商积余和华润万象生活营收规模高于17家样本物企平均营收，但营收增速低于平均。

合景悠活、金茂服务、旭辉永升服务、建发物业、滨江服务营收规模虽低于17家样本物企平均营收规模，但营收增速高于平均。

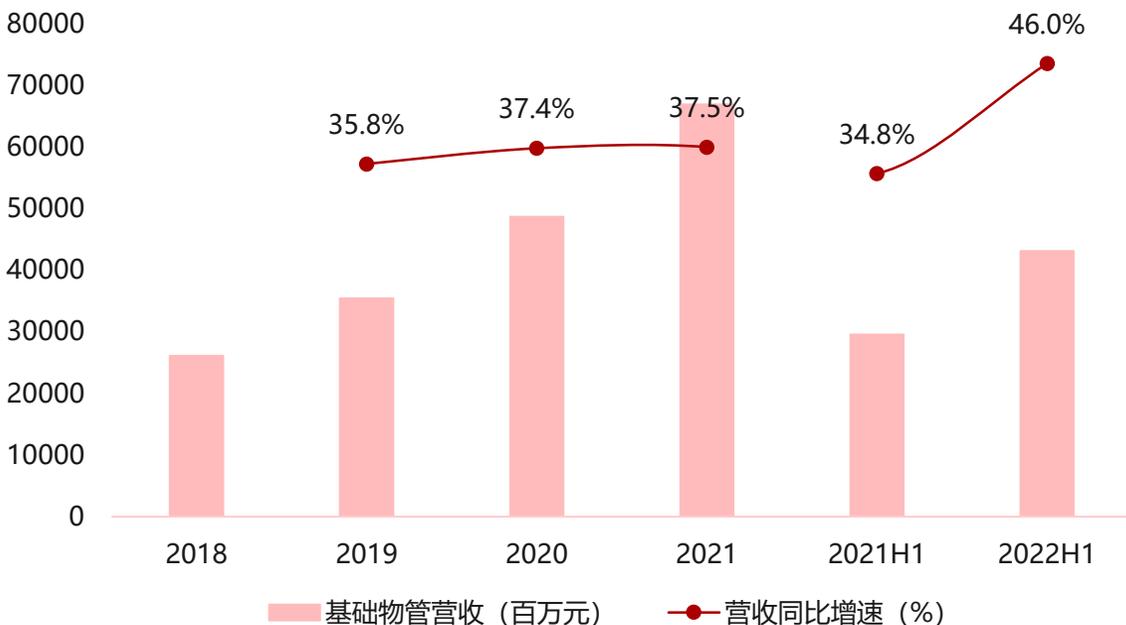


### 营收拆分：基础物管营收占比超五成

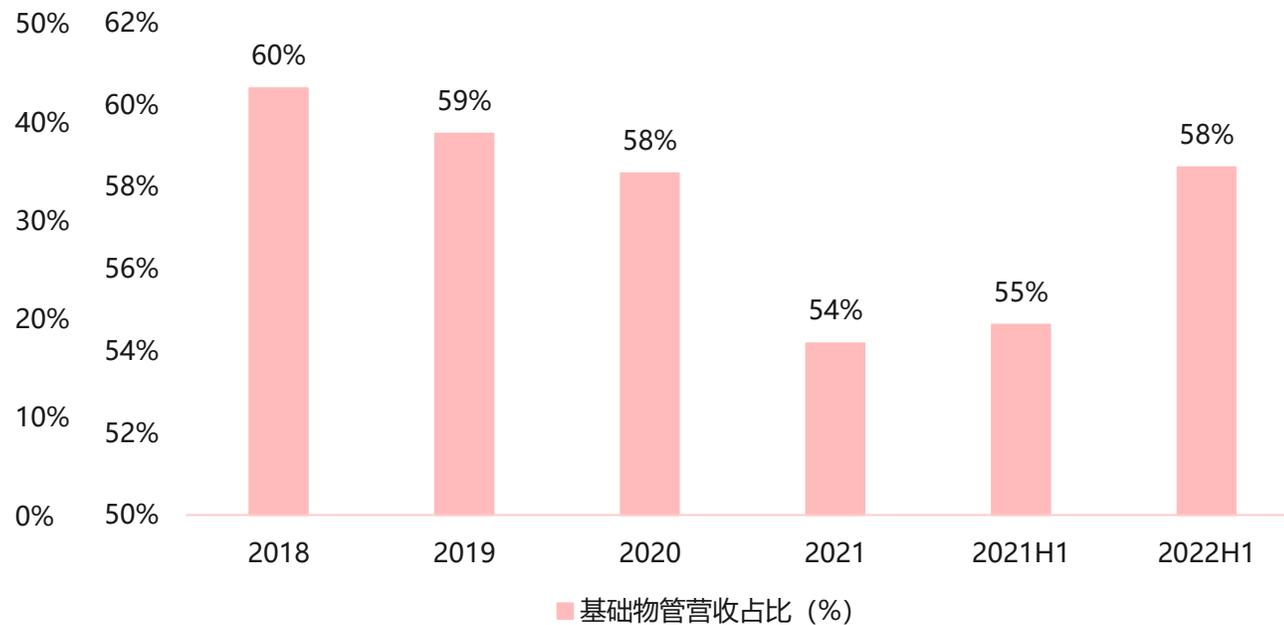
基础物管仍然是物企占比最大的核心业务，17家样本物企2022H1基础物管营业收入占总收入比例约53%，较2021年末提升4个百分点。

从基础物管业务的营收增速来看，17家样本物企2022H1基础物管业务实现营业收入431.82亿元，同比增速达46.0%，较2021H1增速提升11.2个百分点。

图：样本物企基础物管业务营收及增速



图：样本物企基础物管业务营收占总收入比例

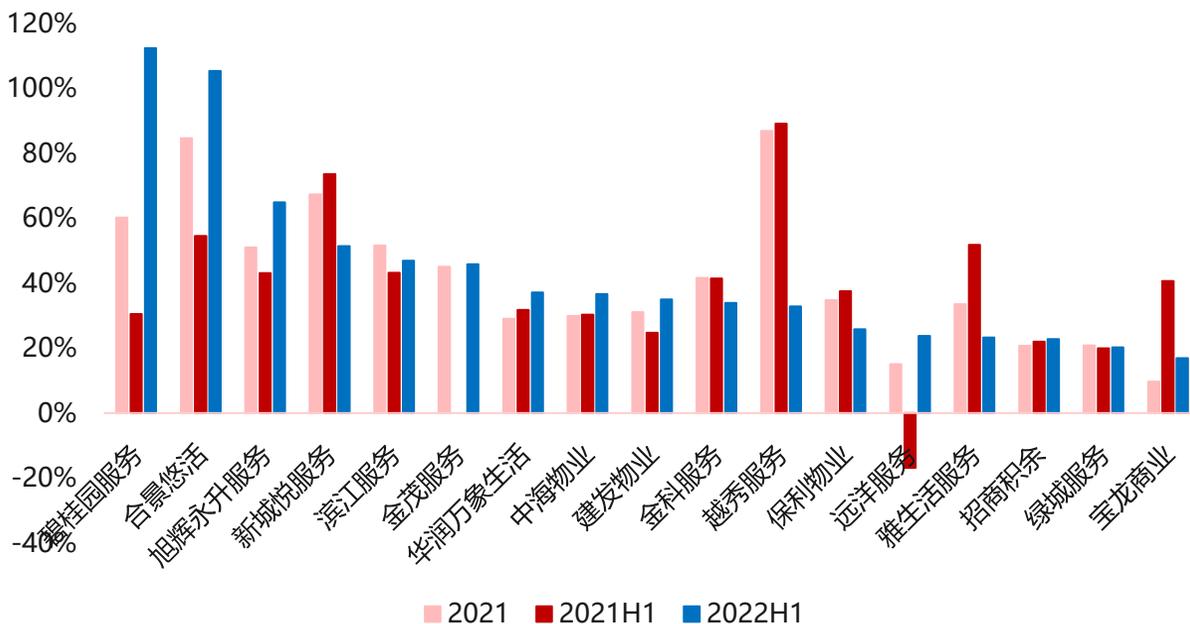


### 营收拆分：基础物管增速普遍提升

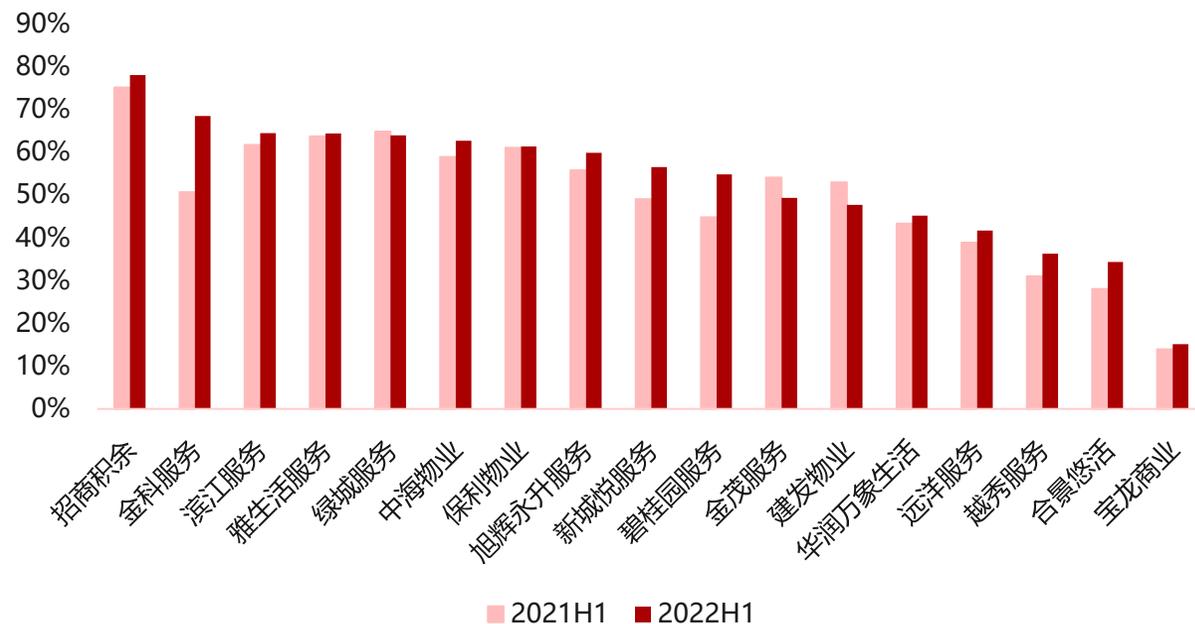
从单个物企基础物管业务来看，碧桂园服务和合景悠活增速最高，2022H1基础物管分别实现营收同比增速112.4%和105.4%，此外旭辉永升服务和新城悦服务基础物管营收同比增速超50%，2022H1基础物管分别实现营收同比增速65.0%和51.4%。

从基础物管营收占比来看，除金茂服务、绿城服务、建发物业以外，其余14家物企基础物管营收占比同比2021年同期均有提升。17家物企基础物管营收占比大部分超5成，其中招商积余基础物管2022H1营收占比约78%，仅越秀服务、金茂服务、华润万象生活、建发物业、合景悠活和宝龙商业基础物管占比低于50%。

图：单个物企基础物管业务营收增速变化趋势



图：单个物企基础物管业务营收占比变化趋势

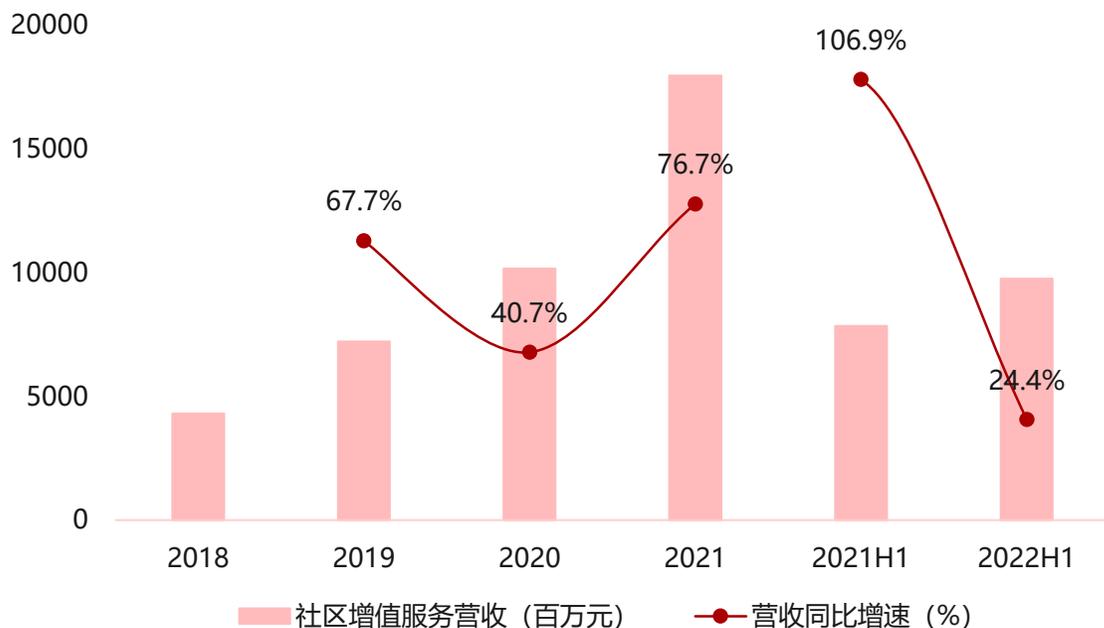


### 营收拆分：社区增值服务增速收窄、占比下降

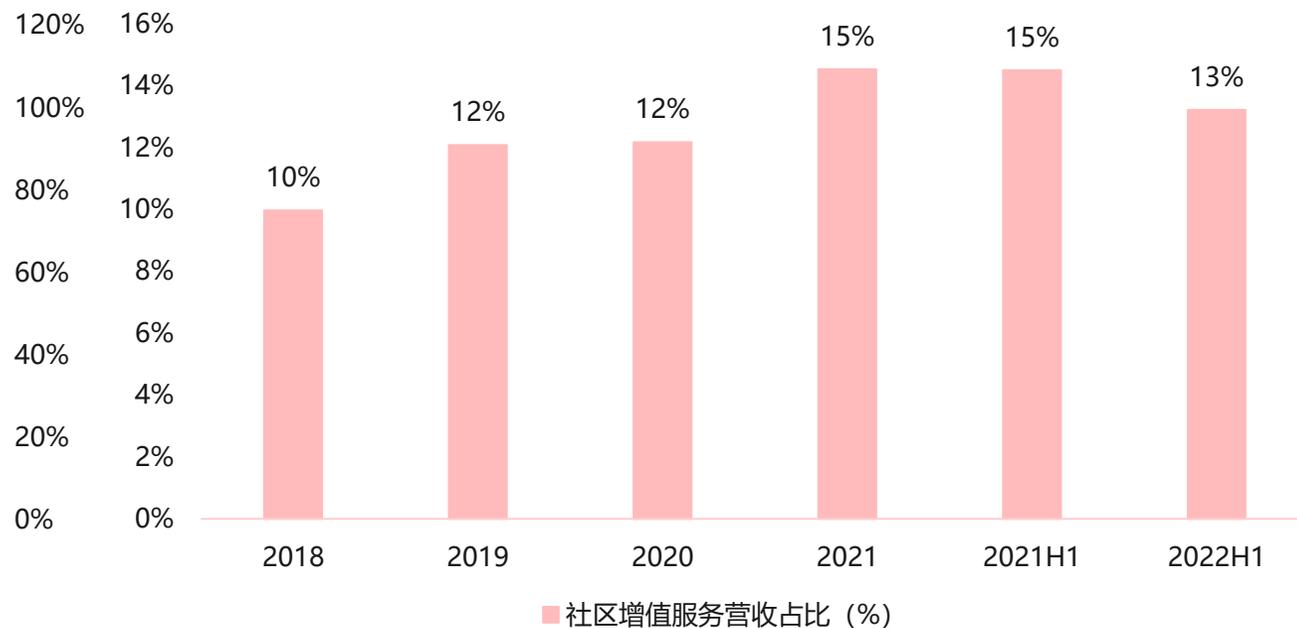
受疫情影响，2022上半年物企社区增值服务开展受限，17家样本物企2022H1社区增值服务营业收入占总收入比例约13%，较2021年末回落2个百分点。

从营收增速来看，17家样本物企2022H1社区增值服务实现营收97.68亿元，同比增速24.4%，较2021H1增速大幅收窄82.5个百分点，但仍保持正增长。

图：样本物企社区增值服务营收及增速



图：样本物企社区增值服务营收占总收入比例

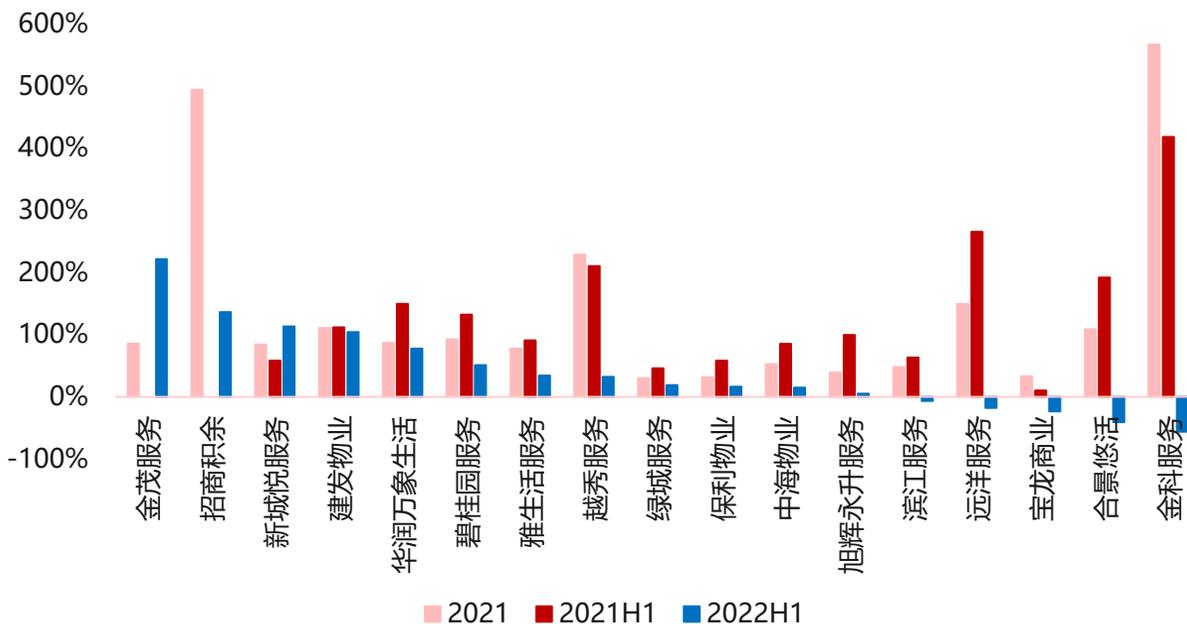


### 营收拆分：社区增值服务增速收窄、占比下降

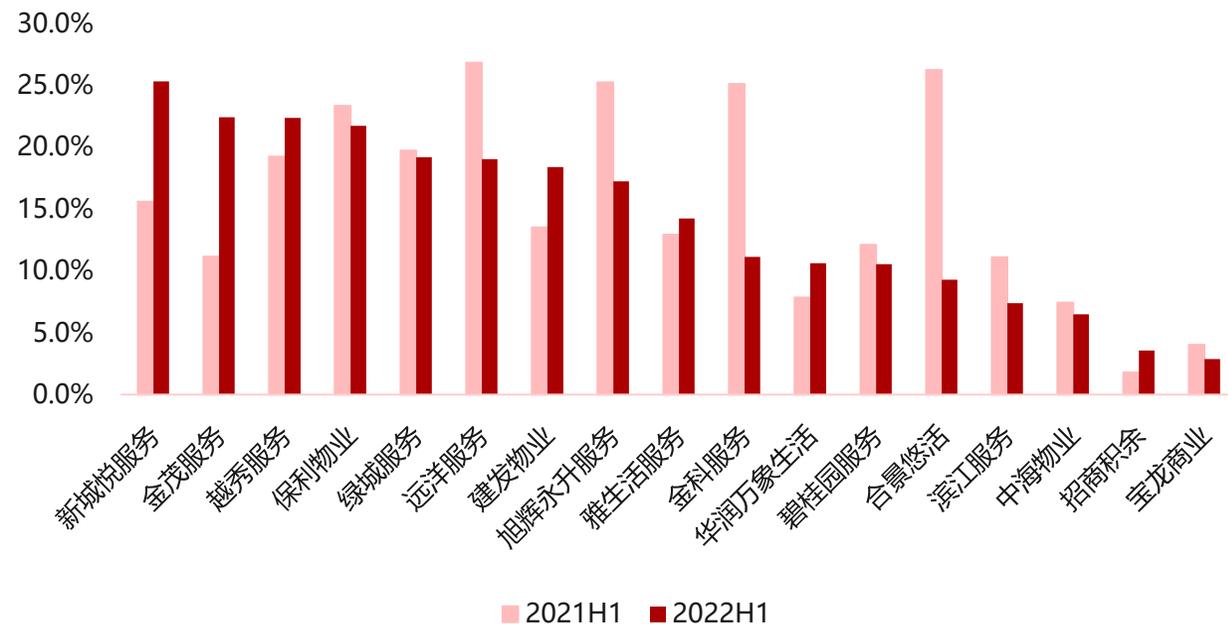
从单个物企社区增值服务表现来看，仅新城悦服务社区增值服务2022H1同比增速有所扩大，其余16家社区增值服务2022H1同比增速均有所回落。

从社区增值服务营收占比来看，新城悦服务、保利物业、金茂服务和越秀服务社区增值服务营收占比超2成，2022H1社区增值服务营收占总营收比例分别为25.3%、21.7%、22.4%和22.4%。其余13家样本物业公司社区增值服务营收占比均不足20%，合景悠活、滨江服务、中海物业、招商积余和宝龙商业社区增值服务营收占比低于10%。

图：单个物企社区增值服务营收增速变化趋势



图：单个物企社区增值服务营收占比变化趋势

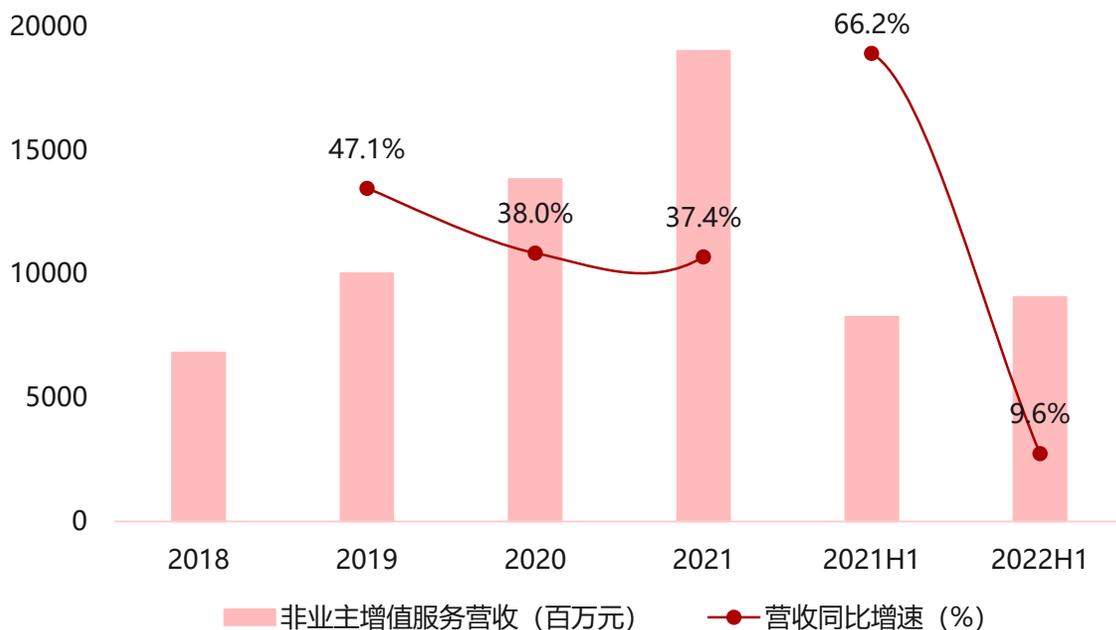


### 营收拆分：非业主增值服务增速回落、占比收缩

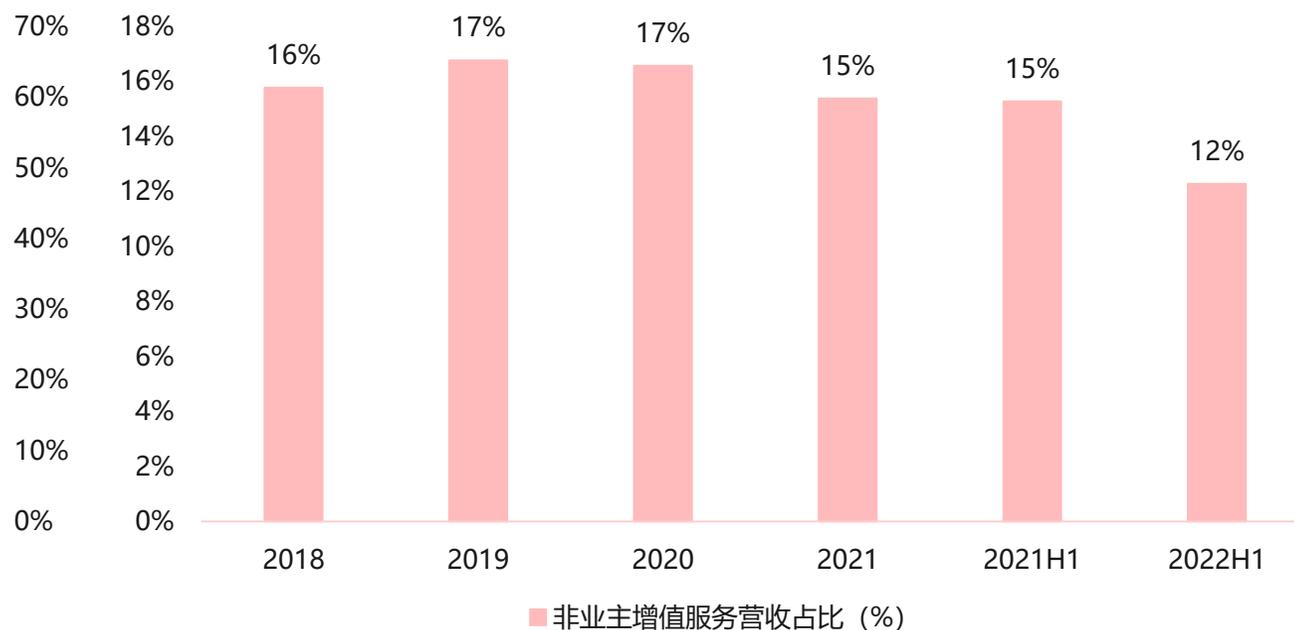
上游房地产行业进入深度调整阶段，供给侧出清叠加需求趋冷，新房销售受到较大影响，17家样本物企2022H1非业主增值服务营业收入占总收入比例约12%，较2021年末回落3个百分点。

从营收增速来看，17家样本物企2022H1非业主增值服务实现营收90.69亿元，同比增速9.6%，较2021H1增速大幅收窄56.6个百分点。

图：样本物企非业主增值服务营收及增速



图：样本物企非业主增值服务营收占总收入比例

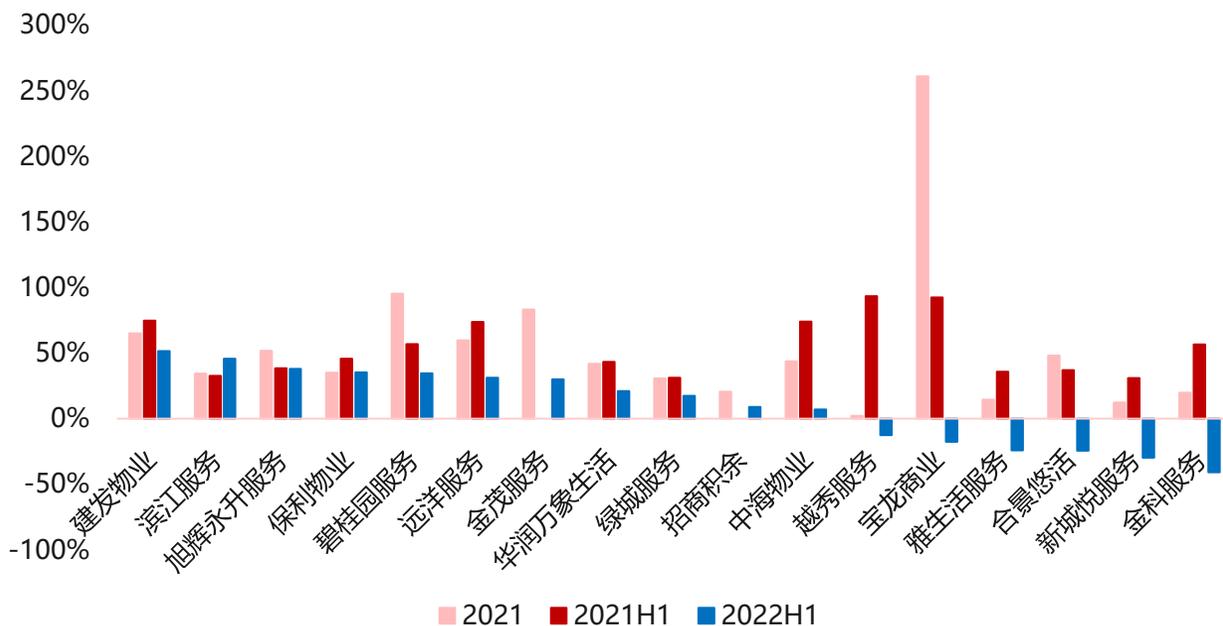


### 营收拆分：非业主增值服务增速回落、占比收缩

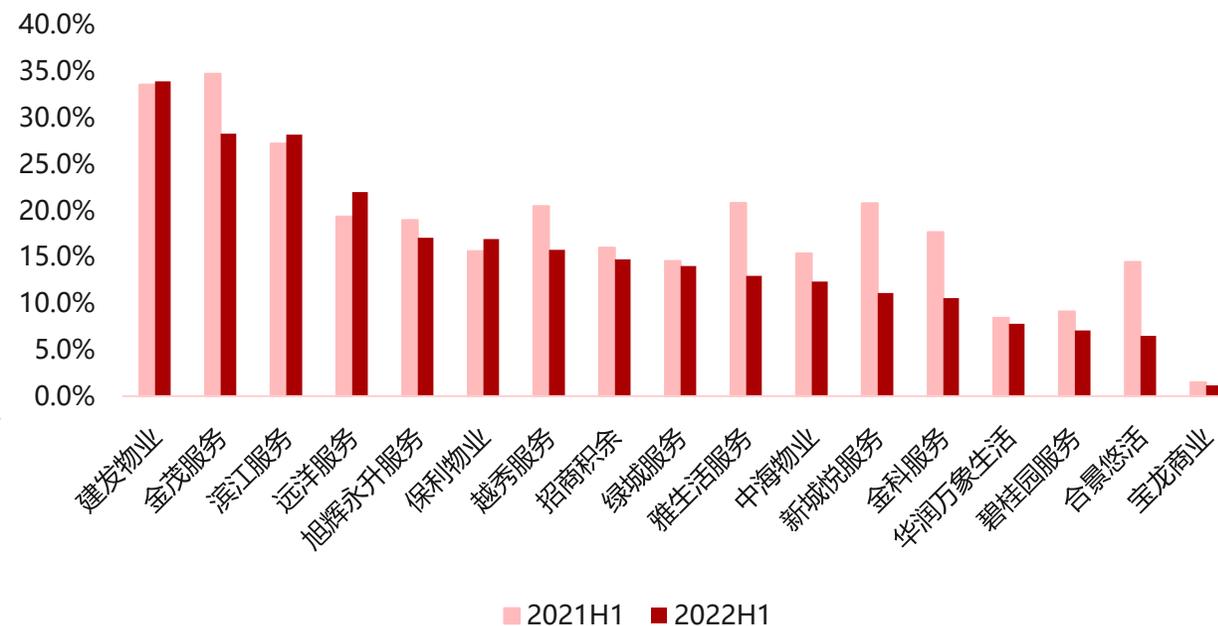
从单个物企非业主增值服务来看，仅滨江服务非业主增值服务2022H1同比增速有所扩大，其余16家非业主增值服务2022H1同比增速均有所回落，其中越秀服务、雅生活服务、金科服务、新城悦服务、合景悠活和宝龙商业非业主增值服务2022H1同比增速呈现负增长趋势。

从非业主增值服务营收占比来看，滨江服务、金茂服务、建发物业和远洋服务非业主增值服务营收占比超2成，2022H1非业主增值服务营收占总营收比例分别为28.2%、28.3%、34.0%和22.0%。

图：单个物企非业主增值服务营收增速变化趋势



图：单个物企非业主增值服务营收占比变化趋势

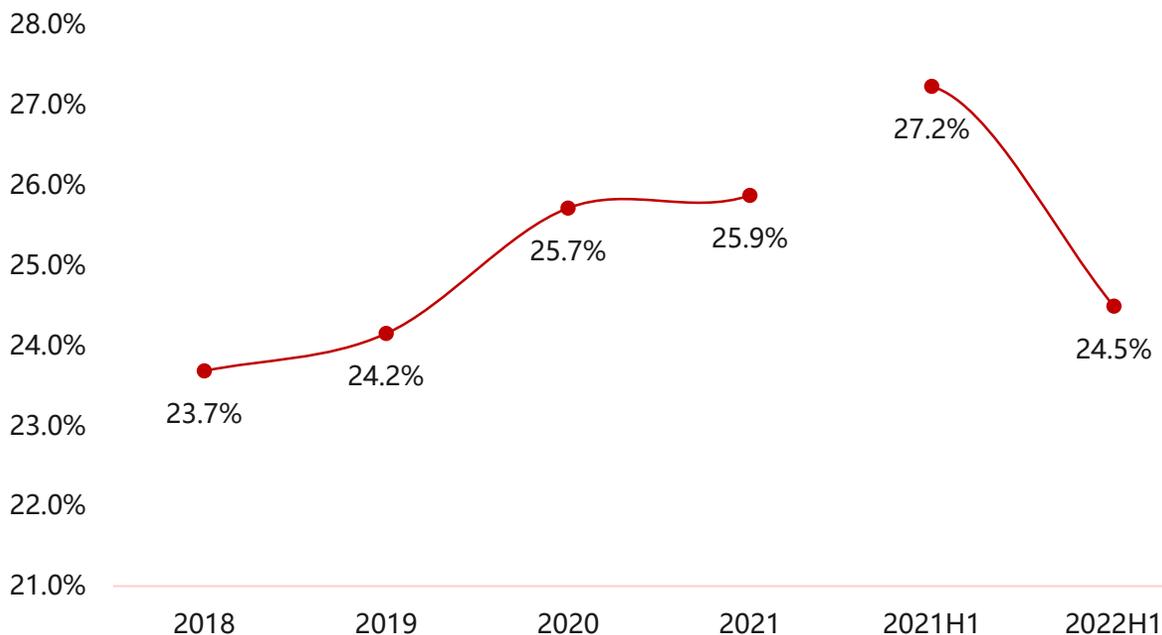


### 毛利率有所回落，非业主增值服务毛利率回调最大，社区增值服务毛利率较为稳定

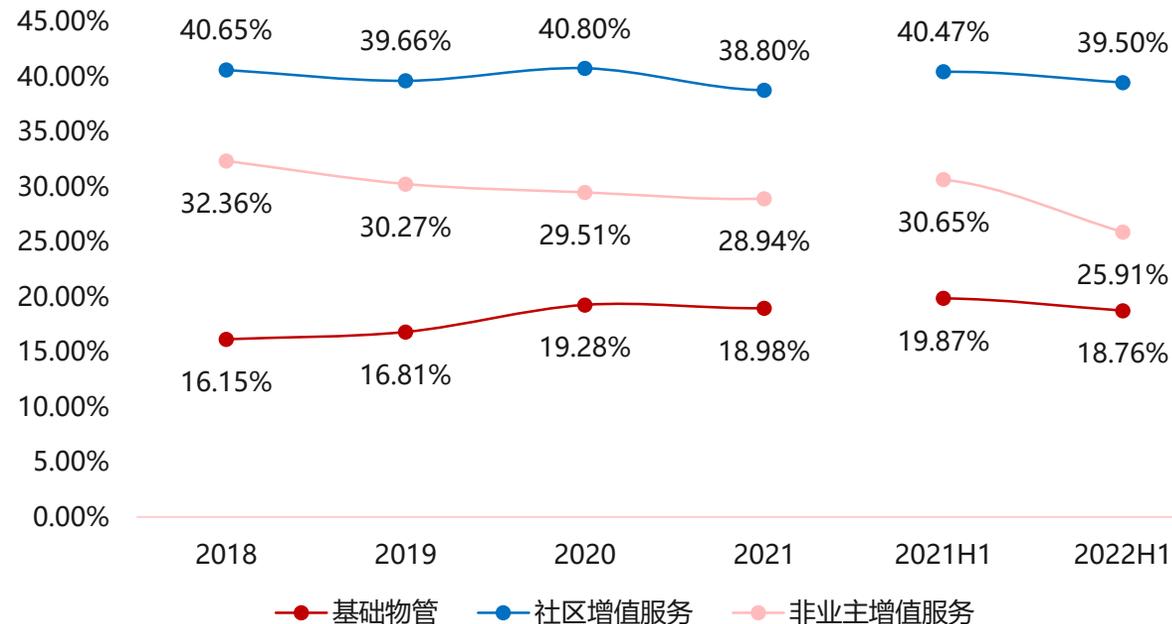
17家样本物企2022H1整体毛利率约24.5%，较2021年同期下降2.7个百分点，较2021年末下降1.4个百分点。

分业务类型来看，社区增值服务毛利率最高，17家样本物企2022H1社区增值服务毛利率约39.5%，较2021年同期下降1个百分点，但较2021年末提升0.7个百分点。基础物管业务毛利率较为稳定，17家样本物企2022H1基础物管毛利率约18.8%，较2021年同期下降1.1个百分点。非业主增值服务毛利率下滑较为明显，17家样本物企2022H1非业主增值服务毛利率约25.9%，较2021年同期下降4.7个百分点。

图：样本物企毛利率走势



图：样本物企分项业务毛利率走势

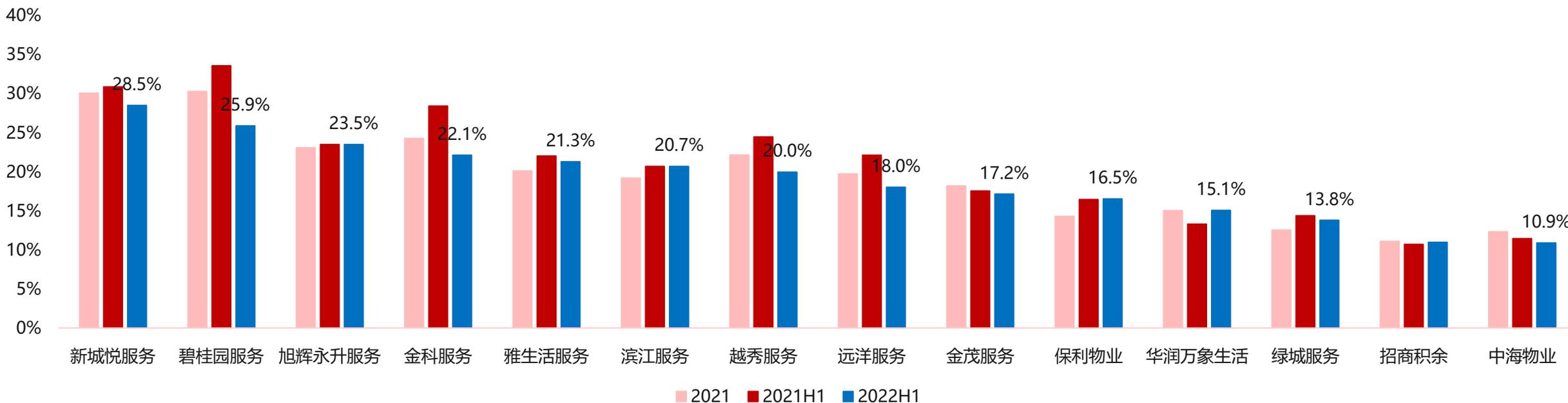


### 毛利率：基础物管毛利率普遍下降

从基础物管毛利率变化趋势来看，仅保利物业、华润万象生活2022H1基础物管业务毛利率较2021H1有所提升，其余均出现一定下降。

横向对比来看，新城悦服务、碧桂园服务、旭辉永升服务、金科服务、雅生活服务、滨江服务、越秀服务基础物管毛利率超20%，2022H1分别为28.5%、25.9%、23.5%、22.1%、21.3%、20.7%和20.0%。

图：单个物企基础物管毛利率走势

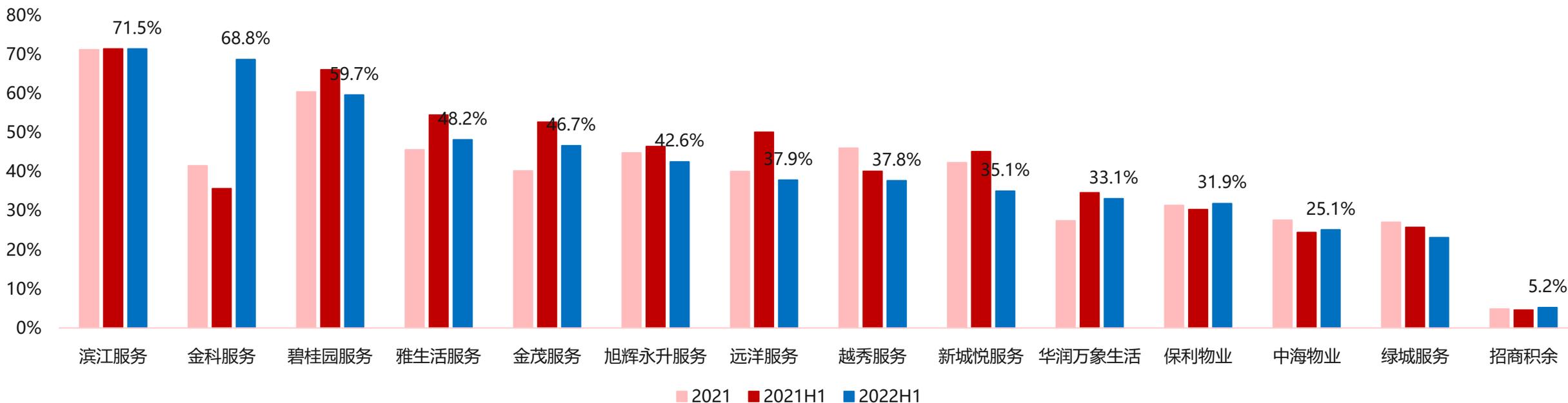


### 毛利率：社区增值服务毛利率分化较大

从社区增值服务毛利率变化趋势来看，仅保利物业、中海物业、金科服务、招商积余2022H1社区增值服务毛利率较2021H1有所提升。

横向对比来看，滨江服务、金科服务、碧桂园服务社区增值服务毛利率较高，2022H1分别为71.5%、68.8%和59.7%。

图：单个物企社区增值服务毛利率走势

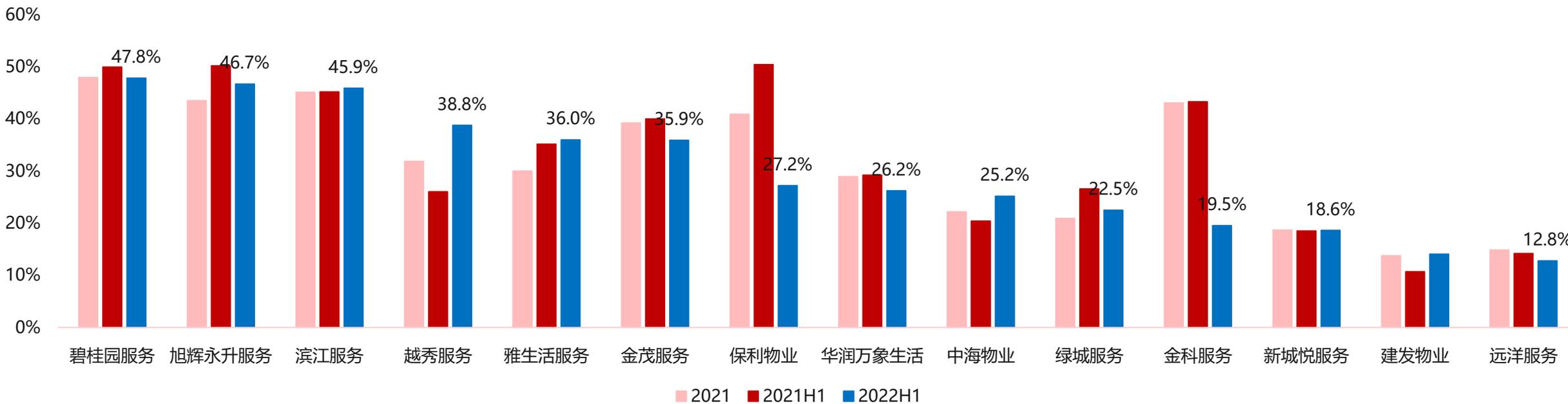


### 毛利率：非业主增值服务毛利率分化明显

从非业主增值服务毛利率变化趋势来看，仅滨江服务、保利物业、华润万象生活、绿城服务、远洋服务和招商积余2022H1非业主增值服务毛利率较2021H1有所提升。

横向对比来看，金茂服务、越秀服务、滨江服务非业主增值服务毛利率超40%，2022H1分别为47.8%、46.7%和45.9%。

图：单个物企非业主增值服务毛利率走势

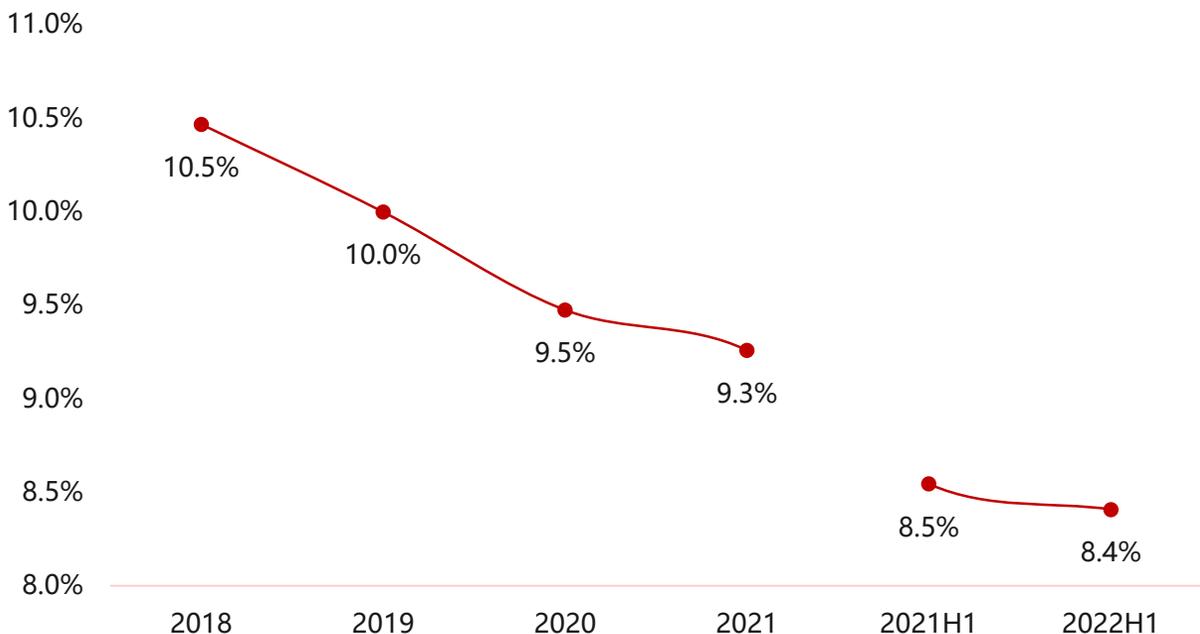


### 销管费用率：提质增效显著，销管费用率整体回落

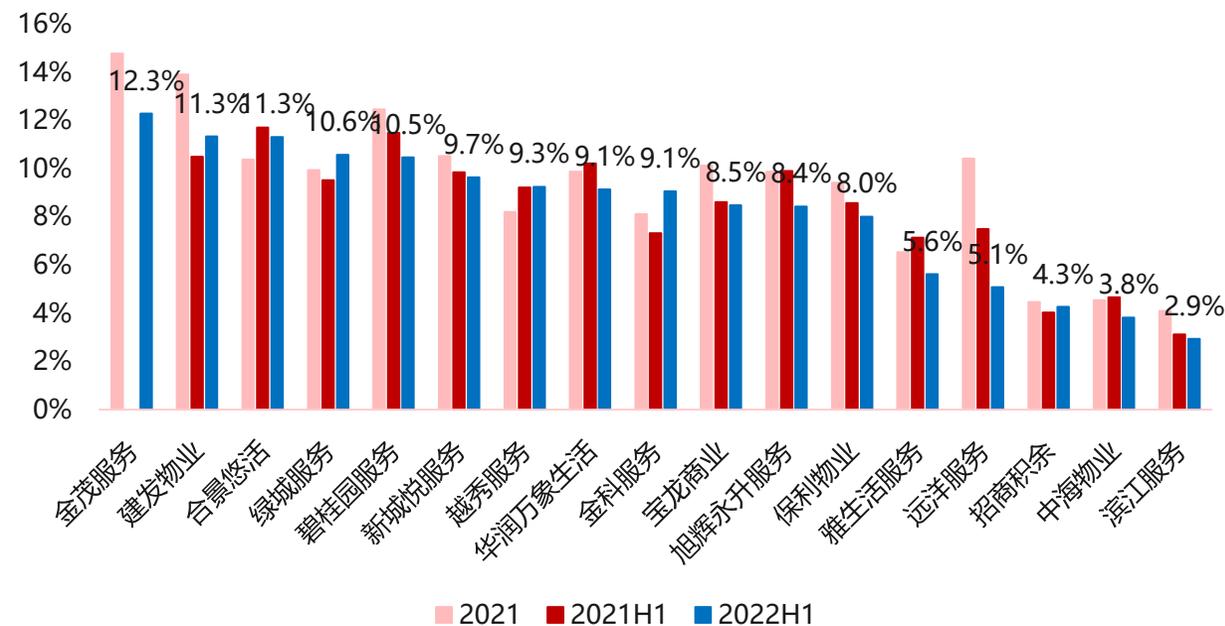
17家样本物企2022H1销管费用率约8.4%，较2021年同期收窄0.1个百分点，较2021年全年下降0.9个百分点，保持持续改善趋势。

横向对比来看，滨江服务、中海物业和招商积余费用管控效率较高，2022H1销管费用率分别为2.9%、3.8%和4.3%，低于5%的销管费用率处于行业前列。

图：样本物企销管费用率走势



图：单个物企销管费用率变化趋势

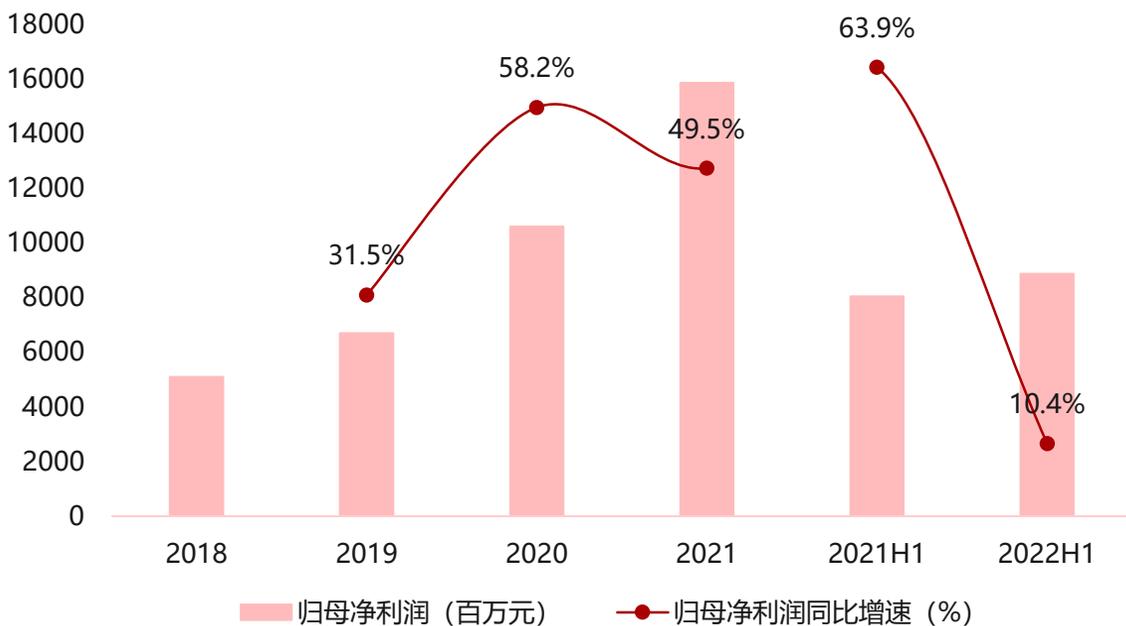


### 归母净利润增速收窄

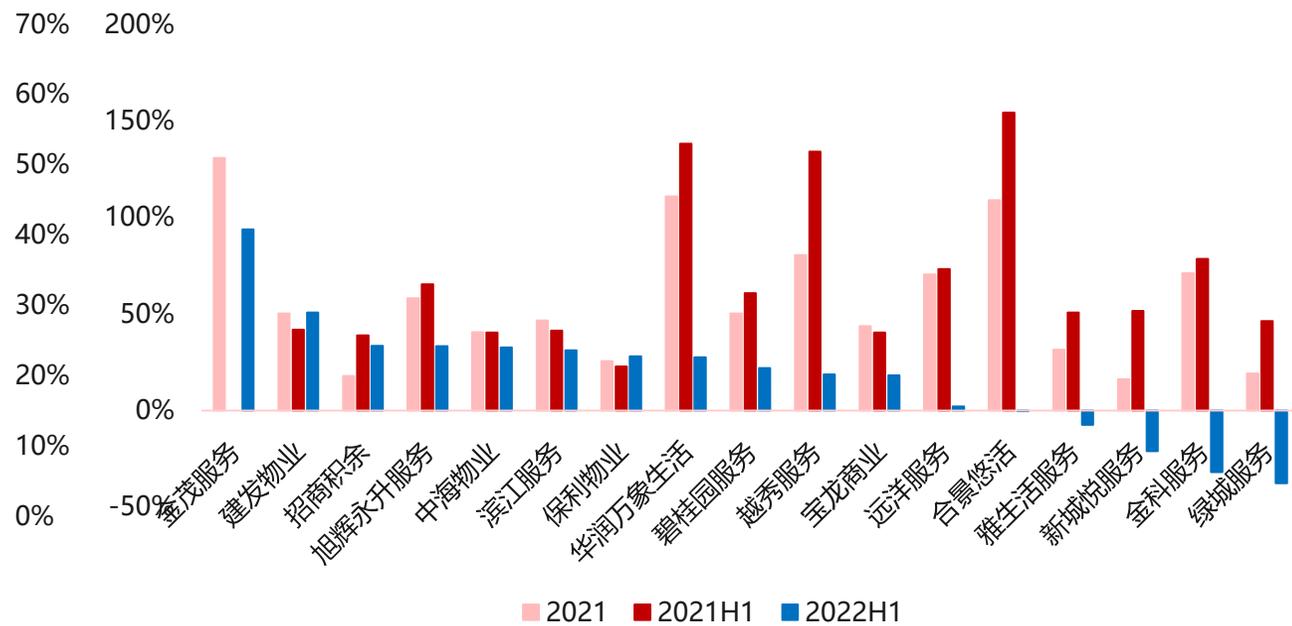
17家样本物企2022H1实现归母净利润88.77亿元，同比增速10.4%，较2021H1增速收窄53.5个百分点，2022年上半年物业行业规模净利润增速大幅下降，且增速低于营业收入增速。

其中，旭辉永升服务(+33.4%)、滨江服务(+31.2%)、金茂服务(+93.3%)、中海服务(+32.7%)、建发物业(+50.7%)和招商积余(+33.5%)保持较高增速，2022H1归母净利润增速仍保持超30%的同比增速。

图：样本物企归母净利润及增速



图：单个物企归母净利润增速变化趋势

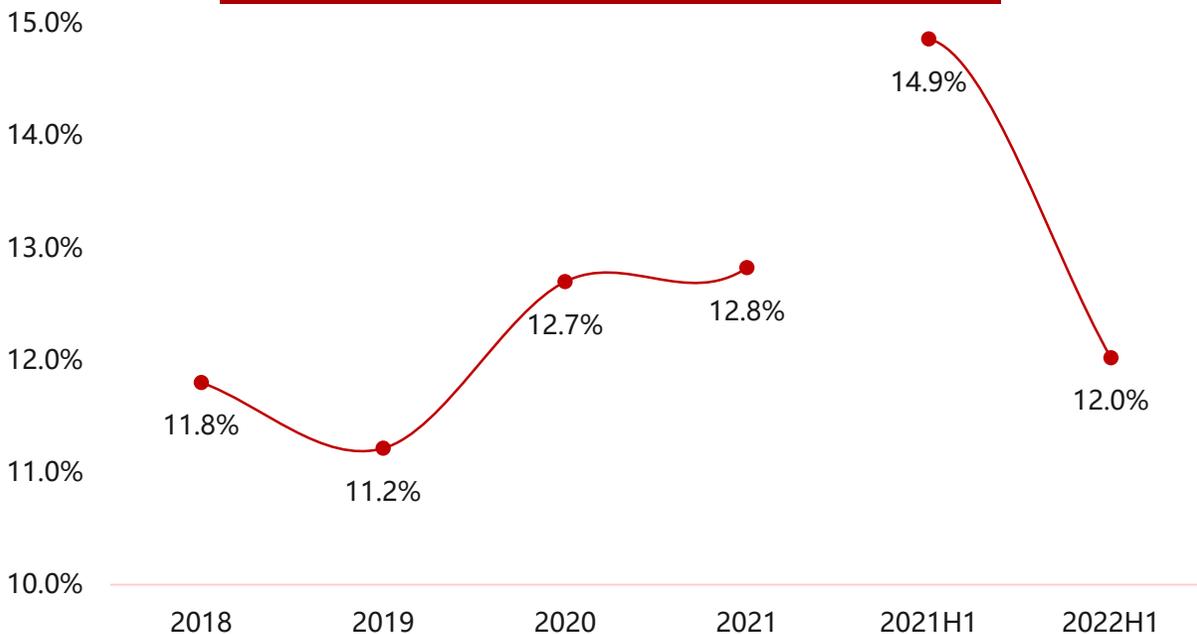


### 归母净利润率有所回落

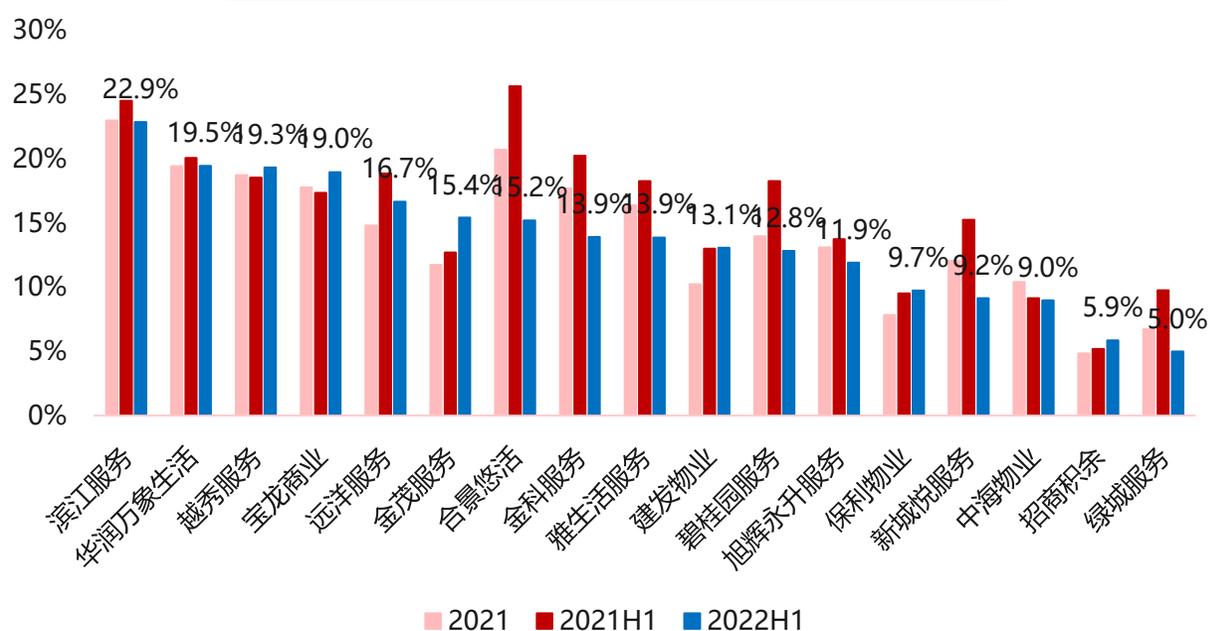
17家样本物企2022H1归母净利润率约12.0%，较2021H1下降2.9个百分点，2022年上半年物业公司盈利能力有所减弱。

横向对比来看，滨江服务（22.9%）、华润万象生活（19.5%）、越秀服务（19.3%）、宝龙商业（19.0%）、远洋服务（16.7%）、金茂服务（15.4%）和合景悠活（15.2%）归母净利润率保持15%以上，盈利能力较强。

图：样本物企归母净利润率变化趋势



图：单个物企归母净利润率变化趋势

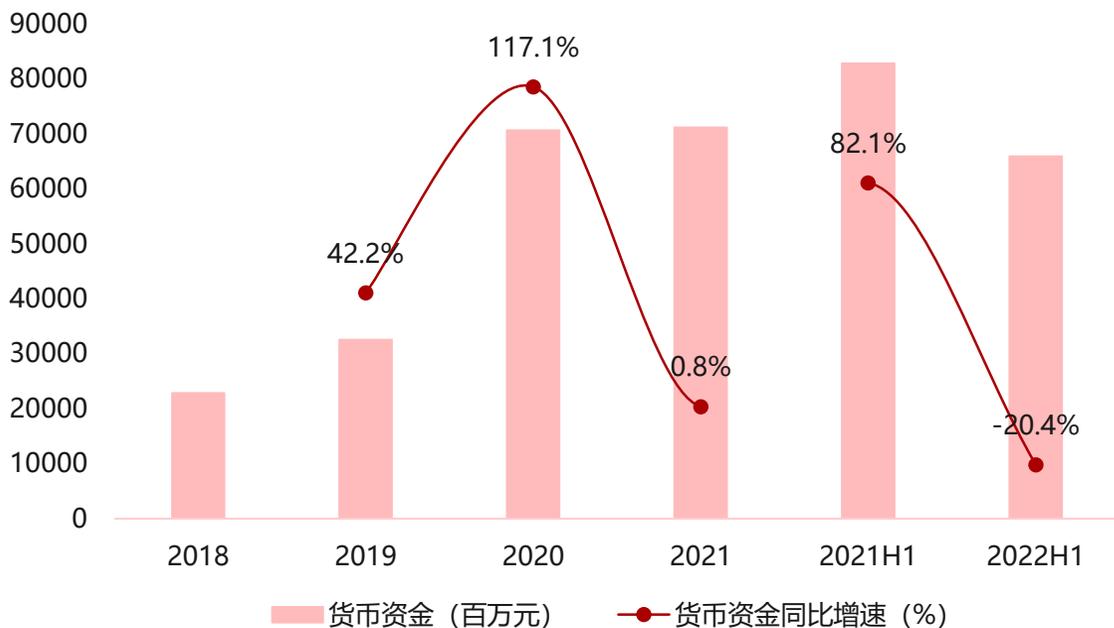


### 货币资金：同比增速由正转负

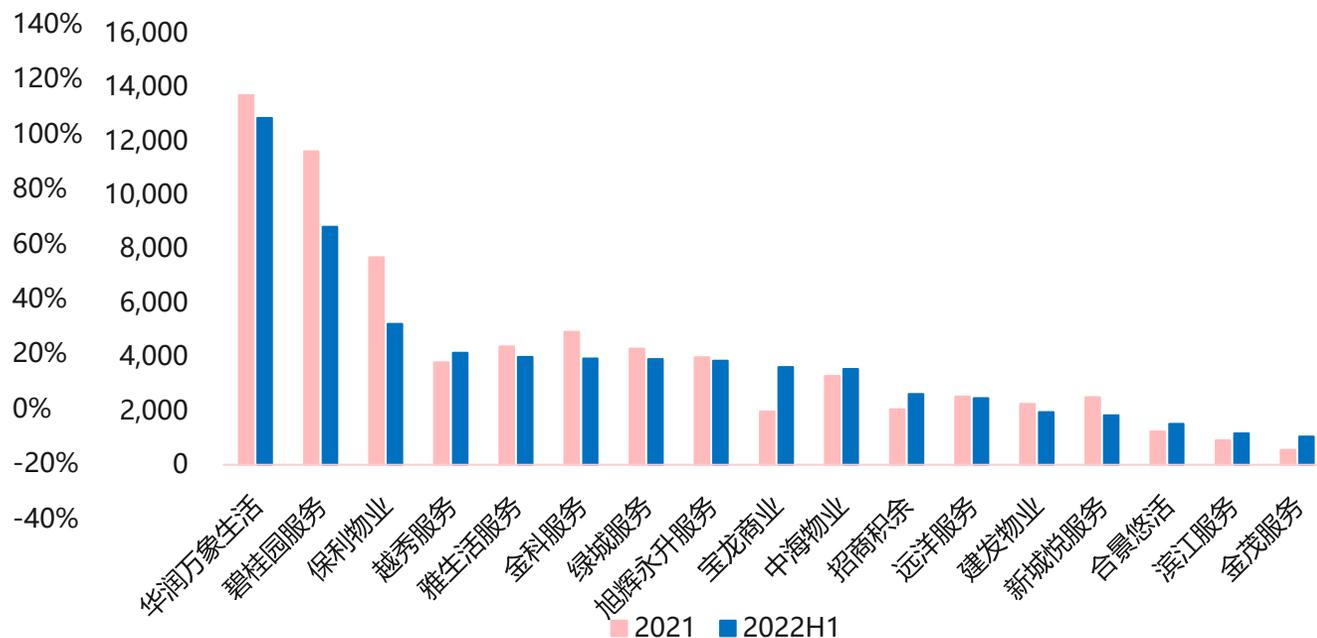
17家样本物企2022H1货币资金659亿元，同比-20.4%，同比增速由正转负。

其中，华润万象生活、碧桂园服务、保利物业在手货币资金较为领先，2022H1在手货币资金分别为128.52、88.16、52.24亿元。

图：样本物企货币资金规模及增速



图：单个物企货币资金绝对值

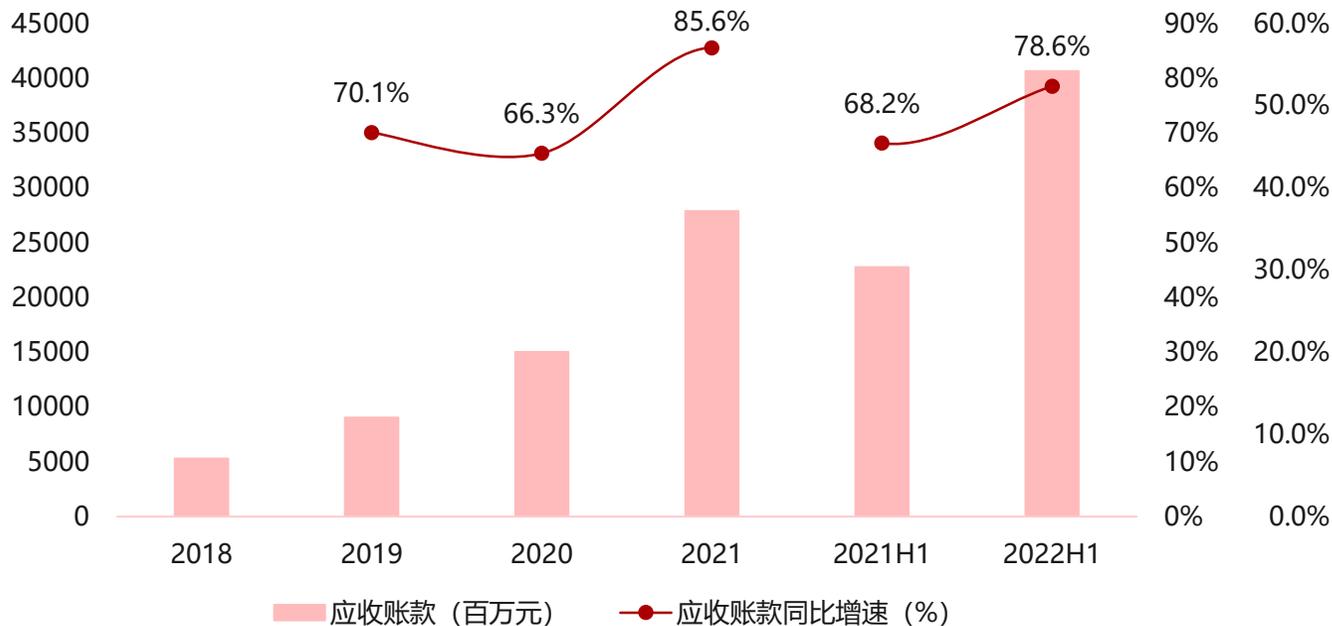


### 应收款规模及占比有所提升

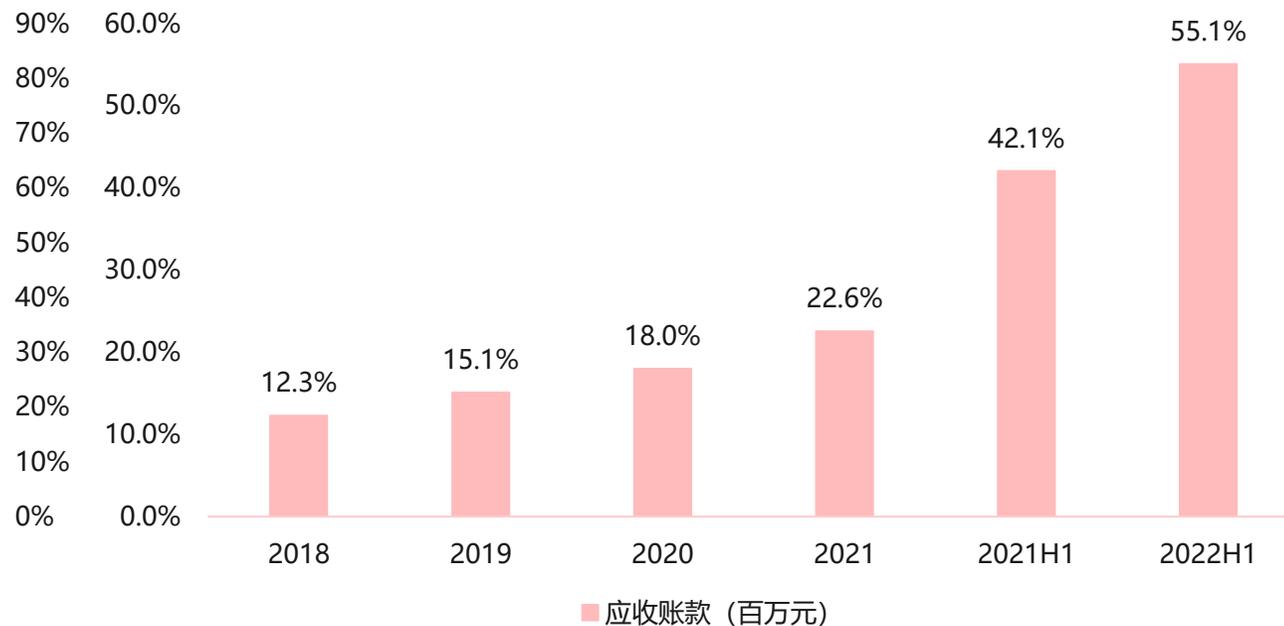
由于城市服务业务账期较长、关联房企现金流趋紧，物业公司应收账款增长较快，17家样本物企2022H1应收账款规模达407亿元，同比增长55.1%，较2021年末279亿元有明显上升。

从应收账款占营业收入的比值来看，2022H1应收账款占营业收入比值上升至55.1%，较2021年末大幅上升32.5个百分点。

图：样本物企应收账款规模及增速



图：样本物企应收账款占营业收入比值变化趋势

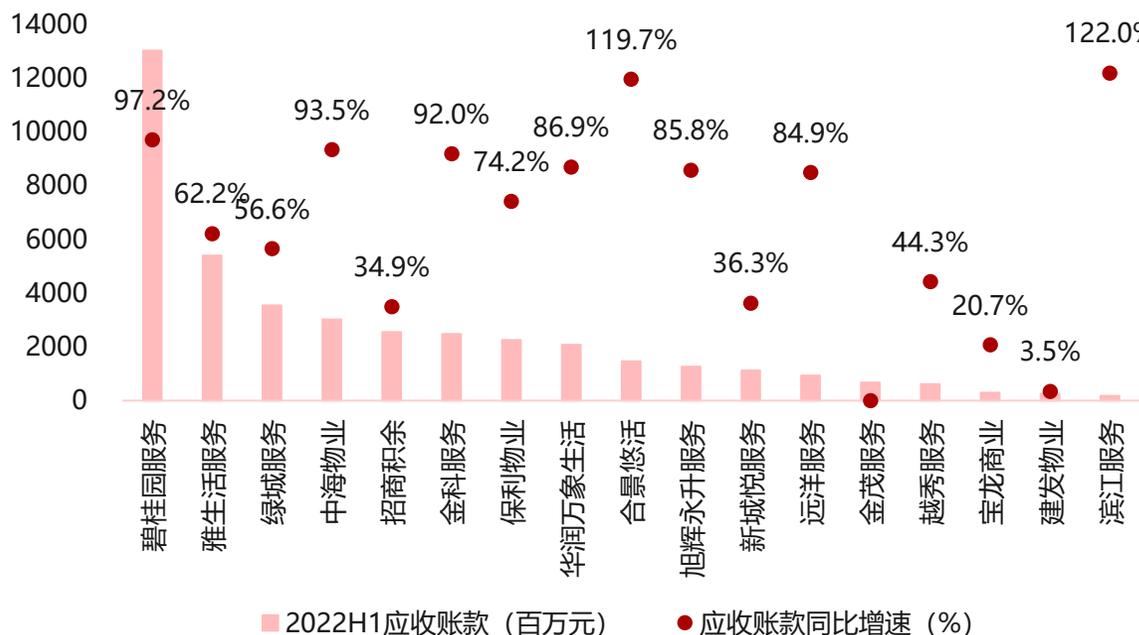


### 应收款规模及占比有所提升

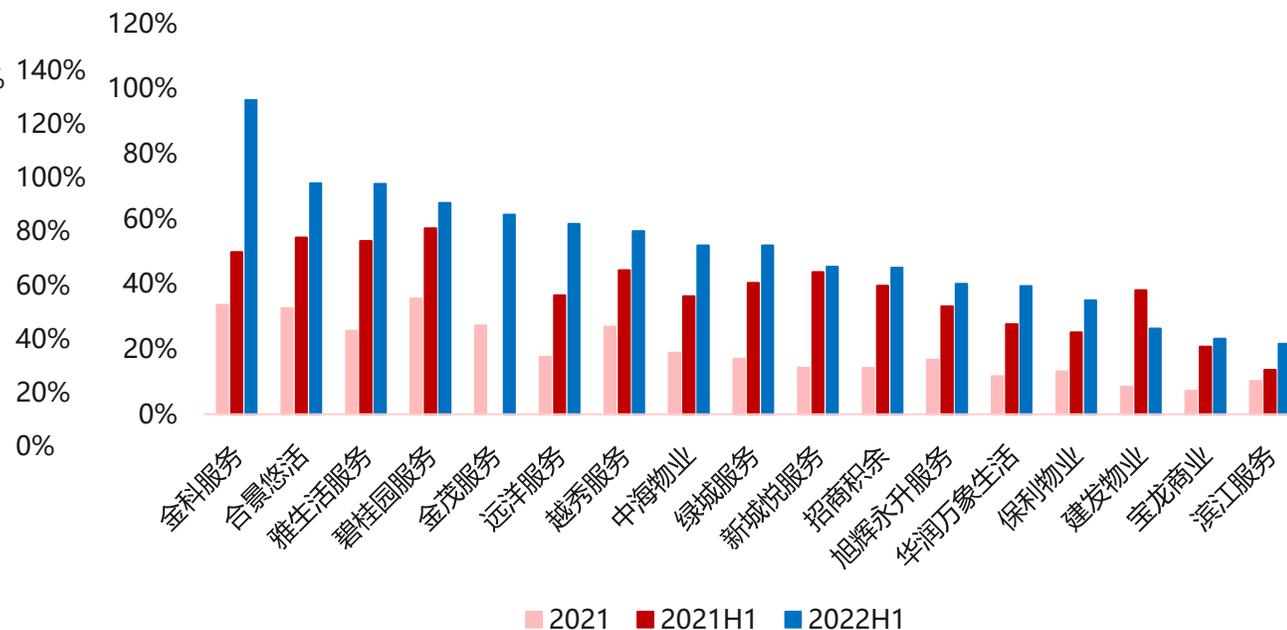
随着业务规模的增长，各物企应收账款也呈现增长趋势，其中滨江服务、合景悠活2022H1应收账款同比增速翻倍，碧桂园服务、中海物业、金科服务2022H1应收账款同比增速超90%。

横向对比17家物企应收账款占营业收入的比值来看，金科服务、合景悠活、雅生活服务比值增长较快，2022H1分别达到96.6%、71.1%和70.9%。

图：单个物企2022H1应收账款及增速变化趋势



图：单个物企应收账款/营业收入比值变化趋势



# 04

## 估值和 投资建议

### 行情复盘：估值进入历史最低位

地产行业供给侧出清导致物业板块估值回调幅度较大。我们认为，虽然物管公司的业务独立性在不断加强，但在估值层面难以完全脱离地产开发赛道。2021年下半年以来，随着地产行业进入供给侧出清、需求端不断下滑的深度调整阶段，物管公司估值出现大幅回调，目前PE估值已降至历史的最低区间，截至2022年9月动态PE已低于8x。



### 中期业绩承压，长期发展趋势不变

2022H1面对上游房地产深度调整以及疫情影响，物业行业出现营收、利润增速下行、毛利率承压、应收账款快速增长等局面，物业企业中期业绩表现承压。我们认为，随着多地出台放松政策，继续从全方位刺激楼市，以及9月纾困专项借款政策继续推进，10月16日大会之前地产政策大致不变，分线城市政策放松在途，房地产行业需求有望迎来底部复苏，有利于压制物业板块估值的不利因素逐渐出清。

代码	公司简称	市值 (亿港元/元)	收盘价 (港元/元)	年初至今涨幅 (%)	EPS				PE				PEG
					2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	(2022PE/2021-2024CAGR)
6098.HK	碧桂园服务	505	15.72	-65.36%	1.28	1.57	2.03	2.61	10.16	8.32	6.41	5.00	0.31
1995.HK	旭辉永升服务	79	4.56	-59.61%	0.37	0.48	0.64	0.83	10.33	7.94	5.91	4.56	0.25
3316.HK	滨江服务	59	23.40	12.07%	1.16	1.56	2.15	2.94	16.74	12.46	9.03	6.61	0.34
6626.HK	越秀服务	48	3.21	-2.00%	0.27	0.34	0.48	0.66	9.87	7.85	5.56	4.03	0.23
3319.HK	雅生活服务	111	8.16	-36.79%	1.67	1.64	1.93	2.43	4.06	4.13	3.51	2.79	0.31
0816.HK	金茂服务	40	4.48	-22.76%	0.22	0.44	0.66	0.84	16.90	8.36	5.62	4.41	0.15
6049.HK	保利物业	259	49.30	-13.26%	1.53	1.95	2.48	3.15	26.74	20.83	16.47	12.98	0.76
1209.HK	华润万象生活	794	35.55	3.12%	0.76	0.99	1.28	1.60	39.03	29.98	23.15	18.33	1.05
2669.HK	中海物业	276	8.40	5.36%	0.30	0.39	0.52	0.67	23.29	17.77	13.50	10.38	0.57
2869.HK	绿城服务	179	5.61	-18.26%	0.26	0.27	0.34	0.42	17.91	17.18	13.74	10.97	0.97
9666.HK	金科服务	59	9.02	-69.82%	1.62	1.86	2.45	3.34	4.62	3.92	2.96	2.24	0.14
1755.HK	新城悦服务	56	7.03	-32.09%	0.62	0.85	1.19	1.49	9.41	6.88	4.90	3.92	0.20
2156.HK	建发物业	46	3.78	-10.89%	0.13	0.17	0.25	0.32	24.13	18.07	12.74	9.80	0.52
6677.HK	远洋服务	29	2.50	-47.60%	0.37	0.48	0.65	0.88	5.61	4.41	3.26	2.49	0.14
3913.HK	合景悠活	24	1.30	-57.83%	0.33	0.44	0.57	0.88	3.27	2.47	1.88	1.23	0.06
9909.HK	宝龙商业	26	4.31	-68.84%	0.69	0.82	0.97	1.18	5.16	4.34	3.67	3.05	0.23
001914.SZ	招商积余	187	18.30	-2.83%	0.48	0.65	0.82	1.01	37.83	28.25	22.37	18.08	1.01
平均									15.59	11.95	9.10	7.11	0.43

### 估值和投资建议：物企五维评价模型

我们通过对17家样本物企的规模增长潜力、业务独立性、盈利能力稳定性、现金充裕程度以及关联公司进行综合评价。我们认为，当前物业板块投资可关注以下三条主线：

- 1) 头部央国企物管公司发展稳健，关联方为高信用房企，估值溢价明显，重点推荐：**A-招商积余；H-保利物业、中海物业**；并建议关注正处于上市进程的万物云；
- 2) 关联公司为安全边际较高、具备困境反转逻辑的优质民企，物管业务独立性不断加强，当前估值极具性价比的弹性标的，重点推荐：**碧桂园服务、旭辉永升服务**；
- 3) 随着疫情得到有效控制以及各地稳增长、促消费政策效果显现，消费有望回暖带动商管公司经营修复，重点推荐：**华润万象生活**，并建议关注正处于上市进程的**龙湖智创生活**。

公司属性	公司名称	规模增长潜力	业务独立性	盈利能力稳定性			现金充裕程度	关联公司安全情况	估值
		2022H1合约/在管比值	2022H1第三方在管面积占比	2021毛利率	2022H1毛利率	变动幅度	2022H1货币资金	关联公司是否违约或展期	PE-TTM
		(倍)	(%)	(%)	(%)	(pct)	(百万元)		
央国企	建发物业	2.16	56%	25.0%	25.60%	0.6	1957	否	19.4
	金茂服务	1.53	39%	31.0%	32.50%	1.4	1044	否	18.5
	远洋服务	1.53	42%	27.8%	26.80%	-1	2474	否	5.5
	越秀服务	1.44	55%	35.0%	31.70%	-3.3	4150	否	10.1
	保利物业	1.4	62%	18.7%	20.20%	1.5	5224	否	22.2
	华润万象生活	1.32	59%	31.1%	31.70%	0.6	12852	否	34.4
	绿城服务	1.05	-	18.5%	19.20%	0.7	3914	否	23.3
	招商积余	-	-	13.8%	12.70%	-1	2624	否	30.9
中海物业	-	31%	17.4%	15.10%	-2.3	3558	否	24.5	
均值		1.49	49%		23.9%	-0.3	4200		21.0
民企	碧桂园服务	1.91	59%	30.7%	26.90%	-3.9	8816	否	9.3
	新城悦服务	1.72	51%	30.8%	29.00%	-1.8	1831	否	10.2
	滨江服务	1.62	52%	32.1%	31.50%	-0.6	1162	否	13.8
	宝龙商业	1.59	-	33.4%	34.00%	0.6	3625	是	4.7
	金科服务	1.49	64%	30.9%	26.50%	-4.5	3936	是	5.7
	旭辉永升服务	1.40	83%	27.6%	25.70%	-1.9	3854	否	9.2
	雅生活服务	1.34	83%	27.5%	26.90%	-0.5	3997	否	4.2
	合景悠活	1.33	88%	37.7%	30.10%	-7.5	1520	是	3
均值		1.55	69%		28.8%	-2.5	3593		7.5

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

# 风险提示

- 1) 房地产政策放松速度及力度不及预期，导致基本面修复不及预期，房地产板块持续出现信用风险事件，影响物业板块估值修复；
- 2) 外拓市场竞争加剧，导致外拓进度不及预期；
- 3) 收并购激进将导致商誉或出现减值风险；
- 4) 经济景气度下行导致居民可支配收入下降、消费疲软，影响商管公司收入。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>