

商业及写字楼市场复苏助力物企商写板块增长

——物业管理行业研究周报



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周谈：商业及写字楼市场复苏助力物企商写板块增长

2022年，受经济放缓、疫情反复、房地产行业下行等多重因素影响，商办业态经营承压。2022年，商业地产百强代表企业经营性物业租金及运营服务收入均值为29亿元，同比增长6.3%，增速较2021年收窄19pct。

商写物管亦受到一定影响，商写物业服务虽多以包干或酬金制的模式收取相对固定的物业管理费，但仍受到出租率及业主经营情况的影响，致部分商办物业管理业务毛利率承压下滑或应收账款高企。

2023年，随着疫情防控政策的优化及消费的复苏，预计商业及写字楼需求将企稳回升。根据世邦魏理仕，2022年，国内18个主要城市全年写字楼净吸纳量234万方，为2009年以来最低水平。展望2023年，消费及旅游市场的回升有利于购物中心客流量回归，同时，不同行业在经济复苏的带领下，有望为写字楼市场带来更多的净吸纳量。

2023年商业及写字楼市场的复苏，有望助力物企商写业态收入及盈利的持续增长。

- 从收入水平来看，商业及写字楼物业费单价显著高于住宅及其他业态，根据《2022中国物业服务百强企业研究报告》，非住业态中，写字楼及商业物业费水平显著高于其他类型的业态。
- 从盈利能力来看，商业及写字楼物管毛利率显著高于住宅业态，根据华润万象生活、宝龙商业及卓越商企服务公司公告数据，2022H1三家公司的住宅毛利率分别为21%、25.8%及17.7%，同期商写毛利率分别为50.3%、35.9%及25.5%，商写毛利率均显著高于住宅毛利率。
- 相比住宅，非住类业态物管费具有更加市场化的提价机制，市场化定价、物管费与租金收入基本呈正相关，有助于推动物管企业将服务品质推向正循环。这一优质细分赛道的回暖，将带动商写物业收入及盈利的增长。

数据追踪（3月20日-3月24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2023年3月24日，持有751.05万股，较上周下跌8.99%，持股市值1.16亿元。
- 港股通：港股中港股通持股共18家（剔除停牌物企），自2023年3月20日至3月24日，增幅最大的是合景悠活，本周增幅0.7%。降幅最大的是时代邻里，降4.05%。持股比例最高为保利物业，为68.06%。持股数量最多为融创服务，为5.22亿股。

投资策略：我们认为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、金科服务，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3月26日

曹旭特

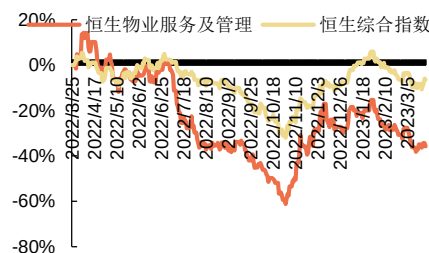
分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	63
行业平均市盈率（TTM）	14.21
港股市场平均市盈率（TTM）	8.29

行业表现走势图



资料来源：iFinD，申港证券研究所

相关报告

- 《金科服务公司深度研究——雪暖金花立及时宜自强》2023-2-21
- 《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
- 《华润万象生活公司深度研究——风起万象升》2022-10-31
- 《物业管理行业研究周报——曙光已现 估值修复有望持续》2023-1-2
- 《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
- 《物业管理行业研究周报——物企规模效应何在》2022-11-6
- 《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
- 《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：商业及写字楼市场复苏助力物企商写板块增长	3
1.1 细分赛道优质业态将加力提速	3
1.2 投资策略	4
2. 本周行情回顾	4
3. 行业动态	6
4. 数据追踪	9
4.1 沪（深）股通资金及交易追踪	9
4.2 港股通资金及交易追踪	9
5. 风险提示	10

图表目录

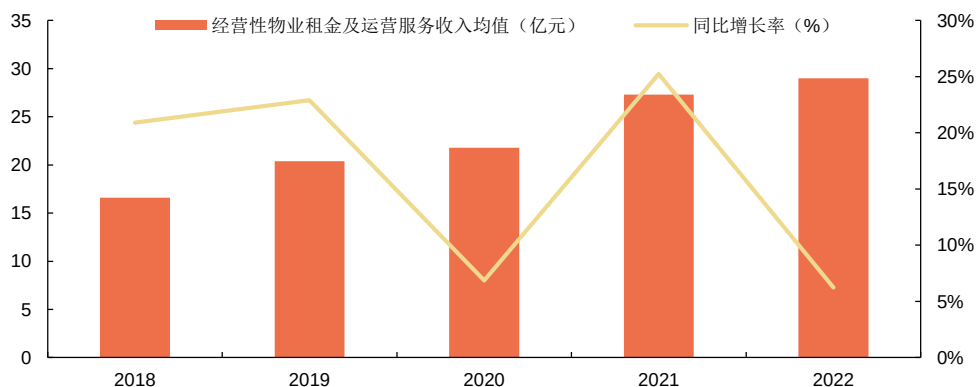
图 1： 商业地产百强代表企业经营性物业租金及运营服务收入均值及同比增速	3
图 2： 典型商管物企商写物业管理毛利率（21H1vs22H1）	3
图 3： 典型商管物企应收账款及同比增速（21H1vs22H1）	3
图 4： 2021 年百强物业分业态物业费水平（元/月/平方米）	4
图 5： 2022H1 典型物企住宅及商管收入及毛利率对比	4
图 6： 近一年恒生物业服务及管理 vs 恒生指数	5
图 7： 各板块周涨跌幅对比	5
图 8： 本周涨跌幅前五位（%）	5
图 9： 本周涨跌幅后五位（%）	5
图 10： 港股物业（931744.CSI）近一年 PE（TTM）	6
图 11： 招商积余沪（深）股通持股数量变化及持股市值	9
表 1： 全国分行业 2022 年租赁面积情况及 2023 年租赁需求趋势	3
表 2： 港股通持股数量及总市值	9

1. 每周一谈：商业及写字楼市场复苏助力物企商写板块增长

1.1 细分赛道优质业态将加力提速

2022 年，受经济放缓、疫情反复、房地产行业下行等多重因素影响，商办业态经营承压，2022 年，商业地产百强代表企业经营性物业租金及运营服务收入均值为 29 亿元，同比增长 6.3%，增速较 2021 年收窄 19pct。

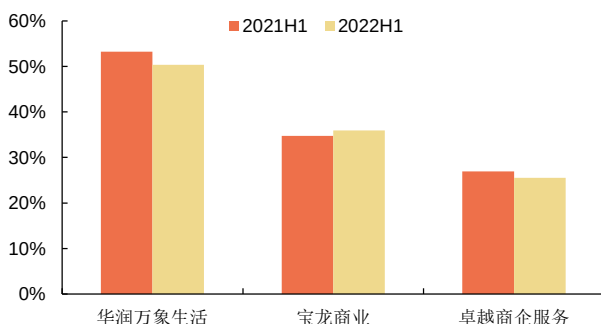
图1：商业地产百强代表企业经营性物业租金及运营服务收入均值及同比增速



资料来源：中指数据，申港证券研究所

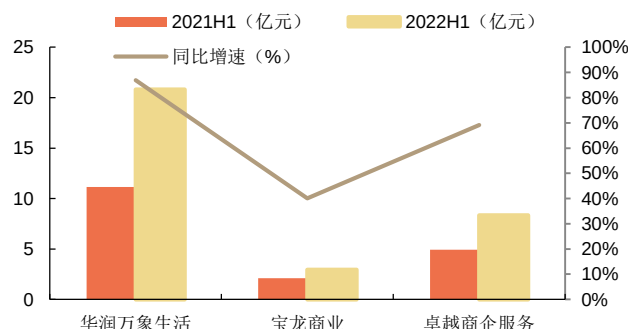
商写物管亦受到一定影响，商写物业服务虽多以包干或酬金制的模式收取相对固定的物业管理费，但仍受到出租率及业主经营情况的影响，致部分商办物业管理业务毛利率承压下滑或应收账款高企。

图2：典型商管物企商写物业管理毛利率（21H1vs22H1）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图3：典型商管物企应收账款及同比增速（21H1vs22H1）



资料来源：iFinD，申港证券研究所

2023 年，随着疫情防控政策的优化及消费的复苏，预计商业及写字楼需求将企稳回升。根据世邦魏理仕，2022 年，国内 18 个主要城市全年写字楼净吸纳量 234 万方，为 2009 年以来最低水平。展望 2023 年，消费及旅游市场的回升有利于购物中心客流量回归，同时，不同行业在经济复苏的带领下，有望为写字楼市场带来更多的净吸纳量。

表1：全国分行业 2022 年租赁面积情况及 2023 年租赁需求趋势

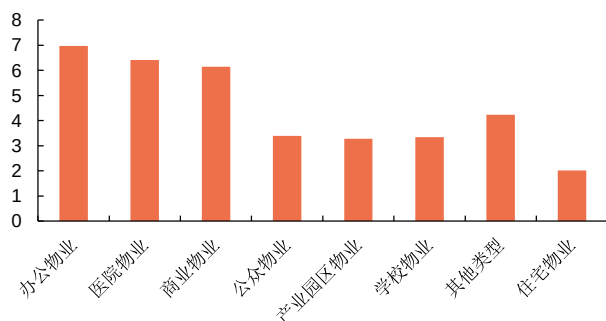
	2022 年租赁面积占比	2022 年租赁面积同比变化	2023 年租赁需求趋势	增长点
科技	24%	-53%	↑	基础科技研发、元宇宙相关、企业服务
金融	23%	-19%	↑	非银金融
制造业	12%	-2%	→	新能源汽车
专业服务	10%	-11%	↑	律所、人力资源、财务
房地产	8%	-20%	↑	上下游企业如工程管理
生命科学	4%	-26%	→	药物研发、医疗设备

资料来源：世邦魏理仕，申港证券研究所

2023 年商业及写字楼市场的复苏，有望助力物企商写业态收入及盈利的持续增长。

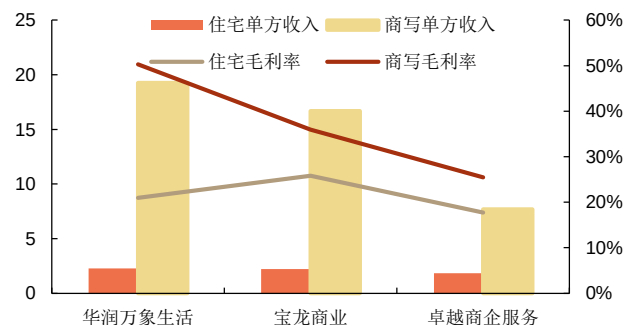
- ◆ 从收入水平来看，商业及写字楼物业费单价显著高于住宅及其他业态，根据《2022 中国物业服务百强企业研究报告》，非住业态中，写字楼及商业物业费水平显著高于其他类型的业态。
- ◆ 从盈利能力来看，商业及写字楼物管毛利率显著高于住宅业态，根据华润万象生活、宝龙商业及卓越商企服务公司公告数据，2022H1 三家公司的住宅毛利率分别为 21%、25.8%及 17.7%，同期商写毛利率分别为 50.3%、35.9%及 25.5%，商写毛利率均显著高于住宅毛利率。
- ◆ 相比住宅，非住类业态物管费具有更加市场化的提价机制，市场化定价、物管费与租金收入基本呈正相关，有助于推动物管企业将服务品质推向正循环。这一优质细分赛道的回暖，将带动商写物业收入及盈利的增长。

图4：2021 年百强物业分业态物业费水平（元/月/平方米）



资料来源：《2022 中国物业服务百强企业研究报告》，申港证券研究所

图5：2022H1 典型物企住宅及商管收入及毛利率对比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

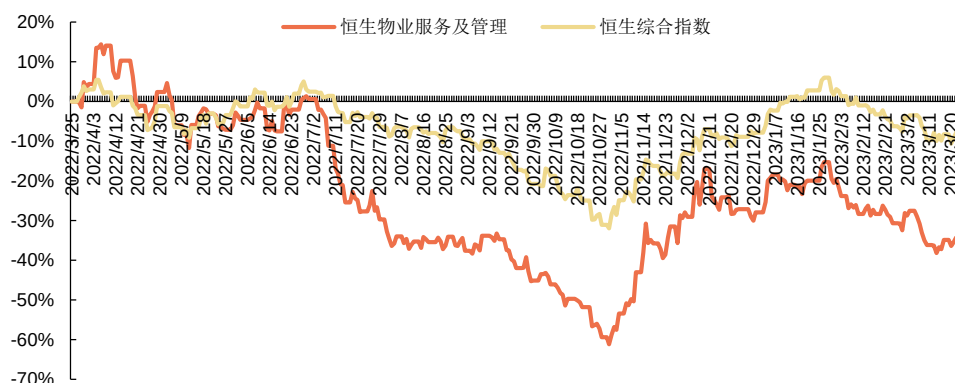
1.2 投资策略

我们认为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、金科服务，关注高弹性标的碧桂园服务。

2. 本周行情回顾

自2023年3月20日至2023年3月24日收盘，恒生物业板块下跌1.41%，恒生综合指数上涨2%，恒生物业板块跑输恒生综合指数3.4pct。

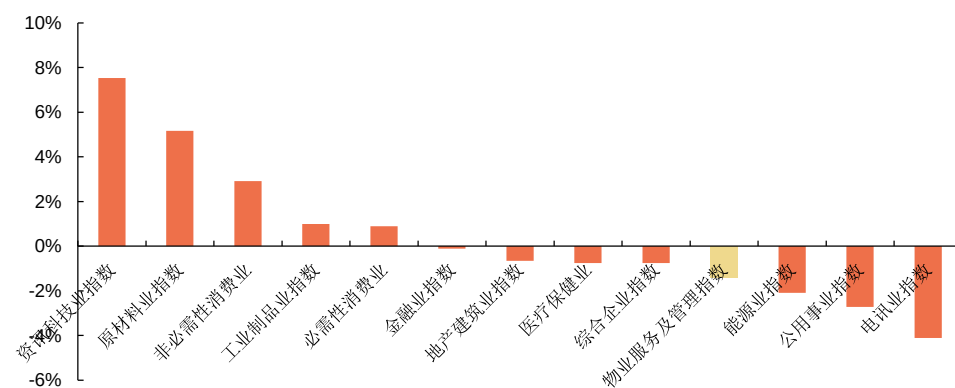
图6：近一年恒生物业服务及管理 vs 恒生指数



资料来源：iFinD，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 10。

图7：各板块周涨跌幅对比



资料来源：iFinD，申港证券研究所

A+H63 名个股统计涨跌幅前五名为：股价涨幅前五名分别为新希望服务(17.16%)、宋都服务(10.53%)、方圆生活服务(10%)、中奥到家(10%)、宝龙商业(8.92%)。股价跌幅后五名分别为浦江中国(-21.67%)、朗诗绿色生活(-10.43%)、时代邻里(-8.33%)、远洋服务(-7.11%)、荣万家(-6.67%)。

图8：本周涨跌幅前五位 (%)

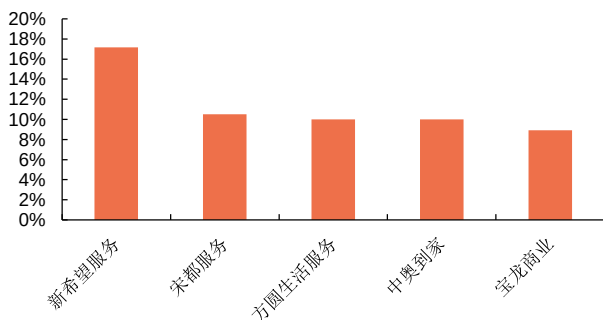
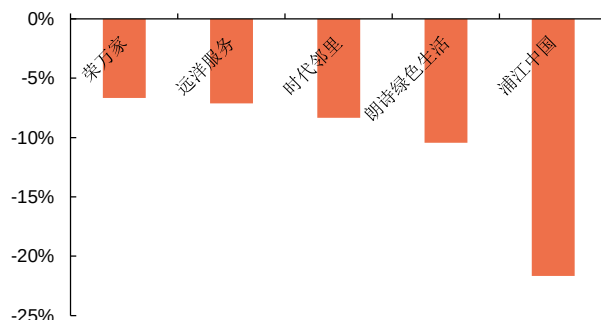


图9：本周涨跌幅后五位 (%)

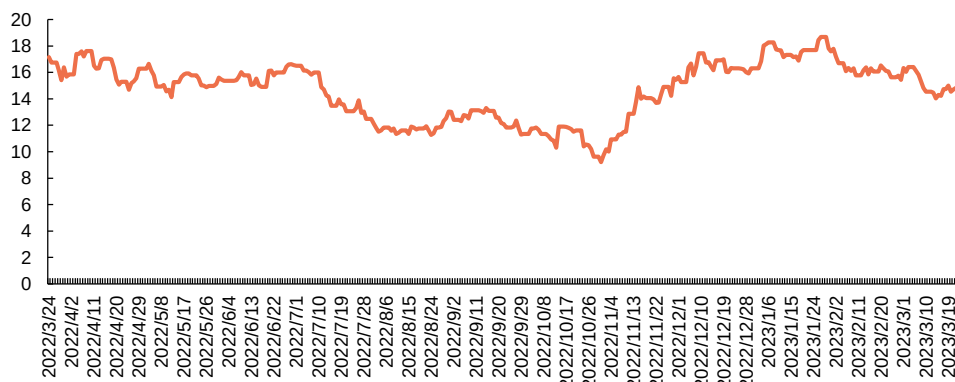


资料来源：iFinD，申港证券研究所

资料来源：iFinD，申港证券研究所

截止 2023/3/24 港股物业（931744.CSI）PE（TTM）为 14.47 倍，较前一周下跌 0.28，近一年均值为 14.64 倍，周内行业估值呈现波动态势。

图10：港股物业（931744.CSI）近一年 PE（TTM）



资料来源：iFinD，申港证券研究所

3. 行业动态

中共中央 国务院：《党和国家机构改革方案》提及统筹推进党建引领基层治理和基层政权建设

近日，中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，提及：组建中央社会工作部。负责统筹指导人民信访工作，指导人民建议征集工作，统筹推进党建引领基层治理和基层政权建设，统一领导全国性行业协会商会党的工作，协调推动行业协会商会深化改革和转型发展，指导混合所有制企业、非公有制企业和新经济组织、新社会组织、新就业群体党建工作，指导社会工作人才队伍建设等，作为党中央职能部门。

中央社会工作部划入民政部的指导城乡社区治理体系和治理能力建设、拟订社会工作政策等职责，统筹推进党建引领基层治理和基层政权建设。

住房和城乡建设部：印发《全国物业管理文明行业标准》

日前，住房和城乡建设部办公厅印发了城市供水、城市燃气、园林绿化、物业管理、住房公积金、城市供热等 6 个住房和城乡建设系统文明行业标准。

全国物业管理文明行业标准主要涉及七点：一是，坚持党建引领，提升工作成效；二是，坚持以人为本，实现优质服务；三是，加强诚信建设，兑现服务承诺；四是，创新服务手段，规范有序竞争；五是，丰富社区文化，文明氛围浓厚；六是，热心公益事业，践行社会责任；七是注重队伍建设，行业形象良好。

雅生活：与朗新科技集团开启数字产业战略合作

3月17日，雅生活集团与朗新科技集团就能源数字化及双碳产业布局、城市和社区的智慧运营及服务、数字城市建设及城市服务等领域开展深度合作。

共同发力能源数字化建设，布局双碳产业，围绕能源物联网、微能源网运营、智慧能源服务与运营、智慧车联网、节能服务、小区共享充电、数字社区运营等场景打造能源数字化服务智慧支撑体系，构建智慧低碳的城市能源系统，助力城市、园区、社区、楼宇的能源系统智慧低碳转型。

碧桂园服务：旗下子公司接连斩获亿级环卫大单，中标总额近3亿元

3月17日消息，碧桂园服务旗下康洁科技集团有限公司和福建东飞环境集团有限公司分别在河北、福建环卫市场斩获亿级环卫服务项目，中标总额近3亿元。

康洁科技中标河北省秦皇岛市卢龙县城乡环卫保洁市场化及国省干道洒水降尘项目，中标金额1.199亿元，服务期限3年。东飞环境中标福州市仓山区环卫作业服务类采购项目第4包。中标金额1.716亿元，服务时间为3+2年。

融信服务：预计2022年度净利润减少约1亿元至1000-2000万元

3月20日，融信服务公告，预期2022年度集团将录得净利润约1000万元至约2000万元，去年同期的净利润则约为1.2亿元。

集团董事会认为，本期间该利润减少主要归因于：(i)集团应收关联方贸易应收款项的减值拨备大幅增加；及(ii)房地产市场低迷令房地产发展商对服务的需求减少，导致为非业主提供增值服务的收入减少。

金融街物业：进军香港物管市场，拟1.54亿港元收购置佳物业70%股权

金融街物业股份有限公司3月21日公布，拟收购目标公司置佳物业服务有限公司70%股权，总代价最高为1.54亿港元，惟须受股份买卖协议所载条款及条件规限。

目标公司于2000年9月11日根据香港法律注册成立，主要在香港从事物业管理、保安服务、设施管理及工程顾问服务，在物业管理领域拥有逾20年经验。于2022年9月30日，目标公司在管项目22个，在管单位超过63,400个，包括商业及住宅物业。

时代邻里：预期2022年度盈转亏，归母净亏损不超2.3亿元

3月21日，时代邻里披露：预期于2022年度将录得未经审核归属公司拥有人应占亏损不超过2.30亿元，去年同期归属本公司拥有人应占利润为约3.08亿元。

该亏损主要由于本年度内中国房地产行业下行、新冠疫情反覆及宏观经济增速放缓等因素叠加，导致该集团需要账面计提资产减值、经营成本增加、业务活动开展受新冠疫情防控影响而放缓，以及调节业务规模以应对市场变化。

荣万家：预期2022年度净利润约2.36亿元，同比减少42.5%

3月21日，荣万家披露：预期截至2022年12月31日止年度净利润约为2.36亿元，较截至2021年12月31日止年度的净利润4亿元同比减少42.5%。

该减少主要是由于(i)受中国房地产市场放缓及全行业流动性紧张的影响，对集团物业开发商客户的应收账款作出减值亏损人民币1.54亿元；(ii)因受到新冠疫情封控影响，集团部分业务及商务活动较难正常开展，对收入及利润产生一定负面影响；及(iii)集团的物业开发商客户于报告期内所交付物业项目的建筑面积大幅减少，对集团具有较高利润率的增值服务的需求产生不利影响。

中航物业：2022年净利润2.28亿元，同比下降4.8%

3月20日，中航物业管理有限公司披露：2022年净利润2.28亿元，同比下降4.78%；营业收入57.04亿元，同比增长11.09%；总资产为25.09亿元，上年同期总资产为25.99亿元；净资产为4.2亿元，上年同期净资产为4.45亿元。

朗诗绿色生活：收购朗诗寓轻资产业务获股东会审批通过

3月20日，朗诗绿色生活公告，收购朗诗寓轻资产运营业务已获股东会审批通过。朗诗寓延续绿色基因，契合租住场景。在租赁产品线上布局全品类产品，形成组合拳，并通过功能分区和社交空间营造，为客户营造舒适性更高的租住体验。

同时聚焦全国一线及强二线城市业务布局，积极利用自己的资源优势，搭载朗诗集团平台，摸索出了重中轻结合的业务创新模式。

中奥到家：预期2022年度归属于公司股东溢利同比减少25%

3月22日，中奥到家披露，预期截至2022年12月31日止年度未经审核归属于公司股东的溢利较2021年同期减少约25%。

主要原因如下：1.因2022年房地产行业遭遇严峻流动性危机，物业管理行业面临前所未有的挑战及整体经济放缓。公司按照相关会计准则要求对其他应收款、应收账款和收购物业管理公司的商誉等主要资产计提减值准备，该等减值损失将对本集团的财务业绩产生不利影响；2.由于遇到上述各种挑战，也令公司收入减少，销售和服务成本增加。

碧桂园服务：与顺德农商银行战略签约，携手推动智慧物业一体化建设

3月22日，碧桂园服务与顺德农商银行签订战略合作协议，双方将携手发展数字化平台、金融服务、智慧物业一体化建设。截至目前，碧桂园服务合同管理面积约为16.1亿平方米，为约815万户业主及商户提供物业管理服务。

恒大公布债务重组方案

3月22日晚间，恒大公告债务重组方案，针对191.485亿美元债务：其中139.225亿美元是有担保的恒大票据，52.26亿美元是景程优先票据。恒大已与如上票据持有人特别小组成员达成具有约束力的协议。

恒大计划质押恒大汽车、恒大物业股份，恒大物业质押托管的股权比例是30%，发

行强制可转换债券对应的股权是 21.75%，合计 51.57%，恒大仅剩 0.14%。

恒大物业：截至 2 月总签约建筑面积约 8.22 亿平米，年度业绩正在审核中

3 月 23 日，恒大物业披露，截至 2023 年 2 月 28 日，集团有 2,730 个在管项目，覆盖 22 个省、5 个自治区、4 个直辖市和香港，在管总建筑面积约 5.05 亿平方米，为超过 330 万业主提供物业管理服务；总签约建筑面积约 8.22 亿平方米，签约项目总数 3,142 个。

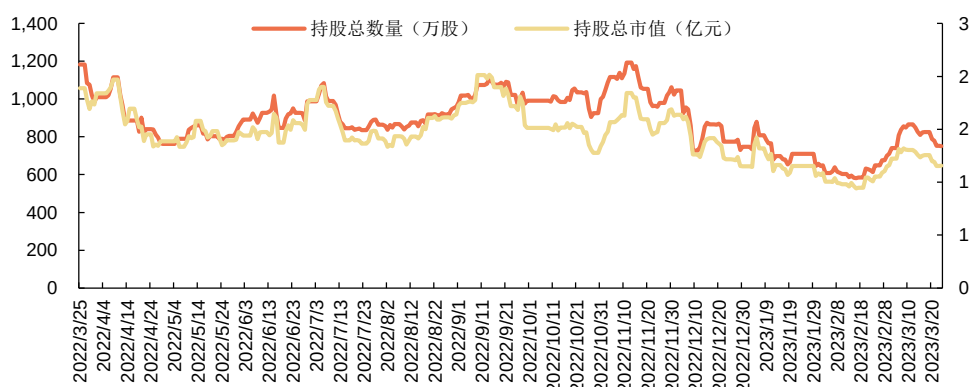
恒大物业表示，正与中国恒大集团商讨偿还该质押所涉及款项的方案；2021 年及 2022 年审计工作尚在进行中，公司将在切实可行情况下尽快发布 2021 年经审核年度业绩、2022 年之中期业绩，及 2022 年经审核年度业绩。

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 2023 年 3 月 24 日，持有 751.05 万股，较上周下跌 8.99%，持股市值 1.16 亿元。

图11：招商积余沪（深）股通持股数量变化及持股市值



资料来源：iFinD，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 2023 年 3 月 20 日至 3 月 24 日，增幅最大的是合景悠活，本周增幅 0.7%。降幅最大的是时代邻里，降 4.05%。持股比例最高为保利物业，为 68.06%。持股数量最多为融创服务，为 5.22 亿股。

表2：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	52206	0.51	52.08	16.65	3.19	51943	54310
2669.HK	中海物业	49358	0.05	38.69	44.13	8.94	49335	49183

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)
0873.HK	世茂服务	44387	-0.93	51.28	9.9	2.23	44806	40523
1995.HK	旭辉永升服务	36860	0.46	54.45	10.84	2.94	36690	36347
6098.HK	碧桂园服务	34813	-1.22	18.23	44.91	12.9	35243	43408
2869.HK	绿城服务	30655	-0.03	20.29	15.39	5.02	30664	24843
3319.HK	雅生活服务	27849	-0.03	40.66	21.64	7.77	27857	25886
3913.HK	合景悠活	20063	0.7	21.06	2.73	1.36	19923	23896
9666.HK	金科服务	10579	-0.12	16.2	12.84	12.14	10592	9917
6049.HK	保利物业	8820	0.33	68.06	37.84	42.9	8791	9044
1755.HK	新城悦服务	8444	-0.25	31.59	4.86	5.75	8465	7543
9909.HK	宝龙商业	7511	-0.91	41.71	4.4	5.86	7580	6746
6989.HK	卓越商企服务	6665	0.14	21.06	2.33	3.5	6656	6991
9983.HK	建业新生活	6425	-0.61	21.64	1.81	2.82	6464	5645
1209.HK	华润万象生活	5212	-0.2	8.69	20.56	39.45	5222	4703
9928.HK	时代邻里	2700	-4.05	5.51	0.18	0.66	2814	2840
2156.HK	建发物业	1175	0	3.35	0.55	4.69	1175	1181
0816.HK	金茂服务	767	-0.08	5.15	0.31	4.05	768	814

资料来源: iFinD, 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