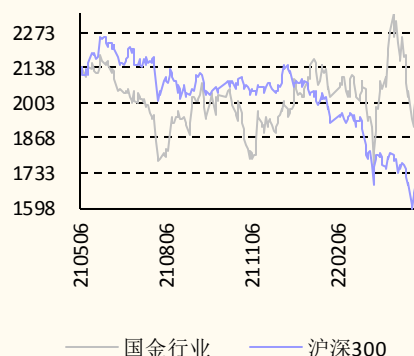


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	2034
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047
深证成指	11021
中小板综指	10960



相关报告

1. 《政治局会议定调，行业信心有望提振-地产行业点评》，2022.4.29
2. 《因城施策调控密集松绑，持续提振市场信心-地产行业点评》，2022.4.28
3. 《集中土拍延续低温，住建部表态重视行业风险-地产行业周报》，2022.4.24
4. 《宽松政策加速出台，地方政府或纾困本土房企-地产行业周报》，2022.4.17
5. 《长三角调控松绑加速，多维宽松促进良性循环-地产行业点评》，2022.4.11

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人

高增长抗周期性强，物业独立性有待定价

核心观点

- **收入利润高增，抗周期特性突显。**50 家上市物管公司 2021 年收入合计 1785 亿元，同比增长 46.5%；归母净利润合计 226 亿元，同比增长 45.6%。物业行业相比其他地产下游行业，抗周期性更强，上市物管公司 2021 收入均仍有增长。净利润增速有所分化，其中 8 家公司同比下滑，主要因为关联方应收账款或者金融合约资产的减值拨备增加。
- **各业务中社区增值服务发展最快，收入利润占比持续提升。**我们统计的样本公司 2021 年社区增值服务收入合计达 217 亿元，同比增长 67%。2021 年，样本公司整体社区增值服务收入占比 17.7%，毛利润占比 27.5%，相较于 2020 年各提升 1.5pct 和 2.2pct。
- **在管面积加速增长，第三方占比持续提升。**30 家上市公司 2021 年在管面积合计 49 亿方，同比增长 51%，增速相较于 2020 年加快，主要因为头部物管公司逆势加大并购扩大规模。20 家公布面积拆分数据的上市物管公司 2021 年在管面积中第三方占比和非住宅占比的平均值分别为 61.0%和 32.5%，相较于 2020 年分别提升 13.6pct 和 1.5pct。
- **员工成本变动趋势或可作为财务权独立的参考指标。**我们认为通过比较上市物业公司员工成本变动、物业公司收入变动、关联房企的员工成本变动，或可证明部分物业公司财务权是独立的。部分民营物管公司的关联房企 2021 年员工成本有所减少或仅小幅增长，而物业公司的收入和员工成本都保持了较大幅度增长，这体现了物业公司的财务独立，比如金科服务。
- **应收账款增长过快成共性问题，预计今年将有改善。**50 家上市物管公司 2021 年应收账款合计 451 亿元，同比增长 80%。主要因为：1) 并购后，标的公司年末应收款全额并表而收入仅部分月份并表，而且标的公司应收款相对较多。2) to G 类业务占比提升。3) 地产下行，甲方为房企的业务账期拉长。多数上市物管公司已高度重视应收账款回收问题，业务考核指标从权责发生制转变为收付实现制，预计今年来自小业主的应收回款将有改善。
- **关联房企稳健程度主导物业板块估值，未来独立运营能力强的物企估值有望修复。**当前上市物企可划分为三类：1) 国企物企；2) 民营物企且关联房企相对稳健；3) 民营物企且关联房企处境较为困难。2021 年上半年，三类物企估值走势基本一致，2021 年下半年开始明显分化。截至 2022 年 4 月 29 日，上述三类公司 PE(ttm)的平均值分别为 32x、18x 和 6x。我们认为目前这种完全根据关联房企稳健程度来定价物业板块的情况并不完全合理。之所以这样定价，是因为市场对民营物企的独立性并未真正认清，或者说从报表端尚未能精准辨识。我们认为从长期发展来看，具备独立运营能力的优质物企的盈利质量较高，未来增长的确性也较高，估值有望修复。

投资建议

- 考虑到稳健性，当前国企物业公司仍具备配置价值，我们看好有股权激励的保利物业，以及在商管领域有深厚护城河的华润万象生活。长期来看，我们推荐管理规模大幅提升，增值服务方面探索出成熟产品线后能快速起量的头部物管公司碧桂园服务；以及在增值服务方面发展迅速的物业公司，推荐金科服务，建议关注旭辉永升服务。

风险提示

- 地产销售恢复速度低于预期；增值服务发展不顺；应收账款坏账超预期

内容目录

2021 业绩回顾-利润表	4
收入保持高增长，抗周期特性突显	4
归母净利润增速分化明显，负增长数量明显增多	5
整体毛利率基本维持稳定	6
销售费用率保持稳定，管理费用率小幅下降	7
员工成本变动幅度或可作为财务权独立的参考指标	8
2021 业绩回顾-资产负债表	10
应收账款增长过快成共性问题，预计来自小业主的应收将有改善	10
行业并购整合继续，商誉增长过快也成隐忧	10
账面现金依然充足，增速放缓	11
2021 业绩回顾-现金流量表	12
经营性现金流净额/净利润平均值下降但仍大于 1.0 倍	12
投资性现金净支出因并购大幅增加	14
2021 业绩回顾-经营指标	14
社区增值服务增速最快，收入利润占比持续提升	14
整体管理规模加速增长，第三方占比持续提升	15
二级市场表现回顾	16
关联房企稳健程度成对物管公司定价核心	16
未来物业独立性有待正确定价	17
投资建议	17
长期看好独立运营能力强的优质物管公司	17
风险提示	18

图表目录

图表 1: 50 家上市物管公司整体收入及同比增速	4
图表 2: 上市物管公司 2021 年收入及同比增速情况	5
图表 3: 50 家上市物管公司整体归母净利润及同比增速	5
图表 4: 50 家上市物管公司各自归母净利润及同比增速	6
图表 5: 2018-21 年 50 家上市物管公司整体毛利率平均值走势	6
图表 6: 上市物管公司 2021 年毛利润率情况	7
图表 7: 样本上市物管公司各业务板块毛利率平均值情况	7
图表 8: 2018-21 年上市物管公司销售费用率和管理费用率平均值走势	7
图表 9: 上市物管公司 2020-21 年销售管理费用率变动情况	8
图表 10: 上市物管公司 2021 年员工成本增速和收入增速对比 (1)	9
图表 11: 上市物管公司 2021 年员工成本增速和收入增速对比 (2)	9

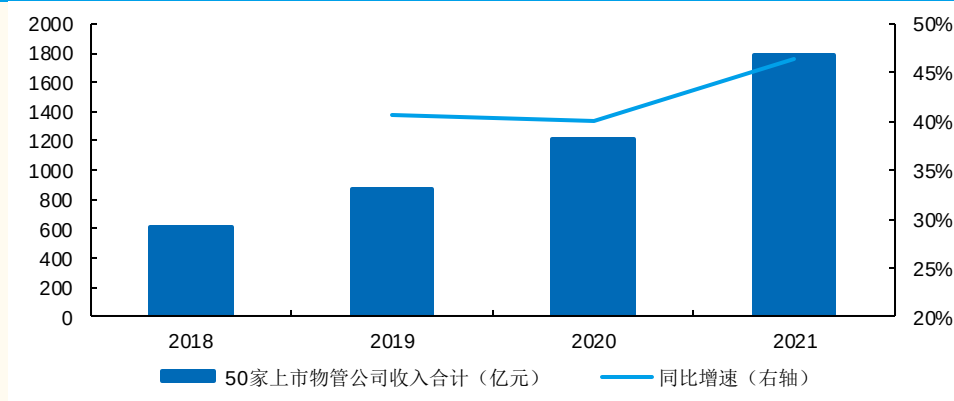
图表 12: 国企房企物企员工成本变动对比.....	9
图表 13: 民营房企物企员工成本变动对比.....	9
图表 14: 2019-21 年上市物管公司整体应收账款增速持续高于收入增速.....	10
图表 15: 上市物管公司 2021 年应收账款增速和收入增速.....	10
图表 16: 2018-21 年 50 家上市物管公司商誉快速增长.....	11
图表 17: 上市物管公司 2020-21 年商誉占总资产的比例.....	11
图表 18: 上市物管公司账面净现金合计 1000 亿元.....	12
图表 19: 上市物管公司 2021 年净现金情况.....	12
图表 20: 2018-21 年上市物管公司经营性现金流净额合计及同比增速.....	13
图表 21: 上市物管公司 2021 年经营性现金流净额同比增速.....	13
图表 22: 2018-21 年上市物管公司经营性现金流净额/净利润的平均值走势..	13
图表 23: 上市物管公司 2021 年经营性现金流净额/净利润.....	13
图表 24: 2018-21 年上市物管公司投资性现金流净额.....	14
图表 25: 上市物管公司 2020-21 年投资性现金流净额.....	14
图表 26: 样本公司各业务收入合计及同比增速.....	14
图表 27: 样本公司整体的收入构成.....	15
图表 28: 样本公司整体的毛利润构成.....	15
图表 29: 上市物管公司在管面积加速增长.....	15
图表 30: 2021 年合约在管比下降但仍有 1.5 倍.....	15
图表 31: 上市物管公司 2020-21 年在管面积对比.....	16
图表 32: 在管面积中第三方占比持续提升.....	16
图表 33: 在管面积中非住宅占比持续提升.....	16
图表 34: 三类上市物管公司的 PE(ttm)走势分化明显.....	17
图表 35: 港股物业公司 PE 走势.....	18
图表 36: 覆盖公司估值情况.....	18

2021 业绩回顾-利润表

收入保持高增长，抗周期特性突显

- **上市物管公司整体收入保持高增长。**根据我们的统计，50 家¹上市物管公司 2021 年收入合计 1785 亿元，同比增速为 46.5%。其中收入最高的三家是碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务，2021 年收入分别为 288 亿元、141 亿元、126 亿元，同比增速分别为 85%、40%和 24%。从收入同比增速来看，2021 年上市物管公司均有所增长。
- **物业行业抗周期特性突显。**2021 年下半年开始，全国商品房销售同比增速转负，此后销售连续 10 个月下滑，期间房企债务违约频发，地产行业整体动荡较大，这也使得地产下游的许多行业收入承压，现金回款情况恶化。物业管理行业虽然从环节上来看，也属于地产的下游之一，但就经营层面而言，其受到地产带来的负面影响相较其他下游行业是较小的。这主要得益于两方面：第一，物业的商业模式是“存量+增量”。物业公司每一年的在管规模不需要从零开始积累。当年只要不丢盘，任何的新盘接管对应的都是增量，能直接实现增长。第二，已经交付的项目，支付物业费的是入住的业主而非开发商，因此物业公司现金流来源的大头并非房企，不会因为房企无法支付部分账款而破产。从上市物管公司的业绩来看，即使部分上市物管公司的关联房企在去年也“暴雷”了，这些物业公司的 2021 收入依然保持了增长。我们认为这说明物管行业具备很强的抗周期特性。

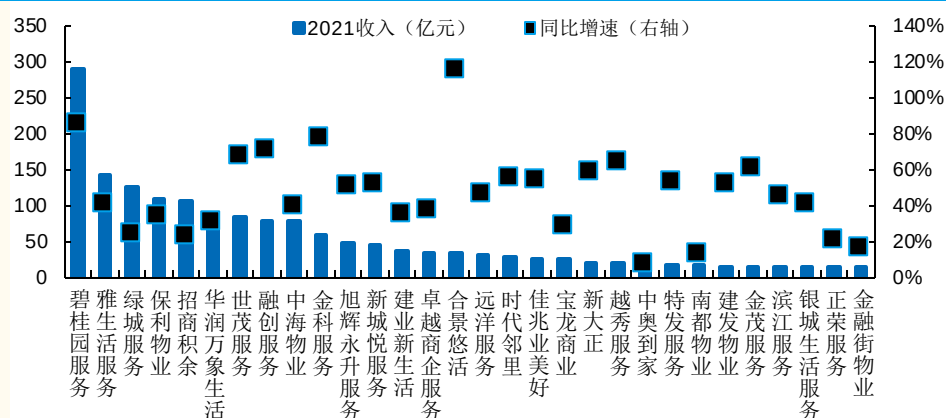
图表 1：50 家上市物管公司整体收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

¹ 50 家上市物管公司分别为：碧桂园服务、华润万象生活、中海物业、保利物业、绿城服务、旭辉永升服务、雅生活服务、金科服务、融创服务、世茂服务、新城悦服务、合景悠活、滨江服务、越秀服务、建发物业、卓越商企服务、建业新生活、金茂服务、宝龙商业、远洋服务、中骏商管、德信服务集团、星盛商业、融信服务、康桥悦生活、和泓服务、佳源服务、新希望服务、时代邻里、弘阳服务、朗诗绿色生活、鑫苑服务、金融街物业、领悦服务集团、佳兆业美好、正荣服务、银城生活服务、第一服务控股、德商产投服务、京城佳业、浦江中国、祈福生活服务、中奥到家、兴业物联、宋都服务、烨星集团、特发服务、招商积余、新大正、南都物业。其中世茂服务、雅生活服务、康桥悦生活、佳兆业美好的数据为未审核数据。

图表 2：上市物管公司 2021 年收入及同比增速情况

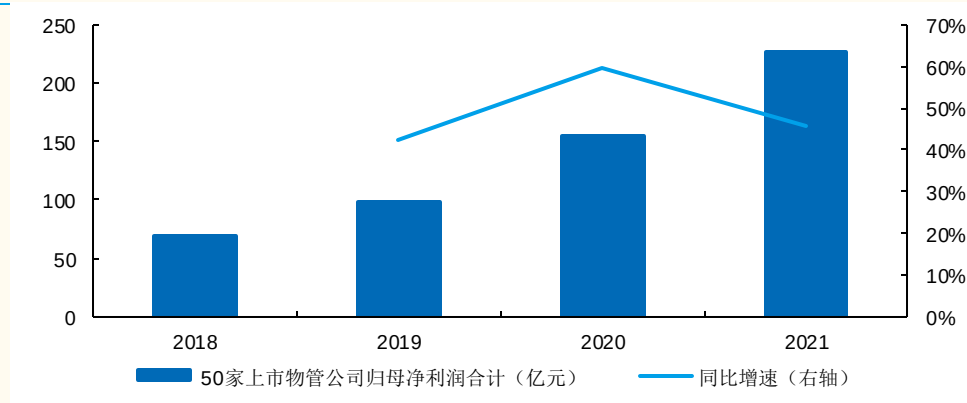


来源：Wind，国金证券研究所

归母净利润增速分化明显，负增长数量明显增多

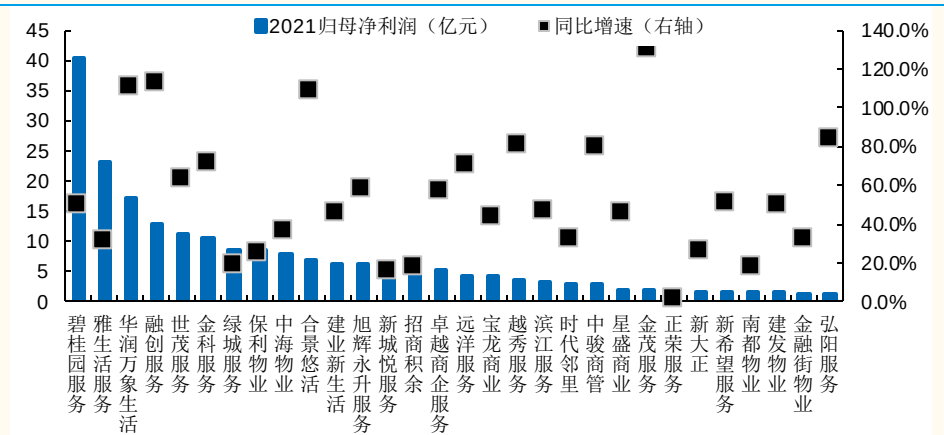
- **归母净利润整体保持正增长。**50 家上市物管公司 2021 年归母净利润合计 226 亿元，同比增长 45.6%，增速相较 2020 年的 59.5%略有下降。2021 年归母净利润最高的三家公司是碧桂园服务、雅生活服务、华润万象生活，分别为 40 亿元、23 亿元和 17 亿元，同比增速分别为 50%、32%和 11%。从归母净利润同比增速来看，2021 年增速最快的三家公司分别是金茂服务、融创服务和华润万象生活，增速分别为 131%、112%和 111%。
- **部分公司利润下滑，主因应收款和资产减值拨备增加。**值得注意的是，50 家上市物管公司中有 8 家 2021 年归母利润同比有所下降。我们进一步研究下滑原因发现：①有 2 家公司利润下滑主要是因为 2021 年有较大的上市费用；②有 1 家是因为毛利率较高的业务收入占比下降，导致公司整体毛利率下滑；③剩下的 5 家公司，利润下滑都是因为关联方应收账款或者金融合约资产的减值拨备大幅增加。这说明，部分物管公司还是受到了房企经营状况恶化的影响。

图表 3：上市物管公司整体归母净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：部分上市物管公司的归母净利润及同比增速

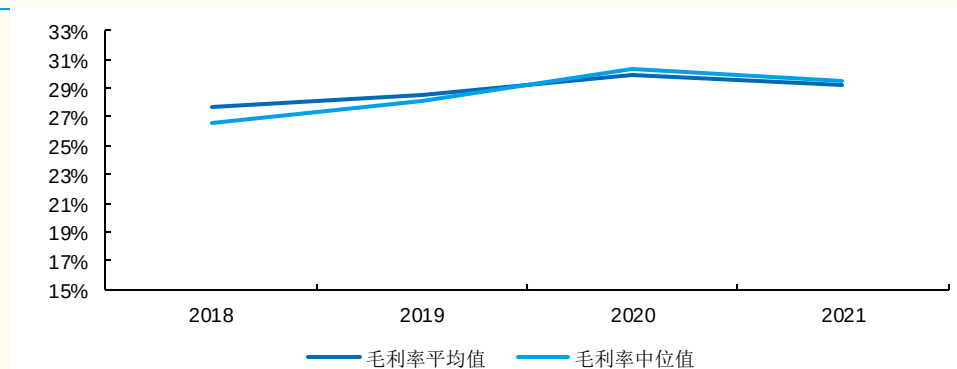


来源：Wind，国金证券研究所

整体毛利率基本维持稳定

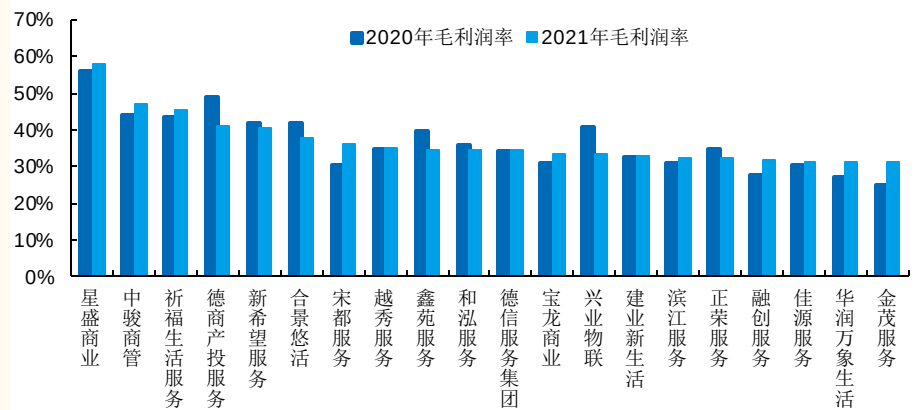
- 50 家上市物管公司 2021 年毛利润率平均值为 29.2%，相较 2020 年小幅下滑 0.7pct，主要因为：①2020 年因为疫情严重，有社保减免和政府补贴，2021 年补贴退坡；②城市服务和部分增值服务业务毛利润率相对较低但收入增长较快，低毛利业务收入占比提升也略微拉低了整体毛利润率。从变动趋势来看，50 家上市物管公司中，26 家 2021 年毛利润率略有下滑，24 家有所提升，涨跌约各占一半。总的来说，上市物管公司的毛利润率高于行业平均水平。根据中物研协的数据，2020 年物业 500 强毛利润率为 18%。
- 2021 年毛利润率最高的三家公司是星盛商业、中骏商管和祈福生活服务，分别为 57.7%、47.2%和 45.2%。星盛商业和中骏商管毛利润率较高主要因为商业运营管理业务的毛利润率高且收入占比大，祈福生活服务毛利润率较高主要因为其基础物管业务计费模式大多采用酬金制。
- 我们以 24 家公布了各项业务板块毛利润情况的上市物管公司作为样本公司，来观察各个业务的毛利润率走势。24 家公司 2021 年基础物管、社区增值服务和非业主增值服务的毛利润率分别为 22.5%、43.9%和 34.6%，相较 2020 年分别下滑了 0.9pct、1.5pct、1.4pct。其中基础物管毛利润率小幅下滑主要因为社保减免和政府补贴退坡，社区增值服务毛利润率变动是因为收入结构的变化，非业主增值服务的毛利润率变动主要因为大部分开发商的支付能力下降。总的来看，我们认为上市物管公司短期毛利润率的变动只是正常范围内的波动，并不是因为盈利能力下降，因为：1）社保减免和补贴退坡是一次性影响；2）增值服务的各项子业务在采用自营和抽佣两种不同商业模式时，毛利润率差异会很大，不同毛利润率业务收入占比的变动会影响该板块的毛利润率走势。

图表 5：2018-21 年 50 家上市物管公司整体毛利润率平均值走势



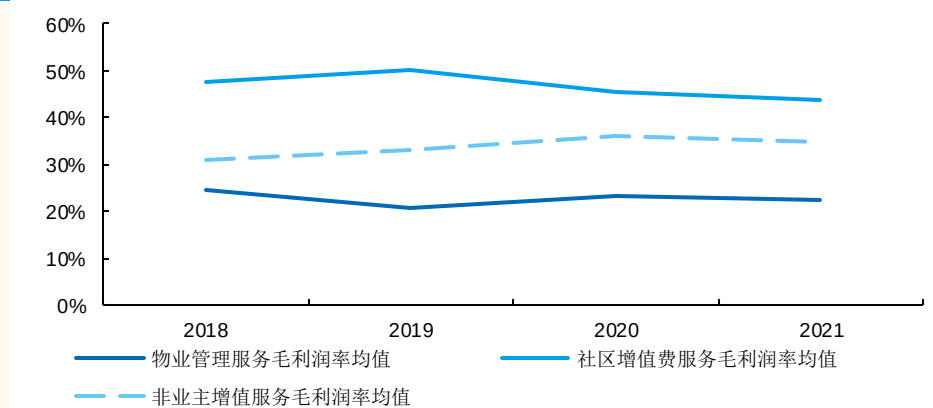
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：上市物管公司 2021 年毛利润率情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：样本上市物管公司各业务板块毛利率平均值情况

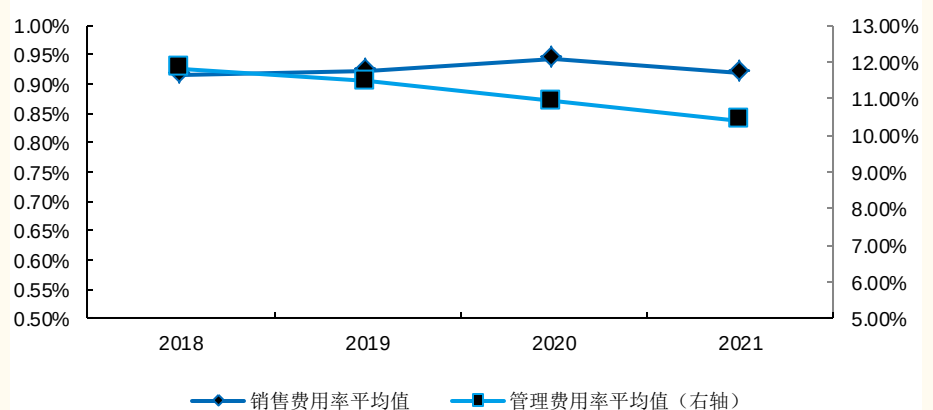


来源：Wind，国金证券研究所

销售费用率保持稳定，管理费用率小幅下降

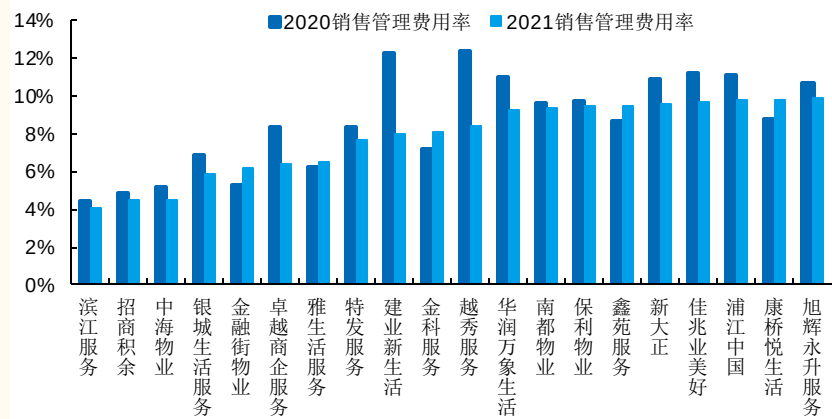
- 50 家上市物管公司 2021 年销售费用率平均值为 0.9%，和 2020 年基本持平；2021 年管理费用率平均值为 10.4%，相较 2020 年下降 0.5pct。从变动趋势来看，50 家上市物管公司中，有 34 家（占比 68%）的 2021 年销售管理费用率是呈下降趋势。

图表 8：2018-21 年上市物管公司销售费用率和管理费用率平均值走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：部分上市物管公司 2020-21 年销售管理费用率变动情况

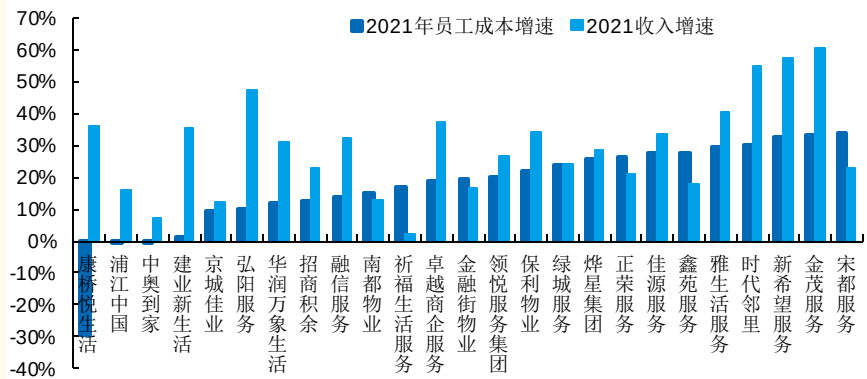


来源：Wind，国金证券研究所

员工成本变动幅度或可作为财务权独立的参考指标

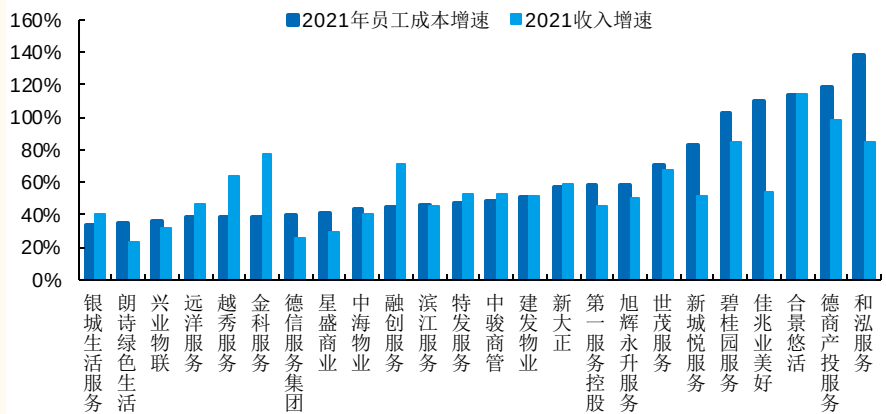
- 由于大多数上市物业公司起初都只是关联房企下面的一个部门，即使目前已作为一个独立主体分拆上市，市场依然觉得物业公司的收入利润中有不少来自关联房企的“水分”。目前市场对物业公司的定价，也几乎与关联房企的强弱成正比。但是，我们认为当前部分物业公司的独立运作能力已然较强，在多项业务上具备独立竞争力。这种独立经营的能力，会是未来决定物业公司估值高低的核心因素之一。因此，为了分辨哪些物业公司独立性较强，我们需要找到一个相对可靠的可以反映物业独立性的指标作为判断的基础。
- 从上市物业公司的报表数据来看，虽然可以从增值服务在总收入中的占比，亦或是在管项目中的第三方占比来大致评估物业公司的独立性，但由于不同公司增值服务业务拆分口径不同，且在部分业务中也仍存在调节空间，上述两个指标也存在一定程度上的“失真”。
- 我们认为员工成本变动幅度或可作为财务权独立性的参考指标，未来值得持续留意。通过比较上市物业公司的员工成本变动趋势、收入变动趋势、关联房企的员工成本变动趋势，或可证明部分物业公司的财务权是完全独立的。2021 年下半年全国商品房销售急转直下，不少房企暴雷，即使尚未暴雷的房企也在“勒紧裤腰带”经营，多数房企裁员降薪，员工成本增长较少甚至减少。而上市物业公司的收入都是保持增长的。对于一个不断成长中的公司，员工成本相对同频地增长是较为合理的。如若物业公司的收入快速增长，而员工成本的变动较少，趋势与关联房企员工成本变动一致，则或说明该物业公司的财务权独立性有所欠缺。
- 从国企物业公司的表现来看，其员工成本变动趋势和自身的收入变动趋势，以及与关联房企的员工成本变动趋势较为匹配，比如保利物业和中海物业。部分民营物管公司的关联房企 2021 年员工成本有所减少或仅小幅增长，而物业公司的收入和员工成本都保持了较大幅度的增长，比如金科服务、碧桂园服务、中骏商管和新城悦服务，我们认为这或可说明这些物业公司的财务权较为独立。不过需要注意的是，由于去年物业行业并购依然频繁，并购带来的并表影响在短期会削弱用员工成本变动来检验财务权独立性的效果。在后续中报和年报，这三个指标的变动对比，值得持续关注。

图表 10: 上市物管公司 2021 年员工成本增速和收入增速对比 (1)



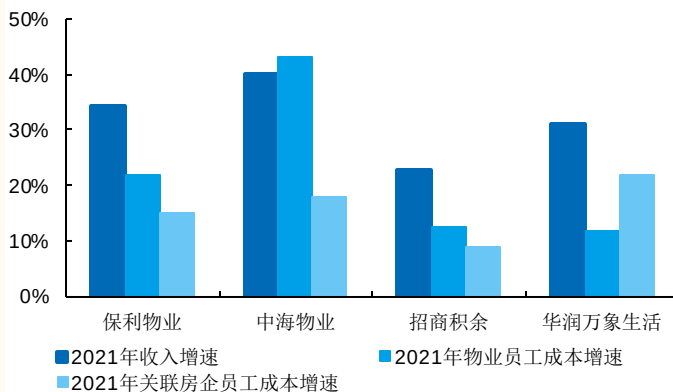
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 上市物管公司 2021 年员工成本增速和收入增速对比 (2)



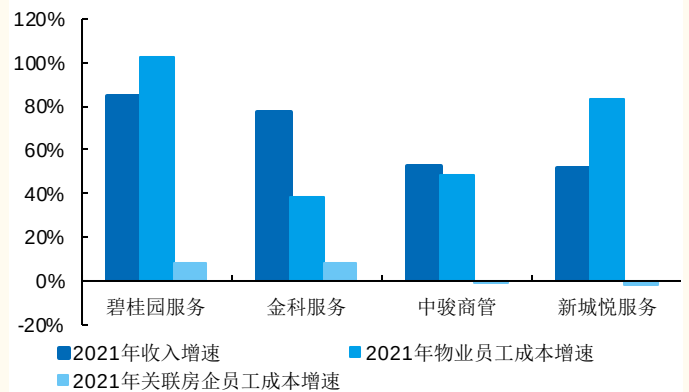
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 国企房企物企员工成本变动对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 民营房企物企员工成本变动对比



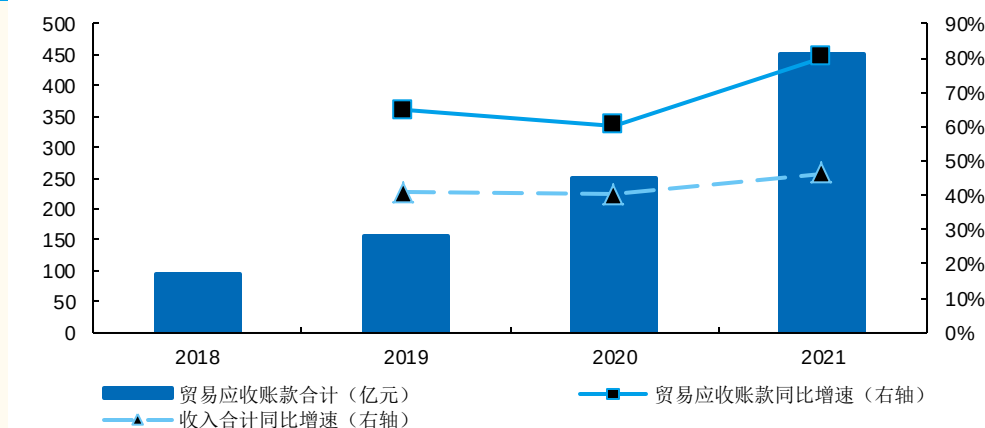
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2021 业绩回顾-资产负债表

应收账款增长过快成共性问题，预计今年将有改善

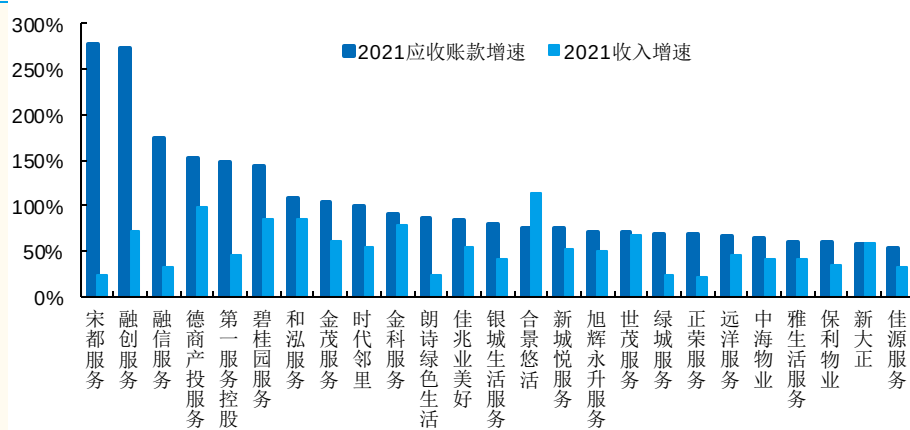
- 50 家上市物管公司 2021 年应收账款合计 451 亿元，同比增长 80%，大幅超过同期收入增速 46.5%。这主要有 3 方面原因：1) 并购的影响。近两年物业行业并购较为频繁，一方面，并购项目在当年会并表全部应收账款，但并表的收入并非全年，二者之间不完全匹配；另一方面，并购标的公司的物业费收缴情况不及上市物管公司自身，带来了应收账款的增加。2) 随着物业公司进入城市服务领域，to G 类业务占比提升。这类业务容易因为地方政府的财政紧张而无法及时回收相应账款，这也促进了物业公司应收账款的增长。3) 房地产行业下行，房企现金流紧张，也使得非业主增值服务业务的账期拉长。今年，以碧桂园服务为代表的部分上市公司已高度重视应收账款回收问题，对项目层面的考核指标也从权责发生制转变为收付实现制，预计年底在物业费收缴方面的应收账款会有改进，但来自房企和政府的应收账款坏账风险仍相对较高。

图表 14：2019-21 年上市物管公司整体应收账款增速持续高于收入增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：部分上市物管公司 2021 年应收账款增速和收入增速



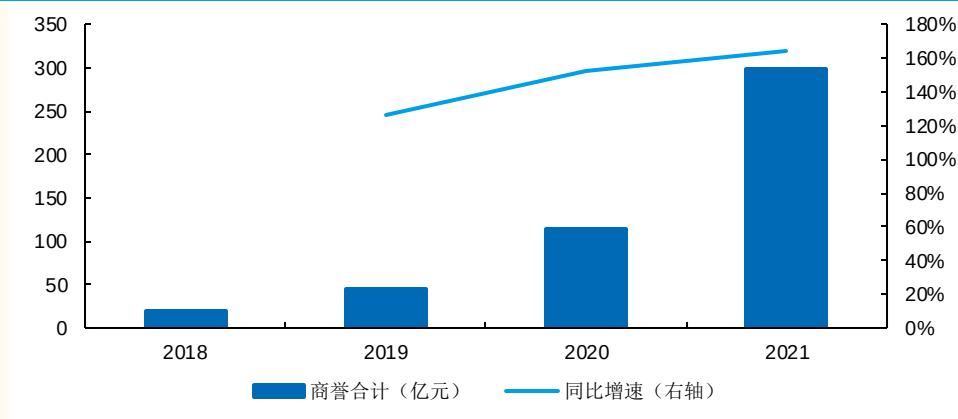
来源：Wind，国金证券研究所

商誉因并购快速增长

- 50 家上市物管公司 2021 年商誉合计 300 亿元，同比增长 164%，这主要是因为物管龙头碧桂园服务在 2021 年逆势大举并购，商誉快速增长所致。碧桂园服务 2021 年商誉为 193 亿元，占 50 家整体商誉的 64%。

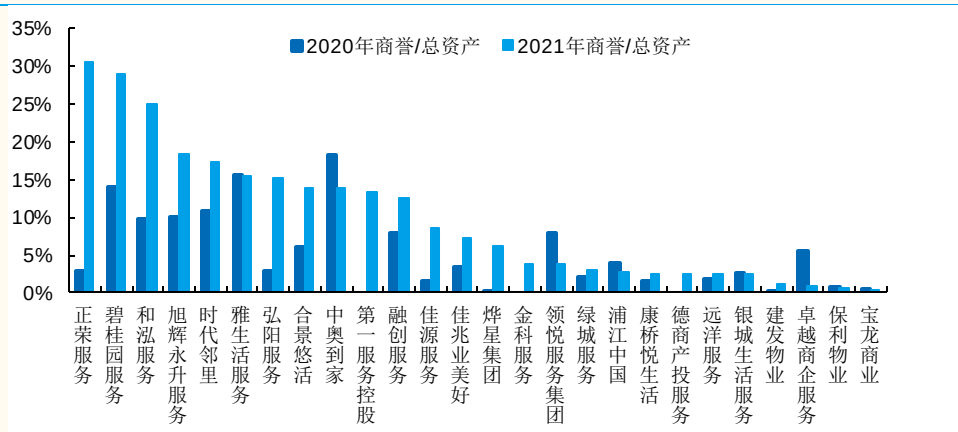
- 2021 年商誉占总资产的比例最高的三家公司是正荣服务、碧桂园服务和和泓服务，分别达到 30.4%、28.9%和 24.9%，相较 2020 年分别提升 27.4pct、14.9pct、15.2pct。

图表 16：2018-21 年 50 家上市物管公司商誉快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：部分上市物管公司 2020-21 年商誉占总资产的比例



来源：Wind，国金证券研究所

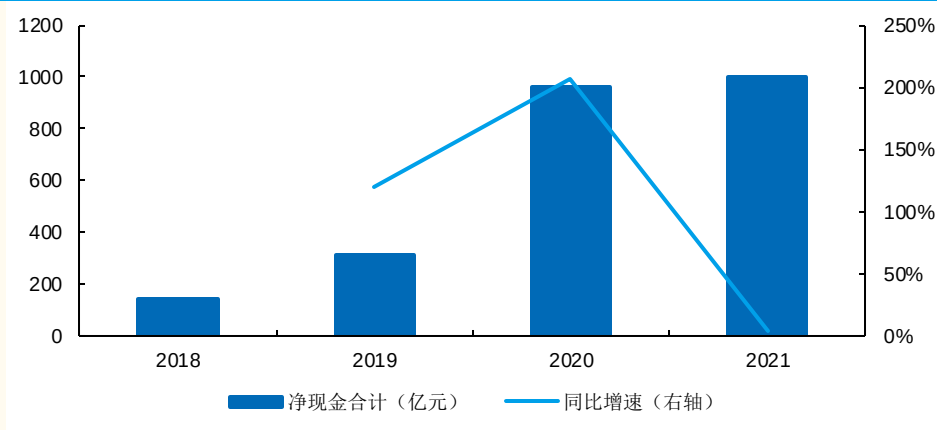
账面现金依然充足

- 49 家²上市物管公司 2021 年账面净现金³合计 1000 亿元，现金充裕的行业特性依然没变。2021 年净现金同比增速为 4.1%，相较 2020 年 207%的增速大幅放缓，主要因为：1）受房地产行业下行影响，二级市场物业板块估值大幅回调，部分房企也因现金流紧张而出售了旗下拟独立上市的物业公司，2021 年物管公司上市数量和体量减少，新增融资额减少。2）2021 年部分龙头物业公司大举并购，投资支出较多，仅碧桂园服务一家 2021 年投资性现金流净支出就高达 251 亿。
- 截至 2021 年底，账面净现金最多的三家公司是华润万象生活、保利物业、世茂服务，分别为 129 亿元、77 亿元、66 亿元。

² 招商积余于 2019 年借壳上市，上市前公司主体内有地产业务，资产结构和物业公司完全不同，考虑到可比性，此处合计剔除招商积余的数据。

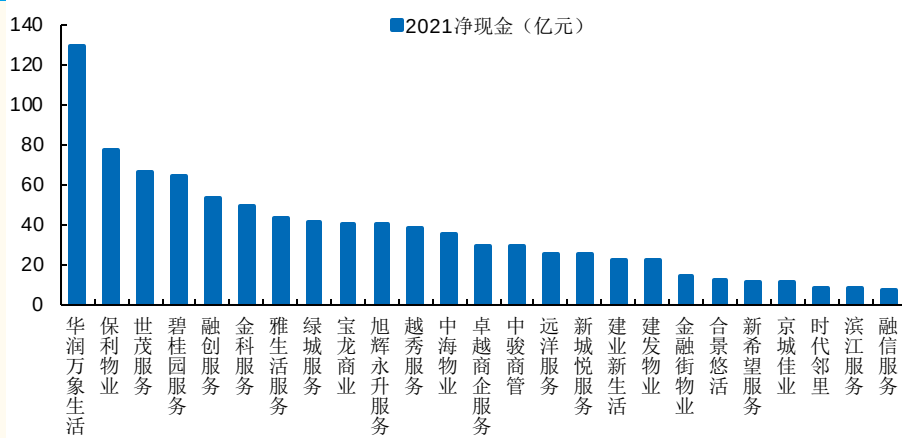
³ 净现金=货币资金-有息负债

图表 18：上市物管公司账面净现金合计 1000 亿元



来源：Wind，国金证券研究所 注：净现金=货币资金-有息负债

图表 19：部分上市物管公司 2021 年净现金情况



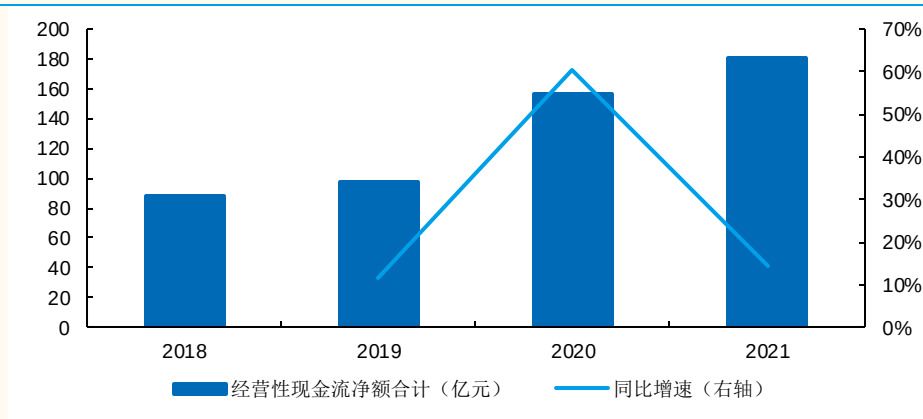
来源：Wind，国金证券研究所 注：净现金=货币资金-有息负债

2021 业绩回顾-现金流量表

经营性现金流净额/净利润平均值下降但仍大于 1.0 倍

- 已公布现金流量表的 41 家上市物管公司 2021 年经营性现金流净额约 182 亿元，同比增长 15.8%。其中，2021 年经营性现金流净额最多的三家公司是碧桂园服务、华润万象生活、保利物业，分别为 34.1 亿元、22.9 亿元和 14.5 亿元；同比增速最快的三家公司是金科服务、兴业物联和建发物业，分别为 293%、221%和 209%。
- 从经营性现金流净额/净利润这一指标来看，2021 年上市物管公司该指标的平均值为 1.0，相较 2020 年的 1.5 有所下降。这与应收账款增加的原因较为相似，主要是大量并购、地产行业动荡较大和政府财政紧张的影响。2021 年该比例最高的三家公司是建发物业、越秀服务、金茂服务，分别为 5.6、2.8 和 2.0。这三家公司都是国企，且暂无大型并购。

图表 20: 2018-21 年上市物管公司经营性现金流净额合计及同比增速



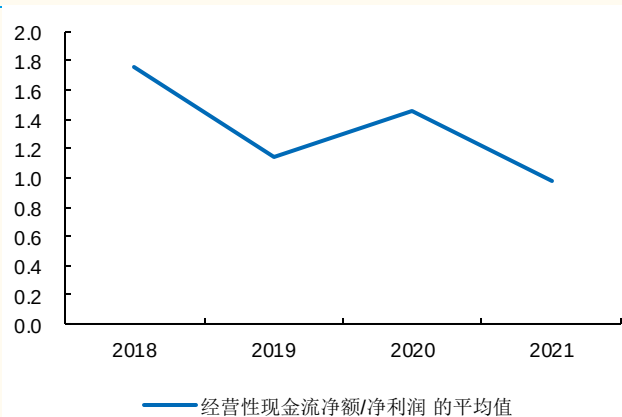
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 部分上市物管公司 2021 年经营性现金流净额同比增速



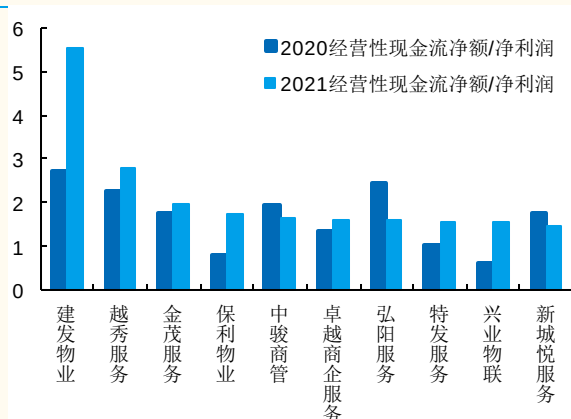
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 2018-21 年上市物管公司经营性现金流净额/净利润的平均值走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 上市物管公司 2021 年经营性现金流净额/净利润

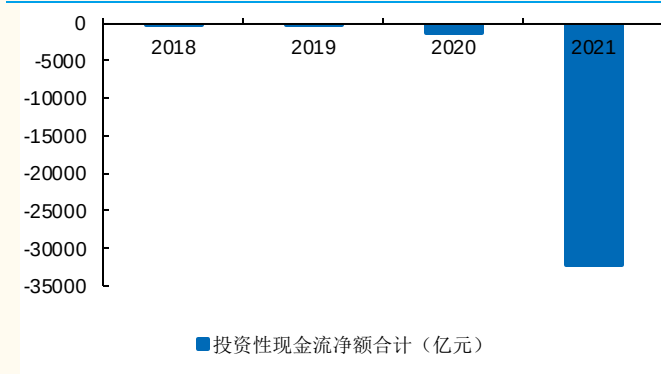


来源: Wind, 国金证券研究所

投资性现金净支出因并购大幅增加

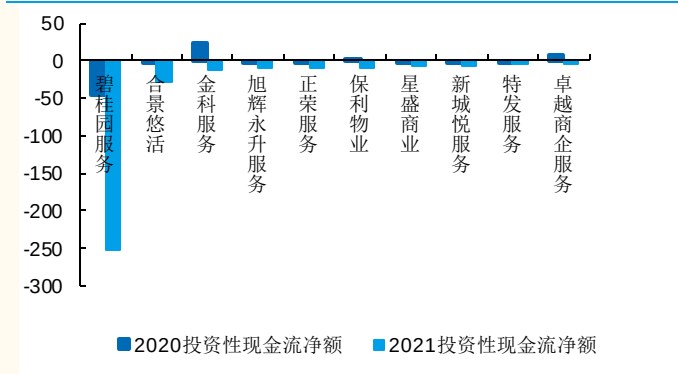
- 已公布现金流量表的 41 家上市物管公司 2021 年投资性现金流净额合计约为 -321 亿元，投资支出净额相较 2020 年大幅增长，这主要因为碧桂园服务在去年进行了大量并购。2021 年碧桂园服务一家的投资性现金净支出就高达 251 亿元，相较 2020 年多了 205 亿元。具体来看，2021 年投资性现金净支出最多的三家公司是碧桂园服务、合景悠活和金科服务，分别为 251 亿元、28 亿元和 13 亿元。

图表 24：2018-21 年上市物管公司投资性现金流净额



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：上市物管公司 2020-21 年投资性现金流净额



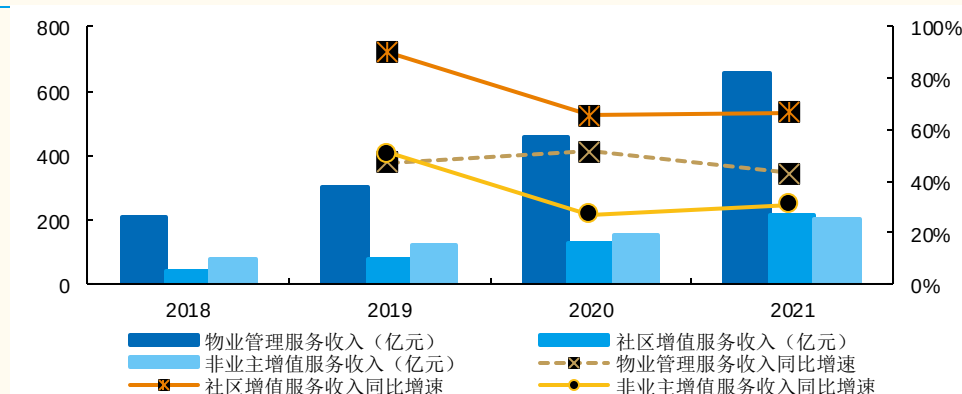
来源：Wind，国金证券研究所

2021 业绩回顾-经营指标

社区增值服务增速最快，收入利润占比持续提升

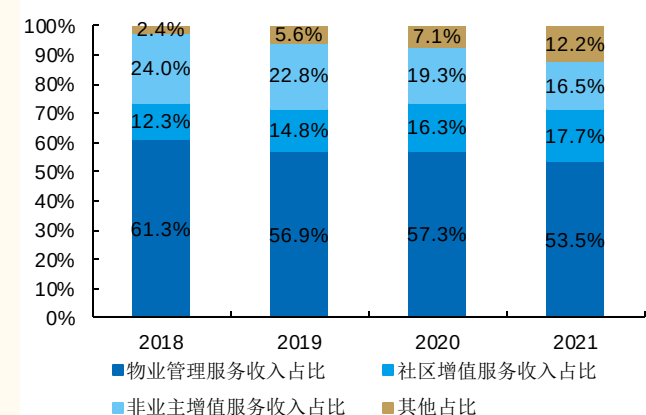
- 我们选取 24 家公布了各项业务板块情况的上市物管公司作为样本公司（下文简称“样本公司”）分析各项业务的发展情况。经统计发现，在物业管理服务、社区增值服务和非业主增值服务这三大主营业务中，增速最快的是社区增值服务。2021 年样本公司社区增值服务收入合计达到 217 亿元，同比增速 67%。从收入构成的变动趋势来看，基础物业管理服务和非业主增值服务对收入的贡献逐渐走低，更能体现物业公司独立经营能力的社区增值服务业务的收入占比逐渐提升。我们将样本公司看做一个“大物业公司”，2021 年这个大物业公司的收入大头依然是基础物业管理，收入占比达 53.5%，但从毛利润占比来看，基础物业管理的占比已经降到了 43.7%；而社区增值服务收入占比为 17.7%，毛利润占比为 27.5%，相较 2020 年各提升了 1.5pct 和 2.2pct。我们认为物业公司作为社区的管理者和服务者，在业主的需求、业主资产（车&房）的需求、社区空间资源运营等方面探索的各类增值业务具备较高的增长潜力，后续随着优质物业公司管理规模的扩大，管理密度的加深，这方面仍将实现较好的可持续增长。

图表 26：样本公司各业务收入合计及同比增速



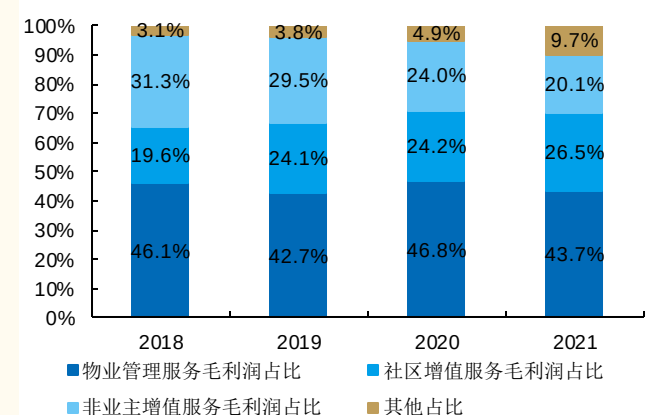
来源：Wind，国金证券研究所 注：上市公司披露的业务口径并不相同，本初选取了 24 家公司作为样本分析

图表 27：样本公司整体的收入构成



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：样本公司整体的毛利润构成

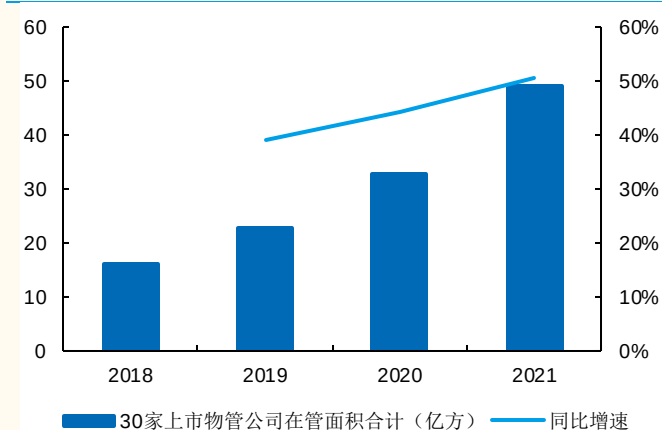


来源：Wind，国金证券研究所

整体管理规模加速增长，第三方占比持续提升

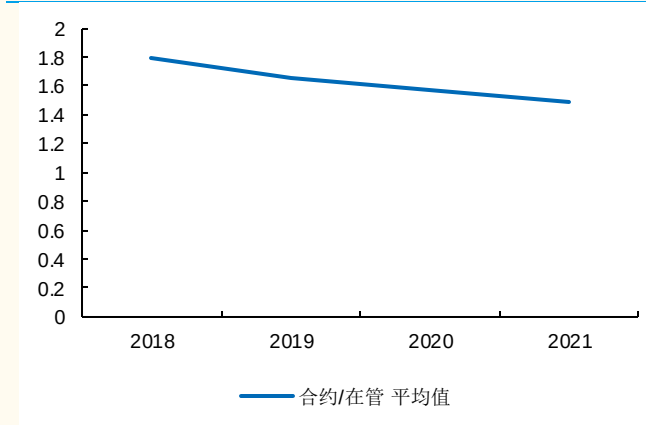
- **整体管理规模加速增长。**30 家 2021 年在管面积超过 3000 万方的上市物管公司 2021 年在管面积合计 49 亿方，同比增长 51%，增速相较 2020 年还有所加快。主要因为两方面原因：1）多数物管公司在外拓方面持续发力，2021 年收效甚好；2）部分物管公司在 2021 年通过并购实现了在管规模的大幅增长。比如碧桂园服务 2021 年在管面积已达到了 7.7 亿方，在高基数的情况实现了 103% 的同比增速。合景悠活通过并购比自身规模更大的物管公司，2021 年在管面积达到了 2.1 亿方，同比增速 396%。
- **管理规模差距愈发加大，强者愈强。**2021 年在管面积最大的三家公司分别是碧桂园服务、雅生活服务 and 保利物业，分别为 7.7 亿方，4.9 亿方和 4.7 亿方。物管公司管理规模之间的差距在不断拉大，2020 年上市物管公司中最大管理规模是第 30 名的 21 倍，2021 年这一倍数已扩大了 26 倍。
- **未来规模增长仍有较好保障。**2021 年 30 家上市物管公司合约面积/在管面积的平均值为 1.5，当前物管公司的面积增长仍较有保障。我们认为，地产行业的下行或会影响合约面积转化成在管面积的速度，但相关部门会切实完成“保交付”的任务，因此对整体转化的规模影响相对较小。

图表 29：上市物管公司在管面积加速增长



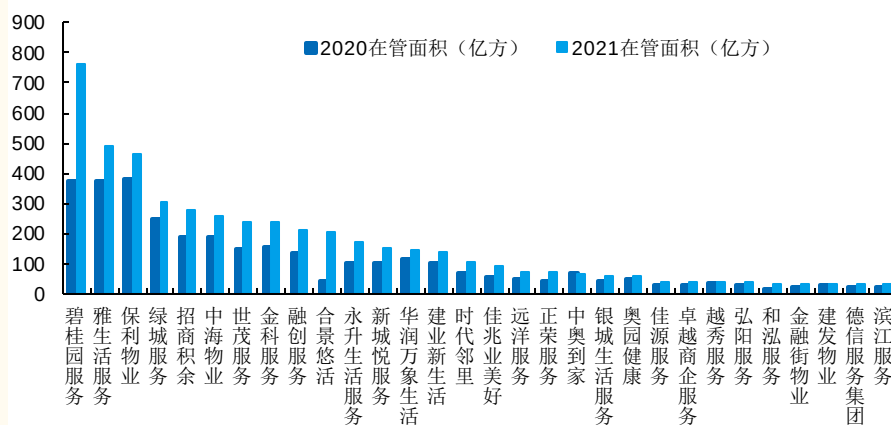
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：2021 年合约在管比下降但仍有 1.5 倍



来源：公司公告，国金证券研究所

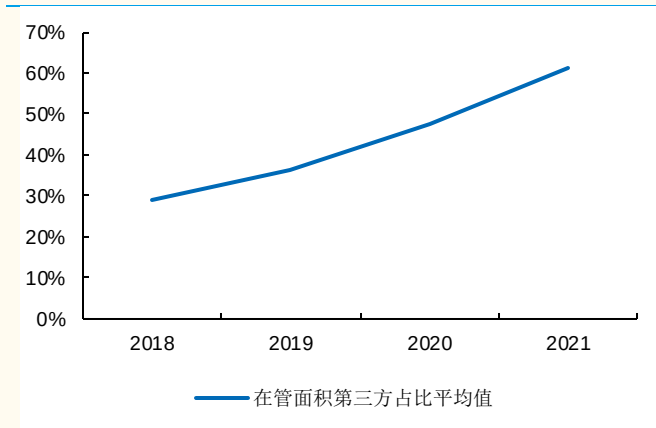
图表 31：部分上市物管公司 2020-21 年在管面积对比



来源：公司公告，国金证券研究所

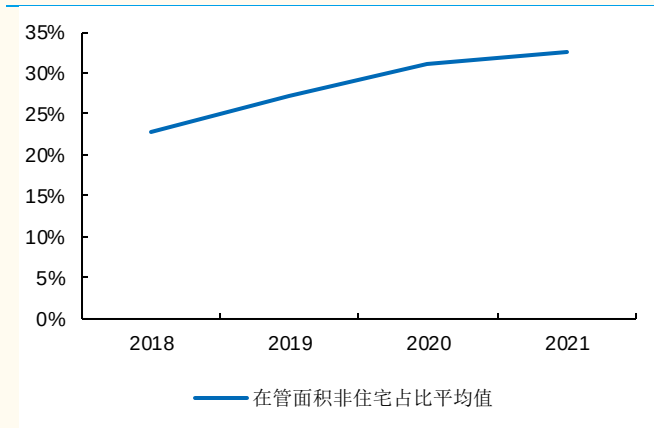
- 从在管面积的构成来看，第三方占比和非住宅占比近几年持续提升。2021 年，20 家公布面积拆分数据的上市物管公司在管面积中第三方占比和非住宅占比的平均值分别为 61.0%和 32.5%，相较 2020 年分别提升 13.6pct 和 1.5pct。我们认为这说明，上市物管公司规模的新增动能中，第三方外拓和收并购的贡献近几年一直大于他们的关联房企，物管公司的市场化程度正持续提升。

图表 32：在管面积中第三方占比持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：在管面积中非住宅占比持续提升



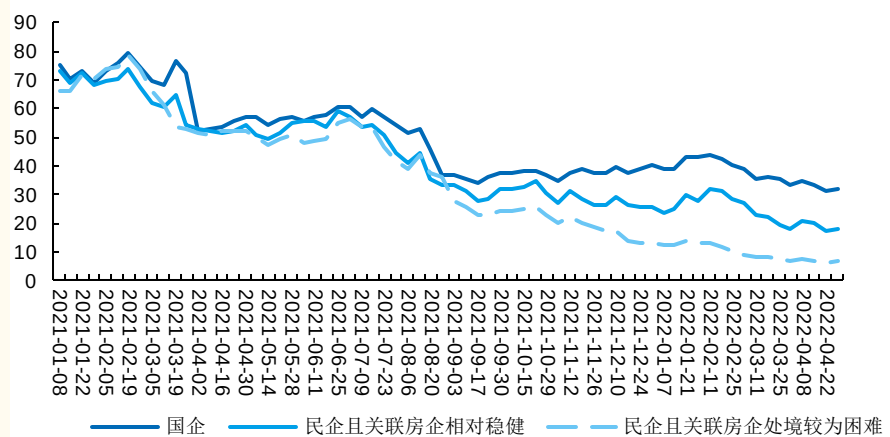
来源：公司公告，国金证券研究所

二级市场表现回顾

关联房企稳健程度成对物管公司定价核心

- 当前上市物管公司大致可以分为三类：1) 国企物管公司；2) 民企物管公司且关联房企相对稳健；3) 民企物管公司且关联房企处境较为困难。2021 年上半年，这三类公司的估值走势基本一致。2021 年下半年，地产行业销售开始同比下滑，叠加不断有房企暴雷，物业板块三类物管公司的估值开始出现明显分化。从三类公司 PE(ttm)的平均值来看，国企物管公司 > 民企物管公司且关联房企相对稳健 > 民企物管公司且关联房企处境较为困难。截至 2022 年 4 月 29 日，上述三类公司 PE(ttm)的平均值分别为 32x、18x 和 6x。

图表 34：三类上市物管公司的PE(ttm)走势分化明显



来源：Wind，国金证券研究所 注：国企包括：华润万象生活、保利物业、中海物业、建发物业；民企且关联房企相对稳健的物管公司包括：碧桂园服务、金科服务、旭辉永升服务、滨江服务、新城悦服务；民企且关联房企处境较为困难的物管公司包括：恒大物业、融创服务、世茂服务、雅生活服务、正荣服务。

未来物业独立性有待正确定价

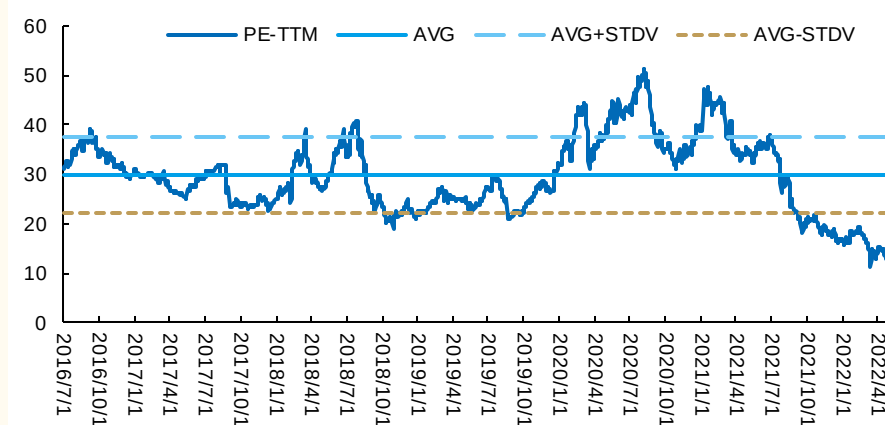
- 当地产销售不断下滑，越来越多房企面临生死问题时，物业公司因为与关联房企共用同一品牌，且也有一部分增长来自关联房企，短期确实会受到一些影响，因此去年下半年至今，关联房企的稳健程度一直是决定物管公司估值的核心因素。当前国企物企估值更高，是因为市场对其利润增长的质和量都更认可。民营物企业绩增速更高估值反而更低，说明市场对民企的利润质量和未来的高增速指引充满质疑。但是我们认为，目前这种完全根据关联房企稳健程度来定价物业板块的情况，并不完全合理。之所以这样定价，是因为市场对民营物企的独立性并未真正认清，或者说从报表端尚未能精准辨识。我们认为从长期发展来看，具备独立运营能力的优质物企的盈利质量较高，未来增长的不确定性也是较高的。因为：1）未来在基础物管方面，物业公司的增长更多是靠外拓而非关联房企的输送，外拓能力强的物企成长是较有保障的；2）社区增值服务方面，收入的增长更靠物业公司的战略能力和打通供应链的能力，这些都与关联房企相关性较小，更多靠的是物企的运营能力，这方面民企的机制更有利于业务的拓展和壮大。因此，我们认为那些部分优质物管公司的估值未来有望修复，至少和国企物企之间的估值差距会逐渐缩小。

投资建议

长期看好独立运营能力强的优质物管公司

- 考虑到稳健性，当前国企物业公司仍具备配置价值。我们看好发布了股权激励计划的保利物业，以及在商管领域有深厚护城河的华润万象生活。
- 长期效率为主，推荐民企物业。我们认为当前物业公司的独立性尚未被市场重视，我们认为未来独立运营能力将成为决定物业公司估值的关键，因为独立运营能力强的物业公司未来能在不依靠关联房企的情况下，仍保持较高的业绩增速。我们比较看好两类公司：第一，受益于物业行业整合加速，规模大幅提升，增值服务方面探索出成熟产品线后能快速起量的头部物管公司，推荐碧桂园服务。第二，基础物管密度高，口碑好，且在增值服务方面发展有方的物业公司。在民营房企完全度过本轮危机后，这类物业公司的估值修复弹性较大。推荐金科服务，建议关注旭辉永升服务、建业新生活。此外，后续随着疫情影响的减弱，商管类公司或迎来边际改善，建议关注宝龙商业。

图表 35：港股物业公司 PE 走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：覆盖公司估值情况

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		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
9666.HK	金科服务	买入	143	13.5	9.1	6.1	10.6	15.6	23.3	71%	48%	49%
9983.HK	建业新生活	买入	43	7.0	5.0	3.9	6.2	8.7	11.3	45%	40%	30%
6098.HK	碧桂园服务	买入	961	23.8	15.7	11.1	40.3	61.3	87.0	50%	52%	42%
1209.HK	华润万象生活	买入	734	42.6	32.7	25.9	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
平均值			470	21.7	15.6	11.7	18.6	27.0	37.5	69%	42%	37%
中位值			438	18.7	12.4	8.6	13.9	19.0	25.9	61%	44%	36%

来源：wind，国金证券研究所 注：1) 数据截至 2022 年 4 月 29 日；2) 预测数据均为国金预测

风险提示

- **地产销售恢复速度低于预期。**当前地产行业已经出台诸多宽松政策，但因全国各地疫情仍有反复，销售的复苏或低于预期，这会影响物业公司新房外拓的规模。
- **增值服务发展不顺。**增值服务的发展有其可行性，但也考验物业公司的品牌力和打通供应链的能力，若部分物业公司能力不足，或无法实现较好增长。
- **应收账款坏账超预期。**当前地产行业尚未恢复良性循环，房企现金压力仍然很大，地方政府财政压力也不轻，若账款回收不利，物业公司或要加大坏账拨备，这会影响业绩增长。
- **商誉减值风险。**目前暂无任何一家上市物业公司在商誉方面有减值拨备。但随着并购的持续，未来若有部分并购标的整合不顺或影响公司正常运营，未来或有商誉减值风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402