疫情拖累上半年行业增速，预期下半年恢复高速增长

物管公司 2020 年上半年经营及市场表现回顾

报告日期：2020-09-15

报告要点：

总收入同比增速有所放缓，下半年增长或将提速：2020 年上半年，在港上市的物企在管面积相较 2019 年年底平均增长 17.2%(不包括浦江中国)；总收入则同比平均增长 35.2%，较 2019 年全年同比增速约 46.1%有所放缓，主要是因为物企的外拓业务和内房开发商的物业交付受疫情影响延后所致。然而，全国商品房销售已在 5 月恢复增长。7 月以来，房企为了实现其年度销售目标，已加快推盘节奏，三季度商品房销售增长势头得以延续，有助物企面向开发商所提供的增值服务业务在下半年恢复高速增长。叠加物企在疫情受控后加速开展外拓业务，将驱动物管板块下半年总收入增长提速。

增值服务增速在疫情影响下有所放缓：在港上市 26 家物企 2020 年上半年非住户增值服务、住户增值服务收入同比增速中位数分别约达 20.8%、40.1%，相较 2019 年全年同比增速约 57.4%、48.7%(不包括浦江中国)有所放缓，主要原因系(1)疫情大爆发期间严重影响物业销售活动，物企向物业开发商提供的非住户增值服务需求下降；(2)部分需要进屋的住户增值服务需求在疫情大爆发期间受到影响。

盈利能力逆势提升：26 家物企 2020 年上半年毛利率、经营利润率、净利率中位数分别由 2019 年上半年约 30.3%、18.1%、11.5%上升至 32.3%、21.7%、14.4%。利润率同比改善主要原因是(1)物管费增加以及规模效益提升；(2)有效的成本控制；(3)疫情期间社会保险减免政策降低部分成本支出；(4)较高毛利率业务收入占比提升。

并购渐成扩张重要手段：收并购已成为当前物企业务扩张的重要手段。以雅生活服务为例，公司 2020 年 6 月底总在管面积较 2019 年年底实现翻倍增长，主要来自于收购中民物业所带来的新增在管面积贡献。截止 2020 年 6 月底，碧桂园服务、保利物业、绿城服务在手现金最为充裕，分别约达 99.3 亿元、72.5 亿元、55.1 亿元。相对看好资产营运效率较佳的碧桂园服务(ROA 排名第四)，将可利用好手上资金，在未来进行更多并购，持续扩大业务版图。

估值已逐渐回归至较合理水平：物管板块整体估值已逐渐回归至较合理水平。根据 WIND 数据，在港上市的 26 家物管企业中，18 家有盈利预测的物企 9 月 11 日之 2020 年预测 PEG 中位数已由 7 月 31 日的 0.81 大幅回落至 0.66。我们认为，物管板块主要投资逻辑并没有改变，内房今、明两年交付高峰将为物管行业规模扩张仍提供了良好基础，辅之于强劲的外部扩张势头，物企下半年业绩将可维持高速增长态势，成为支撑板块估值的坚实基础。

投资建议：持续看好具有强基础服务属性、弱周期性、以及业绩增长空间广阔的物管板块。继续看好碧桂园服务(6098.HK)、绿城服务(2869.HK)、雅生活服务(3319.HK)、永升生活服务(1995.HK)、建业新生活(9983.HK)、滨江服务(3316.HK)、奥园健康生活(3662.HK)。

物管行业 2020 年下半年投资展望：《疫情防控常态化下的投资优选》-20200629

中国物管行业系统报告三：《物管公司 2019 年经营及市场表现回顾》-20200512

中国物管行业系统报告二：《市场规模将突破万亿，多业态、智慧化呈行业新趋势》-20200327

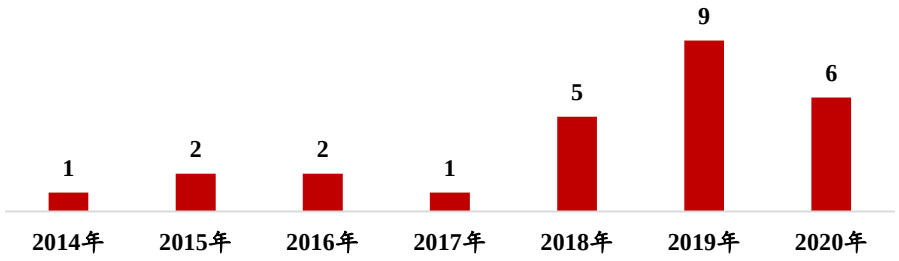
中国物管行业系统报告一：《行业马太效应显著，赴港上市渐成潮流》-20200228

分析员
姓名：高景东
中央编号：AYP093
电话：+852-2501 1037
电邮：tony.ko@ssif.com.hk

1. 香港上市主要物管企业简介

2020 年以来，共有 6 家物管企业在香港主板上市，带动上市物管企业数量进一步上升至 26 家。

图表 1：中国物管企业在港上市数量



数据来源：港交所、山证国际研究部整理

在港上市的 26 家物管企业中，23 家是背靠关联开发商的，而独立物管企业则维持在 3 家。

图表 2：香港上市主要物管企业简介

公司名称	上市时间	主要经营地	关连发展商名称	2019年百强排名	2020年百强排名
彩生活服务(1778)	2014年6月30日	全国性	花样年		6
中海物业(2669)	2015年10月23日	全国性	中国海外发展	11	
中奥到家(1538)	2015年11月25日	杭州			15
绿城服务 (2869)	2016年7月12日	全国性	绿城中国	2	2
祈福生活服务(3686)	2016年11月8日	番禺			
浦江中国(1417)	2017年12月11日	上海			
雅生活服务(3319)	2018年2月9日	全国性	雅居乐、绿地	7	4
碧桂园服务(6098)	2018年6月19日	全国性	碧桂园	3	1
新城悦(1755)	2018年11月6日	长三角	新城控股	13	11
佳兆业美好(2168)	2018年12月6日	深圳	佳兆业	12	11
永升生活服务(1995)	2018年12月17日	上海	旭辉	14	12
滨江服务(3316)	2019年3月15日	杭州	滨江	28	26
奥园健康生活(3662)	2019年3月18日	广州	中国奥园	15	15
和泓服务(6093)	2019年7月12日	北京	和泓置业	44	40
鑫苑物业(1895)	2019年10月11日	河南	鑫苑地产		
蓝光嘉宝服务(2606)	2019年10月18日	四川	蓝光发展	11	11
银城生活服务(1922)	2019年11月6日	南京	银城	34	24
保利物业(6049)	2019年12月19日	全国性	保利地产	4	3
时代邻里(9928)	2019年12月19日	广州	时代中国	13	12
宝龙商管(9909)	2019年12月30日	长三角	宝龙地产		
兴业物联服务(9916)	2020年3月9日	河南省	正商	67	60
烨星集团(1941)	2020年3月13日	北京	鸿坤	48	44
建业新生活(9983)	2020年5月15日	河南省	建业地产	13	12
金融街物业(1502)	2020年7月6日	北京	金融街集团	17	16
弘阳服务(1971)	2020年7月7日	南京	弘阳地产		25
正荣服务(6958)	2020年7月10日	长三角	正荣地产	22	19

数据来源：港交所、公司招股文件及公告、中指院、山证国际研究部整理

2. 在管面积及总收入

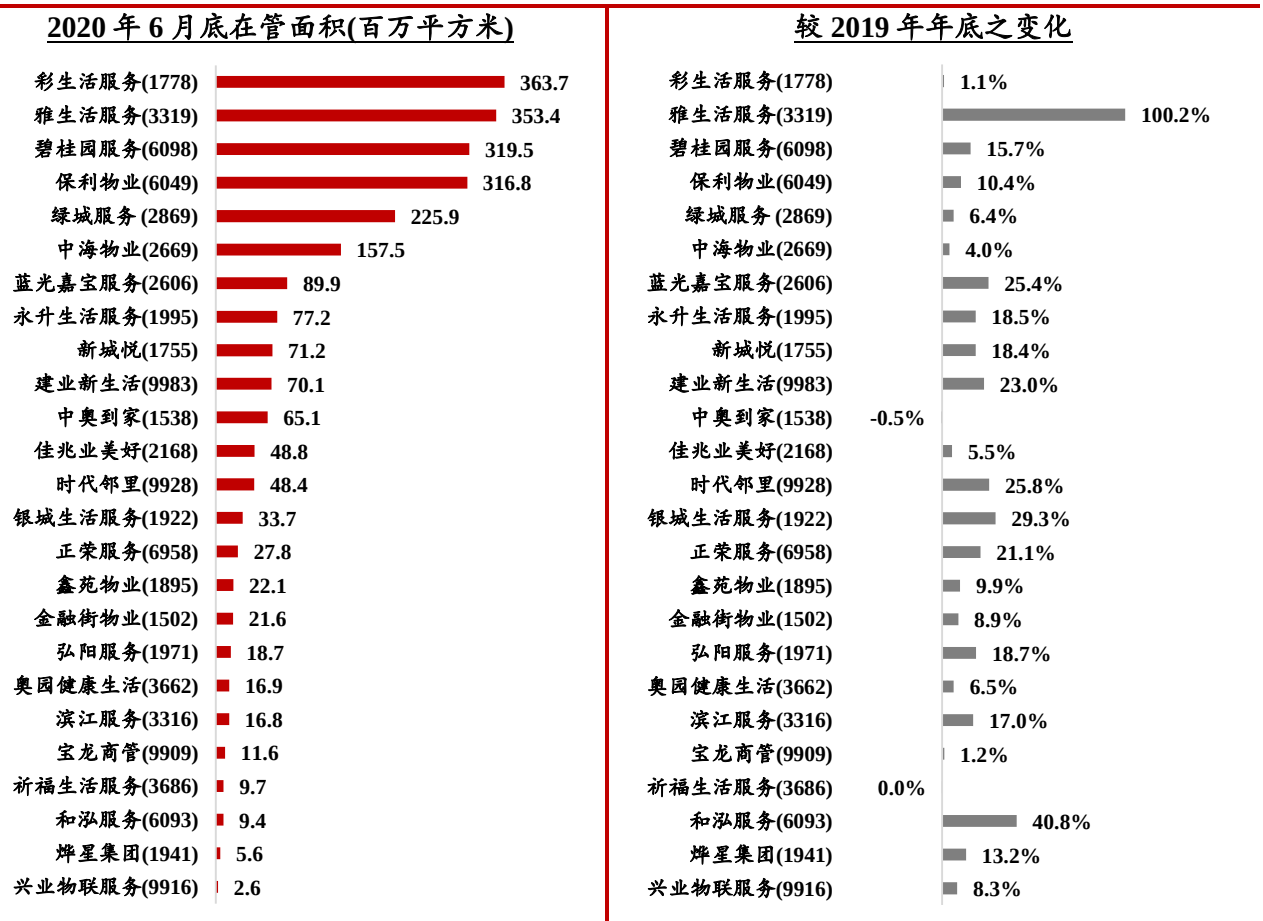
2.1 在管面积较 2019 年年底平均增长 17.2%

对于物管行业，规模化发展仍是王道，也是收入及盈利持续增长的基础。2020 年上半年，在港上市的物管企业(浦江中国没有披露相关数据)在管面积相较 2019 年年底平均增长 17.2%。

其中，12 家物管企业在管面积提升幅度超越行业均值。雅生活服务、和泓服务、银城生活服务在管面积增幅最为明显，分别约达 100.2%、40.8%、29.3%。

此外，收并购已成为当前物管业务扩张的重要手段。以雅生活服务为例，公司 2020 年 6 月底总在管面积（不含咨询顾问及参股公司面积）约达 353.4 百万方，较 2019 年年底约 176.6 百万方增加 176.8 百万方，增长率约为 100.2%。该增长主要来源于其第三方项目贡献的新增在管面积约为 172.2 百万方，其中包括收购中民物业所贡献的在管面积 158.9 百万方以及第三方拓展新增在管面积约 13.3 百万方。

图表 3：香港上市主要物管企业 2020 年 6 月底在管面积、较 2019 年年底之变化



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

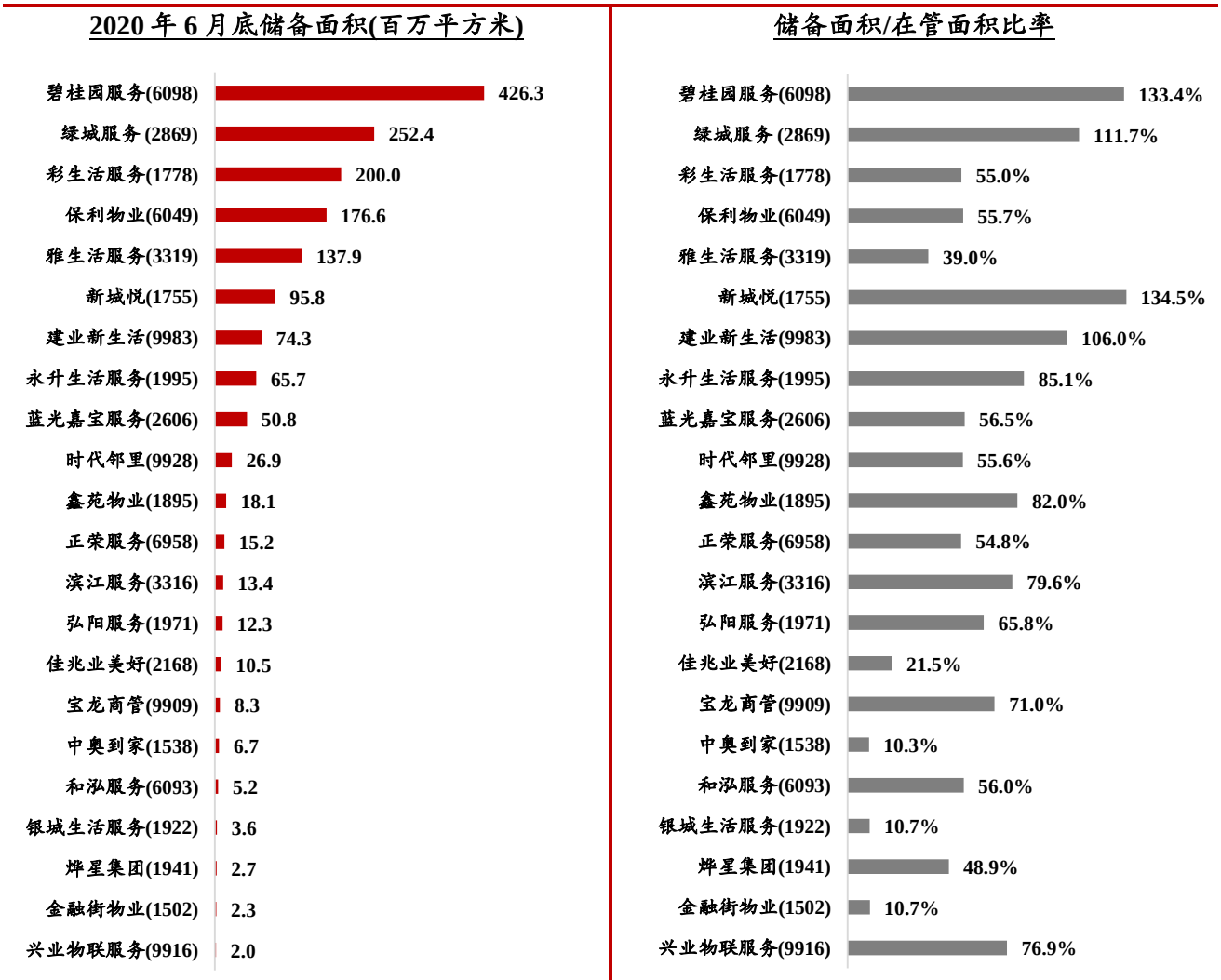
2.2 五家物管企业储备面积超过一亿方

储备面积是指物管企业已签约，但仍未接管的建筑面积，代表着物管企业未来潜在的在管面积增速能力。

在港上市的 26 家物管企业中，共有 22 家有公布储备面积相关数据，行业中位数约达 16.7 百万方，其中有五家物管企业储备面积超过一亿方，分别是碧桂园服务(~4.3 亿方)、绿城服务(~2.5 亿方)、彩生活服务(~2 亿方)、保利物业(~1.8 亿方)，以及雅生活(~1.4 亿方)。

储备面积/在管面积比率方面，储备面积超过在管面积一倍的共有四家物管企业，分别是新城悦(134.5%)、碧桂园(133.4%)、绿城服务(111.7%)，以及建业新生活(106%)，表示相关物管企业在不需要并购的支持下，其未来在管面积仍可以随着储备面积转化而实现翻倍增长。

图表 4：香港上市主要物管企业 2020 年 6 月底储备面积和储备面积/在管面积比率表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

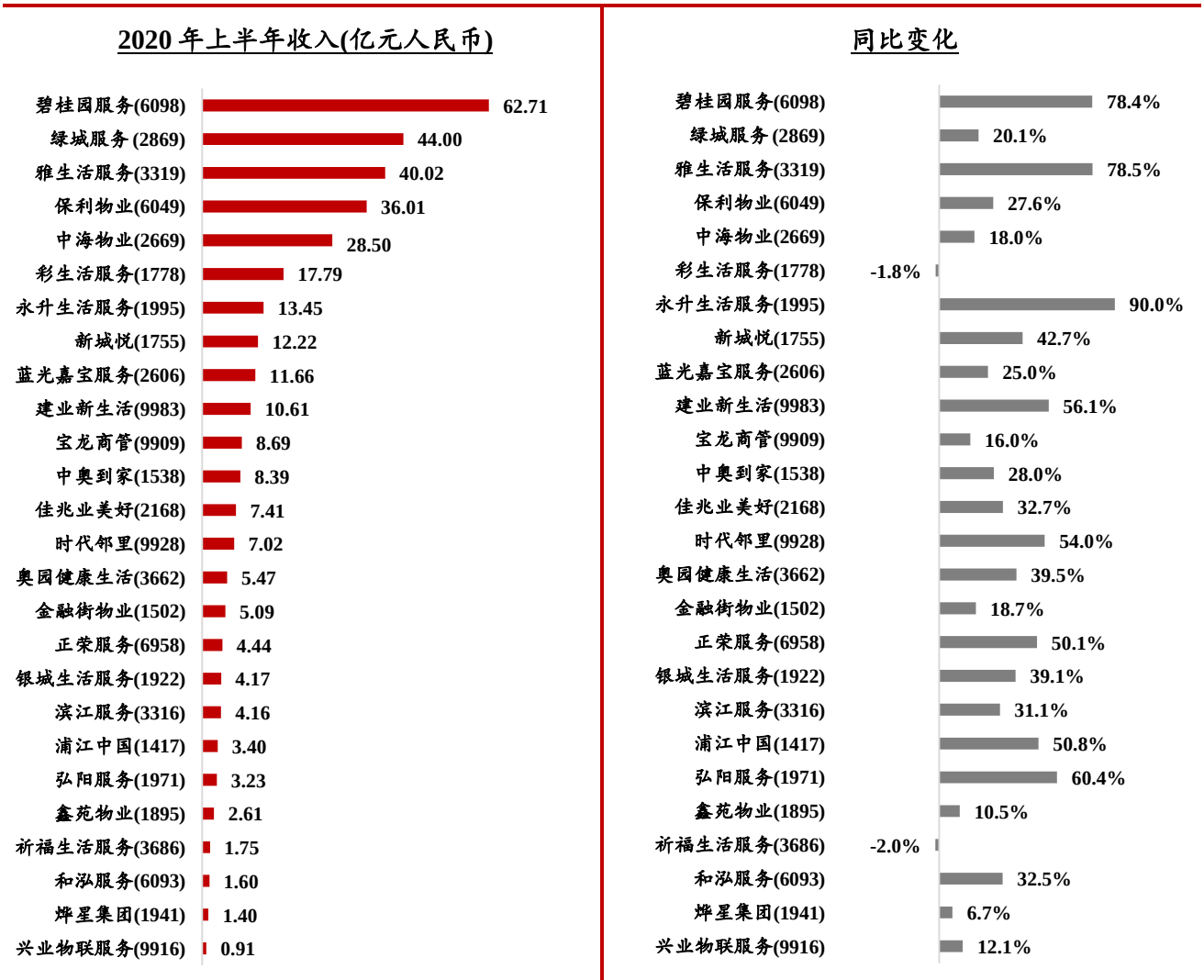
2.3 总收入[1]同比平均上升 35.2%

2020 年上半年，在港上市的 26 家物管企业总收入中位数约达 7.21 亿元。其中，总收入低于中位数共有 13 家，而总收入达二十亿以上的则共有 5 家，显示上市物管企业之间的收入水平存在明显差距。

此外，在港上市的 26 家物管企业中，24 家 2020 年上半年总收入同比录得正增长，行业平均增长 35.2%，较 2019 年全年增幅约 46.1%有所放缓，主要是因为物企的外拓业务和内房开发商的物业交付受疫情影响延后所致。

然而，全国商品房销售已在 5 月恢复增长。7 月以来，房企为了实现其年度销售目标，已加快推盘节奏，三季度商品房销售增长势头得以延续，有助物企面向开发商所提供的增值服务业务在下半年恢复高速增长。叠加物企在疫情受控后加速开展外拓业务，将驱动物管板块下半年总收入增长提速。

图表 5：香港上市主要物管企业 2020 年上半年收入及同比变化



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

[1]中海物业所有财务数据均是以港元计算

2.4 增值服务增速在疫情影响下有所放缓

雖然大部分在港上市物管企业 2020 年上半年主要收入贡献仍来自于物管服务，但相关收入占比则有所下降。在港上市 26 家物管企业 2020 年上半年物业管理服务收入平均占比约为 64.1%，较 2019 年上半年约 65.5%下降 1.4 个百分点。

住户增值服务收入平均占比由 2019 年上半年约 15.2%上升至约 15.3%。其中，住户增值服务收入占比最大的三家物管企业分别是祈福生活服务(78.6%)、建业新生活(31.3%)、金融街物业(21.5%)。

另一方面，共有 12 家物管企业 2020 年上半年已布局其他业务，较 2019 年上半年增加两家，相关业务收入平均占比也由 2019 年上半年约 2.3%上升至 4.5%。其中，浦江中国其他业务，即城市环境卫生服务收入占比在上半年已约达 26.5%，表明物管企业已将业务领域由小区管理向城市运营延伸。

图表 6：香港上市主要物管企业 2020 年上半年收入分布情况

公司名称	物业管理服务	非住户增值服务	住户增值服务	其他
彩生活服务(1778)	85.8%	1.8%	8.5%	3.8%
中海物业(2669)	78.2%	14.8%	6.7%	0.3%
中奥到家(1538)	70.7%	21.3%	2.1%	5.9%
绿城服务 (2869)	68.7%	14.1%	17.2%	
祈福生活服务(3686)	21.4%		78.6%	
浦江中国(1417)	73.5%			26.5%
雅生活服务(3319)	65.5%	24.0%	10.6%	
碧桂园服务(6098)	68.0%	10.8%	9.6%	11.6%
新城悦(1755)	43.4%	24.4%	15.2%	17.1%
佳兆业美好(2168)	49.2%	32.9%	8.0%	9.8%
永升生活服务(1995)	59.6%	21.0%	19.4%	
滨江服务(3316)	61.2%	29.2%	9.6%	
奥园健康生活(3662)	62.6%	24.1%	10.5%	2.8%
和泓服务(6093)	75.2%	9.7%	15.1%	
鑫苑物业(1895)	64.8%	16.1%	19.1%	
蓝光嘉宝服务(2606)	57.7%	25.3%	17.1%	
银城生活服务(1922)	80.7%		19.3%	
保利物业(6049)	63.5%	15.4%	21.1%	
时代邻里(9928)	60.5%	27.3%	6.4%	5.8%
宝龙商管(9909)	72.6%	22.4%	4.9%	
兴业物联服务(9916)	82.5%		1.7%	15.7%
烨星集团(1941)	66.8%	23.0%	10.2%	
建业新生活(9983)	36.5%	11.7%	31.3%	20.5%
金融街物业(1502)	76.5%		21.5%	2.1%
弘阳服务(1971)	69.9%	21.3%	8.8%	
正荣服务(6958)	50.8%	35.6%	13.6%	

*建业新生活 2020 年上半年的增值服务收入没有分拆业主及非业主，相关比例是依据 2019 年数值推算

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

2020 年上半年，在港上市 26 家物管企业物业管理服务收入同比增速中位数约达 33.1%，相较 2019 年全年同比增速中位数约 30.1%(不包括浦江中国)有所提高，主要是受惠于在管面积提升和部分成熟的存量在管物业上调管理费所致。其中，增速最快的是雅生活服务，该公司凭借收购中民物业和接

管关连开发商之项目大幅提升其在管面积，推动相关收入同比增长约113.4%。

另一方面，物管企业整体增值服务收入同比增速在疫情影响下则有所放缓。在港上市 26 家物管企业 2020 年上半年非住户增值服务、住户增值服务收入同比增速中位数分别约达 20.8%、40.1%，相较 2019 年全年同比增速中位数约 57.4%、48.7%(不包括浦江中国)有所放缓，主要原因系(1)疫情大爆发期间严重影响物业销售活动，物管企业向物业开发商提供的非住户增值服务需求下降；(2)部分需要进屋的住户增值服务需求在疫情大爆发期间受到影响。

其中，中奥到家和永升生活服务非住户增值服务收入 2020 年上半年同比增速实现翻倍，分别约达 198.1%及 117.1%。中奥到家在 2019 年 4 月透过收购若干公司驱动其房地产代理业务高速增长，并于上半年完整的体现相关业务带来之收入贡献。此外，永升生活服务相关业务录得快速增长主要是由于母企旭辉集团和合作开发商开发的项目增加，叠加第三方物业开发商委托的协销服务提升，对协销服务、额外专项定制服务等服务的需求增长所致。

此外，弘阳服务、滨江服务、宝龙商管、雅生活服务住户增值服务收入同比增长也实现翻倍，分别上升约 261.3%、165.5%、116.9%、105%，主要是受惠于相关公司在管面积的规模扩大，服务用户数量大幅增长以及推出多样化服务的渗透率不断提升。

图表 7：香港上市主要物管企业 2020 年上半年各业务收入同比变化

公司名称	物业管理服务	非住户增值服务	住户增值服务	其他
彩生活服务(1778)	10.3%	-74.3%	-29.2%	-21.7%
中海物业(2669)	14.2%	34.5%	31.9%	64.2%
中奥到家(1538)	8.3%	198.1%	38.6%	41.3%
绿城服务 (2869)	23.2%	19.5%	9.7%	
祈福生活服务(3686)	35.5%		-8.9%	
浦江中国(1417)	10.8%			
雅生活服务(3319)	113.4%	18.8%	105.0%	
碧桂园服务(6098)	64.9%	13.2%	96.1%	2641.3%
新城悦(1755)	33.3%	8.8%	94.7%	133.0%
佳兆业美好(2168)	56.2%	12.5%	5.0%	41.6%
永升生活服务(1995)	83.7%	117.1%	84.6%	
滨江服务(3316)	33.0%	9.5%	165.5%	
奥园健康生活(3662)	34.6%	23.3%	96.9%	856.9%
和泓服务(6093)	45.6%	33.7%	-8.8%	
鑫苑物业(1895)	13.7%	6.7%	3.7%	
蓝光嘉宝服务(2606)	22.5%	54.2%	2.9%	
银城生活服务(1922)	39.8%		36.4%	
保利物业(6049)	25.4%	20.8%	40.8%	
时代邻里(9928)	43.5%	63.8%	41.8%	261.4%
宝龙商管(9909)	12.6%	15.1%	116.9%	
兴业物联服务(9916)	9.8%		-69.5%	87.4%
烨星集团(1941)	2.5%	-0.1%	86.4%	
建业新生活(9983)	47.3%	71.3%	71.3%	44.5%
金融街物业(1502)	14.2%		40.1%	6.8%
弘阳服务(1971)	52.9%	50.1%	261.3%	
正荣服务(6958)	37.2%	90.7%	24.6%	

*建业新生活 2020 年上半年的增值服务收入没有分拆业主及非业主，相关比例是依据 2019 年数值推算

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

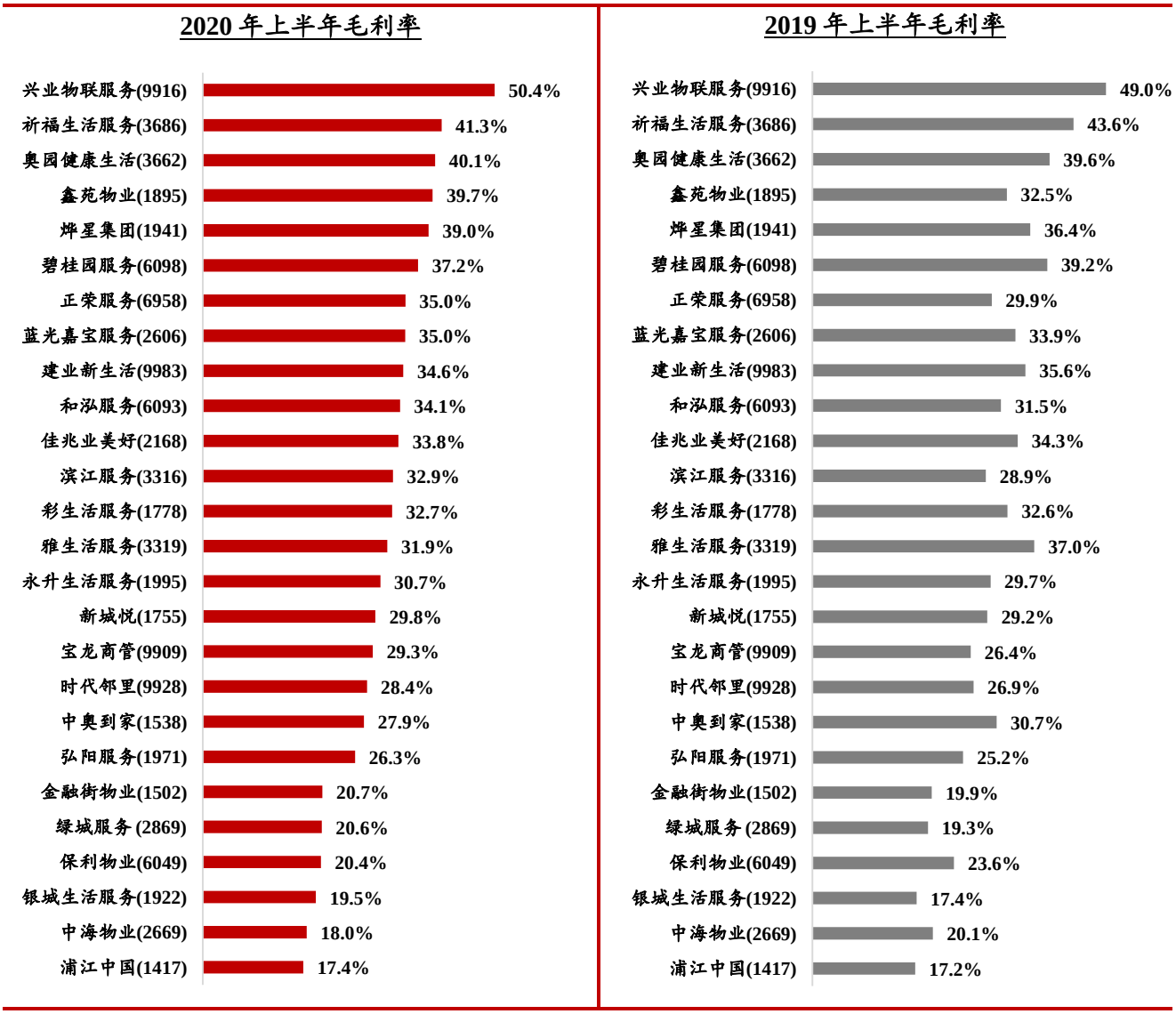
3. 盈利表现

3.1 整体毛利率同比有所提升

在港上市的 26 家物管企业 2020 年上半年毛利率中位数由 2019 年上半年约 30.3%提升至 32.3%。其中，毛利率同比录得上升的物管企业数量达 18 家，而下跌的则有 8 家。

2020 年上半年，毛利率排名前三的物管企业是兴业物联服务、祈福生活服务、奥园健康生活，分别约达 50.4%、41.3%、40.1%。兴业物联服务毛利率明显高于行业主要是其管理的组合中只涵盖政、商楼宇(包括 18 幢商用楼宇、三幢政府楼宇及一个工业园)，而商业楼宇的物管服务业务毛利率则普遍高于住宅。

图表 8：香港上市主要物管企业 2020 年上半年、2019 年上半年毛利率表现对比

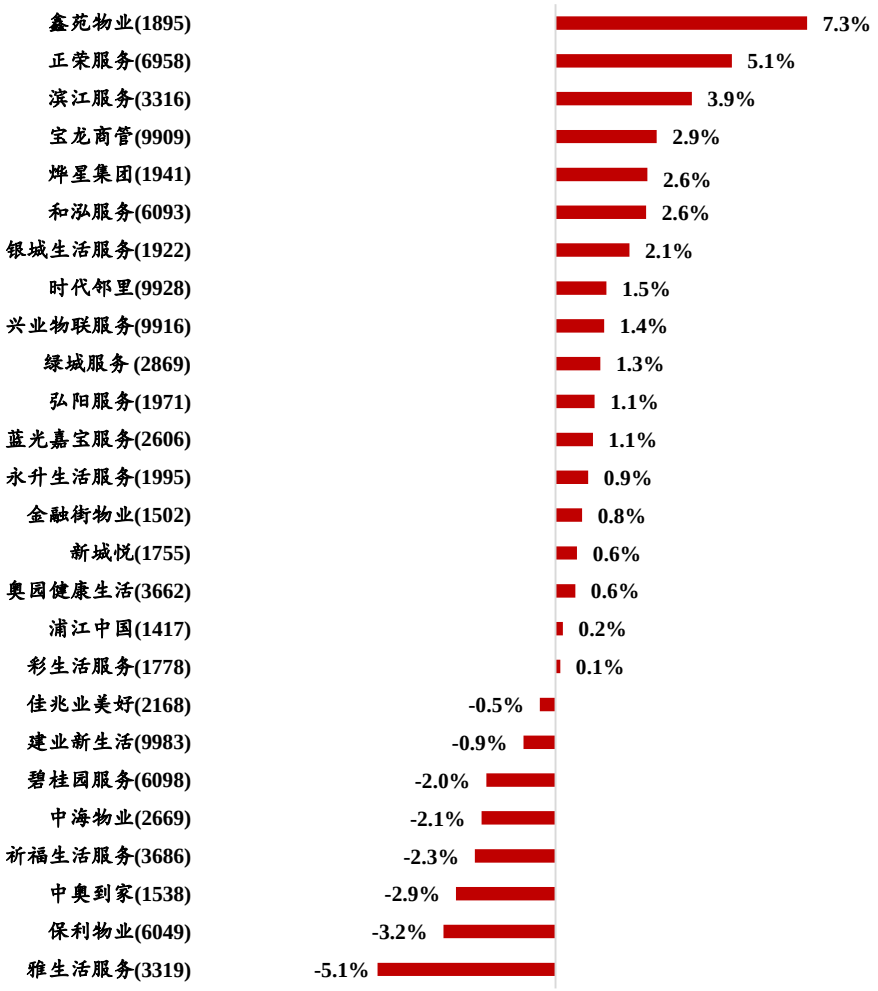


数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

毛利率同比改善幅度最为显著的三家物管企业是鑫苑物业、正荣服务、滨江服务，分别由 2019 年上半年约 32.5%、29.9%、28.9%提升 7.3、5.1、3.9 个百分点至 2020 年上半年约 39.7%、35%、32.9%，主要反映(1)平均物业管理费增加；(2)有效的成本控制；(3)疫情期间社会保险减免政策降低部分成本支出；(4)较高毛利率业务收入占比提升。

此外，毛利率同比下跌幅度最为明显的三家物管企业则是雅生活服务、保利物业、中奥到家，分别由 2019 年上半年约 37%、23.6%、30.7%下跌 5.1、3.2、2.9 个百分点至 31.9%、20.4%、27.9%。其中，雅生活服务毛利率同比下跌主要是因为新收购的中民物业之业绩于期内实现并表，而中民物业的毛利率则低于雅生活服务原本项目毛利率水平，叠加股权合作企业带来无形资产摊销的影响所致。

图表 9：香港上市主要物管企业 2020 年上半年毛利率同比变化



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

根据我们统计在港上市 16 家有披露各业务毛利表现的物管企业之数据，相关物管企业 2020 年上半年物业管理服务毛利率中位数约为 25.1%，高于 2019 年上半年约 22.6%；非住户增值服务、住户增值服务同期毛利率中位数分别约为 31.2%、51.1%，则低于 2019 年上半年约 33.6%、52.3%。

图表 10：香港上市主要物管企业 2020 年上半年各业务毛利率表现

公司名称	物业管理服务	非住户增值服务	住户增值服务	其他
中海物业(2669)	16.2%	20.1%	33.8%	28.9%
绿城服务 (2869)	14.3%	37.0%	32.0%	
雅生活服务(3319)	21.9%	48.9%	55.0%	
碧桂园服务(6098)	36.1%	46.3%	65.9%	11.4%
新城悦(1755)	32.0%	28.3%	42.7%	14.9%
佳兆业美好(2168)	31.1%	34.2%	49.8%	32.9%
永升生活服务(1995)	24.8%	25.8%	53.8%	
滨江服务(3316)	22.0%	49.2%	52.5%	
和泓服务(6093)	32.1%	15.6%	55.8%	
鑫苑物业(1895)	28.2%	55.0%	65.9%	
蓝光嘉宝服务(2606)	28.6%	50.8%	32.8%	
银城生活服务(1922)	14.7%	0.0%	39.7%	
保利物业(6049)	17.0%	20.7%	30.2%	
时代邻里(9928)	26.3%	28.3%	55.5%	20.5%
弘阳服务(1971)	25.3%	21.1%	46.8%	
正荣服务(6958)	24.7%	36.8%	69.0%	

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

此外，两家国有头部物管企业包括中海物业和保利物业 2020 年上半年各业务毛利率同比均录得下跌。其中，中海物业的住户增值服务上半年毛利率同比下滑 19.5 个百分点，跌幅为可比同业中最大。中海物业在业绩报告中表示，毛利率同比下滑主要是由于疫情期间零售产品销售组合的变化，毛利率较低的日常新鲜食品和防疫物资面对重大需求所致。

图表 11：香港上市主要物管企业 2020 年上半年各业务毛利率同比变化

公司名称	物业管理服务	非住户增值服务	住户增值服务	其他
中海物业(2669)	-0.6%	-4.9%	-19.5%	-15.0%
绿城服务 (2869)	2.4%	-1.1%	0.7%	
雅生活服务(3319)	-4.6%	-0.4%	3.6%	
碧桂园服务(6098)	0.4%	4.0%	3.1%	-25.2%
新城悦(1755)	3.9%	3.4%	-18.3%	1.4%
佳兆业美好(2168)	-2.9%	0.6%	6.2%	5.4%
永升生活服务(1995)	4.0%	3.8%	-10.7%	
滨江服务(3316)	6.1%	2.1%	-8.4%	
和泓服务(6093)	1.2%	0.1%	15.4%	
鑫苑物业(1895)	7.7%	9.7%	6.9%	
蓝光嘉宝服务(2606)	0.5%	1.6%	-2.1%	
银城生活服务(1922)	3.2%		-1.6%	
保利物业(6049)	-1.1%	-0.6%	-13.8%	
时代邻里(9928)	2.2%	0.7%	1.9%	1.4%
弘阳服务(1971)	-0.1%	0.4%	0.6%	
正荣服务(6958)	3.6%	3.0%	15.8%	

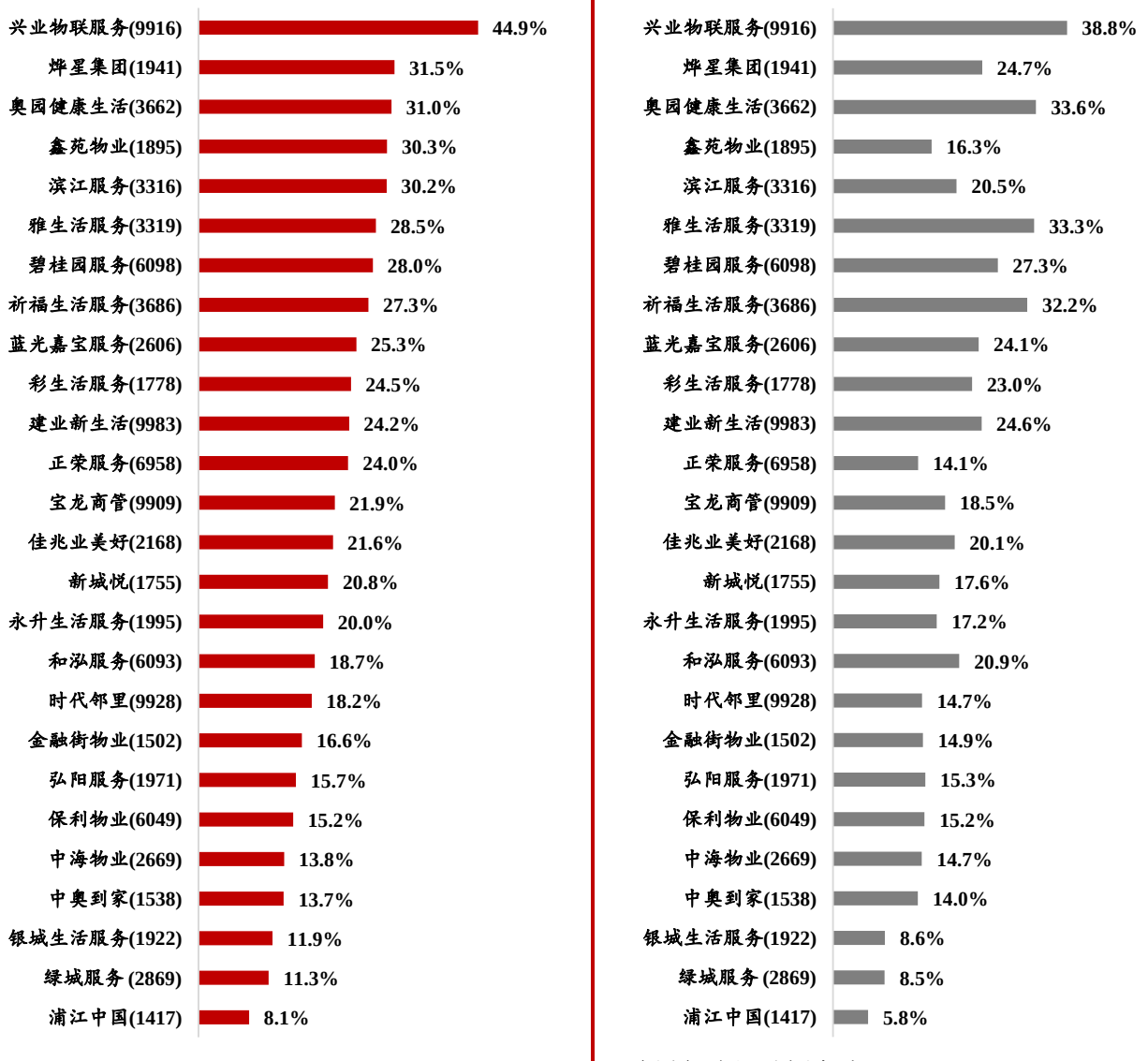
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

3.2 经营利润率同比上升

在港上市的 26 家物管企业 2020 年上半年经营利润率(剔除上市开支)中位数由 2019 年上半年约 18.1%上升至 21.7%。排名前三物管企业是兴业物联服务、烨星集团、奥园健康生活，其经营利润率分别约达 44.9%、31.5%、31%。其中，兴业物联服务录得最高水平主要是其高毛利率带动所致。

此外，经营利润率同比改善幅度最为显著的三家物管企业则是鑫苑物业、正荣服务、滨江服务，分别由 2019 年上半年约 16.3%、14.1%、20.5%提升 13.95、9.96、9.76 个百分点至 30.3%、24%、30.2%，主要是受惠于毛利率改善所致。除此之外，鑫苑物业和滨江服务的费用管控表现亦十分出色，两家企业期内销售及行政支出占收入比率分别由 2019 年上半年约 15.5%、8.5%下降 6.61、5.41 个百分点至 8.8%、3.1%。

图表 12：香港上市主要物管企业 2020 年上半年、2019 年上半年经营利润率表现对比



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

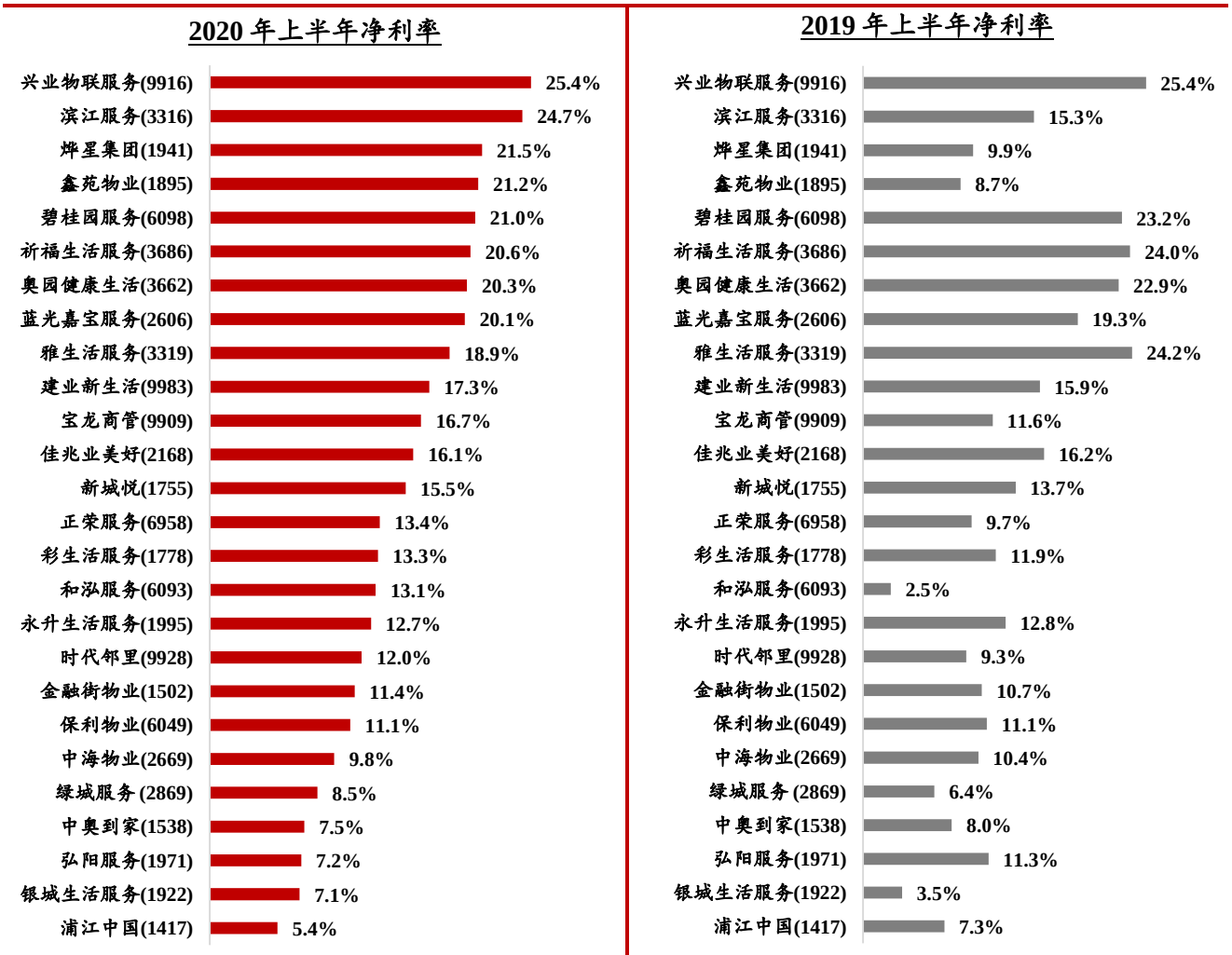
3.3 部分小型物管企业利润率显著提升

在港上市的 26 家物管企业 2020 年上半年净利率中位数由 2019 年上半年约 11.5%上升至 14.4%。排名前三物管企业是兴业物联服务、滨江服务、烨星集团，净利率分别约达 25.4%、24.7%、21.5%。其中，兴业物联服务录得最高水平主要原因是其商业楼宇的物管服务业务毛利率普遍高于住宅。

净利率同比出现改善的共有 12 家物管企业，改善幅度最为显著的三家物管企业是鑫苑物业、烨星集团、和泓服务，分别由 2019 年上半年约 8.7%、9.9%、2.5%大幅提升 12.46、11.61、10.62 个百分点至 21.2%、21.5%、13.1%。相关物管企业利润率出现明显改善主要是因为其业务规模扩大和物业管理项目数量增加得以提升收入及利润和 2020 年上半年没有录得上市费用所致。

此外，净利率同比下跌幅度最为明显的三家物管企业是雅生活服务、弘阳服务、祈福生活服务，分别由 2019 年上半年约 24.2%、11.3%、24%下跌 5.21、4.06、3.38 个百分点至 18.9%、7.2%、20.6%。其中，雅生活服务利润率出现明显倒退主要是因为其新收购的中民物业业绩并表影响所致。

图表 13：香港上市主要物管企业 2020 年上半年、2019 年上半年净利率表现对比



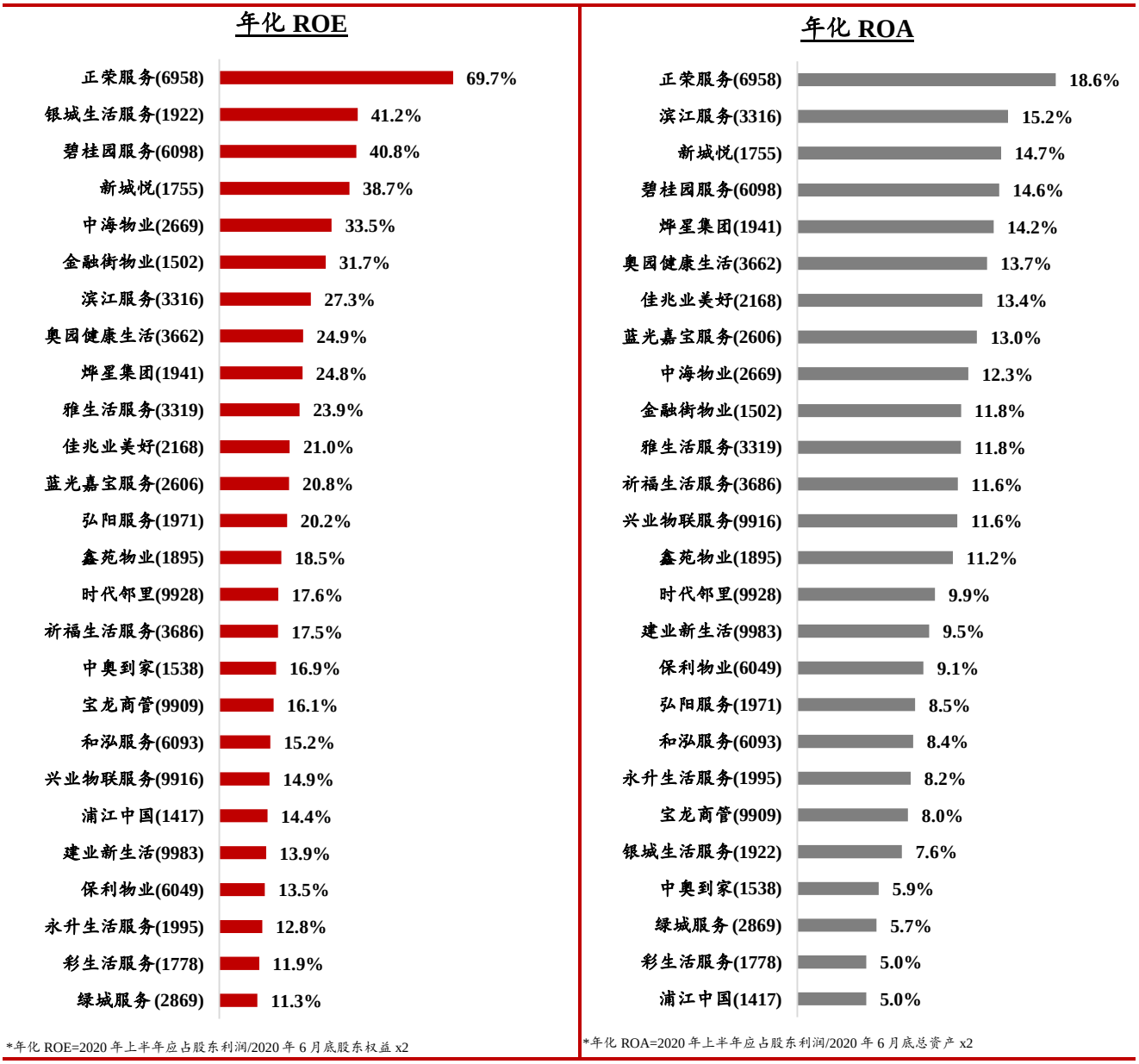
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

4. 资产营运效率

在港上市的 26 家物管企业 2020 年上半年经年化调整之 ROE 中位数约为 19.3%，其中共有 13 家物管企业年化 ROE 超越中位数水平；排名前三的物管企业是正荣服务、银城生活服务、碧桂园服务，分别约达 69.7%、41.2%、40.8%。

此外，26 家物管企业 2020 年上半年经年化调整之 ROA 中位数约为 11.4%，其中共有 13 家物管企业年化 ROA 超越中位数水平，其中排名前三的是正荣服务、滨江服务、新城悦，分别约达 18.6%、15.2%、14.7%。

图表 14：香港上市主要物管企业 2020 年上半年经年化调整之 ROE、ROA 表现



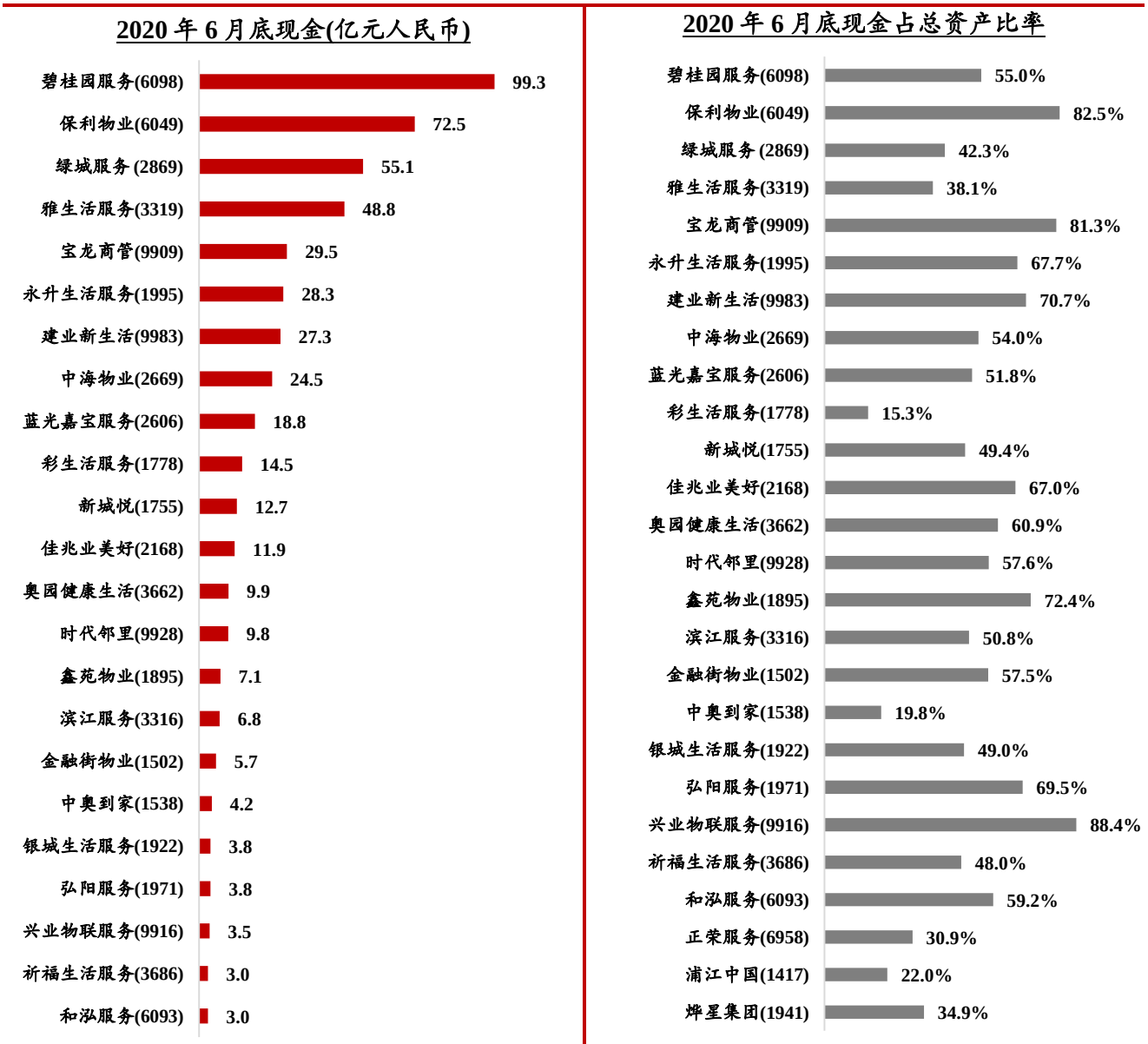
数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

5. 现金水平

在港上市的 26 家物管企业中，共有 12 家 2020 年 6 月底在手现金超越 10 亿元，其中排名前三的是碧桂园服务、保利物业、绿城服务，在手现金分别约达 99.3 亿元、72.5 亿元、55.1 亿元。我们相对看好资产营运效率较佳的碧桂园服务(ROA 排名第四)，将可利用好手上资金，在未来进行更多并购，持续扩大业务版图。

现金占总资产比率方面，排名前三的物管企业是兴业物联服务、保利物业、宝龙商管，分别约达 88.4%、82.5%、81.3%。

图表 15：香港上市主要物管企业 2020 年 6 月底现金水平和现金占总资产比率表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

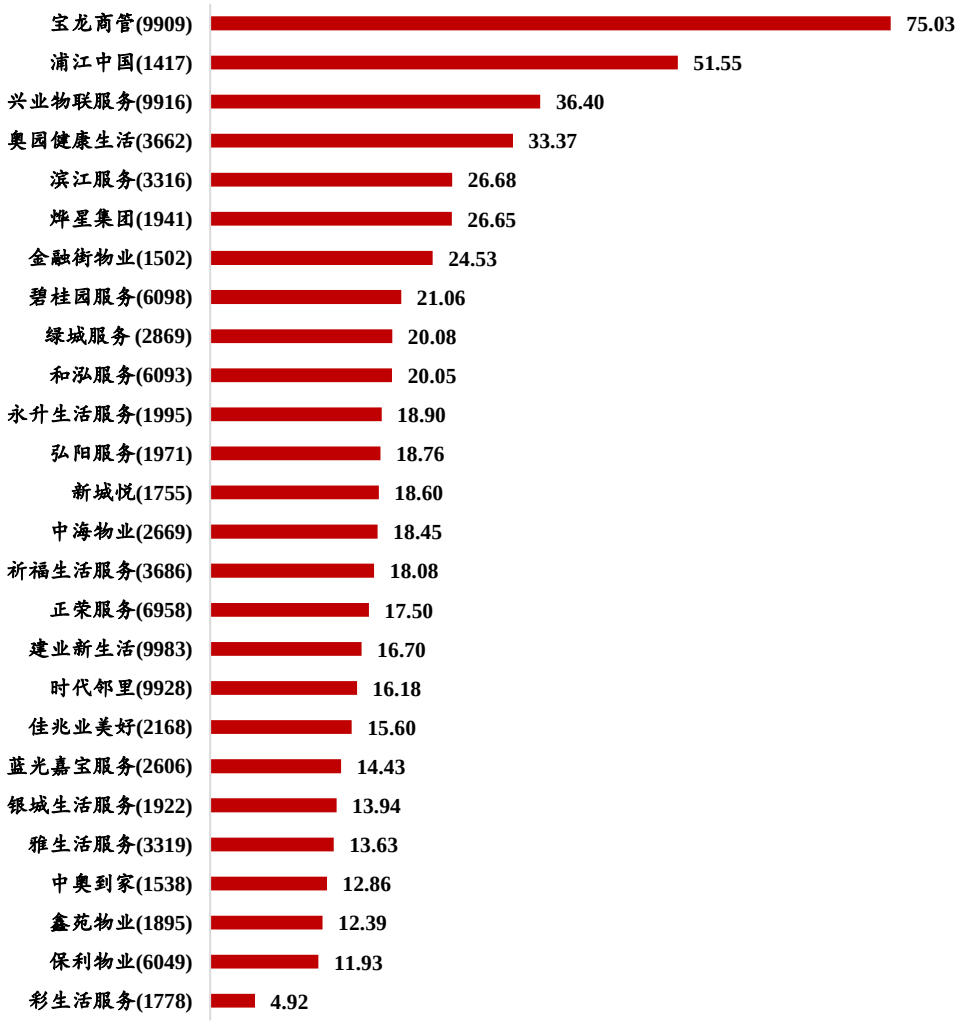
6. 坪效表现

6.1 方均非住宅物业收入贡献持续高于住宅物业

在港上市的 26 家物管企业 2020 年上半年方均收入中位数约达 18.53 元，共有 13 家物管企业方均收入高于中位数，其中排名前三的是宝龙商管、浦江中国、兴业物联服务，方均收入分别约达 75.03 元、51.55 元、36.4 元。

从方均收入排名前三的物管企业在管业态收入贡献分布来看，方均非住宅物业收入贡献整体仍显着高于住宅物业。其中，宝龙商管旗下商业运营服务上半年收入占比超越 80%；兴业物联服务主要是管理商用楼宇及政府楼宇而取得物业管理服务收入；浦江中国超过 90%物业管理服务的收入贡献则来自对非住宅物业管理。

图表 16：香港上市主要物管企业 2020 年上半年方均收入(元人民币)



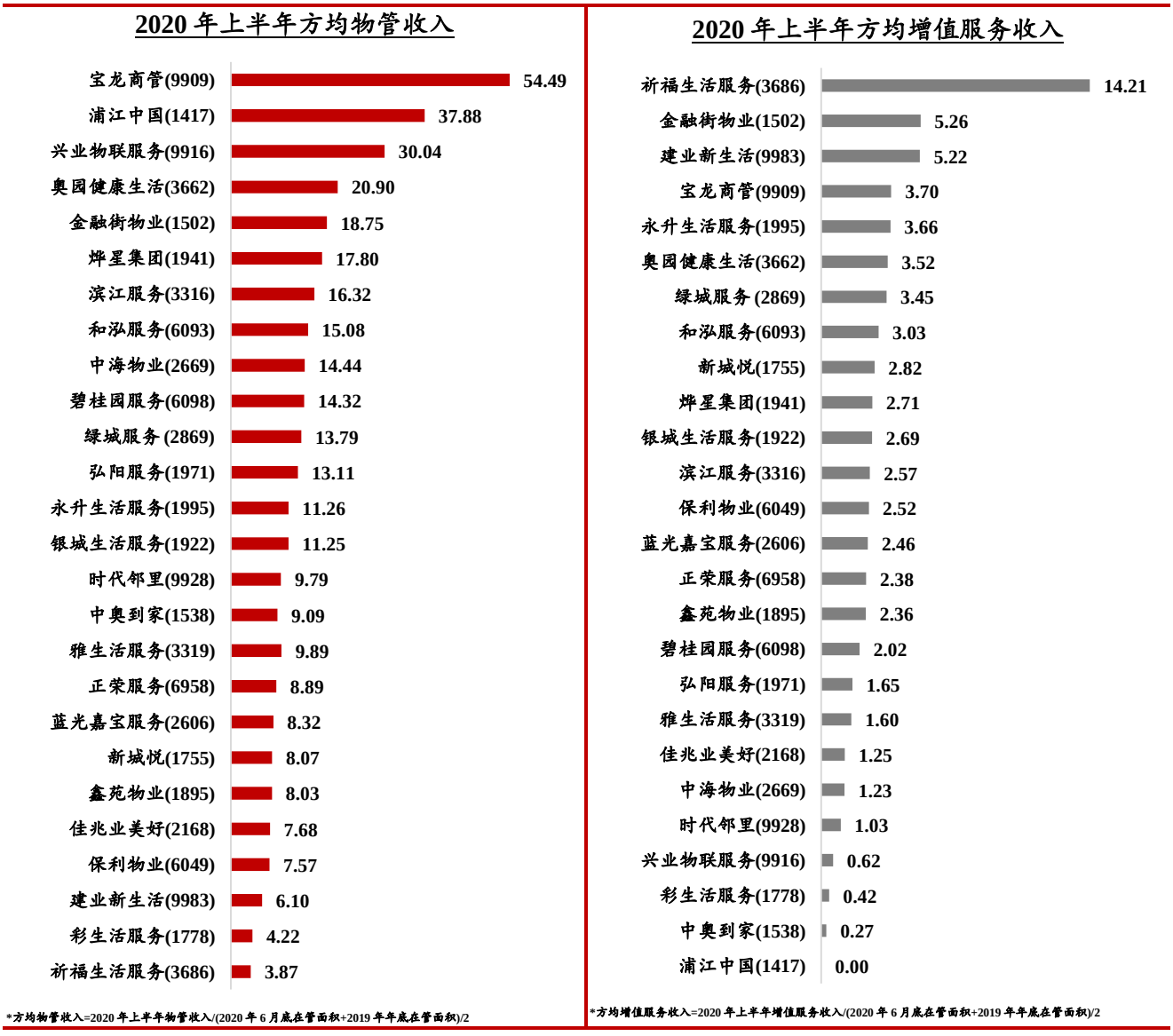
*方均收入=总收入/(2020 年 6 月底在管面积+2019 年年底在管面积)/2

数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

物管服务收入方面，在港上市 26 家物管企业 2020 年上半年方均物管服务收入中位数约达 11.26 元，其中排名前三的是宝龙商管、浦江中国、兴业物联服务，方均物管服务收入分别约达 54.49 元、37.88 元、30.04 元。

此外，在港上市的 26 家物管企业 2020 年上半年方均增值服务收入中位数约达 2.49 元，其中排名前三的是祈福生活服务、金融街物业、建业新生活，方均增值服务收入分别约达 14.21 元、5.26 元、5.22 元。

图表 17：香港上市主要物管企业 2020 年上半年方均物管及增值服务收入(元人民币)表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

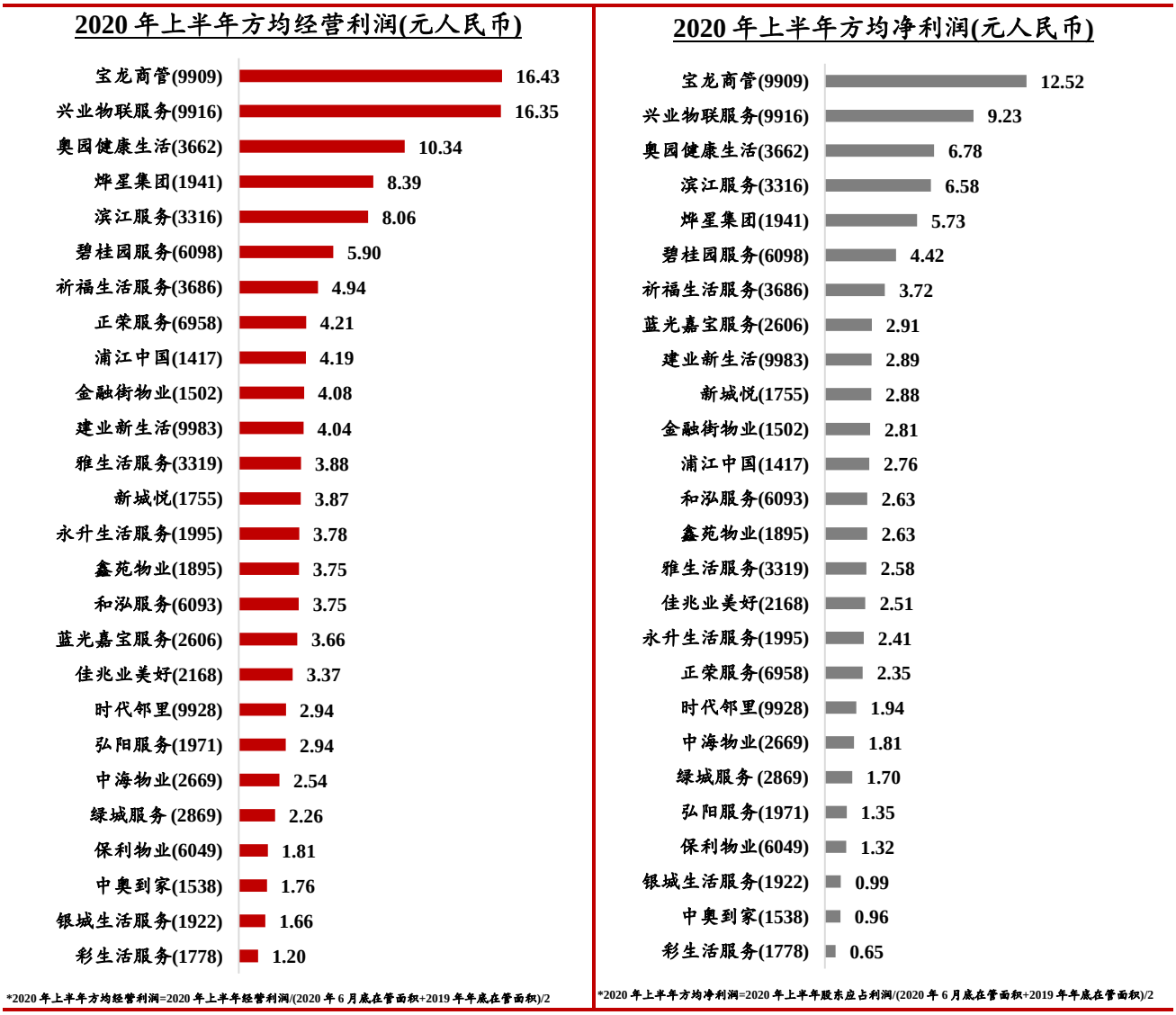
6.2 物管企业之间方均盈利表现存在明显差距

在港上市的 26 家物管企业 2020 年上半年方均经营利润中位数约达 3.83 元，共有 13 家物管企业的经营利润高于中位数，其中排名前三的是宝龙商管、兴业物联服务、奥园健康生活，方均经营利润分别约达 16.43 元、16.35 元、10.34 元。

此外，26 家物管企业 2020 年上半年方均净利润中位数约达 2.69 元，共有 13 家物管企业高于中位数，其中排名前三的也是宝龙商管、兴业物联服务、奥园健康生活，方均净利润分别约达 12.52 元、9.23 元、6.78 元。

我们认为，物管企业之间方均盈利表现存在明显差距，主要是表示三方面的差异：(1)物管企业在管业态收入占比；(2)毛利率较高的服务收入占比；(3)费用管控能力。

图表 18：香港上市主要物管企业 2020 年上半年方均经营利润及净利润表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

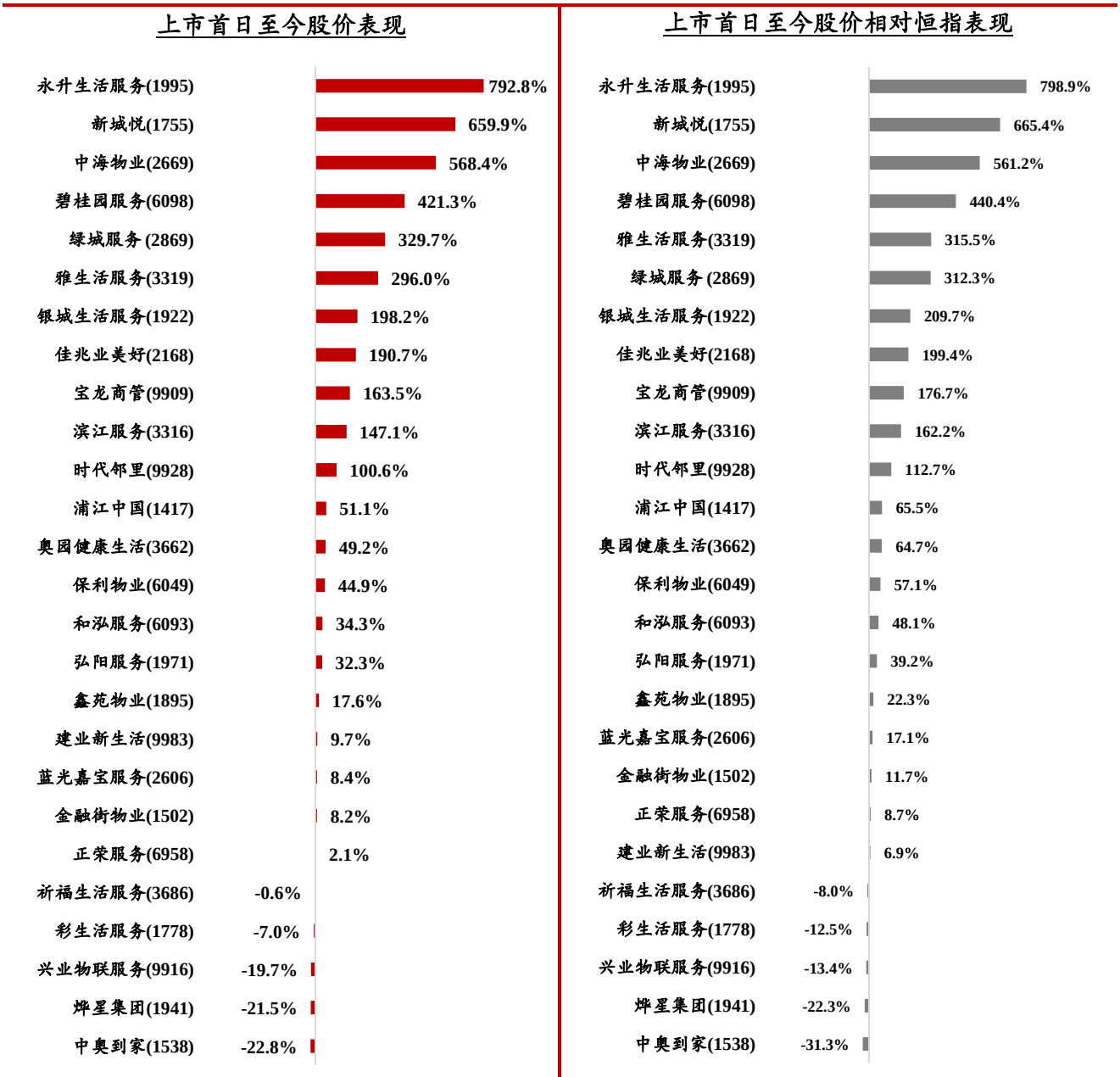
7. 股价表现

7.1 部分小型物管企业股价 2020 年年初至 7 月表现较强势

在港上市的 26 家物管企业中，共有 21 家上市首日至 9 月 11 日股价录得升幅，其中排名前三的物管企业是永升生活服务、新城悦、中海物业，分别上升约 792.8%、659.9%、568.4%。

此外，在港上市的 26 家物管企业中，共有 21 家上市首日至 9 月 11 日股价相对恒指录得升幅，其中排名前三的物管企业也是永升生活服务、新城悦、中海物业，分别上升约 798.9%、665.4%、561.2%

图表 19：香港上市主要物管企业上市首日至 9 月 11 日股价表现

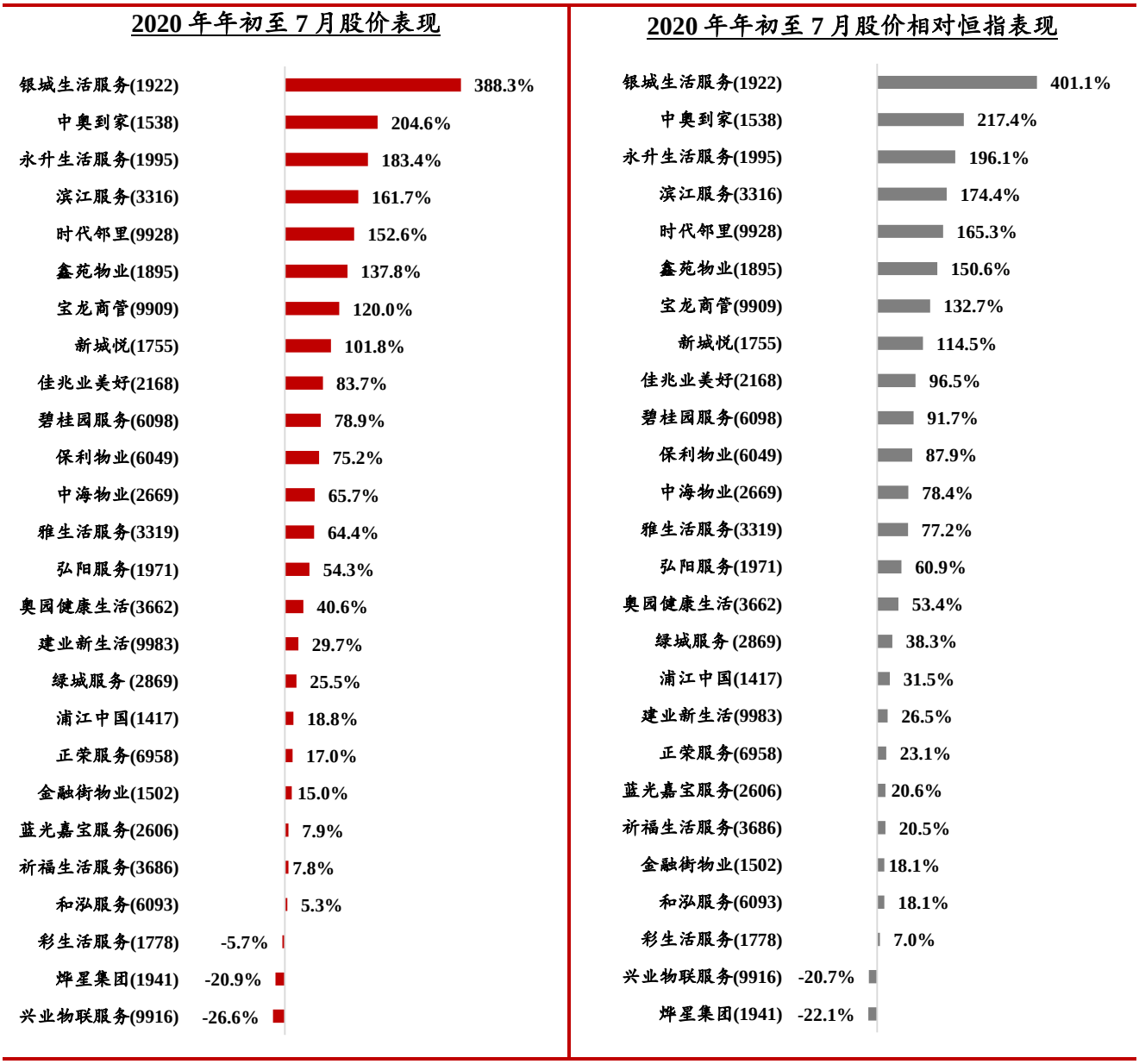


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

在港上市的 26 家物管企业中，共有 23 家 2020 年年初至 7 月股价录得升幅，其中 8 家升幅更实现翻倍。在我们 6 月发布的报告《疫情防控常态化下的投资优选》中已提到，部分小型物企 2020 年年初以来股价累积表现较头部物管企业更为凸出，当中银城生活服务同期股价显着飙升 388.3%，显示优质小型物管企业受到资本市场青睐。

根据银城生活服务财报所示，公司是南京排名第一、江苏省排名前五的物业管理服务供货商，在南京拥有非常强的地域性品牌优势，叠加公司第三方在管面积占比逾 81%，表明公司对关连开发商的依赖程度较低，拥有较强的第三方外拓业务能力。

图表 20：香港上市主要物管企业 2020 年年初至 7 月股价表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

7.2 物管企业股价 8 月第二周开始出现明显调整

物管板块股价表现在 8 月第二周以来开始出现较明显调整。8 月至 9 月 11 日，在港上市的 26 家物管企业股价累积表现中位数约为-6.6%。

我们认为，物管板块股价出现调整背后主要原因系(1)物管板块 2020 年年初至 7 月股价累积升幅已不少，随着上市公司在 8 月公布业绩后，市场对其上半年业绩炒作已完成，引发一波获利盘释放，形成短期沽压；(2)中央 8 月下旬已明确了重点内房资金监测和融资管理规则，也就是被市场称之为“三条红线”，市场预期相关举措将令内房开发商业务扩张有所受限，未来整体交付的物业数量将减少，导致未来潜在的增量物管需求下降，从而影响物管企业在管面积和收入增长空间。

图表 21：香港上市主要物管企业 2020 年 8 月至 9 月 11 日股价表现

公司名称	8月股价表现				9月股价表现		8月至9月11日股价表现
	第一周	第二周	第三周	第四周	第一周	第二周	
彩生活服务(1778)	0.3%	-1.2%	1.0%	-0.5%	-5.0%	-2.9%	-6.0%
中海物业(2669)	0.5%	-5.1%	-2.4%	-8.8%	-0.7%	-2.8%	-17.7%
中奥到家(1538)	0.0%	-12.8%	-10.8%	-1.4%	-5.8%	-2.4%	-28.8%
绿城服务 (2869)	0.0%	-9.1%	-5.1%	7.0%	-6.4%	-8.2%	-15.2%
祈福生活服务(3686)	6.7%	-6.1%	0.0%	-4.8%	-5.1%	0.0%	-6.7%
浦江中国(1417)	-8.9%	0.0%	-0.4%	-0.4%	0.4%	6.8%	0.4%
雅生活服务(3319)	5.4%	-5.7%	-2.5%	-4.4%	-6.1%	-6.5%	-18.1%
碧桂园服务(6098)	7.1%	0.5%	3.3%	7.9%	-0.9%	-4.4%	12.3%
新城悦(1755)	7.4%	6.7%	4.7%	-3.7%	-8.1%	-3.9%	-6.5%
佳兆业美好(2168)	-9.0%	-5.6%	2.7%	-13.9%	-3.0%	-7.6%	-30.9%
永升生活服务(1995)	2.8%	-1.8%	-0.7%	10.2%	0.6%	-5.9%	5.5%
滨江服务(3316)	3.0%	-4.6%	11.4%	-6.2%	-13.4%	3.3%	-5.6%
奥园健康生活(3662)	-1.0%	-6.5%	-0.9%	-7.0%	-1.0%	-8.2%	-22.1%
和泓服务(6093)	37.8%	12.7%	6.6%	-6.0%	-6.7%	-4.9%	71.1%
鑫苑物业(1895)	36.5%	-12.5%	4.6%	-8.4%	-11.7%	0.6%	6.6%
蓝光嘉宝服务(2606)	10.6%	-1.4%	0.0%	-7.5%	-2.4%	-10.8%	-15.8%
银城生活服务(1922)	11.1%	5.2%	-0.1%	-15.8%	0.5%	-0.5%	1.2%
保利物业(6049)	-0.4%	-6.3%	-1.4%	-11.9%	-1.0%	-0.9%	-20.4%
时代邻里(9928)	4.8%	-9.7%	-1.3%	-8.2%	-4.2%	-12.2%	-21.5%
宝龙商管(9909)	4.7%	-1.1%	21.5%	5.5%	-3.1%	5.6%	22.4%
兴业物联服务(9916)	20.8%	3.2%	-10.9%	0.0%	-10.9%	-1.8%	9.4%
烨星集团(1941)	6.5%	3.3%	-9.6%	3.5%	2.9%	-1.5%	-2.2%
建业新生活(9983)	3.5%	-7.4%	1.7%	4.0%	-8.0%	-10.8%	-15.6%
金融街物业(1502)	21.8%	-5.9%	-1.3%	-9.6%	-1.9%	-7.7%	-3.8%
弘阳服务(1971)	8.7%	-3.5%	2.7%	-14.2%	-9.0%	-8.6%	-12.2%
正荣服务(6958)	10.3%	-6.1%	0.8%	-4.9%	-5.3%	-7.7%	-10.9%
股价上升公司数量	20	6	11	6	4	4	8
股价下跌公司数量	4	19	13	19	22	21	18
股价持平公司数量	2	1	2	1	0	1	0
行业平均值	7.3%	-3.1%	0.5%	-3.8%	-4.4%	-4.0%	-5.0%
行业中位数	5.1%	-4.9%	-0.1%	-4.9%	-4.6%	-4.1%	-6.6%

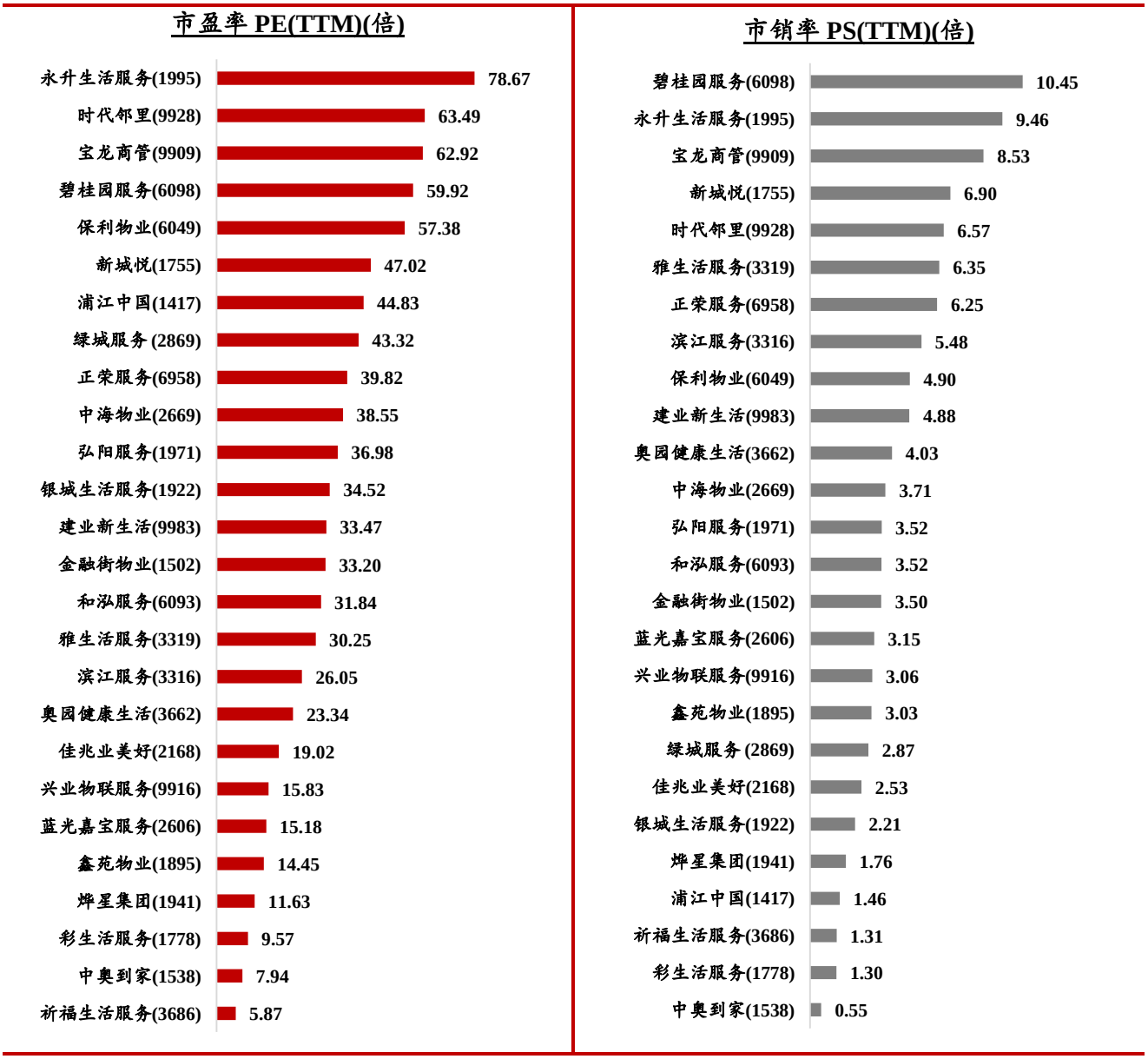
数据来源：WIND、山证国际研究部整理

8. 估值表现[2]

在港上市的 26 家物管企业「市盈率(PE)」中位数约达 33.34 倍，其中共有 13 家物管企业的 PE 高于中位数，而排名前三的是永升生活服务、时代邻里、宝龙商管，其 PE(TTM)分别约达 78.67 倍、63.49 倍、62.92 倍。

另一方面，在港上市的 26 家物管企业市销率中位数约达 3.52 倍，其中共有 12 家的市销率高于中位数，而排名前三的物管企业是碧桂园服务、永升生活服务、宝龙商管，其 PS(TTM)分别约达 10.45 倍、9.46 倍、8.53 倍。

图表 22：香港上市主要物管企业市盈率及市销率表现



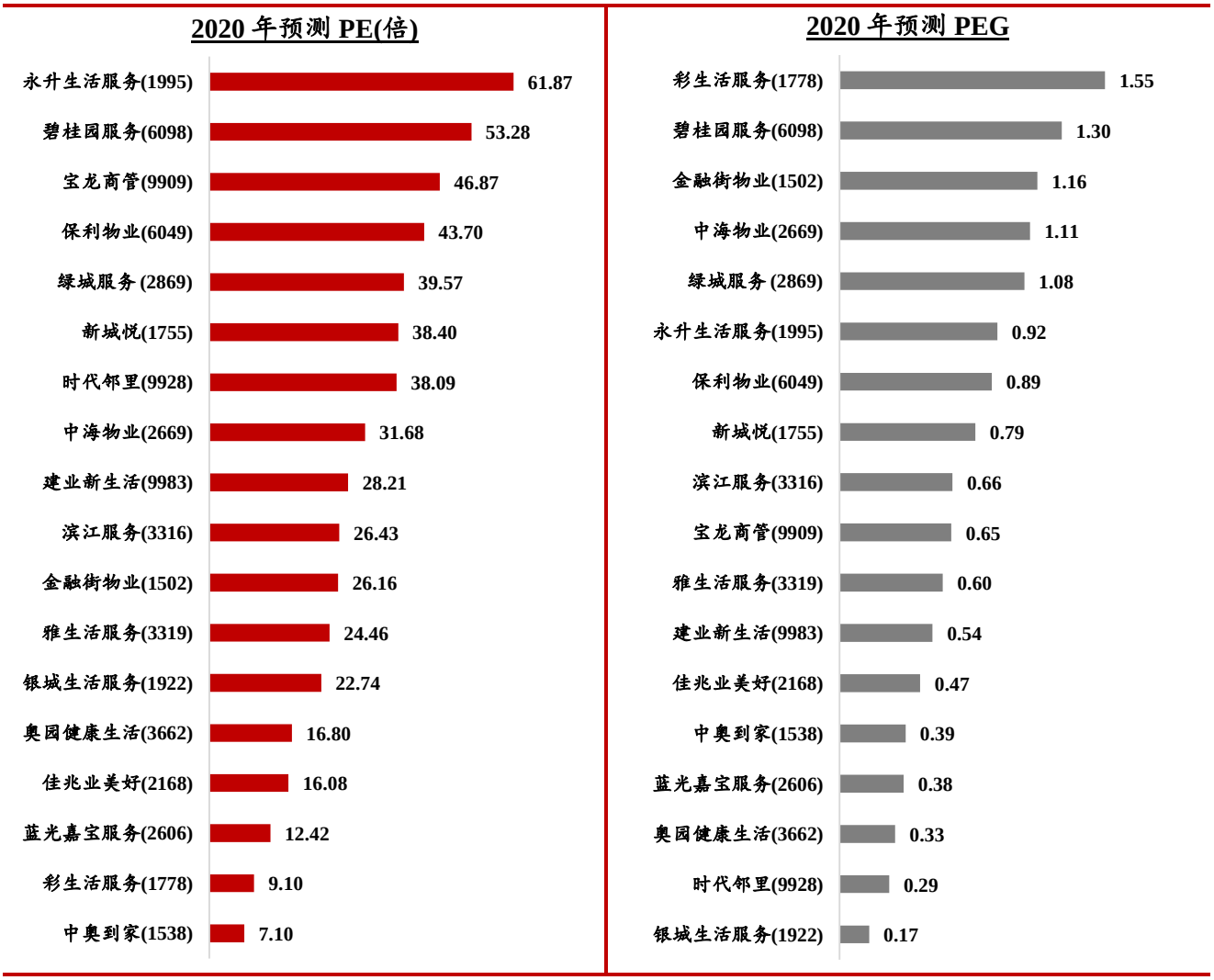
数据来源：WIND、山证国际研究部整理

[2] 有关估值的所有数据均是取于 2020 年 9 月 11 日收市值

在《疫情防控常态化下的投资优选》报告中，我们提到由于物管企业的业务普遍处于高速扩张期，因此采用「本益成长比 PEG)」指标相对 PE、PS、预测 PE 或更能描述物管企业当前估值的合理性。

随着物管板块股价近期出现调整后，板块估值已逐渐回归较合理水平。根据 WIND 数据，在港上市的 26 家物管企业中，18 家有盈利预测的物管企业 9 月 11 日之 2020 年预测 PEG 中位数已由 7 月 31 日的 0.81 大幅回落至 0.66。

图表 23：香港上市主要物管企业 2020 年预测 PE 及 PEG 表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

我们认为，物管板块主要投资逻辑并没有改变，内房今、明两年交付高峰将为物管行业规模扩张提供了良好基础，辅之于强劲的外部扩张势头，物管企业下半年业绩将可维持高速增长态势，成为支撑板块估值的坚实基础。

此外，内房企业在房地产行业融资受限的背景下拓宽融资渠道，分拆体系内的物管公司在港上市的热潮仍将延续。

截至 2020 年 9 月 15 日，至少 11 家物管企业已申请在港上市，其中包括大型内房开发商旗下的物管公司，分别是华润万象生活、融创服务、世茂服务，建议投资者可以多加关注。

图表 24：香港已申请上市的主要物管企业简介

公司名称	关连开发商	保荐人	最新合约面积(百万平方米)	最新储备面积(百万平方米)	最新在管面积(百万平方米)	2019年收入(千元人民币)	2019年毛利率	2019年利润率
华润万象生活	华润置地	建银国际、中金、花旗、高盛	131.8	25.2	106.6	5,868,103	16.1%	6.2%
融创服务	融创中国	汇丰、摩根士丹利	226.8	126.2	100.6	2,827,374	25.5%	9.5%
世茂服务	世茂集团	中金、摩根士丹利	124.4	56.2	68.2	2,489,086	33.7%	15.4%
荣万家生活服务	荣盛房地产	华泰国际	75.6	27.1	48.4	1,250,575	18.3%	8.8%
远洋服务	远洋集团	中金、花旗	61.9	19.6	42.3	1,829,575	20.6%	11.3%
卓越商企服务	卓越集团	海通国际、招银国际	38.9	10.7	28.2	1,836,019	23.6%	9.7%
佳源服务	佳源集团	海通国际、国泰君安国际	40.2	12.6	27.6	454,891	23.9%	11.0%
合景悠活	合景泰富	农银国际、华泰国际	33.9	15.6	18.3	1,124,878	37.3%	16.4%
第一服务	当代置业	海通国际	27.2	12.2	15.0	624,679	34.8%	12.4%
宋都服务	宋都股份集团	信达国际			6.4	222,474	29.2%	15.8%
星盛商管	星河控股	建银国际、中信建投国际	2.8	1.5	1.3	387,314	51.8%	21.9%

数据来源：公司招股文件、山证国际研究部整理

9.投资建议

持续看好具有强基础服务属性、弱周期性、以及业绩增长空间广阔的物管板块，继续看好碧桂园服务(6098.HK)、绿城服务(2869.HK)、雅生活服务(3319.HK)、永升生活服务(1995.HK)、建业新生活(9983.HK)、滨江服务(3316.HK)、奥园健康生活(3662.HK)。

10.投资风险

（1）业务订约合同额度增长不及预期；（2）系统风险等。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；

b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告 所表述的具体建议或观点相关系；

c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

联系方法：

香港金钟夏慤道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：http://www.ssif.com.hk